

国立国会図書館 調査及び立法考査局

Research and Legislative Reference Bureau
National Diet Library

論題 Title	「株主第一主義」と「ステークホルダー資本主義」—経済及び会社経営の在り方に関する議論の動向—
他言語論題 Title in other language	Shareholder Primacy and Stakeholder Capitalism: The Debate on the Economy and Corporate Management
著者 / 所属 Author(s)	梶 善登 (KAJI Yoshitaka) / 経済産業課
書名 Title of Book	格差、分配、経済成長 総合調査報告書 (Inequality, Distribution and Economic Growth)
シリーズ Series	調査資料 2022-3 (Research Materials 2022-3)
編集 Editor	国立国会図書館 調査及び立法考査局
発行 Publisher	国立国会図書館
刊行日 Issue Date	2023-03-16
ページ Pages	61-79
ISBN	978-4-87582-904-1
本文の言語 Language	日本語 (Japanese)
キーワード keywords	株主第一主義、ステークホルダー資本主義、短期主義、企業統治、利益考慮義務、啓発的株主価値、ベネフィット・コーポレーション制度、「使命を果たす会社」
摘要 Abstract	会社経営における「株主第一主義」と「ステークホルダー資本主義」をめぐる議論について概括的に整理し、議論の中から生まれてきた制度や提案を紹介する。

* この記事は、調査及び立法考査局内において、国政審議に係る有用性、記述の中立性、客観性及び正確性、論旨の明晰（めいせき）性等の観点からの審査を経たものです。

* 本文中の意見にわたる部分は、筆者の個人的見解です。

「株主第一主義」と「ステークホルダー資本主義」 —経済及び会社経営の在り方に関する議論の動向—

国立国会図書館 調査及び立法考査局
経済産業課 梶 善登

目 次

はじめに

I 株主第一主義とステークホルダー資本主義

- 1 ステークホルダー資本主義をめぐる現状
- 2 株主第一主義とステークホルダー資本主義をめぐる議論
- 3 株主第一主義がもたらす短期主義への懸念

II 株主第一主義に代わり得る方策と制度

- 1 会社の社会的責任の法制化
- 2 経営者の短期主義への対応
- 3 株主の短期主義への対応
- 4 人的資本としての従業員
- 5 社会目的を持つ会社
- 6 従業員の経営参加

おわりに

キーワード：株主第一主義、ステークホルダー資本主義、短期主義、企業統治、利益考慮義務、啓発的株主価値、ベネフィット・コーポレーション制度、「使命を果たす会社」

はじめに

現代社会の生産活動において根幹をなす仕組みとして、まず企業が挙げられる。企業の活動の拡大が社会全般に与える影響は、イノベーション、経済成長、利益の分配、環境に加え、個人のプライバシー、社会的なつながりなど幅広い点でますます大きくなっている。そして企業は、競争性のある環境での存立と成長を必要とする観点から、利益の追求を目的とすることを必須としている。ただその一方で、企業が社会に対して果たすべき役割は利益の追求のみに限定されないという考えも、幅広く社会に受け入れられている。

本稿では、企業を利潤の追求を目的とする経済組織とし、企業のうち経営と所有が分離した株式会社（特に上場会社）を会社とする⁽¹⁾。会社の活動には、多くの利害関係者（ステークホルダー）が関わっている。ステークホルダーには、会社の経営者や従業員のほか、会社に出資する投資家（株主）、会社の製品やサービスを購入する消費者、取引先、会社が活動を行う地域社会で生活する人々などがある。

会社が生産活動を通じて生み出す付加価値は、これらのステークホルダーの所得の源泉となっている。まず、付加価値の一部は株主に対して、配当や株式譲渡益（実現されたキャピタルゲイン）、すなわち資本所得として支払われている。加えて、付加価値は、株主から会社経営を委ねられた経営者の報酬の源泉になっている⁽²⁾。そして、見落としとしてはならないのは、従業員が会社に労働を供給した対価として得る賃金、すなわち労働所得も会社の付加価値から支払われているという点である。したがって、今日の資本主義経済の下で生じ得る所得格差の背景について考えるためには、資本所得や労働所得の発生する場である会社をめぐる状況について掘り下げておくことが欠かせない。

1970年代末以降、経済停滞に直面した各国は、規制緩和等により市場での競争を促進させ、経済成長を期待する新自由主義的な政策を採るようになった⁽³⁾。しかし、新自由主義的な政策が過度に進められているために、所得格差の拡大や環境問題の顕在化などの課題が生じているとの議論も数多く見られるようになってきている。

特に、会社はその所有者である株主の利益を最大化するように行動すれば足りるという、「株主第一主義（株主資本主義）」の考え方に対する疑念を示す指摘は少なくない。すなわち、会社が、株主の意向を重視する余り、賃金支払いや従業員の研修、研究開発、地域社会との関係といった、長期的な成長をもたらし得る要素よりも、短期的な利益を過度に優先させているという短期主義（ショート・ターミズム）への懸念である。

会社が社会に対して負うべき責任は、古くて新しい論点でもある。粉飾決算などの不祥事や

* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、令和5（2023）年1月27日である。本稿の執筆に当たっては、令和4（2022）年10月10日から10月30日まで、米国、英国、ドイツ及びベルギーでヒアリング調査を行い、多くの教示を頂いた。訪問機関は、米国議会調査局、全米商工会議所、ペンシルベニア州政府、Bラボ、英国ビジネス・エネルギー・イノベーション産業政策省、英国財務報告審議会、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク、ドイツ連邦司法省、ドイツ産業連盟、欧州議会図書館調査局等である。その成果は、本稿において紹介する海外情報に反映している。

(1) 岩井克人『会社はこれからどうなるのか』平凡社、2003、pp.42-69。

(2) 経営者の報酬は、資本所得として位置付けられる場合もあれば、労働所得として分類されることもある。

(3) 事例として、1990年代に、新自由主義的・新古典派経済学的戦略に基づき、市場原理主義、小さな政府、健全財政、規制緩和、貿易・投資の自由化等に基づいた経済政策運営（いわゆるワシントン・コンセンサス）による貧困国への支援が国際通貨基金や世界銀行等で広く合意されたことなどが挙げられる。経済産業省『通商白書 令和4年版』2022、p.238。<<https://www.meti.go.jp/report/tshaku2022/pdf/01-03-02.pdf>>

過度な利益追求が問題となる度に、会社の社会的責任が議論されてきた。こうした議論を踏まえて、諸外国では、短期主義を回避し、ステークホルダー間の利害を調整するような制度を整備する動きが生じており、また、様々な有識者がそのための方策を提案している。

本稿では、経営者は会社の所有者である株主の利害のみを考慮すべきとする考えを「株主第一主義 (Shareholder Primacy)」と総称し、経営者は株主以外の従業員、債権者、取引先、顧客、地域社会、環境といったステークホルダー (利害関係者)⁽⁴⁾の利害も考慮すべきとする考えを「ステークホルダー資本主義 (Stakeholder Capitalism)」という。そして、株主第一主義とステークホルダー資本主義をめぐる議論について整理し、それらの議論の中から生まれてきている制度や提案を紹介する。

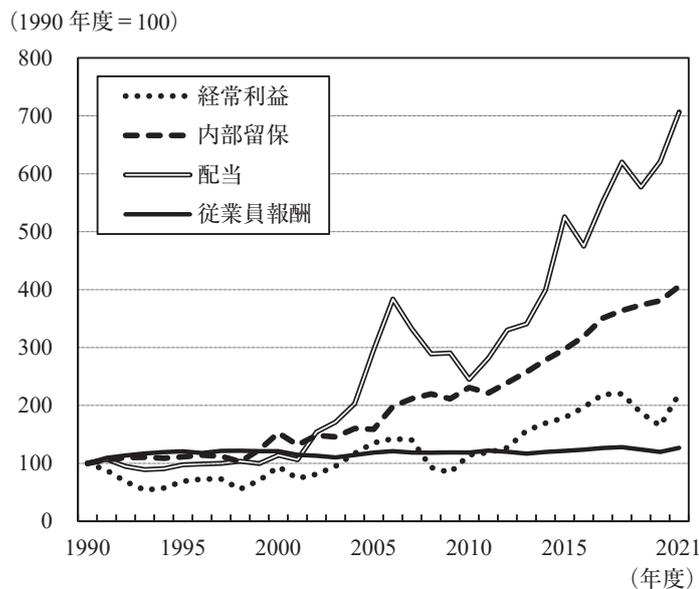
I 株主第一主義とステークホルダー資本主義

1 ステークホルダー資本主義をめぐる現状

(1) 日本における配当、従業員報酬、内部留保の状況

日本で株主第一主義の考え方に対する懸念が高まっている背景としては、近年の会社業績を包括的に見た時に、多額の内部留保を計上し、増配などで株主への還元を増やしている一方、従業員への賃金支払いには停滞傾向が見られることが挙げられる。日本における企業の利益の分配を、財務省「法人企業統計調査」から見たものが図1である。配当は平成2 (1990) 年度から令和3 (2021) 年度までに7倍以上に増加しており、また、内部留保は4倍以上となっていて2021年度末には516兆円と過去最高となっている。一方、従業員報酬は、1990年度から2021年度末までほぼ横ばいとなっている。

図1 内部留保、配当、従業員報酬の推移 (1990~2021年度)



(注) 従業員報酬に、役員報酬は含まれない。
(出典) 財務省「法人企業統計調査」を基に筆者作成。

(4) 後述のダボス会議では、ステークホルダーの概念が拡大され、地球環境やダイバーシティなどの「持続可能な開発目標」(Sustainable Development Goals: SDGs) に関する主体なども包含されるようになってきている。田村俊夫「BRT 声明の実態と、真の脱株主資本主義—包括的な社会全体の価値まで包含したステークホルダー概念に対応せよ—」『金融財政事情』3385号, 2021.1.18, p.14.

内部留保の積み上げの背景には、為替レートの変動などの経営環境悪化への警戒感と、バブル崩壊や平成20(2008)年に始まった世界金融危機の経験がある。数々の危機的な経済環境を踏まえた企業のリスク回避的な行動は、賃金や有形・無形資産への投資を抑制し、低成長につながり得るもので「負の循環に陥っている可能性がある」⁽⁵⁾とも指摘されている。従業員報酬がほぼ一定であることは、景気に対して安定しているともいえるが、平成21(2009)年度から経常利益が大きく好転し、配当の形で株主還元が進んでいる一方、従業員報酬に変化が見られない点には注意を要する。さらに、2009年頃から株価の上昇が見られ、株式譲渡益(実現されたキャピタルゲイン)による株主還元が進んだことにも留意する必要がある。

(2) 「三方よし」から株主第一主義への転換

日本の歴史を遡れば、そもそも商売において「売り手」「買い手」だけでなく、「世間」すなわち社会貢献もできるのが良いとする「三方よし」の精神が見られたといわれる。そして、この「三方よし」の精神は、今日論じられるステークホルダー資本主義との親和性が高いと考えられる。しかし、その後、経済と経営をめぐる環境が大きく変化していることから、株主第一主義が前面に出る状況が生じているとも指摘されている⁽⁶⁾。

この点について、図2の株主構成から確認して見ると、日本の株主構成は1980年代から大きく変化しており、企業統治の主体はメインバンクや企業グループから海外の機関投資家へと変化している。かつてメインバンクは、株式保有により企業に大きな影響力を有しており、企業も経営上の余力があれば、従業員報酬への考慮や工場立地地域への社会貢献など、ステークホルダー(の一部)に一定の配慮をする動きも見られた⁽⁷⁾(金融機関(信託銀行を除く)の昭和61(1986)年度の株式保有比率⁽⁸⁾は34.2%)。しかし、バブル崩壊に伴う不良債権の処理を目的として持合い株式の売却が1990年代後半から大規模に実施され、メインバンクによる企業への影響力は低下した⁽⁹⁾(同令和2(2020)年度7.5%)。また、製品市場でも国内市場の開拓が進み、競争が激化して、系列や企業集団と言われる企業グループの役割も低下した⁽¹⁰⁾。

米国において1980～1990年代に生じた敵対的企業買収ブームは、株主が集団として会社に対する影響力を有するという事実を示した⁽¹¹⁾。公的年金を始めとする米国の機関投資家は、顧客への責務から運用する資産の時価に関心を持ち、株主として経営者に対し業績改善について積極的に発言するようになった(エンゲージメント活動)⁽¹²⁾。図2のとおり、海外の機関

(5) 内閣府政策統括官(経済財政分析担当)『日本経済2021-2022—成長と分配の好循環の実現に向けて—』2022.2, p.60. <https://www5.cao.go.jp/keizai3/2021/0207nk/pdf/n21_5.pdf>

(6) 「株主偏重、転換なるか 進まぬ会社法制見直し—世界で始まった新たな資本主義への模索—」『日経ビジネス』2074号, 2021.1.18, p.50.

(7) 日本の経営者は、企業を株主の私的所有物でなく、社会の「公器」であり、社会に貢献しなければならないと考えてきたともされる。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, pp.135-136.

(8) 株式保有比率は、投資部門別株式保有比率(金額ベース)である。出典は、日本取引所グループ「2020年度株式分布状況調査<資料編>」2021.9.16による。

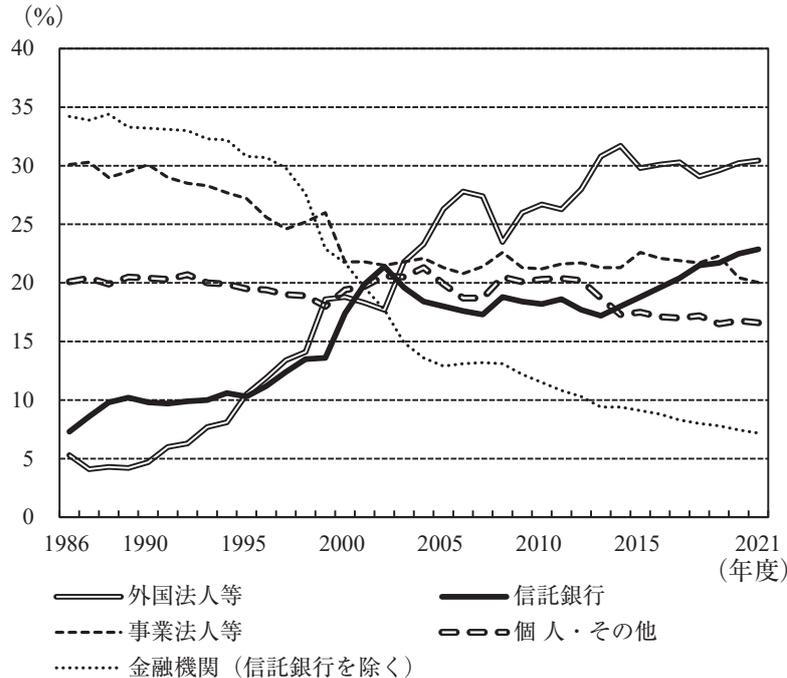
(9) 江川 前掲注(7), pp.112-113.

(10) 後藤晃「企業のガバナンス—株主 vs ステークホルダー—」『統治の分析』12号, 2017.Win, pp.30-35.

(11) ローレンス・E. ミッチェル(斎藤裕一訳)『なぜ企業不祥事は起こるのか—会社の社会的責任—』麗澤大学出版会, 2005, pp.161-162.

(12) 同上, pp.187-188. ただし、機関投資家が「顧客への責務から」株価上昇に特に注目せざるを得ない立場にあることには留意が必要である。

図2 株主構成の推移（1986～2021年度）



(出典)東京証券取引所ほか「2021年度株式分布状況調査」2022.7.7.
 <<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>>
 を基に筆者作成。

投資家は、資本市場のグローバル化を背景に日本の株式への投資を大きく増加させており⁽¹³⁾、2020年度の外国法人等の株式保有比率は30.2%と1986年度の5.3%から大きく上昇している。

日本の会社法制を概観すると、大きな方向性としては、株主に優位な制度となっているといえるものの、株式持合いなどにより実態的には経営者が優位な状況もあり、結果として正規雇用の従業員の利益に相応の配慮をすることが可能であった。しかし、機関投資家の株式保有の拡大により、実態としても株主が優位な状況となったと指摘されている⁽¹⁴⁾。

(3) ステークホルダー資本主義への志向

上記のような経緯と状況に対して、近年、ステークホルダー資本主義の考え方を重視する潮流も現れてきている。日本でこうした考え方を提示しているものとして、アライアンス・フォーラム財団代表理事の原丈人氏による「公益資本主義」⁽¹⁵⁾や日本経済団体連合会（経団連）の「サステイナブルな資本主義」⁽¹⁶⁾が挙げられる。

また、諸外国での状況を見ると、米国では長年、株主第一主義について、批判はあるものの

(13) 江川 前掲注(7), p.138.

(14) 久保田安彦「コーポレート・ガバナンスとサステナビリティ」『ジュリスト』1563号, 2021.10, pp.34-39.

(15) 原丈人氏の「公益資本主義」は、岸田文雄首相の「新しい資本主義」の考え方に影響を与えたとされる。その「公益資本主義」とは、①「会社は社会の公器」と位置付け、「従業員、仕入先、顧客、株主、地域社会そして地球全体」といった会社を成功に導いてくれる社中（仲間）に事業利益を分配する、②持続性を志向する中長期的な経営を目指す、③中長期に発展する事業を創造するため、起業家精神を常に喚起する社風を持つ、というものである。木代泰之「岸田首相は「会社は株主のもの」主張にメスを入れられるか―株主配当大幅増の一方、従業員の給与は横ばい―」『Web 論座』2021.11.10; 「にっぽん再構築 会社は誰のもの (8) アライアンス・フォーラム財団代表理事・原丈人氏」『日刊工業新聞』2021.7.16; 原丈人・山崎博史「Interview 格差社会の元凶の株主資本主義からステークホルダー資本主義への転換」『経済界』1144号, 2021.9, pp.100-103.

(16) 経団連は、「資本主義がサステイナブルであるためのカギは、マルチステークホルダーの重視する多様な価値の包摂と協創である」としている。日本経済団体連合会「。新成長戦略」2020.11.17, p.9. <https://www.keidanren.or.jp/policy/2020/108_honbun.pdf>

基本的な考え方として支持されてきたといえる。しかし近年では、利益追求の行き過ぎが格差拡大をもたらしたという批判も見られる。2019年8月には米国の経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブル（BRT）が、これまでの姿勢を改め、「従来の株主第一主義を修正し、従業員や地域の利益を優先する経営に取り組む」との声明⁽¹⁷⁾を発表した⁽¹⁸⁾。2020年1月に開催されたいわゆる「ダボス会議」⁽¹⁹⁾では、この方向が更に拡大され、株主、顧客、従業員、サプライヤー、コミュニティといった従来型のステークホルダーに加え、地球環境やダイバーシティといった「持続可能な開発目標（Sustainable Development Goals: SDGs）」の観点までも取り込んだ幅広いステークホルダーを重視することが主張された⁽²⁰⁾。

こうした中、2021年10月に就任した岸田文雄首相は、格差拡大をもたらした新自由主義的な考え方の弊害を乗り越えて「新しい資本主義」を目指すとし、経済成長の恩恵を中間層に手厚く分配することで消費を盛り上げ、新たな成長につなげるという「成長と分配の好循環」を掲げた⁽²¹⁾。岸田首相の「新しい資本主義」は、賃上げ促進等による中間層への所得分配政策のほか、デジタル田園都市国家構想にも示されるように、会社の在り方にとどまらず社会全体の在り方を示そうとする、国家政策の方針の1つといえる。

2 株主第一主義とステークホルダー資本主義をめぐる議論

株主第一主義とステークホルダー資本主義との間の論争は、非常に古くから見られるものである。以下では、現在までの議論を簡単に振り返ってみたい。

(1) 初期の議論

1930年代の米国においては、会社の規模が大きくなり、株主数が増えるにつれ、会社の所有と支配の分離が生じ、経営者に対する株主の影響力が大きくなっていることが指摘された。会社経営に注目が集まる中、幅広いステークホルダーの利益を追求すべきと主張した法学者メリック・ドット（E. Merrick Dodd）氏と、株主の利益を重視するアドルフ・バーリー（Adolf A. Berle）氏との間で公開論争が行われている。最終的には、ステークホルダーの利益を擁護する立場に軍配が上がったとされる⁽²²⁾。

(17) Business Roundtable, “Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans,’” 2019.8.19. <<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>>

(18) こうした経営者による株主第一主義への見直しに対して、懐疑的な見方もある。元米国財務長官のローレンス・サマーズ（Lawrence Summers）氏は、「BRTの声明は、強制力を伴わず、問題に対応しているように見せかけることで政治的圧力を回避し、必要な税制や規制改革を先送りさせるための戦略ではないかと懸念する」旨を述べている。“Group of US corporate leaders ditches shareholder-first mantra,” *Financial Times*, 2019.8.19.

(19) ダボス会議とは、スイスに本拠を置く世界経済フォーラム（World Economic Forum）の年次総会であり、各国の政治家や実業家が参加し、幅広いテーマを討論する。

(20) 田村 前掲注(4), pp.12-15.

(21) 第208回国会衆議院会議録第1号 令和4年1月17日 pp.2-7; 第208回国会参議院会議録第1号（その1）令和4年1月17日 pp.2-6; 「にっぽん再構築 会社は誰のもの（13）前自民党政務調査会長・岸田文雄氏」『日刊工業新聞』2021.7.14; 岸田文雄「私が目指す「新しい資本主義」のグランドデザイン」『文芸春秋』100(2), 2022.2, pp.94-106. 岸田首相は、中間層の拡大、分配機能の強化、所得の引上げをまとめて「令和版所得倍増」とし、①人的資本への投資の強化、②賃上げの実現、③官民連携による高付加価値を生み出す企業・産業構造の構築、④大企業による優越的地位の濫用や下請けいじめへの監視強化、⑤スタートアップへの支援、⑥子育て世代への支援など幅広い項目を実施するとしている。なお、本稿では、論点を会社法制や会社経営の範囲内としているため、以下での検討は「新しい資本主義」の実施項目の中でも、企業情報の開示（四半期開示や非財務情報の開示）に限定することとする。

(22) 江川 前掲注(7), pp.16-17.

(2) ミルトン・フリードマンによる株主第一主義の論拠

米国の経済学者ミルトン・フリードマン (Milton Friedman) 氏は、1970年に「ビジネスの社会的責任とは、その利益の増進である」と題する論説を発表した。その論説の中でフリードマン氏は、「会社の所有者の代理人である経営者が、社会的責任と称して、会社の資金を用いて、または、賃下げ、製品の値上げなどによる原資を用いて、社会に利すると判断する事柄に支出を行うことは、株主、従業員、顧客が得るべき利益を損なう行為である。立法、行政、司法の各制度によりチェックアンドバランスが働く政府と異なり、政治的なプロセスで選定されていない経営者は、他者のカネを流用すべきでない。そうした経営者の行為は、自由な社会の基盤に害を与えるものである。結局のところ、会社の社会的責任とは、会社の利益を上げることである」旨を述べ⁽²³⁾、株主第一主義の論拠として大きな影響を与えた。

(3) ステークホルダー資本主義への批判

ステークホルダー資本主義について、どのステークホルダーの利益を考慮すべきか、ステークホルダー間の利益対立をどうすべきかが不明確である、また、経営者が株主以外のステークホルダーの利益を考慮するようなインセンティブが生じ得ないとの指摘がある⁽²⁴⁾。

フランスの経済学者ジャン・ティロール (Jean Tirole) 氏は、①ステークホルダーの利益を考慮するとしても、従業員、取引先、顧客の厚生に関する測定可能な尺度を容易に入手できないこと、②経営者は、いずれかのステークホルダーにプラスの効果があると主張することで、あらゆる行動を合理化できてしまうことを指摘している⁽²⁵⁾。

また、短期主義によるデメリットが生じるかどうかについての疑義もある。市場株価が将来の会社の利益を適切に反映している場合、すなわち資本市場が効率的である場合、株価は、会社が将来得るであろう利益を現時点で考慮した値となる。実物資本や従業員の人的資本への投資といった将来への投資を削減することによる利益の捻出は、将来の利益の低下につながり、現在の株価も低下することになる。この場合、経営者にとって、将来への投資を減じて現在の利益を増やすメリットが発生せず、短期主義に陥ることはない。このように短期主義が成立するかどうかについての疑念もある⁽²⁶⁾。

(4) 株主第一主義への批判

株主とその他のステークホルダーについて、会社への関与の度合いの違いから、株主第一主義を批判する意見がある。株主は、持ち株を株式市場で売却することで容易に会社との関わりを無くすることができる。一方、従業員は生活のため簡単に失業を受け入れられる状況にはなく、地域社会も工場の立地継続に対してインフラ投資を行うなどしており、会社の経営方針は、従業員の生活や地域経済に大きな影響を及ぼす。会社への関与の度合いにおいては、株主よりも、従業員や地域社会といった他のステークホルダーの方がはるかに深いといえる。こうした観点

(23) Milton Friedman, "A Friedman Doctrine - The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits," *New York Times*, 1970.9.13.

(24) 久保田 前掲注(14), p.38.

(25) Jean Tirole, "Corporate Governance," *Econometrica*, vol.69, no.1, 2001.1, pp.25-26. ティロール氏は、例として、経営者は、義理の兄弟の企業を取引先とする正当化として、その生産プロセスが環境に良いとすることができることを挙げている。

(26) 田中亘「株主第一主義の意義と合理性—法学の視点から—」『証券アナリストジャーナル』58(11), 2020.11, p.15.

から、株主の利益の最大化を目的として会社を経営する株主第一主義には疑問が生じる⁽²⁷⁾。また、株主第一主義への批判としては、本稿の冒頭でも述べたように短期主義への懸念が多々挙げられるところである。これについては、I-3で詳細に見ることとしたい。

(5) 会社中心モデル又は啓発的株主価値—第三の道—

株主第一主義とステークホルダー資本主義とを対立的に捉えず、会社の健全性と持続可能性の観点からは、株主もその他のステークホルダーも互いを必要としており、根源的には対立し得る両者の利益の間のバランスをとるような持続可能な道を見いだすべきという考え方（会社中心モデル）がある⁽²⁸⁾。さらに、後述するように、イギリスの会社法は、株主の利益のために会社の持続可能な成功への義務を経営者に課すものの、会社の持続可能な成功への過程においては、株主以外のステークホルダーの利益への考慮も欠かせないとする、いわゆる「啓発的株主価値（Enlightened Shareholder Value）」⁽²⁹⁾の考え方に立っている。

3 株主第一主義がもたらす短期主義への懸念

(1) 会社法と経営者の短期主義

会社に長期的な成長をもたらす得る会社経営をないがしろにして、短期的な業績の向上を目指すことを短期主義（ショート・ターミズム）という。過度な短期主義は、短期的な利益を捻出するために様々な費用を削減することで、会社のイノベーションや研究開発を阻害するだけでなく、環境汚染、危険で粗悪な製品の製造・販売、賃金引下げや労働環境の低下による従業員の生活の悪化、工場閉鎖による地域社会への打撃といった会社内外のステークホルダーへの悪影響をもたらす⁽³⁰⁾。以下に見るように、短期主義と株主第一主義との間には密接な関係がある。

会社法（平成17年法律第86号）においては、株主に経営者の選任といった重要な意思決定に関与する権利（総会議決権）が与えられ、かつ、残余利益請求権も与えられていることが「株主は会社の所有者」とする背景にある⁽³¹⁾。会社法では、会社の第一の目的が株主の利益を関ることにある旨を明示した規定は存在しないが、株主第一主義の考え方を法の背景に置いているということができる⁽³²⁾。

つまり、会社法は、経営者に、株主以外のステークホルダーよりも株主に関心を向けるべきとの方向性を基本的に示している⁽³³⁾。会社法上、経営者は、会社に対して信任関係（委任関係）

(27) 今西宏次「株主第一位の規範と株主有限責任制—コーポレート・ガバナンスと株式会社財務に関する研究との関連で—」『大阪経大論集』281号, 2004.9, p.68. <https://www.i-repository.net/il/user_contents/02/G0000031Repository/repository/keidaironshu_055_003_067-090.pdf>

(28) George Dallas and Mike Lubrano, *Governance, Stewardship and Sustainability: Theory, Practice and Evidence*, 2nd ed., London: Routledge, 2022, pp.32-36.

(29) イギリスでは、1998年に会社法の改正に向けたグループ（Company Law Review Steering Group）が設置された。同グループは、1999年に発表した文書において、啓発的株主価値の考え方を示し、これを Enlightened Shareholder Value と呼んだ。Enlightened とは、経営者と株主がともに事業の価値を高めるために何が必要かについて広く十分な情報に基づいた見解を持つということの意味する。The Company Law Review Steering Group, “Modern Company Law for a Competitive Economy: The Strategic Framework,” 1999.2, p.37. <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20121101191957mp_/http://www.bis.gov.uk/files/file23279.pdf>

(30) ミッチェル 前掲注(1), pp.3-4.

(31) 吉村典久ほか『企業統治（ベーシック+）』中央経済社, 2017, p.52.

(32) 田中 前掲注(26), p.11. 田中亘・東京大学教授は、株主第一主義を支持するが、株主第一主義による効率性の追求は、格差をも生み出すことから、是正のための公共政策が重要になるとも指摘している。

(33) ミッチェル 前掲注(1), p.113. ミッチェル氏は、米国の会社法について論じているが、その論旨は日本の会社法にも当てはまる。

にあり、善管注意義務（会社法第 330 条）、忠実義務（第 355 条）を負っている。また、経営者は、損害賠償責任も負っている（第 423 条第 1 項）。経営者は、経営判断の原則⁽³⁴⁾により経営について一定の裁量を有しているものの、経営判断に対する訴訟リスクがあるため、将来的な効果が期待できるが株主への説明が困難な投資を回避する可能性が高い。

また、取締役の任期は、原則として 2 年を超えることができない（第 332 条）。このため、任期期間の業績によっては再任されないという恐れを抱き、短期的な業績改善を図る目的で、すぐには利益に結び付かない研究開発や人的資本への投資を切り捨てたり、安易な事業の撤退や人員の解雇などを実施することもあり得る。短期主義がもたらす弊害を以上のように考えれば、経営者が過度に短期主義を志向することは避けるのが望ましいといえる⁽³⁵⁾。

(2) 株主の短期主義

株主は、一時的な株価上昇への強い関心を持つなど、短期主義の立場に向かいやすい。さらに、現代では株式投資をめぐる理論も変化しており、その 1 つであるポートフォリオ理論においては、株式のリスクを分散するために、投資家は保有する株の銘柄を増やすと考える。多くの銘柄の株式を保有する個人投資家にとって、個々の会社の経営内容を把握することは困難であるため、結局は個々の銘柄の株価にのみ関心を持つようになることが多い。機関投資家においても、資産を運用するファンド・マネージャの報酬が任期内の運用成績に連動するとすれば、一時的な株価を意識せざるを得ない場合もある。そして、アクティビスト（いわゆるモノ言う株主）は、短期的な業績の向上と株価の上昇について、経営者に強い圧力を課す行動をとりがちであろう。株主の短期主義は、その行動特性上、自然なことといえる場合が多いが、短期主義をなるべく避けるべきとの考え方からは、いかに株主に株式の長期保有を促すかが重要となってくるといえる⁽³⁶⁾。

(3) 株主の有限責任制

株主第一主義の体裁をとる会社法から短期主義が生じやすいのは上述のとおりであるが、そのほか会社法で規定される株主の有限責任制という観点からも、株主第一主義に対する批判がある。会社法により、株主は会社の債務について出資額以上の責任を負わない（第 104 条）。この株主の有限責任制は、投資リスクを低減させることで多くの小口投資家の資金を会社に投じさせ、会社の活動を促進させることに大きな効果を持つ。しかし、株主が出資額を超えて会社の負債を負担する無限責任制と比較すると、株主の会社への関与や関心ははるかに小さくなる⁽³⁷⁾。また、有限責任制により、会社が公害といった違法な行為により第三者に損害を与えた場合、会社の損害賠償の支払能力はその資産を超えないことになるため、有限責任制のメリットは、意図せざる損害を被った第三者にデメリットとして転嫁され、負担を及ぼすことになる⁽³⁸⁾。このよう

⁽³⁴⁾ 経営者が、一定の要件の下で行った経営判断については、当該判断に基づく行為の結果、会社に生じた損害について責任を負わないとするものである。丸山秀平『やさしい会社法 第 14 版』法学書院, 2021, p.129.

⁽³⁵⁾ ミッチェル 前掲注(1), pp.302-305.

⁽³⁶⁾ 同上, p.203. また、2008 年の世界金融危機後、企業や投資家の短期主義に対する批判から、中長期投資を促す施策の導入を検討する動きが各国で見られたことが指摘されている。福本葵「長期保有株主に対する優遇策」『証券経済研究』94 号, 2016.6, p.78. <https://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/94/94_06.pdf>

⁽³⁷⁾ 株式会社制度が整備された当初は、無限責任制であった。1800 年代初の米国において、幾つかの州で導入されたのが、有限責任制への移行のきっかけとされる。今西 前掲注(27), pp.75-77.

⁽³⁸⁾ 銀行などの貸し手は、有限責任制のリスクを貸出金利の決定に当たって加味することで、同リスクに対応することができる。

に、第三者への悪影響が生じ得る以上、会社の経営目的が単に株主の利益の最大化に帰するという状況が望ましいのかどうかについて、疑念を持つ立場もあろう⁽³⁹⁾。

Ⅱ 株主第一主義に代わり得る方策と制度

Iでは、日本における会社利益の分配の状況と、会社経営に関する株主第一主義とステークホルダー資本主義との議論の状況を見た。IIでは、株主第一主義がもたらし得る問題を踏まえた上で、そうした問題を回避する観点から、参考となる論調、意見、考えられる方策や制度を紹介する。

なお、以下1から4までは、法律（主に会社法）上の整備が主な検討対象となる方策であるのに対し、5及び6はより抜本的な制度改革が必要になる方策といえる。また、5が比較的新しい制度的取組であるのに対し、6は伝統的に確立されてきた制度であることにも留意する必要があるだろう。

1 会社の社会的責任の法制化

(1) 日本における昭和40年代の会社法改正の議論

経営者に株主以外のステークホルダーの利益を考慮させるよう義務付けるべく、会社法に会社の社会的責任を規定すべきとする意見がある⁽⁴⁰⁾。日本においても、昭和49（1974）年の商法（明治32年法律第48号。現会社法の一部を含んでいた。）の改正において、会社の社会的責任に関連する附帯決議⁽⁴¹⁾がなされた。これを受けて会社の社会的責任に関する一般規定を設けるかどうかを検討された⁽⁴²⁾。

検討に当たり、①会社の社会的責任の概念が不明確である、②一般規定には実効性がない、③経営者の裁量権の拡大という当初の意図と反する結果をもたらすおそれがあることを理由に、一般の規定でなく個々の制度の改善により目的を達成すべきとする反対意見があり⁽⁴³⁾、一般規定は設けられず、現在までも設けられていない。この検討の中で、松田二郎・元最高裁判所判事は、「巨大な株式会社は一時的な株主の私有物でなく、将来の株主、従業員、会社債権者に対して利害関係を有し、さらに広く公衆にも重大な影響を及ぼす以上、株式会社は私的なものであったとしても公的な色彩を帯びざるを得ない」として、会社の社会的責任についても、公共の福祉・信義誠実の原則・権利の濫用を定めた民法（明治29年法律第89号）第1条のような一般規定を設けるべきであるとした。具体的な条文案としては「株式会社は、社会的責任を負う」と提案した⁽⁴⁴⁾。

(39) 今西 前掲注(27), pp.83-84.

(40) 公益資本主義を唱える原丈人氏は、①「会社の公器性」と「経営者の責任」を明確化する、②中長期株主を優遇する、③株式の保有期間に応じて税率を変える、④ストック・オプションを廃止する、⑤新技術への中長期的投資を促す税制などの制度設計を行う、⑥株主優遇と同じ程度に従業員に非課税ボーナスを支給する、⑦社外取締役制度を会社の公器性の立場で監督する制度に改める、といったことを主張している。原丈人「欧米の先行く企業統治を」『週刊エコノミスト』4592号, 2019.3.19, p.46.

(41) 第71回国会衆議院会議録第49号 昭和48年7月3日 p.29; 第72回国会参議院会議録第11号 昭和49年2月22日 p.3.

(42) 昭和40年代の会社法（商法）改正に係る議論の経緯については、上原利夫「経営倫理とCSR—会社法の視点から—」『日本経営倫理学会誌』12号, 2005.3, pp.43-52を参照。

(43) 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」『旬刊商事法務』722号, 1976.1.15, pp.33-45.

(44) 松田二郎「会社の社会的責任について—商法改正の問題として—」『旬刊商事法務』713号, 1975.10.5, pp.470-479.

(2) イギリスの会社法におけるステークホルダーへの利益考慮義務

イギリスの会社法⁽⁴⁵⁾第 172 条は、取締役に対し、「会社の成功を促進すべき義務」として、株主以外にも、従業員、取引先、顧客、地域社会、環境等のステークホルダーの利益を考慮することを義務付けている（以下、「利益考慮義務」という。）。同条は、従来の株主を中心とする考えに変わりはないが、会社の持続可能な成功の過程にはステークホルダーの利益への配慮も欠かせないとして、利益考慮義務を課したものであり、こうした考えは、「啓発的株主価値 (Enlightened Shareholder Value)」と言われる。利益考慮義務は、経営者が会社に対して負う一般的な義務の 1 つとされており、ステークホルダーに対する直接的な義務ではない⁽⁴⁶⁾。

また、経営者が利益考慮義務を履行しないとしても、株主以外のステークホルダーには強制手段が用意されていないため、利益考慮義務にどの程度の実効性があるのか疑問とする意見も見られる⁽⁴⁷⁾。こうした批判を受けて、2018 年のコーポレート・ガバナンス改革により、会社が利益考慮義務への取組状況を開示するよう新たな規制が設けられた⁽⁴⁸⁾。利益考慮義務に対する会社の取組に対しては、投資家の関心も高いため、多くの会社が積極的にステークホルダーへの配慮に取り組んでいる状況となっている⁽⁴⁹⁾。

2 経営者の短期主義への対応

(1) 四半期開示の見直し

会社の業績開示は、投資家が投資先を判断するに当たって重要な検討材料となる一方、頻繁な開示は、経営者にとって短期間での業績向上への圧力となり、短期主義に陥らせるおそれがある⁽⁵⁰⁾。日本では、2008 年度から有価証券報告書の四半期報告制度が導入された（金融商品取引法（昭和 23 年法律第 25 号）第 24 条の 4 の 7）。また、金融商品取引所による適時開示制度は、投資に有用な情報を決算短信として四半期ごとに開示することを規程により上場会社に義務付けている⁽⁵¹⁾。こうした四半期ごとの開示は、会社の業績を見るには短い期間であり見直すべきとの意見があり⁽⁵²⁾、日本でも四半期開示制度の見直しが検討されている⁽⁵³⁾。

EU では、2004 年に四半期ごとの財務報告が義務付けられたが、短期主義への懸念の高まりから、2013 年の改正により原則として四半期財務報告は廃止され、年次及び半期報告書の開示となった。一方、米国においては、四半期開示制度を 1970 年から開始しているにもかかわらず、

(45) Companies Act 2006 c.46.

(46) イギリスでは、ステークホルダーに対しても、株主に対する義務と同等の義務を経営者に課すことを目的とする「ベター・ビジネス法」の制定を目指す動きも見られる。Better Business Act website <<https://betterbusinessact.org/>>

(47) 中村信男・田中庸介「イギリス 2006 年会社法 (2)」『比較法学』85 号, 2008, pp.192, 206.

(48) The Companies (Miscellaneous Reporting) Regulations 2018. <<https://www.legislation.gov.uk/ukdsi/2018/9780111170298>> イギリスでは、会社は、会社の戦略やビジネスモデルを記述した戦略報告書の作成と公開が義務付けられており、この戦略報告書の記載項目の 1 つとして、利益考慮義務の履行状況が追加された。

(49) Financial Reporting Council, Financial Reporting LAB, “Reporting on stakeholders, decisions and Section 172,” 2021.7. <<https://www.frc.org.uk/getattachment/d0470ab4-f134-4584-9f54-a48a8bfdc62d/FRC-LAB-Stakeholders-Report-s172.pdf>>

(50) 淵田康之「短期主義問題と資本市場」『野村資本市場クォーターリー』62 号, 2012, 秋, pp.59-60. <<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2012/2012aut06.pdf>> ただし、四半期開示が短期主義を助長するかどうかについて、実証研究の結果は分かれている。「四半期開示で短期志向に?」岸田氏「見直し」議論、研究は判断割れる」『日本経済新聞』2021.11.9; 藤谷涼佑「四半期開示見直しの議論をめぐって」『証券アナリストジャーナル』60(3), 2022.3, pp.76-86.

(51) 東京証券取引所であれば、有価証券上場規程第 404 条による。

(52) 武田雄治「企業の四半期開示を見直せ（私見卓見）」『日本経済新聞』2022.1.26.

(53) 岸田 前掲注(2), p.99.

米国の会社の長期的な成長力は高いことから、開示の頻度は問題でないとする意見もある⁽⁵⁴⁾。

日本では、四半期開示制度について、①四半期と半期の選択制を採用すること、②開示情報の項目数を整理して簡素化することが有識者から提案されている⁽⁵⁵⁾。また、「四半期は会社の状況を理解するには短すぎる」「開示情報作成の負担は働き方改革に逆行する」として廃止を求める意見もある⁽⁵⁶⁾。これらを背景として、2021年9月から、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいて、四半期開示制度の見直しについての議論が行われ、令和4(2022)年6月に四半期報告書を廃止し決算短信に一本化する方針が示された⁽⁵⁷⁾。この方針では、上場会社の事務負担は減少するものの、四半期ごとの開示は継続され、頻度は変わらないこととなる⁽⁵⁸⁾。同グループが2022年12月に公表した報告書においては、四半期決算短信の任意化について継続的に検討とされた⁽⁵⁹⁾。

(2) 経営方針の第三者評価の開示

株主からなされる経営者に対する短期的な利益への圧力に対し、経営者の長期的な経営方針を株主に納得させるための方策として、経営方針に対する第三者の評価結果を株主に開示するという提案がある⁽⁶⁰⁾。具体的には、公的な認定を受けた専門家や経営コンサルティング会社が、経営者が実施する経営方針（組織体系、給与体系、設備投資、生産手段などを含む。）とその変更案が会社の価値に対してどのような質的な影響をもたらすかについて評価する。この際、短期的な利益の最大化に結び付かなくとも、倫理的な正当性や長期的な健全性の観点からの評価を含めることができることとする。これにより、短期的な利益だけでなく、長期的な会社の価値の見込みについて、株主からの理解が期待される。

(3) ストック・オプション制度の見直し

ストック・オプション制度とは、上場会社において、自社の株式をあらかじめ定められた価格で取得できる権利を付与する枠組みであり、実際の株価があらかじめ定められた価格を上回った時点で、株式を売却することで利益を得ることができる⁽⁶¹⁾。すなわち、同制度は、株価に連動した報酬を経営者に付与することで、株主と経営者の利害を一致させる報酬制度となっている。株主は、経営者を監視するコストを減らすことができるが、経営者にとっては、高い報酬を得るために短期的な利益を得るような経営を行う動機が生じることになる。そのため、ストック・オプション制度の廃止を求める意見がある⁽⁶²⁾。

⁽⁵⁴⁾ 藤田勉「決算・財務投資家情報強まる義務、増える企業負担」『エコノミスト』4572号, 2018.10.23, p.78.

⁽⁵⁵⁾ 同上, p.80.

⁽⁵⁶⁾ 松本正義「(異議あり)株主優先の経営、社会の格差広げる 企業統治のあり方問う」『朝日新聞』2020.3.12.

⁽⁵⁷⁾ 「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告—中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—」2022.6.13, pp.25-26. <https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20220613/01.pdf>

⁽⁵⁸⁾ こうした方針では見直しが十分でないとする意見もある。関西経済連合会「四半期開示制度の義務付け廃止に向けた緊急提言」意 22-1, 2022.4.5. <<https://www.kankeiren.or.jp/material/220405ikensho.pdf>>

⁽⁵⁹⁾ 「企業に適時開示充実促す 金融庁、「四半期」任意化提案で負担減 情報の質・量維持課題」『日本経済新聞』2022.11.26; 「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告」2022.12.27. <https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20221227/01.pdf>

⁽⁶⁰⁾ ミッチェル 前掲注(1), p.175.

⁽⁶¹⁾ 同制度を実施している会社は、東京証券取引所上場会社のうち31.7%である。東京証券取引所『東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2021』2021, pp.86-90. <<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jb0-att/tvdivq000000uu99.pdf>>

同趣旨の提案として、エリザベス・ウォーレン（Elizabeth Warren）米上院議員（民主党）は、経営者に対し、会社の株式を受け取ってから5年以内又は会社の株式を買い戻してから3年以内に、自身の持ち株を売却することを禁止する法案を2018年に提出している⁽⁶³⁾。

(4) 自社株買いの制限

米国では、研究開発や従業員の雇用、賃上げに振り分けるべき資金を自社株買いに投じることで、株価を人為的に上昇させ、経営者の報酬を増加させているという批判がある⁽⁶⁴⁾。タミー・ボルドウィン（Tammy Baldwin）米上院議員（民主党）らは、上場会社による自社株買いが株価を釣り上げる目的で不当に行われ、更に中長期的な設備投資を圧迫していることから規制の必要があるとして、株式市場における自社株買いを禁止する法案を提出している⁽⁶⁵⁾。

自社株買いが株価を引き上げるかどうかについて、自社株買いは、自社株が過小評価されているという経営者の見解を伝える効果（シグナリング効果）⁽⁶⁶⁾があり、現に自社株買いの発表後の数日間で、株価が一時的に約2.5%上昇していたとする調査結果がある⁽⁶⁷⁾。米国において、自社株買いの発表前後における経営幹部の自社株の売却状況を確認したところ、発表前の数日間は1日平均10万ドル以下の自社株しか売却していない一方、発表後には1日平均50万ドル以上の株式を売却していた⁽⁶⁸⁾。

こうした中、米国では2022年8月に成立したインフレ抑制法⁽⁶⁹⁾により、上場会社による自社株買いに税率1%で課税がなされることとなった。ただし、この課税は、税率が1%と低いこともあり、会社経営に大きな影響を与えないとの意見もある⁽⁷⁰⁾。

会社にとって良い自社内の投資先がなく余剰資金が生じている場合、自社株買いにより株主に還元された余剰資金は、株主を経由してより良い投資先へと向かい、社会的に適切な資金配分をもたらす得る。一方、会社は、経営指標の1つである1株当たり純利益（EPS）について、自社株買いにより母数である発行済株式数を減じることで、容易にEPSを良く見せかけることができる。自社株買いは、会社にとって重要な経営手段の1つでもあり、会社にはその方針や状況についての適切な情報開示が求められる⁽⁷¹⁾。

(62) 例えば、原・山崎 前掲注(15)

(63) Accountable Capitalism Act, S.3348, 115th Cong. (2017-2018); 鈴木裕「バイデン政権のESG政策—促進目指すが…—E・ウォーレン議員のガバナンス改革WGから見える方向性—」2020.11.25, pp.2-3. 大和総研ウェブサイト<https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20201125_021921.pdf> なお、同法は、提出されたものの審議はなされていない。

(64) 「米インフレ抑制法案大詰め 上院、近く採決の可能性」『日本経済新聞』2022.8.6, 夕刊; 「米歳出・歳入法が成立 気候変動対策へ課税強化」『日本経済新聞』2022.8.17, 夕刊。

(65) Reward Work Act, S.915, 116th Cong. (2019-2020); 鈴木 前掲注(63), p.4. なお、同法は、提出されたものの審議はなされていない。

(66) 自社株買いが株価の上昇につながる仮説として、フリーキャッシュフロー仮説、シグナリング仮説がある。山口聖「自社株買いの内外の実態、理論の整理」『証券アナリストジャーナル』59(6), 2021.6, pp.7-18.

(67) Robert J. Jackson Jr., “Stock Buybacks and Corporate Cashouts,” 2018.6.11. <<https://www.sec.gov/news/speech/speech-jackson-061118>>; Gary Shorter, “Stock Buybacks and Company Executives’ Profits,” *In Focus (Congressional Research Service)*, IF11506, 2020.4.16. <https://www.everyersreport.com/files/2020-04-16_IF11506_2f6def07a12fee9d12603c5f870b751683b6c61f.pdf>

(68) Jackson Jr., *ibid.*

(69) Inflation Reduction Act of 2022, Pub.L. No.117-169, 136 Stat. 1818(2022).

(70) Jane G. Gravelle, “An Excise Tax on Stock Repurchases and Tax Advantages of Buybacks over Dividends,” *In Focus (Congressional Research Service)*, IF11960, 2022.8.10. <<https://crsreports.congress.gov/product/pdf/IF/IF11960>>

(71) International Corporate Governance Network, “ICGN Viewpoint: Capital Allocation,” 2019.7. <https://www.icgn.org/sites/default/files/2021-05/2_ICGN_Viewpoint_on_Capital_Allocation.pdf>

(5) 取締役の任期の延長

米国では、取締役の任期は、通常1年となっている（日本では、取締役の任期は、原則として2年を超えないとされている）。取締役の任期が短いと、取締役は、長期的な視野に基づく経営方針が評価されないことを恐れて、短期主義に陥る可能性がある。そこで、長期的な視野での経営を可能とする観点から、取締役の任期を5年にする提案がある。具体的には、取締役会が、改選時に過去5年間の業績と今後5年間の計画を発表し、独立した監査人による評価を受けるもので、取締役に不正行為があった場合には、解任を容易にするような制度改正が主張されている⁽⁷²⁾。

3 株主の短期主義への対応

(1) 長期保有株主への優遇配当

会社が長期保有株主を優遇するために、追加的な配当を支払う制度としてロイヤルティ配当がある。例えば、フランスでは、ロイヤルティ期間と呼ばれる一定期間にわたり株式を保有した株主に対して、追加的な配当を与えるロイヤルティ株式の制度が1994年に導入された。ロイヤルティ期間は最短2年であり、ロイヤルティ配当の上限は通常の配当の総額の10%である。株主が受け取るロイヤルティ配当の株式数の上限は、発行済み株式総数の0.5%となっており、多くの株式を保有する機関投資家よりも個人投資家とのコミュニケーションツールであるとされる⁽⁷³⁾。当該制度は、種類株式ではなく、条件を満たせばどの株主に対しても付与されるものである。

こうした優遇配当を行うフランスの会社は少なくないが、他の国では長期保有株主優遇配当制度の合法性が明確でないとの見解もあり、世界的に幅広く普及するには至っていない⁽⁷⁴⁾。日本では、現行法上、中長期保有株主を配当で優遇する種類株式の発行は可能となっている⁽⁷⁵⁾。

(2) 長期保有株主を優遇する種類株式

長期保有株主への優遇策としては、長期保有株主に追加の議決権を与えるという考えもある。例えば、フランスでは長期保有株主の保護強化のため、2014年に実体経済の再建に関する2014年3月29日の法律2014-384号（フロランジュ法）⁽⁷⁶⁾が成立し、従来、定款で任意に定めるものであった2倍議決権（1株につき2票の議決権が認められる。）を、株主名簿に2年以上登録されている株主に対して、株主総会で排除しなければ、自動的に付与することとされた⁽⁷⁷⁾。スウェーデンでも上場会社による複数議決権株式の発行が見られるが、多くの国では一株一議決権の原則に反するとして、機関投資家の抵抗が強い⁽⁷⁸⁾。

(72) ミッチェル 前掲注(11), p.144.

(73) 武井一浩・石崎泰哲「上場企業法制における企業の中長期的利益とショートターミズムとの調整（下）最近の欧米の議論の諸相から」『旬刊商事法務』2098号, 2016.4.15, p.40; 福本 前掲注(36), p.89.

(74) 淵田 前掲注(50), pp.72-73.

(75) 目指すべき市場経済システムに関する専門調査会「目指すべき市場経済システムに関する報告」2013.11.1, p.28. 内閣府ウェブサイト <<https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/market/houkoku.pdf>>; 日本では、トヨタが2015年に中長期的な株式保有を前提とする種類株式（AA型種類株式）を発行した。これは、5年間の譲渡制限があるもの、その後は普通株への転換や会社に対する発行価格での取得請求が可能な優先株式となっている。大崎貞和「種類株活用の新たな展開」『Financial Information Technology Focus』2015.7, pp.6-7. <https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/kinyu_itf/2015/07/itf_201507_3.pdf>

(76) Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle.

(77) 武井・石崎 前掲注(73), p.40; 福本 前掲注(36), pp.86-89.

(78) 淵田 前掲注(50), p.73.

日本では、長期保有株主を優遇するため、保有期間2年未満の短期保有株式について、株主総会での権限を制限する議決権制限株式の発行が会社法上認められている。しかし、会社法第115条では、議決権制限株式を発行済み株式の2分の1以下にするよう規定されており、株式の長期保有を促す観点から、同条による制限を廃止すべきとする意見も見られる⁽⁷⁹⁾。

(3) 長期保有株式の税優遇

株式の売却益（キャピタルゲイン）への税率を、その保有期間に応じて優遇することで、株式の長期保有を促す主張も見られる⁽⁸⁰⁾。米国の個人所得税（連邦税）では、キャピタルゲインは、長期（保有期間1年超）と短期（同1年以下）に分類される。短期キャピタルゲインには、他の所得と合算されて（総合課税）、通常の累進税率（連邦税は10～37%）が課される一方、長期キャピタルゲインに対しては、優遇された3段階（0%、15%、20%）の税率が課される（分離課税）⁽⁸¹⁾。

米国では、1970年代初頭、個人所得の最高限界税率が75%、長期キャピタルゲイン税率が25%であった。しかし、個人所得の最高限界税率の切下げが続き、相対的に長期キャピタルゲインへの税率が上がったため、長期的に株式を保有するメリットが低下し、短期売買の活発化につながったとも言われている⁽⁸²⁾。

(4) 株主権限の縮小

米国では、株主第一主義の立場をとりつつも、配当などの株主還元は取締役会の権限⁽⁸³⁾とされ、定款による株主総会の権限拡大も制限されている。経営判断原則の下、取締役の経営判断に対する司法の介入も極めて抑制的である。一方、日本では、株主総会の権限が大きく、配当などの株主還元は原則として株主総会の法定決議事項である。また、定款で定めれば、株主総会の決議事項を拡大することも可能となっており、経営者の権限が相対的に弱い。

日本では、相対的に法制度上の株主の権限が強いことを踏まえ、取締役による適切な裁量権の行使を確保するという観点から、①株主総会の法定決議事項の縮小、②定款による株主総会権限の拡大の制限、③経営判断原則の適用範囲の拡充などの提案もなされている⁽⁸⁴⁾。

4 人的資本としての従業員

従業員への報酬や育成に係る支払いは、会社の利益を押し下げる費用とみなされる。しかし、会社の活動において、従業員は、生産やサービス提供の重要な役割を担っており、単なる労働力だけでなく、従業員が業務を通じて培ったノウハウや技能も生産活動に活用されている。従

(79) 太田誠一「さあどうする 企業統治」『統治の分析』9号, 2015.Aut, p.34.

(80) 淵田 前掲注(50), p.78.

(81) 給与所得等、配当所得及び長期キャピタルゲインの順に所得を積み上げて、それぞれの所得ごとに適用税率が決定される。また、高所得者には追加的な課税がなされる。財務省「主要国における株式譲渡益課税の概要」2022.1. 現在。<https://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/income/kabu04.pdf> なお、日本のキャピタルゲイン課税（株式譲渡益課税）については、保有期間にかかわらず、税率20%（所得税15% + 個人住民税5%）となっている。

(82) 淵田 前掲注(50), pp.67-68.

(83) 配当の決定は、高度な経営判断であり、会社の経営状況に通じていない株主が過剰な配当を決定し、会社の財産の基礎を危うくするおそれがある。米国において配当の決定が取締役会の判断に委ねられているのはこうした考えが背景にあるとされる。田中亘『会社法 第3版』東京大学出版会, 2021, pp.425-426.

(84) ただし、久保田安彦・慶應義塾大学教授は、このような提案を行いつつも、「もし現状を修正する必要があるとすれば」との補足を加えている。久保田 前掲注(14), p.39.

業員のノウハウや技能を人的資本として捉え、給与や人材育成への支払いを人的資本への投資とみなすべきとする意見がある⁽⁸⁵⁾。

具体的な方策として、税制と会計規則を改め、現行のとおり従業員の給与等の一部を費用として計上することに加え、その一定水準以上を投資とみなし、貸借対照表の資産の部に計上することを義務付けることが提案されている⁽⁸⁶⁾。資産の部に計上された給与等は、一定期間にわたり減価償却される。従業員の給与等を資産として計上することは、会社にとって、株価への悪影響を懸念することなく賃上げを行いやすくする効果を持ち得る。

5 社会目的を持つ会社

(1) 米国のベネフィット・コーポレーション制度

米国では、営利目的とともに社会目的を持つ会社としてベネフィット・コーポレーションが制度化されている⁽⁸⁷⁾。同制度は、非営利団体であるBラボ⁽⁸⁸⁾が起草したモデル法（Model Benefit Corporation Legislation）⁽⁸⁹⁾とデラウェア州の会社法（General Corporation Law）⁽⁹⁰⁾に基づくものの2つに大別される。2010年にメリーランド州で最初のモデル法に基づくベネフィット・コーポレーションの法律が制定された⁽⁹¹⁾。デラウェア州以外のほとんどの州では、モデル法に基づいた法整備がなされている。

モデル法は、ベネフィット・コーポレーションに対し、①一般的な公共の利益を創造することを会社の目的に加えること、②株主の利益だけでなく環境や社会的要因といった幅広いステークホルダーを考慮に入れること、③第三者機関の基準を用いて活動を測定し、毎年一般に報告することを義務付けている⁽⁹²⁾。デラウェア州法は、①株主の金銭的利益、②ステークホルダーの利益、③会社の目的としての公共の利益という3つの考慮事項をバランスさせなければならないとしている。ただし、ベネフィット・コーポレーションが公共の目的の達成に失敗した場合の法的な対抗手段について、株主以外の第三者が救済を求めることは想定されていない⁽⁹³⁾。

ベネフィット・コーポレーション制度は、米国の50州のうち37州とコロンビア特別区（ワシントンD.C.）で採用されている⁽⁹⁴⁾。同制度は、会社形態の選択肢の1つであり、導入コストが低く、政治的に受け入れられやすいため、多くの州で採用された⁽⁹⁵⁾。また、日本でも「新しい資本主義」の一環として、導入が検討されている⁽⁹⁶⁾。

⁽⁸⁵⁾ 岩井克人・東京大学名誉教授は、「賃金支払いは、費用として計上されてきたが、本来は投資としてみなされるべきである。単に費用としてしか計算されていなかったことが、会社の経営や経済全体の運営に様々なひずみをもたらした」などとしている。岩井 前掲注(1), p.167.

⁽⁸⁶⁾ ミッチェル 前掲注(1), pp.272-275.

⁽⁸⁷⁾ William H. Clark Jr. and Elizabeth K. Babson, “How Benefit Corporations Are Redefining the Purpose of Business Corporations,” *William Mitchell Law Review*, vol.38, iss.2, article 8, 2012, pp.817-851; 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—B CorporationとBenefit Corporation—」『サステナビリティ経営研究』2020年度。<https://www.jabes1993.org/article_2020.1_hayashi.pdf>

⁽⁸⁸⁾ Bラボ（B Lab）は、2006年にペンシルベニア州で設立され、人種的公平、気候、ステークホルダーを中心とする経済のために活動を行っている。

⁽⁸⁹⁾ B Lab, “Model Benefit Corporation Legislation with Explanatory Comments,” version of April 17, 2017.

⁽⁹⁰⁾ 8 Del. C. c.1, § 361-368 (Public Benefit Corporations).

⁽⁹¹⁾ 林 前掲注(87), p.5.

⁽⁹²⁾ B Lab, “What Is a Benefit Corporation?” <<https://usca.bcorporation.net/benefit-corporation/>>

⁽⁹³⁾ 林 前掲注(87), pp.9-10.

⁽⁹⁴⁾ B Lab, “State by State Status of Legislation.” <<https://benefitcorp.net/policymakers/state-by-state-status>>（最終アクセス日は2022年4月23日）等

⁽⁹⁵⁾ 林 前掲注(87), p.6.

⁽⁹⁶⁾ 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画—人・技術・スタートアップへの投資の実現—」令和4年6月7日閣議決定, p.25. <https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/ap2022.pdf>

(2) フランスの「使命を果たす会社」制度 (PACTE 法)

フランスでは、企業の成長及び変革に関する 2019 年 5 月 22 日の法律 2019-486 号 (PACTE 法)⁽⁹⁷⁾により「使命を果たす会社 (entreprise à mission)」制度が導入された。同法は、マクロン政権による経済改革の 1 つとして位置付けられており、社会における会社の地位の再定義と、従業員の会社経営への更なる関与を目的の 1 つとする⁽⁹⁸⁾。

同法により、会社は、その事業活動が社会及び環境に与える影響を考慮しなければならず、また、会社の存在意義を定款に記載することができることが規定された。自らの社会的・環境的な目的や使命遂行の監視体制等を定款に規定し、所定の手続を経た会社は、「使命を果たす会社」を名乗ることができる。

「使命を果たす会社」制度の意義は、会社が社会的・環境的問題に対する自らの姿勢を法的枠組み内で強調できることにあり、米国のベネフィット・コーポレーション制度をフランスに取り入れたものといえる⁽⁹⁹⁾。

6 従業員の経営参加

ドイツには、共同決定制度という従業員が経営に参加する仕組みがある。共同決定制度については、①会社の監査役会⁽¹⁰⁰⁾に従業員の代表が参加するもの、②事業所レベルで事業所委員会を設けるものの 2 つの類型がある⁽¹⁰¹⁾。この従業員の経営参加の歴史は古く、1919 年のワイマール憲法での規定が、それ以降の共同決定に関する法制度のきっかけになったとされる⁽¹⁰²⁾。

①では、従業員数 2,000 人以上の株式会社は、原則として、共同決定法 (Mitbestimmungsgesetz) により監査役会の半数が、また従業員数 500 人以上 2,000 人未満の場合は、3 分の 1 参加法 (Drittelbeteiligungsgesetz) により監査役会の 3 分の 1 が、それぞれ従業員によって選任された監査役となる。これは、会社における決定過程での株主と従業員の参加を保証することを目的とするものである⁽¹⁰³⁾。メリットとして、監査役の職務遂行に事業上のノウハウを取り込むことができる、従業員代表が従業員への仲介役として機能する (ドイツではストライキ率が非常に低い。) ことが挙げられる⁽¹⁰⁴⁾。

②では、事業所組織法 (Betriebsverfassungsgesetz) により、一定の要件を満たした場合、事

(97) Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

(98) “Compte rendu du Conseil des ministres du 18 juin 2018 Croissance et transformation des entreprises,” 2018.6.18. elysee.fr webiste <<https://www.elysee.fr/emmanuel-macron/2018/06/18/compte-rendu-du-conseil-des-ministres-du-18-juin-2018>>; 白石智則「PACTE 法—企業の成長および変革に関する 2019 年 5 月 22 日の法律第 486 号 (企業法)」『日仏法学』31 号, 2021, pp.158-159.

(99) 石川真衣「企業の成長及び変革に関する 2019 年 5 月 22 日の法律第 2019-486 号 (PACTE 法)」『比較法学』123 号, 2020, pp.91-148.

(100) ドイツの監査役会の任務は、①取締役員の選任・解任、②業務執行の監督、③取締役への助言、④重要な企業の決定に対する一部参与となっている。Christoph H. Seibt (齊藤真紀訳)「ドイツのコーポレート・ガバナンスおよび共同決定—弁護士、監査役員、研究者としての視点から—」『旬刊商事法務』1936 号, 2011.7.5, p.37.

(101) Federal Ministry of Labour and Social Affairs, *Co-determination 2019*, 2019, p.4; ベルント・ヴァース「ドイツにおける企業レベルの従業員代表制度」『日本労働研究雑誌』630 号, 2013.1, pp.13-25. <<https://www.jil.go.jp/institute/zassi/backnumber/2013/01/pdf/013-025.pdf>>

(102) Rebecca Page, “Co-determination in Germany: A Beginner’s Guide,” *Albeitspapier (Hans-Böckler-Stiftung)*, no.313, 2018.11, p.6. <<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/209552/1/hbs-ap-313.pdf>>

(103) Federal Ministry of Labour and Social Affairs, *op.cit.*(101), p.4

(104) Seibt 前掲注(100), p.42.; なお、米国においては、ウォーレン上院議員も、取締役会の少なくとも 40% を会社の従業員とする法案を提案している。鈴木 前掲注(63), p.3.

業所に事業所委員会を設置することができる。事業所委員会は全従業員を代表し、従業員の利益のために操業時間の短縮や解雇等の重要事項について使用者と協議し共同決定する権利を有する（ただし、法律又は労働協約上の規制がない場合に限る。）⁽¹⁰⁵⁾。ドイツ東部の製造業と建設業において、事業所委員会の設置の有無による効果を調査したところ、事業所委員会の設置は、会社の利益にプラスの効果をもたらすという結果が出ており、その理由として、従業員に共同決定権を与えることによる従業員のモチベーションの向上や職場の雰囲気の改善が指摘されている⁽¹⁰⁶⁾。

おわりに

会社の目的に関し、株主重視かステークホルダー重視かという議論は、古くからなされているものであり、簡単に二者択一的な結論に至るのは言うまでもなく困難である。各ステークホルダーの会社への関与や影響を考えれば、会社は株主のことだけ考慮すればよいとするのは、視野の狭い考えであるとも考えられる。しかし現実には、経営者に対し、株主以外のステークホルダーも考慮させるインセンティブを設計することは難しく、むしろ経営者の統治を株主に委ね、株主第一主義がもたらす分配のゆがみなどの弊害は、政府の介入により是正されるべきという意見⁽¹⁰⁷⁾も説得力を有している。一方、イギリスのように、株主の長期的な利益のためには会社の持続的な成功が必要であり、そのためにはステークホルダーの利益への考慮が欠かせないとする啓発的株主価値の考え方も、この議論に対する1つの対応といえるかもしれない。いずれにせよ、現状、様々な格差がもたらしている問題に対して、会社経営における株主第一主義を再考することによっては、何らかの対応が見いだせる可能性はあろう。

今後の日本における検討の過程では、各国の制度等について、慣習や文化、自国内の制度間の違いを視野に入れつつ参考としていく必要がある。例えば、米国で株主第一主義が受け入れられている素地としては、雇用の流動性が関係している可能性がある。労働市場が流動的である米国では、労働者は次の職を見つけやすいが、終身雇用の慣行が残る日本では、次の職を得にくく、離職のリスクが高い。そのため、日本では、株主よりも立場の弱い労働者を考慮する風潮があったともいえる⁽¹⁰⁸⁾。労働市場を整備することなく、株主重視の制度を更に進めれば、労働者の立場はますます弱くなる懸念がある。また、日本における株主第一主義が非正規雇用の拡大と表裏一体の動きとして進展してきたことも考慮する必要があるだろう。

このように、国によって社会経済的背景が異なり、また、全ての会社に適切となる統治方法がない以上、株主重視かステークホルダー重視かといった単純な二者択一の議論は建設的でなく⁽¹⁰⁹⁾、国ごと、会社ごとに、会社の在り方を築いていくべきともいえる。本稿で見たように、各国は、それぞれの事情に応じて、会社とステークホルダーとの利害を調整するような様々な制度を構築し、また、多くの有識者が事態の改善に向けた提案を示している。日本においても、

⁽¹⁰⁵⁾ 厚生労働省「第3章第2節 ドイツ連邦共和国」『2019年 海外情勢報告』2020, p.21. <<https://www.mhlw.go.jp/wp/hakusyo/kaigai/20/dl/t3-03.pdf>>; ヴァース 前掲注(10), p.19.

⁽¹⁰⁶⁾ Birgit Schultz, “Ist Mitbestimmung ökonomisch sinnvoll?: Das Beispiel ostdeutsches Verarbeitendes Gewerbe und Bau,” *Wirtschaft im Wandel*, vol.11, iss.9, 2005.9, pp.295-300.

⁽¹⁰⁷⁾ 田中 前掲注(26), p.11.

⁽¹⁰⁸⁾ Tirole, *op.cit.* (25), p.32. ティロール氏は、労働市場の違いについて、米国とフランスを比較している。

⁽¹⁰⁹⁾ 後藤 前掲注(10), pp.30-35.

今後とも社会実情に応じた制度や仕組みを検討するとともに、より良い社会の実現に結び付くような議論を進めることが求められているといえよう。

(かじ よしたか)