

『証券経済学会年報』第 56 号別冊  
第 93 回全国大会  
学会報告論文

「株主資本主義に代わる SDGs の時代の新しい資本主義」

本稿の執筆に当たり野村佐智代先生から大変貴重なご助言を賜りました。ここに深く謝意を表します。

## 「株主資本主義に代わる SDGs の時代の新しい資本主義」

氏名：黒瀬浩一

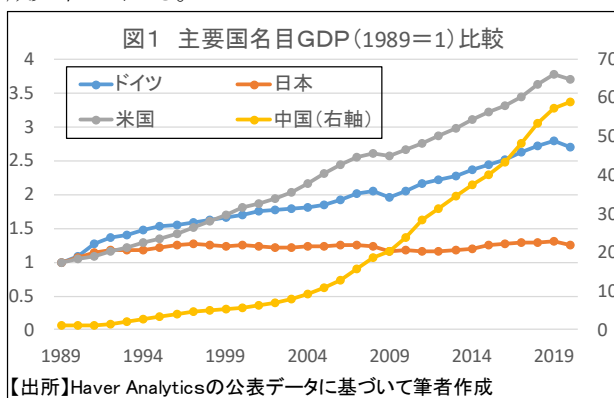
所属先：りそなアセットマネジメント株式会社

### 1. 株主資本主義の功罪と限界

#### (1) 英米から始まった株主資本主義

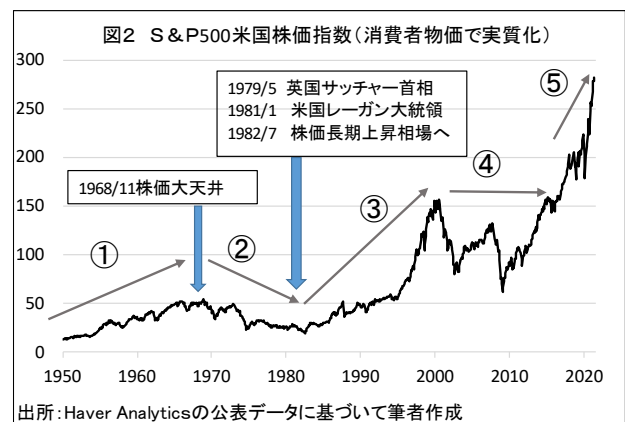
1980 年前後に英国と米国から始まった新保守主義は、それまで経済成長率とインフレ率の観点で不振を極めた両国経済が蘇生し、東西冷戦時代に東側陣営の盟主だったソ連を解体に追い込んだことから、経済発展の理想的なモデルとして世界に広まった。特に米国経済が不振を極めた原因は、1960 年代以降に進められた「結果の平等」を目標とした米国の「偉大な社会」を実現しようとした社会政策の失敗だと断じて良い。ストライキの多発や無謀な賃上げ要求により、低実質経済成長と高インフレが併存するスタグフレーションが現出した。社会的にも家族の解体や若年層の未婚の母の増加などの問題が誰の目にも明らかになった。新保守主義は、社会的には家族の価値や伝統的な宗教観を再び重視する方向に舵を切り、経済的には個人の自助努力を重視した。新保守主義の社会面と経済面は、不可分な一体のものであった。

マクロ経済面で新保守主義の経済運営が上手く行った事実、図 1 の各国の実質経済成長率で確認できる。起点の 1989 年は東西冷戦が終結したとされる年で日本では平成元年に当たる。



米国はスタグフレーションを克服して成長路線に回帰した。ソ連崩壊後に社会主義陣営から資本主義陣営に路線転換した国の経済成長は目覚ましいものだった。中国の経済規模は 60 倍にも拡大し、他にもインドやロシアは元々資本主義陣営だったブラジルと合わせ BRICs と呼ば

れ投資信託の投資先として世界的な人気を博した。米国経済の蘇生は図 2 の株価でみるとより鮮明だ。株価は短期的には不合理な価格形成など問題もあるが、総じて長期的には経済の繁栄度合いを象徴すると考えられる。

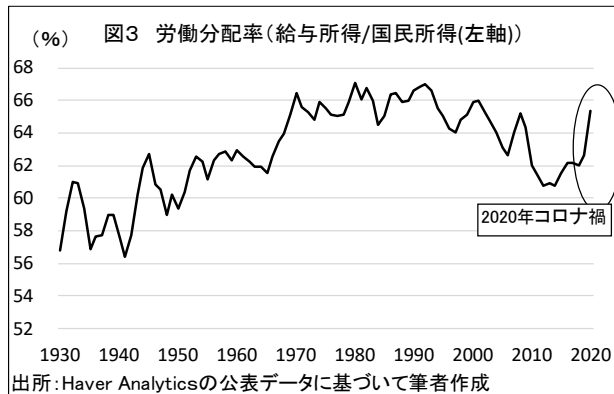


1960 年代から始まった「偉大な社会」が社会政策として失敗だったことは、株価の推移 (図 2 の②) から明らかである。1980 年前後に始まった新保守主義は、2000 年以降に大きなバブルの生成と崩壊が 2 度もあるので問題含みではあるが、繁栄をもたらしたことが見て取れる (図 2 の③、④、⑤)。

新保守主義の経済面の特徴は、自由化、民営化、法人税率や所得税率引き下げなど経済インセンティブの重視、格差の容認、などである。実例を挙げておくと、金融の自由化では金利と業態の自由化が実現した。民営化では電信電話、航空、鉄道、エネルギーなどの分野で特に英国で国営企業が民営化された。税率では、勤労意欲を刺激しようと個人所得税の最高税率が引き下げられ、投資意欲を刺激しようと法人税率も大幅に引き下げられた。これらの措置を受けて実働部隊として動いたのが企業であり、側面支援した制度がいわゆる株主資本主義だったと見做して良い。株主資本主義は、株主以外の従業員や地元社会など多様な利害関係者 (ステークホルダー) の中で株主の利益を第一に優先とする制度だ。

米国で株主の利益を第一に優先する制度は裁判の判例の中で確立していったが、株主優先の裏側で劣後に置か

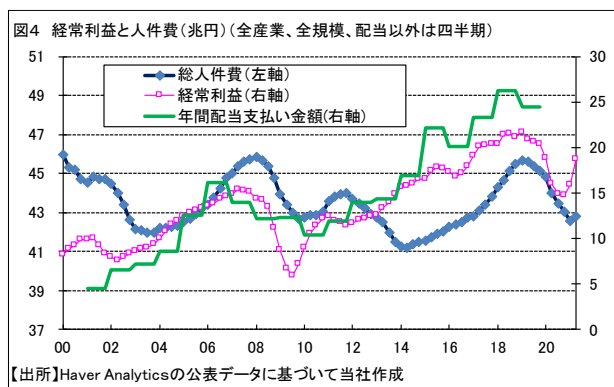
れたのは所得分配面では従業員で、常に解雇のリスクにおびえる非常に不安定な地位に置かれた。マクミラン新編世界歴史統計（2001）によると、ストの件数は1970年5700件、1975年5000件、1980年200件、1985年54件、1990年44件だった。労働者が実態として団体交渉権を喪失したことにより賃下げが実施された。そして、その分の企業収益は資本分配率の上昇となった。この事実は図3の米国の所得分配統計で確認できる。



直近は大きく跳ね上がっているが、低下トレンドの反転とみなすのは早計だ。同じことが2000年のITバブル崩壊、2008年のリーマン・ショック、2020年のコロナ禍で起きており、単に景気後退期に共通の現象だ。

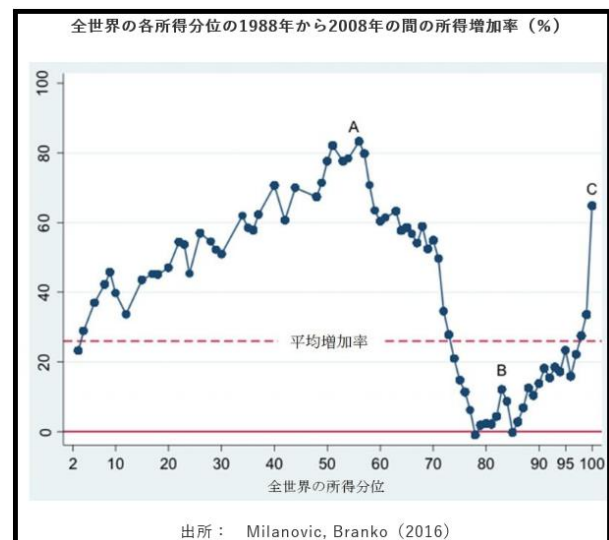
米国の株主資本主義は、後で詳述するように優れた経済運営のモデルとしてワシントン・コンセンサスと呼ばれて世界中に波及した。

日本企業も米国企業を見習った。代表例として労働者派遣制度の導入と規制緩和が挙げられる。人件費が安く企業にとって売上減少など都合が悪くなると直ぐ解雇できる労働者派遣制度は、バブル崩壊後の低収益に苦しむ日本の財界の悲願とされた<sup>1)</sup>。労働者を劣位に置いた経営は、株主を優遇した株主資本主義と表裏一体だった。この事実は図4の所得分配で確認できる。端的に言うと、企業は人件費を削減し、利益、そして配当に回した。



更に、株主資本主義は世界経済のグローバル化と一体で世界各国に拡散した。グローバル企業にしてみれば、サービスを含む貿易自由化が進めば人件費の安い新興国に工場などを移転することで収益力を高めることが出来る。但し、その裏側では、先進国で工場閉鎖などにより産業の空洞化が進んだ。結果的には、新興国で多数の中間層の所得が増加し、先進国では少数の高額所得者と多数の低所得者が生まれることとなった。所得格差は先進国では社会の分断も生み、深刻な政治対立に至る例も相次いだ。世銀のエコノミストだったミラノビッチは、先進国と新興国の所得分配の非対称性を、図5のいわゆる「象の鼻」としてデータで明らかにした。

図5 象の鼻（エレファント・グラフ）



出所：東京財団HP「エレファントカーブをどう読むかー貧困と格差への対応」

(<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=2792>)

図5の縦軸は1998年から2008年までの所得の伸び率、横軸は全世界の所得分位を示す。A点は中国やインドなど新興国の中間層で所得は大きく伸びた。B点は米国や日本など先進国の中間層で所得はほとんど伸びなかった。C点は米国や英国など先進国の超高額所得者で所得は大きく伸びた。このミラノビッチの研究はダニ・ロドリックが「国際経済の政治的トリレンマ」として示した仮説が所得分配面では正しいことを意味すると考えられる<sup>2)</sup>。

## （2）株主資本主義の負の側面

株主資本主義が牽引した経済発展は、大きな代償を伴った。株主の利益の裏側で所得が減らされた個人は、幸福感の欠如、うつ病など精神疾患の増加、孤独感の増加、な

ど経済発展の成果とは相いれない状況に置かれた。米国では鎮痛剤であるオピオイド中毒により白人中間層の平均寿命が短くなった。日本では労働者派遣制度の創設を政界に強く要望したのが経団連などの財界で、そもそもの目的がバブル崩壊の後始末の原資を作るための賃下げだった。また、バブル崩壊の後始末には約 10 年を要したのだが、時期的に人口が多い団塊ジュニア世代の就職時期と重なった。新卒一括採用だけが当たり前の世の中で就職が上手く行かなければ、生涯を非正規として過ごさざるを得なくなる。結果的には、低賃金が故に結婚が出来ず、少子化が進んで人口動態に取り返しのつかない可能性のある穴をあけた。

株主資本主義による経済発展のもう 1 つの代償が地球環境の劣化で、代表例が温暖化だ。地球温暖化に伴う極端現象により水害や風害が顕著に増加し、巨額の被害が出るのが常態化するようになった。

#### 【注】

- 1) 日経連（現、経団連）「新時代の『日本的経営』」など
- 2) 詳細はダニ・ロドリックの参考文献など

## 2. 企業、産業界、行政の責任

株主資本主義は、それがもたらす問題が社会問題化しても放置される程に頑健だった。頑健さの主因は、米国の場合は政官財の鉄の三角形だったと考えられる。

財界は規制緩和や株主権強化を求めて政界に巨額の寄付をした。法人企業による政界への寄付は、判例を重ねつつ、法人の政治参加として後の 2010 年には無制限に認められるようになった。巨額の寄付者の要望に応えるべく政界は法改正により規制緩和を実施した。財界と政界の間を官界、シンクタンク、マスメディア、学会がスムーズな連携になるよう繋いだ。メディアの生命線は企業が払う広告費だ。1987 年には「公平性の原則」が撤廃され、マスメディアは公平中立ではない内容の放送が認められるようになった。要するに、広告費を払う企業や団体を擁護する偏った放送が一般的なものとなった。シンクタンクや学会も同様で、スポンサーである企業の利益に合致する研究成果や学説を出すようになった。

これには、1980 年代など当初は企業に課された過剰な規制の撤廃など合理的な側面はあった。しかし、労働者が明らかに弱い立場になり、社会の分断が進むなど弊害が目立っても、株主資本主義は米国経済の好調を背景に優れた経済運営のモデルとして世界に広まった。その考え

方がワシントン・コンセンサスである。この時代の世銀や IMF など国際機関の運営は、ワシントン・コンセンサスを当然の前提にしていた。米国は日本に対しては、日米円ドル委員会、日米構造協議、年次改革要望書などの機関や機会を通じて、ワシントン・コンセンサスの制度を取り入れるよう円高圧力を使って強く迫った。

しかし、2000 年の IT バブル崩壊、2001 年の 911 テロ、2008 年のリーマン・ショックなどを受けて株主資本主義が強欲資本主義と呼ばれ変えられて批判されるに及び、米国内からも変革を求める声が上がりはじめた。また、社会を震撼させる事件も相次いだ。英国のブランドもののファッション企業が生産委託したバングラディッシュの縫製工場は、劣悪な労働環境に労働者を詰め込んで生産していたが、ビルが倒壊して多数の死傷者を出した。米国の EV 製造企業は、原料であるコンゴ産コバルトの調達先について、鉱山で児童しか入れない細い坑道が掘られ安全管理が不十分でないため崩落して死者が出る事故が相次いでいたことが暴露された。スイスの日用品メーカーは、原料であるパーム油の調達先で、大規模な自然破壊が起きていることが暴露された。

これらの倫理的に問題がある労働慣行や自然破壊の究極の目的は経済発展だ。経済発展の行き着く先にあるのは消費だ。問題の根源は、このような代償や犠牲を伴う消費を、本当に消費者は欲しているのか、にある。

ガルブレイスが「依存効果」と言う言葉で企業が広告代理店を使って消費の欲望を刺激することの問題を指摘したのは 1958 年だった。60 年以上の間に経済発展の裏側では人間性や自然環境に大きな爪痕が残った。2020 年の新型コロナウイルスの発生源も自然環境の劣化を遠因とする。このままではいけない、何らかの変革が必要だという世界的な風潮が時間をかけて出来上がったのが、2010-21 年にかけてだったと総括してよいだろう。

## 3. SDGs と ESG

### (1) SDGs

地球規模で変革の機運が高まり、より良い世界を実現するための基本的な考え方として再び注目を浴びたのが SDGs である。“SDGs” (Sustainable Development Goals) は、2015 年に国連総会で採択された行動計画『我々の世界を変革する：持続可能な開発のための 2030 アジェンダ』にある「17 のゴール」を指す。「世界を持続可能かつ強くしなやかな道筋に移行させるため」、そして、「誰一人取り残さない」ため、17 のゴール、169 のターゲット、232 の指標を設定し、世界の社会・経済・環境の領域

であらゆる課題を 2030 年迄に解決する。これら「相互関連性」を持つ課題には「統合的な解決」が必要になるとされている。

日本政府は 2016 年に「SDGs 推進指針」を策定し、ソサイエティ 5.0、地方創生、女性のエンパワーメントなどが重点的に推進している。

## （２）SDGs とは本質的に何か

既に株主資本主義が GDP の増加という意味で経済発展をもたらした一方、心理的に人間の幸福度には問題があり、地球環境の劣化をもたらした経緯を書いた。こうした事情を鑑み、一部の学会では、経済発展、人間の心理的な充足度、地球環境の保護、など持続可能で多面的な幸福感を計測する試みが続けられてきた。OECD は 2007 年に「Beyond GDP」と題する経済発展と社会進歩を計測するプロジェクトを開始した。そして国連の「新国富報告書 2012」では人工、人的、自然の 3 つの資本を合算する「包摂的成長（inclusive growth）」の観点からウェルビーイングを計測する試みが始まった。この枠組みは、修正を加えられながらも、現在に至る共通の思考の基礎となっている。

ウェルビーイングは徐々に社会に浸透し、大学では「幸福学」の授業が広く普及し、企業経営の現場では「マインドフルネス」が取り入れられ、国連諮問機関 SDSN（持続可能な開発ソリューション・ネットワーク）は 2012 年から世界幸福度調査（World Happiness Report）でランキングの計測と発表を始めた。経済学会では、神経経済学と呼ばれる分野で大きな変革が起きている。経済学の最終的な目的は効用の最大化とされてきた。それが容易に計測できないがために、これまで長く GDP の増加が目的とされていた。しかし、神経経済学は、幸福を感じると分泌されるオキシトシンやセレトニンなどの血中成分の測定に着目する。神経経済学の成果は、総じて「包摂的成長」を支持する<sup>1)</sup>。

## （３）SDGs と地球温暖化問題

多様な SDGs のゴールの中でも早急な対応が求められるのが地球温暖化への対応である。IPCC（気候変動に関する政府間パネル）は、1990 年に発表した第一次報告書で地球温暖化に警鐘を鳴らした。2021 年 8 月に出した第六次報告書では、地球温度の 1.5 度の上昇が想定より 10 年早まる可能性が高く、原因は「疑う余地なく」人間活動で、結果的に異常気象など「極端現象」を誘発していると強い警告を出した。

地球温暖化問題を真摯に受け止めビジネスの慣行に早い段階で取り入れたのが金融界だった。G20 の金融安定理事会の傘下に企業の「気候変動関連財務諸表開示に関する特別作業部会（TCFD）」を 2015 年に設置した。金融界には元々 CSR（企業の社会的責任）に対する SRI（社会的責任投資）として認知されやすい土壌はあった。そして、TCFD は気候関連の「機会」と「リスク」を把握して開示する方向性を打ち出した。気候変動はリスクが強調されがちであるが、ここではリスクを管理することで機会もあるとする方向性だ。そして、リスクと機会について、〈ガバナンス〉、〈戦略〉、〈リスク管理〉、〈指標と目標〉の 4 つを個別具体的に開示することとした。尚、日本では環境省が企業向けに実践的ガイドブックを策定して公表、配布している。（「TCFD を活用した経営戦略立案のススメ～気候関連リスク・機会を織り込むシナリオ分析実践ガイド ver3.0～」（2021 年 3 月）」）

## （４）SDGs 対応の 3 つの戦略

SDGs の理念は崇高である。TCFD が打ち出したリスクと機会の認識も重要である。しかし企業の立場からすれば、SDGs にかかる費用は大半がコストであり、利益を減少させるという意味でトレードオフの関係にあると見られる場合がほとんどだった。ここから現実的な対応として 3 つの流れが生まれている。

第一はトレードオフをトレードオンに変える企業の経営戦略だ。詳細は 4. 文明の転換点、（４）SDGs を取り入れて成功する企業、で具体的に取り上げる。

第二は自国に有利なルール設定だ。非財務情報の開示ルールについて、元々は有力 5 団体と呼ばれる団体があり、各国は自国に有利になるように国益をかけた駆け引きを行って来た。英国は団体のトップにチャールズ皇太子を据える力の入れようだった。ルールは究極的に権力となる。たとえば、EU のタクソノミーでは、トヨタのプリウスなどハイブリッド車は排除されることが決定している。しかし、IEA が 2020 年に出した試算では、ライフサイクルで見た CO2 排出量は、ガソリン車 34 トン、EV24-28 トン、PHV 約 25 トンとなっている<sup>2)</sup>。決して CO2 排出量では劣らない PHV が排除されるのが現実なのだ。EU には自国の自動車産業の保護を目的とする思惑があるのではないかと見られている。同じことは 100%の再生利用を意味する循環（サーキュラー）経済についても言える。たとえば日本のプラスチックのリサイクル率は 85%だが、60%はサーマルサイクル（焼却）だ。これを除くことを前提とする EU 基準では、日本のリサイクル率は 25%にな

る。100%のリサイクルを前提とすると、製造の段階からリサイクルしやすい製法が業界の標準になるため業界秩序が大きく変わる可能性がある。

第三は財務会計ルールの変更だ。IIRC（国際統合報告協議会、現VRF Value Reporting Foundation）は、六つの資本（財務、製造、知的、人的、社会・関係、自然）のうち五つの非財務資本が株価純資産倍率（PBR）1以上に連関するとして定量化を試算している。これの試算を公表した企業として日本ではエーザイが有名で、実際のPBRを元に5つの非財務資本にどれだけ配分されるかの試算を公表している<sup>3)</sup>。ただ、この面でも日本企業には問題がある。日本企業の大半はPBRが1以下だ。この事実は、見ようによっては、日本企業がSDGsの価値を破壊していると思えなくもない。ESG格付けは、ムーディーズやS&Pと同様に、将来的には投資適格や投資不適格の烙印を押す権力になる可能性を秘めており、各国とも自国が有利になるように仕掛けているのが国際社会の現実だと考えられる。

#### 【注】

1) 詳細はザックの参考文献など

2) 2021年9月にIEAは新しい試算を公表した。EVの耐用年数を10年から20年に長期化し、充電する電源構成で脱炭素が進むことで、EVのCO2排出量は削減が進むとした。この結果、ライフサイクルでのCO2排出量でEVはPHVを上回ることになった。ごく最近の事なので詳細は原典以外では以下の日経新聞サイトが詳しい。

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQ0GR02CIP0S1A800C2000000/?unlock=1>

3) 詳細は柳良平の参考文献

## 4. 文明の転換点

### （1）西洋近代文明の限界

SDGsが時代の要請として必要になったのは、既に述べた株主資本主義の弊害が顕在化したことが原因である。しかし、株主資本主義は、近代文明の経済発展の単なる結果に過ぎない側面もある。

西洋社会の近代化は、学問は客観的な事実を重んじる科学革命、産業技術は英国から始まった産業革命、社会関係はフランスの市民革命を源流にすると見做して良い。世界史的には、この3つが文明国とそうでない国家を分けた基準と考えられている。また、科学革命は進化論によってより広範囲な思考に影響を与えるようになった。進歩の観念が当然視され、文化、文明、民族、国家、などほ

ぼ全てに優先劣後関係が当てはめられるようになった。議論はあるだろうが、今でも欧米のエスタブリッシュメントの世界では、奴隷制度は啓蒙思想の観点から正当化されている。そして、進化論はメンデルの法則とスペンサーが唱えた社会進化論と結びつき、社会や民族の自然選択と適者生存、更には優生学に道を開いた社会ダーウィニズムへと変貌した。現代では社会ダーウィニズムは、ナチスのヒトラー政権のアーリア人至上主義（ユダヤ人差別）や西欧列強の帝国主義など歴史に大きな汚点を残したことから、公には賛意を示すことは許されるものではない。しかし、今もこの考え方は形を変えて生きている。たとえばフランシス・フクヤマ著『歴史の終わり（1989）』は、資本主義と民主主義が完成したことで、米国の歴史の発展は終わったと主張した。本人は後に誤りに気付いて取り消したが、ソ連を崩壊に追い込み、新保守主義思想に基づく経済運営で米国経済が絶好調を迎えつつあった時代背景の中、米国の自信は揺るぎのないものとなった。これは社会ダーウィニズムが言葉を変えて進歩史観や普遍主義として生き続けた証左と見做して良いだろう。

2007年にOECDが「Beyond GDP」と題する経済発展と社会進歩を計測するプロジェクトを開始し、2012年に国連が「新国富報告書2012」では人工、人的、自然の3つの資本を合算する「包摂的成長」の観点からウェルビーイングを計測する試みが始まったことは既に書いた。人工は旧来のGDPなど経済面、人的は人間の幸福感、自然は自然環境劣化を計測する試みである。こうした幸福感や自然環境劣化の計測を必要とした背景は、進歩史観と普遍主義の持つ根本的な欠陥である可能性が高い。具体的に社会の表面に現れた現象は、孤独や精神疾患、家族の崩壊、地元社会の崩壊、右傾と左傾で国家の分断、などだ。自然環境劣化では、地球温暖化、甚大な被害をもたらすハリケーンや永久凍土の溶解など極端現象の顕著な増加、海洋汚染などだ。これらは、自由、民主主義、市場経済、法の支配など近代文明の総体が、個人、社会（家族、地元、国家）、自然との間で大きな摩擦を起こしたことの帰結だとみて良いだろう。

### （2）歴史の教訓

西洋近代文明、進歩史観、普遍主義、資本主義に対し、誤りではないかという疑念の目が向けられたのは何も初めてではない。19世紀にはユートピア思想、マルクス主義、サン＝シモン主義がもてはやされた。しかし、帝国主義、第一次世界大戦、第二次世界大戦は、食うか食われるかの競争であり、国家主義が揺らぐことはなかった。そし



て戦後になると、2つの大戦の反省もあり社会変革の動きが顕在化した。その動きが大きなムーブメントとなるのは、戦後の新しい教育を受けたベビーブーマー世代が若者となる1960年代になってからだった。

1960年代の社会変革は現代のESGの観点からとらえ直すことが出来る。そして、成功した事例と別の新たな問題が派生した事例に分類が可能だ。ここでは詳細な例は挙げないが、ESGの各項目から両方の代表例を挙げておく。

まず先に、問題解決という意味で一定の成功を収めたものの、新たな問題が発生した事例だ。

環境(E)では公害だ。工場から出る有害物を含む煙や排水、自動車の排気ガスなどにより、大規模な大気汚染、海洋汚染、土壌汚染が発生した。汚染は人体に深刻な悪影響を及ぼし、特に日本の4大公害は世界的に有名になった。各国政府は環境保護を主たる目的とする環境庁(日本)や環境保護庁(米国)を創設した。そして、多くの法規制が作られ、公害の除去に一定の成果をあげた。しかし、それでは不十分だったことは、地球温暖化や何種類もの新型コロナウイルスに人間が感染するようになったことから明らかだろう。

社会(S)の観点では、黒人差別や女性差別が挙げられる。当時の米国の公民権法やウーマンリブ運動の成果によって差別が大きく減少したのは疑う余地はない。しかし、それでも不十分であることは、2020年に米国で表面化したジョージ・フロイド事件とその後の世界的な差別反対デモ、2016年に米国で表面化し世界中に波及したセクハラ被害にあいながら声をあげられなかった女性が一斉に声をあげた「Me Too(私もセクハラ被害にあったという意味)」運動でも明らかだ。

ガバナンス(G)の観点では、労働者の保護が挙げられる。結果の平等を志向する各国政府は、労働組合が強い力をもって経営サイドと団体交渉し、ストライキをも辞さない姿勢を後押しした。そして、勤労意欲は減退する一方で高い賃金が支給されるようになり、結果的にスタグフレーションが現出した。一旦は所得分配が是正されたのだが、生産性に見合わない高い賃金が支払われたことで別の問題が派生したと言える。スタグフレーションに対し、保守反動の形で株主権を優先する一方、労働者を弱い立場にしたのが株主資本主義だった。

次に、新たに派生した問題に対し、解決に向けて大きく前進した事例を取り上げる。そして重要なことは、解決に向け前進した事例の共通項は「包摂的成長」の実践であることだ。「包摂的成長」は「収奪的成長」と正反対の概念である<sup>1)</sup>。

「包摂的成長」に成功した事例として、ここでは社会(S)とガバナンス(G)で代表例を挙げておく。

社会(S)では社会福祉だ。社会福祉が充実した1960年代には貧困の撲滅が期待された。しかし現実に起きたことは、生活保護の家庭で育つ子供は大人になっても生活保護に頼るといういわゆる貧困の連鎖だった。貧困の連鎖がデータで明らかになると、政府の対応は国によって大きく分かれた。貧困の連鎖を放置する国もある。もっと言うと、そのことに気付かないふりをする政府も多い。しかし、データのエビデンスに基づく政策判断をして、積極的労働政策や幼児教育に力を入れ、貧困の連鎖を断ち切ることに成功した北欧などの国もある。

ガバナンス(G)では、株主資本主義を放置した国家と、ステークホルダーのバランスを取る形で是正した国家に分けられる。是正には様々な手法があるが、地球温暖化防止のための環境保護を企業に義務付ける判例、同一労働同一賃金の徹底、労働者の子育てや親の介護に対応する柔軟な働き方の徹底、幼児労働の排除の徹底、職場における人権侵害の排除の徹底、などだ。これらは全て「包摂的成長」の実践例といえる。

### (3) 資本主義の多様性

経済制度、たとえば雇用慣行や会社組織の在り方には、普遍的な1つの理想の形があるわけではない。ガバナンスの在り方1つとっても、株主資本主義の是正に早い時期に成功した北欧の事例を、そのままたとえばイスラム教の伝統のある国家に当てはめるのは難しい。1960-80年頃には、日本やドイツの経済運営システムは、英米より優れているとも見られていた。歴史や伝統に根差したその国に固有の資本主義の形があるという意味で、資本主義の多様性は当然と見られていた。

しかし、SDGsやESGを具体的な経済運営のルールに落とし込む段階では、多様性を認めない普遍主義が蘇る可能性が強まっている。たとえば人材管理のISO基準は、ジョブ型雇用を前提としており、メンバーシップ型雇用の日本とは相性が合わないと見られている。日本型雇用を続ける限り、ISO違反となる可能性があるのだ。類似の例として早ければ2022年からEUが導入を目論む国境炭素調整措置(税)が挙げられる。これは高い確率でWTO違反になると考えられている。また、工業製品の品質についての哲学の違いもある。日本のJIS規格は、出来上がった製品の品質に責任を負う一方、ISOは製造工程のプロセスの責任を負う。

こうした制度設計について、排除する側の産業界には、他国の産業を体の良い形で駆逐しようとする排除の思想があるとの批判がある。SDGs は基本的な思想として多様性を容認するものであることを再認識して、排除するようなルールや基準を作るのは慎むべきだろう。

#### (4) SDGs を取り入れて成功する企業

ステークホルダー資本主義を実現する試みは、民間企業主導で既に実現して成功している。具体的な事例としては、ネスレ、ユニリーバ、リプトン、ナイキ、ブルネロ・クチネリ、サイボウズ、エーザイなどが有名だ。詳細は多くの著書やYouTubeで紹介されている<sup>2)</sup>。これらの成功事例には4つの共通点がある。

(a) 従業員のモチベーションは、組織の運営方法が、上からの指示命令に従うだけの官僚組織から、会社のミッションとバリューに共鳴する社員が自ら考え自ら動く組織に変化すると、大きく上がる。

(b) 先進国の大企業は、サプライチェーン管理の必要性から、取引先のサプライチェーンの先にある新興国の中小企業の経営実態を知る。多くの場合、前近代的な管理がなされている。こうした現場に IT と先進的な設備を導入すると、総じて生産性は大きく改善する。

(c) エネルギーコストが大幅に下がることもある。当初はコストの増大を覚悟して省エネ機械を導入すると、逆にエネルギー効率の向上で電気代やガス代が下がり、ネットアウトすると利益が出る場合が多々ある。

(d) お客様が環境保護や児童労働反対に共感して、高いコストのかかる値段の商品を高い商品をわざわざ買ってくれる。

こうした要因から、企業収益と社会的利益をトレードオフではなくトレードオンの形で実現する成功事例が多数報告されている。しかし、良いことばかりではない。次は、何か悪いことが起こる兆候がないかどうか、市場の発するシグナルをヒントに具体的に見てみたい。

#### 【注】

- 1) 詳細はレベッカ・ヘンダーソンの参考文献など
- 2) これらの例は既に広く人口に膾炙しており、当事者がセミナーや HP など詳細な情報を公開しているので、ここでは詳述しない

### 5. 市場が発する価格シグナル

ここまで時代の要請でSDGsやESGが産業界に浸透し始めた経緯を見た。近年になって各国政府は、地球温暖化の

防止が、京都議定書のような努力目標ではなく、完全達成しなければならない目標と位置付け、推進するスタンスを明確にし始めた。日本では菅総理が2020年10月の所信表明演説で「脱炭素」を宣言した。英国、ドイツ、カナダなどでは、環境保護団体などが原告となりエネルギー企業などCO2排出量の多い企業を被告として起こした裁判で、「世代間の公平化」を根拠に急進的なCO2削減を命じる判決が相次いで出されている<sup>1)</sup>。

産業界にも様々な立場と利害関係があるが、総じて脱炭素に積極的な政府のスタンスを疑念の目で見ていく可能性が高い。この前提は、責任を全て企業に負わせるのが適切とするOECDが打ち出した考え方<sup>2)</sup>。具体的には、CO2排出の権利を「炭素負債」として負債に計上する考え方だ。

2018年の世界の総CO2排出量は335億トンだ。これを2050年までに均等に減少させるには、累計で約5,000億トンの削減が必要になる。排出権の価格を2021年8月の約55ユーロ(7,150円)で計算すると約3,500兆円の負債になる。こうした試算には幅があり、2021年7月21日の日経新聞は、世界の主要1000社で負債総額は4,700兆円になるとの試算を出した。海外の他の試算では、兆の上の単位の1京に達するものもある。

こうした企業サイドの疑念に対し、政府は逆に、SDGsやESGは企業にとって成長の機会でもあるとして正反対の見通しを示している。

2020年に日本政府が発表した「グリーン成長戦略」では、2030年に年額90兆円、2050年には190兆円の経済効果が見込まれるとした<sup>3)</sup>。2020年3月に公表された経団連の推計では、2015年に531兆円だったGDPが2030年には900兆円へ、うち250兆円がSDGsの寄与分とされている<sup>4)</sup>。四半世紀の長きにわたり低迷した日本のGDPが、SDGsのおかげで高度成長期に回帰できるとする夢のような推計だ。政府の意図は、民間企業はぜひ脱炭素に積極的に取り組むべきというある種の心理的なインセンティブとみて良いだろう。米国やEUも需要の増加などぼやかした表現で経済成長にはプラスというニュアンスを打ち出している。

SDGsの重要性は義務教育でも積極的に取り入れられており、今は小学生でも集団の男女の構成比を見て「ジェンダーギャップに問題がある」などと発言する時代だ。かつて日本人でベジタリアンは極めてまれだったが、今は非常に増えている。教育の効果は着実に出ている。大人より子供の方がSDGsの推進に遥かに積極的なのが現実だ。

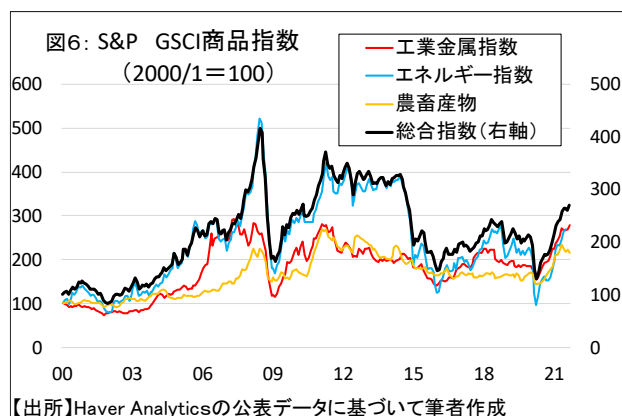
しかし、本当にバラ色の世界が待っているのだろうか。



ここでは、いくつかの事例から、本当にバラ色の世界なのかどうかを市場の発するシグナルから見ていきたい。

### (1) 商品市況

最近メディアでエネルギー危機という言葉をもっと見るようになった。理由は簡単で図6のようにエネルギーの需給が崩れてエネルギー価格が高騰したからだ。



需給が崩れた原因は単純だ。需要サイドは、ワクチン接種の進展で経済が正常化し、増加が見込まれる。供給サイドは、再生可能エネルギーの導入が進んでいるとはいえ、化石燃料が敵視されるがために増産が進まず、合計すると需要の増加に追いつかない。こうして需給が崩れ価格が高騰した。

最も大きく需給関係が崩れたのは欧州だ。急進的な環境保護政策を進め化石燃料が強く敵視される欧州では、エネルギー供給が不足し始めている。不足となれば緊急避難的に化石燃料を輸入するしかない。現実的対応として欧州はエネルギーをパイプラインを通ってくるロシアからの天然ガスに依存せざるを得ない状況になっている。そして、なぜかロシアでは生産量が増えないため、価格が高騰したのだ。尚、ロシアはかつてウクライナと国交関係が悪化したとき、表向きは事故が起きたことにしているが、天然ガスの供給が止まりウクライナでは凍死者が出た。また、ロシアはパリ協定の推進に極めて積極的な一方、自国内では化石燃料エネルギーの増産計画が目白押しだ。

化石燃料を敵視する風潮には、もはや誰も疑念を口にできない。IEAは2021年5月の報告書で2026年にかけて化石燃料への需要が減少する見通しを出し、化石燃料への投資を即刻停止することを勧告した<sup>5)</sup>。しかし、そのわずか2カ月前には2026年にかけて化石燃料への需要は増加する見通しを出していた<sup>6)</sup>。しかもこの時期は、欧米で

ワクチン接種が進展して、経済活動が再開し航空機や高速鉄道を使う旅行需要が急回復すると期待された時期だ。なぜIEAは掌を返したのか。世間の化石燃料を敵視する風潮に迎合せざるを得なくなったからだと考えられる。

価格が高騰しているのはエネルギーだけではない。産業技術総合研究所など研究機関の推計によると、再生可能エネルギーのための太陽光発電などの設備の製造には、その設備の発電量の約4-5倍の電力を必要とする。銅やアルミなど鉱物資源は、様々な見方があるが、化石燃料の発電機と比較すると50-90倍の量を必要とする。また、穀物を原料とするエタノールは再生可能エネルギーと位置付けられており、食料価格とエネルギー価格がリンクする役目を果たしている。こうしてすべての商品市況が連動して高騰しているのだ。原油だけは過去ピークのざっと半値水準だが、他の多くの商品市況は、過去最高値圏にまで上昇している。

こうなると懸念されるのが景気への悪影響の長期化だ。更に、エンゲル係数の高い新興国で食料やエネルギーの価格が高騰すると、過激なデモや反政府運動が発生するリスクがある。2011-13年前後のアラブの春では、このメカニズムでリビアやエジプトで独裁政権が崩壊して無政府状態となり、地中海を手こき船で横断した難民が欧州に流入し、また今回は、欧州で反難民の極右が台頭して政治が不安定化した。これにより独メルケル首相は退任することとなった。

地球環境保護が最優先の課題であることは論をまたない。しかし、現実を無視した化石燃料の敵視は、エネルギー価格の高騰を通じて普通の人々の生活を既に脅かしている。こうした人々の逆恨みにより、一旦は下火になった地球温暖化説をフェイクとする言説が蘇るリスクもある。市場の発するシグナルを無視すべきではないと考えられる。

### (2) ESGバブルのリスク

個人の資産形成への影響という意味でS(社会)の観点で、バブルの生成と崩壊のリスクを取り上げたい。

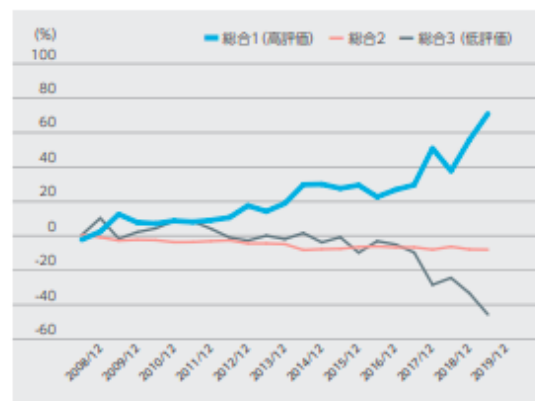
IEAが脱炭素の世間の風潮に迎合して、化石燃料の長期の見通しを、掌を返すかのように変更した事実は既に書いた。この事例に代表されるように、SDGsとESGにはもはや誰も疑念を表明できない。そして、それは巨大なバブルを生む危険性を秘めていると考えられる。

下の図表はニッセイ AM が発表したもので、ESG スコアの高低と株価の連動性を見たものだ。

図7 ESGスコアと株価の連動性

ESGレーティング別パフォーマンス（国内株式）  
対投資ユニバース・期間2008/12/1—2020/3/31

◆ ESG総合レーティング累積超過リターン（単純平均）



出所：ニッセイアセットマネジメント株式会社HP

「スチュワードシップレポート2020」 P. 17

(<https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/pdf/shreport2008.pdf>)

現状では ESG はまだ非財務情報が中心だが、スコアリングの高低と株価の上昇率に連動する傾向のあることが見て取れる。この辺りの事情は企業経営者も心得ており、近年の企業の決算発表で経営者が最も多く語るのは気候変動への対応となっている。そして、多く語れば語るほど株価が強く上がる傾向があるのだ。

株価が上がれば投資資金が追いかけて来る。サステナブルを冠する投資信託などファンドへの資金流入が加速している。

バブルの研究には、C・キンドルバーガー、ガルブレイス、H・ミンスキーなど故人の経済学者に多くの学績が残されている。それ等に共通するのは、数学的帰納法をバブルの生成と崩壊の歴史に応用する考え方だ。筆者なりに整理すると、(1) 危機発生、(2) 危機を過度に恐れて過剰反応で適正を超える過剰な景気対策を実施する、(3) 特定のセクターで何らかの技術革新が発生して将来に対する過度な期待が高まる、(4) そのセクターに成長のための資金を流し込む金融の技術革新が生まれる、(5) バブルを正当化して投資が未経験の素人にまで広がり投資の大衆化が起きる、(6) 利上げなど何らかのきっかけでバブルが崩壊する、(7) 株価だけでなく不動産を含む資

産価格の下落が始まり、負の資産効果で景気はスパイラル的に悪化して負債デフレの状態になる。(8) 金融システム救済のため公的資金注入、となる。1980年代の日本のバブルでは、(1) 円高、(2) 過度な景気対策、(3) 東京がNYにとって代わる世界の金融センターになりオフィス需要が急増すると不動産価格が上がる、(4) 特金、ファントラ、エクイティファイナンス、損失補填、(5) お茶の間に広がった株式やワラントへの投資ブーム、(6) 日銀は政策金利と10年国債金利の差が200bpになるほどの激しい利上げを実施した、(7) 不況のメカニズムを解明した宮崎義一によるベストセラー「複合不況」、そして1998年と2003年に大きな金融危機、(8) 1998年と2003年に銀行に公的資金注入、という経緯だった。これが今回は、(1) コロナ禍、(2) 日米欧など世界中の中央銀行による量的緩和と財政赤字を原資とする景気対策、(3) SDGs と ESG に関連するセクター、具体的には電気自動車、再生可能エネルギー、人口肉、等、(4) 株式上場審査を省略する SPAC(裏口上場、空箱)、ロビンフッドなど手数料無料のネット証券会社、SNSなどで話題となる特定の株式を個人投資家が徒党を組んで買い上げる meme 株投資、暗号資産投資、投資資金の流入により世界中で加速する不動産価格上昇、(6) 以降はまだ発生していない。逆に言うと、むしろこれからの金融引き締めや財政政策を打ち切ることで、バブルの生成と崩壊を阻止することが、政策課題になると考えられる。

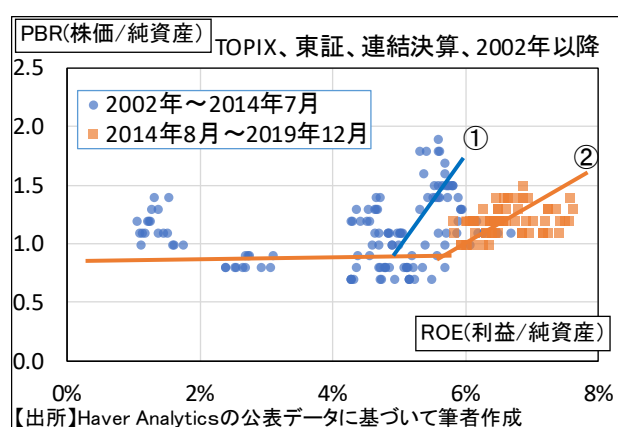
### (3) ガバナンス改革の有効性

G (ガバナンス) の観点でガバナンス改革の中からは、日本で数値目標になったが故に実際の企業経営に多大な影響を与えた ROE (株主資本利益率) を取り上げたい。日本では不良債権問題がほぼ終息した2002年頃から継続的にガバナンス改革が進められ、英米流のガバナンス手法が次々に導入された。2006年には商法大改正で会社法へと改められ、企業のガバナンス体制も整備された。しかし、その後も日本経済と日本企業の対英米での劣後が続いたことから、上場企業向けにはガバナンス改革が継続して制度として導入された。ここではその詳細な過程は見ないが、強制力という意味で大きな影響力を持ったのが ROE 8%基準の導入だった。これは2014年8月に公表された、伊藤邦雄一橋大学教授(当時)を座長とした、経済産業省の「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト」の最終報告書、通称伊藤レポートで理論的な妥当性が解明されたとされ、

2015年に制定され上場企業は説明しない限りはルールに従う（コンプライ・オア・エクスプレイン）べきとする東証が定めた自主ルール、ガバナンスコードで実態として導入された。

ただ、問題はその手法だった。個別企業には、ROEを引き上げるために賃下げや研究開発費の削減を実施したり、8%の達成が不可能な状況で株主の理解を得るために巨額の内部留保を流出させて特別配当を出す企業が続出した。こうした、足元の利益を出すために、前向きな企業活動から生じる将来の利益の種を削る行為が、株式市場でどう評価されたかを表すのが図8だ。

図8 日本企業のROEとPBR（2002～2019）



縦軸にPBR（株価純資産倍率）、横軸にROEを取って不良債権問題がほぼ終息した2002年度以降を月次でプロットすると、ROE8%が事実上の数値目標となる前と後で明らかな変化がある。導入前は、ROE約5%を境にROEが上がるとPBRも上がる傾向があった（①青線）。利益の上昇に株価が上昇する形で素直に反応している。ところが後では、利益が上昇しても株価が利益の伸び率ほどには上がらなくなっている（②橙色線）。これには様々な解釈がある。善意に解釈すれば、気まぐれな株式市場のたまたま説だ。しかし、筆者は、将来の利益の源泉を犠牲にした足元の利益の増大は、株式市場では高く評価されなかったからだと考える。尚、この期間に欧州でもPBRは横ばいだったが、米国では顕著に上昇した。

この間、世界的には無形資産が生み出す価値の大きさ、そして、知財など無形資産を生み出す人材投資の重要性が改めて認識されることとなった。そして、経産省は2020年9月に「人材版伊藤レポート」を公表して、人材投資と人事戦略の重要性を提唱した。現実問題として企業経営の現場では、8%の数値目標と人材投資のどちらを優先すべきかの選択を迫られる。法制上、株主の

利益を代弁することになっている社外取締役が何を主張するかは想像に難くない<sup>7)</sup>。

また、2021年6月に東証はガバナンスコードを改定した<sup>8)</sup>。株主以外のステークホルダー、SDGs、ESG、サステナビリティ、など言葉を使って、株主資本主義を見直すべきであるとの立場がにじむ内容となっている。また、社外取締役の役割が変わったかのように受け止められる記述もある。とはいえ、ROEについての記述はない。

結論的に言うと、株式市場が発するシグナルは、日本の株主優先に過度に傾いたガバナンス改革は再考すべき時期に来ている、当局もそのことには気づいており、徐々に浸透させようと機会をうかがっている、ということだと考えられる。

以上、誰の目にも見える市場のシグナルを3つだけ取り上げた。是正すべきは是正して、本稿のテーマである「株主資本主義に代わるSDGsの時代の新しい資本主義」への移行がスムーズになることを期待したい。

#### 【注】

1) 誤解が多いので敷衍するが、多くの国で世代間の公平の概念は、地球環境の観点だけではなく、財政赤字や国土保全の観点など多面的な要素で構成されている。

2) OECDが打ち出した「拡大生産者責任」の概念で詳細は以下サイト。<https://www.oecd.org/env/tools-evaluation/extendedproducerresponsibility.htm>

3) 経済産業省HP  
<https://www.meti.go.jp/press/2020/12/20201225012/20201225012.html>

4) 元の推計は21世紀政策研究所で詳細は以下サイト  
<http://www.21ppi.org/pdf/thesis/200708.pdf>

5) IEA「Net Zero by 2050 A Roadmap for the Global Energy Sector」

6) IEA「OIL 2021」

7) 社外取締役の役割は、法務省「会社法の改正に伴う法務省関係政令及び会社法施行規則等の改正に関する意見募集の結果について（P.10）」で「少数株主を含む全ての株主に共通する株主の共同の利益を代弁する立場にある者として、業務執行者から独立した客観的な立場で、会社経営の監督」とされている。

<https://public-comment.e-gov.go.jp/servlet/PcmFileDownload?seqNo=0000209867>

8) 東証の以下サイト

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20210611-01.html>  
以上

参考文献

- アマーブル、ブルーノ[2005],『五つの資本主義』山田鋭夫、原田裕治訳、藤原書店
- ウォーラーステイン、イマニュエル[1997],『史的システムとしての資本主義』川北稔訳、岩波書店
- ガルブレイス、ジョン・K[2008],『大暴落 1929』村井章子訳、日経BP社
- キンドルバーガー、C・P[1982],『大不況下の世界 1929-1939』石崎昭彦、木村一朗訳、東京大学出版会
- キンドルバーガー、C・P[2004],『熱狂、恐慌、崩壊 金融危機の歴史』吉野俊彦、八木甫訳、日本経済新聞社
- ザック、ポール・J[2013],『経済は「競争」では繁栄しない』柴田裕之訳、ダイヤモンド社
- スティグリッツ、ジョセフ・E[2002],『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』鈴木主税訳 徳間書店
- ダロン、アセモグル、ジェイムズ・A・ロビンソン[2016],『国家はなぜ衰退するのか(上)(下):権力・繁栄・貧困の起源』鬼澤忍訳、早川書房
- ファーガソン、ニール[2012],『文明』仙名紀訳、勁草書房
- フクヤマ、フランシス[1992/2005]『歴史の終わり(上)(下)』渡部昇一訳、三笠書房
- ブローデル、フェルナン[1985],『物質文明・経済・資本主義』村上光彦訳、みすず書房
- ヘンダーソン、レベッカ[2020],『資本主義の再構築』高遠裕子訳 日経BP
- ミッチェル、ブライアン・R[2001],『マクミラン新編世界歴史統計 南北アメリカ歴史統計:1750-1993』斎藤真、中野勝郎訳、東洋書林
- 宮崎義一[1992],『複合不況—ポスト・バブルの処方箋を求めて』中央公論社
- ミンスキー、ハイマン・P[1988],『投資と金融』岩佐代市訳、日本経済評論社
- ミンスキー、ハイマン・P[1988],『金融不安定性の経済学』吉野紀、内田和男、浅田統一郎訳、多賀出版
- メイヤー、コリン[2021],『株式会社規範のコペルニクス的転回』清水真人、河西卓弥訳 東洋経済新報社
- 柳良平[2021],「ESGの「見えざる価値」を企業価値につなげる方法」『ハーバード・ビジネス・レビュー』第46巻,第1号,58-71項
- ロドリック、ダニ[1993],『グローバリゼーション・パラドクス』柴山圭太、大川良文訳、白水社
- 以上