

令和 5 年 6 月 15 日現在

機関番号：32689

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2017～2022

課題番号：17K03820

研究課題名（和文）世界のグローバル企業のガバナンスとパフォーマンス：ステークホルダーアプローチ

研究課題名（英文）Corporate Governance and Performance around the World: A Stakeholder Approach

研究代表者

広田 真一（Hirota, Shinichi）

早稲田大学・商学大学院・教授

研究者番号：40238415

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,000,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、現代の世界の企業の目的・行動・パフォーマンスが、国ごとにかなり異なっていることを明らかにする。例えば、企業の役割を「株主の利益最大化」と考える国もあれば、「各ステークホルダーの利益と満足最大化」と考える国もあり、それに応じて企業のパフォーマンスも異なっている。そして、こうした国ごとの企業の違いは、各国の歴史・社会を反映した制度的な要因（例えば法律や国民性など）によって生じていることも示される。さらに、現代の企業のパフォーマンスを議論する際には、株主利益だけでなく、他のステークホルダーの利益や企業の存続可能性など、複数のパフォーマンス尺度が必要であることを主張する。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の結果は、現代の資本主義社会において企業が多様化しており、企業の役割を単に「株主の利益を最大化する存在」としては捉えられないことを示している。そして、企業に期待される役割は国ごとに異なっており、それはその国の歴史・社会・法律・文化等を反映したものである。また、国によって企業に期待される役割が異なれば、当然企業のパフォーマンスも国によって変わってくる。このことは、現代の企業を「株価」や「利益」等で評価することに疑問を投げかけるものである。

研究成果の概要（英文）：This study shows that a modern corporation's purpose, behavior, and performance differ from country to country. For example, some countries consider the corporation's role to be "maximizing shareholder profits," while others consider it to be "maximizing the profits and satisfaction of several stakeholders." Therefore, corporate performance differs from country to country as well. It also indicates that these country-specific corporate differences stem from country-specific institutional factors (e.g., laws, national culture, etc.) that reflect the history and society of each country. Furthermore, the study suggests that we need multiple dimensions of corporate performance measures, including not only shareholder interest measures but also other stakeholders' welfare measures and the corporate longevity measures.

研究分野：コーポレートガバナンス、ファイナンス

キーワード：コーポレートガバナンス パフォーマンス ステークホルダー グローバル企業 経営理念 資本市場の効率性 株価 資産価格

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

(1) 近年、世界中で資本主義社会における企業のあり方・役割が問われており、それを反映して経済学やファイナンスの分野においても、「企業の目的は株主の利益の最大化」というかつてからの見方(株主主権型モデル)だけでなく、「企業は株主を含めた様々なステークホルダーに利益と満足を生み出す組織」との見方に基づいた研究が徐々に増えつつある。

(2) また、世界の企業のガバナンス、株式価値、利益率、CSR等の国ごとの差異を現実のデータを用いて示し、その違いに各国の金融システム、法、文化が影響を与えていることを示した研究結果も得られている。

2. 研究の目的

本研究では、世界のグローバル企業のガバナンスとパフォーマンスを、従来の株主主権型モデル(株主利益の最大化)ではなく、ステークホルダー型モデル(様々なステークホルダーの利益と満足の最大化)の観点から実証的に比較・考察する。より具体的には、世界の大企業の経営の目的(経営理念)、ガバナンス、パフォーマンス、のデータを収集し、それに(A)国ごとに違いがあるのか、(B)その違いが各国の金融システム・法・国の文化によって規定されているのかを検討する。

3. 研究の方法

本研究では、世界のグローバル企業(Fortune Global 500にランクインした世界の大企業)を対象として、そのガバナンスとパフォーマンスを実証的に比較・考察する。その際に特に、世界の企業をステークホルダー型モデルの観点からとらえ、

世界の企業の経営目的は何か、

そのガバナンスはどのような形をとっているか、

株主利益(株式価値、利益率)のみならず他のステークホルダーにも利益と満足を生み出しているか、

をデータを用いて検討する。さらに、これらに関して、国ごとに違いがあるかどうかを考察する。そして、国ごとの差が見い出された場合には、その違いが、各国の金融システムの型、法、国の文化(国民性)によって説明が可能かどうかを検討する。

さらに、ステークホルダー型モデルが研究上重要な意味をもつかどうかは、現実の株式市場に非効率性が見られるかどうかポイントとなる(株式市場が非効率な場合には、株主利益最大化がステークホルダーの利益最大化と一致しなくなる)。そこで、

株式市場は効率的か(株価が長期的株式価値を反映するのか)、

もあわせて検討するため、資産市場の効率性に関する理論研究・実証研究を行う。

4. 研究成果

(1) 世界の企業の経営目的を探究するため、まずは日本の企業の経営目的を日本の上場企業約900社の経営理念のデータを調べることによって実証的に検討した。その結果、株式会社(上場企業)といえども、その経営目的は株主利益のみならず、様々なステークホルダーの利益が目的となっていることがわかった。また、経営理念で特定のステークホルダーに言及している企業は、実際にそのステークホルダーに利益を生み出す傾向があることも明らかになった。このことは、現代の株式会社の経営目的は様々であり、その経営目的の違いがパフォーマンスの違いを生み出していることを示している。これらの研究成果は、2020年7月に国際コンファレンス(Conference of the Society for the Advancement of Socio-Economics)で報告した。

(2) 世界の企業のガバナンスを資本主義の多様性(Varieties of Capitalism)の観点から考察した。現代の世界においては、「資本主義」といっても、国の歴史的、社会的、政治的、文化的背景を反映して、様々な資本主義の形が存在しており、それによって企業の目的や性質も国ごとに様々であることを論じた。より具体的に言うと、自由な市場経済(Liberal Market Economies、アメリカ、イギリスなど)には株主主権型モデルの企業が多く、調整された市場経済(Coordinated Market Economies、ドイツ、フランス、日本など)にはステークホルダー型モデルの企業が多いと予想される。そして、そのモデルの違いを反映して、自由な市場経済の国と調整された市場経済の国では、ガバナンスの形が異なり、企業のパフォーマンスも異なると考えられる。これらの予想はFortune Global 500に掲載された世界の大企業のデータを用いた実証分析によって支持された。これらの研究結果を示した論文は2020年に『証券アナリストジャーナル』に掲載された。また研究結果に基づいた一般読者向けの原稿は、2019年に『日本経済新聞：経済教室』に掲載された。

(3) 世界の企業のCSRに多様性がみられることを、過去10年間の学術的研究の結果と実際の企業のデータを吟味することによって明らかにした。上述の自由な市場経済の国においては、株主

の利益につながらないような CSR 活動は容認されない傾向がある。一方、調整された市場経済の国では、CSR それ自体を目的・価値と考えて株主利益につながらなくても行われる傾向がある。また CSR 活動の内容は、自由な市場経済の国ではビジネスと切り離された社会貢献活動が多く、調整された市場経済の国では本業の事業活動に組み込まれたものが多いといった違いがある。これらのことは、世界の企業の CSR が目的・活動内容等の点で多様であることを示している。以上の結果を論文にまとめたものは、2018 年の『CSR 白書 2018』（東京財団研究所）の中に掲載された。

(4) 世界の企業の経営パフォーマンスが国ごとに異なるかどうか、またもし異なるとすれば、それは各国のどのような制度的要因によって決まってくるのかを世界の企業のデータを用いて考察した。より具体的には、Fortune Global 500 に掲載された世界 47 か国の企業の 1973 年～2020 年のデータを用いて、企業の 2 種類のパフォーマンス「収益性 (Profitability)」と「長寿性 (Longevity)」に国ごとの差があるかどうかを吟味した。分析の結果、この 2 つのパフォーマンスには国ごとに有意な差があることが分かった。また、国レベルで見ると、この 2 つにはトレードオフの関係があることも明らかになった(高収益性の国は長寿性が低い、低収益性の国は長寿性が高い)。そしてさらに、国ごとの企業パフォーマンスの差は、国レベルの制度的要因(金融システム、法、国民性)によって生じていることが示された。例えば、市場型の金融システムの国では企業の収益性は高くなるが長寿性は低くなり、逆に銀行型の金融システムの国では企業の収益性は低くなるものの長寿性は高くなる。これらの実証結果は、歴史的・社会的に形成された国の(フォーマル・インフォーマルな)制度が、企業の目的・行動・パフォーマンスに影響を与えていることを示唆している。以上の研究結果をまとめた論文は、2023 年に学術雑誌 *Sustainability* に掲載された。

(5) 世界の企業が主要ステークホルダーである従業員にどれだけベネフィットを生み出しているのかを考察するために、企業の雇用創出力を実証的に分析した。Fortune Global 500 に掲載された世界 37 개국、44 年間(1975 年～2019 年)の企業のデータを用いて、各国の企業がどの程度雇用を生み出しているのか、そしてそれが国ごとに差があるのかを考察した。その結果、企業の雇用創出力には、国によってかなりの差があり、上述の自由な市場経済の国においては低く、調整された市場経済においては高いことが分かった。このことは、自由な市場経済の国と調整された市場経済の国では、社会が企業に求める役割が異なることを示唆している。この研究成果は、2021 年 7 月に国際コンファレンス(Conference of the Society for the Advancement of Socio-Economics)で報告した。

(6) 各国の制度的要因の一つである国民性自体がどのような理由で生じているかについての実証分析を行った。国民性の中でも特に「集団主義の程度」に注目し、集団主義的な考え方がいかなる心理的動機で生じているのかについて、日本とアメリカの 2 つの国を比較する形で実証的に考察した。データとしては、日本とアメリカで行った大規模なアンケート調査から得られたものを使用した。分析の結果、日本人の集団主義的行動の動機として、「他人と協力することによって経済的利益を実現する」という考えが見られることが分かった。これは、日本人が一般に「グループ・他人との協力は大きな利益を生む」と信じていることから生じており、その信念は日本が歴史的に米作社会であること、移動の少ない社会であったことから生まれたと考えられる。このことは、各国の国民性が歴史、風土などの制度的要因によって形作られていることを示唆する。この研究成果をまとめた論文は、2023 年に学術雑誌 *Mind and Society* に掲載されることが決定した。

(7) 「株式市場は効率的か？」という問いに答えを出すため、資本市場の効率性に関する理論的研究を 1 つ、実験研究を 2 つ行った。まず、理論的研究として、株価が企業のファンダメンタルバリュー(企業が将来に生み出す利益)を必ずしも反映せず、その時々金融市場の影響を受けて変動する可能性を理論モデルを構築して分析した。その結果、株式の価値に関する投資家の予想にばらつき(opinion dispersion)がある場合、経済に存在する貨幣の量(マネーサプライ)が株価に決定的な影響を与え、貨幣の量の大小によって、株価はファンダメンタルバリューよりも高くもなるし低くもなることが示された。この結果は、株価は企業の収益性や経済の状況よりも、むしろ各国の中央銀行の金融政策によって変動し、金融政策が株式市場と実物経済の乖離を生み出すことを示唆している。この研究成果をまとめた論文は、2023 年に学術雑誌 *Journal of Economic Behavior and Organization* に掲載されることが決定した。

また、経済全体の貨幣の量が株価に与える影響を見るために、実験研究を行った。貨幣の量が多い実験室と少ない実験室の 2 つを作って株価形成を比較したところ、前者の実験室では株価がファンダメンタルバリュー以上に上昇し、後者の実験室では株価がファンダメンタルバリュー以下に下落することが分かった。この実験結果は、経済全体の貨幣の量が株価に決定的な影響を与えるという上の理論研究の予想を支持するものである。この研究結果をまとめた論文は、

2022年に学術雑誌 *Journal of Economic Behavior and Organization* に掲載された。

もう1つの実験は、不動産市場において不動産価格がいかにファンダメンタルから離れるか（不動産バブルが起こるか）を考察するものである。実験の結果、人々の行動経済学的な要因（損失回避、アンカリング）によって不動産バブルが発生すること、また賃貸市場と不動産売買市場の間の相互作用でバブルが加速する可能性を示された。この研究成果をまとめた論文は、2000年に学術雑誌 *Journal of Behavioral and Experimental Finance* に掲載された。

以上の3つの論文はいずれも、「株式市場が非効率である」可能性を示唆するものである。この結果から判断すると、現実の企業経営においては、株主利益の最大化とステークホルダー全体の利益の最大化は一致しない可能性が高い。したがって、しばしば聞かれる「株主利益最大化を目標とすることでステークホルダー全体の価値も最大になる」という議論は、株式市場の非効率性を考慮しない短絡的な見方であるといえる。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計9件（うち査読付論文 5件／うち国際共著 1件／うちオープンアクセス 0件）

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|
| 1. 著者名 Arai Ryoichi, Hirota Shinichi | 4. 巻 15 |
| 2. 論文標題 Profitability or Longevity? Cross-Country Variations in Corporate Performance | 5. 発行年 2023年 |
| 3. 雑誌名 Sustainability | 6. 最初と最後の頁 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.3390/su15108307 | 査読の有無 有 |
| オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |
| 1. 著者名 Shinichi Hirota | 4. 巻 forthcoming |
| 2. 論文標題 Money Supply, Opinion Dispersion, and Stock Prices | 5. 発行年 2023年 |
| 3. 雑誌名 Journal of Economic Behavior and Organization | 6. 最初と最後の頁 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし | 査読の有無 有 |
| オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |
| 1. 著者名 Shinichi Hirota, Kiyotaka Nakashima, Yoshiro Tsutsui | 4. 巻 forthcoming |
| 2. 論文標題 Psychological Motivations for Collectivist Behavior: Comparison between Japan and the U.S. | 5. 発行年 2023年 |
| 3. 雑誌名 Mind and Society | 6. 最初と最後の頁 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし | 査読の有無 有 |
| オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |
| 1. 著者名 Shinichi Hirota, Jurgen Huber, Thomas Stockl, and Shyam Sunder | 4. 巻 200 |
| 2. 論文標題 Speculation, Money Supply and Price Indeterminacy in Financial Markets: An Experimental Study | 5. 発行年 2022年 |
| 3. 雑誌名 Journal of Economic Behavior and Organization | 6. 最初と最後の頁 1275-1296 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.jebo.2020.06.010 | 査読の有無 有 |
| オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 該当する |

| | |
|----------------------------------------|---------------------|
| 1. 著者名 広田真一 | 4. 巻 58 |
| 2. 論文標題 株主第一主義か、ステークホルダー主義か | 5. 発行年 2020年 |
| 3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル | 6. 最初と最後の頁 18-29 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし | 査読の有無 無 |
| オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
| 1. 著者名 Hirota, S., Suzuki-Loffelholz, K., Udagawa, D. | 4. 巻 25 |
| 2. 論文標題 Does owners' purchase price affect rent offered? Experimental evidence | 5. 発行年 2020年 |
| 3. 雑誌名 Journal of Behavioral and Experimental Finance | 6. 最初と最後の頁 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1016/j.jbef.2019.100260 | 査読の有無 有 |
| オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |

| | |
|-----------------------------------------|-------------------|
| 1. 著者名 広田真一 | 4. 巻 12月17日 |
| 2. 論文標題 脱株主至上主義の行方(中): 資本主義・企業の多様性重視 | 5. 発行年 2019年 |
| 3. 雑誌名 日本経済新聞 | 6. 最初と最後の頁 29面 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし | 査読の有無 無 |
| オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |

| | |
|----------------------------------------|-----------------|
| 1. 著者名 広田真一 | 4. 巻 2019 |
| 2. 論文標題 世界各国の「よりよい経営」とコーポレートガバナンス | 5. 発行年 2019年 |
| 3. 雑誌名 日本取締役協会 ウェブページ | 6. 最初と最後の頁 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし | 査読の有無 無 |
| オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |

| | |
|----------------------------------------|-----------------------|
| 1. 著者名 広田真一 | 4. 巻 2018 |
| 2. 論文標題 世界のCSRの多様性 | 5. 発行年 2018年 |
| 3. 雑誌名 CSR白書2018 | 6. 最初と最後の頁 101-110 |
| 掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし | 査読の有無 無 |
| オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難 | 国際共著 - |

〔学会発表〕 計8件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 3件)

| |
|---------------------------------------------------------------|
| 1. 発表者名 広田真一 |
| 2. 発表標題 Money Supply, Opinion Dispersion, and Stock Prices |
| 3. 学会等名 日本経済学会秋季大会 |
| 4. 発表年 2022年 |

| |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. 発表者名 Shinichi Hirota |
| 2. 発表標題 Profitability and Employment: Cross-Country Comparison of the World's Largest Corporations |
| 3. 学会等名 2021 SASE Conference (Conference for the Society for the Advancement of Socio-Economics) (国際学会) |
| 4. 発表年 2021年 |

| |
|---------------------------------------------------------------|
| 1. 発表者名 広田真一 |
| 2. 発表標題 Money Supply, Opinion Dispersion, and Stock Prices |
| 3. 学会等名 日本ファイナンス学会第29回大会 |
| 4. 発表年 2021年 |

| |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. 発表者名 Shinichi Hirota |
| 2. 発表標題 Do Mission Statements Affect Firm Outcomes? Stakeholder Approach |
| 3. 学会等名 Conference for the Society for the Advancement of Socio-Economics (Virtual Conference) (国際学会) |
| 4. 発表年 2020年 |

| |
|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. 発表者名 Shinichi Hirota |
| 2. 発表標題 Profitability or Longevity? Cross-Country Variations in Corporate Performance |
| 3. 学会等名 INCAS Annual Conference 2017 |
| 4. 発表年 2017年 |

| |
|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. 発表者名 Shinichi Hirota |
| 2. 発表標題 Profitability or Longevity? Cross-Country Variations in Corporate Performance |
| 3. 学会等名 日本ファイナンス学会 |
| 4. 発表年 2017年 |

| |
|------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. 発表者名 Shinichi Hirota |
| 2. 発表標題 Profitability or Longevity? Cross-Country Variations in Corporate Performance |
| 3. 学会等名 Society for the Advancement of Socio-Economics (国際学会) |
| 4. 発表年 2017年 |

| |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. 発表者名 Shinichi Hirota |
| 2. 発表標題 Profitability or Business Stability? Cross-Country Variations in Corporate Performance |
| 3. 学会等名 Globalization and Risk Symposium |
| 4. 発表年 2018年 |

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

| 氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号) | 所属研究機関・部局・職 (機関番号) | 備考 |
|---------------------------|-----------------------|----|
| | | |

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

| 共同研究相手国 | 相手方研究機関 | | |
|---------|----------|--|--|
| イタリア | Luiss 大学 | | |