

## ステークホルダー主義と三方よし

明田雅昭

冒頭から恐縮であるが、読者の皆さんに一つ問題を差し上げよう。答えを考えていただきたい。

『以下はXYZ株式会社のWW前会長が不祥事を起こして逮捕された時に公表した詫び状の一部である。<sup>(1)</sup>この内容には企業統治の観点から一つの大きな問題がある。それは何か。』

「この度は、私とXYZ株式会社の関連会社との借入問題に関しまして、世間の皆様を大変お騒がせいたしておりますこと、心からお詫び申し上げます。

XYZ株式会社の会長、また、同社関連会社の会長等役職にあったものとして、このような不祥事を起こしたことにつきまして、XYZ株式会社並びに関連会社の皆様、長年にわたりご信頼頂きお取引させて頂いておりました皆様、そして同社の商品をご愛用いただいている皆様など全ての関係者の方々に対して申し訳なく、深くお詫びを申し上げますより外ございません。』

これは筆者が長年、非常勤講師を務めた大学で担当していた「企業統治と株主アクティビズム」という講義の期末試験の一問である。

答えは、「謝罪先に株主が入っていない。あるいは株主は「全ての関係者の方々」の中に一括されてステークホルダーの中で最劣位の扱いになっっている」ということだ。正解を思いつけなかった読者への慰めとして、毎年七〇から八〇の受講生のうち正解者は数名しかいなかったことをお伝えしておこう。

二〇一九年八月に米国経営者団体ビジネス・ラウンドテーブルは従来の株主第一主義から「企業の目的として株主だけでなく、すべてのステークホルダー（お客様、従業員、サプライヤー、地域社会、株主）の利益を追求すべきである」という方針への転換を宣言した。<sup>2)</sup>一二月に公表されたダボスマニユフェスト二〇二〇もこれを裏書きし、世界最大の運用会社ブラックロックを率いるラリー・フィンクCEOもこの考えへの同調を示し

ている。<sup>3)</sup>今や世界でステークホルダー主義が脚光を浴びている。

企業統治改革以降、企業価値向上を迫られていた日本企業の経営者の中には、日本は昔から「三方よし」といってステークホルダー主義だったと嬉々としている人も少なくない。しかし、「三方よし」とは、「売り手よし、買い手よし、世間よし」だ。「出資者よし（株主よし）」は入っていない。前述のWW前会長は最高学府の法学部の出身である。株主を忘れていますよと指摘すれば、即刻、うっかりミスだったとして訂正したのではないだろうか。問題は理屈では分かっているけども普段の行動に大きく影響する潜在意識の中にはステークホルダーとしての株主が存在していなかったということがある。

議論は二択問題ではなく三択問題だったのだ。つまり、選択肢は「株主第一主義」と「株主も含

むステークホルダー主義」と「株主が意識にないステークホルダー主義」なのである。この第三の選択肢を表立って唱える経営者はもちろんいないが、行動や発言をみると事実上、これに該当しそうな経営者はいる。冒頭の試験問題に正解できなかった読者も実は第三の選択肢の同調者なのではないかと自問していただきたい。

昨年八月の末、ウォーレン・バフェット氏が日本の五大商社株に投資したことを発表した。各商社の株式数の五%を取得したという。この発表を受けて商社株は一時的に急騰したが、五大商社株のPBRは伊藤忠を除いて一を割っている<sup>(4)</sup>。バフェット氏の投資原則の中に「一ドル利益を留保したら企業の市場価値も一ドル以上あがっているか」というチェック項目があるという。言い換えればPBRは一倍以上かということだ。PBR一

倍割れは、株主から預かっている資金で行う事業の価値がその資金額よりも低いこと、つまり価値を毀損していることを意味する。五大商社のうち四社がこの状態にある。ファイナンス理論によれば、PBR一割れの状態で成長すれば価値毀損が拡大する。株式価値を高めるには利益率の改善しかない。バフェット氏は企業のROEを重視する投資家とも言われ、商社の経営者には利益率を改善して株主価値を飛躍的に向上させることを期待しているはずだ。

統合報告書は企業の価値創造についての方針と戦略をまとめたもので、最近、多くの日本企業が発行している。中でも商社の統合報告書は資産運用会社の中で高い評価を得ている<sup>(5)</sup>。五大商社の二〇二〇年の統合報告書を確認してみると、成長戦略と共に社会への貢献とステークホルダーへの献身が麗々しく謳われている。該当する単語を数え

てみると、「株主・投資家」よりも「ステークホルダー」（および「お客様・顧客」、「従業員・社員」、「取引先・サプライヤー」、「地域社会」）の方が二倍近くある。特に従業員への配慮が極めて厚いことも特徴的である。

企業価値向上の要であり企業統治コードでもその選抜が最重要視されているCEOが株主や株主価値についてどのように発言しているのかに注目してみた。五大商社のCEOは三つのタイプに分かれる。第一のタイプは株価にも言及しつつ株主に向けて価値向上を目指すと言葉使用で明言しているCEOで、これは伊藤忠だけである。

第二のタイプは「株価」への言及はなく、「株主や投資家の皆様」というような紋切り調に言及するだけのCEOだ。第三のタイプは、「株価」、「株主」、「投資家」という言葉に一度も言及しないCEOである。「企業価値」という言葉もなく

潜在意識の中に株主が存在しているのか疑う。

伊藤忠は近江商人から発した元祖「三方よし」の会社だが、「統合レポート二〇二〇のコンセプト」として、

$$\frac{\text{企業価値}}{\text{株主価値}} = \frac{\text{長期目標の達成}}{\text{資本コストの削減}}$$

という式を前面に出して事業戦略を語っている。

これはファイナンス理論の企業価値評価モデルそのものである。三瓶裕喜氏の研究<sup>6)</sup>によれば、近江商人は複式簿記に相当する方法で損益や資産の管理をしていて、出資者の記録が残っている商人もいるそうだ。六一年間の自己資本利益率（ROE）は一八・八%以上あったという。本当の「三方よし」は出資者への貢献にも相当拘っていたのではないだろうか。伊藤忠の最近五年間のROEは一七・九%でかつての近江商人に匹敵する<sup>7)</sup>。

商社の事業戦略は成長ばかりで利益率の向上に向けた積極性が感じられない。PBR一割れの企業の成長は価値毀損の拡大であることをどこまで理解しているのだろうか。何よりも利益率の向上を求めるオマハの賢人に切り捨てられないか心配である。

最近では米国を中心にステークホルダー主義への批判も目立ってきている。株主第一主義では株主価値という明確な定量的目標があり、持続的な株主価値向上のためには各ステークホルダーが満足するような経営が必要なはずだ。一方、各ステークホルダーの利益を定量的に把握することが困難である以上、誰もが納得するように、それらをバランスさせることはできない。目標が定量的でなければ経営者の裁量が大きくなり、恣意的な経営になる危険も増す。結果的にステークホル

ダー主義では株主価値も各ステークホルダーの利益も最大化されないというのである。

この論理を日本企業の経営と照らし合わせてみるとどうなるか。筆者は、ステークホルダー主義批判派が気付いて「日本企業を見よ。ステークホルダー主義がいかに機能しないかが実証されている」と言い出すのではないかと密かに恐れている。行き過ぎた株主第一主義も問題だが、行き過ぎたステークホルダー主義も問題だ。株主を忘れないでほしい。

(注)

(1) この詫び状が発せられたのは二〇一一年一月であった。企業統治改革が始まる前のことであったが、筆者はこの逸話は今でも通用するものと思っている。

(2) 金融庁、第二〇回スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議の参考資料一、「コロナ以後の経済社会構造の変化」(令和二年一

○月二〇日)にステークホルダー主義の最近の動向をまとめた説明がある。

(3) 日本経済新聞電子版、「資本主義の次を促す」米ブラックスロックCEO」二〇二〇年二月八日

(4) 二〇二一年二月一九日現在。

(5) 年金積立金管理運用独立行政法人、「GPIFの国内株式運用機関が選ぶ「優れた統合報告書」と「改善度の高い統合報告書」、二〇二〇年二月七日。「優れた統合報告書」に選ばれた企業が七一社あり、伊藤忠は二位タイ(六票)、三井物産は六位タイ(四票)。他の二社も一票を得ている

(6) 日本経済新聞記事、「ある近江商人の高ROE経営(一目均衡)」、二〇一九年九月二日。この内容は前述の金融庁「二〇二〇・一〇・二〇」でも紹介されている。

(7) 二〇一七年三月期からの五年間のROEの平均(二〇二一年三月期は二月四日現在の予想)で、他の四商社より五%以上高い。

(あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー)