



Title	日本における株主利益最大化原則の確立とその展開 (1)
Author(s)	李, 長儒
Citation	阪大法学. 2026, 76(2), p. 205-228
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/106137
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

日本における株主利益最大化原則の 確立とその展開（1）

李 長 儒

- 第1章 問題意識
- 第2章 1990年代中盤～2000年代初頭における株主利益最大化原則の確立
- 第3章 2000年代中盤～2010年代における株主利益最大化原則の展開とその制度的制約（以上、本号）
- 第4章 2020年代以降 ESG 理論を含めた株主利益最大化原則の展開
- 第5章 結論

第1章 問題意識

ESG とは、環境（Environment、E）、社会（Social、S）、企業統治（Governance、G）という3つの概念領域の英語頭文字を組み合わせた略称である。この概念は、2006年に当時のアナン国連事務総長が提唱した「責任投資原則」（Principles for Responsible Investment、PRI）において、投資における国際的な行動指針として初めて掲げられた。その主な目的は、機関投資家が投資判断プロセスに ESG に関連する非財務要素を積極的に組み込むことを促すことにあった。

ESG という概念には厳密な定義が存在しないものの、PRI が提示する具体的事例を参照することによって、その概念的実質を明らかにすることが可能である。環境（E）領域においては気候変動対応・循環型経済構築・生物多様性保全・資源枯渇対策・廃棄物管理・汚染防止・森林破壊防止策、社会（S）領域においては人権尊重の推進・強制労働や児童労働の根絶・労働条件改善・雇

用関係適正化・多様性・公平性・包摂性の実践、企業統治（G）領域においては贈収賄防止体制整備・役員報酬適正化・取締役会構成多様性確保・ロビー活動管理・政治献金透明性確保・税務戦略開示が包含される⁽¹⁾。

近年、多くの国・地域において、ESG 経営・ESG 投資を取り込む考え方が広く受け入れられようになり、ESG をめぐる議論が活発化している。この影響を受け、株主側は ESG 関連投資へのシフトを強める一方で、取締役会も経営判断プロセスに ESG 要素を組み込む動きが顕著に見られる。このような変化に対応するため、株主利益最大化原則は、その内実に変容が生じている。

本稿は、日本における株主利益最大化原則の確立と展開過程を3つの時期に区分し、各時期において当該原則が直面した問題に対処するための原則の変遷、その要因及び特性を明らかにすることを目的とする。

本稿の分析対象として、ここでいう株主利益最大化原則は、会社法における学説分析を中心としつつも、会社法の枠組みに限定されるものではない。すなわち、経営学的視点、及び実際の上場会社における経営陣の意識（第1、第2の時期）、ならびに機関投資家の意識・態度（第3の時期）をも射程に収め、株主利益最大化原則の確立と変容を全体像として捉えるものである。

本稿の構成は以下の通りである。第2章では、1990年代中盤から2000年代初頭にかけての初期段階を対象に、日本において株主利益最大化原則が通説として確立された過程を検証する。第3章では、2000年代中盤から2010年代にかけての発展段階における、当該原則の解釈の展開と制度的制約を分析する。第4章では、2020年代以降の新たな段階に焦点を当て、ESG の議論の進展が株主利益最大化原則に及ぼした影響を考察する。最後に第5章において、結論を提示する。

第2章 1990年代中盤～2000年代初頭における 株主利益最大化原則の確立

この時期、すなわち株主利益最大化原則の確立期において直面した問題は以下の通りである。株主利益最大化原則は法学界において通説として認識されて

きたものの、社会通念上、特に上場企業の経営者の視点から見れば、必ずしもそうではなかった。従来の従業員主権理論が社会通念の主流を占めてきたのである。しかし、従業員主権理論は経済状況の変化に適切に対応できなくなっていた。この問題に対処するために、株主利益最大化原則がいかにして従業員主権に取って代わり、新たな社会通念として確立・受容されるかが、この時期の中心的課題であった。

第１節 株主利益最大化原則の解釈論と正当性に関する議論

会社は営利を目的とする法人であり、得られた利益は、剰余金の配当や残余財産の分配を通じて、最終的に株主に帰属する。⁽²⁾ 伝統的な株主利益最大化原則とは、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優先にして、株主の利益を最大化するために会社を経営しなければならないという法ルールである。⁽³⁾（落合説）。落合説によると、当該原則は強行法規の性格を有し、ここでいう「株主の利益」の意味は、「剰余権者としての株主の利益であるから、債権者、……従業員等の株主以外のステークホルダーの利益を優先的に満足させたうえでの株主利益」⁽⁴⁾である。

当該原則は会社法には明文規定がないが、現在、法解釈論で通説として受け入れられている。⁽⁵⁾ 1990年代において、株主利益最大化論の支持者たちは、それまでの社会通念であった従業員主権論の正当性を否定するに至り、解釈論的観点から同原則の正当性を立証することを試みた。本章では、この時期の学説整理を落合説に依拠して行う。その理由は、後の時代における株主利益最大化に関する論文の多くが、同教授の90年代の論文を引用しているためである。

１ 従業員主権論の正当性への批判

日本における株主利益最大化原則が確立されたのは、1990年代以降である。

それ以前は、経営学界と法学界は、会社の目的あるいは「会社は誰のものか」という問題について、見解が一致しておらず、対立が存在していた。経営学界、また上場会社における経営陣の意識では、従業員主権という考え方が支配的であった。

従業員主権とは、法律上の会社の所有者は株主であるが、会社の実質的な主権と所有権は、その企業に深くコミットし長期間働く経営者と労働者、⁽⁶⁾ いわゆる

るコア従業員グループが有しており、彼らこそが企業⁽⁷⁾の意思決定権と成果分配における優先順位を実質的に持つ主体⁽⁸⁾（主権者）であるべきだという考え方である⁽⁹⁾。長期的な内部昇進の慣行に基づき、経営陣はこのコア従業員グループの代表とみなすことができる。

上場会社における経営陣の意識の面においても、従業員主権的な態度が支配的であった。経営陣を直接対象とした調査は見当たらないものの、当時の大企業における内部昇進の慣行を考慮すれば、1990年に日本経済新聞と吉森教授がそれぞれ実施した、上場企業の中間管理職を対象とした2つの調査の結果から、その状況を読み取ることができる。

1990年4月、日本経済新聞は課長100名を対象に「会社は誰のものであるべきか」及び「現実には誰のものであるか」というアンケート調査を実施した。この結果、「現実」と「あるべき」のいずれにおいても、会社は従業員のものであるという意見が圧倒的に多かった（「あるべき」の上位3位は従業員80%、社会全体70%、株主67%、「現実」の上位3位は従業員77%、経営者65%、株主59%⁽¹⁰⁾であった）。

また同年、吉森教授の「あなたの国の大企業は株主の利益とステークホルダー全体の利益のどちらを優先して経営されていると考えますか」という質問に対し、日本企業の97.1%が「株主の利益」よりも「ステークホルダー全体の利益」⁽¹¹⁾を優先していると回答した。

結論としては、株主のものであるという意見もみられたが、現実には従業員のものであるという側面が強く現れている。

そうすると、株主利益最大化原則という理論が提唱された際、最大の論争は、従業員主権を代表する従来のステークホルダー論⁽¹²⁾との間でなされた会社は誰のものかをめぐるのであった。

この論争における主な争点は、株主と従業員のどちらが会社の主権者としてふさわしいかという点である。

従業員主権論者は、本質的な貢献とリスクの負担を基準として、従業員こそが主権者に相応しいと主張する。本質的な貢献者について、代替可能な資産（カネ）を提供する株主と比較して、無形資産（ヒト）を提供する従業員こそ

日本における株主利益最大化原則の確立とその展開（１）

が本質的貢献者であると考えられる。⁽¹³⁾株主・債権者などによる金銭的拠出（カネ）と異なり、従業員の拠出するヒトという「資源・サービスの束」は多様性・特異性を持っている。すなわち、その特徴は、供給が不確実で変動しやすく、内容は柔軟（学習能力があり）であり、人とサービスが不可分である反面、代替が難しく退出しにくい点にある。⁽¹⁴⁾分配請求権の順位からみれば、確かに株主の方がリスク負担は大きい⁽¹⁵⁾が、従業員は株主のようにリスク分散できない⁽¹⁵⁾。さらに、従業員は企業から退出することが難しい上に、株主が株式売却によって得るような退出時の経済的対価もない⁽¹⁶⁾。そして、従業員は破綻リスクのような非自発的失業の問題に直面しなければならない⁽¹⁷⁾。そのほか、企業が倒産した場合、年功賃金制度によって高齢期に支払われるべき賃金が未払いとなり退職金も消滅する⁽¹⁸⁾。したがって、株主より従業員の方がリスク負担は大きく、主権者として適格なのは従業員であると考えられる。⁽¹⁹⁾

これに対し、株主利益最大化原則論者は２つの観点から従業員主権の正当性を批判する。

１つ目の批判は、直接的に従業員主権の主張を批判するものである（落合説）。落合説は、（１）剰余権論の観点からは、債権者の一人としての従業員の利益は十分に配慮されること、（２）従業員と株主との間に妥協できない利益対立がある場合に、取締役が両者を等しく配慮することは非現実的であること、（３）従業員の利益を配慮する経営判断には株価のような客観的な評価指標がないため、取締役の恣意的な判断を招く恐れがあること、（４）株主が長期的な利益を追求することで一致した利害関係を持つのは異なり、従業員の間では、例えば若年労働者と熟年労働者の間で利害の対立が存在すること、という４つの点を挙げる⁽²⁰⁾。この学説は、従業員主権制度下で生じる問題点に着目し、従業員主権制度の正当性を否定するものである。

もう１つの批判は、従業員利益への配慮を認めつつも、株主利益最大化原則を修正せずに他の手段で従業員を保護しようとする立場である（吉原説⁽²¹⁾）。具体的にいえば、従業員の利益の改善策は、労働市場を流動化させ、団体交渉で契約を結び、労働者保護の立法をさらに整備し、取締役を利益調整者としての地位を与え、労使協定を活用・従業員持株制度及び共同決定制度を導入するこ

論 説

とである。⁽²²⁾この学説は株主利益最大化原則の直接的正当性を正面から論証しないものの、間接的に、同原則のもとでも従業員主権理論に近似した水準の従業員利益保護が達成可能であることを主張している。

結論として、株主利益最大化理論の支持者は、従業員主権制度では解決不可能な課題が存在すること、及び当該制度を用いなくとも従業員利益の保護が実現可能であるという2つの観点から、従業員主権制度の正当性に疑義を呈する。

2 株主利益最大化原則の正当性

当該原則を導く解釈論の原点は落合教授が1990年代に整理した所有者モデル説と契約モデル説である。落合教授は、鈴木教授と竹内教授の学説を援用し、企業法の目的は、企業の組織と活動に関わる多様な主体間の私的利益調整にあると指摘した上で、それらの利害に優先順位を付ける必要性を論じている。⁽²³⁾株主利益最大化原則を導く解釈論は、会社自体と利害関係者（ステークホルダー）個々の利害関係を基盤として展開される。

特に、会社を独自の利害主体（会社自体の意義）として認めるか否かという根本問題に応じて、落合教授は所有者モデルと契約モデルという2つの理論的枠組みを整理している。

落合説以前の通説としての所有者モデルは、会社自体の意義を認めており、法人である会社に帰属する会社事業の実質的の帰属者（実質的所有者）が株主（株主共同体）⁽²⁴⁾となると考える。

具体的にいえば、所有者モデルに基づく株主所有権説は、株主は株主総会における議決権の行使を通じて、会社の実質的な所有者⁽²⁵⁾となるとする。株主が会社の所有者ではなく実質的所有者と解される根拠は、会社が法人格を有する以上、民法上の所有権の客体とはなり得ない点にある。⁽²⁶⁾株主が有するものは株式であり、株式を所有することによって、会社の社員たる地位を得る。⁽²⁷⁾社員権に基づき、株主は株主総会における議決権の行使・取締役の選解任をすることによって、会社をコントロールする（共益権⁽²⁸⁾）。よって、株主は法律上の会社の所有者ではないが、「会社においては株主の意思が決定的であり、これは所有権者の意思に比肩し」、⁽²⁹⁾「所有者の地位に近い」。⁽³⁰⁾よって、株主の実質的所有者としての性質は所有権者の地位に等しく、⁽³¹⁾株主の利益最大化をすべきである。

これに対し、契約モデルは会社自体の意義を認めない。本説において株主に意思決定権を与える理由、すなわち株主利益最大化の原則を各主体間利害調整の基準とする根拠は、他の主体と異なり、株主が債権者のような確定額の権利を持たず、剰余権者として会社の利益増加へのインセンティブを最も強く有するからである。⁽³²⁾ 現在、契約モデルに基づく剰余権説が、通説として受け入れられている。⁽³³⁾

具体的には、経済学の視点からみれば、会社の社会的な意義は富の増加であり、⁽³⁴⁾ 会社の富を増加させるために、誰が会社の経営を行うべきかということである。⁽³⁵⁾ 会社のステークホルダーの中で、新たな利益を分配する際に、株主は債権者より劣後し、債権者に対して債務を弁済した後に剰余金がある場合に限り、その剰余金の分配を受ける権利を有する（剰余権者）。⁽³⁶⁾ 他のステークホルダーの請求権が事前に確定される額であるのに対し、株主の剰余金は事前に確定できない。⁽³⁷⁾ そうすると、剰余権者である株主は分配可能な剰余金を確保するため、他のステークホルダーより会社の富を最大化するインセンティブを有する。⁽³⁸⁾ よって、株主の利益最大化は効率的に社会の富を増加させることと一致し、⁽³⁹⁾ 株主・債権者・従業員・経営者の中で会社の経営を株主に委ねることが合理的である。⁽⁴⁰⁾

結論として、株主利益最大化論者は、株主が会社の実質的所有者であるという観点と、株主が剰余権者として企業及び社会の富の増加を最適に促進するという観点から、株主を主権者とすることの正当性を主張する。これが株主利益最大化原則の根拠となる。

第２節 株主利益最大化原則の確立の要因

株主利益最大化原則の本格的な確立は1990年代半ばを起点とする。この時期に同原則が通説として受容されるに至った背景要因は、以下の３点に整理される。

１ 冷戦に勝利したアメリカがもたらした一連の影響

アメリカが冷戦に勝利したということは、単に資本主義陣営が社会主義陣営に対して勝利したということにとどまらず、資本主義陣営内でもアメリカ型資本主義（アングロサクソン型資本主義）が他のモデルの資本主義制度よりも優

れているということになることを意味した。⁽⁴¹⁾

このことは、主に2つの影響をもたらした。⁽⁴²⁾第1に、日本のような非アメリカ型資本主義を採用する国々が、冷戦終結の衝撃を受け、アメリカ型資本主義をモデルとした改革へと傾斜したことである。第2に、冷戦終結後の経済のグローバル化が進む中で、アメリカの政治的威信と国際資本の流れによって、グローバル化そのものがアメリカ型資本主義モデルを基軸として展開されるようになったことである。こうした影響の下、日本型資本主義は、冷戦終結直後には「日本異質論」と評される状況にあった。⁽⁴³⁾

山崎教授の研究によれば、1990年代における、生産重視から金融重視への転換と株主価値志向の拡大というアメリカ型「金融化」の影響を受け、日本の伝統的な間接金融中心の資金調達、株式相互持合に特徴づけられる所有構造、及びメインバンク制に基づく企業ガバナンス体制は動揺した。⁽⁴⁴⁾1990年代以降、直接金融への移行が進み、株式持合は解消され、企業に対するメインバンクの影響力も衰退した。

その結果、コーポレートガバナンス改革を模索する日本は、株主主権モデルを中核とするアメリカ型資本主義へと傾いた。

2 会社法の改正

平成5年の商法改正によって、株主にとって株主代表訴訟制度が以前より使いやすくなった。⁽⁴⁵⁾改正前は、提訴要件を満たすコストが過度に高かったため、株主は株主代表訴訟を経営陣に対する有効な制約手段として機能させ得なかった。⁽⁴⁶⁾すなわち、株主代表訴訟は法制度として存在していたものの、実効性を欠いていた。⁽⁴⁷⁾内閣府のデータによると、法改正後、株主代表訴訟の提起件数は大きく増えた。利用しやすい株主代表訴訟制度は、株主による経営層への制約を強化する。このように、株主の企業に対する影響力が強まるにつれ、企業内の権力バランスも、従来の経営陣を代表する従業員側から株主側へと移行してきた。

3 日本国内の経済情勢の変化

1990年代初頭から2000年代初頭にかけて、バブル経済の崩壊と銀行危機などの経済危機が相次いだ。⁽⁴⁸⁾この時期において、高度経済成長期以降、従業員主権

を基礎づけていた諸制度と経営陣に対する多元的な牽制メカニズムは、最終的に機能することができなくなった。

制度の変容の一側面として、国内取引先を中核とした長期固定的取引慣行（組織的市場）が経済のグローバル化を契機に国際的な自由市場へ移行した。⁽⁴⁹⁾ かつての日本では分散型シェアリングが特徴であった。⁽⁵⁰⁾ すなわち、「付加価値の分配は平等的、意思決定の権限は平等に分配され、ときに共有され、情報のシェアリングについては平等的かつ共有的、そして三つのパターンを同じにしないでみんなに花をもたせる、と言うことである」⁽⁵¹⁾。これは、従業員主権を支える基盤の１つとして、従業員集団の衡平性と参加促進を目的に構築されたメカニズムであった。しかし、企業の多角化と国際化が進むにつれ、この分散的な構造は集中化・対称化し、一元的シェアリングと呼ばれるメカニズムへと収斂していった。⁽⁵²⁾ 結論としては、分散型シェアリングの再検討や組織的市場の変化といった制度の変更により、従業員主権の基盤自体が揺らいでいる。⁽⁵³⁾

同時に、外部からの多元的な牽制メカニズムも、この時期においてその機能を弱める形で後退をみせた。加護野教授の指摘によれば、企業の資金調達手段が証券市場へ移行したことにより、メインバンク制度が機能不全に陥った結果、銀行の牽制力は低下した。⁽⁵⁴⁾ さらに、労使協調の推進に伴い、労働組合の牽制力も弱まった。⁽⁵⁵⁾ その結果、経営者の自律性の喪失（暴走）が生じ、適切な経営判断の欠如、代表取締役（社長）の選出・後継制度の非効率性などが引き起こされ、企業に損失をもたらす不祥事が発生する問題に至った。⁽⁵⁶⁾ 結局、従来の企業統治は危機に対して有効な対処をすることができなくなった。

以上のように、従来の従業員主権論が経済環境の変化に対応不能に陥った結果、アメリカ型資本主義が制度的に導入されたことを契機に、株主利益最大化原則は法解釈論のみならず実務慣行においても受容され、確立された。

第３節 確立期における株主利益最大化原則の特性

法学界では従来から株主主権あるいは株主利益最大化原則が基本的な前提とされてきたものの、1990年の二度のアンケート調査が示すように、こうした考え方は実際の経営者には必ずしも広く受け入れられておらず、社会通念上は依然として従業員主権が支配的な地位を占めていた。

このような既存の社会的コンセンサスを変革し、株主利益最大化原則に基づく新たな共通認識を形成するために、当該原則に関するこの時期の議論において、これに対する制限を試みる論考も存在したものの、より重視されたのはその確立であったといえる（なお、株主利益最大化原則への制限論に関し、1990年代中盤から2000年代初頭までと2000年代中盤から2010年代では、いずれも外在的な適用範囲の修正が主眼とされたので、本稿では両時代の議論を、後者の時代について論じる第3章第3節でまとめて扱う。）。

さらに分析すれば、かかる原則の確立を促した背景には、株主の影響力の強化があったことがわかる。株主利益最大化原則の確立をもたらした3つの要因は、いずれも株主の影響力の強化という1点に収斂する。

1987年から2006年までの上場企業の平均的な株主構成の推移からみると、持比率の低下に伴い、機関投資家の持株比率は1987年の5.85%から2006年の21.81%に増加した⁽⁵⁷⁾。株主構成の多様化が進み、機関投資家の議決権行使も積極的になってきた⁽⁵⁸⁾。結果としてこの時期における株主総会は、株式の持ち合いにより形骸化していたそれまでの株主総会と比べて、株主総会の本来の機能が発揮できるようになった。それと同時に、内部者持株比率（役員・日本国内非上場法人・会社関係者及び大口個人株主で構成される）も顕著な低下傾向を示していた。内部者持株比率は、1987年の6.59%から2006年には3.57%へと低下しており、これは主に役員持株比率の減少に起因している⁽⁵⁹⁾。これらの変化により、経営陣は、構成が多角化した株主総会に対して従来のような支配力を維持できなくなった。これが、従業員主権時代の形骸化した総会及び内部昇進の慣行からの転換の要因となり、2005年前後には株主総会の機能が実質的に強化され、体制は株主優位へと移行していった。経営陣の会社への影響力は前に比べて弱まり、株主の会社への影響力はそれ以前より強くなった。変化の結果として、事実上の取締役優位モデルから株主優位モデルに移行した⁽⁶⁰⁾。

そして、株主が経済的利益を追求する要因として、株主、特に機関投資家の意向が大きな役割を果たしていると解される。好川教授の研究が示すように、株価低迷を背景とした機関投資家の経営改革要求、すなわち株主利益をより重視する経営システムの導入の要請が顕在化した⁽⁶¹⁾。

また、株主の影響力の強化に伴い、実際の上場会社における経営陣の意識も次第に方向転換を遂げることで、株主利益最大化原則が共通認識として一定のコンセンサスに達した。田中教授の東証上場企業に対するアンケート調査結果⁽⁶²⁾によれば、調査時点（2005年）における232社の平均総合主権観（従業員主権と株主主権の間における主権の位置づけ）の指数は3.9であった（7点尺度、1が株主主権寄り、7が従業員主権寄り）。1995年の総合主権観の指数4.7と比較すると、日本企業の主権観はこの10年間で株主主権の側に若干シフトしており、株主主権（株主利益最大化原則）に近づいていることがうかがえる⁽⁶³⁾。

結論として、この時期における株主利益最大化原則の確立は、企業間の株式相互持合制度の解体と外部資本の導入という構造的変化を通じ、株主影響力が強化された帰結であると位置づけられる⁽⁶⁴⁾。

第3章 2000年代中盤～2010年代における株主利益最大化原則の展開とその制度的制約

2000年代中盤から2010年代にかけては、株主利益最大化原則の過渡期である。日本ではESG概念が導入されたが、コーポレートガバナンスの重心はE・SよりもGの強化に偏っていた。この時期において、当該原則が直面した問題は2つある。

第1に、ガバナンス改革に経営層の抵抗がみられ、経営層は従業員主権の維持を志向していた。そこで第1の課題は、こうした状況下で株主利益最大化原則をいかに補強し、その確立的地位を維持するかであった。

第2に、当該原則は完璧ではない。リーマン・ショック時のような短期利益追求が当該原則の問題を露呈した。そこでの課題は、いかに当該原則に制限を加え、より適切に適用するかであった。

第1節 学説の進展——有力説（江頭説）

この時期においては、株主利益最大化原則に関する解釈が発展し、より深められた。株主の利益の範囲は短期的な利益だけでなく、長期的な利益も含まれる⁽⁶⁵⁾。「株主」が指すものはグループとしての株主全体である⁽⁶⁶⁾。

有力説たる江頭説は、落合説と同様、株主利益最大化原則を会社関係者間の利害調整の原則と位置づける。両説とも剰余権理論を基盤としつつ、わずかながらも違いが存在している。

まず、落合説は、株主利益最大化原則は強行法規及び法的義務とみなされるとしている。これに対して江頭説は、株主利益最大化原則は利益調整の手段としての次善の策にすぎないものとし、⁽⁶⁷⁾ 会社の対外的経済活動において同原則は緩やかな法原則と位置づけられるとの立場をとる。⁽⁶⁸⁾

さらに、ステークホルダーへの利益考慮の観点では、落合説は会社の経済活動に直接関連する債権者や従業員などのステークホルダーに重点を置いた考慮枠組みを採用しており、⁽⁶⁹⁾ それ以外のステークホルダーへの考慮については、より限定的に解している。⁽⁷⁰⁾ これに対して江頭説は、ステークホルダーの利益考慮についてより開放的な立場を採っている。⁽⁷¹⁾ この説の論理に従うと、一定の場合には株主の経済的利益の一部が犠牲となることも許容され、⁽⁷²⁾ 会社の経済活動に直接関連しないステークホルダーの利益を配慮することが可能となる。

学説の変遷からみて、この時期において株主利益最大化原則に対する理解は、1990年代に確立された株主の会社主権者としての地位を維持しつつ、株主利益最大化原則の適用を一部制限することによって、同原則の理論枠組み内で他のステークホルダーの利益考慮を可能とする方向へ深化した。

換言すれば、この時期の株主利益最大化原則は2つの側面を有していた。第1に、廃止論に反駁する側面（原則の補強）である。第2に、同原則の過度な適用が他者利益を損なうという問題に対処する側面（原則の修正）である。以下、この2つの側面を整理する。

第2節 株主利益最大化原則の補強

株主利益最大化原則の補強の必要性に関する学界的合意は、以下の理論的支柱によって構成される。第1に、剰余権者である株主の利益は契約による保護が他のステークホルダーよりも不完備であるため、法的な保護が必要である。⁽⁷³⁾ 第2に、株主以外のステークホルダー（例えば、顧客、従業員、取引先など）の間では利益が一致しないのに対して、株主の間ではそのような不一致は生じない。⁽⁷⁴⁾ これには2つの側面がある。1つの側面は株主以外のステークホルダー

の利益は必ずしも会社の利益と一致しないことと比べて、株主利益最大化は企業価値の最大化に連動し、社会的厚生⁽⁷⁵⁾の増加に繋がることである。もう1つの側面は株主以外のステークホルダーの利益は相互に一致せず、場合によっては対立するため、利益調整するためのコストが高く、非効率であるのに対して、株主間の利害対立は多数決で解決しうるので、コストが相対的に低いという点である⁽⁷⁷⁾。第3に、既存株主の同意を通じて、会社のコントロールを他のステークホルダー（例えば経営者など）に移転することが可能である⁽⁷⁸⁾。第4に、会社法の修正により、株主以外のステークホルダーの保護を取締役の義務の対象とする場合、取締役・経営者に対する規律付けメカニズムの機能不全を引き起こすリスクが存在する⁽⁷⁹⁾。第5に、社会の富という観点からみると、一定の状態において取締役は他のステークホルダーの利益を図ることによって社会の富を増加させる。しかし、所得の再分配は国家の役割であり、企業の役割は国家が再分配可能な社会の富を増加させることである⁽⁸⁰⁾。取締役がステークホルダーを過度に重視すれば、取締役の権限が拡大することによって取締役の専横になり得⁽⁸¹⁾、企業の長期的な利益に反する状況を招く恐れがある⁽⁸²⁾。

結論として、この時期の学説の動向は株主利益最大化原則の放棄ではなく、むしろ同原則を補強するものと評価できる。

第3節 株主利益最大化原則の修正——その適用限界の検討を中心として

1 法に関する議論

法に関する議論は、(1) 法の適用順序の問題について、日本の法体系において私法ルールと公法ルールが抵触する場合、公法ルールが優先されるため、他の法規制と衝突する場面では、会社法上の株主利益最大化原則が絶対的に優先されるわけではない⁽⁸³⁾。(2) 法令遵守について、たとえ取締役が会社・株主の利益を追求する目的であれ、現行法令に抵触する行為は許容されない⁽⁸⁴⁾。経営者の法令遵守義務が株主利益最大化原則より優先されるべきである⁽⁸⁵⁾。(3) 法状態が不明確な事案においては、違法リスクの費用便益分析に基づく合理的判断によって株主利益最大化を図る行為に、経営判断原則の適用余地が認められる可能性がある⁽⁸⁶⁾。これに対し、法令遵守義務の射程は成文法規のみならず、法整備が不完備な状況下では「業規制の形式的基準（ルール）だけでなく、その背後

にあるプリンシプル（重要な原則）も含まれる」⁽⁸⁷⁾との反論が存在する。

2 定款に関する議論

定款に関する議論は、(1) 現行の会社法では、定款において株主に対し一切の配当を受けさせず、かつ残余財産の分配も受けさせない旨を定めることは無効とされている。したがって、定款で剰余金の一定割合を株主以外の者に分配する旨を定めることは、それ自体が当然に無効となるわけではない。⁽⁸⁸⁾(2) 定款において株主以外の利益を図る規定を設けても、その規定は、原則として無効であるとの見解が有力である。⁽⁸⁹⁾(3) 定款に明文記載がなくでも、「関係者全員の合意の上で、事実上株主の利益最大化に反する会社運営を行うことは妨げない」⁽⁹⁰⁾」。

3 CSR（企業の社会的責任）に関する議論

CSR 経営及び寄付行為に関する議論に関し、従来の CSR 論において期待されていたのは、企業自体や経営層が主体となって慈善活動や社会貢献を行うことである。⁽⁹¹⁾すなわち、このような行為は企業の営利性との直接的な関連性が必ずしも強くない場合でも、「できるならできるに超したことはない」⁽⁹²⁾、または「法的責任が尽きたところから始まる責任」⁽⁹³⁾と考えられてきた。具体的にいえば、(1) CSR 経営及び社会的寄付行為については、当該原則に反する可能性があるものの、合理的な範囲かつ合法的な手段（相当性基準）による場面、すなわち行為時に会社の経済状況に照らして相当な範囲であれば、その行為が株主の長期的利益につながるため当該原則に違反しない。⁽⁹⁴⁾(2) ステークホルダー利益の保護立法が政治的要因により不十分な状況では、CSR 論が提示する具体的ルールと重要な原則（プリンシプル）を併用するアプローチによって、例えば金融規制の分野において、数値基準の遵守やガバナンス整備といった具体的ルールと、金融機関の健全性維持というプリンシプルとを組み合わせることで、株主利益最大化原則が生み出す外部不経済の問題に対応することができる。⁽⁹⁵⁾その際には、CSR が取締役の指針となる場合には、以下のような制約が存在することにも留意すべきである。すなわち、企業の存続を前提とすること、CSR 判断は取締役の主観的な判断ではなく客観的根拠に基づくこと、取締役と株主の利害が対立する場合には適用しないこと、多数株主の明示的または黙

示的な支持があること、である。⁽⁹⁶⁾（３）倫理的問題については、取締役が「倫理的考量的みで経営判断を行えば」義務違反となるが、「論理的考量が責任ある事業活動に適切であると合理的に判断されれば」当該原則に違反しない。⁽⁹⁷⁾

４ 債権者に関する議論

債権者に関する議論は、（１）通説の観点からは、取締役の責任の対象は依然として株主である。（２）学界では、会社が債務超過により倒産必至の場合には、会社の残余財産に対する権利者は株主ではなく債権者であるため、株主の利益よりも債権者の利益を保護すべきであり、取締役は株主のためではなく債権者に対して責任を負うべきとする見解も現れている。⁽⁹⁸⁾すなわち、会社債権者の利益を犠牲にして「株主利益最大化」を図ることは、違法となり得るので、債務超過で倒産必至な場合には株主利益最大化原則を適用しない。（３）債権者の利益を無視した過度にリスクな投資行為は、形式的には株主利益最大化に合致し得るものの、株主有限責任制度を悪用し社会全体の福祉を損なうため、禁止されるべきである。⁽¹⁰⁰⁾

５ 多数株主と少数株主との利害対立

多数株主と少数株主との利害対立の問題について、その具体的な場面によって当該原則の適用の有無を確認すべきであるという指摘がある。MBO を実行するかどうか自体の判断の際に、株主全体の中長期利益に合うかどうかに関する判断をする場合には、当該原則を適用する。⁽¹⁰¹⁾しかし、株主の全体利益に相応しい MBO を実行し、多数株主と少数株主との利害対立という問題に直面する時には、この場面における問題の本質は株主間の利害対立の問題であるので、株主利益最大化原則は適用されない。⁽¹⁰²⁾

６ まとめ

結論としては、2000年代中盤から2010年代にかけての時期には株主利益最大化原則の修正は当該原則の適用範囲の制限を中心に展開された。前節の検証が示す通り、この時期には他の利害関係者保護への傾斜が認められるものの、それは株主利益最大化原則の放棄を意味せず、会社の目的は依然として株主利益の最大化が中核に据えられている。したがって、この会社の目的論によれば、2000年代中盤から2010年代にかけての利害関係者保護へのアプローチは、解釈

論による拡張の試みを含みつつも、その軌跡はむしろ適用範囲の制限へと収斂するというのが実態である。

第4節 株主利益最大化原則の両面性が生じた要因

1 株主利益最大化原則を補強する要因

この時期において株主利益最大化原則が維持され、むしろ強化された背景には、主に2つの要因が存在した。

第1に、株主側は、経営陣主導の従業員グループによる抵抗を受けて、会社コントロールの強化を追求した点である。

この抵抗は、株主支配権強化を目的とする社外取締役制度導入への反対運動として、及び2005年前後の「会社は誰のものか」という議論における株主利益最大化原則を否定する言説として、顕在化した⁽¹⁰⁾。

この傾向は、会社取締役を対象として実施された「会社は誰のものか」及び「誰の利益を最重視するか」という問いに関する実態調査の結果から明らかとなっている。具体的には、日本能率協会の「新任役員の素顔に関する調査」において、「誰の利益を最重視するか」という設問に対する、2001年から2012年までの回答を分析した結果、次のような傾向が確認された。まず、2001年から2005年までは、「株主の利益」と回答した割合が「従業員の利益」を上回っており、これは1990年代以来の株主利益最大化原則が確立された状況と一致するとみられる。次に、2005年以降は「従業員の利益」が「株主の利益」を上回るようになったものの、両者の差は小さく、これは経営陣を中心とした「会社は誰のものか」という議論において、2005年前後から株主利益最大化原則を相対化する言説が台頭した状況に対応すると考えられる。さらに、2009年には「従業員の利益」の回答割合が50%を超え過去最高となる。一方で、「株主の利益」の回答割合は2012年を除き最低となった。2009年以降は、「従業員の利益」が約40%、「株主の利益」が約20%で推移し、両者の比率が約2対1で安定している。このような変化の背景には、2008年のリーマン・ショックを契機として、従来の短期的な株主の経済的利益のみを重視する株主利益最大化原則に対する批判と反省が生じ、株主利益以外のステークホルダーや社会全体の利益を重視する方向へ転換が図られたことが挙げられる。例えば、2012年に実施された

「第15回新任役員の素顔に関する調査」⁽¹⁶⁵⁾によれば、「誰の利益を最重視するか」との質問に対する回答は、株主18.2%、従業員45%、顧客23%、取引先1.1%、社会8.6%となっている。これをみると、従業員の利益への注目度が他のステークホルダーを大きく上回っていることが分かる。こうした傾向は、経営陣主導の従業員グループによる抵抗の側面が反映されているとも解釈されよう。

しかしながら、その後の法制度及びコーポレートガバナンス・コード（CGコード）の制定・改訂過程を検証すれば、この抵抗は、株主利益最大化原則の否定や従業員主権制度への再導入を達成できなかったことが看取される。具体的には、監督体制の強化、特に社外取締役制度の規制強化にその帰結が顕著に表れている。

2014年の法改正では、2002年以降、経営者（従業員集団）の利益を代表する経済団体の抵抗によって阻まれてきた社外取締役の設置が、その要件の厳格化とともに（特に会社法327条2項により設置しない場合の株主総会への理由説明義務の導入を通じて）、実質的な義務化をみた点が特筆される⁽¹⁶⁶⁾。さらに、2019年の改正では、上場企業に対し社外取締役の設置を法的に義務づける規定が設けられ⁽¹⁶⁷⁾（会社法327条の2）、その導入が完全に法定化された。

CGコードにおいては、2015年初版の第4章「取締役会等」、特に原則4—8（独立社外取締役の有効活用）及び原則4—9（独立社外取締役の独立性判断基準・資質）により、社外取締役の実質的設置義務が達成されるとともに、その実効性担保が制度的に設計された⁽¹⁶⁸⁾。2018年改訂版では、企業に対し株主（投資家）との対話促進を求める一方、取締役会の独立性・実効性強化を重点化している（補則4—1③、補則4—3②③、補則4—10①等）。

その結果、企業統治制度改革の伴い、株主側は会社経営陣に対する監督体制を強化することを通じて、会社へのコントロールを強化した。

第2に、外国人株主比率の上昇を背景として顕在化した企業収益性重視の傾向が、コーポレートガバナンス改革に反映されている点である。

コーポレートガバナンス改革における収益率の重視は、主として取締役のリスクテイクと経営判断の在り方に向けられたものである。2015年の初版CGコードにおける基本原則4は、収益力と資本効率の改善を強調し、補則4-2は

取締役による適切なリスクテイクを促している。2018年の改訂版では、基本原則5-2において、自社の資本コストの状況を踏まえた経営計画の策定と経営判断、及びその株主への説明責任が盛り込まれた。

学説によれば、日本企業の収益力は改革によって改善されたものの、依然として世界の先進国中で低位にあり、リスクテイクの姿勢も先進国の中では低い水準にとどまっていた⁽¹⁰⁹⁾。さらに、株主主権を重視する改革が不十分であり、特に雇用制度においては多くの従来の慣行が残存していた⁽¹¹⁰⁾。このような状況に対して、改革は株主主権を強化する方向に向かうものとされ⁽¹¹¹⁾、株主利益最大化原則を十分に検討しないまま、同原則を安易に批判すべきではないという主張⁽¹¹²⁾がなされた。

このように、企業収益性重視の傾向は、株主利益最大化原則の地位を高めたと結論づけられる。

2 株主利益最大化原則を制限する要因

株主利益最大化原則を規制すべき1つの根拠は、2008年のリーマン・ショックの連鎖的影響にある。リーマン・ショックを契機として、株主利益最大化の限界、とりわけ危機の直接的原因の1つとされる短期主義への批判が商法分野で高まった⁽¹¹³⁾。具体的には、金融機関における取締役の報酬制度が短期業績連動型となっていることが、過度のリスクテイクを引き起こした点が特に指摘されている⁽¹¹⁴⁾。そして、この問題の内在的な原因は、会社が短期的な経済的利益、すなわち株主の短期的な経済的利益の最大化のみを過度に重視することにある。危機の再発を防ぐため、株主利益最大化原則に対する見直しが始まった。

さらに、コーポレートガバナンス改革の文脈においても、株主利益最大化の制限とESGへの配慮が進められていった。特にESGへの配慮は、その具体的な内容が徐々に明確になりつつあった。CGコードにおいては、2015年初版の基本原則2においてステークホルダーへの配慮及び協力を明記しているものの、「企業価値」の意味合い（すなわち、それが株主の利益を指すのか、あるいは株主を含むすべてのステークホルダーの利益を指すのか）が明確ではなかったため、経営においてステークホルダーの利益をいかに取り入れるかという課題が残されていた⁽¹¹⁵⁾。2018年改訂版では、第3章「適切な情報開示と透明性

の確保」の考え方において、非財務情報の開示に「ESG 要素」という文言が新たに盛り込まれた。

第５節 2010年代における株主利益最大化原則の特性

第１に、この時期は前後の２つの時代を結ぶ過渡期と位置づけられる。この時期に至る以前は、株主利益最大化原則は確立されつつあったものの、その確立の程度は相対的に不安定であった。前掲第２章第３節の2005年の田中教授による上場企業経営層を対象とした調査結果が示すように、主権観の傾向としては株主利益最大化（株主主権）を支持する方向にあったものの、７段階評価の3.9という数値からみれば、株主利益最大化原則の確立は必ずしも明確ではなかった。同時に、現実において経営層は、原則の確立やそれに関連する補強措置に対して抵抗感を抱いていた。

第２に、この時期の企業改革の動向をみると、こうした原則の確立の不安定性及び経営層の抵抗に対応するため、前期（第１の時期）と同様に、株主のコントロール権を強化するという手段を重視して株主利益最大化原則の補強が図られた。

第３に、一方で、株主利益最大化原則に対する制限については、原則そのものを再修正するのではなく、主にその適用範囲を画定する方法が採られた。すなわち、原則自体の再解釈という内在的修正（相当性問題など）も存在したが、議論の焦点はむしろ、同原則の適用範囲を制限・規制する方向、つまり外在的修正（債務超過の場合など）に向かう傾向が強かった。

* 本稿におけるウェブサイトの最終閲覧日はすべて2026年１月20日である。

（１） PRI ‘What is responsible investment?’ (2023), <https://www.unpri.org/responsible-investment/intro-guides/what-is-responsible-investment>. (和訳は、東京証券取引所『ESG 情報開示実践ハンドブック』（2021年）９頁による。<https://www.jpix.co.jp/corporate/sustainability/esg-investment/handbook/nlsgeu000004n8p1-att/handbook.pdf>。)

（２） 江頭憲治郎『株式会社法』（有斐閣、第９版、2024年）22頁、田中亘『会社法』（東京大学出版会、第３版、2021年）272頁、落合誠一「会社法の目的——株主利益最大化原則の検討」岩村正彦ほか編『現代の法７・企業と法』（岩波書店、

1998年) 23頁。

- (3) 落合誠一『会社法要説』(有斐閣、第2版、2016年) 49頁。
- (4) 落合・前掲注(3) 50頁。
- (5) 落合・前掲注(2) 23頁。
- (6) 伊丹敬之『人本主義企業——変わる経営変わらぬ原理』(筑摩書房、1987年) 37頁。
- (7) 伊丹・前掲注(6) 38頁。
- (8) 伊丹・前掲注(6) 70頁。
- (9) 伊丹・前掲注(6) 37頁。
- (10) 「会社は誰のものか——課長100人アンケート」『日経産業新聞』1990年4月23日朝刊。
- (11) Masaru Yoshimori, 'Whose company is it? The concept of the corporation in Japan and the West.' *Long Range Planning* 28, no.4 (1995), 33-44.
- (12) 田村俊夫「株主主導の新ステークホルダー主義: ESG・SDGs時代のコーポレートガバナンス」資本市場リサーチ56号(2020年) 134頁。
- (13) 伊丹・前掲注(6) 71頁。伊丹教授によると、この代替できない資産が本質的な貢献であることの証拠は2つある。第1に、労働サービスの柔軟な変化・発展の可能性と企業特異性によって、コア従業員を代替的に調達することは容易ではない。第2に、戦後の資本市場が間接金融を中心としたことにより、企業は株主以外からも資本調達が可能であった。
- (14) 伊丹敬之『日本型コーポレートガバナンス——従業員主権企業の論理と改革』(日本経済新聞社、2000年) 90-93頁。
- (15) 伊丹・前掲注(6) 72頁。
- (16) 伊丹・前掲注(6) 72頁。
- (17) 伊丹・前掲注(14) 100頁。
- (18) 伊丹・前掲注(14) 99-100頁
- (19) 伊丹・前掲注(14) 99-100頁。
- (20) 落合・前掲注(3) 55-56頁。
- (21) 吉原和志「株主の利益と従業員の利益」判例タイムズ839号(1994年) 163頁。
- (22) 吉原・前掲注(21) 163-164頁。
- (23) 落合・前掲注(2) 4頁。
- (24) 落合・前掲注(2) 7頁。
- (25) 落合・前掲注(2) 7頁、田中亘「会社法制と企業統治」中林真幸編『企業の経済学——構造と成長』(有斐閣、2014年) 69頁、栗田口太郎「SDGs/ESGの会社法的基礎」池田眞朗編『SDGs・ESGとビジネス法務学』(武蔵野大学出版会、(阪大法学) 76(2-224) 566〔2026. 7〕

2023年）211頁。

- (26) 粟田口・前掲注（25）208頁。
- (27) 田中・前掲注（25）69頁、粟田口・前掲注（25）211頁。
- (28) 落合・前掲注（2）7頁、田中・前掲注（25）71頁、粟田口・前掲注（25）211頁。
- (29) 落合・前掲注（2）7頁。
- (30) 田中・前掲注（25）73頁。
- (31) 落合・前掲注（2）7頁。
- (32) 落合・前掲注（2）8-9頁。
- (33) 落合誠一「株主利益最大化原則の適用範囲を考える」論究ジュリスト23号（2017年）巻頭言、田中・前掲注（25）71頁。
- (34) 落合誠一「新会社法講義第1回・第1章総論」法学教室307号（2006年）65頁。
- (35) 落合誠一「株主利益最大化原則の適用範囲」MARR online 268号（2017年）37頁。
- (36) 田中・前掲注（25）70頁、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年）25頁。
- (37) 大杉謙一「会社は誰のものか——株主利益最大化と短期主義批判、会社の社会的責任（CSR）に関する覚書」落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい礎石』（有斐閣、2014年）7頁。
- (38) 落合・前掲注（35）37頁。
- (39) 田中・前掲注（2）272頁。
- (40) 落合・前掲注（35）37頁。
- (41) 伊丹・前掲注（6）70頁。
- (42) 山崎敏夫「1990年代以降の株主主権的経営、コーポレート・ガバナンスへの転換の日独比較（Ⅰ）——企業経営の『アメリカ化』の再来とその影響」立命館経営学55巻第3号（2016年）31-40頁。
- (43) 伊丹敬之『平成の経営』（日本経済新聞出版、2019年）30-31頁。
- (44) 山崎・前掲注（42）31-36頁。
- (45) 大杉謙一「日本型取締役会の形成と課題」穴戸善一＝後藤元編『コーポレート・ガバナンス改革の提言——企業価値の向上・経済活性化への道筋』（商事法務、2016年）203-208頁。
- (46) 近藤光男『経営判断と取締役の責任：経営判断の法則適用の検討』（中央経済社、1994年）2-8頁。
- (47) 経済企画庁「平成10年年次経済報告」内閣府（1998年）、付図2-5-2「株主代表訴訟の件数」、<https://www5.cao.go.jp/keizai3/keizaiwp/wp-je98/wp-je98-s00>

57.html。

- (48) 伊丹・前掲注 (43) 16-56頁。
 - (49) 宮島英昭「人本主義」日本労働研究雑誌609号 (2011年) 60頁。
 - (50) 宮島・前掲注 (49) 58頁。
 - (51) 伊丹・前掲注 (6) 84頁。
 - (52) 宮島・前掲注 (49) 60頁。
 - (53) 宮島・前掲注 (49) 60頁。
 - (54) 加護野忠男「企業のガバナンス」組織科学28巻4号 (1995年) 60頁。
 - (55) 加護野・前掲注 (54) 60頁。
 - (56) 加護野・前掲注 (54) 60頁。
 - (57) 新田敬祐「株主構成の変容とその影響」ニッセイ基礎研 REPORT 2008年2月号 (2008年) 10-11頁、<https://www.nli-research.co.jp/files/user/pdf/consulting/misc/repo0802-2.pdf>。
 - (58) 宮島英昭『企業統治と成長戦略』(東洋経済新報社、2017年) 6-7頁。
 - (59) 新田・前掲注 (57) 12頁。
 - (60) 梅村悠「株主利益最大化原則(株主第一主義)とは何か——会社法の基本原理・重要概念の再検討」法学教室528号 (2024年) 8頁、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年) 37頁。
 - (61) 好川透「企業行動の決定要因：所有構造と企業金融の影響 (新しい世紀と企業経営の変革)」経営學論集第70巻 (2000年) 206頁。
 - (62) 田中一弘「株主主権と従業員主権——日本の上場企業にみるジレンマ——」RIETI Discussion Paper Series 06-J-035 (2006年)、<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/06j035.pdf>。
 - (63) 田中・前掲注 (62) 3頁。
 - (64) 宮島・前掲注 (49) 60頁。
 - (65) 田中・前掲注 (2) 272-273頁。
 - (66) 北川徹「企業活動を後押しする忠実義務のやり方とは？」ビジネス法務15巻11号 (2015年) 137頁。
 - (67) 江頭・前掲注 (2) 26頁。
 - (68) 江頭・前掲注 (2) 23頁。
 - (69) 落合・前掲注 (3) 50頁、55頁。岩倉正和「取締役の責任・行動準則について」西村利郎先生追悼論文集『グローバリゼーションの中の日本法』(商事法務、2008年) 32頁。
 - (70) 落合・前掲注 (3)、落合・前掲注 (33)、落合・前掲注 (35) を参照。落合教授の近年 (2016年以来) の3つの論文をみると、株主利益最大化原則を制限すべ
- (阪大法学) 76 (2-226) 568 [2026. 7]

日本における株主利益最大化原則の確立とその展開（１）

き場面として、法適用の順序・債務超過かつ倒産必至・株主間の利益対立という３つの状況のみを挙げている。

- (71) 江頭・前掲注（２）25-26頁。
- (72) 後藤元「取締役の義務、経営判断原則、そしてステークホルダーの利益」岩原紳作先生＝山下友信先生＝神田秀樹先生古稀記念『商法学の再構築』（有斐閣、2023年）184頁。
- (73) 田中亘「株主第一主義の合理性と限界（下）」法律時報92巻7号（2020年）79-80頁。
- (74) 田中・前掲注（25）78頁、大杉・前掲注（37）7頁。
- (75) 田中・前掲注（73）79-80頁。
- (76) 田中・前掲注（25）79頁。
- (77) 大杉・前掲注（37）7頁。
- (78) 田中・前掲注（25）79頁。
- (79) 田中・前掲注（73）80頁。
- (80) 田中・前掲注（73）82-83頁。
- (81) 大塚章男『法学から考える ESG による投資と経営』（同文館出版、2021年）13頁。落合・前掲注（３）57頁。川村正幸「コーポレート・ガバナンス論と会社法」田中誠二先生追悼論文集『企業の社会的役割と商事法』（経済法令研究会、1995年）117頁。
- (82) 田中・前掲注（73）83頁。
- (83) 落合・前掲注（35）38頁。
- (84) 落合・前掲注（２）24頁。
- (85) 田中・前掲注（２）273頁。
- (86) 田中・前掲注（２）279頁。
- (87) 大杉・前掲注（37）32-33頁、35頁。
- (88) 江頭・前掲注（２）23-24頁。
- (89) 松元暢子「会社の目的」法学教室493号（2021年）14頁。江頭憲治郎編『会社法コメンタール 1 総則設立〔1〕』（商事法務、2008年）87頁〔江頭憲治郎執筆〕。
- (90) 江頭・前掲注（２）24頁。
- (91) 梅村悠「気候変動リスクと企業法の課題——英国法との比較を通じて」上智法学論集63巻第4号（2020年）44頁、野田博「ESG 重視の潮流と会社法」名城法学69巻1-2号（2019年）374頁。
- (92) 梅村悠「ESG/SDGs 経営と企業の法的・社会的責任」上智法学論集64巻3号（2021年）230頁、神作裕之ほか「いまなぜ CSR なのか」法律時報76巻12号

- (2004年) 10頁。
- (93) 竹内昭夫「企業の社会的責任に関する一般規定の是非」同『会社法の理論Ⅰ——総論・株式』（有斐閣、1984年）112頁。なお、初出は商事法務722号（1976年）33頁以下である。
- (94) 落合・前掲注（2）24頁、江頭・前掲注（2）23-24頁、田中・前掲注（2）273-274頁。
- (95) 大杉・前掲注（37）32-35頁。
- (96) 大杉・前掲注（37）26頁。
- (97) 落合・前掲注（2）24頁。
- (98) 落合・前掲注（2）25頁、落合・前掲注（35）39頁。
- (99) 江頭・前掲注（2）24頁。
- (100) 田中・前掲注（2）273頁。
- (101) 落合・前掲注（35）38頁、落合・前掲注（33）巻頭言。
- (102) 落合・前掲注（35）38頁。
- (103) 西山賢吾「日本の企業統治改革の進捗と今後の注目点」財界観測2016年春号（2016年）6-10頁。
- (104) 日本能率協会「第15回新任役員の素顔に関する調査」（2012年）9-20頁。
https://www.jma.or.jp/img/pdf-report/executive_2012.pdf。
- (105) 日本能率協会・前掲注（104）19-20頁。
- (106) 林順一『コーポレートガバナンスの歴史とサステナビリティ』（文眞堂、2022年）93-101頁、大塚・前掲注（81）71頁。
- (107) 大塚・前掲注（81）72頁。
- (108) 林・前掲注（106）110頁。
- (109) 齋藤卓爾「国際比較から考える日本企業のコーポレートガバナンスの現在地」証券アナリストジャーナル58巻第11号（2020年）42-43頁。
- (110) 伊丹敬之『日本企業の復活力——コロナショックを超えて』（文藝春秋、2021年）208頁。
- (111) 宮島・前掲注（58）8-10頁。
- (112) 田中・前掲注（73）79頁。
- (113) 大塚・前掲注（81）5頁。
- (114) 大杉・前掲注（37）13-14頁。
- (115) 林・前掲注（106）110-111頁。