

会社とステークホルダー

成蹊大学法学部

湯原心一

2023年7月1日

成蹊大学公開講座

目次

1. 問題意識
2. 会社は誰のものか？——
1990年代まで支配的な見解
3. 会社支配権に関する会社法の
規定
4. 利害関係者の考慮と株主利益最
大化の関係
5. ステークホルダー主義
6. 設例
7. おわりに

問題意識

本講座の主題

- ・ 上場会社は、誰のために運営されるべきか？

株式会社

- ・ 法人（会社法3条）
- ・ 会社法に基づいて設立
- ・ 206万8000社（令和4年10月）（神田, 2023, p.7）¹

¹他に、特例有限会社が147万1000社ある。（神田, 2023）

会社（法）の特徴1

- ・ 神田（2023）
 - ① 出資者による所有
 - ② 法人格の具備
 - ③ 出資者の有限責任
 - ④ 出資者と業務執行者との分離
 - ⑤ 出資持分の譲渡性

会社（法）の特徴2

- ・ 先進国には会社に関する法律がある
- ・ 会社法には共通の特徴がある
 - ・ 会社を発展させるために有効な特徴である

本講座の問題意識 1

- ・ 株式会社が経済活動に占める割合が増加している
 - ・ 国営企業の民営化
 - ・ 時価総額が 10 兆円を超える上場会社²

²トヨタ自動車株式会社の時価総額は、約 32 兆円（2022 年 12 月 14 日現在）。米 Apple Inc. の時価総額は 2.3 超ドル（2022 年 12 月 13 日現在。当時の為替相場で約 314 兆円）。

本講座の問題意識2

- ・ 上場会社は、中小企業よりも規模が大きい
- ・ 経済活動での重要性が増している
 - 上場会社は、誰のために運営されるべきか？

本講座の問題意識3

- ・ 株式会社は、株主が所有者（後述）
- ・ 株式会社は、経営において、従業員、仕入先、取引先、地域社会、政府などの利益を考慮すべきか
 - 会社法の観点からはどのように分析できるか？

会社は誰のものか？——
1990年代まで支配的な見解



"THE SOCIAL
RESPONSIBILITY OF
BUSINESS IS TO
INCREASE ITS
PROFITS."
- Milton Friedman

フリードマン (2008, pp.248-249)

- ・ 「市場経済において企業が負うべき社会的責任は、……資源を有効活用して利潤追求のための事業活動に専念することだ。これが、企業に課されたただ一つの社会的責任である。」

フリードマン (2008, pp.249-250)

- ・ 「一企業の一介の経営者に、何が社会の利益になるかを決められるのだろうか。また、社会の利益に貢献するなら、会社や株主はどの程度の負担を引き受けるべきだと言えるのだろうか。」

- ・ 「企業経営者は株主の僕（しもべ）ではなく、社会の僕だというなら、民主主義社会においては、選挙を経て任命される公的手続きの対象となるべきだろう。」

Friedman (1970)

- ・ 経営者の使命が会社の利益の最大化
- ・ 自由を重視
 - ・ 自由な企業 (free enterprise)
 - ・ 自由な社会 (free society)
 - ・ 自由市場 (free markets)
- ・ 私的所有 (private property) を重視
 - 当時の時代背景を反映？

株主利益最大化

- ・ 「株式会社の経営者は、原則として剰余権者である株主の利益を最大化するような経営を行わなければならない、換言すれば、会社のステークホルダー間の利害対立がある場合の経営決定は、株主の利益を最優先にしなければならない。」（落合（2016, p.49）, Roe（2001, p.2065））

残余権者性1

- ・ 債権者

- ・ フリー・キャッシュ・フローに対して固定的な権利 (fixed claim) を有する者 (fixed claimants) (Easterbrook and Fischel, 1991)

- ・ 株主

- ・ 会社が獲得したフリー・キャッシュ・フローに対して固定的な権利に対する支払いを除いた残余のキャッシュ・フローに対する権利を有する者 (residual claimants)

残余権者性2

- ・ 企業価値の増加と株主価値の増加が対応していること (Easterbrook and Fischel (1991); 得津 (2013))
 - ・ 効率性の観点から残余権者である株主に経営の支配権を与えることが正当化される

残余権者性3

従業員の残余権者性

- ・ 従業員の報酬は会社の事業の成否に連動しているの
 いか？
 - ・ 指摘は多いがとりあえず措く（広田（2012）；得津
 （2013））

株主利益最大化と債権者の関係 1

- ・ 株主が 100 の資本を拠出
- ・ 会社が銀行から 100 を借入れ
 - ・ 利率は、年 5%

資産	200	負債	100
		純資産	100

株主利益最大化と債権者の関係 2

- ・ 会社の経営がうまくいく
 - ・ 会社が100の利益を得た場合
- ・ 銀行に5を支払う
 - ・ 利率が年5%だから
- ・ 株主は銀行に支払った後の利益を独占できる

資産	295	負債	100
		純資産	195

株主利益最大化と債権者の関係 3

- ・ 会社の価値への優先順位
 - ① 債権者
 - ② 株主
- ・ 株主は自分の利益のために事業の価値を最大化させるはず
→ 債権者の利益にもなる

株主利益最大化と債権者の関係 4

- ・ 株主は、銀行に支払った後の利益を独占できる
 - ・ 株主は、会社の利益を最大化するために経営する
 - ・ 会社の利益が大きくなるほど、株主の利益も増加
- ・ 会社の利益が確保できれば、結果として、銀行も保護される
 - ・ 利息と元本を返済する原資が確保できるから
- ・ 地域社会・環境などの債権者以外の者は保護されない

株主利益最大化と債権者の関係 5

- ・ 銀行が得る利益は上限がある
 - ・ 経営者が銀行によって選任される場合
 - ・ 100 の利益に意味がない
 - ・ 利息の 5% と元本の 100 が確保できれば良い
- 会社の経営が保守的になるのでは？

資産	200	負債	100
		純資産	100

効率性1

- ・ 効率性
 - = 社会的な望ましさ
- ・ 株主利益最大化は、効率性と整合的な面がある
 - ・ ただし、負の外部性がある場合は、社会的に望ましいとは言えない

効率性2

- ・ 効率的でない場合の例
 - ・ 株主が利益を最大化する過程で環境汚染をする
- ・ 株主の利益 (+100) だが環境汚染 (-200)

会社法と株主利益最大化1

- ・ 「もっとも、〔株主利益最大化〕の原則は、他の利害調整原則を排除してどこまでも貫かれるべき性質のものではない。したがって、その原則の帰結としての法的効果は、……法規範としては緩いものである。」江頭（2021）

会社法と株主利益最大化2

- ・ 会社法に株主利益最大化は明示されていない(Stout, 2012)
 - ・ ただ、会社法に整合的な規定が多い
 - ・ 営利性
 - ・ 剰余金の配当
 - ・ 株主による取締役の選任

会社支配権に関する会社法の規定

出資者による所有

- ・ 出資者＝株主
 - ・ 株主による所有

株主による会社支配

- ・ 議決権の過半数で取締役を全員選任可能（会社法 329 条 1 項、309 条 1 項）
- ・ 取締役会の過半数で取締役会を支配可能
- ・ 取締役会を支配することで会社の支配が可能
→ 代表取締役の選定（会社法 362 条 3 項）

代表取締役

- ・ 取締役会設置会社の業務を執行（会社法 363 条 1 項 1 号）
- ・ 株式会社の業務に関する一切の裁判上又は裁判外の行為をする権限（会社法 349 条 4 項）

利害関係者の考慮と株主利益最大化の関係

CORPORATE GOVERNANCE

Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote 'An Economy That Serves All Americans'

AUG 19, 2019

Updated Statement Moves Away from Shareholder Primacy, Includes
Commitment to All Stakeholders

WASHINGTON – [Business Roundtable today announced the](#)

ビジネス・ラウンドテーブルの声明（2019年8月）

- ・ 株主第一主義の見直し(Roundtable, Aug. 2019)
 - ① 顧客への価値の提供
 - ② 従業員への投資
 - ③ 取引先を公正かつ倫理的に取り扱うこと
 - ④ 地域社会（communities）の支援
 - ⑤ 株主に対する長期的価値を生成すること

ESV approach: enlightened shareholder value approach

- ・ 株主価値を最大化するために利害関係者を考慮することは当たり前ではないか
 - ・ 良い従業員を確保するために優遇する
 - ・ 取引先との友好的関係を維持する

英国会社法 172 条 1 項

会社の成功を促進すべき義務 i

- ・ 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最も大きいであろうと誠実に考えるところに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。
 - (a) 一切の意思決定により長期的に生じる可能性のある結果

英国会社法 172 条 1 項

会社の成功を促進すべき義務 ii

- (b) 当該会社の従業員の利益
- (c) 供給業者、顧客その他の者と当該会社との事業上の関係の発展を促す必要性
- (d) 当該会社の事業のもたらす地域社会および環境への影響
- (e) 当該会社がその事業活動の水準の高さに係る評判を維持することの有用性

英国会社法 172 条 1 項

会社の成功を促進すべき義務 iii

- (f) 当該会社の社員相互間の取扱いにおいて公正に行為する必要性

ESVアプローチは、株主利益最大化に含まれる

- ・ 利害関係者を考慮することで株主価値が最大化する場合
→ 株主利益最大化に含まれる (Karpoff, 2021, p.328)
- ・ 利害関係者の利益を考慮することを求めるとしても、株主利益に優先するかが明示されない場合が多い

三方よし

- ・ さんぼうよし 《「さんぼうよし」とも》
 - ・ 「売り手よし」「買い手よし」「世間よし」の三つの「よし」。売り手と買い手がともに満足し、また社会貢献もできるのがよい商売であるということ。近江商人の心得をいったもの。(小学館, 2022)

伊藤忠商事株式会社の例

- ・ 「当社は、2020年1月16日開催の取締役会において、……当社グループ……の企業理念を『三方よし』に改訂することを決議しましたので、お知らせいたします。当社は1858年の創業以来、創業者である初代伊藤忠兵衛の言葉から生まれたとされる、近江商人の経営哲学である『三方よし』の精神を現在に至るまで受け継ぎながら、商いを切り拓いてきました。」(伊藤忠商事株式会社, 2020年1月16日)

松下幸之助の例（松下, 2005）

- ・ 「……企業は社会の公器であるということです。つまり個人のものではない、社会のものだと思ふのです。……企業をかたちの上、あるいは法律の上からみれば、これは個人のものであるとか、株主のものであるとかいえましょう。しかし、かたちの上、法律の上ではそうであっても、本質的には企業は特定の個人や株主だけのものではない、その人たちをも含めた社会全体のものだと思ひます。」

- ・ 「長期安定的な雇用関係（いわゆる終身雇用）と取引関係を基盤とし、メインバンク制、株式持合い、内部者で占められた取締役会といった特徴的な諸制度により構成される戦後日本の企業統治は、制度間の強い補完性を通じて、企業が価値を生む原動力となり、日本経済の高度成長を支えたという理解が、今日では通説的な見方となっている」(田中, 2015)

ステークホルダー主義

ステークホルダー主義

- ・ 株主利益を犠牲にしてもステークホルダーの利益を重視する
- ・ ステークホルダー主義でも効率性を観念できる
 - ・ ステークホルダーも含めた利益を最大化する
= 社会的にも望ましい

ステークホルダー主義への疑問1

- ・ ステークホルダーの利益を誰が判断するか？
 - ・ 経営者？
 - ・ Harvard Business Schoolで環境保護を学ぶのか？
 - ・ 成蹊大学経営学部を卒業した者が労働者保護に最も適しているのか？

ステークホルダー主義への疑問2

- ・ どの範囲で利害関係者を考慮するのか？
 - ・ 利害関係者の範囲が自明ではない
 - ・ 経営者が利害関係者の範囲を決めて良いのか？
 - ・ 経営者の裁量が広くなりすぎるのでは？

ステークホルダー主義への疑問3

- ・ 株式会社がステークホルダーの利益を考慮しなければならないのか？
 - ・ 伝統的には株式会社以外が対応
 - ・ 一般法人・公益法人
 - ・ 行政
 - ・ 特定非営利活動法人（NPO：non-profit organization）

ステークホルダー主義への疑問4

- ・ 株式会社は、法律等の義務を超えて利害関係者の利益を考慮すべきか？
 - ・ 環境法
 - ・ 労働法
 - ・ 税金の支払い

ステークホルダー主義への疑問5

- ・ 会社に会社の利益を犠牲にして利害関係者を考慮する誘因があるのか？
 - ・ どのような理由で株主の利益より、利害関係者の利益を優先するのか？

設例

設例 1

- ・ 学校教育法 107 条 1 項は、「大学においては、公開講座の施設を設けることができる」と定める。
 - ・ 大学は、公開講座を実施すべきか？
 - ・ 実施する理由は、如何なるものか？

設例2

- ・ 吉祥寺のS大学で公開講座がある。担当教員の時間は有限である。学生への講義の準備に手を抜いても、公開講座の準備に時間を費やすべきか？
 - ・ 学生への講義と公開講座の準備への時間配分を担当教員が決定しても良いか？

設例 3 i

- ・台湾の半導体製造業者 A が日本の上場会社であり、熊本に所在する半導体メーカー T を買収する予定であるとする³。
 - ・ A は、T の買収に際して株価の 5 割増を支払う予定であり、T が買収される場合、T の株主は、多額の利益を得る。

設例3 ii

- ・ 経済的貢献：
 - ・ AがTを買収する場合、工場への多額の投資（約1兆円）が行われ、建設業、不動産業への貢献がある。
 - ・ 工場の稼働後は、部品の調達のために周辺の部品メーカーへの経済的な貢献がある。
 - ・ 税金（地方税・国税）への貢献もある。

設例3 iii

- ・ AがTを買収する場合、リストラが行われ、Tの従業員（既存技術者等）は、半数が解雇される予定である。台湾から300人程度の技術者が派遣される見込みである。
 - ・ ただし、周辺地域では、波及的な経済効果により、7000人の新規雇用が見込まれる。
- ・ Tの既存の経営者は、全員解雇される予定である。

設例3 iv

- ・ 半導体製造工場では、1日あたりおよそ1万2000トンの地下水を汲み上げることが見込まれており、また、一部の排水は、浄化センターで処理され、工場近辺の河川に放流される予定である。
- ・ 問1：経営者は、会社が買収されるべきか否かについて、どの利害関係者を考慮して判断すべきか？
 - ① T株主
 - ② T既存従業員

設例3 v

- ③ T新規採用従業員
- ④ T経営者
- ⑤ 取引先
- ⑥ 地域社会
- ⑦ 政府（国・地方自治体）
- ⑧ 環境

- ・ 問2：経営者が、会社は買収されるべきではないと判断し、買収防衛策を展開する場合、その経営判断は尊重されるべきか？

³佐々木 (2022); 日本経済新聞電子版 (2023 年 2 月 28 日) を参考にした。

おわりに

ステークホルダー主義の研究

- ・ ステークホルダー主義の研究は、法学だけでなく、経営学、ファイナンスなどの分野でも進んでいる。
- ・ 法制度だけでなく、ソフトローと呼ばれる自主規制なども重要である。
- ・ 本公開講座が受講者の関心を呼び起こし、公開講座のアンケートで良い評価を得られれば幸いである。

湯原心一「会社と厚生」
成蹊大学法学部編『未
来法学』（有斐閣、
2022）



ご清聴ありがとうございました

参考文献

Roundtable, Business (Aug. 2019) “Statement on the Purpose of a Corporation.”

Easterbrook, Frank H. and Daniel R. Fischel (1991) *The Economic Structure of Corporate Law*: Harvard University Press.

Friedman, Milton (1970) “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits,” *The New York Times Magazine*, Sept. 13.

Karpoff, Jonathan M. (2021) “On a Stakeholder Model of Corporate Governance,” *Fin. Mgmt.*, Vol. 50, No. 2, pp. 321–43.

Roe, Mark J. (2001) “The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization,” *U. Pa. L. Rev.*, Vol. 149, pp. 2063–81.

参考文献 ii

Stout, Lynn (2012) *The Shareholder Value Myth*: Berrett-Koehler.

伊藤忠商事株式会社 (2020 年 1 月 16 日)「グループ企業理念の改訂に関するお知らせ」,, https://www.itochu.co.jp/ja/ir/news/2020/_icsFiles/afieldfile/2020/01/16/ITC200116_J.pdf.

江頭憲治郎 (2021)『株式会社法〔第 8 版〕』, 有斐閣.

落合誠一 (2016)『会社法要説〔第 2 版〕』, 有斐閣.

神田秀樹 (2023)『会社法入門〔第 3 版〕』, 岩波新書.

—— (2023)『会社法〔第 25 版〕』, 弘文堂.

小学館 (2022)「デジタル大辞泉」.

田中亘 (2015)「企業統治を分析する視点——本書の目的および特色」, 田中亘・中林真幸 (編)『企業統治の法と経済』, 1-26 頁, 有斐閣.

得津晶 (2013)「2 つの残余権概念の相克」, 岩原紳作・山下友信・神田秀樹 (編)『会社・金融・法』, 111-134 頁, 商事法務.

日本経済新聞電子版 (2023 年 2 月 28 日)「TSMC「第 2 工場」へ水源調査も—九州各県が半導体予算」.

参考文献 iii

広田真一 (2012) 『株主主権を超えて：ステークホルダー型企業の理論と実証』, 東洋経済新報社.

フリードマン・ミルトン (2008) 『資本主義と自由』, 日経 BP クラシックス.

佐々木亮祐 (2022) 「シリコンアイランドは再興できるか TSMC-1 兆円投資の夢と不安」, 『週刊東洋経済 2022 年 3 月 26 日号』, 80-81 頁.

松下幸之助 (2005) 『〔復刻版〕 企業の社会的責任とは何か?』, PHP 研究所.

著作権表示

著作権表示 i

本公開講座での使用を前提として、本資料は、著作権法 35 条に基づき、以下の著作物を複製しています。

- ・ Portrait of Milton Friedman.jpg, Creative Commons CC0 1.0 Universal Public Domain Dedication