

コーポレート・ガバナンスにおける 今日的課題

——権限集中と利益調整原理——

大塚章男

- I. 問題の所在
- II. CSRと企業倫理
- III. アメリカ
 - 1 経済学・政治哲学の分野
 - 2 会社法学およびその周辺
 - (1) 1970年代までの流れ
 - (2) 1980年代の敵対的買収の活発化からの動き
 - (3) 1990年代のShareholder Activismの兆し
 - (4) 2000年代の企業不祥事とSOX法
- IV. 英国
- V. 日本
- VI. 個別論点
 - 1 取締役の信託義務
 - 2 株主利益最大化論再考
 - 3 長期的利益の問題
 - 4 企業の社会的責任と法的責任との境界
 - 5 どのようなガバナンス・内部統制がよいか——企業倫理との関係
- VII. むすびにかえて

I. 問題の所在

会社の存在意義については、2005年より起こった敵対的買収ブーム以来、「会社は誰のものか」という議論を通じて、日本でも改めて論じられてきた。この論点については、株主利益最大化説とステークホルダー説の対立があることは既知のとおりである。この問題は、会社法学はもちろん経済学、経営学、

倫理学などにおける重要課題であるといえる。会社法学について言えば、会社の目的をどう考えるべきか、取締役の信認義務をどう考えるべきか、会社の社会的責任との関係をどう考えるべきかなど会社法学における立法・解釈に大きな影響を及ぼす問題だからである。

この論点を分析する上で重要と思われるのは、変容する現代社会における会社の実体を前提に、最終的には、経済学等における知見やその他社会規範と区別しながら、会社法としての解釈基準を示さなければならないことである¹⁾。といっても、会社法学も社会科学の孤立した学問ではなく、相互に影響を与えるべきものである。法律学は現行の法規範と現実社会を前提としたうえで、正義・公平にかなった解決を提示する使命を担っている。たとえば、会社の存在意義、正義・公平の考え方を公共哲学の観点から考察したり、規制の在り方につき経済学の観点から考察したりすることで、法解釈学に役立てることは重要なことであろう²⁾。

本論文はこうした論点を考察することを目的とするものである。なお、本稿は、今後この論点につき纏める論文のロードマップともいえるべき小稿であることをお断りしておきたい。

II. CSR と企業倫理

企業の社会的責任や企業倫理の問題は、コーポレート・ガバナンス論や企業の目的論に深く関連している³⁾。

企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility；以下 CSR という）は、

-
- 1) 藤田友敬「商法と経済学理論」ジュリスト1155号69頁（1999年）、同「契約・組織の経済学と法律学」北大法学論集52巻5号480頁（2002年）。最近では「特集『法と経済学』にふれよう」法学教室365号2-51頁（2011年）。さらに、楠茂樹「法における『経済』、経済における『法』（1）（2）（3・完）：ハイエク社会哲学再訪」産大法学40巻3＝4号661頁（2007年）、43巻1号19頁（2009年）、43巻3＝4号635頁（2010年）。
 - 2) 田中亘「ステークホルダーとガバナンス」企業会計57巻7号58頁注7（2005年）は、何が「公正」か判断が難しい故基準足り得ないことを指摘する。

「遵守すべき法規制や慣習を超えて、基本的人権の尊重、環境保護、社会の発展、利害関係人の利益の適切な調整といった観点から、企業の持続的発展を支えるためになされる企業の自主的な取り組み」と定義される⁴⁾。一般に、CSRは「法的責任が尽きたところから始まる責任」と言われているが⁵⁾、これについてはそう言い切れるか否かを検討する余地がある⁶⁾。なお、CSRについては、社会学から Corporate Social Performance、経済学から Shareholder Value Theory、倫理学から Stakeholder Theory、政策学から Corporate Citizenship による分析が行われてきた⁷⁾。また、CSRは企業が社会の要請に応じて行うべき活動を言うのに対し、企業倫理 (business ethics) は経営者等が企業戦略等の倫理上の評価 (moral status) を理解するため用いる分析ツールであるとの指摘もある⁸⁾。

-
- 3) CSRは、社会貢献活動 (philanthropy) の問題と関連しており、これは企業の権能と目的と関連する、と指摘されている。アーサーR. ピント&ダグラスM. ブランソン著/米田保晴監訳『アメリカ会社法』17-19頁 (レクシスネクシス・ジャパン、2010年)。
- 4) 秋山をね他「座談会・いまなぜCSRなのか」法律時報76巻12号5頁 [神作発言] (2004年) (以下、「座談会」という)。野村修也「企業の社会的責任」浜田=岩原編『ジュリスト増刊 会社法の争点』(有斐閣、2009年)。
- 5) 社会的責任と法的責任との関係については、竹内昭夫「企業と社会」『岩波講座基本法学7 企業』22頁以下 (岩波書店、1983年) など。
- 6) 日本においても会社法学者によるCSRの分析は盛んになされてきた。中村一彦『企業の社会的責任：法学的考察』(同文館出版、1977年)、森田章『現代企業の社会的責任』(商事法務研究会、1978年)、松田二郎『会社の社会的責任』(商事法務研究会、1988年)、中村一彦『企業の社会的責任と会社法』(信山社、1997年)、中村美紀子『企業の社会的責任：法律学を中心として』(中央経済社、1999年)、奥村宏『株式会社に社会的責任はあるか』(岩波書店、2006年)、森田章「社会的責任への法的アプローチの展開」奥島孝康監修・著『企業の統治と社会的責任』(きんざい、2007年) など。
- 7) Domenec Mele, “Corporate Social Responsibility Theories” in Andrew Crane et al. ed., *Corporate Social Responsibility*, pp 47-76 (Oxford, 2008). 事例により適宜これらの手法を単独で又は組み合わせて分析するべきとする。
- 8) Andrew Crane and Dirk Matten, “Business Ethics” in Wayne Visser et al., *The A to Z of Corporate Social Responsibility: A Complete Reference Guide to Concepts, Codes and Organisations*, p53 (2007).

他方、学問としての企業倫理は、現代社会における財やサービスを生産し分配する組織に関する個人の規範に道徳的基準を適用するかを研究するもの、とされる⁹⁾。米国において、企業倫理学の展開には3つの段階があった。いずれも歴史的な事件を契機とするものであるが、第1期は1920年代、第2期は1950年代から1960年代初め、第3期は1970年代後半から現代まで、とされる¹⁰⁾。企業倫理学は、1970年代に独立したものとして現れ、1980年代に確立した¹¹⁾。企業倫理に対しては、応用倫理学（applied ethics）からのアプローチ、および経営学からのアプローチがなされてきた。

Ⅲ. アメリカ

ここで米国における20世紀前半から現在まで企業をとりまく環境の変化とこれに伴う会社法学をはじめとする社会科学における変遷の歴史について概観する。

1 経済学・政治哲学の分野

第2次世界大戦後から1960年代ごろまで、先進諸国の経済政策はケインズ主義が主流であった。これは、伝統的な自由放任主義（レッセフェール）に内在する市場の失敗と呼ばれる欠陥が世界恐慌を引き起こしたとする認識のもと、政府が経済に積極的に介入して、資本主義経済を安定化させるものであった。こうした「大きな政府」と呼ばれる政治・経済体制は、1970年代に入り、オイルショックに陥ると政府の財政危機を招き、アメリカでもスタグフレーションが進行し失業率が増大した。

9) Manuel G. Velasquez, *Business Ethics: Concepts and Cases*, p20 (3rd ed., 1992).

10) エプスタイン (Edwin M. Epstein) 著/中村瑞穂ほか訳『企業倫理と経営社会制作過程』133頁 (文眞堂、1997年)。

11) エプスタイン「経営学教育における企業倫理の領域：過去・現在・未来」中村瑞穂編著『企業倫理と企業統治』203-4頁 (文眞堂、2003年)、リチャードT.ディジョージ著/永安幸正・山田勁三監訳『ビジネス・エシックス』69-88頁 (明石書店、1995年) など。

こうした行き詰まりの状況を生み出した責任は国家による経済への恣意的な介入と政府の肥大化にあるという批判を受けケインズ経済学は廃れ、新自由主義 (Neoliberalism) が生まれた¹²⁾。英国のマーガレット・サッチャー政権によるサッチャリズム、米国のロナルド・レーガン政権によるレーガノミクス¹³⁾と呼ばれる経済政策である。新自由主義を信奉するエコノミストはフリードマン (Milton Friedman)、ハイエク (Friedrich August von Hayek) などである。フリードマンは、株主は会社の所有者であり、経営者は株主の代理人であって、株主の富を最大化する責務を負う、と端的に述べている¹⁴⁾。

公共哲学の分野ではどうか。世界恐慌を代表とする「市場の失敗」とニューディール政策などを経てアメリカでは自由を実質的に実現するためには、その現実的制約となっている社会的不公正を政府によっては是正しなければならないという思想がリベラルの中で優勢となった。すなわち、初期の古典的自由主義はレッセフェールを重視して政府の権力を最小化する立場が多かったが、20世紀には社会的公正を重視して社会福祉など政府の介入も必要とする現代的リベラリズムが普及した¹⁵⁾。その旗手であるジョン・ロールズ (John Rawls) は、*A Theory of Justice* (1971) において、それまで倫理学を主に支配してきた功利主義に代わる理論として、民主主義を支える倫理的価値判断の源泉としての

12) 主要先進国で新自由主義的な経済政策が登場したのは1980年代であり、新自由主義そのものも1980年代にその名が付けられたとも言われる。

13) 時代的には1980年のレーガン大統領の規制緩和、小さな政府政策に呼応している。

14) Friedman, *The Social responsibility of Business is to increase its Profits*, *The New York Times Magazine*, Sep. 13, 1970 at 33; 翻訳としてトムL.ピーチャム＝ノーマンE.ボウイ著/加藤尚武監訳『企業倫理学1』83-91頁 (晃洋書房、2005年)。フリードマンは詐欺などのルール違反をしない限り利益を上げることが企業の社会的使命という。Friedman, *Capitalism and Freedom*, p133 (Chicago Press, 1962)。さらに企業が利益追求以外のこと (つまり社会的責任の履行) を行うと社会の資源配分が非効率となり、社会全体の厚生が低下すると述べる。Friedman, *The Social responsibility of Business is to increase its Profits*, *Ethical Issues in Business: A Philosophical Approach* (3rd ed., 1988)。

15) 日本でリベラリズムというとき、この意味で使われることが多い。英語圏ではSocial liberalismと表現される。

正義を中心に据えた理論を展開した¹⁶⁾。正義論は経済学にも大きな影響を与え、厚生経済学においてロールズ基準と冠した概念を生み出した。このリベラリズムに対して本来の自由主義的な側面を強調する立場がリバタリアニズム（libertarianism）であり、特に経済的に古典的自由主義を再評価する立場を前述の新自由主義とも呼ぶ。

その後、新自由主義への対抗から、小さな政府と大きな政府との中道を模索し、市場原理を重視しつつも国家による公正の確保を志向する第三の道が1990年代に台頭した。2000年代の今日は、グローバル化の進行に伴い、市場を自由化しようとするリバタリアニズムや新保守主義とリベラリズムとがせめぎ合っている状態といえよう。

2 会社法学およびその周辺

(1) 1970年代までの流れ

「会社は誰のためのものか」についての論争は、1930年代初めのバーリ対ドッドの論争に端的に表れている¹⁷⁾。まず、議論の前提として、バーリ＝ミーゼスは、株主は会社の所有者であるとの前提は、現代の巨大株式会社における所有と経営の分離によって、時代遅れになったと述べた。そして経営者は、全株主の利益のためにのみ、与えられた権限を行使すべきである主張した¹⁸⁾。これに対しドッドは、企業には社会的奉仕の責務もあり、経営者は関係者の利益を考慮に入れるべきである、つまり、経営者の受託義務は株主以外の他の全ての関係者を包括できるように拡張すべきだ、とした¹⁹⁾。バーリは、直ちに

16) 正義を「相互利益を求める共同の冒険的企て」である社会の「諸制度がまずもって發揮すべき効能」だと定義した。そして社会活動によって生じる財は再分配される必要があるが、その際もっとも妥当で適切な分配の仕方を通く社会的取り決めが社会正義の諸原理になるとした。ジョン・ロールズ著/川本隆史＝福間聡＝神島裕子訳『正義論（改訂版）』（紀伊國屋書店、2010年）。

17) バーリ対ドッド論争について、たとえば森田章「商法学の観点からみたCSR」法律時報76巻12号40頁（2004年）。

これに反論し、株主に対する受託義務が弱められたり排除されたりすると（株主からのコントロールが弱まり）経営者は絶対者となってしまう、と主張した²⁰⁾。その2年後ドッドがこれに譲歩する形で論争は終結し²¹⁾、この論争でバーリが勝利したとされる。

なお、この論争の後バーリが改説したことについて日本ではあまり研究がなされていない²²⁾。バーリは世界大恐慌に対しニューディール政策を進めたF. ルーズベルト大統領のブレーンとして金融制度改革を推し進めた。これが改説の契機となったと言われている。大戦後の彼の主張は、会社良心が必要であり、会社権力はパブリック・コンセンサスに従って行使されなければならない、というものであった²³⁾。

18) バーリ＝ミーンズの見解は、ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* (Harcourt, Brace & World, Inc. rev. ed. 1968) (1932)、翻訳として、Aバーリ＝Gミーンズ著/北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』（文雅堂銀行研究社、1958）。See also Adolf A. Berle, "Corporate Powers As Powers In Trust", *44 Harv. L. Rev. 1049* (1931). なお、社会経済学的見地から展開するバーリ＝ミーンズと法学者としてのバーリが混然一体化していることが一部混乱を招いているとの指摘がある。角野信夫「結章 企業倫理と企業統治の展望と課題」中村瑞穂編著『企業倫理と企業統治—国際比較—』199頁注9）（文眞堂、2003年）。

19) Merrick E. Dodd, "For Whom Are Corporate Managers Trustees?", *45 Harv. L. Rev. 1145* (1932).

20) Adolf A. Berle, "For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note In Harvard Law", *45 Harv. L. Rev. 1365, 1367* (1932).

21) Merrick Dodd, Jr., "Is Effective Enforcement of the Fiduciary Duties of Corporate Managers Practicable?", *2 U. Chi. L. Rev. 194* (1935).

22) バーリの見解は時代により変容しているわけであるが、これに関する分析も近時活発に行われている。William W. Bratton and Michael L. Wachter, "Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and The Modern Corporation", *34 Iowa J. Corp. L. 99* (2008) ; William W. Bratton and Michael L. Wachter, "Tracking Berle's Footsteps: The Trail of The Modern Corporation's Last Chapter", *33 Seattle Univ. L. R. 849* (2010) ; Marc T. Moore and Antoine Reberieux, "Corporate Power in the Public Eye: Reassessing the Implications of Berle's Public Consensus Theory", *33 Seattle Univ. L. R. 1109* (2010). この改説に関する日本語の文献として、角野・前掲注18) 180-88頁。

20世紀前半の裁判例を見てみると、ダッジ対フォード事件最高裁判決²⁴⁾で、株主利益最大化の立場が採用されることとなった。こうした極端な株主利益至上主義からすれば、慈善事業への寄付はむしろ株主に対する任務違反とされた。しかし、その後A.P.スミス対バーロウ事件最高裁判決²⁵⁾で、会社役員が公共の福祉を促進すること（ここではプリンストン大学への慈善寄付）が認められるようになった。ダッジ事件判決から30年余かかったことになる。

法律論でも株主利益最大化論が支配的となっていった。その根拠としてあげられるのは様々であり、株主は所有者 (equity holder) であるとの立場、経営者は会社または総体としての株主の代理人であって株主利益の最大化を図る責務があるとの立場 (Agency Theory)²⁶⁾、他のステークホルダーは契約で守られているのに対し株主は会社の剰余権者 (residual claimant) に過ぎず、会社価値に対し最も関心があるのは株主であるから株主利益最大化を図ることは会

23) ADOLF A. BERLE, *THE 20TH CENTURY CAPITALIST REVOLUTION* (1954); *POWER WITHOUT PROPERTY: A NEW DEVELOPMENT IN AMERICAN POLITICAL ECONOMY* (1959); *THE AMERICAN ECONOMIC REPUBLIC* (1963). 翻訳として、桜井信行訳『20世紀資本主義革命』（東洋経済新報社、1956年）；加藤＝関口＝丸尾訳『財産なき支配』（論争社、1960年）。

24) *Dodge v. Ford Motor Co.*, 170 N. W. 668 (Mich. 1919). 「事業会社は株主利益のため主として設立経営される。取締役の権限はこの目的のため行使される。その目的達成のため手段の選択において取締役の裁量は行使されるが、その目的自体を変更したり、利益を削減したり、利益を他の目的に用いるため株主間で利益を分配しなかったりすることまではできない。」Dodge, 170 N.W. at 684. すなわち、労働者へのより高い賃金という便益や消費者へのより安い販売価格という便益は株主の利益より優先されてはならない。この判決は多くの教科書で引用されている。Choper, Coffey, Jr. & Gilson, *Cases and Materials on Corporation* (5th ed.1995); Joel Seligman, *Corporations Cases and Materials* (1995).

25) *A. P. Smith Mfg. Co. v. Barlow*, 98 A.2d 581 (N. J. 1953). A. P. Smithから大学への寄付は妥当であり、株主を資するものであること、企業は社会に資することに利害を有するので本件寄付は不当支出ではないことを述べる。*Barlow*, 98 A.2d at 590. さらに *Steinway v. Steinway & Sons*, 40 N.Y.S. 718 (Sup. Ct. 1896); *Union Pac. R.R. v. Trustees, Inc.*, 329 P.2d 398 (Utah 1958) も同趣旨である。

26) 最近の議論は、Paul Rose, “Common Agency and the Public Corporation”, 63 *Vand. L. Rev.* 1355 (2010) など参照。

社価値最大化を図ることと同義であるとの立場²⁷⁾ などである²⁸⁾。上記の最後の「剰余権者論」は、法人擬制説への批判から生じた株主利益重視論という側面も忘れてはならない。つまり、「法と経済学」において、米国では法人擬制説²⁹⁾ が通説であった。この見解から導かれる「契約の束 (nexus of contracts)」理論³⁰⁾ に立つと、株主は会社に結びついている主体の一つに過ぎず、またその契約は不完全であることが多い (いわゆる「契約の不完備性 (incomplete contracts)」)。こうしたことから、株主の利益を最大限重視すべきである、株主利益の最大化のために経営されることが効率的であるということになる³¹⁾。さらに、コーポレート・ガバナンスにおいて、上記に関連して生じるエージェンシー・コスト (Agency Cost)³²⁾ 問題が大きな焦点となってきた。

27) 日本でこれを紹介するものとして伊藤秀史「現代の経済学における株主利益最大化の原則」商事法務1535号6頁(1999年)。なお契約理論の史的展開につき要領よくまとめたものとして、伊藤秀史「契約理論—マイクロ経済学第3の理論への道程—」経済学史研究49巻2号52頁(2007年)。

28) 松井秀征は、「所有と契約の契機の再構成」という枠組みを用い、所有と経営の分離により「所有」の絶対性は失われたが、株主と経営者との「契約」として見直すことにより、所有の問題として従来理解されてきた対象が契約の問題として転位されることになった、その上で契約の不完備性のゆえに剰余権への「所有」という観点が再認識されるようになった、と指摘する。同『株主総会制度の基礎理論』185-98頁(有斐閣、2010年)。

29) 法人は単に株主の集合体にすぎないとする説。法人は自然人に擬制して認められる人格にすぎないとする。19世紀ドイツの法学者サヴィニー (F. K. von Savigny) が提唱した。

30) 企業を、株主、経営者、従業員、取引先、債権者などのステークホルダーが個別に取り結ぶ「契約の束」に過ぎないと考え、独自の存在と見ることを否定する考え方である。賛否両論見られるが、近時賛成論が多いとされる。Marleen A. O'Connor, "Restructuring the Corporation's Nexus of Contracts: Recognizing a Fiduciary Duty to Protect Displaced Workers", 69 *N.C.L. Rev.* 1189 (1991); William W. Bratton, Jr., "The 'Nexus of Contracts' Corporation: A Critical Appraisal", 74 *Cornell L. Rev.* 407 (1989); Stephen M. Bainbridge, "DIRECTOR PRIMACY: THE MEANS AND ENDS OF CORPORATE GOVERNANCE", 97 *Nw. U.L. Rev.* 547 (2003). Nexus-of-contracts theory は agency theory や social contract theory に根拠を求める。Larry A. DiMatteo, "LAW AS A SOURCE OF STRATEGIC ADVANTAGE: Strategic Contracting: Contract Law as a Source of Competitive Advantage", 47 *Am. Bus. L. J.* 727 (2010) at note 242.

他方でステークホルダー理論も台頭をみせる。ステークホルダー理論は1963年に米国SRIインターナショナルの内部のメモで初めて使われた。この理論は後に1980年代になってから、エドワード・フリーマン (Edward Freeman) によって展開され、主唱されるようになった³³⁾。その後1990年代から様々な分析結果が公表されてきた³⁴⁾。一般には企業の存続に不可欠のグループとして株主、従業員、顧客、経営者、納入業者、コミュニティの6つがステークホルダーとしてあげられる。これらステークホルダーの利益は、例えば倫理行動や長期的利益の判断の中で考慮されることとなった。

また、1960年代から1970年代は公民権法成立等に見られるように社会変革

31) いわゆるコントラクタリアン (Contractarian) からの主張である。当初経済学者から主張された。古典的な contractarian の見解として、FRANK H. EASTERBROCK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* (1991) ; Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, "CONTRACTUAL FREEDOM IN CORPORATE LAW: ARTICLES & COMMENTS; THE CORPORATE CONTRACT", *89 Colum. L. Rev.* 1416 (1989) ; Oliver Williamson, "Corporate Governance", *93 Yale L.J.* 1197 (1984) ; Michael Klausner, "CORPORATIONS, CORPORATE LAW, AND NETWORKS OF CONTRACTS", *81 Va. L. Rev.* 757 (1995). 最近では、Julian Velasco, "The Fundamental Rights of the Shareholder", *40 U.C. Davis L. Rev.* 407, 443-51 (2006).

32) エージェントである経営者はプリンシパルである株主の最善の利益のためだけに行動するとは限らないため、このエージェンシー・コストを最小限にする装置が必要になる。これに関する多くの論文があるが、差し当たり、法学から、Mark J. Roe, "Modern politics and ownership separation" in Jeffrey N. Gordon and Mark J. Roe, ed., *Convergence and Persistence in Corporate Governance* (2004) ; Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in the Theory and Practice*, pp73-75, 100-104 (2008)、経済学から、Michael C. Jensen, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, pp85-87, 137-138 (2000) など。

33) Edward R. Freeman, *Strategic Management: A stakeholder approach* (1984).

34) See Thomas Donaldson and Lee E. Preston, "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications", *Academy of Management Review* (1995); Ronald K. Mitchell, Bradley R. Agle and Donna J. Wood, "Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts", *Academy of Management Review* (1997)。

の時代と称された。その中で経済開発委員会（CSD）は「企業の社会的責任」という報告書を公表した³⁵⁾。

(2) 1980年代の敵対的買収の活発化からの動き

1980年代には、レーガン政権の規制緩和や金融技術の発達により敵対的買収が急加速した。非効率な企業は敵対的買収の対象となり³⁶⁾、そうした企業の経営陣は解任され、買収された企業の資産は切り売りされた。これにより経営陣・従業員のモラルの低下を招き、結果米国経済は低迷することとなった。こうした状況を背景に司法の分野においても重大な動きが生じ、1980年代に敵対的買収及び防衛策に関する様々なルールが形成された（第4期M&Aブーム）。

まずユノカル事件最高裁判決³⁷⁾は、敵対的企業買収に対して取締役会が業務執行権（防衛策）を行使する経営判断ができることを判示した。ただし、その条件として、取締役が自ら、敵対的買収が対象企業の経営や効率性に対し脅威があると信じるに足る合理的な根拠があること、防衛策が脅威との関係で相当なものであったことを立証する義務があると判示した。経営者が行う立証の対象には、買収価格の水準や買収対価の質、買収の性質やタイミング、違法性の問題、ステークホルダーへの影響などが含まれる³⁸⁾。

さらに、レブロン事件最高裁判決³⁹⁾は、破綻に瀕して救済合併先をもとめるような場合は、経営者は、もはや取締役としてではなく、株主の最大利益のための会社を売却する競売人となると判示した。取締役会が企業買収に関して

35) 経済開発委員会著／経済同友会訳『企業の社会的責任』（鹿島研究所出版会、1975年）。

36) 1960年代に盛んに設立されたコングロマリット企業はその非効率性ゆえに株式市場で成績が振るわず、真っ先に企業解体を目的とした敵対的買収の対象になっていった。

37) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

38) ステークホルダーにつき、株主以外の構成員（すなわち、債権者、顧客、従業員、地域社会一般）に与える影響も考えられると判示している。Id. at 955.

39) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holding, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

業務執行権の行使として経営判断をすることができないとする場合があることを認めた⁴⁰⁾。

1990年代初めまでに、これらの司法判断や法整備（特に各州による反企業買収法（anti-takeover statutes）の制定⁴¹⁾ など）によって買収合戦は沈静化に向かった。

また、取締役は買収に対して株主以外のステークホルダーの利益を考慮すべき（または考慮することができる）とする規定（Corporate Constituency Statutes；構成員利益条項）を置く州も現れた。1983年のペンシルベニア州⁴²⁾以降、現在では31州（コネチカット⁴³⁾、ミネソタ⁴⁴⁾、NY⁴⁵⁾、ウィスコンシン⁴⁶⁾など）の会社法にこうした規定がある⁴⁷⁾。構成員利益を考慮する場合も

40) 「さまざまな企業の構成員に対する考慮は、買収提案の協議のときには適切であるが、これは、原則として、合理的に株主に帰する利益があることを条件とする」と判示する。Id. at 176

41) いわゆる第1世代の制定法は違憲とされたが(Edgar v. MITE Corp., 457 U.S. 624 (1982))、その後第2世代、第3世代の制定法が立法されることになる。

42) 15 Pa. Cons. Stat. § 1715は、取締役会は構成員利益と株主利益と同等に重きを置けるという、特殊な規定を置いている。

43) Conn. Gen. Stat. § 33-756は、取締役は、会社の最善の利益を判断するに際し、従業員等の利益やコミュニティなどを考慮するものとする、と規定する。

44) Minn. Stat. Ann. § 302A.251(5)は、取締役が、取締役の地位に基づく義務を遂行する場合、会社の最善の利益を検討するときに、会社の従業員、顧客、サプライヤー、および債権者の利益、州経済、地域的・社会的配慮、ならびに会社・株主の長期的・短期的利益－利益は会社の継続的な独立性によって最善にもたらされるという可能性もこれに含まれる－を検討することができる、と定めている。

45) N.Y. Bus. Corp. Law § 717(b)は、取締役は、従業員や顧客・債権者などへの短期的・長期的影響を考慮することができる、と規定する。

46) Wis. Stat. Ann. § 180.0827は、取締役は、ある行動が株主に与える影響を考慮するだけでなく、①従業員、取引先、顧客に与える影響、②事業をしている地域に与える影響、③その以外に取締役が関係すると判断する一切の事項を考慮できるとする。

47) Alissa Mickels, “Beyond Corporate Social responsibility: Reconciling the Ideas of a For-Benefit Corporation with Director Fiduciary Duties in the U.S. and Europe”, 32 *Hastings Intl & Comp. L. Rev.* 271, 290 n113 (2009).

それが任意か強制かにつき別がある⁴⁸⁾。他方20州（デラウェア、カリフォルニアなど）にはこうした規定がない。Constituency Statutesの合法性につき論じた判決はまだない⁴⁹⁾。

さらに、アメリカ法律協会（ALI）は1994年に「コーポレート・ガバナンスの原理－分析と勧告」を公表した⁵⁰⁾。その2.01条は利益最大化原則を定めるが、同条(a)は会社の目的は会社利益と株主利益の増大であるとし⁵¹⁾、また同条(b)は以下のように規定する。

「企業の利益と株主の利益が高められなかったとしても、

(1)法人も法の定める境界の中で行動する義務を負う

(2)責任ある職務遂行により合理的に考えて適当と思われる倫理的考慮をする

48) Lynda J. Oswald, “Shareholders v. Stakeholders: Evaluating Corporate Constituency Statutes Under the Takings Clause”, *24 J. Corp. L.* 1, 15 (1998)はこの条項を内容により3種類に分類する。構成員利益の考慮を許容するとの規定（もっとも多い）、この考慮を奨励する規定（インディアナ州、ペンシルベニア州）、この考慮を要求する規定（コネチカット州のみ）である。See also Lawrence E. Mitchell, “A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes”, *70 Tex. L. Rev.* 579 (1992); Eric W. Orts, “Beyond Stockholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes”, *61 Geo. Wash. L. Rev.* 14, 85 (1992). さらに太田洋＝今井英次郎「米国各州における企業買収規制立法の最新状況〔下〕」商事法務1723号38－39頁（2006年）など。

49) Constituency Statutesに反対する代表的な見解として、American Bar Association Committee on Corporate Laws, “Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion”, *45 Bus. Law* 2253 (1990)。アイゼンバーグは解釈論として3つの可能性を認める。第1は、株主利益に資する場合に構成員利益を考慮できるとする解釈、第2は、株主利益を損なっても構成員利益を考慮できるという解釈、第3は、構成員利益を考慮できるが無制限ではないという解釈である。結局、裁判所は最後の解釈を採用する可能性が高いであろうとする。メルヴィンA. アイゼンバーグ「基調報告 敵対的企業買収の防衛と企業の社会的責任」月刊監査役516号27-29頁（2006年）。

50) 証券取引法研究会国際部会翻訳『コーポレート・ガバナンス—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究』（日本証券経済研究所、1994年）。

51) 会社利益と株主利益とを区別したのは、長期的利益を重視するため特に「会社利益」を付加したものとされる。Schwartz, “Defining the Corporate objective: Section 2.01 of the ALI’s Principles”, *52 Geo. Wash. L. Rev.* 511, 529 (1984)。

ことができる

(3)公共の福祉、人道、教育、慈善目的に合理的な額の資源を拠出することができる」

また同原理6.02条(b)は、買収防衛行為の正当性の基準を規定するが、大きく株主の長期的利益を損なわなければ、取締役会は、会社が正当な関係を有する株主以外の利害関係人を考慮できる、と規定する⁵²⁾。

以上の経緯で企業経営においてステークホルダーの利益を考慮する認識が徐々に広まった。

(3) 1990年代の Shareholder Activism の兆し

1990年代の米国は好景気に支えられて市場の効率と競争を強調する立場が基調となった。そのなかで、短期的利益を追求し企業経営に不満なら売却するというウォールストリート・ルールによるのではなく、株主の長期的利益を考慮した経営が意識されるようになった。保有比率が増大する機関投資家⁵³⁾による積極的な経営監督権の行使の潮流（株主積極主義；Shareholder Activism）が生まれたが⁵⁴⁾、これは法律論として主流にまではいたらなかった⁵⁵⁾。

52) ユノカル基準に沿った法理を明らかにしている。すなわち、取締役は、会社の政策および効率性に対する脅威が存在すること、および防衛策がその脅威に対して合理的な関係を有することを立証しなくてはならないが、不招請公開買付に対して、これに対抗することとなることが予見される行為をとることができる、としている。

53) 1950年代には7%だったのが1990年代以降は40%以上を維持し、2002年には50%になった。文載皓「第3章 アメリカのコルポレート・ガバナンス」佐久間信夫＝水尾順一『コルポレート・ガバナンスと企業倫理の国際比較』49頁（ミネルヴァ書房、2010年）参照。

54) 実務的にはこれがRelationship Investmentへとつながるので重要な流れではある。

55) Edward B. Rock, “The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism”, 79 *Geo. L. J.* 445 (1991) ; Roberta Romano, “Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered”, 93 *Colum. L. Rev.* 795 (1993). 安本政恵「アメリカとイギリスにおけるコルポレートガバナンス制度に関する一考察（一）—ステークホルダーの利益保護という視点から—」*広島法学* 33巻2号143頁（2009年）。

米国州会社法では日本の会社法に比べ株主総会の権限は制限されており、法制度として取締役中心主義（経営者主義）に立脚するものと言えよう⁵⁶⁾。米国では企業のガバナンスの考え方につき、2000年初め、Shareholder Primacy（株主優位主義）を唱える見解が現れDirector Primacyの立場と対立することとなった⁵⁷⁾。Bainbridgeは、Director Primacyを提唱し、取締役会は究極的な意思決定権者であり、一旦任命された以上株主利益最大化の目的による制限はあるものの無制限の権利行使ができると述べた。これに対し、Bebchukは、Shareholder Primacyの立場から、株主の権限拡大論を展開した。この論点は現在でも議論されている⁵⁸⁾。なお、前述のバーリの見解はShareholder Primacyの始まりとして再評価されている⁵⁹⁾。さらに、株主が会社のprincipalで取締役会や経営陣がagentであるとの前提（いわゆるAgency Model）を見

56) 州会社法上は会社の業務執行権は取締役会の専決事項とされている。したがって、配当決定権限も取締役会にあり、株主提案として配当増額を提案することはできない。取締役会権限事項を定款変更によって株主総会権限事項とすることもできない。森田章「公開企業の取締役会権限—敵対的企業買収の防衛策を中心として—」商事法務1785号20頁（2006年）。

57) BainbridgeとBebchukとの論争につき、Stephen M. Bainbridge, “DIRECTOR PRIMACY: THE MEANS AND ENDS OF CORPORATE GOVERNANCE”, 97 *Nw. U.L. Rev.* 547 (2003) ; Lucian Arye Bebchuk, “The Case for Increasing Shareholder Power”, 118 *Harv. L. Rev.* 833 (2005) ; Stephen M. Bainbridge, “RESPONSE TO INCREASING SHAREHOLDER POWER: DIRECTOR PRIMACY AND SHAREHOLDER DISEMPOWERMENT”, 119 *Harv. L. Rev.* 1735 (2006) ; Lucian A. Bebchuk, “RESPONSE TO INCREASING SHAREHOLDER POWER: REPLY: LETTING SHAREHOLDERS SET THE RULES”, 119 *Harv. L. Rev.* 1784 (2006). Bebchukの「株主の権限拡張論」であるが、米国では株主は定款変更議案を提出できないなど株主の権限が最初からかなり制限されており、その点日米の違いに留意すべきである。森田・前掲注56) 参照。

58) Jill Fisch, “Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy”, 31 *J. Corp. L.* 637, 638 (2006) はshareholder primacyを批判する。See also Julian Velasco, “SHAREHOLDER OWNERSHIP AND PRIMACY”, 2010 *U. Ill. L. Rev.* 897 (2010) ; Leo E. Strine, Jr., “RESPONSE TO INCREASING SHAREHOLDER POWER: TOWARD A TRUE CORPORATE REPUBLIC: A TRADITIONALIST RESPONSE TO BEBCHUK’S SOLUTION FOR IMPROVING CORPORATE AMERICA”, 119 *Harv. L. Rev.* 1759 (2006)。

直し、会社はステークホルダーによる企業特有の投資が行われる連結点である (nexus of firm-specific investments) との見解 (チーム・プロダクション理論) も現れており、これはステークホルダー論から法解釈学への一つの努力と評価できるであろう⁶⁰⁾。

ガバナンスや企業倫理のレベルにおいて、これらの理論がどのような意味をもつのか検証をしていかなければならない。

(4) 2000年代の企業不祥事とSOX法

利益を生み出そうと没頭する経営者に対して、社会的責任 (換言すれば正義や公共善) を実現するために、外部からの規制ではなく自己規制にゆだねることは、実際は非常に難しい。米国では、たとえば自己規制が無益であることをゲーム理論によって解明しようとする努力が1960年代から既になされてきた⁶¹⁾。

1980年代に防衛産業の腐敗が発覚したことを契機に、1986年いわゆるDII原

59) Lynn Stout, "Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy", 75 *S. Cal. L. Rev.* 1189 (2002) は、パーリは現在のいわゆるshareholder primacyを支持する議論を行った、とする。同様の認識を示すものとして、Fisch, *supra* note 58, at 647; John H. Matheson & Brent A. Olson, "Corporate Law and the Long Term Shareholder Model of Corporate Governance", 76 *Minn. L. Rev.* 1313, 1330 (1992)。

60) Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, "A Team Production Theory of Corporate Law", 85 *Va. L. Rev.* 247 (1999)。チーム・プロダクション理論を紹介するものとして、大杉謙一「アメリカのコーポレート・ガバナンス論(下)」商事法務1506号22頁以下(1998年)、伊藤壽英「アメリカ会社法学におけるチーム生産アプローチ—契約的企業観に対するアンチテーゼ—」法學新報110巻3=4号75頁(2003年)、渡辺智子「現代企業のガバナンスと関係特殊投資：不完備契約論を超えて」三田商学研究47巻4号97頁(2004年)、同「新しい企業理論と現代株式会社の取締役会の役割」三田商学研究48巻1号239頁(2005)。さらに、神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討(Ⅰ)」商事法務1866号4頁(2009年)。なおこれと似て非なるものとしてcommunitarian(共同体論者)からの主張がある。Lawrence E. Mitchell, "A Theoretical and Practical Framework for Enforcing Corporate Constituency Statutes", 70 *Tex. L. Rev.* 579 (1992); Lawrence E. Mitchell ed., *PROGRESSIVE CORPORATE LAW* (1995)。

則 (Principles of Defense Industry Initiative on Business Ethics and Conduct) が採用された。その後これを参考に、1987年連邦量刑ガイドライン (The Federal Sentencing Guideline for Organization) が制定された⁶²⁾。このDII原則や連邦量刑ガイドラインを基準として企業は独自の倫理プログラムを導入してきた。これにより企業は必然的にコンプライアンス志向を強めた。他方で、コンプライアンスではなく「企業倫理の制度化」こそが重要であるとの主張⁶³⁾が脚光を浴びることとなった。

2000年のITバブル崩壊により景気が減退すると同時に、2001年のエンロン事件、2002年のワールドコム事件が生じ、コンプライアンス・プログラムが必ずしも効果がないことが露呈した。これに緊急に対処するためSarbanes-Oxley Act⁶⁴⁾が制定された。さらにこうした不祥事を契機としてステークホルダーを企業統治においてより積極的に位置づけようとする見解 (ステークホルダー積極主義: Stakeholder Activism) も主張されるようになった⁶⁵⁾。

61) Mancur Olson, *The Logic of Collective Action* (Harvard Press, 1965), 翻訳として依田博 = 森脇俊雅訳『集合的行為論 - 公共財と集団理論』(ミネルヴァ書房、1996年); Russell Hardin, "Collective Action as an Agreeable n-Prisoner's Dilemma" in *Behavioral Science vol. 16* (1971) (囚人のジレンマ理論); C. Ford Runge, "Institutions and the Free Rider: The Assurance Problem in Collective Action" in *Journal of politics vol. 46* (1984) (保証の問題). 概説として、イアン・メイトランド「企業による自己規制の限界」トムL.ピーチャム = ノーマンE.ボウイ/加藤尚武監訳『企業倫理学1』205 - 218頁 (晃洋書房、2005年) 参照。

62) 小坂重吉「連邦量刑ガイドラインの概要とコンプライアンス効果(上)(下)」商事法務1537号26頁、1538号17頁(1999年)など参照。同ガイドラインは犯罪の程度に応じた懲罰とこの抑止に重点が置かれている。2010年改正された。

63) リン・シャープ・ペイン著/梅津光弘 = 柴柳英二訳『ハーバードのケースで学ぶ企業価値一組織の誠実さを求めて』(慶応大出版、1999年)。「誠実さを目指す戦略」が重要だとする。79 - 92頁。特に、コンプライアンス型 (法律遵守を目指す戦略) と価値共有型 (誠実さを目指す戦略) とを対比した図 (82頁) はよく引用されるところである。リン・シャープ・ペイン著/鈴木主税 = 塩原通緒訳『バリューシフト - 企業倫理の新時代 - 』(毎日新聞社、2004年)。

64) 正式名称は上場企業会計改革および投資家保護法 (Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002) である。

IV. 英国

米国と異なり、欧州では従来からステークホルダー・モデルが優勢である。

欧州におけるCSRの進展に関するエポックメイキングとしては2002年欧州委員会から公表された「企業の社会的責任-持続可能な発展に寄与するビジネスに関する意見表明」⁶⁶⁾があげられる。これによれば、企業の社会的責任は法律の要求を超えた企業の自主的な取り組みであり、CSRは本質的に持続可能な発展という概念と不可分一体となって結びついている⁶⁷⁾。

英国の会社法をめぐる環境はどうであったか。英国では1980年代後半から1990年代前半にかけて企業の不祥事が数多く発覚した。これが一つの契機となってコーポレート・ガバナンス改革へと向かっていった⁶⁸⁾が、その中心となったのが、キャドバリー委員会(1991年設置)、グリーンベリー委員会(1995年設置)およびハンペル委員会(1996年設置)であった⁶⁹⁾。その各報告書は統合され「統合規範(Combined Code)」として公表された。

英国の法規制において特色的な点は法令ではなく自主規制を尊重する伝統が

65) Giovanni Cespa & Giacinta Cestone, "Stakeholder Activism, Managerial Entrenchment, and the Congruence of Interests Between Shareholders and Stakeholders" (Universitat Pompeu Fabra Econ. & Bus. Working Paper No. 634, 2002), available at <http://ssrn.com/abstract=394300>. さらに、宮坂純一『ステイクホルダー行動主義と企業社会』(晃洋書房、2005年)(特に14-27頁)参照。

66) これは2001年に欧州委員会が公表したグリーン・ペーパーで提起された2つの問題に対し一定の指針を示したものである。さらに神作裕之「企業の社会的責任：そのソフトロー化? EUの現状」ソフトロー研究第2号91頁(2005年)。

67) 座談会・前掲注4)座談会8頁。

68) 英国のコーポレート・ガバナンスを論じる文献として、川内克忠『英米会社法とコーポレート・ガバナンスの課題』(成文堂、2009年)、出見世信之「第5章 イギリスの企業倫理と企業統治」中村瑞穂編著『企業倫理と企業統治-国際比較-』(文眞堂、2004年)、田中信弘「第5章 イギリスのコーポレート・ガバナンス」佐久間信夫=水尾順一『コーポレート・ガバナンスと企業倫理の国際比較』(ミネルヴァ書房、2010年)参照。

69) 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編『コーポレート・ガバナンス-英国の企業改革-』(商事法務、2001年)。

ある点である。上記の統合規範もその一つでありロンドン証券取引所の上場規則として採用されている。また、英国においては“comply or explain”（遵守せよ、さもなければ説明せよ）とのルールが採用されており、これは広く支持されている⁷⁰⁾。さらに企業統治と企業倫理とを同じレベルの問題として議論することが少なくない点も特色であるといえよう⁷¹⁾。

英国1985年会社法309条1項は、「取締役が職務執行上配慮すべき事項には、構成員（株主）の利益のほか従業員の利益一般を含む」と規定し、取締役にはこの例外を除き考慮すべき義務は存在しなかった。従業員以外のステークホルダーに対する配慮義務はなかった。さらに同条2項は「本条により取締役に課せられる義務は、取締役が会社に対して負うものであり、また取締役が会社に対し負う信認義務と同じ方法で強制できる」と規定していた。

これに対し、英国2006年会社法172条(1)は以下のように規定する：

「会社の取締役は、全体として構成員の利益のため会社の成功の促進に最も資すると誠実に考える方法で行為しなければならず、またそうするに際して以下を考慮しなければならない⁷²⁾：

- (a)長期的にみた、ある判断から予想される結果
- (b)会社の従業員の利益⁷³⁾
- (c)サプライヤー、顧客、その他と会社との事業上の関係を促進する必要性
- (d)会社の事業のコミュニティおよび環境への影響
- (e)高い基準の事業行為のため、会社が社会的評判を維持するのが好ましいこと

70) 2003年度統合規範の序文参照。さらに、野田博「『遵守せよ、さもなければ説明せよ』原則の考え方と現実との乖離をめぐり—考察—英国の『コーポレート・ガバナンスについての統合規範』を主な対象として—」ソフトロー研究第8号（2007年）。

71) E. Sternberg, *Just Business*, p 18 (Oxford Press, 2000).

72) この要素のどれをどの程度考慮するかは取締役の裁量であるとされる。Alan Steinfeld, et al., *Blackstone's Guide to The Companies Act 2006*, p 85 (Oxford Univ. Press, 2007).

73) 従業員の利益の考慮のみが1985年会社法309条に規定されていた。新会社法は、会社＝株主利益であることを前提としており、従業員の利益は、会社の成功を促進する責務の一部として考慮すべき事項の1つに過ぎないことになった。Id. at 84.

(f)会社の構成員間におけると同じく公平に行為する必要性」

2006年会社法の規定は、米国や日本の会社法の解釈学がステークホルダーの利益を考慮してもよいとの立場にとどまっていることに比べ、積極義務となっている点で大きな特色を有する⁷⁴⁾。さらに、あくまで株主利益の促進のためステークホルダーの利益を配慮すべきであると述べていることに留意すべきである⁷⁵⁾。

V. 日本

持ち合い解消による安定株主の消滅、買収アレルギーの低下などを背景に、具体的にはライブドアによるニッポン放送株買収劇（2005年）により、敵対的買収、これに対する防衛策が脚光を浴びた。敵対的買収に関する公正なルールの形成が急務となり、様々な研究がなされる端緒となった。また、この議論を契機として、「会社は誰のものか」との議論も改めてなされることとなった。経済学・経営学の分野では、株主利益最大化論はさることながら、ステークホルダー論を唱えるものが少なくない⁷⁶⁾。また、両説の対立はナンセンスであるとの見解も有力である⁷⁷⁾。

74) Andrew Keay, "Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach'", 29 *Sydney L. Rev.* 577 (2007).

75) よって会社の成功を促進するならば必ずしもステークホルダーの利益に配慮する義務はないことになりそうである。この指摘として、川内克忠『英米会社法とコーポレート・ガバナンスの課題』135-38頁（成文堂、2009年）、安本政恵「アメリカとイギリスにおけるコーポレートガバナンス制度に関する一考察（二・完）—ステークホルダーの利益保護という視点から—」*広島法学*33巻3号48頁（2010年）。

76) 例えば、伊丹敬之「株式会社と従業員『主権』」伊丹ほか編『日本の企業システム 第1巻』（有斐閣、1993年）、岩井克人『会社はだれのものか』（平凡社、2005年）など。なお、会社の構造と会社法制は一国の初期の株式所有パターンに依存する（path dependence）という指摘がなされている。Lucian Arye Bebchuk & Mark J. Roe, "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance", 52 *Stan. L. Rev.* 127 (1999).

77) 例えば、小林慶一郎「社員の自己犠牲の上に成立しているからこそ、会社は高い理念も必要」岩井ほか『会社は株主のものではない』（洋泉社、2005年）など。

伝統的な会社法学においては、米国と異なり、法人实在説が支配的であり、企業は社員個人の営利追及を超えた社会的使命をもつと捉えられてきた⁷⁸⁾。このように会社の団体性を重視する立場からは、企業の社会的責任に肯定的なように見える⁷⁹⁾。最近でも「会社債権者の保護を図りつつ、社員の利益を増進させるよう、会社が運営される仕組みを用意するのが会社法である」という指摘もある⁸⁰⁾。

しかし近時の法学の分野では株主利益最大化論が有力である⁸¹⁾。完備契約の当事者である債権者や従業員は会社の利益を最大化するインセンティブをもっていないが、剰余権利者たる株主はそのインセンティブを有していること、以上の立場は現行法体系に合致していること（剰余金・残余財産請求権、取締

78) 企業は社員個人の営利目的を超えた社会的使命をもっている。鈴木竹雄『新版会社法全訂5版』3頁（弘文堂、1994年）。会社の占める地位の重大性から、会社法の主要な任務の一半は社会公共の利益の保護に存する。大隅健一郎=今井宏『会社法論上』5-6頁（有斐閣、1991年）。西原寛一は、会社は、継続的意図をもって企画的に経済行為を執行し、これによって国民経済に寄与すると共に（公共性）自己および構成員の存在発展のため収益をあげることを目的とする（営利性）一個の統一ある独立の経済的生活主体であると述べる。最近では、新津和典『『企業自体』の理論と普遍的理念としての株主権の『私益性』(1)(2)』法と政治59巻4号109頁・60巻3号1頁（2009年）は示唆的である。

79) その他鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法』32-33頁（有斐閣、1994年）など。

80) 龍田節『会社法大要』27頁（有斐閣、2007年）。

81) 落合は、株主利益最大化原則が株式会社法の基本的なルール第1であり、単なるお題目ではなく、法的義務であり、その重要な帰結は、会社の経営においてさまざまな会社利害関係者の利害が対立する場合には、株主の利益を最も優先する経営決定がなされるべきとあるとする。落合誠一「企業法の目的—株主利益最大化原則の検討—」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の法7 企業と法』23頁（1998年）；同「敵対的買収における株主とステークホルダー利益の対立問題」経営戦略研究7巻6頁（2006年）；同「新会社法講義第5回第2章 株式会社法の基本的特色(2)」法学教室311号30-33頁（2006年）など。江頭は株主利益最大化が会社を取り巻く関係者の利害調節の原則になる、さらに、CSRは裁量の幅が大きくなり注意義務違反をいにくくなるとする。江頭憲治郎『株式会社法（第3版）』22頁注5）（有斐閣、2009年）。田中亘「ステークホルダーとガバナンス」企業会計57巻7号57頁（2005年）は、デフォルト・ルールとしては株主利益最大化が基本目的であるとする。

役選・解任権、株主代表訴訟など）、株主利益の最大化は資本市場が企業を評価する基準でもあり、マーケット・メカニズムが機能するための前提条件となること、などを理由とする⁸²⁾。他方、ステークホルダー論者からは特に従業員の利益を考慮すべきとの主張がなされている⁸³⁾。いずれにせよ、会社の目的とステークホルダー利益やCSRとの整合性をどう図るかが問題となつてこよう⁸⁴⁾。

買収局面においてステークホルダー利益を考慮すべきかについての議論もなされることとなった。前述の企業買収劇に伴う混乱に対処するため、2005年には経済産業省の主導による企業価値研究会が「企業価値報告書」を作成・公表し、これを踏まえ経済産業省・法務省による「買収防衛策に関する指針」が発表された。「報告書」には「多様なステークホルダーとの良好な関係を築くことによって企業価値向上を実現する」と表現され、「指針」には「株式会社は、従業員、取引先など様々な利害関係人との関係を尊重しながら企業価値を高め、最終的には、株主共同の利益を実現することを目的としている」とされている。

また、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラムは、2006年、「新コーポレート・ガバナンス原則」を公表した。長期的な株主利益の増大が企業の目的であり、この長期的な株主利益には各種のステークホルダーとの関係が含まれ

82) 前提に疑問を投げかけるものとして、柳川範之『法と企業行動の経済分析』33頁など（日経新聞社、2006年）。落合説に対する批判として、神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討（Ⅵ完）」商事法務1871頁56-57頁（2009年）。

83) 大杉謙一「敵対的企業買収と防衛措置の法的効力に関する一考察」落合誠一先生還暦記念『商事法への提言』506頁（商事法務、2004年）、神谷高保「企業買収防衛策の適法性判定基準の理論的構造」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論^(下)』82頁注82（商事法務、2007年）など。

84) CSRは会社法の一般規定ないし法理である、したがって、「会社法の目的は、一般的、原則的に企業が社会的責任を尽くし実現することと理解すべきである」とする見解もある。坂田桂三「取締役および執行役の経営判断における責任—企業の社会的責任・企業価値実現からの考察—」法律論叢80巻2=3号169、174頁（2008年）。

るが、種々のステークホルダー間の利害の調整は市場原理に委ねる、とする。

なお、CRSと企業倫理について、日本においても「企業倫理の制度化」の議論がなされていることには注目すべきであろう⁸⁵⁾。

VI. 個別論点

1 取締役の信託義務

信託関係は一定の受益者の存在を前提とする。まず取締役の信託義務 (fiduciary duty) は誰に対する義務かを明らかにしなければならない⁸⁶⁾。

日本では一般に取締役の善管注意義務・忠実義務は会社に対し負うとされてきた⁸⁷⁾。米国では、会社か株主か意識されずに信託義務が使用されている⁸⁸⁾ ⁸⁹⁾。これを議論する実益はどこにあるのか。株主に対する義務と考える (A説) と株主利益最大化は受託者として取締役の義務となるであろう (つまり株主利益最大化説)。会社に対する義務と考えると、会社=株主とすれば (B1説) やはり株主利益最大化説となり、他方会社=ステークホルダーとすれば (B2説) ステークホルダー説となるのであろう⁹⁰⁾。このように信託義務の内容を深化させ、受益者が誰かを分析することは、会社の存在意義の解明の一助ともなろう。ただし、仮にA説やB1説としても、他の stakeholder 利益の考

85) 出見世信之「企業倫理の制度化」明大商學論叢 84巻3号 441頁 (2002年)。これは「実在の具体的事例の分析を通じての倫理的課題事項の特定ならびに、それらの性格把握を基礎として個別企業の内部において展開される具体的実践の組織的体系化」と定義されることがある。中村瑞穂編著『企業倫理と企業統治—国際比較—』9頁 (文眞堂、2003年)。

86) 類似の問題意識をもつ分析として太田洋=矢野正紘「対抗的買収提案への対応に際しての取締役の行動準則(上)」商事法務1884号17-18頁 (2009年)。

87) 例えば会社法330条 (善管注意義務)、355条 (忠実義務) の規定ぶりも一つの根拠である。

88) たとえばHenry T. C. Hu, “Hedging Expectations: ‘Derivative Reality’ and the Law and Finance of the Corporate Objective”, 73 *Tex. L. Rev.* 985 (1995) at nn. 81 and 82.

89) 信託義務と契約上の義務との違いを論じるものとしてVICTOR BRUDNEY, “CONTRACT AND FIDUCIARY DUTY IN CORPORATE LAW”, 38 *B.C. L. Rev.* 595, 622, 625-26 (1997).

慮を排除すべきことにはならないのではないか⁹¹⁾。代理や信託であれば受益者対受託者という1対1の関係が想定でき、受託者は受益者に対し100%の義務を負うと言いやすい。しかしながら、代理や信託ではなく、「会社」というツールを用いた場合、これとは異別の結論を導き出すことも可能ではないか⁹²⁾。さらなる検討が必要とされるであろう。

他方で「会社は誰のものか」の議論も影響を与えるはずである。株主利益最大化論からは取締役と株主との関係に着目するであろうが、ステークホルダー論者からは取締役とステークホルダーとの関係に対象が広がるであろう⁹³⁾。前述のチーム・プロダクション理論からは独立した取締役会が最終調停者として重要な役割が期待される⁹⁴⁾。Bainbridgeは、ガバナンス制度を分析するに当たり、手段軸と目的軸のマトリックスによる考察を行っているが⁹⁵⁾、これは議論の整理に有益な手法である。

90) いずれのステークホルダーにも権利を与えず、取締役会を調停者と考えれば、チーム・プロダクション理論となる。Blair & Stowt, *supra* note 60. なお、同理論に対する端的な批判として、宍戸善一『動機付けの仕組としての企業—インセンティブ・システムの法制度論—』22-25頁（有斐閣、2006年）。

91) たとえばドットは経営者はすべての利害関係人の受託者として行為すべきと述べる。E. Merrick Dodd, "For Whom Are Corporate Managers Trustees?", 45 *Harv. L. Rev.* 1145, 1160 (1932). さらに、ジョンR.ポットライト「5 受託義務と株主—経営者関係—あるいは、株主の特権性はなりたつのか?—」トムL.ビーチャム=ノーマンE.ボウイ著/加藤尚武監訳『企業倫理学1』129, 133頁（晃洋書房、2005年）は示唆に富む。

92) 米国会社法における取締役の信認義務を基本から考察するものとして、王君『信認義務の理論的基礎—アメリカ法を中心として』（早稲田大学出版部、1991年）。

93) 例えばブルース・アロンソン著/萬澤陽子訳「アメリカのコルポレート・ガバナンスから何を学べるか」ジュリスト1296号102頁（2005年）がこれを指摘する。

94) すべてのチーム構成員は、自己のコントロール権を放棄し、最終調停者（mediating hierarchy）に委ね、他方調停者はどのステイクホルダーからも直接的コントロールも受けない。チーム・プロダクション理論は、株主のみに取締役の選任・解任権を認め、役員責任追及訴訟（つまり株主代表訴訟）を株主のみに認める会社法の体系との整合性などから問題点を指摘されるが、既存の株主主権モデルへのアンチテーゼとして多くの示唆を含んでいる。See Blair & Stout, *supra* note 60, at 276-77.

2 株主利益最大化論再考

(1) 不完備契約理論からは、株主は会社の剰余権者に過ぎず、会社価値に対し最も関心があるのは株主であるから株主利益最大化を図ることは会社価値最大化に資すると説かれる⁹⁶⁾。しかしながら、株主が剰余権者であることは、株主のみにコントロール権を与えることには直結しないのではないか⁹⁷⁾。また、株主以外のステークホルダーは、株主の権利に比べ、それほど保護されて

95) 目的軸として株主利益最大化主義とステークホルダー主義、手段軸として株主優位主義 (shareholder primacy) と経営者主義 (managerialism) を提示している。Bainbridge, *supra* note 57, 97 *Nw. U.L. Rev.* at 547-549. その上で、目的軸として株主利益最大化、手段軸として取締役の支配を提案する (director primacy)。Id. at 550. 取締役会の権限強化を志向する点でBainbridgeとBlair & Stoutは共通するが、前者は株主利益最大化を目的とする点で後者と決定的に異なる。

96) 例えば、柳川・前掲注82) 33頁、田中・前掲注2) 54頁など。事前の取引費用によって契約が不完備になり、事前のホールドアップ問題が発生することになることに依拠した理論を不完備契約理論と称される。伊藤・前掲注27) 56頁。もともと不完備契約理論は、経済学者のGrossman and Hart (1986)、Hart and Moore (1990) による所有権理論モデルからはじまった。これはGrossman-Hart-Mooreモデルと言われ、現在では様々な分野で応用されている。Grossman and Hart “The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration” *Journal of political Economy*, vol.94, pp691-719 (1986); Hart and Moore “Incomplete contracts and renegotiation” *Econometrica* vol.56, pp755-785 (1988); Hart and Moore “Property Rights and the Nature of the Firm” *Journal of Political Economy*, vol.98, pp1119-58 (1990). 他のステークホルダーは契約でより守られており、また事後の交渉力を有しているのに対し株主はそうとは言えないので株主がコントロール権を有することが正当化される。Luigi Zingales, “Corporate Governance”, in Peter Newman ed., *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (1998). 経済学・経営学者による不完備契約理論の文献として柳川範之『契約と組織の経済学』(東洋経済出版社、2000年)、谷口和弘「企業の性質と不完備契約論」三田商学研究45巻3号13頁(2002年)、桑原和典「契約理論の観点からのコーポレートガバナンス—経営者に対する規律づけを中心に—」三田商学研究48巻1号227頁(2005年)、岡部鐵男「企業統治と契約」経済学研究70巻4=5号231頁(2004年)、伊藤秀史「契約の経済理論(2) 不完備契約」中林真幸=石黒真吾編『比較制度分析・入門』(有斐閣、2010年)など参照。さらに、Oliver Hart, *Firms, Contracts, and Financial Structure* (1995). 翻訳としてオリバー・ハート著/鳥居昭夫訳『企業 契約 金融構造』(慶應大出版、2010年)。

いる (つまり complete contracts である) と言えるのか検討の余地があろう⁹⁸⁾。

(2) ステークホルダー論は利害関係者間の調整不能に陥る、経営者の裁量の幅が広がり好ましくない、ステークホルダーを考慮せよとすればかえって株主利益を損なうことになる⁹⁹⁾ という批判がある。しかしながらこれは本末転倒の議論ではないか。あるべき行為基準、評価基準を定立していく努力をまずなすべきではないかと思われる。また、英国2006年会社法のように他のステークホルダー利益の「積極的考慮義務」を認めるには更なる検討が必要と思われるが、少なくとも「考慮の許容」は認めてよいであろう¹⁰⁰⁾。

(3) 株主利益最大化論の支持者は、株主が取締役の選任解任権者であることを根拠として主張する。しかし、これらは決定的な根拠なのであろうか。選任

97) 会社の剰余権者である株主のみにコントロール権を与えるべきとの見解は「効率性」や「インセンティブ」などを根拠としている。たとえば、宍戸・前掲注90) 15-19頁、およびそこに記載の文献参照。しかしながら、効率性のみを追求することは妥当なのだろうか。今後は会社法における「公正性」を制度的にどのように担保していくかが大きな問題であると考えられる。なお、森淳二郎「会社法におけるコーポレート・ガバナンスの基本構造：効率性と公正性の基本的枠組み」国民経済雑誌180巻1号1頁(1999)は、少数株主保護の文脈で公正性を述べるが、株主以外のステークホルダー保護に置き換えれば、本稿の主題においてもなお示唆的である。

98) 雇用契約は暗黙の契約 (implicit contract) によって補完されることがあると指摘されてきた。ポール・ミルグロム=ジョン・ロバーツ著/奥野正寛=伊藤秀史=今井晴雄=西村理=八木甫訳『組織の経済学』(NTT出版、1997年)。See also Katherine Stone, "The New Psychological Contract: Implications of the Changing Workplace for Labor and Employment Law", 48 *UCLA L. Rev.* 519 (2001)。しかし敵対的買収場面などでは暗黙の契約が機能せず信頼の裏切り (breach of trust) が起こるとも指摘されている。Andrei Shleifer and Summers H. Lawrence, "Breach of Trust in Hostile Takeovers," in Alan J. Auerbach, ed., *Corporate Takeovers Causes and Consequences* (1988)。さらに田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」武井一浩=中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略II』(商事法務、2006年)、同「ステークホルダーとコーポレート・ガバナンス：会社法の課題」神田秀樹・財務省財務総合政策研究所編『企業統治の多様化と展望』(2007年)。

99) これはいわゆるステークホルダー・パラドックスという現象である。ケネスE. グッドパスター「企業倫理とステイクホルダー分析」トムL.ビーチャム=ノーマンE.ボウイ著/加藤尚武監訳『企業倫理学1』129,133頁(晃洋書房、2005年)。

された取締役や役員（officer）は会社利益の最大化のためにその責務を果たすべきであるが、前述の通り問題は「会社利益」をどう考えるかであり、株主に選任されるが一旦選任された以上株主利益を超えて「会社利益」最大化を図るべきとの解釈も十分成り立ちうる。

3 長期的利益の問題

株主に対する長期的利益の問題とCSR・ステークホルダー利益の考慮の問題とを明確に区別すべきであろう¹⁰¹⁾。少なくない数の論稿が、長期的利益に配慮すること、または長期的経営は、CSR・ステークホルダー利益に資することになり、結局は株主利益最大化論とステークホルダー論とは同じ結果になると述べている¹⁰²⁾。事実上はそうなるかもしれないが、両説は理論上は分けて考えるべきである。

長期的利益の促進も株主利益最大化に含まれるとすると¹⁰³⁾、固有の問題と

100) 落合・前掲注81)「敵対的買収」12-13頁は、「ステークホルダー論は、株主以外の様々なステークホルダーの利益をも考慮して経営決定せよと主張する」とあるように、ステークホルダー説を諸利益を考慮すべき積極義務を認めるものと記述している。また落合は、倫理的考慮が適切な場合、取締役は倫理的考慮が許されるとする。落合・前掲注81)「企業法の目的」24頁。このように株主利益最大化論についての落合説は、そこで述べるように、かなり緩やかなものと考えられる。したがって、落合説とステークホルダー説（本文のように「許容」のみと考えた場合）とは結果として大きな差はないように見える。

101) これにつき明確に論じている論文はない。しかし、米国コーポレート・ガバナンスの原理（1994年）2.01条(b)(3)に関連し、これは長期的利益で説明できない社会福祉目的の資源利用について扱うものであるとする見解がある。アイゼンバーグ・前掲注49) 24頁。慈善目的の寄付などを念頭に置いているのであろう。アイゼンバーグは、このような行動は合理的な範囲内であれば許されている、と説明する。同書25頁。

102) 中長期的経営はCSRの多くをカバーする、との表現がこれを示している。森田章「商法学の観点からみたCSR」法律時報76巻12号42頁（2004年）。

103) 長期的利益を入れることに慎重な意見もある。宍戸善一「経営者に対するモニター制度」伊丹敬之ほか編『日本の企業システム第1巻 企業とは何か』229頁（有斐閣、1993年）。買収防衛の場面であるが、田中亘「敵対的買収に関する防衛策についての覚書」武井一浩＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略Ⅱ』293頁（商事法務、2006年）。

なるのは、例えば、会社は政治献金、慈善的寄付ができるかという争点であろう¹⁰⁴。具体的には、配当額が減少しても献金・寄付は可能かという論点となる。日本では、余りこの観点からの議論はなされていない¹⁰⁵。なお米国では企業の政治献金は禁止されているが営利企業も慈善寄付は可能であるとされており、寄付の適法性は合理の原則で判断される。この点における議論の深化が必要であろう。

4 企業の社会的責任と法的責任との境界

日本ではCSRを取締役の義務・責任論に持ち込むのは適切でないとするのが支配的見解であろう¹⁰⁶。CSR自体が曖昧なので経営者の裁量を広げる（すなわち経営判断となる）結果に終わるとするのがその理由である。これを踏まえ、むしろ説明責任の重要性を説く見解もある¹⁰⁷。

米国ではCSRをfiduciary duty違反の問題として捉えている。また、Elhaugeは、取締役には利益最大化が要請されるが、同時に、義務としてではなく、一定の裁量として、公共の利益（public interests）のため会社の利益を犠牲にす

104) 落合は、寄付は会社の信用を高め株主利益の増加に結び付くので、認められるとする。落合・前掲注81)「企業法の目的」24頁。配当を浸食する場合は、「合理的な範囲」外ということに認めないことになるのかは不明である。

105) 政治献金に関する最判昭45年6月24日民集24巻6号625頁。最近では名古屋高金沢支部平成18年1月11日判時1937号143頁など。

106) 漠然とした内容のCRSを法定化すれば、価値観の対立を反映して混乱が生じる、とする。龍田・前掲注80)52頁。対立を裁判官が調整し判決できるかということになろうが、困難な場面が多いであろう。CSR分野などにおいて、米国での議論を参考に取締役の「誠実義務」とおしてガバナンスを実現しようとする見解も見られる。近藤光男「市場化社会と会社法制—会社経営者の行動基準」齋藤彰編『法動態学叢書 水平的秩序2 市場と適応』（法律文化社、2007年）。

107) 座談会・前掲注4)24頁〔神作発言〕。

108) Einer Elhauge, “Sacrificing Corporate Profits in the Public Interests”, 80 *N.Y. L. Rev.* 733 (2005). なお企業の利益最大化は社会の目的ではない。短なる利益最大化は、会社利益も株主福祉も損なうと述べる。

ることができる¹⁰⁸⁾。特定のCSR活動が注意義務 (a duty of good faith or of due care) 違反となるか否かの判断のためのファクターを抽出しようという努力もなされている¹⁰⁹⁾。

5 どのようなガバナンス・内部統制がよいか——企業倫理との関係

SOX法、日本版SOX法はガバナンスについて一定の効果をあげていると評価できよう。しかし、未だ企業不祥事は絶えない。現在の内部統制システムの問題点は経営学・法学の両方から指摘されているところである¹¹⁰⁾。

2009年には多くの企業統治 (ガバナンス) に関する研究報告が公表された¹¹¹⁾。しかし、そこで論じられているような独立取締役の採用のみでことは解決しないと思われる¹¹²⁾。

リスク管理システム、内部統制システム等を通じて法とCSRとはリンクし得る。その際CSRの具体化におけるソフトローの重要性を説く立場も有力である¹¹³⁾。確かにソフトローはCSRにおいて一定の通用力を持ってきている¹¹⁴⁾。

109) Janet E. Kerr, "THE CREATIVE CAPITALISM SPECTRUM: EVALUATING CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY THROUGH A LEGAL LENS", *81 Temp. L. Rev.* 831, 860- (2008).
ファクターとして関連性、促進性、可能性、影響力、会社の創立精神を上げる。

110) 現在の内部統制システムの問題点を指摘する論者は多い。加護野忠男=吉村典久「内部統制と会社統治」加護野=砂川=吉村『コーポレート・ガバナンスの経営学』298-305頁 (有斐閣、2010年) は、ハードによる統制ではなくソフトによる統制が有効・効率的であることを指摘するが、大筋で賛成したい。

111) 社外取締役の採用につき多く論じている。

112) 一般に独立取締役の存在と株価上昇との間に相関関係はないとされる。Bhagat Sanjai and Bernard S. Black, "Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance", *27 J. Corp. L.* 231 (2002). 特にエンロン社の取締役17人のうち14人が名目的に独立していたことから、名目上独立取締役がガバナンスにおけるキーになりえるか懐疑的である。William W. Bratton, "Enron and the Dark Side of Shareholder Value", *76 Tulane L. Rev.* 1275 (2002).

113) CSRにおけるソフトローとは、上場基準、業界自主ルール、環境基準など、また国際標準化-ISO14001。座談会・前掲注4) 5、10、26頁 [神作発言] は、ソフトローの重要性を強調する。

しかしながら、外部からのルールで縛る方法には限界があり、企業不祥事は止められないのではないかという疑問がある。

すべての企業に共通する唯一最良のガバナンスの形態は存在しない¹¹⁵⁾。企業ごとに「企業倫理の制度化」を深化させるべきであるとの見解は、この点で説得力がある¹¹⁶⁾。

VII. むすびにかえて

コンポレート・ガバナンスを考察する上での重要な視点につき網羅的に論じた。経済学・経営学において、日本型経営や日本型ガバナンスの特徴・長所が多く論じられ、またステークホルダー理論の成熟をみている。筆者は、株主利益最大化論に付随する原理としてステークホルダー論を、CSRや企業倫理だけでなく、会社法の立法・解釈においても取り入れる努力をするべきと考えている。そうしたなかで、株主を含めたステークホルダーの利益を調整し、会社制度において「公正性」が担保されることになろう。かかるロードマップを手掛かりに考察を深化させ、今後のさらなる研究課題としたい。

(おおつか・あきお 筑波大学法科大学院教授)

114) 座談会・前掲注4) 5頁〔神作発言〕。

115) OECD コーポレート・ガバナンス原則 (1999年) は優れたコーポレート・ガバナンスの唯一のモデルは存在しないと述べている。コーポレート・ガバナンスをアングロサクソン型 (米国など) とライン型 (日独など) に分類して分析するものとして、加護野=砂川=吉村・前掲注110) 63-114頁〔吉村担当〕。各国のコーポレート・ガバナンス構造の差異は歴史的経済的な独自の初期条件から生じたものであるとする米国の Mark Roe 等の見解を紹介するものとして、宍戸・前掲注90) 233頁以下。なお、経済学からガバナンスはステークホルダー・ガバナンスへ収束するであろうとの結論を導くものとして、菊澤研宗「コーポレート・ガバナンス・システムの多様性と収束性」鈴木豊編『ガバナンスの比較セクター分析—ゲーム理論・契約理論を用いた学際的アプローチ』(法政大学出版、2010年)。

116) Blair & Stoutが唱える信頼理論はその努力の一つであろう。Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, "SYMPOSIUM NORMS & CORPORATE LAW: TRUST, TRUSTWORTHINESS, AND THE BEHAVIORAL FOUNDATIONS OF CORPORATE LAW", *149 U. Pa. L. Rev.* 1735 (2001).