

米国の社会及び環境に対して説明責任ある資本主義法案

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 米連邦議会民主党のエリザベス・ウォーレン上院議員は2018年8月、説明責任ある資本主義法案を上院に提出した。同法案は、ウォーレン議員のプログレッシブ（進歩主義）な政治的理念を実現するための政策であり、米国において長らく鬱積する所得格差の拡大に対する不満の解消を目指している。
2. 同法案は、第一に、米国の大企業は、「アメリカ合衆国株式会社」という連邦免許を取得し、その取締役は、全てのステークホルダーに対して社会的責任を負うことを規定している。万が一、それらの規定に違反した場合、当該免許は取り消される。過度な株主至上主義の是正し、企業に対して株主だけでなく、従業員、顧客、地域社会等に対して説明責任を果たすことを求めている。
3. 第二に、アメリカ合衆国株式会社の取締役及び役員は、自社株取得から5年間、または自社株買いから3年間にわたって、保持している持株の売却を行ってはならないと規定している。また、アメリカ合衆国株式会社は、取締役の少なくとも40%が当該企業の従業員によって選出されなければならないとしている。これは、取締役及び役員と従業員間の格差拡大の抑止を目的とした規定である。
4. 第三に、アメリカ合衆国株式会社が政治献金を行う場合、株主の75%及び取締役の75%以上の承認を得なければならないとしている。米国の大企業はロビー活動を活発に行っており、株主及び経営者の利益最大化を促す法令改正等も行われていることから、ウォーレン議員は富の偏在に対応するにはコーポレート・ガバナンス改革が必要であると考えている。
5. 同法案が米国の大手企業から強い反発を受ける可能性があるにもかかわらず提出された背景として、ウォーレン議員が金融・資本市場の規制・制度改革に係る議論の土台形成を期待している可能性が考えられる。今後、同法案が、連邦議会における議論やトランプ政権が打ち出す政策にどのように影響を及ぼし、反映されるのか注目に値する。

I. プログレッシブな政治的理念に基づくコーポレート・ガバナンス論

米連邦議会民主党のエリザベス・ウォーレン上院議員（マサチューセッツ州）は 2018 年 8 月、説明責任ある資本主義法案（ACA: Accountable Capitalism Act）を上院に提出した¹。ウォーレン議員は、過去に、ハーバード大学等にて教鞭をとっていたことがあり、連邦倒産法を専門とする著名な学者であった。同氏は 2012 年 11 月に連邦議会選挙によって上院議員として選出され、上院銀行問題委員会等において、金融規制や金融システムに係る政策に関する議論を牽引し、積極的な消費者保護論者として知られている。また、近年、大統領選挙への立候補の可能性が度々報じられる等、米連邦議会民主党のリーダー的存在であると言える。

ウォーレン議員が上院に提出した ACA は、企業は株主に対してだけではなく、従業員、顧客、地域社会等のあらゆるステークホルダーに対して、説明責任を果たす法的義務を負うというコーポレート・ガバナンス論に依拠している。つまり、ACA は、米国資本市場に深く根付く株主至上主義とは異なり、米国大手企業の経営陣や株主が保有する数兆ドルに上る富を中間層に再配分すべきであるという考えに基づいている。

ACA は、ウォーレン議員のプログレッシブ（進歩主義）な政治的理念を実現するための政策である。プログレッシブな政治的理念とは、国家及び社会全体が抱える矛盾を高い道徳的意識によって変革していくことにより、理想に近い体制へと前進しようとするイデオロギーである。すなわち、ウォーレン議員は、ACA において主に以下の 5 点を規定することで、米国において長らく鬱積する所得格差の拡大に対する不満の解消を目指している。

- ① 米国の大企業は、「アメリカ合衆国株式会社（United States Corporation）」という連邦免許を取得し、その取締役（Director）は、全てのステークホルダーに対して社会的責任を負う。
- ② アメリカ合衆国株式会社の取締役及び役員（Officer）は、自社株取得から 5 年間、または自社株買いから 3 年間にわたって、保持している持株の売却を行ってはならない。
- ③ アメリカ合衆国株式会社は、その取締役について、少なくとも 40% は当該企業の従業員から選出されなければならない。
- ④ アメリカ合衆国株式会社が政治献金を支出する場合、株主の 75% 及び取締役の 75% 以上の承認を得なければならない。
- ⑤ アメリカ合衆国株式会社が違法行為を行った場合、州の司法長官及び米商務省によって社会全般に損失を与えたと認定された際には、アメリカ合衆国株式会社免許は取り消される。

¹ S.3348 - Accountable Capitalism Act.

本稿では、アメリカ合衆国株式会社という連邦免許設置の意義、富の偏在への対応を目的とした従業員の発言権の増大、アメリカ合衆国株式会社による政治献金の支出に係る制限等の ACA の詳細、さらにはウォーレン議員の政治的理念を踏まえたコーポレート・ガバナンス論、機関投資家及び株主に求められている現在の米国資本市場における役割等について整理を図る。

Ⅱ. アメリカ合衆国株式会社という連邦免許設置の意義

1. 米国における株主至上主義の台頭

マネタリスト（貨幣供給量の変動が経済及び中央銀行の役割に重要な影響を与えるとする考え方）の提唱者として知られるミルトン・フリードマン教授（ノーベル経済学賞受賞者）は1970年9月、ニューヨークタイムズ紙において「企業の社会的責任は利益の増大である」と題する記事を寄稿し、米国企業の取締役の義務は、唯一、株主に対する収益の最大化であると述べた²。ビジネス・ラウンドテーブル（米国主要企業200社以上から構成される財界団体）は1997年9月、米国企業の主たる目的は、出資者（株主）のために経済的なリターンを創出することだと主張した³。それ以来、米国において、株主至上主義は支配的な考え方となった。事実、1980年代初頭、米国企業は収益の約50%を株主に還元し、それ以外は従業員等に配分していたが、2007年から2016年にかけて、米国企業は収益の93%を株主に還元した⁴。米国企業のCEOが、1980年以前に報酬として株式を取得することは稀であったが、現在では同報酬の約60%は株式である。結果、米国企業のCEOの報酬は、1980年時点で平均的な従業員の約40倍であったが、2017年時点では約360倍に達した。

それに対して、ウォーレン議員は、米国民が企業に対して事業を行うことを認める免許を付与し、株主に対して有限責任を負うことを許容しているが故に、株式会社は存在すると考えている。つまり、米国株式会社は、免許付与者である米国民に対して対価を支払う必要があり、株主だけではなく、あらゆるステークホルダーに対して利益を追求・共有する義務があるとしている。ところが、現在、州政府が企業に免許を発行しており、その際、企業が米国民に対して果たすべき社会的責任が明記されていないことから、株主至上主義が蔓延したとウォーレン議員は指摘している。

2. アメリカ合衆国株式会社の要件及び義務

そこで、ウォーレン議員は、州政府ではなく、連邦政府が米国株式会社に対する免許付与の権限を保持すべきであると主張している。ACAは、米商務省において、アメリカ合衆国株式会社室（Office of United States Corporations）を設置し、同室の長官（Director of the

² “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits,” *New York Times*, September 13th 1970.

³ The Business Roundtable, “Statement on Corporate Governance,” September, 1997.

⁴ “Companies Shouldn’t Be Accountable Only to Shareholders,” *Wall Street Journal*, August 14th 2018.

office) は、連邦議会上院の承認を得て、大統領によって任命され、任期は4年である(同法第3条)。仮に政権交代等によって、大統領が同長官を任命できない期間がある場合には、米商務省が暫定長官を任命する権限を有する。ACAは、米国の「大企業(Large Entity)」はアメリカ合衆国株式会社から免許を取得しなければならないと規定している(同法第4条)。ACAにおける「企業」とは、法人(a corporation)、法人格のある団体(body corporate)、政治団体(body politic)、共同出資会社(joint stock company)、有限責任を負う法人(limited liability company)を指し、「大企業」とは、年間10億ドル以上の収入がある「企業」を指す(同法第1条)。つまり、アメリカ合衆国株式会社免許の取得義務を有する「大企業」は、上場企業約3,500社と未公開企業数百社であり、米国の経済活動の大半を占めている。既に「大企業」に該当する「企業」は、ACA成立後2年以内にアメリカ合衆国株式会社免許を取得する必要がある、同法成立後に「大企業」に該当した「企業」は、前会計年度から1年以内に同免許を取得する義務がある(同法第4条)。

アメリカ合衆国株式会社は、「一般的な公共の便益(General Public Benefit)」を追求する義務を負う(同法第5条)。一般的な公共の便益とは、事業運営の結果としての社会に対する重大なポジティブな影響(material positive impact)を指す。加えて、アメリカ合衆国株式会社は、一般的な公共の便益を追求するだけでなく、①同社の株主、②同社(及び子会社)の従業員及び労働者、③同社の顧客及び子会社の利益、④同社が拠点を有する地域及び社会、⑤地域及びグローバルの環境、⑥同社の短期及び長期の利益、⑦同社が一般的な公共の便益を追求するための能力について、バランスを取る義務を負う。

万が一、アメリカ合衆国株式会社が、一般的な公共の便益を追求せず、あらゆるステークホルダーの利益を考慮しなかった場合、同社の取締役及び役員は、その金銭的な損失(monetary damages)に対する責任を問われる(同法第5条)。また、アメリカ合衆国株式会社が違法行為を行って、あらゆるステークホルダーに著しい損失を与えた際、州の司法長官は、米商務省に対してアメリカ合衆国株式会社免許の取り消しを請求し、その後180日間において、同社には反論する機会が与えられ、場合によっては、米商務省は同社の免許を取り消すことができる(同法第9条)。

3. 一般的な公共の便益追求の義務を負うベネフィット・コーポレーション

実は、ウォーレン議員が提唱するアメリカ合衆国株式会社という概念は、既に米国に存在するベネフィット・コーポレーションから着想を得ている。ベネフィット・コーポレーションとは、米国の営利企業形態の一つであり、5,000社以上存在する。ベネフィット・コーポレーションは、米国の一般的な法人(Cコーポレーション)と同様の税制に服する一方で、取締役に対して、一般的な公共の便益の追求を法的に義務付けている。つまり、ベネフィット・コーポレーションは、事業を行う上で、社会及び環境に対する影響を考慮する必要がある、その結果を株主に対して公表しなければならない。

ベネフィット・コーポレーションは2010年4月、メリーランド州において法律が制定さ

れて以来、全米 35 州において法制化されている。著名なベネフィット・コーポレーションとして、アウトドア用品メーカーのパタゴニア（本拠地はカリフォルニア）が挙げられる。同社は、環境に配慮する商品の製造や、環境問題に取り組むグループへの助成を行っており、2012 年 1 月に初めてカリフォルニア州のベネフィット・コーポレーションとして登録した。同社の創業者であるイヴォン・シュイナードは「パタゴニア社を今後 100 年以上存続する会社にしたい。（カリフォルニア州の）ベネフィット・コーポレーション法は、経営者の承継、資金調達、所有者の変更等においても、企業理念を変化させることなく、企業経営を長期的に持続できる法的枠組みである」と述べた⁵。

キックスターター（本拠地はニューヨーク）も、ベネフィット・コーポレーションとして著名である。同社は、アート、漫画、ダンス、デザイン、ファッション、映画、ゲーム、音楽、出版、写真、演劇等の幅広い分野における革新的なプロジェクトに対して、クラウドファンディングによる資金調達を行うサービスを提供している。キックスターターの企業理念は、「生活にクリエイティブなプロジェクトをもたらすこと（to help bring creative projects to life）」であり、同社の成功とは、利益の水準ではなく、同理念を達成できたか否かであるとしている⁶。キックスターターは 2015 年 9 月、デラウェア州のベネフィット・コーポレーションとして登録し、株主の利益のみを追求するのではなく、社会及び環境への貢献を通じて、同社の理念を一貫して保持することを目指している。

更に、証券取引所に上場しているベネフィット・コーポレーションとして、ローリエイト・エデュケーション（本拠地はメリーランド州ボルチモア）が挙げられる。同社は、世界各地で 65 校以上の大学を営利目的で運営している大学ネットワークであり、2017 年 2 月にナスダックに上場を果たした。ローリエイト・エデュケーションは 2015 年 12 月、当時の主要な株主であったシティ・グループやコールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）等の承認を得て、デラウェア州のベネフィット・コーポレーションとして登録した⁷。ローリエイト・エデュケーションは、米国民に質の高い教育を提供し、地域の発展に貢献することを目指しており、ベネフィット・コーポレーションの法的枠組みは、同社の経営理念と一致していると考えている。

つまり、ウォーレン議員は、米国の大企業に対して、アメリカ合衆国株式会社免許の取得を義務付けることで、ベネフィット・コーポレーションの枠組みを適用し、過度な株主至上主義が蔓延する米国の企業文化の現状を変化させることを目的としている。

⁵ パタゴニアのウェブサイト（<https://www.patagonia.com/b-lab.html>）を参照。

⁶ キックスターターのウェブサイト（<https://www.kickstarter.com/blog/kickstarter-is-now-a-benefit-corporation>）を参照。

⁷ ローリエイト・エデュケーションのウェブサイト（<https://www.laureate.net/AboutLaureate/B-Corp>）を参照。

Ⅲ. 米国における富の偏在への対応

1. 米国において著しく拡大する格差

ACA は、米国の大企業に対して、一般的な公共の便益の追求を促すだけでなく、米国において長らく問題視されている格差拡大の抑止を目指している。ウォーレン議員によると、現在、米国世帯のうち最も資産を有する上位 10%が、米国株式市場の時価総額の約 85%を保有している⁸。第 2 次世界大戦（終結 1945 年）後の約 40 年間、株主は米国企業に約 2,500 億ドルの資金を投じた。それに対して、株主至上主義が台頭した 1985 年以降、株主は米国企業に約 7 兆ドルの資金を投じた。米国の大企業は、過去 40 年間において、従業員等に利益を還元するのではなく、株主（富裕層）自身が有する富を更に増大させることに専念してきたと言える。

実際に、第 2 次世界大戦から 1980 年代初頭まで、実質賃金と米国企業の生産性の成長率は、ほぼ同水準であった一方で、それ以降の期間において、米国企業の生産性は向上したにもかかわらず、実質賃金は伸び悩んだ。つまり、過去 40 年間において、米国企業の従業員は、自身の業務によって得られた収益を自分自身が十分に得ることはできなかったと言える。そのため、ウォーレン議員は、株主至上主義は格差拡大の要因の一つであると指摘している。

企業が経済の安定成長や所得に与える影響を研究し、顕著な実績を残したウィリアム・ラズニック氏（マサチューセッツ大学ローウェル校教授）は、第 2 次世界大戦から 1970 年代まで、米国企業の資源分配アプローチは「維持して再投資する (retain-and-reinvest)」であったが、ロナルド・レーガン政権以降は、「縮小して配分する (downsize-and-distribute)」に変化したと述べている⁹。近年の米国企業は、コストを削減して、余剰資金を従業員等に再投資するのではなく、株主に配分しているという主張である。ウォーレン議員は、ラズニック教授の主張を支持しており、米国企業は自社株買い及び配当を通じて投資額を上回る資金を株主に還元し、賃金引き上げによる従業員の購買力を増加させなかったため、米国経済の成長が抑制されたと考えている。すなわち、ウォーレン議員は、米国企業の利益は少数の富裕層に配分され、その利益を生み出すことに貢献した従業員への再投資が限定的であった点を問題視している。

2. 自社株買い実施後の持株売却に係る制限

そこで、ACA は、取締役及び役員と従業員間の格差拡大の抑止を目的に、自社株取得から 5 年間、または自社株買いから 3 年間にわたって、アメリカ合衆国株式会社の取締役及び役員は、自身が保持している持株を売却してはならないと規定している。仮に、同要件に違反した場合、証券取引委員会（SEC）はアメリカ合衆国株式会社の取締役または役員

⁸ “Elizabeth Warren has a plan to save capitalism,” *Vox*, August 15th 2018.

⁹ William Lazonick, “The Functions of the Stock Market and the Fallacies of Shareholder Value,” June, 2017.

に対して、最大で違反した持株売却額の3倍の罰金を科す権限を有する（同法第7条）。

実は、自社株買いに係る規制の枠組みについては、改革の機運が高まっている。SECのロバート・ジャクソン委員は2018年6月、米国上場企業による自社株買いに係る規則の見直しを提言した¹⁰。その理由として、自社株買いは、経営者による自身の報酬の換金手段と位置づけられており、長期的な企業価値の創造ではなく、短期の株式取引を助長している可能性を挙げている。すなわち、ジャクソンSEC委員は、自社株買いに係る現行の規則が、自社株買い公表後の株価上昇によって、経営者個人の短期的な利益獲得を促している側面があることから、従業員や投資家の保護を強化することを目的に、自社株買い公表後、一定期間において経営者による持株の売却・換金を禁止する等の施策を策定する方向性を示した。

IV. アメリカ合衆国株式会社における従業員の発言権の増大

1. アメリカ合衆国株式会社の取締役の構成と受託者責任

ウォーレン議員は、富の偏在を是正するにあたって、自社株買い実施後の取締役及び役員による一定期間における持株売却の禁止だけではなく、米国企業のコーポレート・ガバナンスを改革する必要があると主張している。ACAは、同法成立後1年以内にSECに対して、全米労働関係委員会（NLRB）と協議し、アメリカ合衆国株式会社の取締役の40%以上は同社の従業員から選出するという規則の策定を要請している（同法第6条）。また、ACAは、米労働省に対して、米商務省と連携し、アメリカ合衆国株式会社が上記のSEC規則に準拠していることを確認するよう要請した。仮に、アメリカ合衆国株式会社の取締役のうち、少なくとも40%が同社の従業員から選出されていない場合、米労働省は同取締役に対して罰金を科す、または、米商務省はアメリカ合衆国株式会社免許を取り消す権限を有する。

つまり、アメリカ合衆国株式会社は一般的な公共の便益を追求する主体として、あらゆるステークホルダーの最善の利益を追求することを法的に義務付けられており、ウォーレン議員は、アメリカ合衆国株式会社の取締役は社会に対する受託者責任を負っている主体であると位置づけている。

2. 米国のシェアホルダー資本主義とドイツのステークホルダー資本主義

従業員による取締役会への参加は、ドイツの制度を参考にしている。ドイツの株式会社は、経営の監督を行う「監査役会」と事業執行を行う「執行役会」の二階層になっており、これを共同決定制度と呼称する。同制度において、監査役会における株主代表は、株主総会において選出される一方で、監査役会における従業員代表は、当該企業の従業員及び労

¹⁰ 詳細は、岡田功太「米国上場企業のコーポレート・ガバナンスに係る最近の議論」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号（ウェブサイト版）を参照。

働組合によって選出される¹¹。監査役会とは、経営の監督の役割を果たしており、執行役の選定・解任、報酬の決定、業務規定の策定等を担う。従業員 2,000 名以上の会社は、1976 年制定の共同決定法に基づいて監査役会を 20 名で構成する必要がある、そのうち株主代表は 10 名、従業員代表は 10 名とすることが義務付けられている。

共同決定制度の下、ドイツの株式会社の経営者は、自身の報酬の水準を正当化するために株主と従業員の代表を説得する必要がある、BMW やシーメンス等のドイツを代表する企業の幹部報酬は米国企業の約 50% の水準である¹²。ルーズベルト研究所の調査結果によると、ドイツ企業は、目先の利益を重視する短期志向を抑止し、従業員の賃金を上昇させる傾向があり、ウォーレン議員は共同決定制度を高く評価している。すなわち、ACA は、米国企業を取り巻く環境を「シェアホルダー資本主義（株主至上主義）」から、ドイツの共同決定制度を模倣した「ステークホルダー資本主義（一般的な公共の便益を追求する主義）」に転換し、その結果として、米国民の生活水準の向上と持続的な経済成長の達成を目指している。

V. アメリカ合衆国株式会社による政治献金と株主の役割

1. シティズンズ・ユナイテッド判決による政治献金の増大

ミルトン・フリードマン教授は、米国企業の取締役は法に従う義務があり、また、その責務は、唯一、株主に対する収益の最大化であると述べた。つまり、同氏の主張は、政府は政策的な目標に基づく法的な枠組みを策定し、他方で、企業は事業を営むことで、株主に対する収益最大化に注力するという官民の分業体制を前提としている。それに対して、ウォーレン議員は、米国の大企業は規制緩和を目的としたロビー活動を活発に行っており、株主及び経営者の利益最大化を促す法令改正等も行われている現状を踏まえると、フリードマン教授が主張する官民の分業体制は、米国企業を取り巻く環境を議論する前提として誤りであると主張している。

ウォーレン議員は、特に、2010 年 1 月に判決が下されたシティズンズ・ユナイテッド対連邦選挙委員会の事案を問題視している¹³。シティズンズ・ユナイテッドとは、保守系の政策メッセージを盛り込んだ宣伝やドキュメンタリー等を製作・放映する非営利法人であり、2008 年の大統領選の際に、ヒラリー・クリントン氏の見解に批判的な宣伝の放映を計画していた。しかし、米国の政治資金規正は、政策の善し悪しではなく、資金量の多寡によって選挙の結果が決まるのは、民主主義の基本に反するとの考えの下、営利及び非営利団体に対して、本選挙の 60 日以内及び予備選挙の 30 日以内に特定の候補者に関連する政策メッセージを含む宣伝等の放映を禁止していた。

¹¹ 共同決定制度の下、従業員については、従業員が 8,000 名より多い企業は間接選挙で、従業員 8,000 名以下の企業は直接選挙によって選出される。

¹² “Why do American CEOs make twice as much as German CEOs?,” *Fortune*, November 4th 2014.

¹³ *Citizens United v. Federal Election Comm'n*, 558 U.S. 310 (2010).

それに対して、シティズンズ・ユナイテッドは、政治資金規正の一部規定はアメリカ合衆国憲法修正第1条の言論の自由に反しており、違憲であるとして連邦選挙委員会を提訴した。同事案は、今後の米国企業による政治献金のあり方を左右するものであったことから、非常に大きな注目を集めた。結果的に、最高裁は五対四の票決で、政治資金規正の一部規定は違憲であるとの判決を下し、シティズンズ・ユナイテッドの勝訴となった。このシティズンズ・ユナイテッド判決を受けて、米国企業による政治献金の支出時期に関する制限は実質的に撤廃され、その後の選挙において、選挙直前まで巨額の資金が候補者の政策に関連する宣伝等に費やされた。ウォーレン議員は、シティズンズ・ユナイテッド判決は米国企業によるロビー活動を助長し、株主及び経営者の利益最大化を促す法制度の策定を後押しする要因になった批判している。

2. 法人は道徳的な米国民ではないという主張

ウォーレン議員は、シティズンズ・ユナイテッド判決に対して、株主至上主義が蔓延する要因であるという以外に、「法人は個人ではない (Corporations are not people)」との考えに基づいて批判的な姿勢を示している¹⁴。同判決の争点の一つは、選挙に関連する金銭の支出が政治的な表現行為の一種であるならば、言論の自由は、個人だけではなく、法人にも適用されるのかというものがあった。最高裁は、アメリカ合衆国憲法修正第1条は、言論の自由だけではなく出版の自由も認めており、これは複数の人が集合して言論を行うことを保障しているに他ならないとして、法人に言論の自由を認めた。

しかし、ウォーレン議員は、米国企業に対して免許を発行する州政府の規定において、米国企業は、道徳的な米国民の一人として振る舞うべきであるという社会的な義務が明記されていないが故に、株主至上主義が蔓延していると考えている。つまり、同議員は、言論の自由の原則は個人だけではなく、法人にも等しく適用されるというシティズンズ・ユナイテッド判決の論理的正当性を疑問視しており、あくまでも「法人は個人ではない」と主張している。

そこで、ACA は、1971 年連邦選挙運動法を改正し、アメリカ合衆国株式会社が選挙戦において候補者等に対して、1 万ドル以上の支出 (政治献金) をする際、同社は株主の 75% 以上及び取締役の 75% 以上から、①政治献金の金額、②政治献金を支出する候補者について明示した上で、承認を得なければならないと規定している (同法第 8 条)。仮に、アメリカ合衆国株式会社が、同要件を満たしていない場合、株主は同社を訴訟することが可能であり、米商務省は同社の免許を取り消すことができる。

3. 機関投資家による議決権行使を推奨するジョン・ボーグル氏

ACA 第 8 条の規定は、ジョン・ボーグル氏の提言を参考にしている。ボーグル氏は、バンガード社 (低コストなインデックス運用商品や ETF を主体とする米国の代表的な資産運

¹⁴ “If Corporations Are People, They Should Act Like It,” *The Atlantic*, February 1st 2015.

用会社)の創業者であり、現在は、機関投資家や株主の役割に関するオピニオン・リーダーとして知られている¹⁵。シティズンズ・ユナイテッド判決が下されたことを受けて、SECは2011年3月、米国企業による政治献金の支出を委任状の議案とすることを認めた。そこで、ボーグル氏は2011年頃、機関投資家は投資先の企業に対して、委任状の議案として「企業は、発行済株式総数の75%以上を保有する株主の承認なしには、決して政治献金を行わない」と記すことを要求すべきであると主張した¹⁶。

その背景として、第一に、機関投資家の受託者責任が挙げられる。機関投資家の株式保有比率は、1950年代に米国企業の時価総額の約5%であったが、2011年には約70%に達した。しかし、ボーグル氏によると、機関投資家は、投資先企業の取締役の政治活動が株主の利益に反する場合においても、取締役に対して反対の意思を表明することを躊躇していた。例えば、資産運用会社Aが米国企業Bの年金プランの運用を受託し、そのポートフォリオに米国企業Bの株式を組み入れた場合、資産運用会社Aは米国企業Bに対して、運用機関として反対意見を表明しにくいという問題がある。他方、資産運用会社等の機関投資家は、顧客に対する最善の利益を追求するという受託者責任を負っている、そこで、ボーグル氏は、運用機関の投資先の米国企業に対して、政治献金の支出は株主の承認が必要であることを要求する義務があると主張した。

第二に、アンソニー・ケネディ判事によるシティズンズ・ユナイテッド判決に係る法廷意見である。ケネディ判事は、同判決において、政治資金規正の一部規定は違憲であると主張した5名の最高裁判事の一人である。同判事は、法定意見において、言論の自由は株主にも等しく適用され、経営者の利益のために米国企業の資産を活用する等の乱用(abuse)は、米国企業の民主主義の手続きを通じて(through the procedures of corporate democracy)是正されるはずであると述べた。つまり、シティズンズ・ユナイテッド判決は、単に、法人に言論の自由を適用することで、米国企業による政治献金の支出制限を撤廃したのではなく、株主にも言論の自由を適用することで、株主は米国企業の資産を政治献金に活用するのか決定する際に関与する権利があることを示した。

すなわち、ボーグル氏は、シティズンズ・ユナイテッド判決の主旨を精確に踏まえた上で、機関投資家に対して受託者責任を果たすことを要求し、米国企業の政治献金の抑止を期待した。他方で、ウォーレン議員は、同判決の論理的正当性を疑問視した上で、アメリカ合衆国株式会社の取締役に対して受託者責任を果たすことを要求し、米国企業の政治献金を抑止することで、株主至上主義からの脱却を目指している。

¹⁵ バンガードの詳細は、岡田功太、幸田祐「米国投信業界で圧倒的な資金流入額を誇るバンガード」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号を参照。

¹⁶ “The Supreme Court Had Its Say. Now Let Shareholders Decide,” *New York Times*, May 14th 2011.

VI. ACA に関する政策的な評価

ACA の政策的な特徴として、第一に、民主社会主義者を自認するバーニー・サンダース（無所属、バーモント州）の主張と整合的な点が挙げられる。近年、サンダース議員を中心としたリベラル左派は、支配階級（エスタブリッシュメント）に不満があるミレニアル世代から支持を得ている。サンダース議員は、格差是正を目的としたユニバーサル・ヘルスケア（国民皆保険制度）の導入や、公立大学の授業料無償化を提言しているが、同提言には財政に大きな負担をかけるという欠点がある。他方で、ウォーレン議員は、アメリカ合衆国株式会社免許を設置し、一般的な公共の便益の追求を促すことで、特にミレニアル世代が有する格差拡大に対する不満に対処することを目指している。

第二に、ACA は、ウォーレン議員が有するプログレッシブな政治理念に基づいている一方で、共和党議員から支持される可能性がある規定を含んでいる。特に、ベネフィット・コーポレーションは、全米 35 州において法制化されており、マイク・ペンス副大統領（元インディアナ州知事）、ニッキー・ヘイリー国連大使（元サウスカロライナ州知事）、スコット・ウォーカー知事（ウィスコンシン州）、サム・ブラウンバック元知事（カンザス州）、ジャン・ブリュワー元知事（アリゾナ州）、クリス・クリスティ元知事（ニュージャージー州）等の共和党議員から既に支持を得ている¹⁷。

第三に、ACA には、近年の大手機関投資家が示した投資方針と一致している点がある。世界最大級の資産運用会社であるブラックロックのスタンレー・フィンク CEO は 2018 年 1 月、米国の上場企業の CEO に対するレターを発出した¹⁸。その中で、フィンク氏は、米国政府をはじめとする公的セクターが、インフラの整備等の社会に貢献するような有効な施策を打ち出すことができない中、その代わりに、私的セクターは、良好な決算を公表するだけでなく、従業員、顧客、地域等のあらゆるステークホルダーと便益を共有することが求められていると主張した。これは、まさに、アメリカ合衆国株式会社に義務付けられた一般的な公共の便益の追求や、ステークホルダー資本主義を実現するための取締役の構成等を規定する ACA の提言と一致している。

他方で、ACA が提言するコーポレート・ガバナンス改革を通じた富の再分配には、米国の大手企業から強い反発を受ける可能性がある。また、ウォーレン議員は、ドナルド・トランプ大統領と政策に関する見解に相違があることから、ACA が成立する可能性は低い。それでも、2018 年 11 月の中間選挙及び 2020 年の大統領選挙を控える中、敢えてウォーレン議員が ACA を公表し、自身の政策を明示した背景として、今後、同法案が金融・資本市場の規制・制度改革に係る議論の土台となることを同議員が期待している可能性が考えられる。例えば、ACA 第 7 条が規定する自社株買い実施後の取締役及び役員による一定期間における持株売却の禁止については、SEC も賛同している。ACA が成立せずとも、米国

¹⁷ “Sen. Elizabeth Warren, Republicans, CEOs & BlackRock's Fink Unite Around 'Accountable Capitalism',” *Forbes*, August 15th 2018.

¹⁸ ブラックロックのウェブサイト (<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>) を参照。

企業は社会及び環境に対しても説明責任を負う義務であるという同法案の規定の一部や、同法案の根幹を成すウォーレン議員の資本市場、コーポレート・ガバナンス、株主及び機関投資家の役割に関する考え方が、今後、連邦議会における議論やトランプ政権が打ち出す政策にどのように影響を及ぼし、反映されうるのか注目に値する。