

## 「ステークホルダー資本主義」の持続可能性について

長谷部 賢

株主至上主義や短期志向といったこれまでの資本主義の特徴が、地球温暖化問題や格差の拡大など社会的に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。その方向性は、多様なステークホルダー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。この概念は世界経済フォーラムの年次総会（ダボス会議）で、多くの企業が賛同したことから急速に拡大し、資本主義のあり方はこれまでの新自由主義からステークホルダー資本主義に変化するとも言われている。

そのような潮流の中で、先日ある出来事が大きな反響を持って報道された。

フランス食品大手ダノンの最高経営責任者（CEO）として6年半以上に渡って ESG 経営を牽引してきた Emmanuel Faber 氏が解任されたのだ。同氏は ESG を重視した経営を推し進めてきた世界的にも代表的な経営者の一人であった。2020年の株主総会では、同社は正式に「使命を果たす会社」の企業モデルを採択し、ESG を自社のパーパス（存在意義）とすることを同国で初めて定款に落とし込むことに成功したばかりであった。

「物言う株主」であるアクティビストが同氏に解任を迫ったのは、必ずしもこれまで進めてきた ESG の努力を批判した訳ではない。「競業他社に比べて株価が長期的に低迷しているから」という理由である。

実際、同氏が2014年にCEOに就任して以降、同社の株価は11%上昇しているのに対し、競業企業であるネスレが43%、ユニリーバが55%と大きく上昇していることに比べると、同社が遅れを取っていた事実是否定出来ない。

この一連の解任劇を持って、ステークホルダー主義を掲げていけば、株主からの攻撃をかわせるわけではないことを示したという意見もある。

たとえば、米コロンビア大学の Shiva Rajgopal 教授は、株主から株価や利益に関連した厳しい質問があった際に、経営陣がステークホルダー主義を主張することで一時的に煙幕（smokescreen）を張ってきたのではないかと主張している。「環境や社会の取り組みを簡単な言い訳」にしてきた企業は、今後アクティビストの攻撃対象になる可能性があるとも予想する。

一般的にステークホルダー資本主義や ESG は正当性の認められやすい概念であり、これらに配慮すべきという考えに異論を唱える者は少ないだろう。しかしながら、機関投資家は受益者のために資産を運用して収益の分配を行う立場にあり、一定の注意義務をもって受益者の経済的な利益を追求する必要がある。つまり、

受益者の側は、経済的なパフォーマンスを高めることを期待して機関投資家に資産の運用を委ねるのであり、仮に環境や社会への貢献をしたいと考えるのであれば、慈善団体等に寄付をするなど別の対応をとる方が直截的かも知れない。それにも関わらず、なぜ機関投資家が経済的なパフォーマンスではなく、ESG の要素に配慮した投資を行うことが求められるのだろうか。

ESG にかかる開示方針や取り組み自体を統一化する動きが加速しているものの、今のところその基準が明確に確立されている訳ではない。そのような中で、企業の ESG を評価する機関は世界で約600社に達しており、この数は過去10年間で5倍になるという（米ERMグループ）。機関投資家の間で ESG を重視する運用に注目が集まり、評価ニーズが高まっているためである。

統一的な評価基準がない中で、ESG 投資のリターンに関心の低い投資家が増えてくると、意図的に「みせかけの ESG 重視（Greenwash）」の企業が登場する可能性が高まる。本稿において ESG 投資自体を否定するつもりは毛頭ないが、こうした点あまり意識されることなく、ESG 投資の実務が進んでいる側面もあるようにも思われる。

ROESG<sup>\*</sup>の概念を提唱する一橋大学の伊藤邦雄名誉教授は財務的な側面から企業経営について次のように述べている。「ROE を強調することは、ある種の潜在的な「毒」をはらむ。ROE は定期的に開示されるため短期主義に陥る可能性がないとはいえない。一方、ESG の強調も潜在的な「毒」をはらむ。ESG への注力が資本生産性の低さの隠れ蓑や正当化の口実に使われてしまう恐れもある。（「コーポレートガバナンス」Vol. 4 - 2020年8月号）

結局のところ、企業経営においてはステークホルダー資本主義か株主資本主義か、或いは ROE 重視か ESG 重視かという白か黒かではなく、本来の事業活動を通じて両者の「統合」が求められるのであろう。そのためには、企業が財務資本とその他の資本を関連付けた上でその価値創造プロセスを財務情報と非財務情報の統合と短期、中期及び長期の時間軸の統合という2次元の統合を意識する必要がある。

ただ、そうした統合思考に基づく事業モデルを長期間に渡って株主を始めとしたステークホルダーに説得し続けられることは決して容易なことではない。それには、卓越した一経営者の手腕というよりも、むしろそうした統合思考をどれだけ組織に浸透させることが出来るかが鍵になると言える。

\*企業の収益力を示す ROE と企業の社会性を示す ESG の両面から企業を評価したもの