

ステークホルダーの考慮と会社の未来プログラム

Stakeholder Considerations and the Future of the Corporation Programme

今井 昭仁
Akihito Imai

(論文要旨)

コーポレートガバナンスは会社を方向付け、コントロールするシステムとされてきた。しかし、会社はどの方向に向けられ、コントロールされるべきか。従来、会社は株主の利益を最大化するよう方向付けられるべきであると考えられてきた。一方、近年では、ステークホルダーの利益が考慮されるべきであるという意見も強く主張されている。そのようななか、英国では会社の未来プログラムが立ち上げられ、会社の目的の検討が行われた。会社の未来プログラムでは、株主利益の最大化が批判され、ステークホルダーを考慮すべきことが主張されている。しかし、会社の未来プログラムは、ステークホルダーの考慮を重視する立場に向けられた批判に対し、十分に応答していないように思われる。

(Abstract)

Corporate governance has been described as a system of directing and controlling a company. But in which direction should companies be directed and controlled? On the one hand, a traditional belief is that companies should maximise shareholder value. In recent years, on the other hand, there has been a strong argument that the interests of stakeholders should be taken into account. In this context, the Future of the Corporation programme was launched in the UK to explore the issue — the purpose of corporations. The Future of the Corporation programme criticises the idea of shareholder value maximisation, and provides support for stakeholder considerations. This paper examines the programme's idea and concludes that the programme fails to answer the criticism.

1 はじめに

キャドバリー報告書は1992年、「会社を方向付け、コントロールするシステム」とコーポレートガバナンスを定義した (Cadbury: 1992, para.2.5). 取締役は会社のガバナンスに責任を負い、株主は取締役と監査役を任命し、適切なガバナンス体制を構築する。こうした基本的な考え方は、2018年の英国コーポレートガバナンスコードにも引き継がれている。この定義に基づけば、コーポレートガバナンスとはシステムのことである。しかし、会社はどの方向に向けられ、コントロールされるべきなのだろうか。

これには大きく2つの考えがある。そのひとつは、株主利益を最大化するというものである。株式会社において株主は資金の拠出者であり、会社はその利益のためにあるという考え方はシンプルかつ強力なものと言える。もうひとつは、ステークホルダーの利益を考慮し、調整するというものである。会社は各種ステークホルダーとの社会的関係のなかで存在しているのであり、会社はその各々の利益を考慮しなければならないという考え方もまた主張されている。

米国経営者団体の Business Roundtable は2019年8月、ステークホルダー重視の方針を公表した (Business Roundtable: 2019). また、欧州委員会も株主の短期的利益を重視する現在のコーポレートガバナンスに批判的であり、取締役は従業員や顧客、環境や社会を考慮し、持続可能な価値創造に責任を負うべきことを指摘した (European Commission: 2020).

ステークホルダーを考慮すべきという主張は近年強く主張されているが、そこには問題点がないわけではない。株主は会社に対する資金の拠出者である。それは通常、何らかの善意に基づいて行われているわけではなく、一定のリターンを期待して行われている。そのため、ステークホルダーを重視することによって予想されるリターンが期待値を下回れば、そこに資金は集まらないことになる。また、仮にステークホルダーを考慮すべきだという結論に達したとしても、その考慮はどの程度なされるべきなのかという点にも応える必要がある。

そのようななか、英国学士院(British Academy)は、会社の未来プログラムを立ち上げ、ビジネスの目的と社会におけるその役割の検討に着手した。その主張は、ステークホルダー利益の考慮を擁護するものであった。

本稿では、同プログラムの主張を確認し、ステークホルダーを考慮する立場がその問題点を乗り越え、新たな枠組みを示すことに成功したか検討する。ただし、同じプログラムは、英国の現状に対する提案として位置付けられていることから、その前提として、英国の既存の枠組みにおけるステークホルダーの位置付けを先に確認する必要がある。さらにステークホルダーの考慮については、英米に理論的蓄積があり、これがその理解にも重要である。

このような検討の重要性は、英国が日本のコーポレートガバナンスのあり方に強く影響を与えてきた事実、特にその結果生じたコーポレートガバナンスコードの類似性から明らかであると思われる。

本稿の論述は以下のような順で行われる。まず、英米で繰り広げられてきたステークホルダーの考慮に関する学説を整理する。また、英国の法と法案についても確認する。その上で、これらについて、会社の目的と経営者の義務の観点から類型化し、その特徴を整理する。その後、会社の未来プログラムの特徴を紹介、上記のタイプのなかでの位置付けを確認する。続いて、会社の未来プログラムが問題点に応答しているか検討する。

2 ステークホルダーの考慮に関する学説

ここではステークホルダーの考慮に関する学説のなかから有力と考えられているものを取り上げ、整理する。ステークホルダーの考慮の現代的な議論は、Milton Friedman の主張に端を発する。Friedman の主張はステークホルダーを考慮しないものであった。これに批判を加える形でステークホルダーを考慮する議論が展開されてきた。そこで、以下ではまず Friedman の主張を確認した上で、その後のステークホルダーの考慮を重視する学説を概観する。

2.1 Milton Friedman

今から半世紀以上前の 1970 年、Friedman (1970) は *New York Times Magazine* で、「ビジネスの社会的責任とはその利潤を増やすことである」と論じた。「ビジネス」(Business) と、法人としての「会社」(Corporation) を区分した上で、Friedman は、ビジネスの社会的責任を負っているのは、個人事業主や会社の経営者とみなしている。そして、現在もそうであるように、当時の社会的責任の議論が会社を中心になされていたことから、特に会社の経営者について議論を進めている。

Friedman の議論は、次のように進められている。会社の経営者は、その所有者によって雇われている。そして会社の経営者はその所有者に対して責任を負っている。会社にあつてその所有者とは、株主である。会社の経営者はその責任を果たさなければならない。所有者である株主は、自身の欲求を満たすために経営者を雇っていることから、その責任の源泉は所有者の欲求に求めることができる。

Friedman は、株主の欲求を次のようにまとめている。「一般に雇い主の欲求とは、法律や倫理的慣習で具体化されている社会の基本的なルールを守りつつ、できるだけ多くのお金を稼ぐことである」(Friedman: 1970)¹。

このように議論を進めた上で、経営者が「社会的責任」を果たす例として、Friedman はインフレ防止のための値上げの見合わせ、環境汚染への法定基準を超える対策、貧困削減を目的とした低技能失業者の雇用を挙げている。これらの例では、経営者が社会一般のために会社の資金が使われている。しかし、Friedman は、株主の利益のために経営者が選任されるという理由に対立するものとして、こうした意思決定に批判的である。

現在、Friedman の主張は多くの場合、1970 年の記事を中心に理解されているが、その中

心的内容は、1962年の著書(Friedman: 2020)、さらには1950年代の講演にまで遡ることができる。Friedrich Hayek (1960)は、当時の講演の一節を引用し、Friedmanの主張に賛意を示している。

現在、この主張はフリードマンドクトリンとして広く知られ、また理論的にも実務的にも影響力を有している。その内容は、次のように整理することができる。

- (1) 被雇用者の責任は、その組織の所有者に起因する
- (2) 会社の経営者は被雇用者である
- (3) 会社は株主によって所有されている
- (4) 株主は一般に、ルールを守りつつ、可能な限り多くのお金を稼ぐことを求めている
- (5) したがって、会社の経営者はルールを守りつつ、可能な限り多くのお金を稼ぐべきである

その後、フリードマンドクトリンはその特徴から、株主価値の最大化(Shareholder Value Maximisation)として理解・受容されていった。その一方で、フリードマンドクトリンは多くの批判にも晒されてきた。その批判のなかでも重要なものは、特に(3)や(4)を対象としている。株主が所有者であるという(3)が見直され、他に存在するならば、株主の要望を示した(4)もまた、その所有者に応じて修正されることになる。また(3)が正しくとも、株主の要望についてのFriedmanの理解が不正確な場合や、当時としては正しかったが時代とともに変化した場合、(4)は修正される必要がある。Friedmanの導いた結論である(5)は、(3)や(4)を前提としていることから、これらに修正すべき点が存在するのであれば、それに応じて結論もまた変化せざるを得ないことになる。

2.2 Edward Freeman

ステークホルダー理論の提唱者として知られるFreemanは、1984年出版の著作において上記(3)に対して重要な指摘をしている。Freeman (2010, p.53)は、理論の鍵となるステークホルダーを「組織の目的の達成に影響を与えうる、または影響を受けるあらゆるグループまたは個人」と定義している。この定義はやや抽象的であるが、Freemanはその著書のなかでステークホルダーとして、顧客、労働組合、従業員、競合、サプライヤー、政府等を挙げている。その上で、会社をその事業活動とステークホルダーの関係性から理解することを主張している。そして、株主が経営者に対して要求できるように、ステークホルダーもまたそのような要求ができると主張する。

このように理解すると、所有者の欲求についての前提である(4)は、株主だけではなく、ステークホルダーの観点から修正される必要性が生じる。その際、ステークホルダーの欲求とは何かという点が問題となる。Freemanが例示したように、ステークホルダーは多数のグループや個人からなる多様な存在である。そのため、その欲求には差が生じる。たとえば、環

環境保護の観点からある工場の閉鎖がなされれば、自然や環境保護団体の利益となる。一方、労働者は自身の雇用を失い、当該工場の周辺では地域経済に対する影響を受ける。

経営者は、こうしたステークホルダー間の利益を調整する責任を負うが、上記の例からも理解されるように、これは簡単なことではない。また、ステークホルダー理論を中心に考える際、しばしば見落とされがちだが、投資家もまた重要な役割を担っている。経営者がステークホルダー間の利益を調整する際、投資家の利益もまた調整の対象となる。しかし、意思決定の結果、投資家の期待するリターンを下回れば、当該会社への投資はなされなくなるだろう。会社は代替手段によって資金を調達する必要があるが、そのコストが高まれば、投資家以外のステークホルダーの利益も損なわれる可能性が高い。

2.3 Michael Jensen

Jensen (2002, p.236)はその論文のなかで、フリードマンドクトリンの価値の最大化論を「経営者は、会社の長期的な市場価値の総和を増大するよう、すべての意思決定を行うべきである」と、ステークホルダー理論を「経営者は、会社のすべてのステークホルダーの利益を考慮するよう、意思決定を行うべきである」と整理する。この2つの間には、調停不可能な溝があるように考えられてきた。しかし、Jensenはこの2つの関係が適切に理解できると主張する。Jensenはこれを啓発的価値の最大化(Enlightened Value Maximisation)と呼んだ。

上述のように株主を含む複数のステークホルダーの利益を同時に最大化することは難しい。明確に対立している場合には、不可能ですらある。そのような意思決定が迫られる場面は、枚挙に遑がない。そしてステークホルダー理論は、それぞれの利益に対してどの程度の重みを与えるのか明確な基準を示すことができない。また、与えられた重みが対外的には理解しにくいものでもあることから、株主やそれ以外のステークホルダーの利益を犠牲に、経営者は自身の利益を追求しやすい。

こうした問題点を指摘しつつも、ステークホルダー理論は価値の最大化の過程を考える上で有益である。ステークホルダーを適切に配慮しなければ、会社の価値の最大化は叶わないからである。Jensen (2002, p.246)は、「重要な構成員を無視したり、不当に扱ったりすれば、組織の長期的な市場価値を最大化できないことは明らかである。顧客、従業員、資金提供者、サプライヤー、規制当局、コミュニティ等との良好な関係性なしに、価値創造はできない」と主張する。

2.4 Lucian Bebchuk and Roberto Tallarita

上述のように、2000年代初頭までに株主を重視するFriedman、ステークホルダーを重視するFreeman、そしてこれらの折衷案とも言えるJensenが出揃っていた。このうちフリードマンドクトリンが実務的には優勢とみなされていた。

先に紹介した米国経営者団体のBusiness Roundtable (2019)が、2019年8月に公表した声明は、次のように締めくくられている。「ステークホルダーはそれぞれが必要不可欠です。私

たちは、会社、コミュニティ、祖国の将来の成功のために、全てのステークホルダーに価値を提供することにコミットします」。その内容からこの声明は、Business Roundtable がフリードマンドクトリンからの脱却を示したものとして理解された。

これに異を唱えたのは、Friedman の「最も強力な信奉者のひとり」(Savitt and Kovvali: 2022, p.1881)と称される Bebchuk であった。Bebchuk and Tallarita (2020)はステークホルダーモデルとして、Jensen のようにステークホルダーの利益を株主価値の最大化の方法とみなすものと、Freeman のようにステークホルダーの利益それ自体を目的とみなすものに分類する。そして前者は、その目的が株主価値の最大化であるという点で、フリードマンドクトリンと概念的に異なることを指摘する。一方、後者はステークホルダーの利益を独立に扱っている点に特徴があり、Bebchuk の関心もここにある。

それでは、ビジネスラウンドテーブルの声明は実際にステークホルダーの利益を尊重するような変化をもたらしたのだろうか。Bebchuk and Tallarita (2020)は、会社の意思決定には取締役会の承認が求められることから、声明に署名した CEO の在籍する会社が、そうしていたか確認した。回答のあった 48 社のうち、取締役会によって承認されていたのは 1 社のみであった (Bebchuk and Tallarita: 2020, pp.130-131)。取締役会が承認せず会社として考慮しない場合においても、CEO がその裁量によってステークホルダーを考慮することができるかもしれない。しかし、声明に署名した会社の CEO の報酬は、概して株価と連動していた。こうした状況下においては、ステークホルダーの利益となる判断よりも株主の利益となる判断を下す方が CEO の得る金銭的利益は大きい。加えて、ステークホルダーを重視した場合、経営者は株主に対する説明責任を重視しなくなり、また株主による監視も難しくする。これによってパフォーマンスが低下すれば、会社が株主やそれ以外のステークホルダーに分配可能な全体のパイは小さくなる。このようにして Bebchuk and Tallarita (2020)は、フリードマンドクトリンが現在でも主流であること、そして今後もそうあるべきことを論じた。

2.5 Einer Elhauge

Elhauge (2022)は、Bebchuk and Tallarita (2020)の株主利益の最大化の特徴を、非株主ステークホルダーの利益に対して独立した重みの付与を禁ずる点にあるとしている。Elhauge (2022, p.1822)は対照的に、経営者はそのような義務を負っていないと指摘し、むしろ公共の利益のために会社の利益を犠牲にする裁量があり、またそうあるべきことを主張している。Elhauge は 3 つの理由を挙げている。第 1 に、最適な法的制裁であっても、規範として不完全であり、現実社会では社会的・道徳的制裁によって補完されている。株主利益の最大化を唯一の義務とみなした場合、経営者は社会的・道徳的制裁の対象となりうる行動を取らざるをえない可能性がある。しかし、それは事後に社会的・道徳的制裁の対象となり、会社をとりまく状況が悪化する。第 2 に、株主が当該会社の事業から影響を受ける他のステークホルダーの利益に価値を見出していることがある。環境の保護、従業員の雇用等に貢献することによって、株主利益が最大化されない場合でも、それらの貢献自体に価値が置かれている場合が

ある。第3に、Bebchuk and Tallarita (2020)のような理論において、経営者は株主価値の最大化を想定した責任を負うが、その契約は将来的に生じる不測の事態を適切に考慮できていない可能性がある、それによって却って株主にとっても株主価値の最大化にはほど遠い非効率な結果を生じさせる。これらの理由から、Elhaugeは、経営者が利益の最大化について排他的な責任を負うのではなく、社会的・道徳的規範の遵守のために一定の裁量を有すべきであると結論づけた。その裁量の範囲は法ではなく市場によって規定されるとも指摘している。

このように見ていくと、Elhauge (2022)は株主利益の最大化に否定的なようにも思われる。実際に、Bebchuk and Tallarita (2020, p.104)は、同趣旨で書かれた過去の論文(Elhauge: 2005)を引用しつつ、それをステークホルダーモデルの一例として挙げている。しかし、Elhauge (2022)は、株主が他のステークホルダーに優越していることを強調する。

Elhauge (2022)の議論の特徴は、会社の目的と経営者の義務を明確に区分したことにある。会社の目的という点で、Elhaugeは株主利益の最大化にコミットしている。一方、経営者には裁量を認めている。この裁量の行使によって、2005年の論文のタイトルのように「公益のために会社の利益を犠牲にする」ことが可能になる (Elhauge: 2005)。これによって、ステークホルダーを考慮し、その利益を尊重することになる。しかし、経営者が裁量を行使し、そのように意思決定するのは、それが最終的に株価だけでなく株主が価値を置く環境や雇用などを含めた株主価値の創出に寄与するからである。

2.6 Oliver Hart and Luigi Zingales

Hart and Zingalesもまた、フリードマンドクトリンのような株主の金銭的利益の最大化に批判的な立場をとる。曰く最大化されるべき価値とは、株主厚生である。現代の株主は金銭的利益だけでなく、会社の生じさせる社会的・倫理的影響にも関心をもっている。Hart and Zingales (2017a)は例として、米國小売大手ウォルマートを挙げる。株主が、米国内で度々発生する銃を用いた大量殺人を懸念している場合、株主が銃規制のために投資リターンを寄付するより、ウォルマートが店頭販売を制限する方が効果的である。こうした金銭的利益以外の関心を株主がもち、それらを含めて株主厚生として理解する立場は、上記のElhaugeとよく似ている。

一方、その株主厚生を増加させる方法について、Hart and ZingalesはElhaugeと異なる立場をとる。Elhaugeは、公共の利益のために経営者による裁量の行使を認めていた。この裁量の行使によって、ステークホルダーの利益も考慮されている。これは経営者の意思決定が経営判断原則によって尊重されていることを前提としている。

Elhaugeのように経営者の裁量を認める場合、対外的にはその裁量がステークホルダーの利益を考慮するために行使されたものか、経営者自身や近縁者のために行使されたものかの判断が難しい。そのため経営者には、公益のための裁量の行使という建前を利用することで、実際には私益のためにそうする選択可能性が残される。経営者の横暴が目に見える場合、

株主は経営者を解任できるが、解任前の意思決定によって失われた損失が戻ってくるわけではない。

これは解任という事後的な方法に由来する。これを回避するためには、経営者の意思決定の幅を事前に確定させておけばよい。そこで Hart and Zingales (2017a)は、株主の投票による会社の方針の決定を提案している。ただし、そのような投票を制度化した場合、株主によって取るに足りない提案が多々なされる可能性がある。そのため、Hart and Zingales (2017b)では、議案提出の際に一定値の株式を要求することを提案し、例として5%を挙げている。

2.7 Colin Mayer

新型コロナウイルス感染症は2020年から広がり、市場に大きな影響を与えた。Mayer (2022, pp.1864-1865)は、少なくとも一部の株主が、例年よりも低配当を受け入れたことを示し、伝統的な意味での株主価値である金銭的価値の最大化は成立しておらず、ステークホルダーが現実にも考慮されていることを指摘している。株主価値の実現のひとつである配当と、主要なステークホルダーの従業員の利益の実現である雇用の維持は、現実の不況下で迫られる典型的な選択の一種と言える。前者は株主を、後者はステークホルダーを重視した意思決定である。パンデミックの状況下では、雇用に削減し、配当を維持することも可能であったかもしれない。しかし、そうしなかったのは、Mayerの指摘するように、ステークホルダーが現実にも考慮された意思決定の一例とみなせるだろう。また、Mayer (2022, pp.1866-1867)は、Hart and Zingales (2017b)を引用しつつ、株主が非金銭的な価値にも関心を寄せていることを論じている。これは、Bebchuk and Tallarita が示そうとした世界観とは対照的である。

そのため、Mayerの考える会社の目的もまた、株主利益の最大化とは大きく異なる。会社の目的とは、「利益を伴う問題解決の方法を見つけることであり、その利益とは問題を回避し、また改善するためのコストを差し引いたものと定義される」ものである (Mayer: 2021, p.889)。この定義によって、目的は、株主だけでなく、社会や地球の繁栄と関連付けられている。このような理解からは、利益が何かの犠牲の上に成り立つものではないことになる。ここで言う犠牲とは、負の外部性のことであり、会社はこれを内在化するよう求められる (Mayer: 2021, p.894)。

現実には Mayer の指摘と異なり、会社は多くの負の外部性を生じさせ、そのコストを引き受けず、利益をあげている。たとえば環境負荷の観点からは、廃棄物や汚水は無害化された後に排出されるべきだが、現実にはそうになっていないことが多い。こうした状況は、Mayerの主張する会社の目的に照らせば全く望ましいものではない。そのため、会社には上記のような目的を定めること、開示すること、そしてその履行が求められる。これらを支えるのは法や規制である (Mayer: 2021, p.894)。

2.8 Alex Edmans

Edmans もまた、Bebchuk and Tallarita に批判的なうちのひとりである²。Edmans の特徴は、

著書 *Grow the Pie* のサブタイトル *How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit* とうまく表現されている。つまり、目的は利益と両立する。

同書の冒頭、第1章では2つの製薬会社経営者の意思決定の例が挙げられている (Edmans: 2020, pp.15-37)。そのうちの1社は、製薬会社 Turing である。同社は2015年、感染症治療薬ダラプリムの販売権を買い取った。当時ダラプリムは1錠当たり13.5ドルで販売され、ジェネリック医薬品はなかった。販売権買取後、Turing の CEO であった Martin Shkreli は、ダラプリムの販売価格をおよそ55倍の750ドルに引き上げた。

Edmans の挙げる2つ目の製薬会社は、Merck である。Merck は1970年代、抗寄生虫薬イベルメクチンを開発していた。イベルメクチンは動物に宿る寄生虫を駆除する効用をもつ。また、河川盲目症の罹患者に対しても効果があった。アフリカや中南米では、河川盲目症が蔓延していたが、その治療法がなく、当時その発症はしばしば失明につながった。Merck は1981年にセネガルで治験を開始した。河川盲目症に対する有効性が認められた後、1987年にはイベルメクチン無償供与プログラムを開始した。立ち上げに200万ドル、以降毎年2000万ドルの経費が必要であったが、当時のMerckのCEOであったRoy Vagelosは同プログラムを開始し、また継続した。

Edmans は、前者 Turing による薬価引き上げを決めたサイズのパイの奪い合いの例として挙げている。薬からもたらされる価値を経営者や投資家が、薬を必要とする患者から奪うという構図である。一方、後者 Merck による無償供与プログラムは、パイ拡大の例として挙げられている。前者ではパイのサイズが固定的なものと理解されているのに対し、後者ではパイが拡大可能なものとみなされる。無償供与プログラムは利益に繋がらないが、これによって河川盲目症の苦しみから解放される人が増え、会社は社会的に高く評価されるようになり、投資家もまた高いリターンを得た。こうしたパイの拡大重視の姿勢は、パイの経済学 (*Pieconomics*) と表現され、「社会的価値を創造することによってのみ、利益を生み出そうとするビジネスの考え方」と整理されている (Edmans: 2020, p.27)。この考えに基づけば、経営者がなすべきことは、事業を通して社会的パイを大きくすることである。そして利益は、そこから得られる副産物である。

こうした主張は、会社は社会のためにのみ存在するという急進的な考え方にも見える。実際、Edmans (2020, p.46) は、「ステークホルダーは目的そのものであり、その目的の達成手段ではない」と指摘する。しかしその一方で、Edmans (2020, pp.206-207) は、役員報酬に関する株主承認投票 (*Say on Pay*) と類似の制度である会社の目的に関する株主承認投票 (*Say on Purpose*) を提案している。会社の目的の報告書の内容について株主が意見を表明するための投票機会 (*Policy Vote*) と、会社が実際にその目的に応じて事業を行ったかについての株主の投票機会 (*Implementation Vote*) である。これらは勧告的なものとされているが、エンゲージメントの契機となる。また投資家は反対票を投じた後、なおも会社の目的やその履行状況に納得ができなければ、投資を引き上げることもできる。これらから、Edmans が投資家にも配慮しつつ、バランスを取ろうとしていることがわかる。

3 英国会社法

ここまで、理論的な議論の状況を確認してきた。ここからは、英国におけるステークホルダーの位置付けを会社法に沿って確認する。

3.1 1980年・1985年会社法

英国1980年会社法46条1項やそれを引き継いだ英国1985年会社法309条1項は、取締役の義務について「会社の構成員の利益だけでなく、一般に当該会社の従業員の利益を含む」と表現している。もちろん、従業員は会社の唯一のステークホルダーではない。しかし、英国1980年会社法以前、取締役の義務は構成員、つまり株主の長期的利益の考慮であったとされる(川内:1996)。そのため、従業員という限定されたステークホルダーではあるものの、会社法上、取締役がその利益を考慮する義務を負っていたという点で特筆に値するものと言える。

それでは、利益が考慮されていないと考えた場合、従業員はそれを求めて取締役の義務違反を巡って争えたのだろうか。英国1985年会社法309条2項はこれを次のように規定している。つまり、「前項によって課される義務は、会社に対して(そして唯一会社に)取締役が負い、かつ、会社の取締役が会社に対して負う他の信認義務と同じ方法でその履行を強制できる」のである。他の信認義務は会社の構成員である株主にのみ負っており、その履行の強制も株主にのみ認められている。そのため、従業員が従業員として、取締役に対してその義務違反に法的に異議を唱える地位は与えられていない。したがって、川内(1996, p.127)は、同条で規定される取締役の義務を「株主がそれを望ましいと考えるときに、法的にエンフォースされうるのみである」と結論付けている。

3.2 Company Law Review Steering Group

英国会社法の全面改正作業のなかで、取締役の義務を定めた1985年会社法309条についても、その見直しが図られるようになった。その見直しの過程の1999年には、諮問文書 *The Strategic Framework* が公表されている。同書のなかでは、取締役の義務について、啓発的株主価値(Enlightened Shareholder Value)と多元的アプローチ(Pluralist Approach)という2つが検討されている(Company Law Review Steering Group: 1999, pp.33-55)。

まず啓発的株主価値アプローチでは、会社の目的が株主の利益の最大化であることが確認されている。また、若干の曖昧さが残されていることは認識されつつも、1985年会社法309条も、このアプローチのひとつとみなされていた。そのため、啓発的株主価値アプローチを採用する場合、309条の改革は必要ないことになる。

当時、取締役は短期的な利益を得るよう意思決定をしていると考えられていた。しかし、ここでは現在および未来の株主の利益が想定されており、取締役は会社の目的の達成のため

めに権限を用いることができると諮問文書では指摘されている。また同書は、取締役が、広範かつ長期的な、または包括的な観点を取り、その役割を果たせるよう、制度設計されるべきであることを指摘する。会社の成長が長期的なものとなるために、取締役は必然的に、ステークホルダーとの関係を少なくとも一定程度考慮する必要がある。

また同書では、当時の会社法 309 条が啓発的株主価値に基づいていることがおそらく間違いないものとみなしている。ただし、従業員の利益を考慮するという読み方も全くありえないものではないとされている。そのため、啓発的株主価値アプローチを継承する場合であっても、法はより明確になされなければならない。

多面的アプローチは、こうした株主の利益の最大化を目的とする 309 条、ひいては啓発的株主価値アプローチを批判するものである。取締役は株主の利益だけでなくステークホルダーの利益について責任を負うとされる。このアプローチでは、ステークホルダーの利益を尊重した結果、株主の利益が最大化されない可能性が生じる。そのため、これを採用する場合、取締役の信認義務について大幅な改正が必要となる。

3.3 2006 年会社法

上記のような検討の後に改正された 2006 年会社法 172 条は、取締役の義務を次のように定めている。つまり、「会社の取締役は、当該会社の社員全体の利益のために、その成功を促進する可能性が最も高いと考えるところに従って、誠実に行動しなければならない、かつ、そのよう行動するにあたり、(特に)次の各号について考慮しなければならない」と定められ、(a)から(f)が列挙されている。そのうち、ステークホルダーとして、(b)には従業員、(c)にはサプライヤーと顧客、(d)にはコミュニティと環境が挙げられている。

同条は、諮問文書の言うところの啓発的株主価値アプローチを採用している。それは、会社の目的を社員、つまり株主の利益にまず置き、その達成のためにステークホルダーを考慮するという建て付けから明らかである。また、同法 178 条 2 項では、取締役の義務の強制ができるのは、株主のみであることが規定されている。これは 1985 年会社法と同様である。

ただし、172 条の「成功を促進する可能性が最も高いと考えるところ」という文言からは、取締役に一定の裁量はその認識に基づいて認められていると理解できる。この裁量の幅は、株主の利益のためである必要があるという点で一定の制限がかかっている。取締役が主観的にそのように考えたとしても、それが客観的に、つまり株主にとって不満足なものであれば、取締役は解任される可能性がある。

4 会社の目的と経営者の義務の観点からの類型化

これらは、会社の目的と経営者の義務の観点から大きく 3 つに分類できる。以下、その 3 つの特徴について整理する。また、後述のように、会社の未来プログラムではステークホルダー理論に該当するため、これに対する批判についても確認する。

4.1 株主モデル

第1の分類は、株主利益の最大化を重視するものである。本稿ではこれを、「株主モデル」と呼ぶ。これに含まれるのは、Friedman と Bebchuk and Tallarita である。株主モデルにおいて、経営者の義務とは、株主の利益を最大化することであり、株主の利益とは金銭的なものである。また会社の目的は株主利益の創出である。ここで会社の目的と経営者の義務は同義であり、後述の第2の分類で生じるようなズレは生じないことになる。

Friedman が主張してから 50 年以上の時を経ているが、Bebchuk and Tallarita が指摘するように、株主モデルは現在もなお広範な影響力を有している。

ステークホルダーという多種多様な人や団体の利益を尊重する場合と異なり、株主の利益を金銭的なものとして一元的に理解することで、経営者の責任は明確である。経営者の実績も金銭的に測定できることから、実務的にも理解しやすい点も長所のひとつと言えるだろう。

一方、近年の ESG や SDGs の動向を鑑みると、株主の利益を金銭的なものと理解することは、単純化している可能性がある。これは株主モデルの短所と言えるだろう。

4.2 啓発的株主モデル

第2の分類は、会社の目的としての株主利益の最大化と、経営者の責任としてのステークホルダーの考慮を特徴とする。本稿ではこれを、「啓発的株主モデル」と呼ぶ。

啓発的株主モデルに属するものとして、Jensen, Elhauge, Hart and Zingales を挙げることができる。また、英国会社法 172 条もこの一種と理解することができる。ただし、その内容には若干の差異がある。

まず、最大化されるべき株主利益について、Jensen はフリードマンドクトリンを継承しているように思われる。つまり、株主利益とは金銭的なものである。一方、Elhauge や Hart and Zingales では、株主利益とは株主厚生のことであり、そこには株主の社会的配慮や倫理的懸念に関連するものが含まれる。

また、啓発的株主モデルでは、経営者が重要な役割を担うが、行使できる裁量の幅には差異がある。Elhauge は経営者の裁量を明確に認めている。どの程度裁量を行行使するかは、経営者自身の考えに委ねられている。これに対し、Hart and Zingales は、株主による提案・投票を求めており、経営者は事前に裁量の幅を限定された上で行使することになる。

これらは、啓発的株主モデルに興味深い特徴をもたらしている。会社の目的という観点から啓発的株主モデルを捉えた場合、株主価値の最大化という株主モデルと類似の主張に気づくことができる。株主厚生として株主価値を捉え直す Elhauge や Hart and Zingales と異なり、Jensen は市場価値として理解しており、この点で株主モデルと差異がない。

一方、啓発的株主モデルでは、経営者の責任としてステークホルダーの考慮を求めている。この点是非株主ステークホルダーを考慮しない株主モデルと大きく異なっている。

これらから、啓発的株主モデルは、会社の目的として株主モデルをほぼ継承している一方、経営者の裁量としてステークホルダーを考慮するという特徴を有している。

そのため、啓発的株主モデルは、経営者の裁量をどのように制限するかという難点に直面する。Hart and Zingalesはその対策として、事前に会社の方針を株主投票によって決めることを提案している。こうしたことは、特に株主利益となりにくい事業活動のコストと便益に関する開示の充実を図ることで、株主はより適切に判断できるように思われる。同趣旨の提案は、Karpoff (2021)によってもなされている。

しかし、啓発的株主モデルにおけるステークホルダーの考慮は、株主が関心を寄せる限りである。株主が事前に方針を決める場合、株主が関心を寄せないようなステークホルダーの利益を考慮するものに賛成票を期待することはできない。また、Elhaugeのように経営者の裁量に委ねる場合においても、株主が関心を寄せないステークホルダーを考慮すれば、解任可能性は高まるだろう。近年はパリ協定を背景に、カーボンニュートラルが最重要視されている。そのため、方針の策定においても、経営者の裁量においても、環境問題については受容される可能性が高いだろう。一方、環境負荷の高い産業や工場で雇用される労働者について、株主が同様の関心を示す保障はどこにもないのではないだろうか。

4.3 ステークホルダーモデル

第3の分類は、ステークホルダーの利益の重視を特徴とする。本稿では、これを「ステークホルダーモデル」と呼ぶ。

ステークホルダーモデルは、啓発的株主モデルのように株主が関心を寄せる限りという限定的な考慮にとどまらない。ステークホルダーはそれ自体、会社と重要な関係を持ち、尊重されるべき存在である。Freeman, Mayer, Edmansに共通した点として、非株主ステークホルダーに独立した重みを与えていることがある。非株主ステークホルダーはそれ自体尊重される存在であり、株主の価値向上のための手段ではない。ステークホルダーを考慮する点でステークホルダーモデルは啓発的株主モデル共通点をもつが、ステークホルダーを目的とみなすか、手段とみなすかという点で、大きく異なっている。

ステークホルダーモデルの特徴は、何より株主以外の重要性を認める点である。そしてこれは直観的にも理解しやすい。契約的にはともあれ、会社の周囲には多数のステークホルダーが存在し、その関係のなかで事業がなされているという認識も、このモデルの主張と整合的である。

他方、このような特徴をもつステークホルダーモデルには、次のような批判が生じる。第1の批判は、会社の目的と社会のパイの関係である。Bebchuk and Tallarita (2020)は、会社がステークホルダーの重要性をより強く認識し、それを目的に掲げた場合、そのコストは株主だけでなく、ステークホルダーにも及ぶと指摘していた。株主モデルを前提とした会社の目的を掲げ、経営者が株主利益の最大化を自身の義務として十分に認識している場合、経営者は実際にそのような意思決定をする。また、株主は経営者の選解任を司ることから、経営者

は説明責任を十分に果たそうとする。しかし、ステークホルダーモデルの場合、経営者には株主利益の最大化を前提とした意思決定は求められない。株主利益の最大化への意識が低下した場合、価値創造は十分になされなくなり、利益率が低下する可能性がある。かつて、また現在の日本の上場会社が企業価値を上げきれていない一因として、株主利益への意識が相対的に希薄な点がしばしば挙げられることから、この説明は説得的である。また、株主への意識が希薄になれば、株主に対する説明責任についても、株主モデルを前提とした時ほどにはなされなくなることも想像に難くない。

当該国や地域の会社のパフォーマンスが低下すれば、その経済圏で生まれるパイも小さくなる。ステークホルダーは当該経済圏のパイを分け合っている。そのためパイのサイズが縮めば、ステークホルダーに分配される果実は小さくなる。

第2の批判は、経営者の義務をどのように考え、その裁量をどのように限定するかである。Elhauge (2005)のタイトル「公益のために会社の利益を犠牲にする」にも表されるように、ステークホルダーを考慮する立場では、経営者の意思決定によって、株主の利益が一定程度損なわれることがある。Elhaugeは啓発的株主モデルに位置付けられる。そのため、その裁量の行使は、株主価値の創出に寄与することが前提となっている。一方、株主価値の創出を会社の目的としないステークホルダーモデルにおいては、その裁量はより広く認められることになる。その裁量が際限なく用いられれば、株主は期待するほどのリターンを得られないと考え、投資を引き上げる可能性がある。そのため、ステークホルダーモデルは、その裁量を適切に制限できることを適切に示す必要がある。

5 会社の未来プログラム

こうしたステークホルダーの考慮に関する理解のなか、英国学士院は、2017年に会社の未来プログラム(the Future of the Corporation Programme)を立ち上げた。そのリーダーは、既にその学説を紹介したColin Mayerであった。同プログラムは、これまでに複数のレポートを公表している。

5.1 会社の未来プログラムの構造

初期に公表された2018年のレポートでは3原則に加え、それを達成するための5つのレバーが示されている(British Academy: 2018)。3つの原則は、会社の目的のために必要なフレームワークと位置付けられ、その達成のために5つのレバーを使った行動が必要とされている。また、2019年のレポートでは、会社の目的を達するための8原則が示されている(British Academy: 2019)。この8原則によって特定の行為が規定されるわけではないが、目的の達成するための環境の特徴を示すものとされている。そして、その中身はプログラムリーダーのMayerの著書とよく似たものとなっている。表1には、Mayer (2018)の著作の目次、上述の2つのレポートの原則とレバーを示している。

表 1 Mayer と British Academy の類似性

Mayer (2018)	British Academy (2018)	British Academy (2019)
Ch. 1 Purpose	Principle 1 Purposes	
Ch. 2 Values		
Ch. 3 Evolution		
Ch. 4 Ownership	Lever 1 Ownership	Principle 3 Ownership
Ch. 5 Governance	Lever 2 Corporate Governance	Principle 4 Corporate Governance
Ch. 6 Performance		Principle 6 Performance
Ch. 7 Law		Principle 1 Corporate Law
Ch. 8 Regulation	Lever 3 Regulation	Principle 2 Regulation
Ch. 9 Finance		Principle 7 Corporate Financing
Ch. 10 Investment	Lever 5 Investment	Principle 8 Corporate Investment
	Principle 2 Trustworthiness	
	Principle 3 Culture	
	Lever 4 Taxation	
		Principle 5 Measurement

表 1 からは、Mayer の理論的構造が相当に継承されていることがわかる。各項目のうち、所有(Ownership)、コーポレートガバナンス(Corporate Governance)、規制(Regulation)、投資(Investment)の 4 つはいずれにも登場している。また、2019 年のレポートでは目的(Purpose)が原則から外れている。しかし、会社の目的についても、2019 年レポートでもその定義が継承され、8 原則はその目的を達成するための位置付けになっている。そのため、Mayer が著書で示していた理論的構造の少なくない部分はその骨子としてレポートに引き継がれたと考えることができる。

5.2 会社の目的

ここからは本稿の目的に沿って、会社の未来プログラムの特徴を会社の目的と経営者の義務の点に絞って整理する。まず、会社の目的である。2018 年のレポートでは「会社の目的は利益を生み出すことではない。会社の目的とは、人と地球の問題に対して利益を生む解決策をもたらすことである。その過程で利益を生み出すが、利益そのものは会社の目的ではない」とされている (British Academy: 2018, p.16)。また翌 2019 年のレポートでは、「ビジネスの目的は、人と地球の問題について利益を生み出すように解決することであり、問題を引き起こして利益を得ることではない」と結論づけている (British Academy: 2019, p.8)。こうした会社の目的もまた Mayer (2021, p.889)の「利益を伴う問題解決の方法を見つけることであり、その利益とは問題を回避し、また改善するためのコストを差し引いたものと定義され

る」と酷似している。

こうした目的を掲げた背景には、次のような認識がある。つまり、そもそも問題を株主利益対ステークホルダー利益とみなす議論は誤りであり、本質的な問題は利益の創出と、人や地球の問題解決の2つの両立にある (British Academy: 2021, p.21)。

このように会社の未来プログラムの主張は、Mayer の理論を発展的に継承したものとみなすことができる。また、会社の目的の定義からも明らかなように、会社の未来プログラムもステークホルダーモデルの一種と理解することができる。

5.3 経営者の義務

それでは、経営者は上記のような会社の目的に対してどのような義務を負うのだろうか。現行の会社法 172 条の問題点が 2019 年のレポートで指摘されている。つまり、「これ [啓発的株主価値] の問題は、取締役が株主を犠牲にしてステークホルダーの利益を増進することを認めないことであり、株主価値を超えた目的を促進する会社の保護を提供するものではないことである」と指摘するように、啓発的株主モデルに批判的である (British Academy: 2019, p.20)。

そのため、2019 年のレポートの原則 1 では、「会社法は、目的を会社の中心に置くべきであり、また取締役に目的の表明とそれに対するコミットメントを示すよう要求すべきである」と書かれている (British Academy: 2019, p. 20)。一方、法以上に会社の目的の重要性を強調していること、取締役会が目的を決定することを指摘していることから、英国コーポレートガバナンスコードは比較的高く評価されている (British Academy: 2021, p.18)。ただし、その遵守と説明責任は依然不十分であるとされている。

また原則 2 でも、「規制は重要な公共的機能を果たす会社の取締役側にエンゲージメント、忠実、注意についての特に高い義務を要求すべきである」とされている (British Academy: 2019, p.21)。米国では利益追求だけでなく、公益活動を実施する会社がパブリックベネフィットコーポレーション (Public Benefit Corporation) として認められている。レポートはこれを念頭に置きつつ、英国においても「公共的機能を果たす会社」については、取締役が株主利益追求だけでなく、公益についても義務を負うべきであると主張する。そしてレポートでは、英国の水道会社 Anglian Water が定款を次のように変更したことを好意的に紹介している (British Academy: 2019, p.21)。同社は、株主利益だけでなく、顧客や地域に対する長期的な価値創出、環境や社会へのポジティブな影響をもたらすことを目的として掲げ、この目的を推進することを取締役の義務として明記した。上下水道の運用管理を担う Anglian Water が、公共的機能の一種を果たすことは明らかである。実際にそれを認識し、取締役の義務として定めたことは、好例と見ることができる。

ただし、レポートでは「公共的機能を果たす会社」が何かということまで具体的に示されていない。水道やガス、電気など伝統的な公共的機能を有する会社はおそらく該当すると思われるが、たとえばインターネットサービスプロバイダはこれに当たるのか。また、SNS は

テレビ等の伝統的メディア以上の影響力を有することがある。こうしたデジタルプラットフォームをどのように位置付けるべきか。そのため、目的を定め、取締役の高い義務を求めるという主張は、この点でやや抽象的な提言にとどまっている感がある。

取締役にこのような義務を課すことは、現行英国会社法 172 条が啓発的株主価値モデルを前提としていることを鑑みると、大きな改革である。啓発的株主価値モデルとする現行法がステークホルダーを株主価値に影響する限りでの考慮を求めるのに対し、ここではステークホルダー自体の考慮が求められているからである。

そしてさらに、取締役の解任についても指摘している。つまり、「取締役の解任は、その目的の実施と進展状況に向けられるべきである」と述べられている (British Academy: 2021, p.31)。そのため、2021 年のレポート公表後、*Fortune* は、「会社が社会的目標を達成できない時には取締役を解雇せよ、と英国の権威あるグループが発表」との見出しで報じた (Kahn: 2021)。

5.4 会社の目的に関する批判に対する応答

こうした特徴をもつ会社の未来プログラムの主張は、ステークホルダーモデルに対する既存の批判に十分に応答しているのだろうか。上記で整理したように、批判には、会社の目的に対するものと、経営者の義務に対するものがあつた。そこで以下では、これらの2つの批判に沿って、その応答について検討する。

ステークホルダーモデルに向けられた第 1 の批判は、会社の目的と分配のためのパイのサイズに関するものであつた。ステークホルダーを重視した場合、経営者は業績への意識を低下させ、株主に対する説明責任を重視しなくなる。これによってパフォーマンスが低下すれば、会社が株主やそれ以外のステークホルダーに分配可能な社会全体のパイは小さくなる。したがって、株主利益の最大化が主眼に置かれるべきことが論じられていた。

一方、既に見たように会社の未来プログラムは、株主利益の最大化を目指してはいない。そのため、会社のパフォーマンス向上を通してパイは最大化されないだろう。この点、株主モデルと大きく異なる。プログラムの主張するステークホルダーモデルは、パイが大きくなる過程で負の外部性が生じにくくなることを企図している。それは「ビジネスの目的は、人と地球の問題について利益を生み出すように解決することであり、問題を引き起こして利益を得ることではない」(British Academy: 2019, p.8)という点からも明らかである。パイは最大化しないかもしれないが、その過程で生じる負の外部性を極力避けるというのが重要な点である。会社がパイを最大化し、その過程で生じた負の外部性は政治の責任で処理すべきという株主モデルでしばしば前提とされる会社と政治の役割分担と大きな差がある。

これを各主義の間の単なる政治の責任の認識の差とみなすこともできる。しかし、負の外部性には不可逆な効果を有するものがあることが重要である。上述のように、Hart and Zingales (2017a)は、ウォルマートで販売される銃の例を挙げている。銃は度々大量殺人に用いられる。銃に税金を課し、遺族に金銭的給付を行う制度を構築することは可能だが、死者

がかえってくるわけではなく、不可逆である。負の外部性を前提とした制度構築を政治の責任で行うよりも、そもそもそのような負の外部性が生じにくいよう会社の目的は設定されるべきだろう。おそらく、現在最も重要かつ緊急度の高いものは、気候変動である。二酸化炭素等の温暖化効果ガスを思慮なく排出して、利益を得ることは許されない。これは単純に炭素税のようなものを支払えばよいわけではない。株主モデルからは、政治の責任で炭素税のような制度を構築すべきだと言われるかもしれない。しかし、大気中の二酸化炭素回収技術(Direct Air Capture)は未だ途上の技術である。そのため炭素税を支払っても、排出された温暖化効果ガスが回収されるわけではない。

会社の未来プログラムが主張する会社の目的は、株主モデルからの批判のようにパイを最大化できないだろう。しかし、不可逆な特徴をもつ負の外部性という点に着目すれば、その短所を補う優位性があるように思われる。

また、ユニバーサルオーナーの存在感が増していることもこれを支持する。ユニバーサルオーナーとは、自身のポートフォリオが実質的に市場の一部となっていることを認識し、それを前提に行動している大型投資家である³。ユニバーサルオーナーがリターン向上を目指す場合、市場の一部を実質的に有し、またそれを認識しているという特徴から、市場全体の見通しの向上を強く意識する。ある会社の業績が向上しても、その負の外部性から他社の業績が低下すれば、ユニバーサルオーナーの利益は増えないからである。株主モデルの言うようにパイが拡大しても、その裏で負の外部性が生じていけば、それは後にパイを縮小させる時限爆弾となってしまう可能性がある。「問題を引き起こして利益を得ることではない」という会社の目的は、この点からも擁護されるだろう。

負の外部性に焦点を当てることに問題がないわけではない。火器や弾薬などの製造・販売を担う軍需産業は、従来 ESG 投資からほど遠いものと考えられていた。戦車や軍用機の燃費はお世辞にもいいものとは言えず、環境負荷が高い。また、兵器には有害な素材が多々使われており、こちらの環境負荷も高い。さらに、社会的、おそらくより正確には人道的観点からも、戦争・紛争との関連性が高い軍需産業から距離を置くことが ESG 投資の一般的方針であった。

しかし、2022年にウクライナへの侵攻が始まったことで、風向きが変化しつつある。ウクライナは防衛のために兵器を必要としている。かつて戦争・紛争との関連性で認識されていた軍需産業は、安全保障上欠かせない存在となりつつある。シティのアナリストは、「防衛は、平和維持や社会的財だけでなく、企業として ESG を促進のための必需品として見做されるようになる蓋然性が高い」とコメントしている (Webb: 2022)。

ESG 投資から除外されていたように、これまで軍需産業は問題を引き起こすことで利益を得ているとみなされていた。しかし、上記の例からわかるように、問題が実際に引き起こされているかは、その観点に依存している。

こうした例は、政治的なものだけではない。気候変動を考える時、しばしば問題となるのは、天然ガスと原子力である。天然ガスは燃焼時の二酸化炭素の発生量が石炭や石油に比べ

て少ない。そのため、比較的クリーンな燃料と考えられている。しかし、温暖化効果ガスを排出しないわけではない。原子力は発電時に二酸化炭素を排出しないが、その過程で放射性廃棄物が生じる。天然ガスや原子力について、問題を引き起こす発電方法と考えるかは、どの観点からこれらを評価するかには依存している。実際、EUタクソミーでは、深刻な危害を与えないこと(Do No Significant Harm)という考え方が重視されているが、天然ガスや原子力の位置付けには苦しんでいる。

これらの例は、問題を引き起こすかという点が、文脈に依存していることを示している。すると、ある観点やある時点では、問題に対する収益性のある解決策であったものが、別の観点や時点からは、問題を引き起こすものであったということが生じうる。会社の未来プログラムではその目的を「人と地球の問題について利益を生み出すように解決することであり、問題を引き起こして利益を得ることではない」としていた (British Academy: 2019, p.8)。しかし、問題の文脈依存性を鑑みると、そもそも問題を引き起こさない解決策が存在するのかもしれない。軍需産業のように昨日まで問題があるとされていたものが、明日には覆されるかもしれないのである。問題について明確に示せなければ、会社の未来プログラムの主張するような定義に基づいて、会社の目的を果たすことは困難であるように思われる。

5.5 経営者の義務に関する批判に対する応答

ステークホルダーモデルに向けられた第2の批判は、経営者の義務に関するものであった。経営者には、ステークホルダーの考慮についての裁量の行使が認められているのか。また、認められるべきか。そして認められるべきであったとしても、その裁量の幅はどのように制限されるべきか。ステークホルダーモデルは、これらの批判に応える必要がある。

会社の未来プログラムは経営者の裁量の行使についてどのように考えているのだろうか。現行会社法172条は株主価値を中心に据えているが、同プログラムはこれに批判的である。アメリカのパブリックベネフィットコーポレーションを念頭に置いているように、取締役が公益についても義務を負うべきことを主張している。ステークホルダーの利益を尊重することによって、株主の利益が最大化されない可能性が生じるため、現行法には馴染まない。そのため、同プログラムは、法改正を視野に入れている。啓発的株主モデルが比較的現行法解釈の問題としてステークホルダーの考慮を理解するのに対し、ステークホルダーモデルは立法論の問題として理解する傾向にあるように思われる。同プログラムも立法論の問題として理解し、取締役の裁量を公益にまで広げようとしている点が特徴的である。これは、2006年会社法改正の検討段階で、Company Law Review Steering Group (1999)が、ステークホルダーモデルの一種である多元的アプローチを採用する場合には取締役の信託義務について大幅な改正が必要となることを指摘したことと同様である。

しかし、このような法整備がなされれば万事解決というわけではない。仮に主張されるような法改正がなされ、経営者の裁量が拡大された際の問題点として、裁量が大きくなりすぎ

る点がしばしば指摘される。裁量の拡大は、ステークホルダーを考慮したかのように見せかけ、私益を追求するという弊害を生じさせうる。また、ステークホルダー寄りの意思決定を強く志向し、株主価値が損なわれるという弊害も生じさせうる。

フランス食品大手 Danone はその典型例と言えるかもしれない。Danone は、2014 年に CEO に就いた Emmanuel Faber の下で、ESG 経営を推進してきた。また Faber は 2017 年から会長を兼務した。フランスでは、2019 年の PACTE 法によって「ミッションを有する企業」が新たに設けられ、会社は環境問題や社会問題への方針を法的な仕組みのなかで示すことができるようになった (石川: 2021)。そして Danone は 2020 年 6 月、上場会社として初めて「ミッションを有する企業」に転換した (林: 2021)。その当時、社会的使命を重視する Faber の方針について、株主も好意的に捉えていたと言われる。しかし、2019 年末に€70 を超えていた株価は 2020 年途中に一時€50 を下回り、その後も€50 を超えたあたりで変動し、低調な動きを見せるようになっていた。これに対し、アクティビストファンド Bluebell は、株主価値の創造とサステナビリティの適切なバランスを取れていないとして、2020 年 11 月、Danone 取締役会に新たな CEO を探し、また CEO と会長の兼務解消を迫った (Abboud: 2021)。他の株主も Bluebell の提案に賛同した。その結果、Danone は 2021 年 3 月、Faber の解任を発表した⁴。

この例は、ステークホルダーモデルの限界を示しているように思われる。ただし、その限界とはステークホルダーを考慮すべきでないという株主が考えているということではない。Bluebell が指摘していたように株主利益とのバランスの問題であって、ステークホルダーの考慮に株主は反対していない。Edmans が主張するような、高次の両立が求められていたと考えるのが妥当である。会社の未来プログラムが会社の目的に収益性という語を入れているのは、おそらく上記のような状況を想定しているからだろう。株主とステークホルダーの利益について高次の両立が果たせなければ、経営者の裁量の幅は株主によって制限されると考えることができる。

こうした事後的な審判が株主によってなされることに弊害がないわけではない。株主利益が害されたとして、Danone のような事例が頻発すれば、ステークホルダーを考慮した会社の目的を追求することは難しいだろう。経営者が萎縮し、ステークホルダーを考慮した会社の目的よりも株主寄りに意思決定するようになっても不思議ではない。そのため、Edmans が提案する Say on Purpose のように株主の認識を事前確認するような手続きを取り入れるべきかもしれない。ただし、Say on Purpose の強度によっては、会社の目的は株主利益の観点から強く制限され、会社の未来プログラムが主張するステークホルダーモデルは啓発的株主価値モデルと実質的に変わらないものになってしまうのではないだろうか。

6 まとめ

Friedman を代表とする株主モデルは、株主が会社を所有しており、会社はその所有者の

利益のためにあるという単純ながら強力な主張をしてきた。ステークホルダーの考慮を重視する立場の論者は、株主モデルの主張を反駁する必要がある。特にステークホルダーモデルは、会社の目的と経営者の義務についての重要な批判に対して応答する必要があった。

会社の未来プログラムは、株主モデルを反駁し、ステークホルダーを考慮すべき根拠を提示しようとした提案のひとつと言える。それでは、会社の未来プログラムはステークホルダーモデルに対する批判を十分に受け止め、応答できたのだろうか。既に述べたように、本稿の理解ではその主張が十全なものとはまでは言えないように思われる。ただし、会社の未来プログラムの成否とは別に、英国がステークホルダーの考慮をより推進しようとしていることは認識されるべきである。これは多くの論者によっても指摘されている。

その一方、ステークホルダーの考慮を考える上で忘れてはならない点もある。類型化したようにステークホルダーの考慮の捉え方には少なくとも啓発的株主モデルとステークホルダーモデルに2種がある。この2つはいずれもステークホルダーを考慮しているが、その根拠は異なる。特に会社の目的と経営者の義務に着目すると、その差は明確であると思われる。また、類型化されたなかでも論者によって相違点が存在する。ステークホルダーの考慮が何を意味するのか、どの学説や法・法案に依拠した議論をしているのか明確にしなければ、相互に理解の異なるまま議論が展開してしまう可能性が残されていることは念頭に置かれるべきであろう。

本稿には課題が残されている。本稿の検討では、有力だと思われる学説を取り上げたが、その選択の妥当性は明らかではない。英国を中心に、学説については米国も含めて取り上げたが、ステークホルダーの考慮についてより有力な学説や法制度は他の地域に存在している可能性がある。また、3つに類型化したモデルについても、現時点での理解に基づいたものであり、試験的なものと言える。特に他の地域に有力な学説が存在した場合、本稿のような英米式の理解を前提とした類型化そのものを見直す必要があるかもしれない。

本稿の結論は、会社の未来プログラムで提示された主張がステークホルダーモデルへの批判に十分応えていないというものであった。しかし、それは実務的にステークホルダーの考慮をやめるべきだということにはならないし、また学術的に説得的なステークホルダーモデルを今後も提示できないということにもならない。そのため、今後の研究の方向性としては、英米以外の国々を対象とした検討が考えられる。また異なる方法として、たとえばベネフィットコーポレーションのようなステークホルダーを強く意識している会社の目的や動向を検討することもありうるだろう。統合報告書を中心とした開示が進んでいること、ISSB等の非財務情報の枠組みがより確固としたものになりつつあること、これらもこうした研究を後押しすると思われる⁵。

注

1. 邦訳は、児玉 (2005, p.84)による。
2. Edmans は 2020 年と 2021 年に Bebchuk と討論を行っており、その意見の相違点が明確

に示されている。それぞれ YouTube で閲覧可能。Stakeholder Capitalism: The Case For and Against, available at <https://youtu.be/3tMYfLLzoi4> and The Promise of Stakeholder Capitalism: Illusory or Real?, available at https://youtu.be/LEWFR_eI2U8

3. ここでは認識とそれに基づく行動がユニバーサルオーナーの特徴という理解に立っている。これらの特徴を考慮せず、実質的に市場の一部を保有する大規模投資家をユニバーサルオーナーとみなす場合、パッシブ運用を行う大規模投資家とユニバーサルオーナーが同一視されるように思われるからである。ユニバーサルオーナーは一般的に ESG 指標等を考慮した運用方針を有し、エンゲージメントに積極的であるが、パッシブ運用の大型投資家にはこうした特徴は見られないように思われる。ユニバーサルオーナーの定義については、Urwin (2011)を参照せよ。
4. なお、2022年1月に Faber は International Sustainability Standards Board (ISSB)の議長に就任した。
5. 本研究は、JSPS 科研費 JP20J10491, 学術フロンティアセンター2021年度研究助成の助成を受けたものである。また本稿を作成するにあたり、青山学院大学大学院国際マネジメント研究科森田充教授より有益なコメントを頂いた。記して感謝申し上げる。

(参考文献)

- 石川真衣 (2021), 『ミッションを有する企業』とは何か: 2019年フランス PACTE 法による改革』『証券レビュー』61(2), 106-120.
- 川内克忠 (1996), 「イギリス会社法における取締役の義務と『従業員の利益』: コーポレート・ガバナンスの一側面」『現代英米会社法の諸相: 長浜洋一教授還暦記念』成文堂, 103-135.
- 林順一 (2021), 「フランスにおける『会社の目的』に関する最新の動向: PACTE 法による『使命を果たす会社』の新設とダノンの対応」『国際マネジメント研究』10, 1-16.
- Abboud, L. (2021), “Activist Fund Bluebell Capital Takes Aim at Danone,” *Financial Times*, January 19, <https://www.ft.com/content/2df158fb-357a-499a-b51c-025b4f1d5c97>
- Bebchuk, L. and Tallarita, R. (2020), “The Illusory Promise of Stakeholder Governance,” *Cornell Law Review*, 106(1), 91-178.
- British Academy (2018), “Reforming Business for the 21st Century: A Framework for the Future of the Corporation,” <https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/76/Reforming-Business-for-21st-Century-British-Academy.pdf>
- British Academy (2019), “Principles for Purposeful Business: How to Deliver the Framework for the Future of the Corporation,” <https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/224/future-of-the-corporation-principles-purposeful-business.pdf>
- British Academy (2021), “Policy & Practice for Purposeful Business: The Final Report of the Future of the Corporation Programme,” <https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/3462/Policy->

- and-Practice-for-Purposeful-Business-The-British-Academy.pdf
- Business Roundtable (2019), “Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘an Economy That Serves All Americans,’” August 19, <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>
- Cadbury, A. (1992), “Report of the Committee on the Financial Aspect of Corporate Governance,” <https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/library/subjects/corporate-governance/financial-aspects-of-corporate-governance.ashx?la=en>
- Company Law Review Steering Group (1999), “The Strategic Framework,” <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20121101191957/http://www.bis.gov.uk/files/file23279.pdf>
- Edmans, A. (2020), *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, New York: Cambridge University Press.
- Elhauge, E. (2005), “Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest,” *New York University Law Review*, 80(3), 733-869.
- Elhauge, E. (2022), “The Inevitability and Desirability of the Corporate Discretion to Advance Stakeholder Interests,” *Cornell Law Review*, 106, 1819-1858.
- European Commission (2020), “Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance: Final Report,” <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>
- Freeman, R. E. (2010), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, New York: Cambridge University Press.
- Friedman, M. (1970), “The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits,” *New York Times*, September 13, <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html> 児玉聡 (訳) (2005), 「ビジネスの社会的責任とはその利潤を増やすことである」加藤尚武 (監訳) 『企業倫理学 1: 倫理的原理と企業の社会的責任』晃洋書房, 102-117.
- Friedman, M. (2020), *Capitalism and Freedom*, Chicago: University of Chicago Press. 村井章子 (訳) (2008), 『資本主義と自由』日経 BP.
- Hart, O., and Zingales, L. (2017a), “Serving Shareholders Doesn’t Mean Putting Profit Above All Else,” *Harvard Business Review*, October, 2-6.
- Hart, O., and Zingales, L. (2017b), “Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value,” *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2, 247-274.
- Hayek, F. A. (1960), “The Corporation in a Democratic Society: In Whose Interest Ought It and Will It Be Run?” Anshen, M., and Bach, G. L. (eds.) *Management and Corporations 1985*, New York, Toronto and London: McGraw-Hill Book Company, 99-117. 名東孝二 (訳) (1963), 「民主社

会における会社：それはだれの利益に奉仕すべきものか？またそれがつづくものであろうか？」『20年後の会社と経営』日本生産性本部, 89-107.

- Jensen, M. C. (2002), “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function,” *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235-256.
- Kahn, J. (2021), “Fire Board Members When Companies Fall Short of Societal Aims, Prestigious U.K. Group Says,” *Fortune*, September 22, <https://fortune.com/2021/09/21/corporate-purpose-stakeholder-capitalism-the-british-academy/>
- Karpoff, J. M. (2021), “On a Stakeholder Model of Corporate Governance,” *Financial Management*, 50, 321-343.
- Mayer, C. (2018), *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*, Oxford: Oxford University Press. 宮島英昭 (監訳) (2021), 『株式会社規範のコペルニクスの転回：脱株主ファーストの生存戦略』東洋経済新報社.
- Mayer, C. (2021), “The Future of the Corporation and the Economics of Purpose,” *Journal of Management Studies*, 58(3), 887-901.
- Mayer, C. (2022), “Shareholderism Versus Stakeholderism: A Misconceived Contradiction,” *Cornell Law Review*, 106, 1859-1879.
- Savitt, W. and Kovvali, A. (2022), “On the Promise of Stakeholder Governance: A Response to Bebchuk and Tallarita,” *Cornell Law Review*, 106, 1881-1895.
- Urwin, R. (2011), “Pension Funds as Universal Owners: Opportunity Beckons and Leadership Calls,” *Rotman International Journal of Pension Management*, 4(1), 26-33. (訳) (2011), 「ユニバーサル・オーナーとしての年金基金：好機の到来とリーダーシップの必要性」『NRI 国際年金研究シリーズ』6, 20-29.
- Webb, M. S. (2022), “Are Defence Stocks Now ESG?” *Financial Times*, March 4, <https://www.ft.com/content/9073a69f-bc90-4944-b9d9-d2a0a2ff1f15>