

ステイクホルダー資本主義 (Stakeholder Capitalism) の展開と日本企業

早稲田大学国際学術院教授

樋口 清 秀

I はじめに

日本経済新聞 2002 年 2 月 9 日付け朝刊の Interview 記事「未踏に挑む資本主義 次の進化促す」において、これまでの株主への利益を最優先する企業行動が大きな貧富の格差を招いたとの批判から世界企業は社会や環境に配慮する経営が求められ始めてきたとの前書きで世界最大の投資運用会社、US ブラックロック CEO ラリー・フィンク氏のこれからの資本主義の在り方についての見解を紹介している。同氏は、政治経済の現況について、あらゆる民主主義国家はあまりにも近視眼的すぎ、多くの政策が場当たりのため、多くの企業が長期的視点で経営をすることが困難になっている。そのうえ、特に民主主義的先進国は長寿化が進む一方、退職後の健康を含めた生活に不安を持つ人があふれつつあるにもかかわらず、各国はそれへの適切な政策を打てずにおり、その役割を企業に委ねるようになってきている。そこで社会が希望を取り戻すためには、政府の強いリーダーシップと資本主義の組み換えが必要であると主張している。

同氏は、そこで 2019 年 8 月 US 経営者団体ビジネス・ラウンドテーブルが新たな企業経営目的として出した声明、「企業は今後株主のみの貢献するのではなく、すべてのステイクホルダー（企業への利害関係者）のために利益を追求する」を引用し、これも一つの資本主義の進化だとしている。このステイクホルダー論は 2020 年 1 月のスイス・ダボス会議でも主たるテーマとして取り上げられた。しかし、このダボス会議でもそれ以前は株主を優先する株主資本主義が主張された時期もあったが、今回はステイクホルダー論が特に強調されるようになった。

その一方、日本では、1990 年代のバブル崩壊から続くデフレ不況、それに少子高齢化と経済のグローバル化および ICT, AI による第 4 次産業革命などの進化により、各企業は経営の在り方の見直しに迫られてきており、そこにおいて人件費の圧縮、人員削減、能力主義の導入、非正規雇用の積極的推進、あるいは M&A による業務拡大など、これまでの終身雇用、年功序列の経営を転換させる企業が続出してきている。

本稿ではこれら内外の企業経営の変化について、なぜ株主第一資本主義が崩壊しつつあるのか、また昨今強調されつつあるステイクホルダー資本主義はどのような特徴を持つのか、今後企業はどのような経営を行うべきかを先行研究にのっとり、検討す

ることにする。

II 株主第一資本主義の普及と理論的展開

ノーベル経済学受賞者 Milton Friedman は、1970年9月13日付けの「*The New York Times Magazine*」誌に「*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profit*」と題する論考を掲載し、企業行動の在り方を主張した。論点はまさに論題そのものであり、企業の社会的責任は利潤をあげることである。株式会社では、経営陣は株主 (Shareholder) の雇われ人であり、株主に成り代わって会社を経営する。ゆえに、これら株主の利益を最大化することこそ経営陣の責務であり、その他の社会的責務は彼らが個人として行うべきであり、企業自体が望ましい社会的目標などに関わるべきではないとする。ここに資本主義社会における企業の行動目的としての「*A Friedman Doctrine*」が声高に宣言されることとなった。

ここで、株主の利益とは何かについて言及しておく必要がある。株主にとっての利益とは自らの資産が増加することであろう。したがって、企業・経営陣にとって、株主の利益を増加・最大化させるためには、配当の最大化か株価の最大化を実現させるべきであり、それは利潤を最大化させるで実現させることに他ならない。

この点については、H. Varian(2015)が簡単に論証している。すなわち、企業はその活動において一定の費用を費やししながら生産物を販売することで収入を得る。販売額と費用の差が利潤となる。そしてこの利潤は結果として株主に配当として分配されるとする。これらは企業が存続する限りにおいてフローとして継続して分配される。もし将来について情報が完全ならば、各期において獲得される利潤を割引率で割り引いてそれぞれの現在価値とし、それを総計すれば、その企業の将来の利潤 (= 配当) 総計が割引現在価値として得ることができる。これを企業の価値とみなすことができよう。一方、市場で企業価値を体現するのが株価である。すなわち、投資家は企業の発行している株について所有権を確保するために株を購入するが、その価格こそ企業の価値の評価である。したがって、

$$\text{株価} = \text{企業の将来利潤 (= 配当) の総割引現在価値}$$

が成立する。ゆえに、利潤最大化と株価最大化が同行動とみなすことができるとの主張の正当性が成立することになる。したがって、ミクロ経済学が教える合理的行動としての利潤最大化論は株価最大化行動として体現可能とされるのである。

これを実践したのが、Jack Welch である。彼は 1981年にGE社の社長に就任するや、企業の目的は株主の利益を最大化することであると公言し、P. Druckerの示唆に従い、「選択と集中」によってそれまでのGE社の事業を改編することで同社を80年代、90年代USを代表する優良企業に育て上げた。GE社の株価は30倍増となり、同氏

は 20 世紀最高の経営者とも評されたものである。ただし、同氏は、GE 社退任後の 2009 年にはこの株主第一主義はあまりにも近視眼的すぎ、企業経営には企業生き残りにために中長期視点が大切として、株主第一主義は誤りだとその見解を変更することになる。

一方、理論的説明では、Michael C. Jensen & William H. Meckling(1976)が株主第一主義の合理的行動を論証している。それは、1930 年代に Adolphe A. Barle, Jr & Gardiner Means 等が企業における「所有と経営の分離」および「所有と支配の分離」を強調し、企業組織が大きくなればなるほど、それは複雑化し、企業の所有者である株主はその経営を経営者に委託せざるを得なくなる。その結果、企業を直接支配するのは、専門家である経営者たちであって、株主でなくなるとした点と M. Freedman の株主第一主義の双方をベースにして、所有権論、エイジェンシー論および資金確保の企業金融の視点から企業構造を捉え、そのもとでの利益最大化あるいは企業の現在価値の最大化条件が実践されるとする。

詳しく説明するならば、企業所有者の株主は経営の専門家である経営者にその経営を委託する。そこにプリンシパル・エージェント関係が所定の契約の下で成立する。その経営委託にともなって発生するのがエイジェンシー費用である。これは株主が経営者たちが自己の利益のためよりもむしろ株主の資産を最大化させるよう督励・監視するための費用を意味する。これには、プリンシパルである株主による監視費用、エージェントである経営陣による株主との絆形成費用およびそれ以外の費用からなるが、これらを最小にしつつ、株主の資産最大化を実現することが合理的企業行動となるのである。そして、特に 1980 年代にアメリカにおいて、この株主第一主義（ストックホルダー論）が企業経営の革命的考え方として大いに普及していったのである。しかし、そもそも経営者は株主の利益最大化を実現するように行動するものであろうか。

株主は自らの利益を維持、増大させるためには、経営者に高い報酬を払って株価をさらに高くしてもらった必要があったであろう。そのために経営者への報酬はますます引き上げられることになる。その高額な報酬支払に対して、その支払いの企業自身への直接のコスト負担を嫌った株主は、現金支払いの代わりに当該企業の株の売買権を与えるストックオプション制度の導入を積極化する。これはゲーム理論における簡単なプリンシパル=エージェントゲーム問題において双方にとって高利益が確保できるためにはストックオプションにおける株価の引き上げがナッシュ均衡解となり、ここに Win- Win ゲームが成立することが立証されることになる。それによって、ストックオプション制度が一気に普及していった。特に 1980 年代には、経営者への報酬としてのこれまでのボーナス制度からストックオプション制度に変更する経営法は「New Public Management」と呼ばれるまでになり、企業経営者の経営の支柱となった。

Ⅲ 株主第一主義と労働生産性合理論

株主第一主義は利潤最大化論と同義であることは先の述べた所である。1980年代後半この利潤最大化論は生産性に基づく労働賃金決定論と結びつき、賃金支払いに従業員間で大きな格差を生み出すどころか、低生産力とみなされた従業員には解雇の言い渡しが頻繁化し、それによって利潤を確保・増加させる企業の戦略が当然視された。これは、完全競争下かつ限界収入逡減、限界費用逡増の条件下での利潤最大化条件から

$$\text{労働の限界生産力} = \text{実質賃金}$$

の均衡式が得られ、これが生産性に応じた合理的賃金支払いの根拠となっていることに相違ない。

この賃金は能力給そのものであるが、その歴史は100年以上前からである。Jerry Z.Muller(2019)によれば、能力に応じた報酬支払は効率性改善させるという考えは、英国ビクトリア朝時代に遡る。1862年当時自由党の教育に関する責任者であったロバート・ロウは、政府から学校への援助金について生徒へのテストの結果に応じた支払いを基本とすることを提案した。すなわち、全校生徒への算数と国語の試験で解答できなかった生徒1人につき減額していく方式である。これに対して、当時学校調査官であったマシュー・アーノルドは、学校は読み書きを教育するところではなく、生徒の知的能力の育成にあるとして、機械的に能力を図ることに反対した。その結果自由党の政策は棚上げにされたが、アメリカでは1917年からこの考えが導入された。要するに能力給は結果から測定されることになっていたのである。

この考えを企業の生産現場に導入したのが、フレディック・テイラーである。彼は生産現場・製造工場を構成要素ごとに区分けし、それぞれに標準的成果を設定し、それを上回った場合には追加報酬を、一方下回った場合には減額するという経営管理法を提唱した。これはテイラー主義と呼ばれ、合理的経営管理法として大いに普及し、多くのビジネススクールでも主要理論として教えられた。したがって、企業は収益が悪化したとき、利潤確保、あるいは赤字回避のために生産性の低い労働者からレイオフされるようになった。

しかし、この合理的賃金決定論は収入関数、費用関数においてそれぞれ限界収入逡減かつ限界費用逡増が成立し、かつ生産した財・サービスはすべて販売され、収入になることを前提条件とするセイ法則を標榜する新古典派の考え方が背景にあることを念頭に置いておく必要がある。もし、それぞれにおいて限界収入逡減、限界費用逡増が成立しないならば、合理的賃金決定としての限界労働生産性に見合う賃金支払いは非合理的なものとなるし、もし市場あるいは需要側の事情で供給余剰が生じ、その結果収益が悪化した場合は、これは企業経営の問題であり、労働者の生産性とは無関係であろう。にもかかわらず、特に企業業績不振の際には労働生産性が低い労働者から解

雇されがちになったうえに、より効率的経営を目指す場合には労働報酬制が実施されることもしばしばとなり、企業の業績確保にこの施策が容易に活用されるようになったことは事実である。

IV 「株主第一主義」の弊害と批判

1980年代から1990年代特にアメリカで「株主第一主義（ストックホルダー論）」が普及するや、各企業経営者たちはこぞって株価を押し上げる経営戦略をとった。それは株式市場を大いに活発化させることに大きく貢献する一方、株価上昇において株主の資産増進に加え、ストックオプション制のおかげで企業経営者たちの資産の増大にも大きく寄与した。先の J.Welch などは GE 社社長当時同社の株価を 30 倍に引き上げたとして大いに評価されたものである。その結果、特に US における国民間の所得格差は大幅に拡大することになった。

1980年代、1990年代アメリカ株式市場は活発となり、株価は一方向的に上昇していった。しかし、そもそも株主第一主義自体は、利潤最大化によってこそ株価を最大化できるとするものであった。それについて、Charles E. Lucier & Amy Assin(1996)は、Booz-Allen & Hamilton 社の「1985-1994年の企業収入の伸びと株主への年配当」に関する調査研究結果を引用し、企業収入の伸びと株主価値（株価+配当）の相関は見られず、株主価値の企業収入からの大幅な上方乖離が頻繁に見かけられた点を強調している。元来、企業が収入を増加させるには、自ら成長市場を展開するか、新規顧客の獲得および既存顧客数の維持・改善によって実現されうるのもであったが、新たな伝統的知恵として、企業経営において短期的なコスト削減や安易な M&A などによる市場拡大によって株主価値の上昇が取り計らわれるようになった。一方で、企業持続・存続のための長期的視点でのイノベーション展開などは二の次に置かれたのである。

そうした中、2002年の Enron 社事件をはじめとして多くの企業でストックオプションによる報酬価格の不正操作や簿外での不正会計処理が頻発した（Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ(2006),小立敬(2006)）。それに加え、敵対的買収や相手企業の経営陣を左右させるほどの株の買い占めなども頻発した。これは各企業の経営や株価に対して不信任を醸成させたし、安定的経営をも不安定化させる深刻な事態に陥った。

こうした事態に対して、先に株主第一主義を標榜し、20世紀最高の経営者ともたたえられ、その実績を残した J.Welch は、2009年の *Financial Times* 紙とのインタビューで、「株価は企業においては戦略とはならず、その結果として出てくるものである。したがって、株価最大化を追求する株主第一主義は最悪の考え方である。企業の主たる維持者は従業員、顧客、部品納入者などであり、企業は彼らへの利益に配慮すべきであり、それは長期的経済安定となるので、短期の利潤はすべて配当として株主に分配するのではなく、長期的企業価値の上昇と結びつけるように活用していくべき」と「株

主第一主義（株価最大化論 or ストックホルダー論）」の批判者に転向するのである。

また、研究者間にも株主第一主義への批判が出され始める。P.Drucker などは 1973 年にいち早くこの株主第一主義の株価最大化論を批判し、企業の存続が重要として顧客を大事とする企業経営を行う顧客優先論を展開し、顧客のために連続的イノベーションや経営の転換を提案した。一方、Charles E. Jucier & Any Assin(1996)は、いくつかの高成長企業の実績をリサーチし、企業収入の伸びと株主価値の伸びとは短期的にははっきりした相関は見られず、また長期的にも双方全く関係なしとの解析結果に加え、企業の成長は株主へ特別な価値創造することとは相関性がなく、高成長企業は新たな伝統的知恵として新市場の開拓、新顧客の確保、より良い顧客との関係確保、高価格戦略の展開の戦略をとってきているとしている。そこで、株主価値の短期的ではなく長期的な創造を提唱する新しい企業成長論を提案する。それは健全な事業計画と経営を通じてライバルに対して優位な立場に立つ管理された成長パラダイムと 5 から 20 年かけて収益性と収入を安定的成長させる戦略的イノベーションパラダイムからなる。すなわち、顧客への効率的・効果的顧客へのビジネス展開や成長のエンジンとなるイノベーションが必要ということであり、従業員はイノベーション推進への重要な役割を果たすことがポイントであり、短期的判断で従業員を容易に解雇することは避けるべきとも強調している。

Lynn A.Stout(2012)は、1970 年代において Chicago School の自由市場主義者すべてが株主第一主義を信奉し、それが 1990 年代に US の証券取引所（SEC）に大きな影響を及ぼす一方、議会における経営者への新たな報酬制度として株を報酬として支払うことを認める法律の成立にも寄与したと指摘している。そこで、株主第一主義の欠陥を指摘する。そもそも株主はさまざまな要望や関心があり、単に自らの配当・株価上昇のみに関心を持つものではない。株主第一主義はそれら中のわずかな株主グループの利益のみに焦点を当てすぎであり、それはあまりにも近視眼的かつ楽観的すぎである一方、外部コストを無視しすぎるうえ、あまりにも都合の良い経営行動であり、企業倫理や社会的厚生には全く無関心となっていると指摘した。これをベースに、株主第一主義の欠陥として

- ① 短期的収益を重視するあまり、長期的業績は無視されがちである。
- ② 企業経営において新規投資やイノベーションは抑制がちとなる。
- ③ この考えは従業員や顧客さらには社会全体への配慮が軽視され、ゆえに有害となる。
- ④ この考えは企業を無謀で、社会的に無責任な行動に誘いがちとなる。

として、株主第一主義を早期に回避すべきと批判している。

さらに、2020 年 1 月の Davos 会議（2020）でも、これまでの株主第一主義は短期的利潤を創造することを主とするものであり、これは、これまでの歴史的事実として

- ① 社会を混乱させた。
- ② 金融危機を発生させてばかりではなく、深刻な不平等も発生させた。
- ③ 気候変動などの社会的・地球的問題には背を向けがちとなり、企業への信用を失墜させたばかりではなく、ポピュリスト政治を蔓延させる結果となった。

を列挙し、株主第一主義の変更が主張された。

さらに、この株主第一主義が依拠したテイラー主義は労働作業を標準化と監視を主としており、すべてを数値化し、それを標準化して生産を科学的に管理することを主眼としていた。これについては、Jerry Z. Muller(2019)は、その弊害を指摘している。すなわち、これはデータとして測定可能なものに経営視点が集中し、従業員の知恵や工夫による就業努力など測定できないものを軽視されがちになる。したがって、短期的な視点での経営管理には適するものの長期的経営への配慮を損なうことになる。さらには、従業員によるそれら測定にかかる時間コストのロス、データを集めることの効用の逡減、確かなる測定データ確保のためのルール策定・遵守のコストロス、市場に左右される事業実績からの報酬の不確実性と不安感、仕事に対して積極的にリスクをとることへの果敢積極性に対する阻害、積極的なイノベーション追究への阻害、組織内での協力と協働および共通の目的化への阻害、仕事の取組みの劣化、生産コストの増加などなど、テイラー主義と結びついた株主第一主義は長期的視点に立った健全な企業経営には大きな禍根を残してきたと主張している。

V ステイクホルダー（利害関係者）論の展開と US Business Roundtable, ダボス会議

株主第一主義に代わる経営戦略・企業行動論として登場してきたのがステイクホルダー論である。これは、事業関係者・利害関係者にも配慮した企業経営の重要性については、日本、ドイツでは 19 および 20 世紀前半にはすでに強調されていたが、US では 1984 年の Edward Freeman の『The Stakeholder Theory of Corporation』がその理論的嚆矢と言われる。彼は企業組織と経営の在り方について再考を加え、企業はその成功と存続こそ最も重要であり、企業の利益自体が企業組織の利益となる。企業組織は企業経営陣・従業員のみならず、株主・中間財の納入業者、資金提供者、所属する地域コミュニティ、環境保護者などなどのステイクホルダーから成立するものである。したがって、企業の行動目的はその成功・永続化を目指し、ステイクホルダーの価値を最大化させることであると主張する。E.Freeman (1984) は当初ステイクホルダーとして

- ① 顧客
- ② 従業員
- ③ 地域社会
- ④ 原材料・中間部品納入業者

- ⑤ 株主
- を規定していたが、のちに
- ⑥ メディア
- ⑦ 一般大衆
- ⑧ ビジネスパートナー
- ⑨ 将来世代の人々
- ⑩ 創業者を含む関係者
- ⑪ 学界・研究者
- ⑫ 企業ライバル
- ⑬ NGO 活動家
- ⑭ 労働組合などステイクホルダーの代表者
- ⑮ 金融取引関係者
- ⑯ 政府規制当局

などを含めるようにした。

そこで Hitesh Bhasin(2018)は、「各企業そのものおよび組織は社会の一般状態とは分ちがたく結びついている」、また Robert Reich の「企業は本来公益に寄与すべきものである」との双方の認識から、こうしたステイクホルダーへの価値を最大化させる行動論こそが重要であるとし、それをステイクホルダー論と規定した上で、健全な環境の下での企業の持続を実現していくためにはこの理論が必要と強調する。そのうえで、ステイクホルダー論について、

- ① 企業組織の特性と経営方法などを含めた活動を説明
- ② 各ステイクホルダー間の調整による価値最大化の目的達成法を説明
- ③ 企業組織の規範的アプローチの展開

の3つに視点から、以下の6つの原理を展開するものであるとする：

- ① 事業参入・従業員解職などの参入・退出活動の明確化
- ② 企業組織・ステイクホルダーのガバナンスの方法
- ③ 外部コストの考慮策
- ④ 各種契約の在り方
- ⑤ 経営陣のエイジェンシーの在り方
- ⑥ 反道徳的行動の限定原理

とその特徴を述べている。

これらの原理を追求・実現させることで企業は健全でありうる。すなわち、企業は地球環境問題にも積極的に取り組んでいかなければならない点に言及しつつ、また常に従業員、顧客、原材料・中間部品の納入業者であるサプライヤーさらには市場競争者にも配慮しなければならないとする。

これらを背景として、USの主要企業の経営者が参加する **Business Roundtable** は2019年8月新たな声明を発表し、「これからは従業員や地域社会などの利益を尊重した企業運営に取り組む」ことを宣言した。これはこれまでの株価の上昇・配当の増加による投資家・株主の利益優先の米国型資本主義からの転換である。ここでは基本公約として、

- ① すべての消費者の期待に応える
- ② 急速に進展するグローバル経済に対応できる人材の育成・スキルの習得に従業員の教育・訓練の実施により、従業員の価値創造
- ③ ビジネスパートナーとは公正かつ公平な関係構築
- ④ 帰属社会をサポートし、地域社会の住民をリスペクトするとともに、維持可能なビジネス実践によって子運協保護にも積極的に貢献

を挙げ、そのもとでジョブの創造、イノベーションの実現を追求していくことが企業の役割であるとした。

それを受けて、2020年1月開催の第50回世界経済フォーラム（通称ダボス会議）において、「よりよい企業」がセッションの一つのテーマとして取り上げられ、現在の第4次産業革命における企業の目的、在り方が討論され、その結論が他のセッションの討論の結論と合わせて「ダボス宣言2020」として公表された。これは、当フォーラムの創設の初会合で「企業は株主ばかりではなく従業員、顧客、サプライヤー（部品・半完成品の納入業者）、地域社会などあらゆるステイクホルダーに利益をもたらすべき」との創設者・会長クラウス・シュワブによる理念、すなわち「ステイクホルダー論」を展開する目的で当会議をスタートさせることが明言されたが、今回はこの理念を再確認させるものとなり、「企業は株主第一で行動する」という株主第一主義からの転換を世界に求めることになった。

企業の普遍的な理念・目的を述べているこの宣言では、

A.企業はすべてのステイクホルダーに共有される価値の創造に関与すべきである。

- 1) 企業は公正・公平な競争を受け入れ、顧客のニーズ最適な価値を提案する。
- 2) 従業員を尊厳と敬意をもって取り扱う一方、多様性を認め、それぞれの幸福度の連続的改善に努める。また人材育成への投資を行い、雇用の連続的雇用の適正化を促進する。
- 3) サプライヤー（原料・部品納入業者）を真のパートナーと考え、新規参入者をも公平に扱う。
- 4) 地域社会全体に貢献するとともに、相応の負担は背負う。よって人々の幸福を改善させる。
- 5) 継続的なイノベーションと継続的な投資の必要性を考慮した投資収益を株主に支払う。

B.企業は富を生み出すばかりではなく、人間と社会の願望を実現させるものである。

したがって、役員報酬はステイクホルダーへの責任を反映するものとなる。

C.多国籍で活動する企業は世界の状態を改善するために、他企業・ステイクホルダーと協力する。

が述べられている。これはまさに世界あるいは社会での一員としての企業の在り方、目的が改めて明言されたのである。株主のための企業などの言及は微塵も見られない。

Elizabeth Hagiefreidis(2004)は、グローバル化と ICT・AI・Big Data 化がさらに一層進んでいく 21 世紀には、それぞれの企業は一層の多様化・分業化、企業間の力関係の変化、一層の激しい時代の変化、情報価値の一層の上昇、さまざまな経済・社会ネットワークの出現にさらされていくが、比較優位、安定的価格確保、製品チャネルの安定的維持、経営・資本コストの効率化などのビジネスの基本を確保しながら、企業を成功に導くためには株価のみならず環境・社会への対応実績を示す指標も重視していく必要があるとし、明日の企業の成功維持への駆動力として企業の社会問題・環境問題への配慮・取組み・実行実績が重要であると強調している。それは企業の成功はステイクホルダー論にあることを念押ししているのである。さらに Pippa Stevens(2020)などは、今日ステイクホルダー資本主義は転換点を迎えているとして、言われているところのステイクホルダーへの利益最大化に関して地球規模での気候温暖化やグローバル社会における貧困・格差問題をも組み入れることをも主張している。

要するに、ステイクホルダー論は、長期的な視点から企業の存続・維持可能性に着目し、それを実現して行くためには、社会に協調していくばかりではなく、諸問題に対しそれを解決するために積極的に関わっていくことで企業活動にかかわる外部コストを内部化する。それによって、社会・人々の幸福を向上させていくことをも併せて実行することを主張しているのである。ところが、このステイクホルダー論は企業の存続・永続化のために必要とは言うが、経営自体にどのような効果が与えられるのかについては言及されていない。それについては日本の企業の経営に委ねるところ大である。

VI 日本企業の現状と問題点

日本の企業は、現在その多くが 1990 年代のバブル崩壊以降のデフレ不況による収益低迷の一方で、世界経済のグローバル化の急伸に ICT/AI/Big Data の第 4 次産業革命の中で安定的経営を行うためにはどのようにしたらよいのかという難題に直面している。これまで、終身雇用・年功序列、系列取引、メインバンク制、内部出身の経営者排出などを特徴として企業が運営されてきた。そこに経済・資本のグローバル化による市場競争の激化による収益悪化の一方で、株式市場へ多くの外資が参入し、それぞれの企業に株主としての主張を声高にするようになった。特に海外の年金資金は

短期的収益を主張することもしばしばとなり、企業経営者はこれまでの経営手法に安閑としていられなくなった。

経団連のリーダーやある自動車メーカーの社長達は、今後終身雇用制と年功序列の維持は困難となり、成功報酬制を導入せざるをえないと述べ始めている。これらは、短期的経営視点に立った経営を行おうとしているのであり、これは株主第一主義の米国型資本主義を輸入しようとしていることに過ぎず、これまでの従業員を大事にする家族的経営方式の放棄である。また、不況の時企業は労働コスト削減のためにリストラをしばしば行うが、最近では黒字にも関わらず、リストラを実行する企業さえ出てきている。これは失業率を押し上げ、所得国民所得の引き下げにつながる行動である。その一方で、塩野義製薬会社の社長は、企業価値の創造は中長期成長を下支えする収益基盤の確保にあるとする。その確保には企業とマルチステイクホルダー（顧客、社会、従業員、株主など）との最適なバランス化が必要である」と主張している（日経新聞、2020、2/16日号）。前者は株主第一主義的考えであり、後者はステイクホルダー論に基づく考えである。

しかし、2020年2月14日の日経新聞朝刊には日本の株式市場について「利益なき株高」という語が踊っているが、これは利益が低迷しているにもかかわらず、株価が上昇してきていることを意味しており、株主第一主義そのものが成り立っていないことを意味しているのである。これは今日の米国にも言えることであろう。過剰流動性が株式市場に投入され、その結果株高が実現されているにすぎず、企業の収益増が株高をもたらしているケースは少ない。要するに、株主第一主義のベースとなるストックホルダー理論はもはや合理的ではないことを意味していよう。また成功報酬制および高生産性・高報酬のどこに経済合理性を見出すことができようか。彼らの生産性は組織の中での協働の結果であり、また生産物が販売された結果として得られるものである。すなわち、市場が各企業の収益を決めるのであり、各従業員自体は自らの労働自身でそれを改善させることは、一部の営業担当者を除いて、無理であり、算定不可能であろう。ここに成功報酬制の矛盾がある。

日本は世界の中で特筆すべき長寿企業が多く存在する国である。2019年1月時点で創業100年を超える企業は約33,000社ほどであるが、1,000年を超える企業もいくつかある。以下の表は帝国データバンクが公表している創業期と創業委企業の数である。

表1 企業の設立期と現存企業数

時期	新規創業企業数
～ 793年	26
794～1191年	45
1192～1335年	27
1334～1572年	74
1573～1602年	94
1603～1699年	396
1700～1799年	1,800
1800～1867年	2,441

筆者作成

上掲の表から長寿企業の多さが認識できる一方、特に政治的に安定した江戸時代には企業が急増していることも見て取れよう。これら長寿企業の行動は日本の企業行動の中心にある。

長寿企業の行動・特性については様々な研究者や調査機関が多くの論文や報告書を出している。これについては樋口（2020）に譲るが、それらに共通するのは、大半の企業が企業理念や社是・社訓を持ち、これに従って経営者・従業員は仕事に従事してきている。それは経営モラルを徹底させ、それによって信用を獲得し、企業の持続・永続を実現する。この企業理念こそ「企業が大事にする基本的考え方」、すなわち「企業の目的」「価値観」である。この企業理念は、当然遵守すべきものとして、経営判断が行われるという内部統制要素と企業は地域に根差しているので「地域の目を意識した」経営を行うという外部統制要素を併せ持つ。企業理念の例として、

- 儲けるな・損するな・お客様を喜ばせ
- 誠心誠意・感謝の奉仕
- 己のために財を希わず、客のために責を辞せず
- 私たちは誠実を旨とし堅実経営を目指します
- 公序の精神

などがある。また、いわゆる商人道として、江戸時代に近江商人から言い伝えられ、今日でもその後継的企業が引き継いできている「三方よし：買ってよし、売ってよし、社会よし」における顧客・社会重視論や渋沢栄一の「利他の精神と経済道德の合一」、松下幸之助の「企業は社会の公器である」、市村清（KK.リコー創業者）の「三愛精神：人を愛し、国を愛し、勤めを愛す」などの社会奉仕論なども企業理念・目的の代表例に加えられよう。こうした理念を持った企業は、従業員については、いずれも社員を大事にし、風通しがよく、家族的雰囲気醸し出し、それを社風として懐いてきており、社員の定着率は高く、勤続年数も長い。そこから幾多のイノベーションが創造されてきているのも事実である。それによって、企業の評判とともに信用が高まり、そ

の結果企業経営が安定的に持続できてきたのであろう。

要するに、日本企業におけるこのステイクホルダー論の体現は

ステイクホルダーの価値最大化→企業信用の最大化→企業の持続可能性実現

というモデルで表すことができ、ここに企業持続・存続のためにはステイクホルダー論が重要であることが明確化されるのである。また、今日政府・社会・個人だけでは解決できない問題にも企業がその解決に積極的に関与すべきとの論拠にもなっているのである。

また、世界の長寿企業の長寿性について、Shell Group から依頼・資金援助を受けて調査研究を行った Arie P. De.Geus (2019) は、日本の長寿企業の長寿性を以下のように解析している。すなわち、その秘訣として、各企業はあらかじめ顧客需要を予想し、その顧客に見合うビジネス対応することで存続を図ってきた。その際、

- ① 保守的な金融：複雑な金融取引は回避
- ② 経済・事業環境に伸縮的：知恵の蓄積と学習効果の活用
- ③ 団結心と企業アイデンティティの浸透

が基盤となり、利潤自体は企業が呼吸をするための必要要素とし、企業の持続性とその潜在力の開発・発展を長寿への駆動力とした。また、収益は川の流れにたとえ、川の水位は状況によって上下動する。その水位が上下動する時、すなわち収益が正常状態から乖離したとき、企業が崩壊しないようにするのが経営者の役割であり、長寿企業は歴代その役割を認識した有能な経営者を抱いてきた。また人的資本については、企業を家族とみなし、従業員を家族ともども一つのコミュニティとみなし、その家族的付き合いを継続させてきたし、雇用についてはスキルを重視し、**On the Training** 制でスキルアップも企業内で行い、各所でベテランをも育成してきた。これが終身雇用制につながってきたことも事実であろう。

一方、Steven K. Vogel(2019)は、「国際金融資本は Stakeholder Capitalism (ステイクホルダー資本主義)の最後の要塞である日本に株主の主権を植え付けることができたか」を主テーマとして、グローバル化以降の日本の企業を分析している。日本経済は 1990 年代のバブル崩壊によって天国から地獄へ転落した。企業業績が低迷する中、経済のグローバル化による資本の自由化において多くの外資が導入されるや、かなりの企業や経済団体リーダーや企業経営者はアメリカ型資本主義である株主第一主義・株価最大化戦略を追求しだした。これはその方向の改革によって企業業績を回復させようとするものであった。これが 2006 年からの安部政権発足以降経済改革によってさらに促進された。とくに 2012 年にはコーポレート・ガバナンスの改革が実行され、株式会社の最低資本量が引き下げられた。それによって株式の取引は一層活発化し、東京株式市場へさらに多くの外資も参入するようになり、2019 年には総取引量の 25%、日々

取引シェアの70%を占めるほどになった。これによって、海外株主の意向を無視することはできなくなり、政府は従業員・労働者の働き方改革と称し、雇用改革を実行し、非正規労働を増加させることになった。一方で東京市場の株価も企業業績と関係なく上昇していったのも事実である。

これまで日本の企業は労使・取引業者間で長期の安定的かつ相互に強い信頼関係を築き、特に不況の際には、従業員・取引相手を切り捨てるのではなく、賃金抑制、労働コストの削減、労働者の再配転、納入価格の引き下げなどの相互協調で切り抜けてきた。しかし、最近ではそれに反する行動をとる企業も多くなってきているとも分析している。このような行動は今後の企業の持続性にどのような影響がでるのであるか。

日本の長寿企業の特徴は「持続性可能性を最大の価値」としている点であり、それを実現するためには、確たる企業理念の下、

- ① 明確な使命とビジョンの確定・維持・徹底
- ② 企業は社会の構成員である。したがって、自己の利益よりも社会貢献優先
- ③ 事業計画は長期的視点
- ④ 人間・従業員重視の経営
- ⑤ 顧客重視の徹底
- ⑥ 伝統を守りつつイノベーションの追求
- ⑦ 儉約・節約の徹底
- ⑧ 組織内で企業の在り方・継承維持を絶えず腐心

を絶えず行っていくことである。これこそステイクホルダー資本主義の体現であり、人々の幸福に寄与する企業の役割を強調したアメリカの主要企業経営者が参加する **Business Roundtable** およびダボス会議での直近の声明の主眼でもある。日本の各企業も周囲の長寿企業の存在意味とその長寿の合理的行動を再度考察し・追随していくべきであろう。これこそ経済グローバル化した今日の世界市場で行動する日本企業にとって日本のみならず世界の人々を幸福にしていく大切な貢献行動に繋がっていくであろう。

VII まとめ

今日資本主義は様々に変化してきている。市場資本主義、国家資本主義、コロニー資本主義などはその代表格であろう。本稿では1970年代から特にアメリカで主流となってきた株主第一主義を標榜する株主資本主義と最近アメリカおよび世界の会議で主張されだしたステイクホルダー論をベースとするステイクホルダー資本主義に着目し、株主第一主義がもたらしてきた社会問題から、それを克服するためにはステイクホルダー資本主義が必要であることを先行研究に依拠しつつ議論してきた。このス

テイクホルダー資本主義のステイクホルダー論は 100 年、300 年を超す日本の長寿企業がその創業時から堅持してきており、それゆえ企業の持続可能性が実現されてきたのである。

株主第一主義はその論理的非整合性を持ち合わせているにも関わらず多くのアメリカ企業で容認されてきた。これはアメリカ型資本主義ともいわれたが、結果として深刻な金融危機と貧富の差の拡大という重大な社会問題を引き起こした。これに対して、アメリカ経済団体やダボス会議においてステイクホルダー論が主張されだした。それは、企業は短期的視点ではなく中長期的視点で経営を行う点を強調する。それが結果的に株主にも長期的利益となるとする。これに対して、日本の一部の企業および経営団体リーダーはステイクホルダー論を返上し、米国型資本主義を導入することを予告している。こうした企業・経営者は再度双方の資本主義を比較検討し、いずれが企業の持続性に有意義であるか、またより安定的な幸福社会が実現できるかを再考する必要がある。

注) 本稿は樋口 (2020) をベースとして、これにいくつかの新たな文献を加えて再考察した内容を展開したものである。また、英文用語「Stakeholder」は新聞等多くの文献では「ステークホルダー」と表記されているが、発音記号は「steik」となっているので、本稿では英語の発音に従って「ステイクホルダー」と表記することにした。

【参考文献】

英文文献

Bhasin Hitesh(2018) “What is he Stakeholder Theory?” Marketing Vol.91.

Cyert R.M & J.G. March(1992)”A Summary of Cyert & March’s Behavioral Theory of the Firm Essay” A Behavioral Theory of the Firm, Cambridge Uni.Press

Freeman,R.Edward, ”A Stakeholder Theory of the Modern Corporation”,

<https://pdfssemanticscho/ar.org.2019/09/20>.

Denning Steve(2013)”The Origin of the World’s Dumbest Idea: Milton Freedman”

<https://www.forbes.com/sites/sites/stevedenning/2013/06/26/>

Freedman Milton(1970) “Stockholder Theory: The Social Responsibility of Business is to Increase its Profit”, New York Times Magazine Sept.13th .

Gellers David & David Yaffe Bellang(2019),”Shareholder Value Is No Longer Everything, Top CEOs Say” The New York Times, Aug.19th.

Geus, Arie P. De, “The Living Company: Expanding the Corporate Lifeline”,

<https://thesystemsthinker.com/2019/03/28/>

Hagie fremichs, Elizabeth (2004), "Tomorrow's Company- Bicycle, Frog, Puddle or River?-What are the drivers for sustainable success in Tomorrow's Company?" Journal of Future Studies, Feb..

Kenzie John, "It's time to rethink Milton Freedman's Shareholder Argument",
<https://review.chicagobooth.edu/economics/2017/article/>, 2020/02/20.

Kramer Mark (2012), "What's wrong with maximizing shareholder value" The Guardian, Nov.8.

Lashitew, Addisu (2020), "Stakeholder Capitalism arrives at Davos", Brookings Janu.21st.

Lucier Charles E. & Amy Assin (1996), "Toward a New Theory of Growth" Tech & Innovation, Janu.

Muller Jerry Z. The Tyranny of Metrics (松本訳 『測りすぎ』 みすず書房、2019)

Piece Nicholas J. (2020), "What is Stakeholder Capitalism?" Diligent Insights Janu.6th.

Stevens Pippa "Stakeholder Capitalism has reached a tipping point says Salesforce CEO Benioff",
<https://www.cnbe.com/2020/01/21/>

Stout Lynn (2012), "The purpose of Corporate Purpose" Issues in Governance Studies, No.48.

US Business Roundtable (2019), "Statement on the purpose of a Corporation", Aug.19.

Uribe, Diegof, Isbel Ortiz-Marcos and Angel Uraburu (2018), "What Is Growing on with Stakeholder Theory in Project Management Literature?" Sustainability, 10.

Varian, Hal R. Intermediate Microeconomics: A Modern Approach (佐藤監訳 入門ミクロ経済学』勁草書房, 2013)

Vogel Steven K. (2019) "Japan's Ambivalent Pursuit of Shareholder Capitalism", Politics & Society, Vol.47(1).

邦文文献

小立敬 (2006) 「米国のストック・オプションに関する不正操作問題」『野村新市場研究所レポート』秋号。

帝国データバンク (2019) 『業績100年以上の老舗企業』

東京商工会議所 (2015) 『長寿企業の訓え』

Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (2006) “ストックオプションを利用した報酬操作事件拡大” Washington D.C. Political and Economic Report, 8月9日号。

樋口清秀 (2020) 「最近のストックホルダー理論からステイクホルダー理論への交替と日本の長寿企業」早稲田大学アジア北米研究所編『地域研究としてのアジア学』DTO出版