

# MUFG Focus USA Weekly

## 経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY  
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)  
Director and Chief U.S. Economist

### 米国企業の「株主第一主義」経営が転換する可能性とその影響について

#### 【要旨】

- ◇ 米大手企業の経営者団体ビジネス・ラウンドテーブル（以下 BRT）は 8 月 19 日、企業の目的を再定義する旨の声明文を公表した。BRT は 1997 年以來、企業の目的は株主に対して経済的リターンをもたらすことであるとの立場だったが（株主第一主義）、今回の声明では全ての利害関係者（顧客・従業員・取引先・地域社会・株主）へ配慮し恩恵を与えるとの立場に転じた。
- ◇ 米国内では株主第一主義から転換するとの今回の声明に対して、時宜を得た声明である等と支持する意見がある一方、資本主義の強みが失われる等の批判も出ている。批判の多くはこれを機に同国企業の経営が大きく変化することを想定しているとみられるが、そこまで大きく変化する可能性は低いのではないだろうか。この点について BRT は「企業はこれまでも従業員や地域社会へ投資しており従来の声明文は（そもそも）日々の企業経営や経営方針を正確に反映していなかった」「企業統治構造の急進的な変化を求めているわけではない」等と述べている。
- ◇ BRT の志向が上述の通り穏健な転換であるとしても実現するかは注視する必要がある、鍵を握るのは各企業の自主的な動きに加えて法律・規制の変更が追随するかどうかであろう。BRT は 1997 年に株主第一主義へ転じた一因として「企業買収家からの圧力」を指摘しており、法律・規制の変更を伴わなければ今後も一部株主の圧力に抗することの難しい局面が想定される。実際、今回 BRT が言及している具体策にも、法律・規制の変更を政府へ働きかける内容が盛り込まれている。
- ◇ BRT の声明に沿って企業経営が変化した場合の米国経済への影響について、マイナス面では「企業収益の減少→株価の伸び悩み」等が考えられ、プラス面では「労働分配率の上昇→個人消費の拡大」「企業による中長期的な投資拡大→生産性向上」等が考えられるが、現在の米国経済の構造や抱える課題を踏まえるとネットではプラスと言えそうである。

## ビジネス・ラウンドテーブルは企業の目的を再定義する旨の声明文を公表

米大手企業の経営者団体ビジネス・ラウンドテーブル（以下 BRT）は 8 月 19 日、企業の目的（the Purpose of a Corporation）を再定義する旨の声明文を公表した。BRT は 1997 年以来、企業の目的は所有者（株主）に対して経済的リターン（経済的利益）をもたらすことであるとの立場だったが（株主第一主義）<sup>（注 1）</sup>、今回の声明では全てのステークホルダー（利害関係者）へ配慮し恩恵を与えるとの立場に転じた<sup>（注 2）</sup>。

声明文には利害関係者（顧客・従業員・取引先・地域社会・株主）夫々に対するコミットメントが記載されており（第 1 表）、183 名の経営者の署名が添付されている（後掲参考表）。

（注 1）「株主第一主義」は経済学者のミルトン・フリードマンが提唱したとされている。

（注 2）BRT は 1972 年に設立され、企業経営の原則に関する声明を 1978 年から定期的に発表している。1980 年代などの声明では、企業は株主だけでなく従業員・地域社会・その他の利害関係者へ投資・関与することが必要との認識を示していたが、1997 年に株主第一主義へ転じた。

第1表:ビジネス・ラウンドテーブルの8月19日付声明文に記載されたコミットメント

1	顧客に価値を提供する。顧客の期待に応えたり顧客の期待を上回る点で米国企業が築き上げてきた伝統を進化させる
2	従業員へ投資をする。まず、公平な報酬を行い重要な福利厚生を提供する。変化の速い環境に対応するため、訓練・教育を通じて従業員による新たなスキル習得をサポートする。ダイバーシティ&インクルージョンを促進し、尊厳と敬意を重んじる
3	取引先を公平且つ倫理的に扱う。大小様々な企業に良きパートナーとして仕える
4	ビジネスを行っている地域社会をサポートする。地域の人々を尊敬し、持続可能なビジネス慣行を積極的に採り入れ環境を守る
5	企業が投資・成長・革新することを許容する株主に対して、長期的な価値を創造する (generate long-term value)。株主との関係において透明性と効果的な関与をコミットする

（資料）ビジネス・ラウンドテーブル資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 声明を機に米国企業の経営がそこまで大きく変化する可能性は低いのではないだろうか

米国内では株主第一主義から転換するとの今回の声明に対して、所得格差の拡大をはじめとした様々な課題を同国経済が抱えていることや、国連が提唱する「持続可能な開発目標（SDGs）」や「ESG 投資」<sup>（注 3）</sup>への関心が高まっていること等を踏まえると時宜を得た声明であるとして支持する意見がある一方、「株主への経済的リターン以外は定量的な評価が困難であり、企業の説明責任が弱まって経営の規律が欠如する」、「企業のグローバルな競争力が低下する」、「利害関係者への分配の優先順位・割合が不透明である」、「資本主義の後退を意味し、社会主義に近づく一步となる」等の批判が出ている。

批判の多くはこれを機に米国企業の経営が大きく変化することを想定しているとみられるが、そこまで大きく変化する可能性は低いのではないだろうか。この点について BRT は「企業はこれまでも従業員や地域社会へ投資しており従来の声明文は（そもそも）日々の企業経営や経営方針を正確に反映していなかった」、「企業統治構造の急進的な変化を求めているわけではない」等と述べている。

また、BRTは「異なる利害関係者の利益は短期では競合し得るが長期では全ての利害関係者の利益が密接不可分である」等と述べていることから、BRTの今回の転換は「株主に対する経済的リターンを長期に亘って持続可能とするためには、利害関係者にバランス良く配慮することが不可欠である」との認識の下、「株主に対する経済的リターンの最大化を、短期ではなくより長期的な視点で考える」と解釈できよう。このためBRTは利害関係者間の優先順位付けを主張しているわけではなく、発表された5つのコミットメントの順番も利害関係者の優先順位を示しているわけではないだろう。

(注3) ESGは、環境 (Environment) ・社会 (Social) ・ガバナンス (Governance) の頭文字を合わせたものである。

### **BRTの志向が穏健な転換であるとしても実現するかは注視する必要がある**

BRTの志向が上述の通り穏健な転換であるとしても実現するかは注視する必要がある、鍵を握るのは各企業の自主的な動きに加えて法律・規制の変更が追随するかどうかであろう。

BRTは1997年に株主第一主義へ転じた一因として「企業買収家からの圧力」を指摘しており、法律・規制の変更を伴わなければ今後も一部株主の圧力に抗することの難しい局面が想定される。また、法律・規制の変更を伴わなければ「株主第一主義」経営を続ける企業との競争の結果、短期的な利益が悪化することも考えられる。

実際、今回BRTが言及している具体策にも、法律・規制の変更を政府へ働きかける内容が盛り込まれている（連邦最低賃金の引き上げ等）。

### **企業経営が変化した場合の米国経済への影響はネットではプラスとみられる**

BRTの声明に沿って企業経営が変化した場合の米国経済への影響について、マイナス面では「企業収益の減少→株価の伸び悩み」等が考えられ、プラス面では①「労働分配率の上昇→個人消費の拡大」、②「(最低)賃金引き上げ→所得格差の縮小→消費性向の高まり」、③「企業による中長期的な投資拡大→生産性向上」等が考えられるが、現在の米国経済の構造や抱える課題を踏まえるとネットではプラスと言えそうである。

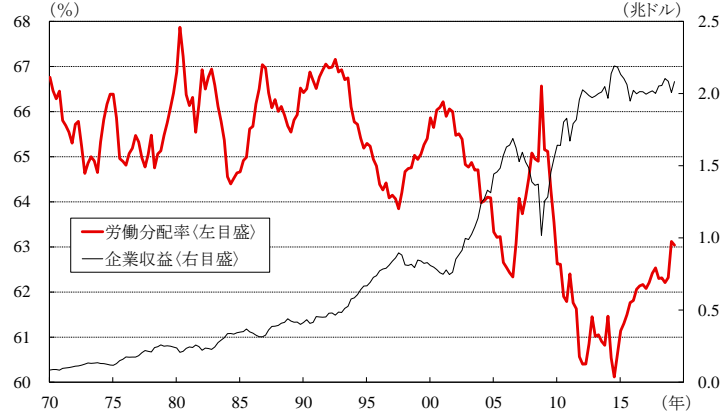
補足すると上記①について、労働分配率は幾分持ち直しているものの過去に比べれば依然低めである（後掲参考図）。上記②について、家計所得の分配が消費性向の低い高所得層へ偏っているために個人消費が抑制されているとの見方がある。また、上記③について、企業は株主への経済的リターンの短期的な最大化を重視し過ぎているために長期投資に消極的であり、イノベーションや生産性向上が阻害されているとの見方がある。

参考表: ビジネス・ラウンドテーブルの8月19日付声明文に経営者が署名した企業一覧

1	A. O. Smith Corporation	51	ConocoPhillips Company	101	Lockheed Martin Corporation	151	Stryker
2	Abbott	52	Coming Incorporated	102	LyondellBasell Industries	152	Suffolk
3	Accenture	53	Cummins Inc.	103	Macy's, Inc.	153	Target
4	ADP	54	CVS Health	104	Mallinckrodt Pharmaceuticals	154	TC Energy
5	AECOM	55	Day & Zimmernann	105	Marathon Oil Corporation	155	Telephone & Data Systems, Inc.
6	The AES Corporation	56	Dell Technologies	106	Marathon Petroleum Corporation	156	Texas Instruments Incorporated
7	Aflac	57	Deloitte	107	Marriott International, Inc.	157	Tishman Speyer
8	AK Steel Corporation	58	Dow	108	MassMutual	158	The Travelers Companies Inc.
9	Allergan plc	59	Duke Energy	109	Mastercard	159	TSYS
10	Alliant Energy	60	DXC Technology	110	McCormick and Company, Inc.	160	Turner Construction Co.
11	Altec, Inc.	61	Eastman Chemical Company	111	McKesson Corporation	161	Union Pacific
12	Amazon	62	EATON	112	McKinsey & Company	162	United Airlines
13	American Airlines	63	Edison International	113	Medtronic plc	163	United Technologies Corporation
14	American Electric Power	64	Exxon Mobil Corporation	114	MetLife	164	UPS
15	American Express	65	EY	115	Micron Technology	165	USAA
16	American Tower Corporation	66	FedEx Corporation	116	Moelis & Company	166	Vanguard
17	Ameriprise Financial	67	FIS	117	Morgan Stanley	167	Verisk Analytics
18	Anthem, Inc.	68	Flex	118	Motorola Solutions	168	Visa Inc.
19	Aon	69	Fluor Corporation	119	Nasdaq	169	Vista Equity Partners
20	Apple	70	Ford Motor Company	120	National Gypsum Company	170	Vistra Energy
21	Aramark	71	Fox Corporation	121	New York Life Insurance Co.	171	Walgreens Boots Alliance
22	Assurant	72	Freeport-McMoRan Inc.	122	Noble Energy, Inc.	172	Walmart, Inc.
23	AT&T Inc.	73	General Dynamics Corporation	123	Northrop Grumman Corporation	173	WESCO International, Inc.
24	Ball Corporation	74	General Motors Company	124	Novelis	174	Western & Southern Financial Group
25	Bank of America	75	The Goldman Sachs Group, Inc.	125	NRG Energy, Inc.	175	Western Union
26	Baxter International Inc.	76	Grant Thornton LLP	126	Oracle	176	Whirlpool Corporation
27	Bayer USA	77	Guardian Life Insurance Company of America	127	Owens Corning	177	Wipro Limited
28	Bechtel Group, Inc.	78	Hanesbrands Inc.	128	PepsiCo	178	World Fuel Services Corporation
29	Best Buy Co., Inc.	79	HARMAN International	129	Pfizer Inc.	179	World Wide Technology
30	BlackRock, Inc.	80	HEARST Corporation	130	Phillips 66	180	Xerox Corporation
31	BNY Mellon	81	The Home Depot	131	Pitney Bowes	181	Xylem Inc.
32	The Boeing Company	82	Honeywell	132	Principal	182	Zebra Technologies Corporation
33	BorgWarner Inc.	83	Huntington Ingalls Industries	133	The Procter & Gamble Company	183	3M
34	Boston Consulting Group	84	IBM Corporation	134	Progressive Corporation		
35	BP plc	85	Infor	135	PwC		
36	Bristol-Myers Squibb	86	International Paper Co.	136	Qualcomm Incorporated		
37	C.V. Starr & Co., Inc.	87	Interpublic Group	137	Quanta Services		
38	The Carlyle Group	88	ITC Holdings Corp.	138	Raytheon Company		
39	Caterpillar, Inc.	89	Jacobs	139	Rockwell Automation		
40	CBRE Group, Inc.	90	John Deere	140	S&P Global		
41	CF Industries	91	Johnson & Johnson	141	Salesforce		
42	Chevron Corporation	92	Johnson Controls	142	SAP		
43	Chubb	93	JPMorgan Chase & Co.	143	SAS Institute		
44	Cigna	94	KeyCorp	144	Schnitzer Steel Industries, Inc.		
45	Cisco Systems, Inc.	95	Kiewit Corporation	145	Sempra Energy		
46	Citigroup, Inc.	96	KPMG LLP	146	Siemens Corporation USA		
47	CNH Industrial	97	L3Harris Technologies, Inc.	147	Silver Lake		
48	The Coca-Cola Company	98	Land O'Lakes, Inc.	148	Southern Company		
49	Cognizant	99	Leidos	149	Stanley Black & Decker		
50	Comcast Corporation	100	Lennar Corporation	150	Steelcase Inc.		

(資料) ビジネス・ラウンドテーブル資料より三菱UFJ銀行経済調査室作成

参考図：労働分配率と企業収益の推移



(注)『労働分配率』は「雇用者報酬」を「国民所得」で除したもの。  
 (資料)米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2019年10月4日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.