

CSR・持続可能性・企業価値

鈴木 正彦

1 はじめに

株式会社が埋め込まれている経済・社会の状況が激変しつつある。経済的状況の変化は、グローバル化とその先に起こっている変化であり、社会的状況の変化は、環境問題を典型とする目の前に展開している様々な変化である¹⁾。その変化に伴い経済的仕組みであるはずの株式会社は今や社会的な課題に何らかの形で応えていかないとその存在価値が疑われる状況となってきた²⁾。株式会社は経済的な存在であるとともに社会的な存在なのである。換言すれば、株式会社は、株主の経済的利益を最大化するた

-
- 1) ポストキャピタリズム論や資本主義の終焉論は、成長の限界を前提にした議論である。新自由主義と対置する議論が展開されている。例えば、ポール・メイソン（佐々とも訳）「ポストキャピタリズム——資本主義以後の世界」（東洋経済2017年12月）、堀内 勉・小泉英明「資本主義はどこに向かうのか——資本主義と人間の未来」（日本評論社 2019年7月）、稲葉振一郎『『新自由主義』の妖怪——資本主義史論の試み』（亜紀書房 2018年9月）、イマニュエル・ウォーラステイン他著（若森章孝他訳）「資本主義に未来はあるか——歴史主義からのアプローチ」（唯学書房 2019年7月）、マルクス・ガブリエル他編「未来への大分岐——資本主義の終わりか、人間の終焉か？——」（集英社新書 2019年8月）などを挙げるにとどめる。
 - 2) J・E・ポスト他著「企業と社会」（上・下）松野 弘他監訳（ミネルヴァ書房2012年3月）のような大著以外にも、原 丈人『『公益』資本主義——英米型資本主義の終焉』文芸新書（2017年3月）、フィリップ・コトラー「GOOD WORKS！グッドワークス！」（東洋経済新報社 2014年9月）、岩井克人・小宮山宏「会社は社会を変えられる——社会問題と事業を〈統合〉するCSR戦略——」（2014年7月）や山本良一／高岡美佳編著「宇宙船地球号のグランドデザインービジネスと自然は「共存」「持続的発展」できるのか？」（生産性出版 2013年12月）のような手にしやすい書籍もある。

めのシステムであると同時に、株主から独立した一個の社会的実在なのである³⁾。そして、株式会社を実体的にとらえれば、企業市民として、CSR（企業の社会的責任）を肯定する議論に使われやすいが、他方、株式会社を実在ではなく、法的に擬制された存在にとらえれば、CSRを否定する議論に使われやすい⁴⁾。すなわち、株式会社企業を株主の利益の最大化のために経営者が効率的企業運営しなければならない存在にとらえれば、CSR活動に親和的とは言い難い。それに対し、株式会社企業の役割を、そこに集う様々な主体（ステークホルダー）の利益調整の器としての実体にとらえれば、CSR活動に親和的である。

本稿の目的は、企業の社会的責任論に纏わる議論を素描することにある。

2 変化は細部に及ぶ

かつて企業の社会的責任が立法上の課題となった時⁵⁾に、企業の社会的責任を会社または企業の活動が社会公共的利益に導かれることを要請する

- 3) 1970年（昭和45年）の有名な八幡製鉄政治献金事件判決（最高裁判所昭和45年6月24日大法廷判決 民集24巻6号625頁）は、政治献金を正当化するために2つの論理、すなわち会社の社会的実在性から正当化した論理と定款所定の目的の範囲から論じた説明を展開している。前者は法人実在説、後者は法人擬制説に結び付くだろう。これについては、拙著「会社の未来——坂本理論が獲得した視点」獨協ジャーナル 第7号（2012年）177頁以下で若干触れている。1つの判決の中に2つの説明方法が混在している理由はさらに精査すべき課題である。
- 4) 仮屋広郷「CSR論とは何か」松本恒雄・杉浦保友編『企業の社会的責任』（勁草書房 2007年10月）所収、25頁以下参照。もっとも、最近の私法学会のシンポジウムのテーマにあるように、後者の企業観を前提にしても、CSRを企業経営へ内製化する議論がされはじめていることは、記憶に新しい（第81回（2017年度）大会 民法部会シンポジウムテーマ「非営利法人に関する法の現状と課題」特に、松本暢子報告「営利法人による公益活動と非営利法人による収益活動」（NBL1104号（2017.8.15）13頁以下に収録）参照）。
- 5) 昭和49年（1974年）の商法改正時の議論である。これについて前田重行「会社法改正事項に関する文献解題（一）」商事法務709号（1975年）19頁以下など参照。わが国で、企業の社会的責任が議論された時期として、公害が社会問題化された1960年代後半～1970年代前半、バブル期である1980年代～1990年代にかけて、そして経済のグローバル化と地球環境問題が一層顕在化し始めた現在に分けること

ものであるとの理解のもとに、会社の営利性との関係も含め、会社法にそのような趣旨の一般規定等を設けるべきか否かが議論となった。これについては、会社法にその趣旨の一般規定等を設けることは、その必要性がないのみならず不適當であるとする見解⁶⁾と会社の社会的責任に関する一般規定等を設けることが適當であるとする見解⁷⁾があった。

企業の社会的責任についての一般規定等を設けることが適當であるとする後者の見解の1つを紐解いてみよう。

田中誠二博士は、1975年に企業の社会的責任に関して次のような規定を定めることを提案している⁸⁾。

①株式会社の社会的責任を定めるのにもっとも直接的・効果的であるとして取締役の義務の一部として定めるべきであるとする。社会的需要の観点から、会社の規模や営業状態・資産状態に応じ、また会社の目的である企業の種類によって、できるだけ社会的責任を果たすよう努めることを要する規定を設けることが望ましいとした。

②取締役会への外部からの参加——社外取締役または外部取締役の取締役会への参加の提案である。その資格として、従業員出身者でなく、かつ会社の業務執行に当たらないという制限のもと、一定の規模の会社に限る

ができる。それぞれの時期の議論の系譜をたどることが本稿の目的ではないが、当然連続性を有して、株式会社観へと浸透している。

6) 不適當説として、鈴木竹雄「会社の社会的責任について」商事法務1050号(1985年)4頁、竹内昭夫「企業の社会的責任に関する商法の一般規定の是非」商事法務722号(1976年)33頁、大隅健一郎・今井 宏「会社法論 上巻[第3版]」有斐閣(平成3年)7頁。その理由は、社会的責任という概念の不明確性、一般規定の実効性のないこと、経営者の裁量権の拡大をもたらすおそれがあるという点にある(竹内論文による)。

7) 松田二郎「会社の社会的責任について」商事法務713号(1975年)24頁——「株式会社は社会的責任を負う」との一般規定を置くことを提案する。田中誠二「株式会社の社会的責任についての商法上の立法的考察」亜細亜法学9巻2号(1975年)11頁。

8) 田中誠二 前掲注7)。この論文は「企業の社会的役割重視の商事法学」千倉書房(平成3年(1991年))特に169頁以下に収録されている。

べきであるとする。これについては現行会社法に取り入れられているとともに今後改正されようとしている改正案において一層重要な項目として検討されている。なお、改正会社法は2019年12月4日に成立した。

③取締役の第三者に対する責任の規定の修正——公害や独占禁止法違反等による責任について、取締役の第三者に対する責任の規定に基づき取締役の個人責任を認めることで、取締役が、会社による公害や独占法違反を生じしめることを抑制するよう経営し、会社の社会的責任を果たすうえで大いに役立つとする提案である。

④株主総会の権限の拡張と株主提案権制度の採用——株主提案権は株主総会の活性化を図るべく昭和56年（1981年）の商法改正に際して導入された。今般株主提案権行使の行き過ぎを抑制する改正法が成立した。

⑤営業報告書等についての改正——会社が社会的責任を果たす行為を実行したことまたは企図していることを営業報告書および附属明細書に記載することを強制することを提案するものである。これは実現していない。しかしながら、多くの企業はCSR報告書などを作成し、公表している。もっとも、CSR報告書・環境報告書などの非財務情報は任意開示にとどまっている。

この提案の核心は、取締役に社会的責任を果たすための義務を構築すること、そしてその行為の内容を会社が作成すべき書類において公表することを求めていることにあると考えることができよう。

企業の社会的責任の議論からおよそ半世紀を経ようとしている現在、定評ある教科書等は、取締役がCSRのような社会貢献活動を行うことについてどのように説明しているであろうか。

江頭憲治郎教授は、会社の寄附は、会社の信用・評判を高め事業遂行に有益な限りで認められるべきであるという見解に対置して、「企業の社会的責任への配慮は」、「社会の期待・要請から」「正当化」され、「学術その他、地味な各分野で活動を行っている関係者等から、大企業は事業上の損得を離れて寄附をしてほしいとの要求も強いし、経済界の一般的意識も、『(会

社の社会貢献は] 事業経営上の効果がある……といった程度の次元のものでありたくない』というものになっているのだ⁹⁾と評している。

田中亘教授は、「会社が相当な範囲で社会的に期待される行為を行うことは、たとえ株主利益の最大化につながらないとしても、許容されると解すべきである。たとえば、会社の資産や収益の状態に照らして相当な範囲で、寄附等の慈善活動を行ったり、法令で要求される以上に社会・環境に配慮した経営（いわゆる CSR [Corporate Social Responsibility] 経営）を行ったりすることは、仮にそれをしない場合に比べて会社・株主の利益が減少するにしても、取締役の義務に違反するものではない¹⁰⁾と解している。

このように企業の社会的責任論はこれまで社会の需要または期待にどうこたえるかというベクトルで議論されている。しかしながら、近時は企業の社会的責任は、「持続可能性」という言葉に溶け込まれていると考えられる¹¹⁾。もっとも、企業の社会的責任が議論される場面で「持続可能性」という言葉が使用されるとき、2面性があることに注意しなければならない。1つは、株式会社企業自体の持続性という面である。いま一つは社会全体の持続可能性という面である。前者は、企業の社会的責任は、企業の持続的な発展の基礎になるという議論になる。後者は、企業の社会的責任は社会全体の長期的な発展に資するという意味で議論される¹²⁾。後者の見

9) 江頭憲治郎＝森本滋編集代表「会社法コメンタール（1）」（商事法務 2008年3月）87頁 [江頭憲治郎] 参照。

10) 田中 亘「会社法（第2版）」（東京大学出版会 2018年12月）262頁。効率性の観点から費用と効用の比較考量を解釈基準とすべきとする（同書20頁「コラム1-6 効率性という判断基準」を参照）論者からしても CSR 活動を認めることは避けがたいものとなっている。田中亘教授の解釈方法論については「商法学における法解釈の方法」民商法雑誌154巻1号（2018年）36頁以下も参照。

11) このことは経営学においても新潮流のようである。すなわち、企業経営における環境マネジメントや CSR マネジメントはトータル概念としての持続可能性への対応としての持続可能性がマネジメントの在り方として議論されている。これについては八木俊輔「現代企業と持続可能なマネジメント」（ミネルヴァ書房 2011年）2頁、特に129頁以下参照。

12) この2面性については、楠 茂樹「ハイエク主義の『企業の社会的責任』論」

解は欧州での企業の社会的責任をめぐる動きの中に頻繁にみられるという¹³⁾。わが国の政権が推し進めている一連のコーポレートガバナンス改革においては、「企業の持続的な成長と企業価値の向上」のように「持続」可能という概念と企業価値概念が対になって使用されている。この意味で企業の社会的責任との関連で使用される持続性は、会社の企業価値の向上という意味で使用されている。

企業価値の向上の内容に、社会の持続可能性のための企業経営が滑り込んでいと評価できる。

まず、持続可能性について検討しよう。

この持続可能性は、会社法に関連する規範において、コーポレートガバナンス・コード等のソフトロー¹⁴⁾において中心的なテーマとなっている。コーポレートガバナンス・コードにおける「持続」可能性の意味は会社の「持続」可能性の意味である。すなわち、コーポレートガバナンス・コードは、「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」という副題とともに、第1章「株主の権利・平等性の確保」、第2章「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」、第3章「適切な情報開示と透明性の確保」、第4章「取締役会等の責務」、第5章「株主との対話」を置いて、副題にある目的を達成すべく策定されたものである。すなわち、株主による株主権行使および投資先企業との対話を通じた企業価値の向上と企業経営者に対する株主以外のステークホルダーに関する利益や社会・環境問題への配慮の要請という観点から、持続的な企業価値の向上という政策目標を実現しようとしている。注目すべきなのは、企業の社会的責任に関わると

↙ (勁草書房2010年11月)、特に152頁以下に教えられた。

13) 楠 前掲注12) 152頁参照。

14) 企業の社会的責任のソフトロー化についての優れた論文として、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（平成17年（2005年）3月）91頁以下を挙げておかなければならない。この論文ですでに企業の社会的責任論と持続的発展や開示および評価の観点を取り上げている。きわめて示唆的である。

考えられる事項が、会社法自体の規律によってではなく、各種のソフトローによって示され始めていることである¹⁵⁾。また、平成31年（2019年）1月31日に公布・施行された「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」¹⁶⁾（平成31年内閣府令第3号）も、企業の持続可能性を前提としている。すなわち、この内閣府令によって求められている企業の財務情報および非財務情報の開示は、投資家による適切な投資判断を可能とし、投資家と企業の建設的な対話を促進することにより企業の経営の質を高め、企業が持続的に企業価値を向上させる観点から重要である¹⁷⁾。このような非財務情報の開示を含む制度の改正等の動きは、現政権が押し進めているコーポレートガバナンス改革の一環としてとらえることができる¹⁸⁾。

会社法の中に企業の社会的責任に関する規定を設けるべきか否かという議論はこうまとめることができる。

会社法は、企業の社会的責任について直接の規定を設けてはいない。しかしながら企業の持続可能性や企業価値の向上という企業経営者にとって最も重要な事柄として定着しつつある。

ソフトローであるコーポレートガバナンス・コードの一内容、内閣府令の一内容としての非財務情報の開示などのように、企業の社会的責任に関する規範は、細部に埋め込まれ始めているといえよう。

次に、企業価値に関し政府が示した各種の施策を見てみよう。

- 15) この点については河村賢治「ソフトローによるコーポレート・ガバナンス」法律時報91巻（2019年）3号25頁以下の分析が有益である。
- 16) この改正は、平成30年（2018年）6月28日に公表された金融審議会「ディスロージャーワーキング・グループ報告——資本市場における好循環の実現に向けて——」の提言を踏まえたものである。この提言では、「近年、企業のガバナンス強化に向けた取り組みの進展や社会・環境問題への関心への高まりなどにより、これらの非財務情報に関する関心がさらに高まっている」と指摘している。
- 17) 八木原栄二・岡村健史・堀内 隼・片岡素香「企業内容等の開示に関する内閣府令の改正——平成三一年内閣府令第3号——」商事法務2194号（2019年）17頁参照。
- 18) 浜田 宰「近時の非財務情報への関心の高まりと任意開示の動向」商事法務2206号（2019年）97頁引用。

3 法務省、金融庁と経済産業省による企業価値向上策

法務省、金融庁や経済産業省はその施策に企業価値を使用し始めたのは古くはない。確認してみよう。

- ①2005年「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（経産省・法務省）
- ②2007年「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（経産省）
- ③2014年2月公表「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》」（以下SSコード）（金融庁）——2017年改訂
——機関投資家に企業の経営者との対話を通じて、コーポレートガバナンスに貢献することを求める仕組み
- ④2015年6月から適用「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～」（以下CGコード）（金融庁）——2018年改訂
——「コンプライ・オア・エクスプレイン」原則により企業の選択の余地を残しながらも、上場会社に独立社外取締役の導入を強く求めた。
- ⑤2014年8月公表「伊藤レポート」——経済産業省に2013年7月に設けられた「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの最終報告⇒両コードの策定を提案し、ガバナンス改革の見取り図を提供したレポートと評価されている。
これらの特徴は次のようにまとめることができよう。

「企業価値向上」は、当初、企業買収に関連して取り上げられていたが、2010年代から、企業価値向上はコーポレートガバナンスとの関連で論じられるようになった。そしてCGコードもSSコードも国の成長戦略の一環として策定されたものである。当初法務省が関わったのは企業買収で法的な争いが生じたからである。ちなみに、ライブドア事件は2005年であった。

4 成長戦略の一環としてのCG改革の推進——金融庁と経産省

3の⑤で示した「伊藤レポート」の提言は衝撃的で、日本の経済の不都合な真実を明るみに出したとされる¹⁹⁾。日本経済の不都合な真実とは、この20年間の株価の低迷による国民の金融資産の縮みであり、企業の収益性の長期的な低迷である。そのような日本の経済の不都合な真実はなぜ起きているのか。投資家が重視する指標は収益性であり、資本生産性（資本効率）を表す代表的な指標——ROE（自己資本利益率）²⁰⁾である。欧米と比べ売上高利益率²¹⁾が低い。つまり「稼ぐ力」が弱い。それがROEの差に反映しているというのである。

「稼ぐ力」を高めるために、現政権が、経済政策的な観点からテコ入れをしていることは周知のことである。これについても簡単に確認しておこう。政府の、経済、特に株式会社へのまなざしは、「稼ぐ企業を作れ」ということに尽きる。

安倍政権のもので日本再興戦略（内閣府2013から）が立ち上げられた。2013年は「日本再興戦略」——産業競争力強化（コーポレートガバナンス）2014年は「日本再興戦略改訂版2014」——産業の新陳代謝（コーポレートガバナンス・コード）

19) 伊藤邦雄「持続的な企業価値の創造に向けて」日本取引所グループ／東京証券取引所編「企業価値を高める経営」（日本経済新聞社2018年11月）所収 11頁以下、特に、13頁以下参照。

20) ROE：Return On Equityの略称で和訳は自己資本利益率。企業の自己資本（株主資本）に対する当期純利益の割合のことである。計算式は $ROE = \text{当期純利益} \div \text{自己資本}$ または $ROE = \text{EPS（一株当たり利益）} \div \text{BPS（一株当たり純資産）}$ である。米国では株主構成に機関投資家が増加し、これらの投資家が「投下した資本に対し、企業がどれだけの利潤を上げられるのか」という点を重視したことも背景となって、最も重要視される財務指標となった。

21) 売上高利益率（ROS）：株式の投資基準とされるROS（Rate of Sales）とは、企業の売上高の経常利益の割合をパーセンテージで表したものである。ROSは、売上高経常利益率、売上高利益率などともいう。ROSは、企業の収益力を判断するための指標として用いられている。

2015年は「日本再興戦略改訂版2015」——産業の新陳代謝の推進

2016年は「日本再興戦略2016」——特徴：第4次産業革命（IT, IoT, ビックデータ）

2017年は「未来投資戦略」——産業競争力の強化に関する実行計画（2018年版）

2018年も「未来投資戦略」——「Society 5.0」「データ駆動型社会」への変革——

いずれも経済活動の基幹をなす株式会社についてはコーポレートガバナンス改革がうたわれている。

コーポレートガバナンスの内容として取り上げられることの多い、①経営の意思決定の合理化・迅速化の推進（攻めのコーポレートガバナンス）、②企業不祥事の防止のための仕組みの創設（守りのコーポレートガバナンス）のうち、前者に力点が置かれていた²²⁾。

コーポレートガバナンス改革が、企業価値向上ひいては経済活性化につながるという思考の下で様々なコーポレートガバナンス改革が実施されている。換言すれば、コーポレートガバナンス改革は企業価値向上の要である。

そして企業価値向上について、経済的な価値からの説明が主流であったが、最近では、企業価値を経済価値と社会価値の両面から論じる傾向が強まっている。

5 コーポレートガバナンス・コードと企業情報に関する開示

(1) 平成27年（2015年）3月5日に策定・公表された「コーポレートガバナンス・コードの原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上

22) アベノミクス第2ステージである「未来投資による生産性革命⇒投資の拡大とイノベーションの創出による付加価値の向上」内容として、「稼ぐ力」を高める企業行動を引き出すために、「攻め」のコーポレートガバナンスの更なる強化を行う、と記している。

のために～」は先に示したように第1章に「株主の権利・平等性確保」を置き、第2章で「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」を置く。この第2章の考え方によれば、上場会社に株主以外に数多く存在するステークホルダーとして「従業員をはじめとする社内の関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外の関係者、更には、地域社会のように会社の存続・活動の基盤をなす主体が含まれる。」としている。そして、「上場会社は、自ら持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためには、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることを十分に認識すべきである。また、近時のグローバルな社会・環境問題等に対する関心の高まりを踏まえれば、いわゆる ESG（環境、社会、統治）問題への積極的・能動的な対応をこれらに含めることも含められる。」としている。

この ESG については、2018年6月のコーポレートガバナンス・コード改訂版においては、第3章「適切な情報開示と透明性の確保」において、上場会社における情報開示について既存の要素に含め、「会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆる ESG 要素）などについて行う」として、ESG 要素を追加している。長期の機関投資家は企業価値の持続性を評価するにあたり、その持続性を毀損しうる要素を ESG の観点から見極めようとしているのだとされる²³⁾。欧米で広がりを見せている ESG とは、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）といった ESG 要因を取り込む新たな企業評価の動きをコーポレートガバナンス・コードに取り込んだものといえる。

(2) 企業内容等の開示に関する内閣府令の改正は、企業の非財務情報の

23) 土屋大輔「『企業価値』を重視した ESG への取り組み—— ESG と企業価値との連関を考察する——」東京株式懇話会 会報 813号（2019年8月）16頁参照。ESG に関する開示フレームワークが乱立し、何を基準にして開示すべきか企業担当者は困惑しているという。日本におけるコーポレートガバナンス改革がコーポレートガバナンス・コードのとスチュワードシップ・コードが併存することによって推し進められていることを踏まえると、「企業価値」は長期の機関投資家から見た企業価値として整理する必要があるとしている（16頁参照）。

開示の充実を加速するものである。これもまた、コーポレートガバナンス改革の一環と位置づけられる。

近時、非財務情報への関心が高まった背景について、浜田弁護士は次のように述べている²⁴⁾。①前世紀からの、企業経営における無形資産の重要性の増加、②環境問題・社会的責任への関心の高まりといった社会環境の変化。かつて製造業中心だった産業が1970年代以降サービス業・金融業に比重が移るに従い、ブランドや知的財産などの無形資産が企業価値の源泉として重視されるようになってきた。無形資産の割合は1990年代には有形資産と変わらなくなり、2000年代には無形資産は有形資産の割合を大きく上回るようになった。こうした社会環境の変化を受けて、企業価値を把握するにあたり、企業の無形資産の内容を把握することの重要性が増した。

このような無形資産の重要性の高まりや環境問題、社会問題への関心の高まりは、非財務情報の開示の充実への要請へと結びついている。

6 コーポレートガバナンスと会社モデル

コーポレートガバナンス論はいかに展開されてきたと説明されているのであろうか。コーポレートガバナンス議論の普遍的前提は経営者支配現象である²⁵⁾。これについて簡単に概説しておこう²⁶⁾。

産業革命後、19世紀になると大規模な資本を必要とする会社が多数出現した。株式制度（均一で細分化され割合的単位という）、株主有限責任制度（株主のリスク低減）と株式譲渡自由の原則（投下資本の回収）制度の導入のもとで、株式会社が広く利用されるようになり、さらに大規模となった。この制度的な特徴に基づき20世紀初頭、鉄道・鉄鋼など社会のインフラに

24) 浜田 前掲注18) 98頁以下参照。

25) 坂本延夫「コーポレート・ガバナンスと経営者支配」比較法雑誌39巻1号（2005年）179頁。

26) この件は、江川雅子「『現代コーポレートガバナンス』戦略・制度・市場」（日本経済新聞出版社2018年11月）15頁以下、仮谷・前掲注4）24頁以下に多くを負っている。

係る事業に巨額の投資が、株式会社制度の利用のもとで可能となった。一方、株式会社のこのような巨大化（経営の専門化）と株主数の増加に伴い、専門家たる経営者を外部から雇うことが増えた。株主は、会社経営に対する関心が薄れ、経営者の影響力が増大することにより、いわゆる「経営者による企業支配」現象が出現した。

この現象をとらえ、1932年に Berle and Means が「近代株式会社と私有財産」を世に送り出した。法学者と経済学者によるこの研究は、その後の株式会社論やコーポレートガバナンス研究の展開に大きな影響を与えた記念的作品と評価されている。

これによると1922年の米国の大企業200社のうち「経営者支配」（経営者が会社を事実上支配している）が44%を占めていた（富の観点では58%）。

1932年にハーバード大学の教授、ドット（Dodd）は、経営者は従業員や顧客などを含めた幅広いステークホルダーの利益を追求すべきであるとして、上記バーリーとの間で公開論争が繰り広げられ、ステークホルダーの利益擁護派の立場に軍配が上がり、会社法において、取締役（経営者）は株主以外のステークホルダーの利益に配慮することが認められていると考えられていた。1960年代まで、多くの企業で、経営者は幅広いステークホルダーの利益に配慮して経営を行っていた。

しかし1970年代、エージェンシー理論が登場して、コーポレートガバナンス論の様相は一変した。

(1) シェアホルダー・モデル

いわゆるエージェンシー理論は——まず、企業を「契約関係の集合体のかなめ」（a nexus of a set of contracting relationships）と捉え、企業を取り巻く利害関係者、特に経営者と株主の利害の衝突に焦点を当てる考え方——法の経済分析の手法を基礎とする（その思想的背景には「新自由主義」がある）。

経営者は自分が経営する会社の事業内容や業績見通しについて詳しく

知っているが、株主はそうではない。委託者（プリンシパル）と代理人（エージェント）が持っている情報量が異なる（情報の非対称性）。

情報量に違いがあると、より多くの情報を持っているエージェントの裁量が増えるので、それを自らに有利に利用してプリンシパルに損害を及ぼすことがある。会社では、経営者が自己の名声や報酬を重視し、投下資本に対するリターンの最大化を期待する株主の利益と一致しないことが生じうる。株主から見れば企業価値の減少である。そのために経営者の監督の必要性が生ずる。これを「エージェンシー・コスト」という。

その内容は①エージェントを監視するための費用、②プリンシパルとの絆を強化するための費用、などである。

エージェンシー・コストを最小限にするためにプリンシパルにとって望ましい行動をとるインセンティブ（誘因）をどのようにエージェントに与えるかを考察する理論が「エージェンシー理論」である。

この理論が受け入れられ、コーポレートガバナンスに関心が高まった背景には、1960年代のアメリカの合併ブームがあったといわれる。

エージェンシー理論は、株主は株式会社の所有者であり、経営者は株主の代理人として株主の利益を最大化する責務を負っているとする、株主主権論・株主第一主義（シェアホルダー・モデル）を前提とする。また、コーポレートガバナンスに関する理論のもっとも標準的・代表的なものであるといわれる²⁷⁾。

シェアホルダー・モデルの普及のきっかけはM・フリードマンの有名なエッセイ“The Socia Responsibility of Business is to Increase Its Profits”²⁸⁾である。このエッセイにおいてフリードマンは「企業の目的は私的利益の追求である。企業が市場を通じた資源分配を通じて社会的な利益につな

27) 江川 前掲注26) 20頁参照。

28) Friedman, M. “The Socia Responsibility of Business is to Increase Its Profits”, The New York Times Magazine, September 13, 1970, 邦訳は、トム・L・ビーチャム＝ノーマン・E・ボウイ（編）（加藤尚武訳「企業倫理学〈1〉倫理的原理と企業の社会的責任」晃洋書房（2005年）に収められている。

がる。企業はこれ以外にCSR活動に関与する必要はない」という趣旨の主張を行った。まさに新自由主義の思考である。

(2) ステークホルダー理論

シェアホルダー・モデルに対する批判に寄せられた批判には次のようなものがある²⁹⁾。

- ①シェアホルダー・モデルのいう株主価値最大化のみに焦点を当てた企業経営は短期的思考となる。
- ②従業員の賃金切り下げ・解雇、取引先への値下げ要求など他のステークホルダーの利益を損なう。
- ③長期的な企業価値が棄損される。
- ④株主には会社の所有者としての責任やインセンティブがない。
- ⑤シェアホルダー・モデルは法律的に誤っている——株主は株式を所有しているが会社を所有しているわけではない——企業価値に影響を及ぼす権利は認められているが、会社の資産を売却したりする権利はない。

そこでステークホルダー理論が登場することになる。

「株式会社の目的は、株主の利益の最大化であるというシェアホルダー・モデルに対して、従業員・顧客・社会など幅広いステークホルダーの利益も考慮すべきである」とする考え方である。

シェアホルダー・モデルの下では会社の目的は「株主の最大利益の追求」であり、株主主権・株主第一に基づくコーポレートガバナンスとなり、企業価値向上はその目的と即応することになる。それに対し、様々なステークホルダーの利益の考慮を求めるステークホルダーモデルの下では、コーポレートガバナンスはより広範なものになり、会社法を超える。企業価値向上は単に株主の経済的利益だけでなく、企業に関わる社会的利益の向上に即応することになる。

29) 江川 前掲注26) 26頁以下参照。

7 近時の動き

1) 2019年8月19日、米国の経済団体（ビジネス・ラウンドテーブル³⁰⁾——米主要企業の経営者団体）は、従来の「株主第一主義」を見直し、顧客、従業員、取引先、地域社会・環境といった利害関係者に広く配慮し、長期に企業価値を高めるべきという声明を公表した³¹⁾。企業が社会と調和しながら持続的に成長できる資本主義はどうあるべきかが問われ、模索されているのである。

新聞記事によれば、欧州では株主第一主義からの転換では先を行くとして、英国を紹介している。

上場企業の企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード）を改め、利害関係者として従業員の声を経営に取り込む仕組みが、2019年度1月以降に始まっている。

2) 英国のコーポレートガバナンスの改訂

英国のコーポレートガバナンス・コード（以下、コード）が2018年7月に改訂された。Brexitが象徴するグローバリズムへの批判やエリートへの反感を受け、メイ政権は2016年の発足当初から普通の労働者階級（ordinary working class）のための政治を標榜し、上場企業の役員報酬や取締役会について改革を唱えていた。一つの具体策として、取締役会に従業員の声が届くようにする仕組みが検討され、意見公募を経て次の3つの手法が改訂

30) アメリカで有名な財界ロビイの一つ。1972年に設立され、アメリカの主要企業200のトップが会員となっている。アメリカには全国レベルの財界組織として、保守派の全米製造業者協会 National Association of Manufacturers; NAM, 草の根レベルで支持を集める全米商業会議所 U.S. Chamber of Commerce, 中小企業を代表する全米独立企業連盟 National Federation of Independent Business などがあるが、BRはその会員が示すように大企業の利益を代表する。ロビイ活動は強力で、それを支える調査研究活動や政策立案作業には会員企業の優秀な社員がスタッフとして協力する。

31) 日本経済新聞2019年8月21日（水）朝刊。

コードに規定された（コード「条項5（Provision 5）」）。

- ・従業員代表の取締役招聘
- ・従業員に諮問する正式な会議の設置
- ・従業員との対話を担当する非業務執行取締役の配置

取締役会は3つの手法のうちいずれかまたはその組み合わせを選択しなければならないが、いずれも選択しない場合には、自社にとって実効的な代替策を、実効的であるとする理由と併せて説明すれば良い。「条項5」に対し上位にあるコード「原則D（Principle D）」は「企業が株主およびステークホルダーに対する責務を果たすため、取締役会はこれらの関係者に対し、実効的な対話を行うとともに取締役会への参画を働き掛けるようにすべきである」とする。英国のコードは、基本的な考え方である各原則については適用（apply）を義務付けているが、各条項は原則の実現手段という位置付けであるため、基となる原則の趣旨を満たす限り、条項が規定する実務レベルには柔軟性を持たせている（いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」）。実際に3つの手法から想定される実務について、意見公募の反応等を参考として若干の検討を試みる。尚、英国の主要上場企業の平均的な取締役会とは、10名程度の取締役で構成され、およそ3分の2が非業務執行取締役（社外取締役）で、残り3分の1がCEOやCFOなどの業務執行取締役（社内取締役）である。

英国のコーポレートガバナンスが、株主利益最大化モデル（シェアホルダー・モデル）からステークホルダー・モデルに接近したと評価されている³²⁾。

3) 日本におけるCSRの源泉と近時の議論

①近江商人の「三方よし」について

神崎郡石場寺（現五個荘町）の麻布商中村治衛宗岸の1754年11月の遺言

32) 神作裕之「企業の持続的成長と会社法・金商法上のいくつかの論点——欧州からの示唆——」商事法務2198号（2019年5月）26頁。

の中に「三方よし」の原点となる箇所がある。

他国へ持下り行商に出かけた場合は、持参した商品がその国すべての人々に気持ちよく使ってもらえるよう心がけ、その取引が人々の役に立つことをひたすら願い、損得はその結果次第であると思ひ決めて、自分の商売のことだけを考えて一挙に高利を望むようなことをせず、なによりも行商に出かけた国々の人々の立場を尊重することを第一に心がけるべきである。欲心を抑え、心身ともに健康に恵まれるためには、日頃から仏心への信心を厚くしておくことも大切である³³⁾。

②新聞記事³⁴⁾より

売り手よし、買い手よし、世間よしの「三方よし」で知られる近江商人についての記事

——ある近江商人の高 ROE 経営——

1700年代にはすでに複式簿記があり、期首と期末の純資産の差を利益とするバランスシート（貸借対照表）を軸とした財務の発想があり、また出資者の記録も現存するという。

簿記が残る中井家の「中井家資本増殖表」から計算した61年間の自己資本利益率（ROE）は、18.8%に達する。平均10%未満の現代の日本企業よりも、長期で高い実績を残したケースである。

顧客や世間といったステークホルダー（利害関係者）に配慮する経営と株主重視の ROE 経営は相反すると考えられがちだが、三方よしの近江商人でも高 ROE 経営を実現した例があったのは「経済価値と社会価値は一体という教訓」を示しているという。

③第87回 監査役全国会議 パネルディスカッション『企業価値向上の取り組みと監査役等の役割』（2018年10月16日～19日に開催）³⁵⁾ 出典 パネリ

33) 馬場 芳「近江商人の企業倫理」弦間明ほか編「江戸に学ぶ企業倫理 日本における CSR の源流」生活性出版（2006年）所収 125頁参照。

34) 日本経済新聞2019年9月3日朝刊。

35) 月刊監査役691号（2019/2/25）4頁以下参照。

ストから次のような発言があった。

「本日会場にいらっしゃる企業様の中にも、近江商人の『三方よし』という精神が創業のルーツとしてあるのではないのでしょうか。また、近江商人の『商売十訓』には『資金の少なきを憂うなかれ、信用の足らざるを憂うべし』、『無理に売るな、客の好むものを売るな、客のためになるものを売れ』とあります。こういった考えが日本企業のベースとして、存在するのではないのでしょうか。当社は住友グループの一員ですが、住友家の家訓には『わが住友の営業は信用を重んじ確実に旨とし』という一文があり、こういったベースがあるからこそ、一定レベルでの内なる力、ひいては、ガバナンス改革が進むのではないかと考えています。」（発言者：日本電気株式会社 監査役 川島 勇）（47～48頁）。この件は、次のような事柄を受けての発言である。

- ・ガバナンス改革のポイントは、企業の持続的な価値の創造にある。
- ・企業の持続的価値創造を促すためのカタリスト（触媒／基盤）がガバナンス改革のベースである。
- ・ガバナンス改革により、インバーストメントチェーンの高循環加が加速される。
- ・ガバナンス改革により、資本効率を意識した経営が実現されていく。
- ・このような経営により収益性が改善され、低収益からの脱却が実現できる。
- ・企業に対する長期資金が投入されやすくなる。
- ・このインバーストメントチェーン³⁶⁾を回し続けるには、外からの改革（法制度の改革）だけでは足りず、企業の内なる力、倫理観や誠実さといっ

36) インバーストメントチェーン：投資家の投資対象となる企業が中長期的な価値向上によって利益を拡大し、それに伴う配当や賃金の上昇が最終的に家計にまで還元されるという一連の流れをインバーストメントチェーン（投資の連鎖）と呼ぶ。野村證券 経済用語解説集より。

たインテグリティ³⁷⁾と、イノベーションを持続的に起こす情熱の二つが必要である

この「内なる力」が、日本の企業に根付いているであろう近江商人の「三方よし」であり、個々の企業の経営理念である。このようなつながりでの発言である。

このように、企業風土や社風と取締役会が追及すべき会社の目的や価値および戦略の確立との合致を求めるイギリスのコーポレートガバナンス・コードの2018年に格上げされた規程²³⁸⁾とほぼ一致する内容であることは特筆すべきであろう³⁹⁾。

8 結びにかえて

本稿の主題は、企業の社会的責任といわれるものが、これまでどのように議論され、現在どのように規範に受容されているのかについて概略的に見取り図を作ることにあった。本格的な検討は今後なされる。キーとなる言葉は、「企業の社会的責任 (CSR)」、「企業の持続可能性」・「社会の持続可能性」、「企業価値」である。CSRの議論は、企業の持続可能性および社会の持続可能性の議論へと転化していると考えられる。企業価値は投資家(株主)との関わりで主に議論されるが、特に長期的に株式を保有し、短期的な利益よりも長期的な利益に関心を持つ機関投資家にとっては、企業の

37) インテグリティ (integrity) : もともと、「誠実」「真摯」「高潔」などの概念を意味する言葉である。主に欧米企業で経営方針や社員が持つべき価値観として頻繁に使われるようになり、次第に企業経営や組織マネジメントの領域でも使われる用語となった。

38) イギリスのコーポレートガバナンス・コードについては、川島いずみ「英国のコーポレートガバナンス・コードによる規制とわが国への示唆」監査役 698号(2019.8.25) 4頁以下、特に8頁以下を参照。

39) 江戸時代において日本を代表する商人、特に近江商人、大坂商人や伊勢商人の経営倫理がその後の日本の資本主義の精神の形成・発展にどのように結びついているのかという早くから論じられてきたテーマを掘り下げることが今後の課題の1つである。

持続可能性と企業価値の向上は平行となっているようである。企業をステークホルダーの集合として社会的実在と観るならば、企業価値の向上は社会の持続可能性へと広がって行く。つまり、企業の経済価値と社会価値の2面性に関連するものとなる。現在これらの関係はあいまいで、法規範によって明示的に規律することは困難であるし、変貌する社会状況の下では望ましいものではない。ハードローよりもソフトローの方がなじむ領域である。

株式会社企業が埋め込まれている経済・社会の状況の大きな変化は規範的には細部で変化を生じさせている。その変化は株式会社法制度の関係する諸法にどのように作用し、どのような変化をもたらすかについては、今後検討していかなければならない。