

論 説

ステークホルダー・キャピタリズム時代の 会社のパーパス

奥 乃 真 弓

- I はじめに
- II ステークホルダー主義に関する議論
 - 1 手段としてのステークホルダー主義と啓発された株主価値
 - 2 多元的ステークホルダー主義
 - 3 株主利益最大化とステークホルダーの利益
- III 会社（株主）の利益の犠牲におけるステークホルダー利益の追求
 - 1 会社（株主）の利益の犠牲と公共の利益
 - 2 株主厚生：株主の社会的志向からの検討
- IV 会社のパーパスと公共の利益からの検討
 - 1 公共の利益の追求を支持する法と新たな法人形態
 - 2 新たな法人形態、Benefit Corporation の採用と課題
- V 会社のパーパスから検討する公共の利益の促進
 - 1 Benefit Corporation と会社の利益
 - 2 会社のパーパスと経営課題としてのサステナビリティ
- VI おわりに

I はじめに

日本では、株式会社は営利法人であり、株式会社の目的は、対外的経済活動で得た利益を構成員である株主に分配することである¹⁾。こうした意味での営

1) 会社法3条。同法105条第2項。江頭憲治郎『株式会社法』（有斐閣、第8版、2021）22-31頁。社団につき、江頭は、株式会社は株主を構成員とする法人のため一種の「社団法人」であるが、「社団」には複数人が結合する団体等言う意味があること、株式会社には一人会社が極めて多いこと等から、株式会社を「社団」とする規定がない、と説明する。なお、本稿では、「会社のパーパス」のように「会社の存在意義や存在理由」（「会社は何のために存在しているのか」）を指すときには「パーパス」を用い（注56の本文参照）、「成し遂げようとする事」という一般的な意味では「目的」を用いる。

利の目的から、「株主の利益最大化」が会社関係者の利害調整の原則とされ、取締役・執行役（以下、「取締役等」という。）の善管注意義務および忠実義務とは、株主利益最大化を図る義務を意味する²⁾。また、株主が出資を行うのは、利益を得ることを期待しているからであり、株式会社が利益を追求する必要がなくなれば、出資を行う者、すなわち株主となる者はいなくなるであろうという指摘もある³⁾。

アメリカにおいても、Dodge v. Ford Motor Co. の裁判や⁴⁾、1970年の「企業の社会的な責任は市場価値としての利益を向上させることである」というFriedmanのNew York Times Magazineでの発表を代表とし⁵⁾、株主を第一と考える株主利益最大化論は、支配的な考え方である⁶⁾。

一方、近年において「株主利益最大化が企業の目的である」という方針からの大きな転換が世界の注目を集めた声明がある。2019年8月のBusiness Roundtable（以下、「BRT」という。）の声明（Statement on the Purpose of a Corporation）である⁷⁾。ビジネスと社会がともに繁栄と持続可能性（サステナ

2) 江頭・前掲注(1) 22-23頁。善管注意義務につき、会社法330条、民法644条、忠実義務につき会社法355条。

3) 松元暢子「会社の目的」法教493号（2021）11頁。「営利法人」の仕組みを利用している以上、株主の利益を追求することが不可欠と述べる。

4) Dodge v. Ford Motor Co., 204 Mich. 459 ; 170 N.W. 668 (Mich. 1919). 企業は、株主利益を最優先すべきであり、それを追求しなかった取締役は信託義務違反であると判示された。

5) Milton Friedman, *A Friedman Doctrine, The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits*, N. Y. Times, Sept. 13, 1970, available at <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html> (2022.09.11). 「公開会社は市場価値としての利益最大化に集中し、社会的・倫理的課題（外部性）は個人や政府に任せるべきである」という見解である。

6) Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L. J. 439 (2001).

7) Business Roundtable (BRT), *Redefines the Purpose of a Corporation to Promote 'An Economy That Serves All Americans'*, Aug. 19. 2019, <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans> (last visited on Sept. 20, 2022).

ビリティ)を共有するため、株主以外に顧客、従業員、取引先、地域コミュニティの重視を基礎とするBRTの声明に、181のアメリカの大企業のCEO(Chief Executive Officers)が署名をした⁸⁾。また、翌年1月のダボス会議(世界経済フォーラム)では、ダボス・マニフェスト(Davos Manifesto 2020)において、ステークホルダー主義を基に、ESG(「Environment(環境)」「Social(社会)」「Governance(ガバナンス)」)やSDGs(Sustainable Development Goals)の要素が反映され、サステナビリティがその重要なキーワードの一つとなった⁹⁾。

日本においても、2021年6月11日に公表された「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」¹⁰⁾において、取締役会の機能発揮、会社の中核人材における多様性の確保、サステナビリティを巡る課題への取組みが主要な改訂として挙げられている¹¹⁾。また、岸田内閣の「新しい資本主義」¹²⁾においてもステークホルダーの考慮について

8) BRT, *supra* note 7. なお、アメリカにおいては、古くは、1940年代のBerleとDoddによる「会社は誰のものか」の論争におけるDoddのBerleに対する反論、「株主と同様に従業員、消費者、ならびに公共の利益に経営陣は考慮すべきとし、利益のみならず社会的機関として企業は存在する」がある。See also John H. Mathesen & Brent A. Olson, *Corporate Law and the Long Term Shareholder Model of Corporate Governance*, 76 Minn. L. Rev. 1313, 1330-1331 (1992); Jill Fisch, *Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy*, 31 J. Corp. L. 637, 646-8 (2006).

9) Klaus Schwab, *Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*, Dec. 2, 2019, <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/> (last visited on Sept. 20, 2021); World Economic Forum, *Measuring Stakeholder Capitalism Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*, White paper, Sept. 2020, http://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf (2022.09.16).

10) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(2021年6月11日) <https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000005ln9r-att/nlsgeu000005lne9.pdf> (2022.09.12). (以下、「CGコード2021」という。)同日、金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」(2018年6月1日策定、2021年6月11日改訂) <https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000005ln9r-att/nlsgeu000005lncs.pdf> (2022.09.21)も公表された。

議論がなされている¹³⁾。

株主利益最大化は唯一の会社の目的なのか。ステークホルダーの利益の考慮は会社の利益に資する範囲でのみ可能であるのか。会社（株主）の利益を犠牲にしてステークホルダー利益を促進することは許されないのか。本稿では、株主利益最大化とステークホルダーの利益考慮の関係を会社の目的という観点から検討し、会社のパーパスについて課題を提起し提案を行う。

まず、第2章では、BRTやダボス会議で株主利益最大化からステークホルダー主義に大きく舵を切ったと言われるアメリカから示唆を得るべく、アメリカのステークホルダー主義に関する議論を検討する。続く第3章では、アメリカにおける「公共の利益のために会社の利益を犠牲にすることはできるのか」という議論、また、株主の社会的志向の観点から株主厚生について検討する。第4章では、経済的利益と同時に社会的利益の追求を主たる会社の目的とするBenefit Corporationという新たな法人形態から会社の目的について検討を行い、課題を提起し、第6章で会社のパーパスについて提案を行いまとめる。

II ステークホルダー主義に関する議論

本章では株主利益最大化とは異なる理論である、ステークホルダー主義と株主厚生について検討する。ステークホルダー主義は、手段としてのステークホルダー主義（instrumental stakeholderism）と多元的ステークホルダー主義

11) スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂について」（2021年4月6日）1頁 <https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210406/01-1.pdf> (2022.09.21)。こうした取り組みに加え、グループガバナンスの在り方や監査に対する信頼性の確保、株主総会等に関する事項も含むことが明記されている。

12) 首相官邸「未来を切り拓く『新しい資本主義』-成長と分配の好循環-」https://www.kantei.go.jp/jp/headline/seisaku_kishida/newcapitalism.html (2022.09.21)。

13) 「新しい資本主義(ステークホルダー論)を巡る識者の議論の整理(令和3年10月26日)」https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai1/shiryou4.pdf (2022.09.21)。

(pluralistic stakeholderism) の2つに分類される¹⁴⁾。

1 手段としてのステークホルダー主義と啓発された株主価値

まず、手段としてのステークホルダー主義について述べる。この分類の例として、2006年に成立した英国の会社法（Companies Act 2006, 2006, c. 46: 以下「2006年会社法」という。）の172条「会社の成功を促進すべき義務」が挙げられる。同条は、「会社の取締役は、当該会社の社員全体の利益のために当該会社の成功を促進する可能性がもっとも大きいであろうと誠実に考えるところから従って行為しなければならない、且つ、そのように行為するに当たり（特に）次の各号に掲げる事項を考慮しなければならない」と第1項で規定する¹⁵⁾。この172条第1項の各ステークホルダー利益に対する考慮義務は、EUが提唱する企業の社会的責任論（Corporate Social Responsibility: 以下「CSR」という。）が影響を与えていると考えられる¹⁶⁾。

同条においては、株主利益最大化に資する範囲でステークホルダーの利益を考慮すべきと規定する¹⁷⁾。なお、2006年会社法においては、172条の義務を担保する情報開示として、第417条が規定されている¹⁸⁾。

2006年会社法は取締役の義務に啓発された株主価値（Enlightened

14) Lucian A. Bebchuk & Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 Cornell L. Rev. 91, 97 (2020).

15) Companies Act 2006, § 172. (§ 172: Duty to promote the success of the company.) Geoffrey Morse et al., *Palmer's Company Law: Annotated Guide to the Companies Act 2006* 166-169 (Sweet & Maxwell, 2007).

16) 大塚章男「イギリス2006年会社法における取締役の責任－会社の成功促進義務を中心として－」国際商事法務42巻3号（2014）361頁。大塚は、従来のコモンロー原則から導き出されたものではなくCSR論の影響を指摘する。

17) 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, 599 (2007). 大塚・前掲注(16) 362、368-369頁。拙稿「英国スチュワードシップ・コード2020から導かれる日本版スチュワードシップ・コードの検討課題」国際取引法学会6巻（2021）21-34頁。

18) 後に、417条は削除され414条Cで同内容が規定された。

Shareholder Value: 以下「ESV」という。) ¹⁹⁾を規定していると指摘する見解もある ²⁰⁾。ESVについては、a) 例えば、雇用条件の改善等のステークホルダーに資する決定は長期的には株主利益最大化となることから、株主を第一とする利益最大化論と概念的に違いはない、b) 会社のリーダーである経営陣たちは、経営判断の原則により、裁判所に対して自分たちの判断を正当化できないということはずないという指摘がある ²¹⁾。

2 多元的ステークホルダー主義

次に、多元的ステークホルダー主義について述べる。当該主義は、各ステークホルダーの利益・厚生を増進することを目的としてステークホルダー相互間の利益を調整する役割を取締役が担うべきであるという考え方である ²²⁾。

一方、多元的ステークホルダー主義については複数の問題点がある。例えば、Bebchuk は、株主のコントロール権を弱体化させ、会社法における経営者の義務や責任の履行を妨げる恐れがあると指摘する ²³⁾。また、Bainbridge は、ス

19) Eric Pichet, *Enlightened Shareholder Theory: Whose Interests Should Be Served by the Supporters of Corporate Governance?*, 8 Corp. Ownership & Control 353 (2011), <https://ssrn.com/abstract=1262879>.

20) See Renginee G. Pillay, *Hampel Report (UK) and CSR*, in *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility*, at 1333-1334 (Samuel O. Idowu et al. eds., Springer, 2013).

21) Bebchuk & Tallarita, *supra* note 14, at 112-113. See also Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law* 278-281, 479-481 (Foundation Press, 4th ed. 2020). Bebchuk は b) について Bainbridge を参照して述べる。また、ESV について、法的効果という観点からは株主利益最大化と同義であるという指摘につき、神作裕之「第62回東京大学比較法政シンポジウム 報告(1) サステナビリティ・ガバナンスをめぐる動向」商事2296号(2022)10頁。

22) 神作・前掲注(21)10頁。

23) Bebchuk & Tallarita, *supra* note 14, at 108-114. Bebchek は、過去30年間の Constituency Statute 採用会社が M&A を受けた100件以上の実証研究において、取締役がステークホルダーを考慮した事例は僅少であることを示すとともに、ステークホルダー主義者はこの失敗から学び直す必要があると説く。Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel & Roberto Tallarita, *For Whom Corporate Leaders Bargain*, 94 South. Cal. L. Rev. 1467 (2021). なお Constituency Statute につき、注(39)およびその本文参照。

テークホルダーは債権者、従業員、コミュニティ等、多種多様であり誰の利益を代表すべきか明確ではないと指摘する²⁴⁾。加えて、神作は、1) ステークホルダーの範囲と代表者をどのように確定するのか、2) 特に ESG 要素のうち「S (社会)」の要素と株主利益との衝突に対する解決の困難性について指摘する²⁵⁾。

3 株主利益最大化とステークホルダーの利益

手段としてのステークホルダー主義と多元的ステークホルダー主義については、それぞれに問題点があることが分かった。これに対し、ステークホルダーの利益の考慮については、当該考慮に対する問題を株主の長期的な利益と切り離して考えるべきであるという見解がある²⁶⁾。

具体的には、手段としてのステークホルダー主義、言い換えると、ステークホルダー利益の考慮は長期的な株主利益最大化と同義という考え方にに対し、株主利益は長期的につじつまが合えばよいのか、長期的な利益に反しなければその途上で大きな打撃を受けても取締役の善管注意義務とはならないのかという疑問を呈し、そのうえでステークホルダー利益 (ESG 要素) も一定程度考慮すべきであると直截に認めるべきであると指摘する²⁷⁾。

こうした指摘、すなわち、株主利益最大化とステークホルダー利益とは、理論上は分けて考えるべきであるという指摘のもと、目指す株主利益最大化として主張されたのが、市場価値ではなく株主厚生 (shareholder welfare) の最大化である。

24) Stephan M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U.L. Rev. 547, 581 (2003). Bainbridge は聖書マタイ伝の “no one can serve two masters.” を引用し、“two masters problem” と呼ぶ。

25) 神作・前掲注(21) 10頁。その他複数の問題点について指摘する。

26) 大塚章男『法学から考える ESG による投資と経営』133-134頁 (同文館出版、2021)。

27) 大塚・前掲注(26) 133-134頁。

Ⅲ 会社（株主）の利益の犠牲におけるステークホルダー利益の追求

1 会社（株主）の利益の犠牲と公共の利益

Elhauge は株主の厚生の上昇について、株主に社会的志向がある場合、例えば環境問題等の社会的課題の解決に役立つことを望む場合、経営陣が会社の利益でもってその課題に取り組むと判断することは株主の意向に合致し株主の厚生を高めることとなると論じる²⁸⁾。具体的には、取締役は公共の利益（例えば地球温暖化などの環境問題）のために会社の利益、すなわち株主の利益を犠牲にする裁量権を有するべきであると述べる²⁹⁾。

公共の利益の促進のための会社の利益の犠牲における広範な経営上の裁量権を説いた Elhauge は、たとえ株主の意向に反している場合でも、A) 取締役の裁量権でもって公共の利益のために会社の利益を犠牲にすることができ、B) A) の場合においても取締役の判断は、会社の行動をより社会的に望ましいものにする³⁰⁾。また、取締役の裁量権について、社会的・道義的規範に従って合理的に行使されるべきであり、公共の利益のために会社の利益を犠牲にすることができるという範囲に留まると述べる³¹⁾。

28) Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N.Y.U. L. Rev. 733, 737-738 (2005). 松元・前掲注(3) 13頁。

29) *Id.* at 739-740. 大塚章男「企業の社会的責任 (CSR) の法的位置づけ」大塚章男著『ステークホルダー・キャピタリズム時代のコーポレートガバナンス』202-203頁（中央経済社、2021）。当該主張の根拠として、取締役は agency cost の総量を最小化するにあたり経営判断原則に従うことになり、これは会社利益を犠牲にする裁量権を必然的に取締役に付与することとなるからと述べる。

30) Elhauge *supra* note 28, at 739-740. 大塚・前掲注(29) 203-205頁。松元・前掲注(3) 13頁。なお、会社の公共の利益への考慮に対し、会社の評判を向上させるという点から、長期的な株主利益への貢献という説明が行われる場合もあるが、株主利益最大化のもとにおいても取締役はこの動機を保有するという指摘がある。田中亘「信用の基礎理論構築に向けて (3-1) 株主第一主義の合理性と限界 (下)」法時92巻7号 (2020) 84頁。

31) Elhauge *supra* note 28, at 741, 763-776. 大塚・前掲注(29) 205-206頁、大塚・前掲注(26) 119-122頁。裁量権について、Elhauge は法的に強制が可能である義務を負っているのではないと述べる。また、Elhauge の見解につき、田中・前掲注(30) 79-86頁。

2 株主厚生：株主の社会的志向からの検討

Elhauge が主に経営者・取締役の経営行動の問題として議論しているのに対し、Hart らは、Friedman の市場価値としての株主利益最大化、すなわち「企業の社会的な責任は市場価値としての利益を向上させることであり、公開会社における営利活動と社会的・倫理的な活動を分けて考えるべきである」という見解³²⁾に対して異を唱えた。Hart らの見解の要点は下記の通りである。

Friedman の「公開会社は社会的・倫理的な課題は政府や個人に任せ、営利活動に集中すべきである」という見解が有効なのは、公開会社の営利活動と損害を生み出す活動が完全に分離できる時、あるいは、政府が法律を用いて外部性 (externalities) を内部化 (internalize) させることができる時に限定される³³⁾。一方、こうした条件がそろわない場合、特に、営利活動と社会的・倫理的な活動を分離させることができない場合は往々にしてあり、このような場合、株主厚生と市場価値は同じではなく、公開会社は市場価値ではなく株主厚生を最大化する必要がある³⁴⁾。

会社が遭遇するシステムリスクの問題の多くは、まだ内部化されていない外部コストの問題である。例えば、環境問題、気候変動、洪水などの自然現象や有事によって引き起こされるグローバルなサプライチェーンの混乱、原材料の高騰などを通じて、特定の会社にとっては、内部化されていない外部コストを内部化することを迫られており、そうしたコストが大きな財務上のリスクをもたらす³⁵⁾。また、Hart らは、株主も社会的・倫理的な見解を促進する会社の

32) Friedman *supra* note 5; Oliver Hart & Luigi Zingales, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, 2 J. L. Fin. & Acct. 247, 249 (2017). Hart は2016年にノーベル経済学賞を受賞。大塚・前掲注 (26) 121頁。

33) Friedman *supra* note 5; Hart & Zingales, *supra* note 32, at 249, 270-271. 大塚・前掲注 (29) 231-232頁。

34) Hart & Zingales, *supra* note 32, at 249, 270-271. 大塚・前掲注 (29) 231-232頁。

35) 大塚・前掲注 (29) 231-232頁。現在のウクライナ危機や物価の高騰、小麦をはじめとする原材料の輸入価格の高騰による値上げを余儀なくされる会社はまさにこのケースであると言えよう。

活動を評価し、外部性を内部化することを支持すると指摘する³⁶⁾。こうした点から、市場価値としての株主利益の最大化は株主厚生と同じではないと述べ、この場合会社は株主厚生を最大化すべきであると述べる。

IV 会社のパーパスと公共の利益からの検討

アメリカで展開される議論、株主厚生をはじめステークホルダー利益の追求について論じてきた。Elhauge や Hart らが提唱する株主厚生 of 追求、会社の利益の分配を変えることで、環境問題をはじめとするステークホルダー利益の促進は、現在、いかにして支持を得ているのかについてアメリカの法と法人形態から示唆を得るとともに、日本における課題を検討する。

1 公共の利益の追求を支持する法と新たな法人形態

Elhauge は、経営者・取締役は公共の利益（経営陣以外の非株主の利益）のために会社の利益を犠牲にする裁量を持つと述べる³⁷⁾。アメリカでは、これを支持するものとして、ALI (American Law Institute) の §2.01³⁸⁾ や Constituency Statutes が挙げられる³⁹⁾。また、日本の「新しい資本主義」においても検討が進められている Benefit Corporationがある⁴⁰⁾。

サステナビリティを巡る取組みへの重要性について実務家からも株主利益最大化についての見直しの声（BRTの声明やダボス会議のマニフェスト）が挙

36) Hart & Zingales, *supra* note 32, at 248. 例えば、環境を考慮して、ガソリン車よりも電気自動車を買う、レギュラーコーヒーよりも、たとえ高くてもおいしくなかったとしてもフェアトレードのコーヒーを飲むという株主もいるのではないかと述べる。拙稿「コーポレートガバナンス・コード改訂が示すロードマップ～サステナビリティの観点から～（下）」国際商事法務49巻12号（2021）1527頁以下を参照。

37) 注(28) から (31) およびその本文参照。

38) Principles of Corp. Governance Analysis and Recommendations §2.01 (Am. L. Inst. 1994). 大塚・前掲注(29) 209-210頁。会社利益に資することはなかったとしても、①法人も法の定める範囲内で行動する義務を負う、②合理的に適切と考えられる範囲で倫理的考慮をすることができる、③公共の福祉、人道、教育、慈善の目的に合理的な額の資源を拠出することができる。①②③の訳は大塚を参考。

げられる中、注目されるのが、Benefit Corporation という法人形態である。Benefit Corporation は Social Enterprise（社会的企業）という法人形態の仕組みを採用し、その目的は公的な役割である。アメリカの Benefit Corporation 法の特徴は、①社会と環境に対して material にプラスの影響を与えることを企業目的とする、②取締役等の職務は拡大され、株主の財務的利益に加え、他の利益も考慮する必要がある、③包括的で信頼性が高く、独立した透明性の高い第三者基準（third-party standard）を用いて、社会と環境の総合的なパフォーマンスに関する報告書を毎年提出することが義務付けられる⁴¹⁾。この内容から、Benefit Corporation は、経済的利益を上げ、株主に配当を行うことが可能でありながら、同時に社会的課題の解決や社会的利益の追求を主たる会社の目的とする法人形態であると言える⁴²⁾。

Benefit Corporation 法は、1) Maryland 州において2010年10月に最初の法

39) Paul Davies et al., *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*, in *The Anatomy of Corporate Law* 205, 209 note 26 (Reinier Kraakman eds., 3rd ed. 2017). See also 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 Int'l & Comp. L. Rev.* 271, 290 note 113 (2009). 取締役役に有事の時に株主以外のステークホルダーの利益の考慮を認める。一方、企業買収に対する政治的な反発の結果であり、ステークホルダー利益の考慮は長期的な株主の利益に資する範囲でのみステークホルダーの利益を考慮することができる旨を規定したに過ぎないという解釈もある。Elhauge *supra* note 28, at 737-738, with referring to Robert C. Clark, *Corporate Law* 682-683 (Little, Brown, 1986). 田中亘「信用の基礎理論構築に向けて（3-1）株主第一主義の合理性と限界（上）」法時92巻5号（2020）128頁注33）。See also Stephen M. Bainbridge, *Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes*, 19 *Pepp. L. Rev.* 971, 1025 (1992).

40) Frederick H. Alexander, *Benefit Corporation Law and Governance: Pursuing Profit with Purpose* xvi, 156-157 (Berrett-Koehler Publishers, 2017). Benefit Corporation と類似の会社組織として、Constituency Statute を採用した会社、Social Purpose Corporation、Benefit LLC をあげ、州ごとの制度の違いを示す。B Lab の法務部長を務め、Delaware Public Benefit Corporation Legislation や ABA の Benefit Corporation White Paper の初期起草者の一人でもあった Alexander は、「新しい benefit corporation 法の意図するところは、株主第一主義の主張であり、株主のための金儲け以外のすべてはそのゴールへの寄与という下で実施されなければならない。」と指摘する。

律が施行されたが、それから2017年12月までの間に、7704社の Benefit Corporation が設立あるいは株式会社から移行している、また、2) Delaware 州に絞った実証研究によると、同州における Benefit Corporation への投資額は2014年からの5年間で6倍に増加しており、設立や移行の数のみならず投資額においても広く拡大していると言える⁴³⁾。

41) Davide Galli, Riccardo Torelli & Veronica Tibiletti, *Signaling the Adoption of the Benefit Corporation Model: A Step towards Transparency*, 2021 Sustainability 6967, at 3 (2021) アメリカでは、会社法が州法であるため細部は州ごとに異なる。大きく2通りの類型 - a) Model Benefit Corporation Legislation (MBCL), ver. of Sept. 16, 2016 と b) Delaware Public Benefit Corporation Statute (DPBC) - がある。Alexander, *supra* note 40 at 85-108, app A; Del. Code Ann. tit. 8, § 361-368 (General Corporation Law, Subchapter XV Public Benefit Corporations). 本文の①から③は両者に共通する事項である。両者の差異について Alexander によると、④ DPBC では、全ステークホルダーの考慮に加えて、促進すべき特定の公益 (public benefit) を1つ以上選択しなければならないのに対して、MBCL ではそのような選択は強制されない、⑤ DPBC では、第三者基準の使用を必須とはしておらず、ステークホルダー価値を実現する仕組みは取締役会の裁量に委ねられている、⑥ PBC は「利益執行手続き」を想定しておらず、その結果、企業がステークホルダー・ガバナンスを適切に実施しているかどうかに関する法的な争点は、受託者の請求から構成しなければならない、⑦ DPBC では、取締役が利害関係なく、十分な情報を得たうえで誠実に行動し、株主の利益、ステークホルダーの利益および特定の公益に関し均衡を図る決定を行った場合は、当該決定に対して裁判所は当該取締役の責任を問うことはできない、一方、MBCL では、株主は、会社がその公益目的を追求・達成していないとして取締役に対して訴訟を提起することができる。Delaware 州の法律の影響力は膨大であるので、④から⑦を通じて、(D)PBC という事業形態が大企業にまで根付くかどうかに関し Benefit Corporation の成否がかかっていると言える。

42) 詳細につき、高橋真弓 (a) 「営利法人形態による社会的企業の法的課題 (1): 英米におけるハイブリッド型法人の検討と日本法への示唆」一橋法学 15 卷 2 号 (2016) 747 頁以下、高橋真弓 (b) 「営利法人形態による社会的企業の法的課題 (2・完): 英米におけるハイブリッド型法人の検討と日本法への示唆」一橋法学 15 卷 3 号 (2016) 1043 頁以下を参照。See also Fields Pierce, *Dynamic Purpose: Decentralizing the Choice over Director Orientation*, 75 Vand. L. Rev. 325 (2022); Briana Cummings, *Benefit Corporations: How to Enforce a Mandate to Promote the Public Interest*, 112 Colum. L. Rev. 578 (2012).

2 新たな法人形態、Benefit Corporation の採用と課題

日本では、株式会社は営利法人であり、取締役・執行役の善管注意義務および忠実義務とは、株主利益最大化を図る義務を意味する⁴⁴⁾。一方、Benefit Corporation の仕組みを利用することができれば、経営者は株主利益最大化に寄与していないと追及されるリスクを恐れずに、公的利益を追求することができる⁴⁵⁾。また、Benefit Corporation に対する投資家の特徴として利益追求型の投資家も投資を行っているという調査結果がある⁴⁶⁾。こうした結果を鑑みると、Benefit Corporation となれば、社会課題に取り組むことができるだけでなく、社会面や環境面を重視する投資家に加え利益を追求する投資家や、そういった商品を好む消費者にも魅力的な会社となりうる⁴⁷⁾。

一方、Benefit Corporation の仕組みを日本に取り入れることに課題もある。第一の課題として挙げられるのが path dependence（経路依存性）である。すなわち、特定の国における特定の仕組みはその国の置かれた条件に依存して形成されたものである⁴⁸⁾。例えば、ある国で有効な法やルールまた仕組みは、その国の他の制度と補完関係にあるからこそ、有効である。それゆえ、それが有効であるからと言ってその仕組みだけを抜き取り、別の国に持っていったところで、その国における制度等と補完関係に立つとは言えず、必ずしも有効に作用するとはいえない。確かに、アメリカ以外にもイギリス、フランス、ドイツ

43) 内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局「新しい資本主義実現会議（第6回）基礎資料（資料1）（令和4年4月）」17-18頁。https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai6/shiryout1.pdf（2022.09.23）。

44) 注(1)(2) およびその本文参照。

45) 松元・前掲注(3) 14頁。

46) 内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局・前掲注(43) 20頁。

47) 松元・前掲注(3) 14頁、参照。

48) 岡部光明『環境変化と日本の金融』（日本評論社、1999）60頁。See also Lucian A. Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 Stan. L. Rev. 127, (1999) ; Bernard S. Black & John C. Coffee, Jr., *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation*, 92 Mich. L. Rev. 1997, 2000 (1994).

などでも公的な役割を目的とする会社の法律は整備されているが、その内容は各国により異なる⁴⁹⁾。

第二の課題は、Benefit Corporation のような営利と非営利の混在する法人、換言すると、経済的利益を追求する一方、社会課題の解決に取り組むことを目的とする法人形態を新たに作るのが良いのか、あるいは株式会社の形態を用いて非営利の目的を追求するのが良いことなのかという点である⁵⁰⁾。

第三の課題として、Benefit Corporation という新たな法人形態を設立することで、Benefit Corporation とならなかった法人は株主利益最大化のみを目的とする法人形態であるという区分ができてしまわないかという懸念である。換言すれば、Benefit Corporation ではなく従来の株式会社の法人形態を選択したということで、そうした会社は ESG 要素をはじめとするステークホルダー利益を考慮することに対して委縮するようになるのではないかという懸念がある。

また、Benefit Corporation についてはフランス食品大手ダノンの会長解任という衝撃的なニュースもある。2014年に最高経営責任者（CEO）に就任し、2017年から会長職も兼務していたエマニュエル・ファベール氏は ESG 経営を推進し、2018年4月にアメリカの最大の子会社が Benefit Corporation の認証を取得し、その後2019年に、フランスで Benefit Corporation に当たる公的な役割を目的とする企業の法律である“Entreprise à Mission”（ミッションを有する企業）に、上場企業で初めてこの法人形態を採用することとなった⁵¹⁾。しかし、

49) 内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局・前掲注(43) 21頁。

50) 神作裕之「第62回東京大学比較法政シンポジウム 報告 (1)『サステナビリティ・ガバナンスの最新動向と企業法上の諸論点』各報告に対するコメント・ディスカッション (上)」商事2302号(2022)111-112頁。Benefit Corporation のような法人形態を作ることについて、株式会社と競争させる方が良いのかという点を検討中であると述べる。なお、英米の立法例を分析、検討し、社会的企業向けに、特別の法人形態の設計においては課題が多いことを指摘するものとして、高橋 (a)・前掲注(42) および高橋 (b)・前掲注(42)。

51) 林順一「米国での社会的企業の新しい認証制度と法制化の動向」3-4頁, https://www.jabes1993.org/article_2020.1_hayashi.pdf (2022.09.23). 酒井耕一「仏ダノン、パーパス経営のCEOを解任」(2021.05.12) 日経ビジネス <https://business.nikkei.com/atcl/gen/19/00159/050600023/> (2022.09.23).

2021年3月15日、ダノンは業績不振の責任があるとしてファベール氏を解任したと発表した⁵²⁾。

ESG要素の視点を資金運用に反映させることなどを原則として掲げる国連責任投資原則（Principles for Responsible Investment: PRI）に署名した年金や運用機関などは現在、世界で3,000を超え、ESGを無視した投資はますます難しくなる⁵³⁾。一方、ESG投資が平均的な市場リターン以上の利回りを得られる明確な根拠はないとの見方も多く、ESGと投資収益のバランスの最適解を投資家はまだ見つけられずにいるという指摘もある⁵⁴⁾。

V 会社のパーパスから検討する公共の利益の促進

1 Benefit Corporation と会社の利益

現在、日本においてはBenefit Corporationのような法人形態を作るべきかどうかは議論の途中である。また、ダノンのケースを考えると、Benefit Corporationになったところで、公益の利益を追求することに対しては責任を追及されない可能性もある一方、業績不振による会社利益すなわち株主利益の減少に対する責任が免責されるわけではないと言える。実際、アメリカの

52) 「仏ダノン、CEOを解任 株主圧力で」日本経済新聞 (a) 2021年3月16日日経速報ニュースアーカイブ。「ESG優等生ダノン、会長解任にみる理念と市場の相克 - ESG光と影①」日本経済新聞 (b) 2021年5月17日日経速報ニュースアーカイブ。アクティビストはESG経営を直接批判はしなかったが、2020年までの過去5年の1株当たり利益の成長率を見ると、ESG経営を推進するイギリスのユニリーバやスイスのネスレはともに8%強である一方、ダノンは7.3%で業績の指標でダノンは見劣りすると指摘した。

53) 日本経済新聞 (b)・前掲注(52)。

54) 日本経済新聞 (b)・前掲注(52)。例えば、ESG投資の最近の傾向として、2020年に8年ぶりに改訂された英国のステュワードシップ・コード(The UK Stewardship Code: 以下「S. Code」という。)の署名機関には、1) ポリシーだけではなく、ステュワードシップの活動と結果が重視され、2) 投資判断およびステュワードシップを実践する際のESG要素の考慮、3) 英国以外の投資を含め、資産クラス全体でどのようにステュワードシップを行使したかの説明、4) 機関の目的、投資哲学、戦略および文化に対する説明、が要求される。S. Code 2020を検討し、日本のステュワードシップ・コード(再改訂版)の検討すべき課題について論じたものとして、拙稿・前掲注(17) 参照。

Benefit Corporation 法は株主第一主義をベースにしている。また、複数の課題もある。

Benefit Corporation という法人形態をとらずとも、現在の株式会社の形態で、例えば環境問題に配慮する、コロナ禍で従業員の雇用を確保するといった ESG 要素に対する考慮の促進をすることで株主へのリターンを少し軽減させる場合、こうしたステークホルダー利益を促進することは許されないのだろうか。European Commission（以下「EC」という。）は double materiality という考え方で、気候変動に関する外部コストの内部化という従来の TCFD（「気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force Climate-related Financial Disclosures）」）reporting の対象である financial materiality に加えて、逆に会社活動の気候変動に与える影響という environmental & social materiality を非財務情報開示として求めている⁵⁵⁾。報告書の対象は、前者が投資家であるのに対して、後者は消費者、市民社会、従業員、投資家である。後者は気候や環境への影響という測定の困難さ、その費用・労力・時間の大きさから、その有効性が疑問視されているものの、EC は双方向からのリスクの検討を通じて、会社にも気候にも新たな機会を与えることになると期待する。

2 会社のパーパスと経営課題としてのサステナビリティ

「会社のパーパス」とは、「会社の存在意義や存在理由」、言い換えれば「会社は何のために存在しているのか」を示す⁵⁶⁾。株式会社は営利を求める法人であり、ア) 資本市場、イ) 財市場、ウ) 労働市場と対峙するが、これらの市場が昨今、それぞれ統合価値の訴求が会社の存続のカギであることを示し、会社は経済価値のみならず社会・環境価値を含む統合価値の訴求の観点から自社

55) European Commission, New Guidelines on Reporting Climate-Related Information, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/company_reporting_and_auditing/documents/190618-climate-related-information-reporting-guidelines-overview_en.pdf (2022.09.29)

56) 神作・前掲注(21) 10頁、参照。

のパーパスを見直すことが指摘される⁵⁷⁾。また、会社は慈善活動のために存在するのではないが、社会に対して大きな社会責任を負っている⁵⁸⁾。

CGコード2021においても主要な目的として「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ること」を挙げる⁵⁹⁾。具体的には、【基本原則2】の「考え方」で「…中長期的な企業価値の向上に向け、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）が重要な経営課題であるとの意識が高まっている⁶⁰⁾。こうした中、我が国企業においては、サステナビリティ課題への積極的・能動的な対応を一層進めていくことが重要である。」とし、【補充原則2-3①】において取締役会がサステナビリティに主体的に取り組むよう求める⁶¹⁾。サステナビリティの動向に加え、東京証券取引所の有価証券上場規程に取り込まれているCGコード2021の主要な目的を鑑みると、サステナビリティ・ガバナンスが主張される中、会社法は会社のパーパスについてまさに検討する時期に来ている⁶²⁾。

一方、会社のパーパスについて会社法においては、1) 権限分配の問題という観点から、パーパス規定を定めるのは誰か、2) パーパスを法的・技術的に定款にどのように記載できるのか、3) パーパスを会社法に取り込んだ場合に、

57) 河本裕也「パーパス、企業の存続を左右」日本経済新聞2022年9月6日朝刊27面。ア)イ)ウ)はそれぞれ「投資行動の喚起に当たって」「消費行動の喚起に当たって」「求職行動の喚起に当たって」、統合価値の訴求がカギとなり、統合価値を訴求しなければ投資・消費・求職などの行動を喚起できず、資源を獲得できなくなり、資源の獲得ができなければ会社は存続できなくなると指摘する。

58) 中山淳史「不運時モデルの転換点」日本経済新聞2022年9月22日朝刊7面。

59) 東京証券取引所・前掲注(10)、神田秀樹ほか「座談会 二〇二一年コーポレートガバナンス・コード改訂（上）市場構造改革を踏まえて」商事2266号（2021）30頁【島崎発言】。拙稿「コーポレートガバナンス・コード改訂が示すロードマップ～サステナビリティの観点から～（上）」国際商事法務49巻11号（2021）1397頁以下、参照。

60) 東京証券取引所・前掲注(10) 8頁。

61) 東京証券取引所・前掲注(10) 8,9頁。

62) 神作・前掲注(21) 10頁。会社法には会社の存在意義・存在理由という意味でのパーパスという概念を受け入れる法概念は規定されていないが、今や会社法は会社のパーパスについて真剣に受け止める必要があると指摘する。

取締役の義務と責任にどのような影響があるのかという問題があると神作は指摘する⁶³⁾。

こうした指摘のなか、一つの方法として会社のブランディングを確立するという方法がある。例えば、ジョンソン・エンド・ジョンソンの「Our Credo（我が信条）」（以下「Credo」という。）で掲げられている会社の主要な責任をまとめると、①我々の製品およびサービスを使用してくれる患者をはじめとするすべての顧客に対するもの、②世界中で共に働く全社員に対するもの、③我々が生活し、働いている地域社会、更には全世界の共同社会に対するものである。世界中のより多くの場所で、人々がより健康でいられるよう支援する、④会社の株主に対するものとなり、株主よりもまずステークホルダーの利益考慮が明記される⁶⁴⁾。その一方で、同社は売上高、営業利益とも高成長を続け、その結果、高い配当を行っている⁶⁵⁾。

会社定款の記載についてはまだまだ検討を必要とする部分が多く、取締役等のリスクにならないとも限らない。一方、CGコード2021では、取締役会がサステナビリティに主体的に取り組むよう求める⁶⁶⁾。そうであれば、まず取締役が自分たちの会社はどのような方向に進むべきか。いずれ内部化されるリスクを伴う外部コストにどのように対応すべきか。会社利益を促進する中で、ステークホルダーの利益への考慮はどうあるべきか。また、ステークホルダーの中でどこに materiality を置くのか。その割合はどれくらいでその根拠は何か⁶⁷⁾。まずは、会社が進むべき方向を経営理念として株主たちに開示し、株主たちと

63) 神作・前掲注(21) 10-11頁。1) についてパーパスを定めるのは、株主総会の特別決議によるのか、取締役会で決議する事項なのかという権限分配の問題を指摘する。なお、Hartらは株主へのリターンの減少を伴うステークホルダー利益の促進について、1つの方法として、株主に企業方針について問う、すなわち株主総会での議決権行使を提案する。Hart & Zingales, *supra* note 32, at 271.

64) ジョンソン・エンド・ジョンソン「我が信条 (Our Credo)」<https://www.jnj.co.jp/jnj-group/our-credo> (last visited on Sept. 24, 2022).

65) 中山淳史「J&JのESG歴79年」日本経済新聞2022年6月30日朝刊7面。

66) 注(61) およびその本文参照。

の対話の中で株主からの疑問点を明らかにするとともに会社を一つの方向にブランディングしていくことから始めることを提案する⁶⁸⁾。会社のブランディングを行う際に注意しなければならないのが、経営理念が形骸化しないように柔軟性を持たせるということである。例えば、ESG 要素の対象は温暖化対策や地域社会への貢献など多岐に富む。また、目指すべき ESG 要素はその時々により異なる。具体的には、コロナ禍においては従業員の雇用、給与、取引先への支払い等といった従業員の安全やサプライチェーンの保全、ウクライナ危機においてはグローバルなサプライチェーンの混乱における外部コストの内部化のリスクへの対応といったものが挙げられる⁶⁹⁾。社会状況や事業の内容等から materiality を判断すべきであり、それを継続して株主に開示して対話を進めることが重要である⁷⁰⁾。

VI おわりに

サステナビリティに関する検討は日本のみならず世界的な潮流である。日本では、株式会社は営利法人であり、アメリカにおいても株主を第一と考える株主利益最大化論は、支配的な考え方である。株主利益最大化においては、取締役の裁量によって会社関係者が不公平な扱いを受けることを防止し、社会厚生を増進という点では基本的な合理性があるという指摘もある⁷¹⁾。一方、実業界からも BRT やダボス会議における市場価値としての株主利益最大化からの脱

67) 例えば、非営利施策の限界について「対象となる事業部門のキャッシュ・フローの正味額の期待値がマイナスとならないことをもって正の外部性を生み出す非営利施策の規範的限界とする」という提案がある。草野耕一『株主の利益に反する経営の適法性と持続可能性：会社が築く豊かで住みよい社会』(有斐閣、2018) 182-183 頁。

68) See Brett H. McDonnell, *The Corrosion Critique of Benefit Corporations* (Sept. 9, 2019), <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3450747>.

69) 拙稿・前掲注(17) 参照。

70) 参考として SASB (Sustainability Accounting Standards Board, サステナビリティ 会計基準審議会) スタンダードがある。日本取引所グループ「ESG 情報開示枠組みの紹介」<https://www.jpx.co.jp/corporate/sustainability/esgknowledgehub/disclosure-framework/03.html> (2022.09.24)。

却、SDGsやCGコード2021におけるサステナビリティを巡る課題への取組みに対する重要性について声が挙げられている。アメリカにおいてもALIの§2.01にESVの内容を取り組むことが2022年5月の年次総会で決定し改訂が行われている⁷²⁾。またALIの改訂に加え、2022年5月、投資家に対しても証券取引委員会（Securities and Exchange Commission: SEC）がESG投資に統一した基準を設け開示を強化する規制案が提出された⁷³⁾。こうした状況を踏まえて、株主利益最大化以外の非営利の観点である気候変動や温暖化といった環境問題への取組みをはじめステークホルダーへの考慮を法律論からも包摂していく必要がある⁷⁴⁾。

本稿ではステークホルダー利益の促進をいかに株式会社に取り込むのか。株主利益最大化のもと、会社の利益の一部を社会的課題に充てること、例えば、地球温暖化等の問題に取り組むことは許されないのか。また、CGコード2021のサステナビリティの促進にいかに対処すべきなのかをアメリカから示唆を得るべく検討し、会社のパーパスに至るブランディングの確立を提案した。

会社のパーパスにはまだまだ課題がある。第一に、考えるべきは私法の関与

71) 安易な「脱・株主第一主義」を打ち出すことを批判したものとして、田中亘「経済教室・脱・株主至上主義の行方（下）日本企業、安易な追従避けよ」日本経済新聞2019年12月18日朝刊第30面。なお、田中は当該批判に対し、「安易な」株主第一主義からの脱却に対して警鐘を鳴らしたものであると述べる。田中・前掲注(39) 123頁。なお、大塚も「株主利益最大化をあいまいにすれば経営者の無責任をもたらす」と指摘する。大塚・前掲注(26) 198頁。

72) Stephan M. Bainbridge, *A Critique of the American Law Institute's Draft Restatement of the Corporate Objective* (Aug. 4, 2022). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No.07, 2022, <https://ssrn.com/abstract=4181921>. Bainbridge は当該改訂について適切な改訂ではないとして自ら提案を行っている。

73) *The utopian world where carbon and crypto meet* Fin. Times, Aug. 17, 2022. SECの提案にファンドは反対していると指摘する。See also Bloomberg, *ESG Funds Face SEC Probe Over Ceding Votes on Social Issues*, Aug. 16, 2022 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-15/esg-funds-face-us-probe-over-ceding-their-votes-on-social-issues> (last visited on Sept. 24, 2022).

74) 大塚・前掲注(26) 195-198頁、参照。

の範囲である。CGコード2021はサステナビリティに関する社会全体のロードマップを示しており、社会問題の解決を委ねられるのは私法ではなく、国や政府の役割である⁷⁵⁾。この点を鑑み、国のロードマップのもと、国の役割の範囲と私法が関与すべき範囲について今一度考える必要がある。

第二に取締役の忠実義務の観点である。会社法では「取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない。」と規定する⁷⁶⁾。「株式会社のため忠実に職務を行う」ことが株主利益最大化を図る義務を意味するのであれば、会社の資源の配分方法を変えること、すなわち、株主のリターンを少し減らしてそれを公共の利益に充てることは取締役の忠実義務違反になるのだろうかという点である。

最後に、株主から賛成を得られるかという点である。Hartらは株主総会での議決権行使を提案すると同時に、すべての株主が社会的志向を持つのかと指摘する⁷⁷⁾。実際、株主全員のコンセンサスを得ることは困難である。

サステナビリティ要素に関する考慮は世界的な潮流であり不可避的な課題である。だからこそ、株主厚生という観点を踏まえて株主利益最大化の意味を今一度検討し、会社のパーパスに真剣に向き合うべきである。

[付記]

脱稿直前に、「上場ベネフィットコーポレーションの増加と日本法への示唆」⁷⁸⁾に接した。

(おくの・まゆみ 東洋大学法学部准教授)

75) Edward Rock, *For Whom is the Corporation managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose*, ECGI - L. Working Paper No. 515/2020 at 30 (2020). 社会問題の解決に私法を用いると、私法が生み出しうる本来の価値を毀損する一方で、社会問題の解決にも失敗し、この結果誰にとっても状況が悪化してしまうと指摘する。拙稿・前掲注(36) および(59) 参照。

76) 会社法355条。

77) Hart & Zingales, *supra* note 32, at 271.

78) DPBCの最新の状況を述べたものとして、澤口実=中尾匡利「上場ベネフィットコーポレーションの増加と日本法への示唆」商事2310号(2022)4頁以下。