

啓発された株主価値 ～エンゲージメントの共通尺度を求めて～

みずほ証券市場情報戦略部 上級研究員
一橋大学大学院商学研究科 客員教授
田村 俊夫¹

Summary

要約

- 日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家と企業の間で、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」を促しているが、肝心の「企業価値」を高めるとはどういうことかについて、企業側と投資家側にコンセンサスが成立していないため、対話の実効性が阻害されている。
- 本稿では、企業経営者と投資家によるエンゲージメントの共通尺度となる「企業価値」は「啓発された株主価値」であるべきだと主張する。日本では「株主価値」という言葉に対する感情的な反発が強く、ステークホルダー主義に心情的に共感する人が多いが、意外なことに、アメリカでも、反株主価値・親ステークホルダー主義的な論調が根強く見られる。そのような議論を詳細に見ると、批判の対象となっている「株主価値」は、いわば「浅薄な株主価値」であることがわかる。
- これに対して、「啓発された株主価値」は、ステークホルダーの正当な利益を尊重し、長期的に社会的価値を最大化して適正に分配することにより、結果的に株主価値が最大化されるという考え方である。「啓発された株主価値」は、従来の株主価値とステークホルダー主義の対立を止揚し、ステークホルダーの正当な利益と社会全体の価値への影響を長期的な DCF 価値の中に意識的に内部化し、他方でステークホルダー主義につきまとうていた目的関数の多重性によるアカウンタビリティの欠陥を、拡大された株主価値概念を統一指標とすることにより解決する。但し、長期的な DCF 価値は直接測定することができないので、代理変数として実績値ベースの財務指標と市場の将来予測を反映する株価指標（相対 TSR）が用いられる。
- このような「啓発された株主価値」のフレームワークは、最終的には企業の生み出す将来価値の最大化という点で目的を同じくするはずの株主（特に最終投資家のスチュワードとしての機関投資家）と企業（取締役会、経営者）の健全なエンゲージメントの土台となるであろう。また、企業も投資家も、パフォーマンスの真の目的関数は DCF 価値の増大とそれに対する経営者の寄与であることを認識し、代理変数である財務指標や株価指標による機械的な評価のみに陥ることなく、実態を踏まえた評価を行うよう対話を進めるべきである。

¹ 本稿中、意見にわたる部分は筆者の私見である。

I. はじめに

日本の公的債務問題

IMF の最新統計によると、日本の名目 GDP に対する公的債務残高の比率は 249% とギリシャの 178% を大きく上回り、第 2 次世界大戦中の 1944 年の 204% よりも高い²。しかも、1990 年頃には 60% 台だった比率が、巨額の財政赤字の継続により急速に上昇しているのがさらに問題である。これまでのところ日本国債のほとんどは国内で消化されているが、前 IMF チーフエコノミストであるブランシャール MIT 教授は、このまま公的債務が膨張すれば、(市中消化を前提とする限り) 海外資本による国債消化が不可避となると指摘する。そのような限界的な投資家がより高い利回りを求め始めると、金利急騰(国債暴落)を抑えるために日銀消化がさらに拡大せざるを得ず、最終的にはハイパーインフレに至るリスクがあるとブランシャール教授は警告する³。

名目 GDP 引上げの必要性和両コードの制定

このような破局シナリオを確実に回避するためには、財政赤字の抑制だけでは力不足で、なんとしてでも名目 GDP を引き上げる必要がある。しかし、日本の名目 GDP は過去 20 年以上にわたって 500 兆円前後の水準で停滞している。その主因は、名目 GDP の約 3 分の 2 を占める法人セクターの粗付加価値(EBITDA+人件費が大部分を占める)の停滞である。アベノミクスが名目 GDP の 600 兆円への引き上げを目標に掲げ、また「攻め」の経営判断を促すために、日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの制定を急いだのも、このような喫緊の事態に対処する文脈で理解する必要がある。もちろん経済政策の目的は名目 GDP の引き上げだけではないが、日本経済の危機的な状況に照らせば、名目 GDP 引上げは焦眉の急を告げる、必須かつ最重要の課題である。

日本版スチュワードシップ・コードは、もともと「攻め」の企業経営に向けた経営者の思い切った判断をこれまで以上に強力に促すため、株主などのステークホルダーからの経営改善の働きかけを呼び込む仕組みを導入する⁴という問題意識から制定されたものであり、コーポレートガバナンス・コードも、「コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準の ROE の達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つ攻めの経営判断を後押しする仕組みを強化していく」⁵ための手段として制定されたものである。

こうして出来上がった両コードはいずれも、会社の「持続的成長」と「中長期的な企業価値の向上」を強調している。スチュワードシップ・コードは、指針 1-1 で以下のように述べている。

機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。

「企業価値」を巡る企業と投資家の同床異夢

ここで、「目的を持った対話」とは、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」を指すものと定義されている。しかし、肝心の「企業価値」を高めるとはどういうことかにつ

² 2016 年 8 月 14 日付日本経済新聞「日本国債 (5) : 敗戦後失われた預金」

³ Evans-Pritchard, “Oliver Blanchard eyes ugly ‘end game’ for Japan on debt spiral,” The Telegraph (April 11, 2016)

⁴ 日本再興戦略～JAPAN is BACK～(平成 25 年 6 月 14 日), 27 頁

⁵ 「日本再興戦略」改訂 2014—未来への挑戦—(平成 26 年 6 月 24 日), 4 頁

いて、企業側と投資家側にコンセンサスが成立していない。伊藤レポート⁶では、

「中長期的に企業価値を向上させるべき」というテーゼについては企業側も投資家側（広く投資コミュニティ全般）も異論はないであろう。しかしながら「企業価値」という言葉の意味内容についての解釈には広狭かなり差がある。企業側の中にも温度差があるし、投資家・アナリストの考えも一様でない。この結果、企業と投資家との間で効果的な対話が阻害されている面がある。

と述べている⁷が、「企業価値」の定義が同床異夢のままで「中長期的に企業価値を向上させるべき」というテーゼに合意しても、コンセンサスが成立しているとは言えない。企業価値については、株主価値・経済価値として「株式時価総額や企業が将来的に生み出すキャッシュフローの割引現在価値（DCF）等に焦点を当て」る立場と、株主価値、顧客価値、従業員価値、取引先価値、社会コミュニティ価値などから構成されるステークホルダーにとっての価値とする立場が対立している⁸。このような認識ギャップを埋めるために、伊藤レポートの提唱により「経営者・投資家フォーラム」が設立され、2015年6月から会議が開かれている。会議自体は非常に有意義なものであるが、「企業価値」の認識のすりあわせにあまり時間をかけている余裕はない。日本経済の現状は喫緊の行動を求めている。

本稿の主張

本稿は、企業経営者⁹と投資家によるエンゲージメントの共通尺度となる「企業価値」は「啓発された株主価値」であるべきだと主張する。日本では「株主価値」という言葉に対する感情的な反発が強く¹⁰、ステークホルダー主義に心情的に共感する人が多いが、意外なことに、アメリカでも経営者、経営学者、法学者、経済評論家などの間で、反株主価値・親ステークホルダー主義的な論調が根強く見られる。そのような株主価値批判の議論を詳細に見ると、批判の対象となっている「株主価値」は、いわば「浅薄な株主価値」であることがわかる。「啓発された株主価値」は良質のステークホルダー主義と相反するものではなく、日本経済に照らすと名目 GDP（≒全体のパイ）の持続的成長に最も直結する尺度を提供する。

本稿の構成

以下、第Ⅱ章では、株主価値に対するステークホルダー主義からの批判を通じて、「啓発された株主価値」とは何かを浮き彫りにし、そのステークホルダー主義との親和性について論じる。第Ⅲ章では、会社法にステークホルダー利益擁護を織り込むベネフィット・コーポレーション立法運動を概観することにより、従来型のステークホルダー主義で現実機能するガバナンスシステムを構築することが、アカウンタビリティの観点から難しいことを示す。第Ⅳ章では、ジェンセンの議論を中心に、DCF 価値としての株主価値を統一的なスコアカードとすることが、経営者の価値増大に対するアカウンタビリティ強化に資することを論じる。第Ⅴ章では、直接観測できない DCF 価値の代理変数として、実績値ベースの財務指標と、市場の将来予測を反映する株価指標（特に TSR）が用いられることを説明し、特に業績指標としての TSR の性質について理論的に解明する。最後に第Ⅵ章では、株主価値経営とショートターミズ的な株価経営の違いについて説明し、真の株主価値経営を実現する方向性を示す。

⁶ 「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（伊藤レポート）最終報告書（平成 26 年 8 月）

⁷ 同上、27 頁

⁸ 同上、27 頁参照

⁹ 本稿では、「経営者」と「取締役（会）」をしばしば同義的に使用している。

¹⁰ 新井[2002]、53 頁参照

Ⅱ．啓発された株主価値とステークホルダー主義

1. 株主価値批判

株主利益至上主義批判

株主価値に反発する議論で最も極端なものは、「株主利益至上主義」批判である。「米国流」の強欲な拝金主義で、他のステークホルダーを収奪して株主の取り分をひたすら増やすという類のものであるが、そのような株主利益至上主義を主張する識者は米国でもほとんど見かけない。相手の主張を誇大に歪めてその主張を容易に論破するという典型的な「ストローマン」(藁人形) 論法である。本稿では、ストローマン論法ではない、まともな株主価値批判について検討する。

株主と経営者の間のコーポレートガバナンス問題

そもそも経営者が 100%の株式を保有する自営業者では、株主と経営者の間のコーポレートガバナンスの問題は発生しない。今年度のノーベル経済学賞を受賞したハーバード大学のオリバー・ハート教授は、コーポレートガバナンス問題が発生するのは、(1) エージェンシー問題と (2) 不完備契約問題が同時に存在するときのみだと論じる¹¹。株式が分散保有された企業の株主と経営者の間では、確かに直接経営できない株主と経営を付託された経営者の利害が必ずしも一致しないというエージェンシー問題が存在し、また、債権者と異なり一般株主は会社とそもそも自らの経済的権益を守るための契約を締結していない。まさに、典型的にコーポレートガバナンスが問題となる状況である。

資金提供者の中でも株主は契約的に無権利であり、そのままでは資金拠出後の事後的な交渉力が皆無なので、交渉力のバランス回復のために会社法上の諸権利(特に取締役選任権)を与えることが重要になる¹²。本章の問題意識は、交渉力のバランス回復を超えて、取締役会の責務を株主価値最大化と捉えるべきか否かである。

会社は誰のものか

まず、株主価値論者の中には、会社は株主のものであるから、取締役会は株主利益最大化を図る義務があると主張するものがある。これに対して、ステークホルダー論者は、会社は共同体であり全てのステークホルダーのものであると反論する¹³。この議論は「ものである」という言葉の意味が曖昧で十分に定義されていないため、水掛け論にしかならない。株主価値が重要なのは、「会社は誰のものか」といった非生産的な神学論争とは関係のない理由によるのである¹⁴。

残余利益請求権者論

より意味のある主張は、株主は他のステークホルダーが各々の取り分を取り去った後の残余利益のみを享受する残余利益請求権者なので、株主利益最大化が全体のパイの最大化につながるという議論である。ステークホルダー主義者は、「社会における企業の役割は、単に投資家へのリターンを増やすことだけではなく、財・

¹¹ Hart [1995], 678 頁

¹² 柳川[2006], 32 頁以下参照

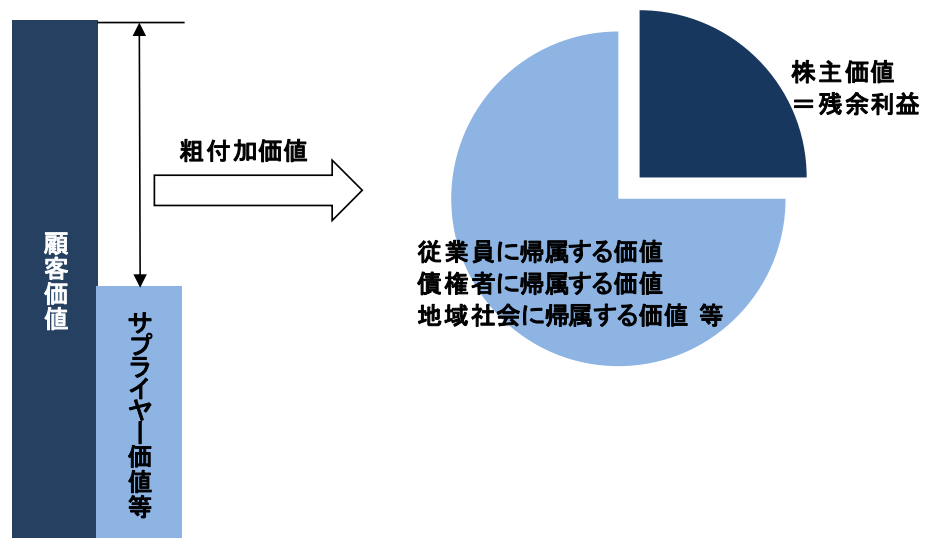
¹³ Greenfield [2008b], 1053 頁参照

¹⁴ 草野耕一「日本の経営は歴史的使命を終えた」日経ビジネス Online (2010 年 12 月 2 日) 参照。「誤解のないように言うておくが、会社法的企業観とは巷間言われている「株主至上主義」ではない。そもそも会社法上株主は会社の「所有者」ではない。株主の所有物は株式であり、株式に与えられた権利は限定されている。株主は企業にとって何らの特権階級ではなく、株主が企業の「主人」であるか如く主張するものは法を知らない愚外者である。経営者が実際の株主が誰であるかにかかわらず株主価値の最大化を目指すべきなのは、そうすることによって企業はその社会的使命(＝富の創造)を最も効率的に達成できるからである。会社とは、株主価値という指標を導きの星とすることによってその機能を最大限に発揮できるように原理付けられた組織なのだ。」; Cobb [2012] (“The enlightened investor recognises that shareholders do not own companies in the same way that an individual owns, say, a car. They merely have the rights of ownership to the residual assets of a company once all the other liabilities have been satisfied. They do not have a right to use the company’s assets or products and have limited rights to set the way a company is run.”)

サービスを生産し、雇用を増やし、税金を支払う等のより広いものである」と主張する¹⁵が、そのようなステークホルダー主義者の主張を取り込んだ上で、なお、株主利益の最大化が社会全体のパイを最大化するという考え方である。

たしかに、株主利益以外に、全体のパイ最大化と整合性のある「最大化」すべきステークホルダーの利益は存在しない。顧客は価格が低ければ低いほど、サプライヤーは購入価格が高ければ高いほど、従業員は給料が高ければ高いほど利益が高まるが、それらは全体のパイ最大化とは必ずしもベクトルが一致しない¹⁶。もし、株主以外の顧客、サプライヤー、従業員、債権者等の取り分が契約や市場、労働法制により決まっているとすると、唯一伸縮する株主利益を最大化すれば、(株主を含めた)ステークホルダー全体のパイが最大化されると考えられる¹⁷。

図表 1：株主価値最大化と粗付加価値最大化



出所：みずほ証券市場情報戦略部作成

残余利益請求権者論への批判

これに対しては、株主利益の最大化は必ずしもステークホルダー全体の価値を最大化しないし、ステークホルダー価値の最大化は必ずしも社会全体の価値を最大化しないという有力な批判がある¹⁸。ステークホルダー価値の最大化が必ずしも社会全体の価値を最大化しないのは、独占利益や環境汚染等の外部性によるものである。また、株主利益の最大化が必ずしもステークホルダー価値を最大化しないのは、賃金を切り下げて株主利益を増やすような収奪の可能性に加え、そもそも株主だけが残余利益請求権者ではないからである。会社の生み出す付加価値が増大すると利益を受けるという意味では、従業員、債権者、サプライヤーなども、

¹⁵ Joe Nocera, “Down With Shareholder Value,” The New York Times (August 10, 2012) (ハーバードビジネススクールの Jay Lorsch 教授 (HR 専門) の言葉を引用。)

¹⁶ Dent [2008], 1117 頁参照; Holman Jenkins, Jr., “Are Shareholders Obsolete?” The Wall Street Journal (January 3, 2015) (“Maximizing shareholder wealth necessarily means optimizing (not minimizing, not maximizing) other values like customer satisfaction and worker pay.”)

¹⁷ 新井[2002], 52 頁参照 (「株式会社制度では、債務不履行を起こさないかぎり、会社の支配権は残余財産に対する請求権を持つ株主が持つことになっている。このような仕組みになっている最大の理由は、残余財産に対する請求権を持つものが企業の支配権を握ることが、結局、効率最大化につながるためである。」)

¹⁸ Greenfield [2008b], 1055-1056 頁参照

ある種の残余利益請求権者と言える¹⁹。

収奪リスクに対しては、株主価値擁護論者は、従業員の賃金を市場価格以下に切り下げようとする収奪を行えば、従業員を引き留めることができないと反論する²⁰。また、他のステークホルダーも残余利益を有するとの議論に対しては、株主価値擁護論者は、株主は最も主要な残余利益請求権者（増分パイから最も大きな利益を受ける主体）であり、かつ他のステークホルダーと異なり残余利益請求権しか有しないと指摘する。ステークホルダーの利益は必ずしもパイの最大化と一致するわけではないが、残余利益請求権しかない株主にはパイの最大化を求める全体観があるので、株主価値が最も適切な指標だと主張する²¹。

しかし、株主はパイの最大化によっても利益を受けるが、他のステークホルダーの利益を収奪することによっても利益を受ける。従業員賃金の市場価格の議論についても、労働市場の流動性が十分でなければ十分とは言えない。つまり、単純な残余利益請求権者論は、他のステークホルダーの正当な利益保護や独占禁止法、環境保護法制等の整備が十分でなければ、必ずしも社会全体のパイの最大化に直結しないのである。この問題に対処するために形成されてきたのが、「啓発された株主価値」と呼ばれる考え方である。

2. 啓発された株主価値と社会全体の価値最大化

啓発された株主価値

2006年に改正されたイギリス会社法第172条は、取締役の責務について以下のよう

に規定している²²。

取締役は、株主共同の利益のために、会社の成功を最も促進すると考えるやり方で行動しなければならない。その際には、決定の長期的な影響、従業員の利益、サプライヤーや顧客との関係育成の必要性、地域社会や環境への影響、高い倫理基準に関する名声の維持、株主間の公正等を考慮しなければならない。

このような立場は「啓発された株主価値²³」（Enlightened Shareholder Value）と呼ばれており、現在、世界的なコンセンサスになりつつある。例えば、OECD コーポレートガバナンス原則（2015年改訂版）では、取締役会の責務について、以下のよう

に述べている²⁴。

取締役会は、単に会社および株主に対してアカウンタビリティを有するのみならず、会社および株主の最善の利益に適うよう

に行動する義務がある。さらに、取締役会は、従業員、債権者、顧客、サプライヤー、地域社会を含む他のステークホルダーの利益を適切に考慮し、公正に取り扱うことが期待される。環境的・社会的規範の遵守もこの文脈で関係してくる。

「啓発された株主価値」的な考え方は、企業経営者にも広く受け入れられている。例えば、GMのコーポレートガバナンス・ガイドラインは以下のように定める²⁵。

¹⁹ Dent [2008], 1108 頁

²⁰ Dent [2008], 1112 頁

²¹ Dent [2008], 1113 頁

²² UK Companies Act (2006), Section 172

²³ 「洗練された株主価値」とも訳される。

²⁴ OECD [2015], 51 頁

²⁵ General Motors, Corporate Governance Guidelines, available at:

GM 取締役会は、株主の利益を代表し、長期的な財務的リターンを最適化することを含め、事業の永続的な成功に努める。・・・GM 取締役会は、株主の長期的利益を促進するためには、顧客、従業員、サプライヤー、政府職員や一般大衆を含めた、GM の成功にとって重要な他のステークホルダーの関心事項に責任を持って対処することが必要であると認識する。

一流の機関投資家の間でも、ステークホルダーの利益に配慮することが株主の長期的な利益にもつながるという認識は一般化してきている²⁶。さらに進んで、ESG への配慮も株主の長期的利益のためには重要だと考える投資家が増加している²⁷。例えば、ブラックロックのラリー・フィンク CEO は、今年 2 月、投資先の CEO に一斉送付した書簡の中で、以下のように述べている²⁸。

長期にわたる持続的なリターンを生み出すには、ガバナンスのみならず、今日の企業が直面する環境的・社会的要因にもより鋭く対処することが要請される。・・・長期的には、気候変動からダイバーシティ、取締役会の効率性に至る様々な ESG 問題は、現実的かつ数量化できる財務的影響をもたらす。

年金性資産等を運用する巨大機関投資家が広範に株式を保有する状況下では、最終投資家へのスチュワードシップ責任を考慮すると、個別企業にとっては外部性のように思われる長期的な環境的・社会的要因も、ポートフォリオ全体では内部化されていると見ることもでき、そう考えれば ESG への配慮は株主の長期的利益を図ることと整合的であろう。

結果としての株主価値最大化

啓発された株主価値における株主価値最大化とは、最後の 1 円まで株主のために利益を絞りだすのではなく、独占禁止法や環境規制等の法文のみならず精神を尊重するといったソフトな制約条件も踏まえて、将来に向かって動態的に全体のパイを拡大するために最大限の努力をし、他のステークホルダーの正当な利益を尊重した結果として、株主利益が最大化されるという考え方である。すなわち、株主価値最大化が全体のパイを最大化するのではなく、全体のパイを最大化することが株主価値を最大化することにつながるのである²⁹。

長期的価値としての株主価値

なお、真摯に株主価値を考えている識者の間では、株主価値は長期的価値を意味することは当然の前提である³⁰。なぜなら、コーポレートファイナンス理論と整合的な株主価値とは DCF 価値であり、長期にわたるキャッシュフローの割引現在価値だからである。従って、有利な投資機会があるのに短期の配当を優先して長期

https://www.gm.com/content/dam/gm/en_us/english/Group4/InvestorsPDFDocuments/Corporate_Governance_Guidelines.pdf

²⁶ 例えば英国有力機関投資家である Standard Life Investments の投資責任者は“The enlightened institutional investor recognises that the management and, where possible, harmonisation of stakeholder interests is not incompatible with the generation of long term value for shareholders.”と述べている(Cobb [2012])。また、Ho [2010]は以下のように述べている(96 頁)：“the expressions of investor-driven ESV [Enlightened Shareholder Value] explored here are motivated by the view that stakeholder issues have an economic impact on firms’ long-term profitability and risk profile and, therefore, on the long-term value of investor portfolios.”

²⁷ Ho [2010], 80 頁参照 (“... many institutional investors now view attention to stakeholder concerns, such as environmental protection, labor and human rights, and related corporate governance reforms, as key to long-term financial gain.”)

²⁸ Fink [2016]

²⁹ Ho [2010], 103 頁 (“ESV proponents assert, in essence, that maximizing firm value maximizes shareholder wealth, not the other way around. ... such a decision rule is more likely to encourage firms to recognize and internalize risks to stakeholders than pure shareholder wealth maximization.”)

³⁰ Hansmann & Kraakman [2000], 1 頁 (“There is no longer any serious competitor to the view that corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value.”) ; Ho [2010], 97 頁 (“The conventional understanding of shareholder wealth maximization has always been that corporations should maximize long-term returns to shareholders.”)

的な収益を犠牲にする行為は、直ちに DCF 価値としての株主価値を低下させるのである。

但し、株主価値が長期的なものであるということは、短期的な利益がどうでもよいということを意味するのではない。ジャック・ウェルチはこの問題について以下のように述べている³¹。

経営者の仕事は、長期的な事業の健全な発展のために投資しつつ、短期的なコミットメントを達成することである。それが「経営」だ。優れた経営者は、今日の食い扶持を稼ぎつつ明日を夢見るやり方を知っている。どんな馬鹿でもひたすらコストを削って短期の数字を出すことはできる。また、寝転がって夢を見ながら、「私はいま長期的経営をやっているから、何年か経ったら会いに来てくれ」と言うことも誰にでもできる。どちらのやり方でも持続的な株主価値を創造することはできない。短期も長期も両方やらなければ駄目だ。

3. 株主価値とシェアード・バリュー

「シェアード・バリューの創造」

2011 年に戦略論の大家であるマイケル・ポーター教授がハーバード・ビジネス・レビューで執筆した共著論文「シェアード・バリューの創造」³²は、視野の狭い利益追求を超えた社会的価値創造の考え方として、金融危機後の資本主義見直しの機運の中で大きな反響を呼び、経営者や学者の間で共鳴する人が相次いだ³³。

ポーターらは、従来の企業は価値創造を短期的な財務パフォーマンスの最適化としてあまりに狭く捉えすぎており、社会のより広範な課題に立ち向かうことから得られるポテンシャルを見逃していると論じる。ポーターらの考えでは、企業の長期的な利益と社会全体の利益は対立するものではなく、社会的課題を捕捉して経済的・社会的価値全体のパイを大きくすることにより、企業の長期的価値も向上すると主張する。

このような考え方を表現するために、ポーターらは「シェアード・バリュー」という概念を提唱し、それを「企業の競争力を増進し、同時に企業が活動するコミュニティにおける経済的・社会的状況を改善するような経営方針および事業運営慣行」と定義した。そこから、ポーターらは具体的に社会的価値を創造することが経済価値創造につながるルートとして、(1) 社会的課題を解決するような製品開発や市場開拓、(2) 資源節約やサプライヤー、従業員等との共栄による競争力強化などバリューチェーンにおける生産性の再定義、(3) 企業が立地するコミュニティにおけるサポートインダストリーのクラスター形成の3つを説明する。

シェアード・バリュー概念批判

しかし、このシェアード・バリュー概念は、ステークホルダー主義と株主価値重視の両陣営から批判を受けている。もともと「シェアード・バリュー」という言葉はネスレが使い始めたものであり³⁴、ポーターらの論文はネスレに対するコンサルティングの延長線上で書かれたものである³⁵。当時のネスレの責任者によれば、「シェアード・バリュー」の概念は 1998 年に制定されたネスレの「Corporate Business Principles」の第一原則を表現するために造語されたものであり、それは

³¹ “Jack Welch Elaborates: Shareholder Value,” BloombergBusinessweek (March 16, 2009)

³² Porter & Kramer [2011]

³³ Crane, et al. [2014], 132-133 頁参照

³⁴ Niels Christiansen, ““Creating Shared Value” is lost in translation. Let’s reclaim it,” greenbiz.com (June 19, 2014)

³⁵ Crane, et al. [2014], 131 頁

以下のように典型的なステークホルダー主義を表現したものである³⁶。

ネスレ、その経営者およびあらゆる階層の従業員の事業目的は、顧客、株主、従業員、ビジネスパートナー、ネスレが事業を展開する多くの国の経済のために、長期的に持続可能な価値を創造するように、会社の製品を製造し販売することである。

しかし、ポーターらはその概念を企業の利益と競争力を強化する方向の Win-Win 状況に限定して論じており、環境保全等、利益を犠牲にしてでも社会的利益を守るという本来の意味から逸脱しているとネスレ責任者は批判する。同様に、ジョンソン&ジョンソンの広報責任者も「わが社はマイケル・ポーターの言うシェアード・バリューには賛同しない」、なぜならジョンソン&ジョンソンは人々を助け信頼を築くために、必ずしも測定可能な事業成果や収益性を求めない多くの活動を行っているからである、と述べている³⁷。

これに対してステークホルダー主義の多目的性に懐疑的な株主価値重視の立場からも、ポーターらのシェアード・バリューは、企業の経済的価値と社会的価値の間にトレードオフが存在する場合を無視していると批判されている³⁸。

再分配アプローチからパイ
拡大アプローチへ

ポーターらのシェアード・バリューは、結局、(啓発された株主価値と一脈相通じる) 株主価値最大化の一変種であり、社会的価値向上に取り組むことに株主価値向上の大きな機会があるという競争論的概念であるように思われる。但し、シェアード・バリュー論は、すでに生み出された価値を株主と社会が奪い合うというゼロサムの・Ex Post 的な考え方(「再分配アプローチ」)を排し、将来に向かって社会的価値全体のパイを拡大していく中で株主価値も最大化されるというプラスサムの・Ex Ante 的な視野を打ち出した³⁹点で高く評価される部分がある。

4. 株主価値と戦略

戦略目的としての株主価値
批判

経営者の目標を株主価値の向上とすることに対しては、経営者や経営学者を中心に根強い批判がある。ステークホルダー主義的な観点からの株主価値批判については既に論じたが、株主価値向上は戦略ではなく戦略の結果に過ぎず、株主価値向上を戦略目的とすること自体が(株主価値を含む) 価値向上につながらないという批判も有力である⁴⁰。

たとえば、トロント大学の経営学者であるロジャー・マーティン教授は、ハーバード・ビジネス・レビューの論文⁴¹の中で、株主価値(これをマーティン教授は株価と等置している)は将来の期待にかかるので、株主価値最大化を目的にすると経営者が市場期待に振り回され、結局、株主自身のためにもならない短期的経営を行うリスクがあると指摘する。そこでマーティン教授は、ジョンソン&ジョンソンやプロクター&ギャンブルのように、株主よりも顧客を上位に置き、顧客満足

³⁶ Niels Christiansen, ““Creating Shared Value” is lost in translation. Let’s reclaim it,” greenbiz.com (June 19, 2014)

³⁷ 同上

³⁸ Schumpeter, “Oh, Mr Porter: The new big idea from business’s greatest living guru seems a bit undercooked,” Economist (March 10, 2011); Crane, et al. [2014], 136 頁以下

³⁹ Porter & Kramer [2011], 5 頁

⁴⁰ Asness [2015] (“One common refrain among critics is the true statement “maximizing shareholder value is a strategy but the result of a strategy.””)

⁴¹ Martin [2010]

度の最大化を目指して経営すべきだと主張する⁴²。

ジョンソン&ジョンソンは、創業家出身の経営者が上場直前の 1943 年に定めた経営信条（Credo）を現在も堅持しているが、そこでは経営の責任対象は、第一に顧客、第二に社員、第三にコミュニティ、最後に株主であると明記されている⁴³。また、プロクター&ギャンブルの中興の祖である A.G.ラフリーは著書の中で、「私は意識的に、消費者を全ての中心に置いた。消費者を全ての利害関係者、例えば顧客、株主、従業員などに優先した。なぜなら、事業の目的とは顧客を創造し、他の誰よりもうまく彼らに奉仕することだからだ」と述べている⁴⁴。

「株主価値は世界で最も愚かなアイデア」？

株主価値向上を経営目的とすることに対する批判として、近年最も流布されたのは、金融危機後の 2009 年 3 月に、フィナンシャル・タイムズとのインタビューでジャック・ウェルチが述べた以下の言葉であろう⁴⁵。

表面的に見れば、株主価値というのは世界で最も愚かなアイデアだ。株主価値というのは結果としてもたらされるものであって、戦略ではない。戦略の構成要素として重要なのは、従業員、顧客、製品である

これは GE の名経営者として株主価値の旗手と見做されていたウェルチが、金融危機後に反省して株主価値批判に「転向」したものと解釈され、反株主価値主義者に広く引用された⁴⁶。しかし、それはウェルチの発言の曲解であり、ウェルチ自身がその後のインタビューで真意を明快に説明している⁴⁷。

あれは「わが社の戦略は株主価値（の最大化）だ」という考えについてどう思うかと聞かれて、それは文字通りにとれば馬鹿げている、株主価値というのは戦略の結果として向上するものであって、戦略自体ではないと答えたのだ。

そして、「ウェルチが（株主価値から反株主価値に）転向したのではないかと考えている人たちもいるようだが、どうか」との質問に対し、こう答えている⁴⁸。

私の考えは、まったく以前と変わっていない。事業を動かすのが戦略であることは明白だ。最新鋭の製品を開発するイノベーションを戦略の中心に据えることもあれば、低コストのグローバルサプライヤーになるという戦略、特定市場での強みをグローバルに展開する戦略などもある。しかし、従業員に対して「我々の戦略は株主価値（の向上）だ」ということは決してない。・・・それは毎日職場に来て何をなすべきかを教えてくれないし、従業員のやる気を引き出すこともない。つまり、基本的に私が言いたかったのは、短期的・長期的に企業の価値を高めることは、優れた戦略を遂行した結果であるということである。私はずっとそう思ってきたし、ずっとそう言ってきた。

⁴² 但し、顧客満足度最大化のためにどこまでも売値を引き下げると倒産してしまうので、許容できるエクイティ・リターンを確保することを条件とする。Martin [2010]

⁴³ Johnson & Johnson ホームページ（Our Credo）

⁴⁴ ラフリー&マーティン[2013], 182 頁。なお、P&G の場合、直接の顧客は流通業者であるが、それよりも最終消費者を重視したということである。

⁴⁵ Francesco Guerrera, “Welch condemns share price focus,” Financial Times (March 12, 2009) (“On the face of it, shareholder value is the dumbest idea in the world.”)

⁴⁶ 例えば、Steve Denning, “The Dumbest Idea In The World: Maximizing Shareholder Value,” Forbes (November 28, 2011)参照

⁴⁷ “Jack Welch Elaborates: Shareholder Value,” BloombergBusinessweek (March 16, 2019)

⁴⁸ 同上

目的関数（目盛り）としての株主価値

エージェンシー理論で有名なハーバード大学の経済学者、マイケル・ジェンセン教授もまったく同様のことを述べている⁴⁹。

企業価値最大化は「ビジョン」でもなければ「戦略」でもなく、「目的」ではない。・・・企業価値最大化は、如何に優れたビジョンや戦略を創造するかについては何も言わないし、従業員や経営者に如何に価値を創造する事業を行うかも教えてくれない。企業価値最大化の機能は、如何に経営活動の成果を測定するかを教えてくれることである。例えばフットボールやサッカーの得点の測定法自体は、プレイヤーにどうやって試合に勝つかは教えてくれないが、どのようにスコアがつけられるかは教えてくれる。

つまり、株主価値とは成果を測定する目的関数であって、株主価値を向上させるためには具体的な戦略が必要なのである⁵⁰。そのように考えれば、そもそも経営者が株主を何番目に優先するかという議論は意味がなくなり、顧客、従業員、その他のステークホルダーを重視して価値を創造する戦略を遂行すれば、結果として株主価値の「目盛り」は上がるということになる。現に、ジョンソン&ジョンソンもプロクター&ギャンブルも結果的に株主価値を大きく向上させている。

Ⅲ. 会社法と株主・ステークホルダーの利益

1. 会社法はステークホルダーの利益を守るか

会社法は誰の利益を守るのか

前章では、主に、取締役会の責務を株主価値最大化と捉えるべきかという「べき論」の観点から分析を行ってきたが、本章では、実際の会社法における取締役会の責務が株主利益の擁護に重点を置いていることを確認し、それに対するアンチテーゼとして、ステークホルダーの利益擁護を会社法上も実現しようとする試みである、米国のベネフィット・コーポレーション法制を概観する。その分析を通じて、単なる株主価値に対する批判を超えて、従来型のステークホルダー主義を会社法的に立法化する難しさが明らかになるであろう。

日本法における取締役の株主に対する責任

一般に米国や日本の会社法に、取締役は株主の利益だけを考えなければならないと書いてあるわけではないが、取締役は株主に対して受託者責任を負うものと法文・判例を総合して考えられている。例えば、日本の会社法では受託者責任にほぼ相当する善管注意義務・忠実義務の概念を用いており、これについてレックス・ホールディング事件東京高裁判決⁵¹では、以下のように判示している。

株式会社は、会社の企業価値を向上させて、会社の利益ひいては企業所有者たる株主の共同の利益を図る仕組みの営利企業であり、取締役及び監査役の会社に対する善管注意義務は、会社、ひいては、株主の共同の利益を図ることを目的とするものと解される。

さらに、法律ではないが、2015年6月に制定されたコーポレートガバナンス・コードでも、原則4-5（取締役・監査役等の受託者責任）で以下のように定めている。

⁴⁹ Jensen [2001], 16 頁。Jensen は「株主価値最大化」の代わりに「企業価値最大化」という用語を使っているが、ここで「企業価値」とは DCF 価値のことであり、Jensen の用法での「企業価値最大化」は「株主価値最大化」とほぼ同義である。

⁵⁰ Asness [2015]

⁵¹ 東京高判平成 25 年 4 月 17 日判時 2190 号 96 頁。戸門[2014]参照。

上場会社の取締役・監査役及び経営陣は、それぞれの株主に対する受託者責任を認識し、ステークホルダーとの適切な協働を確保しつつ、会社や株主共同の利益のために行動すべきである。

これは啓発された株主価値的な考え方であり、また、日本の公的な文書において、取締役の責務の文脈で「受託者責任」の語を明示した点でも注目される。

米国法における取締役の株主に対する責任

米国会社法においても、その核心は経営者と株主の関係をめぐるものであり、経営者は他の法的制約の範囲内で株主の利益を増進すべきものと考えられている⁵²。但し、経営者には長期的な株主利益を増進する方法について、経営判断原則に支えられた広範な裁量権が与えられている。現在デラウェア州最高裁長官を務めるレオ・ストライン判事は、以下のように説明する⁵³。

会社法は、取締役に株主のために短期的利益を最大化するよう要求しているわけではない。会社法は、忠実義務により、取締役に株主の〔長期的な〕利益を最大化する真摯な戦略を遂行することを要請しているのである。取締役はもちろん、支配権移動の局面を除いては、その目的を達成する最適な手段の選択や、株主にリターンをもたらす時間軸について、広範な裁量権を有している。

そうは言っても、取締役を選任する法的権限が株主総会にある以上、最終的には株主には株主利益に反する経営方針を取る経営者を、自らの意向に沿って入れ替える法的手段がある。株式の分散保有等によりその手段が空洞化しているか否かは、法律上というよりも事実上の問題である。これに対して、他のステークホルダーについては、会社法上は（一部債権者の権利を除き）ステークホルダー利益に反する経営者の行動を是正する手段が基本的に与えられていない。

会社法によるステークホルダー利益擁護の試み

もちろん、会社法以外の他の法制や契約等によりステークホルダーは自らの利益を守る手段を有することも多いが、それらは経営者に対しては外部から課される制約条件として働くのみであり、ステークホルダーの利益が制約条件を超えて擁護される保証はない。そこで、経営者の内発的な行動を律する会社法を用いて、取締役会の構成や義務を変更して、ステークホルダーの利益擁護を義務付けるといった発想が生まれる⁵⁴。その最も真摯な最近の立法的取り組みが、ベネフィット・コーポレーションである。以下、ベネフィット・コーポレーション立法の経緯と内容、およびその普及と限界について、やや詳しく見てみよう。

2. B コープとベネフィット・コーポレーション

公益を目的とする営利法人

「ベネフィット・コーポレーション (Benefit Corporation)」という新しい法人格が米国で急速に広まっている。このような新しい法人格が全米に広まるのは、1977年に導入された LLC（合同会社）以来のことである⁵⁵。米国では会社法は州法なので、法人格の新設は州法によるが、ベネフィット・コーポレーションを認める法律は 2010 年にメリーランド州で成立したのを嚆矢として、既に全米 31 の州で制定されており、さらに 7 州で法案検討中である⁵⁶。とりわけ、2013 年 7 月、多

⁵² Strine [2012], 153 頁参照

⁵³ Strine [2012], 155 頁 (□ 内は筆者による補足。)

⁵⁴ Greenfield [2008a], 23 頁参照

⁵⁵ Storper [2013]

⁵⁶ benefitcorp.net, State by State Status of Legislation, at <http://benefitcorp.net/policymakers/state-by-state-status> (last accessed on 2016/10/12): ワシントン特別区を含

くの大手上市企業が設立準拠州とし米国会社法をリードするデラウェア州が加わったことは、ベネフィット・コーポレーションが市民権を得るうえで画期的な事件であった。

ベネフィット・コーポレーションとは、株主の利益のみならず、ステークホルダーの利益、さらには公益を目的とする営利法人のことである。公益を目的とするが、非営利法人（Non-profit Corporation）ではなく、あくまで営利法人である。各州のベネフィット・コーポレーション法は基本的に州会社法に依拠しており、公益目的とそれに付随する条項を除いては会社法の条文がそのまま適用される。なぜこのような新しい法人格が必要とされたのだろうか。そのきっかけとなったのが、2000年にベン&ジェリーズ社がユニバーに買収された事件であり、その法制化を強力に推進したのが非営利法人の B Lab である。以下、立法までの過程を振り返ってみよう。

ベン&ジェリーズ事件と社会企業家

ベン&ジェリーズ（Ben & Jerry's）は、ベン・コーエンとジェリー・グリーンフィールドの二人が1978年に創業したアイスクリーム・チェーンである。自然由来の素材を使い、ユニークなネーミングのフレーバーやアーティストとのコラボなどで若者の心をつかみ、1990年頃には絶頂期を迎えた。同社は社会貢献に熱心で、利益同様に従業員を大事にし、バーモント州の地元経済や環境への貢献を重視していた。1985年には毎年、税引前利益の一定比率を慈善団体に寄付することに合意している⁵⁷。

しかし、1990年代半ば頃から同社の業績には翳りが見え始め、1999年に株価がピークの半値になるに及んで、株主からは社会貢献に対する批判も出始めた。株価低迷による買収の脅威も高まる中、2000年初、経営者のコーエンは社会貢献に理解のある投資家グループの支援を受けて、同社にバイアウトを提案した。しかし、国際的な食品・日用品企業であるユニバーが遥かに高値の買収提案を行ったため、2000年4月、ベン&ジェリーズ社の取締役会はやむを得ずユニバーの買収提案を受け入れた⁵⁸。

創業者や取締役会メンバーがユニバーへの売却を嫌がっていたにも関わらず、弁護士から高値買収提案の受け入れを強く迫られたと報じられたことで、本件は「株主利益だけでなくステークホルダーや社会貢献も重視できる法的枠組みが欲しい」という運動の象徴的存在となった⁵⁹。

コンスティテューエンシー条項

このような状況を受けて、バーモント州は、「取締役は、株主の利益だけでなく、他のステークホルダーの利益も考慮することができる」とする条項（「コンスティテューエンシー条項」）を会社法に取り込んだ⁶⁰。他州でも、主に敵対的買収防衛

む。なお、ワシントン州の Social Purpose Corporation は含めない。カリフォルニア州は、ベネフィット・コーポレーションと類似するがより自由度の高い Flexible Purpose Corporation も同時に立法化している。なお、2015年12月には米国外で初めてイタリアが法案を通過させており、現在、オーストラリア、アルゼンチン、チリ、コロンビア、カナダで法案が検討されている（benefitcorp.net）。

⁵⁷ Page & Katz [2012]

⁵⁸ 同上。ちなみにユニバーは、買収後も同社を自律的な子会社として運営し、税引前利益の一定比率を慈善事業に寄付することなどの社会貢献を行うことに合意している。

⁵⁹ コーエン自身も、後に、「われわれは本当は売却したくなかったが、取締役会の法的義務として売却せざるを得なかった」と述べている。Page & Katz [2012] もっとも、同社が法的に売却義務があったかについては異論もある。Page & Katz [2012]は、同社取締役会には法的に会社を売却する義務はなく、同社の買収防衛策を考慮すれば実際に防衛も可能であったと論じる。これに対して、Gilbert, et al. [2013]は、通常の株式会社における取締役の受託者責任と現実のプレッシャーの相乗作用により、実際には抵抗は難しかったと論じる。

⁶⁰ バーモント州では、俗に「ベン&ジェリーズ法」と呼ばれるそうである。Page & Katz [2012]

を念頭に同様のコンスティテューエンシー条項が次々に制定され、現在では 30 以上の州で立法化されている⁶¹。これは通常の株式会社を前提に、取締役の受託者責任の対象を株主からそれ以外のステークホルダーまで拡大することを「許容」するものである。しかし、コンスティテューエンシー条項だけでは不十分だという問題意識から、B Lab によるベネフィット・コーポレーション立法運動が始まった。

B Lab による運動

B Lab は「ビジネスの力で社会・環境問題を解決する」ことを目的に 2007 年に設立された民間非営利団体である。B Lab は、社会貢献ビジネスを志向する企業家を支援するために、2 つの問題に取り組んだ⁶²。第一は、社会貢献企業の認証（公認 B コープ制度）、第二は、ベネフィット・コーポレーション立法運動である。

社会貢献を標榜する企業の中にも、真の社会貢献企業と、マーケティング目的の自称「社会貢献企業」がある。そこで、B Lab は(1)社会的・環境的パフォーマンス、(2)アカウンタビリティ、(3)透明性の 3 点を第三者機関（B Lab）の客観的な視点から分析し、一定の要件を満たした企業を「B コープ」として認証する「公認 B コープ（Certified B-Corp）」制度を創設した。2016 年 10 月 12 日現在で、50 カ国の 1,897 社が公認 B コープに認証されている⁶³。

しかし、公認 B コープはあくまで私的な認証制度であり、法的には通常の株式会社である。したがって、既存の会社法の下では、やはり法的には株主利益優先から逃れることは難しい。そこで B Lab は、会社法そのものを改正して、株主以外のステークホルダーの利益や公益の考慮を正面から義務付けた新しい法人格（「ベネフィット・コーポレーション」）を創設しようとする立法運動を開始した。

なお、以上の記述から明らかなように、「（公認）B コープ」と「ベネフィット・コーポレーション」は、名称は紛らわしいが、まったく別個の概念である。ともに社会貢献企業という精神では共通しているが、「（公認）B コープ」は私的な認証であり、「ベネフィット・コーポレーション」は会社法に基づく特別な法人格の名称である⁶⁴。

3. ベネフィット・コーポレーション白書

「ベネフィット・コーポレーション白書」

B Lab がベネフィット・コーポレーション立法運動推進のために委嘱して作成された「ベネフィット・コーポレーション白書」⁶⁵には、なぜ新しい法人格が必要なのかについて詳細に論じられている。

まず、利益だけでなく公益も目的とする公益営利法人に対する消費者、投資家、および企業家のニーズが説明される。消費者の中には、社会貢献を行い環境に優しい企業の製品であれば多少高くても買いたいという人が増えている。また投資家サイドでも、社会的責任投資（Socially Responsible Investing）に振り向けられる資金が増えている。しかし問題は、第三者による客観基準がないので、謳い文句だけで実質のない場合⁶⁶を消費者が見分けるのが困難なことである。そのために

⁶¹ Clark & Babson [2012]

⁶² “Do-Gooder: Jay Coen Gilbert, Co-Founder, B Lab,” Social Good Network (January 9, 2013), <http://blog.socialgoodnetwork.com/2013/01/do-gooder-jay-coen-gilbert-co-founder-b.html>

⁶³ <http://www.bcorporation.net/> (last accessed on 2016/10/12)

⁶⁴ 公認 B コープは、現状ほとんどが株式会社であるが、ベネフィット・コーポレーションも公認 B コープの認証を受けることができる。

⁶⁵ Clark & Vranka [2013] 筆頭著者であるクラークは、ベネフィット・コーポレーション模範法案の起草者でもある。なお、同白書の趣旨を論文化したものとして Clark & Babson [2012] 参照。

⁶⁶ これを“greenwashing”という。

Green Seal（環境負荷の少ない商品の認証）、LEED（グリーンビルディング認証）など様々な個別の認証制度が存在するが、会社の全般的なパフォーマンスを見分けるのは難しい。一方、利益だけでなく社会貢献を目指す「社会企業家（Social Entrepreneur）」、「社会貢献企業（Mission-driven Business）」にとっても、口先だけの社会貢献企業と自社を消費者や投資家に見分けてもらうのは難しい。

株主利益優先に関する判例

さらに問題なのは、既存の会社法が、株主の利益を最優先としない社会貢献企業を必ずしも守ってくれないことである。米国会社法には「株主利益が最優先である」と必ずしも明記されているわけではないが、判例法をみると、古くは約 100 年前の判決である「ドッジ対フォード」事件判決（1919 年）⁶⁷で、「企業は、主に株主の利益のために組織され運営される」と述べられている⁶⁸。2010 年の「eBay 対ニューマーク」事件判決⁶⁹でも、デラウェア州衡平法裁判所は、（営利）株式会社という法人格を選択した以上、「株主の利益のために会社の経済的価値を最大化する」ことを求めないで公益を優先することは、正当な会社の方針としては是認できないと判示している⁷⁰。

経営判断原則とレブロン基準

もちろん、株式会社が社会的通念の範囲内で寄付等の行為をすることは認められているし、従業員、その他のステークホルダーの利益を大事にしたり、社会・環境貢献を行うことは、長期的な株主の利益にも適う。そして平時には、取締役は「経営判断の原則」で保護されるので、社会貢献等についてもかなりの裁量の余地がある。しかし、買収防衛や会社の支配権変更（買収、合併等）の局面では、取締役の裁量の余地は著しく狭められる⁷¹。特に会社売却の局面では、デラウェア州法では「レブロン基準」の適用により、株主のために売却額を最大化することが求められ、金額は安いが地元の雇用や社会貢献を重視する企業に売却することはできない。

コンスティテューエンシー条項の限界

このような事態に対処するために、既述のコンスティテューエンシー条項を立法化した州も多くあるが、同条項は、他のステークホルダーの利益も考慮することが「できる」というオプション的なものであり、他のステークホルダーの利益考慮を取締役に義務付けるものではない。判例法の乏しさもあって、コンスティテューエンシー条項の保護がどこまで及ぶかは不透明であり、現実の状況では取締役には株主利益を優先する心理的圧力がかかりがちである。しかも、なによりも、米国会社法（制定法および判例法）のリーダーであるデラウェア州がコンスティテューエンシー条項を立法化していない。

4. ベネフィット・コーポレーション模範法案

模範法案の作成と立法運動

そこで、B Lab は、会社法関係の立法起草経験の豊富なウィリアム・クラーク弁護士に委嘱し、ベネフィット・コーポレーション模範法案（Model Benefit Corporation Legislation、以下「模範法案」）を作成し、各州に立法化を働きかけたのである。

⁶⁷ Dodge v. Ford (Michigan Supreme Court 1919)

⁶⁸ 最近のデラウェア州衡平法裁判所の判決 (In re Trados Incorporated Shareholder Litigation (Del. Ch. 2013)) でも、「株式会社の取締役は会社および株主に対する受託者責任を負っており、残余利益請求権者〔注. 株主のこと〕の利益のために会社の価値を最大化するよう、慎重かつ誠実に努める義務がある」と判示されている。

⁶⁹ eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark (Del. Ch. 2010)

⁷⁰ Strine [2012], 148 頁以下参照

⁷¹ デラウェア州では、敵対的買収のように会社支配への脅威が関わる局面では、通常の「経営判断の原則」は適用されず、「ユノカル基準」や後述の「レブロン基準」により、取締役会の判断内容やプロセスがより厳しく精査される。

模範法案は、各州の既存の会社法に対する「特別法」的なものとして起草されている。すなわち、ベネフィット・コーポレーションについて、模範法案に明示的に規定されている部分以外は、既存の会社法の条文がベネフィット・コーポレーションにもそのまま適用される。（模範法案の概要については Appendix 1 参照。）

模範法案の特徴

企業は最初からベネフィット・コーポレーションとして設立することができるが、既存の株式会社が転換するには特別決議（株主の 2/3 以上の賛成）が必要である。ベネフィット・コーポレーションには「一般公益」を増進するという目的が必須であり、さらに定款で一般公益以外の特定の公益増進を目的として規定することができる。ベネフィット・コーポレーションの取締役は、株主だけでなく、従業員、顧客、コミュニティ等の利益を考慮しなければならない。重要なのは、コンスティテューエンシー条項では、株主以外の利益の考慮はオプション的であるのに対し、ベネフィット・コーポレーションではステークホルダーの利益や公益目的を考慮することが必須になっているということである。ベネフィット・コーポレーションは、原則としてすべての利益をバランスよく考慮しなければならない、株主利益の優先は立法的に明確に否定されている。

公益執行手続き

しかし、ベネフィット・コーポレーションの取締役も通常の株式会社同様に株主総会で選出される。それでは誰がどうやって一般公益やステークホルダーの利益を守るのだろうか。模範法案では、それらの利益に関しては金銭的賠償を求めることができず、訴訟は「公益執行手続き」と呼ばれる特定履行訴訟に限定される。原告適格を有するのは、会社自身、取締役、2%以上の持株比率を有する株主等である。

株式会社であれば、代表訴訟の原告適格を有するのは株主のみであるが、ベネフィット・コーポレーションで拡大された受託者責任の対象となる他のステークホルダーにまで原告適格を広げると、濫訴の弊を招きかねない。これではベネフィット・コーポレーションとなることがかえって社会企業家のリスクを増大させるため、このように訴訟形態および原告適格を限定したものである。他方で、取締役や一定持株比率以上の株主は、会社が公益増進目的を怠っている場合に、公益執行手続き提訴という武器を有することにより、履行を促すことができる。

5. デラウェア PBC 法

デラウェア州の特別な地位

ベネフィット・コーポレーション法は、2010 年のメリーランド州、バーモント州に始まり、瞬く間に全米各州に広まったが、B Lab は最初からデラウェア州での採択を重要な分水嶺とみなしていた。それは会社法におけるデラウェア州の特別な地位によるものである。

デラウェア州の会社法（Delaware General Corporation Law）は、全米で最も先進的かつ柔軟であり、デラウェア州の裁判所、とりわけデラウェア衡平法裁判所（Delaware Court of Chancery）は、実務経験に富む判事を擁して極めて洗練されており、その生み出す豊富な判例法体系はすべての関係当事者に予測可能性を与えている。そのため全米の有力企業で（実際の本社所在州に関わらず）デラウェア州を設立準拠州とする企業は多く、上場企業の半分以上（フォーチュン 500 社の 60%以上）はデラウェア法人である⁷²。デラウェア州政府および議会は、全米企業から設立準拠州として選り続けられるように、会社法でのリーダーシップを継続

⁷² Delaware Division of Corporations, 2012 Annual Report

することを大変重視している。財政面でもそれらの会社からの Corporate Franchise Tax が税収の相当部分を占めている。

会社法のリーダーとしてのデラウェア州は、法改正についても他州の動向を注意深く見守り、多くの州で立法化され主流になりそうな流れをみてから自らも改正を行う傾向がある⁷³。また、必ずしも他州の立法をそのまま踏襲せず、独自の工夫を加えた立法を行う。会社法自体、全米の多くの州が全米法曹協会の作成した模範会社法案（Model Business Corporation Act）をベースとするが、デラウェア州会社法は（内容的には概ね共通する部分が多いものの）独自の体裁をとっている。

デラウェア州 PBC 法の立法過程

このようなデラウェア州にとって、全米で急速に広がりを見せるベネフィット・コーポレーション法は注目すべき存在であり、とりわけデラウェア州を設立準拠州としていたボストン近郊のソフトウェア会社、ディマジ（DiMagi）社が、2012 年 12 月、マサチューセッツ州のベネフィット・コーポレーション法施行後直ちに、ベネフィット・コーポレーションに転換するため設立準拠州をマサチューセッツに移した⁷⁴ことは、見過ごせない状況であったと思われる。その後のデラウェアの行動は素早かった。2013 年 4 月、デラウェア州のマークル知事は州議会議員らとともにデラウェア州版のベネフィット・コーポレーション法案の提出を発表した。法案は 7 月に成立し、翌 8 月に施行された。施行初日にはキャンベル・スープ子会社のベビーフード会社プラム・オーガニクス（Plum Organics）など 17 社が登録を行った⁷⁵。

PBC 法の特徴

デラウェア州の立法（PBC 法）は、デラウェア会社法を改正し Subchapter XV（"Public Benefit Corporations"）を付け加える形で制定されているが、例によって他州がベースとしている B Lab 版の模範法案とはかなり異なる部分がある。（デラウェア州 PBC 法の概要については Appendix 1 参照。）

まず、名称が「パブリック・ベネフィット・コーポレーション」（PBC）となっている。企業は最初から PBC として設立できるが、既存の株式会社からの転換には、発行済株式総数の 90%以上の賛成という極めて高いハードルが課せられている。PBC は模範法案と異なり、定款で必ずひとつまたは複数の特定公益を明記しなければならない。PBC の取締役は、株主の利益、ステークホルダーの利益、特定公益をバランス良く考慮する義務がある。しかし、取締役が特定公益やステークホルダー利益を擁護する義務を怠っても、それに対して代表訴訟を提起できるのは、2%以上の持株比率を有する株主のみである。

濫訴の弊への恐れ

結局、模範法案も PBC 法も、取締役が株主利益以外もバランス良く考慮することを義務付けることにより、実質的に取締役の判断の裁量範囲を拡大しているが、濫訴の弊を恐れて、株主以外の受益者であるステークホルダー等が取締役の責任を追求する道を閉ざしているのである。

6. ベネフィット・コーポレーション立法の普及と限界

立法面での成功の理由

2007 年に B Lab が設立され、ベネフィット・コーポレーション立法化運動を開始

⁷³ Gina Passarella, "Shareholders on Par with Stakeholders in Pa. Benefit Corp. Law," The Legal Intelligencer (2012/12/12)

⁷⁴ Andy Metzger, "State enacts 'B-Corp' to foster new businesses," The Daily News of Newburyport (2012/12/4)

⁷⁵ "Governor Markell Registers Delaware's First Public Benefit Corporations," State of Delaware, news.delaware.gov (2013/8/1)

してから、わずか数年の間にデラウェアを含む多くの州で法案が成立している。なぜ、ベネフィット・コーポレーションは、(少なくとも)立法面で、これほどの成功を収めているのだろうか。もちろん、既に述べたような社会的ニーズがあるのは事実であるが、立法化が速やかに進んだ背景には、(1)政治的レトリック、(2)コスト、(3)オプション性、(4)企業誘致、(5)超党派的支持といった側面がある。

政治的レトリック

第一に、政治的レトリックである。ベネフィット・コーポレーションは、単なる金儲けではなく、ステークホルダーの利益や公益を促進する「より高い目的」を持ち、また、短期利益主義を抑制すると期待される。たとえばオレゴン州の議員は、「オレゴン企業は、公益を犠牲にして株主利益の最大化を強制されるべきではない。この立法は、オレゴン企業が単なる金儲け以上の目的を持つ柔軟性を求めているという偉大な進歩の証である」⁷⁶と述べており、またデラウェア州のマーケル知事は、「ベネフィット・コーポレーションは、長期的な繁栄を損なう短期主義の病弊と戦ううえで助けになるだろう」⁷⁷と述べている。このようなレトリックは、2008年の金融経済危機後の世界で、政治的に受け入れやすいものであった。

「タダ」の政治活動

第二に、コストである。ベネフィット・コーポレーション立法はほとんど予算措置を必要としない、いわば「タダ」の政治活動である。しかも、税制面では通常の株式会社と同様に扱われるので、税収の流出もない。

オプション性

第三に、オプション性である。ベネフィット・コーポレーションは、従来の株式会社を置き換えるものでなく、単に、新しい法人格のオプションを付加するだけである。仮にベネフィット・コーポレーション法制が後から振り返ってあまり効果的なものでなかったとしても、今よりも悪くなるわけではない。逆にベネフィット・コーポレーション制度が成功を収めれば、アップサイドを享受することができる。

この発想は特にデラウェアに顕著である。立法に関与したデラウェア州議会の議員は、「この法律は、米国会社法におけるデラウェア州の特別の役割を通じて、デラウェア州のみならず全米の企業家と投資家に有効なオプションを与えるであろう」⁷⁸と述べている。デラウェア州としては、ベネフィット・コーポレーションの効用については懐疑心があるものの、「ここまで広がってきた以上、米国会社法のリーダーとしての地位を守るためにとりあえず制度を用意して、今後どうなるか見てみよう」というのが本音であるようにも思われる⁷⁹。これも、オプションだからである。

企業誘致

第四に、企業誘致である。たとえばロードアイランド州議会の議員は、「わが州の経済発展を促進するためにも、われわれはベネフィット・コーポレーションのような新しいビジネスモデルを招致しなければならない。誰かがわが州に、単にビジネスをもたらすだけでなく、地域社会に投資したり環境を改善したいというのであれば、大歓迎すべきだ。わが州は、彼らがもたらす雇用や税収だけでなく、公益活動による地域社会への貢献も期待できる」⁸⁰と述べている。別の同州議員は、「他の多くの州よりも早く立法化することにより、わが州はベネフィット・コー

⁷⁶ Tony Green, "Benefit Company Bill Signed into Law," The Oregon Secretary of State Blog (2013/6/18)

⁷⁷ John Elkington, "Ending the plague of short-termism," Director (2013/9/1)

⁷⁸ "Governor Markell Registers Delaware's First Public Benefit Corporations," State of Delaware, news.delaware.gov (2013/8/1)

⁷⁹ Wade Malcolm, "Incorporation; Public benefits firms mulled," The News Journal (2013/4/21)

⁸⁰ "New law creates 'benefit corporation' business model in RI," Rhode Island General Assembly, Press Release (2013/7/24)

ポレッションを設立したいという企業家の誘致競争で先んじることができる」⁸¹と述べている。オレゴン州の議員も、「法案は、わが州に新しい資本を引き寄せ、雇用を創造することに貢献するだろう」⁸²と述べている。

デラウェア州はより戦略的であり、会社法および設立準拠州のリーダーとしての地位を守る固い決意を持って行動している。2013年4月の法案提出時に、マーケル知事は、「わが州は、PBC法の追加により、会社法における全米的なリーダーシップを継続し、会社目的、アカウンタビリティ、透明性におけるより高い基準を満たそうと踏み出す新しい社会企業家や投資家を支援する」と述べている⁸³。

超党派的支持

第五に、超党派的支持である。ベネフィット・コーポレーション立法は、民主党のクリントン元大統領から共和党のクリスティー・ニュージャージー州知事まで、超党派の広範な支持を受けた⁸⁴。その理由は、模範法案起草者のクラーク弁護士によれば、「民主党は、社会や環境が直面している問題の解決にベネフィット・コーポレーションが貢献できることに関心があり、共和党は、政府の介入なしに（民間の活動で）これらの問題解決を支持することができることに魅力を感じている。つまり、民主党はベネフィット・コーポレーション立法の目的に共鳴しており、共和党は（政府支出を必要とせずに社会・環境問題にいい顔ができるという）手段に魅力を感じている」⁸⁵からである。ベネフィット・コーポレーションは、リベラル派の観点からは、社会正義の実現に貢献するものであり、保守派の観点からは、社会問題の解決を自由市場のイニシアティブに委ねるものなのである⁸⁶。

ポリティカリー・コレクティブなフリー・オプション

以上をまとめると、ベネフィット・コーポレーション立法が急速に広まった要因は、B Labや社会企業家による積極的なロビー活動があったにせよ、ポリティカリー・コレクティブなフリー・オプションであり、政治的な抵抗がなかったという側面が強いように思われる。株主利益優先を修正する新しい法人格を立法化するという「画期的」な運動がこれだけ急速に成果を収めているにもかかわらず、米国内での報道も乏しく注目度もあまり高まっていないことも、その傍証であろう。

アカウンタビリティ欠如の恐れ

ベネフィット・コーポレーションは、単なる株主利益のみならずステークホルダー利益や公益をバランスよく追求する法人形態として称賛される一方で、特にコーポレートガバナンスの専門家を中心に「本当に機能する仕組みなのか」という根深い疑念をもたれている。その根底にあるのは、アカウンタビリティ欠如の恐れである。

株主へのアカウンタビリティの問題

ベネフィット・コーポレーションは、たとえ株主利益を（バランス的に許容される範囲内で）ある程度犠牲にしても、ステークホルダー利益や公益を増進する施策を取ることができる。しかし、それは一歩間違えると、乱脈経営をチェックできないことにもつながりかねない。受託者責任の対象が株主から広くステークホルダーや社会・環境に拡散されているため、株主による責任追及は困難になるだろう。実際の訴訟で裁判所がどう判断するかは、今後の判例の蓄積を待つよりない。

デラウェア大学コーポレートガバナンスセンターのエルソン所長は、「この仕組み

⁸¹ 同上

⁸² Tony Green, "Benefit Company Bill Signed into Law," The Oregon Secretary of State Blog (2013/6/18)

⁸³ Delaware Division of Corporations, 2012 Annual Report

⁸⁴ Masada Siegel, "'Benefit corporation' legislation set for Arizona vote in spring," Phoenix Business Journal (2012/12/7)

⁸⁵ 同上

⁸⁶ Zak Kozuchowski, "New Virginia law adds legal structure of 'benefit corporations'," Virginia Business (2011/6/1)

では、投資家に対するアカウンタビリティはゼロである。経営者は、あるステークホルダーの関心に応えるという題目のもとに、ほとんどなんでも好きなことができる」と述べている⁸⁷。立法に賛同する法律専門家の中にも、経営陣が公益の名のもとに無責任・不適切な経営を行うことに懸念を抱くものが存在する⁸⁸。

もっとも、ベネフィット・コーポレーションの取締役も、通常の株式会社同様に株主総会で選任されるので、それが一定の歯止めになる可能性はある。但し、そうやって選任された取締役は、あくまで株主利益、ステークホルダー利益、公益をバランスする責務を負い続ける。

ステークホルダーへのアカウンタビリティの問題

他方で、ステークホルダーや社会・環境へのアカウンタビリティにも問題がある。取締役選任を含めた議決権を有するのはすべてのステークホルダーの中で株主だけであり、また、経営陣がステークホルダー利益や公益の追求を怠っても、その責任を追及できるのも株主だけである⁸⁹。そもそも株主に経営陣の公益追求を監視・促進するインセンティブはどれだけあるのだろうか。もっとも、ベネフィット・コーポレーションは、その企業の社会・環境貢献を担保するために株主になる投資家（創業株主を含む）を引き寄せ、株主が積極的に公益促進を擁護する場合もあるだろう。

資金調達への懸念

そのように投資家へのアカウンタビリティが欠如した企業に、投資家（株主）の資金が集まるのだろうかという疑念もある⁹⁰。これに対して「ベネフィット・コーポレーション白書」では、社会責任投資等の資金を引き寄せるので問題ないと反論している。特にベネフィット・コーポレーションの発展可能性を占う上で重要な問題の一つは、上場企業としての資金調達がスムーズにできるか否かである。2015年4月に手芸品オンラインバザール企業でありBコープの認証を受けたEtsyが上場して注目を浴びたが、法的にはベネフィット・コーポレーションではなく通常の株式会社である⁹¹。2015年10月、PEファンドのKKR等が出資する高等教育提供企業のLaureate Educationが、デラウェア州PBC転換⁹²後にIPOのファイリングを行い注目を集めている。上場が実現すれば、PBCとして第1号となる⁹³。

ベネフィット・コーポレーションは普及するか

ベネフィット・コーポレーションは今後、どの程度広まっていくのだろうか。これまでのところ、ベネフィット・コーポレーション登録を行ったのは、すべて（ほとんどが小規模の）非上場企業であり、上場企業は1社もない。デラウェア州は、株式会社からPBCへの転換について、とりわけ厳しいハードル（発行済株式総数の90%以上）を課しており、現実問題として当面、大手の上場企業がPBCに転換することは想定しがたい。他州でも（2/3とハードルは下がるが）既存の上場企業の転換の動きは今のところ見られない。今後、上場ベネフィット・コーポレーションが登場するとすれば、最初からベネフィット・コーポレーションとして設立された企業ないし（Laureate Educationのように）非上場のうちにベネフィット・コーポレーションに転換した企業によるIPOの可能性が高いだろう。その場合、市場（株主となる投資家）にどのように受け入れられるかは未知数である。

⁸⁷ Jena McGregor, "Creating a class of 'do good' companies; More and more leaders are adopting a new legal structure for their businesses – it's called the benefit corporation," Washington Post.com (2013/9/26)

⁸⁸ Wade Malcolm, "Incorporation; Public benefits firms mulled," The News Journal (2013/4/21)

⁸⁹ Strine [2012], 150 頁脚注 45 参照

⁹⁰ Wade Malcolm, "Incorporation; Public benefits firms mulled," The News Journal (2013/4/21)

⁹¹ Steven Davidoff Solomon, "Idealism That May Leave Shareholders Wishing for Pragmatism," The New York Times (October 14, 2015)

⁹² Laureate Education, Press Release, "Laureate Education Becomes a Public Benefit Corporation" (February 10, 2015)

⁹³ Laureate Education, S-1, filed on October 2, 2015

パタゴニアの事例

既にベネフィット・コーポレーションに転換した企業のうち最も有名なものは、アウトドア用品のパタゴニア（Patagonia）社である。同社のミッション・ステートメントは「最高の製品を作り、環境に与える不必要な悪影響を最小限に抑える。そして、ビジネスを手段として環境危機に警鐘を鳴らし、解決に向けて実行する」というものである⁹⁴。同社は「責任ある企業」を目指して、事業運営面で環境保護や公正かつ安全な労働環境を重視し、それをサプライチェーン管理にまで推し進めている。

パタゴニアは以前から B Lab による公認 B コープの認証を受けていたが、2012 年 1 月、カリフォルニア州ベネフィット・コーポレーション法施行の初日に、ベネフィット・コーポレーションへの転換を登録した⁹⁵。創業者のイヴオン・シュイナードは、転換に際して、「パタゴニアは 100 年存続する企業を築こうとしている。ベネフィット・コーポレーション法は、パタゴニアのような社会貢献企業（Mission-driven Business）が、創業企業家の定めた価値観、文化、プロセス、高い基準を制度化することにより、経営者の交代や資本調達のみならず合併・買収を通じて、社会貢献企業であり続けるための法的フレームワークを提供してくれる」と述べている⁹⁶。

パタゴニアは現在、創業者の支配する非上場企業であり、株主からの利益最大化圧力は受けていない。しかし、たとえば今後上場したとしても、ベネフィット・コーポレーションとなったパタゴニアは、公益やステークホルダー利益のために高値の買収申し入れを拒否することができる。また、経営者の交代や外部資本（株主）の導入で、同社の掲げる公益が守られないおそれが出た場合には、2%以上の株式を持つ創業者一族等の株主が、公益を守るよう訴訟を提起することができる。

グリーンウォッシング

このように、社会貢献企業の創業者にとって、ベネフィット・コーポレーションになることには一定の魅力があるが、マーケティング目的でベネフィット・コーポレーションに転換する企業も存在する。たとえば、先述したディマジ（DiMagi）社の最高執行責任者は、「われわれにとって、ベネフィット・コーポレーションになる目的は、マーケティングと採用活動だ」と明言している⁹⁷。

今後の見通し

現段階では、ベネフィット・コーポレーションが近い将来、既存の大企業、特に上場企業を置き換えて米国の経済活動や資本市場に多大なインパクトを及ぼすと予想する人はほとんどいない。社会・環境貢献意識の高い非上場企業の創業経営者や同族経営者のためのニッチな法人格であり、一部はマーケティング目的で利用されているというのが大方の見方であろう。デラウェア州の「とりあえず制度だけ作ってどうなるか見てみよう」というスタンスも、その線に沿うものである。

しかし、新しい法人格が広まるか否かは、時間が経たないと分からないものである。1977 年に初めて立法化された法人格である LLC（Limited Liability Company）は、長らくニッチな法人格であったが、1996 年に IRS がパススルー課税を正面から認める税制改正⁹⁸を行ったのを契機に、全米に一気に広がり、現在では大企業子会社や合併会社の多くが LLC に転じるなど、非常によく利用される法人格となっ

⁹⁴ 同社 Website, <http://www.patagonia.com/jp/patagonia.go?assetid=6652&ln=140>

⁹⁵ Mat McDermott, “Patagonia Becomes a California Benefit Corporation,” *treehugger* (2012/1/3)

⁹⁶ 同上

⁹⁷ Andy Metzger, “State enacts ‘B-Corp’ to foster new businesses,” *The Daily News of Newburyport* (2012/12/4)

⁹⁸ いわゆる“Check the Box”レギュレーション。

ている⁹⁹。ベネフィット・コーポレーションについても、今後の社会・経済情勢の変化や、特に税制等の制度面での変更があれば、それを契機に（特に非上場企業で）利用が広がる可能性があるかもしれない¹⁰⁰。しかしそれは、非上場会社による利用や、LLC 的に上場会社の 100%子会社による利用が主となるであろう。

不徹底・不透明な制度

ベネフィット・コーポレーションは、ステークホルダー利益擁護の観点からは不徹底な制度であり、啓発された株主価値の立場からはガバナンスの不透明な制度である。その立法の実際は、従来型のステークホルダー原理で会社のガバナンス制度を実際に設計することの困難さを浮き彫りにしていると言えるであろう。

7. ステークホルダー利益代表取締役

ステークホルダーの利益代表取締役

ステークホルダーの利益を守る主体を誰にするべきかという問題について、伝統的には、現状通り株主総会で選ばれた取締役会とする考え方と、各ステークホルダーの代表から構成される取締役会とすべきだという考え方が対立している¹⁰¹。ベネフィット・コーポレーション立法は前者の一変種である。

もし、取締役会の責務が全ステークホルダーの利益を代表するのであれば、その取締役が全て株主によって選任されることには、正統性の面において疑わしいところがある。そこで 1970 年代頃から、株主のみならず他のステークホルダーの利益代表取締役（“constituency directors”）も含めた取締役会構成が提唱されたが、経営者は冷淡であった。当時の経営者は各種ステークホルダー取締役に掣肘されない完全な自由裁量権を欲したからである¹⁰²。

「コーポレートガバナンスの民主化」

最近も、ステークホルダー主義の学者がステークホルダーの利益をよりガバナンスに反映させる「コーポレートガバナンスの民主化」を唱えている¹⁰³。すなわち、株主以外のステークホルダーも（企業にステークを持つ）「投資家」であり、それらすべての「投資家」の利害が企業のガバナンスメカニズムに取り入れられるべきだとの主張である¹⁰⁴。

英国メイ首相の提案

ステークホルダーの利益を経営者に考慮させる具体的なメカニズムについてはさまざまな方法があり得るが¹⁰⁵、その最も直截な手段は、やはりステークホルダー利益代表取締役の任命であろう。ステークホルダー利益代表取締役の任命には既述のように経営者の抵抗感が強く、また現実の制度設計には難しい問題があると考えられてきたが¹⁰⁶、イギリスのメイ新首相が就任前の演説で、従業員と消費者の代表を企業の取締役会メンバーに任命するプランを披露し¹⁰⁷、にわかに現実味を帯びてきている。英国取締役協会は強制適用には反対の立場を取っているが¹⁰⁸、メイ首相は、2016 年 10 月 5 日の保守党大会での演説で、2016 年中にも消費者代

⁹⁹ LLC の歴史については、Hamill [2005]に詳しい。

¹⁰⁰ ちなみに、メリーランド州は 2011 年 5 月、全米で初めてベネフィット LLC の設立を認める立法を行っており（施行は 6 月）、今後、他州にも広まるか注目される。“Change Matters Becomes Maryland’s First Benefit LLC,” bmoremedia.com (2011/6/7)

¹⁰¹ Hansmann & Kraakman [2000], 8-9 頁

¹⁰² Gordon [2007], 1511-1512 頁, 1517-1518 頁

¹⁰³ Greenfield [2008b], 1053 頁

¹⁰⁴ Greenfield [2008b], 1044 頁

¹⁰⁵ Glynn [2008], 1093 頁参照

¹⁰⁶ Dent [2008], 1118 頁

¹⁰⁷ 2016 年 7 月 31 日付日本経済新聞記事「[FT]資本主義改革、英首相の覚悟」

¹⁰⁸ Sarah O’Connor & Jim Brunsden, “Businesses wary of Theresa May’s board reforms: Board shake-up is ‘not at the top of the wish list right now’” Financial Times (July 12, 2016)

表と従業員代表を取締役会に含める具体案を提示すると表明した¹⁰⁹。もしこれが実現すると、英国会社法におけるコーポレートガバナンスのあり方に大きな変容がもたらされる可能性があり、その動向が注目される。

IV. 株主価値と経営者のアカウンタビリティ

1. スコアカードとしての株主価値

目的関数としての株主価値

経営者は、人的資源や資本を最も生産的に活用するために、様々なトレードオフを伴う経営判断を下さなければならない。その時に基準になるのが、長期的なキャッシュフローの現在価値が増えるか減るか、すなわち DCF 価値としての企業価値、株主価値が増えるか否かである。そして、長期的なキャッシュフローを最大化するためには、ステークホルダーを公正に扱わなければならない¹¹⁰。

キャッシュフローないし利益は、企業が生み出して顧客が評価したアウトプットと、企業がそのために消費したインプットの差額であるから、ステークホルダーが公正に扱われ、環境等の外部性や独占問題が規制等でコントロールされている限り、企業価値・株主価値の最大化は社会全体の厚生最大化につながる¹¹¹。そのような意味で、「株主価値最大化」は、パイ全体の最大化を測定する上で最も適切な目的関数となるのである¹¹²。このような考え方を明確に表現したのが、エージェンシー理論で有名なハーバード大学のジェンセン教授による 2001 年の論文「価値最大化、ステークホルダー理論と企業の目的関数」¹¹³である。

株主価値重視は株主の優越性を意味しない

啓発された株主価値の立場からは、株主価値最大化は、社会全体の価値を最大化するための指標（代理変数）として重要なものであって、株主が他のステークホルダーよりも重視されるべきだということを意味するのではない。これについて、ジェンセンは以下のように述べている¹¹⁴。

適切な企業の目的をめぐる議論の多くは、企業のさまざまなステークホルダーの間の利益相反に焦点を当てる。そうすると問題は、「株主は従業員、顧客、債権者といった他のステークホルダーより重視されるべきか」ということになる。しかし、企業の目的をめぐる議論をそのように定式化することは、非生産的であるのみならず間違っている。真の問題は、「どのような企業の行動が社会の有限のリソースを最大限に活用できるか」、言い換えれば、「どのような企業行動が社会のリソースを最も無駄にしないか」ということであり、「あるグループが他のグループよりも特権を有するか、あるいは特権を有す

¹⁰⁹ “Theresa May’s conference speech in full: PM addresses Tory party faithful in Birmingham,” Conservative Party UK (October 5, 2016)

¹¹⁰ Mauboussin [2011]

¹¹¹ Jensen [2001], 11-12 頁

¹¹² Jensen [2001], 8 頁 (但し Jensen は、株主価値最大化ではなく、デットや優先株も含めた企業価値最大化を目的関数とすべきだと主張している); Sundaram & Inkpen [2004], 370 頁 (“Our basic argument is that the objective of shareholder value maximization matters because it is the only objective that leads to decisions that enhance outcomes for all stakeholders.”)

¹¹³ Jensen [2001]

¹¹⁴ Jensen [2001], 12 頁。生駒[2005] (「私の場合、株主重視というよりは、株主価値重視であり、言ってみれば、企業価値最大化は経営の一つの手法であり、指標でもあります。指標であるから、社長や執行役員が、うちの企業価値をいくらにすると定量的に言えて、それが本当に達成されたかが見えるわけです。これをモニタすることがコーポレートガバナンスの真髄です」 生駒俊明元日本テキサス・インスツルメンツ社長)

るべきか」ということではない。

同様の考え方は、エールロースクールのハンスマン教授とハーバードロースクールのクラークマン教授による有名な共著論文「会社法の歴史の終わり」（2000 年）でも表明されている¹¹⁵。

すべての思慮深い人は、企業は社会全体の利益を増進するように組織され経営されるべきであり、社会的な計算において、株主の利益は他の社会のメンバーの利益と比べて、より重視されるいわれはないと考えている。重要なのは・・・社会全体の利益を増進するという目的のための手段として、企業経営者が株主に対して強いアカウンタビリティを有するようにすることがベストだというコンセンサスが世界的に生じていることである。・・・もちろん、会社法が株主を重視することは、他のステークホルダーの利益を擁護しなくてもよいということを意味しない。単に、（債権者を除く）他のステークホルダーの利益を擁護する最も有効な法的メカニズムは、会社法の外にあるというだけのことである。

「啓発された価値最大化」と「啓発されたステークホルダー理論」

ジェンセンは、企業価値最大化とステークホルダー主義の対立を止揚するコンセプトとして「啓発された価値最大化」という概念を提唱し、以下のように述べる¹¹⁶。

啓発された価値最大化は、私が「啓発されたステークホルダー理論」と呼ぶものと同一である。啓発された価値最大化は、ステークホルダー理論の構造の多くを用いるが、ステークホルダー間に必然的に生じるトレードオフを判断する目的関数（評価尺度）として、長期的な企業価値最大化を受入れる。啓発されたステークホルダー理論は、企業のすべての重要なステークホルダーのニーズを満たすことに注力しつつ、長期的な価値最大化を企業の目的として明示する。そうすることによって、啓発されたステークホルダー理論は、経営者にステークホルダー間のトレードオフを判断する明確な指針を与え、伝統的なステークホルダー理論につきまとう「目的関数の多重性」から生じる問題を解決する。

それでは、なぜ、経営者の目的関数を DCF 価値としての企業価値最大化とすることが、全体のパイ拡大のうえで最も効率的なのであろうか。経営者が直接、全体のパイを最大化するように義務付ける方が直接的ではないか。その問題を考えるカギは、ジェンセンの指摘するステークホルダー間のトレードオフと経営者のアカウンタビリティにある。

ステークホルダー間のトレードオフ

まず、ステークホルダー間のトレードオフについて見てみよう。従業員は最高の給与と職の安定性、もっとも安易な労働環境を望む。顧客は最高の製品を最低の価格で購入したい。債権者は最高の支払確実性を望む。サプライヤーは最高値で最大の量の発注を望む。環境主義者はとにかく汚染を最小化したい。しかし企業のリソースは有限なので、これらの欲求を同時に満たすことはできない¹¹⁷。顧客満足度を高めるために価格を切り下げたり、サプライヤーからより高く購入したりすることにも限度があるのみならず、例えば、かつての米国自動車業界が経験したように、高すぎる賃金は企業の競争力を損なう¹¹⁸。

¹¹⁵ Hansmann & Kraakman [2000], 9-10 頁

¹¹⁶ Jensen [2001], 9 頁

¹¹⁷ Dent [2008], 1117 頁

¹¹⁸ Mauboussin [2011]

したがって、経営者は各々のステークホルダーの欲求をどこまで満たすかについて何らかの基準により判断を行わなければならない。しかし、伝統的なステークホルダー理論は、そのようなトレードオフをどう行うかについて、指針を与えてくれない¹¹⁹。結果的には、経営者の「バランス判断」に落ち着いてしまう。これに対して、価値最大化理論の指針は、ジェンセンによれば以下の通りである¹²⁰。

あるステークホルダーに 1 ドル余計に支出することによる長期的な企業価値の増加が 1 ドル以上であれば、そのような支出を行う。

「最大化」と「最適化」

例えば、製品価格の引下げが顧客満足度の上昇・将来の売上増大につながり長期的な企業価値（DCF 価値）を高めるか、従業員の給与引き上げが従業員満足度の上昇・意欲向上等につながり長期的な企業価値（DCF 価値）を高めるかという基準であり、これが最適なトレードオフの指針となる¹²¹。もちろん、ステークホルダーを不当に収奪すれば長期的な企業価値は低下する¹²²。長期的な企業価値・株主価値を高めるには他のステークホルダーの正当な利益を尊重することが重要であるが、他のステークホルダーの利益は「最大化」の対象ではなく、「最適化」の対象である。「最大化」すべきものは、パイ全体の尺度として、他のステークホルダーに正当に分配した後で残る株主価値のみである¹²³。

複数の目的関数と経営者の アカウンタビリティ

次に経営者のアカウンタビリティについて見てみよう。ジェンセンはまず、論理的には（特殊な条件を満たす場合を除き）複数の目的関数を同時に最大化することは不可能であると指摘する。したがって、経営者に現在の利益、市場シェア、将来利益の成長、等々を同時に最大化しろと言うことは、経営者に混乱した指針を与えることになる¹²⁴。モニタリングの観点からも、複数の目的関数の同時評価により判断基準が不明確になり、経営者のアカウンタビリティを問うことが難しくなる。したがって、（完全ではないが）最も社会全体のパイ最大化を促進するのに適した企業価値・株主価値最大化を単一の目的関数（評価尺度）とすることが望ましいとして、ジェンセンは以下のように述べる¹²⁵。

啓発されたステークホルダー主義者は、企業価値創造という目的関数が、経営者に相反するステークホルダーの利害のトレードオフを判断する手段を与え、経営者個人の嗜好から独立した原則に基づく意思決定を可能にすることに同意するだろう。さらに重要なのは、企業価値というスコアカードが経営者のパフォーマンスを測定する客観的な「ものさし」を提供するため、経営者の事業経営に対するアカウンタビリティが高まることである。

バランススコアカード批判

この意味で、ジェンセンはバランススコアカードについても、長期的価値創造を色々な角度から検証する道具としての有用性は高く評価しつつも、経営者の業

¹¹⁹ Jensen [2001], 13 頁参照; 新井[2002], 52 頁（「ステークホルダー論は、一見バランスのとれた良識論のようにみえる。しかし、ステークホルダー論には、経営者に明確な最終意思決定基準を与えてくれないという欠陥がある。その結果、関係者の利害が対立するときの意思決定が八方美人的な妥協の産物になりがちであり、必要な改革が迅速に進められない傾向を生む。」）

¹²⁰ Jensen [2001], 14 頁

¹²¹ Jensen [2001], 12 頁参照

¹²² Mauboussin [2011] (“The shareholder value approach acknowledges the tough choices that corporate executives face, and gives them a means to decide between them. But one point should be abundantly clear: A company cannot maximize shareholder value through systemic exploitation of its stakeholders.”)

¹²³ Holman Jenkins, Jr., “Are Shareholders Obsolete?” The Wall Street Journal (January 3, 2015) (“Maximizing shareholder wealth necessarily means optimizing (not minimizing, not maximizing) other values like customer satisfaction and worker pay.”)

¹²⁴ Jensen [2001], 11 頁

¹²⁵ Jensen [2001], 17 頁

績評価の指標とすることについては、(その複数目標性から) 批判的である¹²⁶。

2. ステークホルダー主義の欠陥

トレードオフ判断基準と経営者のアカウンタビリティ

このような啓発された株主価値は、社会全体の価値最大化を目指すステークホルダー主義と親和性がある。唯一の違いは、社会全体の価値最大化の尺度として、(啓発された) 株主価値最大化を採用するか否かである。なぜなら、そのような明確な尺度を用いることによって、ステークホルダー間のトレードオフを判断する基準を与え、さらに経営者のアカウンタビリティが明確になるからである。

逆に、トレードオフの判断基準の不明瞭さと、それに伴う経営者のアカウンタビリティの不明瞭化に、伝統的なステークホルダー主義の最大の弱点がある。「ステークホルダーの利益をバランスすべき」との判断基準につき、ステークホルダー論者はどう「バランス」するかについて何ら明確な判断基準を提供していない¹²⁷ため、結果的に経営者への白紙委任状になってしまいかねない。

誰がステークホルダー利益を判断するのか

さらに、株主価値最大化の場合はモニタリングの主役が株主（およびその代理人としての取締役会）であることが明確であるのに対し、多くのステークホルダー論者は、経営者が「ステークホルダーの利益を適切にバランスさせて全体のパイを最大化しているか」を誰が判断すべきかについても、曖昧な態度を取っている。

現在のように、株主が選んだ取締役会にステークホルダー利益の擁護を任せることには深刻な正当性の問題がある。株主のみによって選ばれた取締役会が他のステークホルダーの利益を擁護することをどうやって担保するのか、仮に取締役会が株主利益至上主義に陥った場合に、他のステークホルダーにはどのような対抗手段があるのかという問題である。ロンドンのキャスビジネススクールで組織行動学を研究するアンドレ・スパイサー教授は、「充実した雇用の創出や、産業の構築、顧客満足の向上、株主への利益還元など、企業には複数の目標」があり、「これら複数の目標間のバランスを取ることこそ、上級幹部の役目」であると主張したうえで、以下のように述べる¹²⁸。

例えば、取締役会に社員、顧客、コミュニティの代表など、株主から選出された者以外を参加させてもよいだろう。また業績だけでなく、顧客満足や社会的・環境的利益など、他の重要な要素に関する取り組みを企業が株主に報告するように義務化する方法もあるだろう。企業幹部らはさまざまな側面から評価され、動機付けされるべきであり、株主価値はその1つにすぎない。

しかし、イギリスのメイ首相が提起したステークホルダー利益代表取締役役については、さまざまなステークホルダーのうち消費者と従業員代表を加えるという中途半端なものにも関わらず産業界の抵抗感が強いし、ベネフィット・コーポレー

¹²⁶ Jensen [2001], 9 頁 (ジェンセンはバランストスコアカードを “the managerial equivalent of stakeholder theory” と呼んで批判するが、以下のように一定の有用性も認めている。 “And even if the Balanced Scorecard is likely to be counterproductive as a performance evaluation and reward system, the process of creating the scorecard can add significant value by helping managers understand both the company’s strategy and the drivers of value in their business.”)

¹²⁷ Jensen [2001], 14 頁 (“Stakeholder theory, by contrast, contains no conceptual specification of how to make the tradeoffs among stakeholders. And ... it is this failure to provide a criterion for making such tradeoffs, or even to acknowledge the need for them, that makes stakeholder theory a prescription for destroying firm value and reducing social welfare.”); Sundaram & Inkpen [2004], 371 頁 (“If managing on behalf of “stakeholders” is instead the desired goal, proponents of such a view must go beyond critiques of the shareholder view to offer a robust alternative theory ...”)

¹²⁸ アンドレ・スパイサー「株主価値の最大化が「最も愚かな考え」である理由」CNN.co.jp (2014/3/6)

ションの項で見たように、株主以外のステークホルダーに自らの利益擁護のための直接の訴訟提起権を与えることにはアレルギー的な反対（「濫訴の弊」）がある。ステークホルダー理論は株主価値批判には饒舌であるが、ステークホルダー理論を体現する具体的なガバナンス構造については曖昧なままである¹²⁹。

経営者支配の肯定リスク

このようなステークホルダー論の判断基準と判断者における二重の曖昧さは、結果的に経営者支配の肯定につながりかねない¹³⁰。これについて、ジェンセンは以下のように述べる¹³¹。

〔ステークホルダー理論〕は、経営者に企業のリソースを自分の好きな用途に振り向け・・・しかもそれが企業価値に与えた効果に対するアカウンタビリティを問われないことを可能にする。（これは、経営者がステークホルダー理論によりアカウンタビリティから逃れていることに気付いていない場合・・・にも妥当する。）このような非生産的な方向に経営者の権限を拡大することにより、ステークホルダー理論は経済におけるエージェンシーコストを増大させている。そして、ステークホルダー理論は経営者の権限を拡張するので、それが経営者の多大な支持を得ていることは驚くにあたらない。

「啓発された株主価値」を評価尺度に

結局、株主総会で選ばれた取締役会に、株主価値という物差しを外して「バランス良く」経営者のパフォーマンスをモニタリングさせることは、株主・資本市場の規律から遮断された経営者支配を正当化する結果になりかねない。本来、全体のパイを大きくして公正に分配したら、株主価値は上がるはずである。したがって、啓発された株主価値こそが、評価尺度として最も妥当であると考えられる。

全体のパイを大きくできず、収奪しなければ株主の目先の取り分を増やせない状況を招いておきながら、「株主価値至上主義」批判といったレトリックで株主に対するアカウンタビリティを回避しようとすることは、企業の長期的・持続的成長を阻害することにつながりかねない。

V. 株主価値をどう測定するか

1. 財務指標と株価指標

株主価値をどう測定するか

「啓発された株主価値」をパフォーマンス評価の基準とすると、次に問題になるのが、そのような株主価値をどう測定するかである。ここで株主価値とは DCF 価値のことであり、それは将来のフリーキャッシュフローの割引現在価値として定義される。フリーキャッシュフローは税引後営業利益¹³²から投下資本純増額¹³³を引いたものであり、「税引後営業利益＝投下資本×ROIC（税引後営業利益／投下資本）」であるから、FCF を増やすには、投下資本を拡大しつつ資本利益率（ROIC）を上げていけばよいことになる。但し、投下資本純増額を抑えるために、資本効率を良くしなければならないが、それも ROIC を高く保つことと同方向である。

¹²⁹ Dent [2008], 1118 頁

¹³⁰ Dent [2008], 1129 頁

¹³¹ Jensen [2001], 14 頁

¹³² 正確には Net Operating Profit After Tax (NOPAT)

¹³³ 「投下資本＝純運転資本＋有形固定資産＋その他投下資本純額」であるから、「投下資本純増額＝増加運転資本＋（設備投資額－減価償却費）＋その他投下資本純増額」である。その他投下資本純増額＝0 のとき、「FCF＝NOPAT＋減価償却費－設備投資額－増加運転資本」となり、FCF の簡便式が算出される。その他投下資本が増減する場合には、簡便式は使用できない。

Appendix 2 では、簡単なモデルを使ってこの関係を検証しているが、結論として、DCF 価値上げのためには、以下の 3 要因が重要であることがわかる。

- (1) 投下資本成長率の引き上げ（投下資本の拡大）¹³⁴：但し、ROIC>WACC の投資のみ行う
- (2) 資本利益率（ROIC）の引き上げ
- (3) 加重平均資本コスト（WACC）の引下げ¹³⁵

完璧な指標は存在しない

以上の考察から、パフォーマンス指標を企業価値向上にリンクする上で最も重要なのは、成長性と収益性（資本利益率）の両方をカバーしていることであることがわかる。しかし、問題は DCF 価値の測定には将来の収支予測が必要となることである。パフォーマンス指標を観測可能（observable）なものに限定すれば、完璧な指標は存在しない。成長率や ROIC の実績値といった財務指標は、将来の予測のベースとして有用な情報を提供するが、将来予測そのものではない。本来測定したい DCF 価値を推定しようとする、将来の利益を誰がどう予想するかという問題が生じる。企業経営者が強気の将来利益予想を主張し、投資家がより悲観的な将来利益予想を主張すると、水掛け論になってしまう。

株主価値の不偏推定としての株価

この問題の解決策として 1990 年代以降有力になってきたのが、株価を株主価値の不偏推定として用いるという発想である。すなわち、将来の利益予想として最も適切なのは広範な市場参加者のコンセンサス予想であるとしたうえで、株価はそのようなコンセンサス予想を反映したものであるとみなして、株価パフォーマンスで経営者を評価するという考え方である。その背景には、ディスクロージャーの強化等により株価の情報価値が高まり、またそれが独立取締役による経営モニタリングの実効性を高めたという状況がある¹³⁶。

次項では、経営者のパフォーマンス指標として株価を用いることの妥当性について論じる。なお、財務指標の理論的・実務的な分析と欧米企業の実例については、拙稿「「稼ぐ力」をどう測定するか」（資本市場リサーチ 2015 年夏季号）に詳説したので、贅言は避ける。

2. 株価パフォーマンス指標としての TSR

なぜ株価そのものではなく TSR を指標とするのか

もし株式市場が効率的で、株価が市場のコンセンサス将来収支予想に基づく内在価値を反映していれば、株価を高めることと内在価値を高めることは同じなので、経営者が長期的価値（内在価値=DCF 価値）を最大化することと、株価を最大化することは同値である。経営者がいま長期的価値を高める施策を行えば、株価は直ちに上昇する。したがって、経営者の評価は株価をどれだけ上げられたかで判断されることになる¹³⁷。

しかし、仮に市場が完全に効率的であったとしても、株価そのものを価値創造の指標とすることには問題がある。いま、株主価値 100 の会社が資金 20 を配当するか、再投資するかを選択を迫られているとする。資本コストを上回る有利な投資

¹³⁴ 投下資本回転率、マージンが安定すれば、投下資本の成長≒売上・利益成長である。

¹³⁵ 但し、WACC の引下げは通常、最適資本構成（→目標格付け）の議論に収斂する。

¹³⁶ Gordon [2007]は、1950 年から 2005 年の期間の米国における、独立取締役の増加と株価の情報有用性の高まりについて詳細に論じている。

¹³⁷ Asness [2015]

機会がないため、再投資した場合のプロジェクトの価値は 15 とする。すると、配当した場合の配当後の株主価値は 80 に対して、再投資した場合の株主価値は 95 となり、価値破壊的な再投資を行った場合の方が株価が高くなる。これは、前者において株主が受け取った配当 20 の価値を無視しているからである。

このような問題を是正し、株主にとっての真のリターンを測定するために、欧米ではトータル・シェアホルダー・リターン (TSR) という尺度が広く用いられている。TSR の計算方法は米国では SEC 規則によって定められているが¹³⁸、簡便には以下のように定義される。

$$\text{TSR} = \frac{1 \text{ 株当たり配当} + \text{株価値上り額}}{\text{株価}}$$

$$= \text{配当利回り} + \text{株価値上がり率}$$

この式を見ると、TSR は株主にとってインカムゲインとキャピタルゲインの和であることがわかる。上式の TSR は、一定条件¹³⁹を満たせば以下の式と等しい。

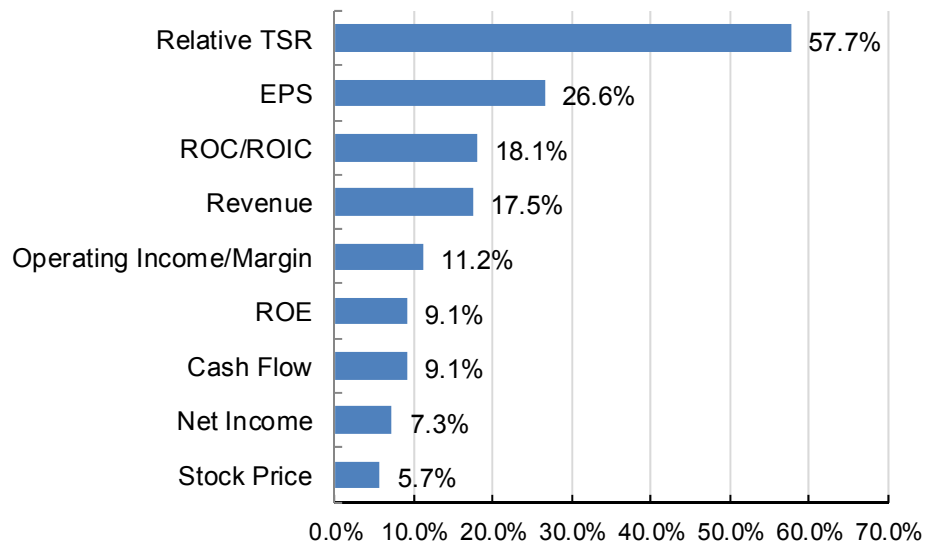
$$\text{TSR} = \frac{\text{株主還元額} + \text{時価総額の増加}}{\text{時価総額}}$$

但し、株主還元額には配当だけでなく自社株買いを含む。

長期業績指標としての TSR

このような TSR (正確には相対 TSR) は、米国大企業経営者の長期業績測定指標として最もポピュラーなものとなっている (図表 2、3)。

図表 2 : S&P500 社の長期報酬プランで使用頻度の高い業績指標



出所 : Equilar [2014] よりみずほ証券市場情報戦略部作成

¹³⁸ 田村[2015], 27 頁参照 (TSR の定義は SEC 規則 Regulation S-K の Item 201(e)に含まれる。ポイントは、配当があった場合、その配当でさらにその会社の株式を (配当受取時の) 時価で買い増したと想定して、当初投下した資金の増加率を計算することである。)

¹³⁹ 自社株買い前後の時価総額の減少額が自社株買い額と等しいこと。

図表 3：経営者報酬に関する長期業績指標に TSR を使用する米国企業の例

	Executive Compensation	
	Annual	Long-term
AMD	Adjusted Net Income, Revenue, Adjusted FCF, Adjusted Gross Margin, Adjusted Operating Income	TSR
Boeing	Economic Profit	TSR, Economic Profit
Dupont	Operating EPS, After-tax Operating Earnings, Revenue, Operating CF	TSR, Revenue Growth
GE	EPS, Operating Profit, Operating Margin, FCF, ROIC	Total Cash, Operating Margin, TSR
Nordstrom	ROIC, EBIT	TSR

出所：各社 Proxy Statement (2015)よりみずほ証券市場情報戦略部作成

SEC の開示規則案

さらに米国では、2015 年 4 月、ドッド＝フランク法施行の一環として、SEC が経営者報酬と実績の関係に関する開示規則案を公表しており、その中で、実績指標としての TSR の開示を要求している¹⁴⁰。これに対して、日本では未だ経営者の業績評価指標として TSR を採用する企業は公表ベースではほとんど見当たらず、IR 資料等で TSR の実績値を開示する企業も、伊藤忠商事（図表 4）、丸井グループ¹⁴¹などごく少数である。

図表 4：伊藤忠商事の TSR

株価・PER・PBR・TSR

PER: (株価 × 自己株除く発行済株式数 ÷ 当社株主帰属当期純利益当社公表予想) の日次平均

PBR: (株価 × 自己株除く発行済株式数 ÷ 直近株主資本実績) の日次平均

TSR(トータル・シェアホルダー・リターン): 配当を再投資した場合の投資収益率

	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
株価	784 円	824 円	890 円	1,229 円	1,280 円
PER	7.9 倍	5.5 倍	5.0 倍	6.7 倍	6.8 倍
PBR	1.1 倍	1.1 倍	1.0 倍	1.0 倍	0.9 倍
TSR	8.8%	9.0%	30.6%	10.7%	11.6%

出所：伊藤忠商事 Annual Report 2015 よりみずほ証券市場情報戦略部作成

それでは、TSR の高低はどのような要因によって定まるのであろうか。それによって TSR を経営者評価の指標とすることの妥当性が左右される。Appendix 3 では、市場が効率的で株価が内在価値を反映している場合の TSR の決定要因について、簡単なモデルを用いて検証を行っている。

TSR が株主資本コストと乖離する場合

Appendix 3 の議論から明らかになるのは、株価が内在価値と等しい場合には、市場が予想する将来の ROE やペイアウトレシオ、株主資本コストの予測が変わらな

¹⁴⁰ SEC Press Release, “SEC Proposes Rules to Require Companies to Disclose the Relationship Between Executive Pay and a Company’s Financial Performance” (April 29, 2015)

¹⁴¹ 丸井グループ 2016 年 3 月期決算説明会資料（2016/5/12）参照

ければ、TSR は常に株主資本コスト並みとなるということである¹⁴²。ROE の高い優良企業でも、それが市場株価に反映されていれば、出発点の株価が高くなるので、TSR はリスクに見合った市場パフォーマンス並みになってしまうのである。

逆に言えば、TSR が株主資本コストと乖離するのは、(1)株価が内在価値と等しくない場合¹⁴³、(2)金融・経済情勢・業界環境等のマクロ、セミマクロ要因の変動により ROE や株主資本コストの将来予想が変動する場合、(3)経営者の戦略採択、戦略遂行等により ROE やペイアウトレシオ、(資本構成に起因する) 株主資本コストに関する市場の将来予測が変動する場合である。

市場の効率性

第一に、株価が内在価値と等しくない場合には、経営者のパフォーマンス指標としての TSR の有用性は失われる。しかし、これは程度問題である。市場が常に完全だと主張する識者はほとんど見当たらないが、市場株価が常に内在価値と無関係であるということはあるそうにない。市場は完璧ではなくても、少なくとも先進国市場では市場株価はかなり効率的であると考えられる¹⁴⁴。したがって、株価パフォーマンスが低調であれば、経営陣による説得力のある反証がない限り、経営パフォーマンスの評価も低くなると考えるのが妥当であろう。

相対 TSR

第二に、個別企業の経営の巧拙と関係のないマクロ、セミマクロ要因による株価、ひいては TSR の変動であるが、これは TSR の絶対パフォーマンスでなく、同業他社と比較した相対 TSR パフォーマンスを見ることがかなり是正することができる。

企業特有の将来利益に対する市場の期待の変化

問題は第三の要因である。株価が内在価値を反映していれば、TSR の変動は事前に予測されていなかった ROE、ペイアウトレシオ、資本構成の変更等によって引き起こされる。たとえば、成熟企業で有利な投資機会がないのに無理に拡張投資を行っていた企業が「意外にも」株主還元強化に舵を切ったり、キャッシュリッチ企業が「意外な」大型自社株買いで資本構成を是正したりすれば、TSR はアウトパフォームする。利益についても、将来 ROE に対する市場の予測値が上方（下方）に改訂されると、TSR はアウトパフォーム（アンダーパフォーム）する。

すなわち、

TSR＝株主資本コスト±市場の将来期待の変化の影響

と表すことができ、特に、相対 TSR のアウトパフォーム／アンダーパフォームを決定するのは、同業他社に対してその企業特有の将来利益に対する市場の期待の変化ということになる。つまり、優秀な経営者については「思っていた以上にさらにやってくれそうだ」、そうでない経営者についても「思っていたほどは悪くなさそうだ」と期待が変化した場合に、理論的な相対 TSR はアウトパフォームする。

¹⁴² したがって、市場の予測にバイアスがなければ、事前的な TSR の期待値は株主資本コストと一致し、ROE の高低や資本構成等の影響を受けないはずである。事前的な TSR の期待値は直接観測できないが、もし、事後的な TSR の実現値が ROE の高低や資本構成等と相関関係にあれば、市場の期待にシステマチックなバイアスが存在する可能性が示唆される。例えば、市場が ROE について強すぎる Mean-Reversion の予想を持っていると、事後的な TSR の高低と事前的な ROE の高低に正の相関が認められる可能性がある。この点に関して、実務家サイドの実証的なリサーチは mixed results である。例えば、Mauboussin & Callahan [2013]は、リスク調整後の資本利益率と TSR の間には明確な関係は認められず、企業が株価に包含される市場の期待値を上回るかどうかを予測するシステマチックな方法はないと報告する。他方で、Helenius, et al. [2013]は、ROE の高い企業の方が相対 TSR が高くなると報告している。

¹⁴³ 厳密には、株価が内在価値と等しくなくても、裁定が働いていれば、TSR の事前期待値は株主資本コストと等しくなるが、その場合は TSR のアウトパフォーマンス／アンダーパフォーマンスは経営者の評価指標としての有用性を有しない。

¹⁴⁴ Asness [2015]参照

業績評価指標としての TSR の限界

もちろん、市場の期待を上方修正するような戦略を立案し遂行することは経営者として評価に値することであるし、TSR を向上させる方向での経営者の努力は、内在価値としての株主価値向上とベクトルが一致する。さらに、TSR は株主の当該期間におけるリターンそのものなので、株主の立場からは、TSR が経営者の業績指標として最も合理性のあるものである。しかし、あまりに TSR 偏重の業績評価は、内在価値としての株主価値向上に対する経営者の貢献を正しく捉えることができないことに留意する必要がある。

たとえば、市場から極めて高く評価されている人物が新 CEO に就任するというニュースが流れ、市場は新 CEO の下での高い利益成長を正しく予想して株価が急騰したとする。その後、新 CEO が就任して、退任するまで市場の期待通りの高い利益成長を達成した場合¹⁴⁵、その CEO 在任中の TSR は株主資本コスト並みとなってしまう¹⁴⁶。

やはり、業績評価は TSR だけでなく他の利益指標等と組み合わせて行うべきであるし、米国大企業の実例を見ると実際にもそうなっている（図表 3 参照）¹⁴⁷。経営者の一次評価者である取締役会は、機械的評価に陥ることなく、株価をベースにさまざまな会計情報やその他の非開示情報も含めて、株主価値創造の観点から多面的に経営者の評価を行うべきである¹⁴⁸。

3. インフォーマティブネスの観点からの業績評価

業績評価指標の二重の機能

業績評価指標を設定する目的は、企業価値（DCF 価値）創造の促進である。業績評価指標には二重の機能がある。それは目標設定時には、経営者の日々の行動を企業価値創造に向けて方向付ける機能があり、業績評価時には、取締役、ひいては株主・投資家による経営者判断の材料になる。

TSR のノイズ補整

本来、経営者の DCF 価値創造に向けた働きと量を直接測定できればよいのだが、それは極めて困難であるので、不完全ながら DCF 価値測定の指標として TSR が用いられるのである。しかし、TSR はノイズの多い指標である。必ずしも本来測定したい経営者の働きと関係のない要因で TSR は変動する。それをできるだけ補整するにはどうすればよいだろうか。

「インフォーマティブネス」

今年度ノーベル経済学賞を受賞した MIT のベント・ホルムストロム教授は、1979 年の論文¹⁴⁹で、ノイズのある評価指標（例えば TSR）に、他のこれも不完全な評価指標を組み合わせることにより、真に測定したい変数（例えば経営者の働き）に、より即した報酬評価を行い、経営者のインセンティブをより適正化して価値を増進できる必要十分条件を導き出した。このように追加指標が元の指標の情報

¹⁴⁵ 正確には、それに加えて、CEO 退任時の将来の収益見通しに関する市場の期待も、CEO 就任時と変化がなかった場合。

¹⁴⁶ 本来、新 CEO 就任のニュースが流れた時の株価急騰は、新 CEO の功績に帰されるべきものである。

¹⁴⁷ BlackRock CEO の Larry Fink は、投資先 CEO に宛てた 2016 年の書簡で、以下のように述べている。“... companies should work to develop financial metrics, suitable for each company and industry, that support a framework for long-term growth. Components of long-term compensation should be linked to these metrics.” (Fink [2016])。なお P&G では、株価ベースの TSR に代えて、会計指標ベースのいくつかの指標を組み合わせた Operating TSR を重要な評価指標としている。Martin [2010]

¹⁴⁸ Asness [2015] (“If you want management to maximize shareholder value, logically you should reward the team based on the difference between the current stock price and what the stock price would be without their efforts ... While that is unobservable, the current stock price is probably a useful input in assessing that, as is the performance of the stock relative to an industry benchmark. But a board of directors has access to a lot of nonpublic information about management skill that is also relevant.”)

¹⁴⁹ Holmstrom [1979]; Nobel Committee [2016], 7-8 頁参照

価値を増大させる条件を「インフォーマティブネス」という。同業他社の株価の動きという情報を加味した相対 TSR はそのようなインフォーマティブネスを満たした例であろうし、そもそも業績評価が財務指標と株価指標を組み合わせで行われているのも、その観点から理解できるだろう¹⁵⁰。

株式市場の流動性

しかし、如何なる組合せにしる、財務データのみでは捕捉できない投資家の有する情報を織り込んだ株価が大きな役割を果たすべきことは、インフォーマティブネスの観点からも必要であろう。その場合、株価の情報有用性の高低、すなわち市場の洗練度は非常に重要な問題である。ホルムストロムと 2014 年ノーベル経済学賞受賞者であるジャン・ティロール教授は、共著論文¹⁵¹の中で、株価情報の有用性（インフォーマティブネス）は、株式市場の流動性が高いほど高まることを理論モデルで示した。

VI. 株主価値経営と株価経営

1. ショートターミズム

株価をベンチマークとした経営の是非

株主価値経営は本来 DCF 価値を指標にした経営であるが、DCF 価値の代理変数の有力な一つとして株価が使われることから、「株主価値経営の是非」という題目で、実際には、「株価をベンチマークとした経営の是非」が議論されることが多い。

例えば、株主価値に批判的な法学者リン・スタウト教授は、株価（とその動き）は社会的価値創造を反映しておらず、したがって、株価最大化にフォーカスした経営は社会的な非効率と資源配分の誤りを引き起こすと主張する¹⁵²。これに対して、例えば AQR キャピタルの共同創業者であるクリフォード・アスネス氏は、市場は完全ではないが、誰も市場平均を上回るパフォーマンスを継続することが困難である程度には効率的であり、経営者は市場参加者の長期にわたる将来予測が織り込まれた現在の株価を最大化することに注力すべきであると主張する¹⁵³。

株価変動とショートターミズム

株価をベンチマークとした経営に批判的な論者は、株式市場は四半期業績の発表等で大きく乱高下する視野の短期的な市場と考え、現在の株価を引き上げる努力を行う経営を一律にショートターミズムとして非難する者が多いが、市場の流動性が十分にあり、企業の発信する情報が歪められていなければ、この非難は必ずしも当たらない。ホルムストロムは以下のように述べる¹⁵⁴。

米国の資本市場は、しばしばショートターミズムの批判を受けてきたが、もしこれらの批判が株価が最新の情報に照らして常に再評価されるべきではないと主張するのであれば、そのような批判はおおむね間違っている。特に、技術進歩の速い時期には、資本をどこに再配置すべきかを速やかに再評価することは、より大きな不確実性に対する合理的な反応である。株価が大きく変動するのは、まさに市場が成長期待について長期的な視野を持っているからである。また、株価は非常に不完全な指標ではあるが、指標としての株価には他に比類のない長所がある。それはインテグリティである。なぜなら、

¹⁵⁰ Nobel Committee [2016], 7 頁参照

¹⁵¹ Holmstrom & Tirole [1993]; Nobel Committee [2016], 8 頁脚注 14 参照

¹⁵² Stout [2000]

¹⁵³ Asness [2015]

¹⁵⁴ Holmstrom & Kaplan [2001], 138 頁

株式市場に参加する人は、自分のお金を投じているからである。

確かに、経営者の業績指標を短期の利益指標に限定すれば、経営者に長期の株主価値を犠牲にしてでも短期的業績を高めるショートターミズムの誘惑が生じるが、長期的価値を反映するはずの株価を業績指標とした場合にも、ショートターミズムの問題は生じるのであろうか。

ショートターミズムの理論的メカニズム

しばしば、株価は市場の将来予測の期待値による「Expectation Game」で変動するので、株主価値を上げるには市場の将来予測を上げるしかない、それが短期業績を重視するショートターミズムにつながるという説明がなされる¹⁵⁵。しかし、市場が効率的で株価が将来の利益期待を反映すれば、長期的利益を犠牲にして短期的な株価上昇を狙うことは本来意味をなさない。それにも関わらず、経営者が長期的利益の犠牲のもとに短期的会計利益を増加しようとするショートターミズムの問題が起こるとしたらなぜだろうか。もちろん、経営者が株価に関わりなく当期の会計利益に執着するというケースもあるだろうが、ここでは、株価を気にする経営者がショートターミズムに陥るメカニズムを模式的に示す。

経営者の財務リテラシーの問題

まず、経営者が市場の洗練度を低く見積もり、株価は直近の会計実績値だけで決まる、たとえば EPS に固定的な PER をかけたもので決まると考える場合である。実際には PER は固定的でないので、これは市場の現実としても誤った考え方であり、経営者の財務リテラシーの問題である¹⁵⁶。それでは、経営者が市場の洗練度を認識し、株価が将来の期待収益を反映していると考えられる場合はどうだろうか。実はその場合でも、ショートターミズム問題が発生する可能性がある。

業績発表に対する株価の合理的な変動

ホルムストロムが述べるように、株価（さらに TSR）は、将来の利益期待の変化に敏感に反応する。市場は、企業の将来利益の流列につき一連の期待を形成している。ここで足元の業績の実績値が発表され、それが事前の予想を下回っていた場合、他の情報がなければ、その期の利益だけでなく将来の利益の流列の予想値も引き下げるであろう。もちろん、当期の利益の下振れが一時的なものであったり、将来利益をさらに増大させるための先行投資を行ったためである場合には、IR 活動によりそれを市場に発信すべきであるが、市場による将来の期待値下方修正が正当な場合もあるであろう。

経営者の歪んだインセンティブ

そのような時に、経営者が（短期的な株価ベースの機械的な報酬などの歪んだインセンティブにより）株価を維持したい場合、将来のための投資を削減したり、会計上許容される操作（あるいはそれを超えた不適切会計）を行ったりすることにより、足元の業績の実績値をかさ上げる誘惑に駆られる¹⁵⁷。これが株価の圧力に屈した経営者のショートターミズム問題である¹⁵⁸。この場合、いずれ真実が明らかになれば株価は下落し、株主は損害を被ることになる。その極端な例がエンロンであり、経営者の私欲追求のために株主は最終的に甚大な損害を被った。当時のエンロンの CFO は法廷書面で以下のように証言している¹⁵⁹。

¹⁵⁵ Martin [2010]参照

¹⁵⁶ Mauboussin [2011] (“But the fact is, most CEOs have a poor understanding of how the stock market works. ... An enlightened CEO learns how the stock market sets prices.”)

¹⁵⁷ Martin [2010] (“The only sure way to increase shareholder value is to raise expectations about the future performance of the company. ... So the executives invest in short-term strategies, hoping to get out before the inevitable crash ...”)

¹⁵⁸ Dent [2008], 1109 頁 (“I believe short-termism is not a serious problem and, to the extent that it is a problem at all, it stems not from excessive shareholder power but from excessive CEO power and shareholder weakness.”)

¹⁵⁹ United States v. Andrew Fastow, Plea Agreement dated January 14, 2004, Exhibit A; Sundaram & Inkpen

私は・・・株主に正直なサービスを提供する義務に違反し、エンロン株主の犠牲のもとに、私自身および他の者が不当な利得を得るスキームに従事した。

「株価経営」と真の株主価値経営

このように、市場に対する浅薄な理解を前提に長期的利益を犠牲に短期の業績を引き上げたり、市場を欺いて不適切な会計等の手段を講じることにより、目先の株価を引き上げようとする経営を、「株価経営」と呼ぶことができるだろう。これに対して、真の株主価値経営とは、長期にわたる将来利益の現在価値としての株主価値を高め、それを市場に正しく伝達することにより、結果的に株価が上昇する経営である。ブラックロック CEO のラリー・フィンクは、投資先会社の CEO に宛てた 2016 年の書簡の中で、以下のように述べている¹⁶⁰。

今後、企業が長期成長戦略のフレームワークをもっときちんと開示することができるようになれば、四半期毎の EPS ガイダンスの必要性は低下する。そうなれば、われわれとしては、むしろ四半期 EPS ガイダンスをやめるように促したい。今日の四半期利益にヒステリックに反応するカルチャーは、われわれの長期的アプローチに反するものである。誤解のないように明確にしておきたいが、われわれは企業は四半期の業績開示自体は継続すべきだと確信している。「長期主義」の名の下に透明性を後退させてはならない。しかし、CEO は四半期業績開示において、EPS がアナリストのコンセンサス予想から 1 セント外れたとかいうことでなく、自社の戦略計画に照らした進捗状況を明らかにすることに注力すべきである。明確に市場に開示され投資家に理解された長期計画があれば、四半期業績開示は、絶え間ないショートターミズムの道具から長期的行動の成果を測定する構成要素となるであろう。四半期開示は企業の「心電図」として有用なものとなり、企業が長期的な価値創造計画のベースラインに対して、どのようにパフォーマンスしているかについての情報を提示するようになるだろう。

2. 真の株主価値経営へ

報酬体系と監査の問題

株価経営を招いた原因には、経営者の財務リテラシーの問題に加え、経営者の報酬体系の問題と監査の問題がある。経営者の報酬をあまりに短期的に株価に連動させ、しかも短期に行使可能なストックオプション中心にすると、経営者には株価を操作する誘因が生じる¹⁶¹。そのような報酬体系では、経営者のインセンティブと株主利益のベクトルを一致させようという意図が、逆の結果を招いてしまうことになりかねない¹⁶²。監査制度の脆弱さがさらに、経営者による短期的会計数字の操作を招いた。このような監査の問題と経営者報酬の問題が 2000 年代初頭のエンロン等の会計スキャンダルと、2008 年の金融経済危機の背景にあると考えられ、SOX 法やドット=フランク法等によりガバナンスが強化されている。

近年の米国の経営者報酬体系は、年間業績は財務指標の組合せを主として評価し、長期業績は TSR 等を主に評価し、かつ報酬支払方法も行使可能になるまで期間を要するストックオプションやリストリクテッドストックなどを組み合わせ、経営

[2004], 371 頁。なお、エンロン事件については、Bratton [2002]参照

¹⁶⁰ Fink [2016]

¹⁶¹ Asness [2015]

¹⁶² Usman Hayat, "Shareholder Value Maximization: The World's Dumbest Idea?" (23 October 2014), available at: <https://eic.cfainstitute.org/2014/10/23/shareholder-value-maximization-the-dumbest-idea-in-the-world/> ("Montier claimed that shareholder value maximization has failed the shareholders – its intended beneficiaries. ... Montier said that financial incentives for management that were meant to maximize shareholder value did not work because of a flawed understanding of how human beings respond to incentives.")

パフォーマンスの実態的・
統合的な評価

エンゲージメントのフレーム
ワークとしての啓発され
た株主価値

者のモラルハザードを抑制する工夫をこらしている。しかも、経営者報酬のベンチマークや算式、業績評価や支払額は詳細に株主総会委任状勧誘書面で開示され、また、株主総会で経営者報酬に対する株主の賛否を問う「セイ・オン・ペイ」も導入されている。

しかし、最も重要なのは、取締役会が経営者のパフォーマンスを実態的に踏み込んで評価し、それを株主が判断しやすい形で開示することである。すでに、インフォーマティブネス原理に即して株価指標や財務指標などさまざまな指標の組合せが経営者評価に用いられているが、取締役会はそれらの外形的な指標を超えて、経営者の行動を直接観察し、非開示情報も含めて経営者を判断することができる立場にある¹⁶³。そのような情報の中には、長期的な DCF 価値と密接な関係を有するステークホルダー利益の適正な擁護や社会的価値への貢献も、統合的に含まれるであろう。CSR や ESG、バランストスコアカードといった評価指標も、そのような「啓発された株主価値」の中で統合的に考慮されるべきである。

「啓発された株主価値」は、従来の株主価値とステークホルダー主義の対立を止揚し、ステークホルダーの正当な利益と社会全体の価値への影響を長期的な DCF 価値の中に意識的に内部化し、他方でステークホルダー主義につきまっていた目的関数の多重性によるアカウンタビリティの欠陥を、拡大された株主価値概念を統一指標とすることにより解決する。但し、長期的な DCF 価値は直接測定することができないので、代理変数として実績値ベースの財務指標と市場の将来予測を反映する株価指標（相対 TSR）が用いられる。

このような「啓発された株主価値」のフレームワークは、最終的には企業の生み出す将来価値の最大化という点で目的を同じくするはずの株主（特に最終投資家のスチュワードとしての機関投資家）と企業（取締役会、経営者）の健全なエンゲージメントの土台となるであろう。また、企業も投資家も、パフォーマンスの真の目的関数は DCF 価値の増大とそれに対する経営者の寄与であることを認識し、代理変数である財務指標や株価指標のみによる機械的な評価に陥ることなく、実態を踏まえた評価を行うよう対話を進めるべきである。但し、財務指標、株価指標の低迷は、真の目的関数である DCF 価値の低迷を強く示唆するので、その場合は真の DCF 価値が損なわれていない挙証責任は経営者、企業側に転換されると考えるべきであろう。

以 上

¹⁶³ Asness [2015]

Appendix1. ベネフィット・コーポレーション立法の概要

1. B Lab 模範法案

模範法案は、各州の既存の会社法に対する「特別法」的なものとして起草されている。すなわち、ベネフィット・コーポレーションについて、模範法案に明示的に規定されている部分以外は、既存の会社法の条文がベネフィット・コーポレーションにもそのまま適用される。

ベネフィット・コーポレーション立法で重視されるのは、(1)会社の目的、(2)アカウンタビリティ、(3)透明性の3点である。以下、設立・転換手続きも含め、模範法案¹⁶⁴の概要を説明する。

設立・転換 (Subchapter 1)

企業は最初からベネフィット・コーポレーションとして設立することができる(103条)。その場合には、定款に「ベネフィット・コーポレーション」であることを明記しなければならない。

株式会社等の既存の事業法人がベネフィット・コーポレーションに転換するには定款変更によるが、その承認は特別決議(株主の2/3以上の賛成)による(104条a)。これは、株主利益優先からステークホルダー・公益バランス型への転換により既存の株主の権益が希釈されることに鑑みてのことである。同様に、合併等により既存の株式会社等がベネフィット・コーポレーションになる場合にも特別決議が必要である(104条b)。

逆に、既存のベネフィット・コーポレーションが、定款変更や合併等によりベネフィット・コーポレーションでなくなる場合にも、特別決議が要請される(105条)。

会社の目的 (Subchapter 2)

ベネフィット・コーポレーションは、「一般公益 (general public benefit)」を増進するという目的が必須である(201条a)。ここで一般公益とは、「ベネフィット・コーポレーションの事業・運営から生じる社会および環境への重要な積極的影響の総体であり、第三者基準に照らして測定されるもの」¹⁶⁵と定義されている(102条)。

さらにベネフィット・コーポレーションは、定款で、(一般公益増進目的に加えて)ひとつまたは複数の特定の公益増進を目的として規定することができる。つまり一般公益目的は必須であり、特定公益目的はオプションである。

アカウンタビリティ (Subchapter 3)

模範法案は、取締役の受託者責任の内容を株主優先からバランス型に明確に作りかえる。ベネフィット・コーポレーションの取締役は、受託者責任を果たすために、以下の利益をすべて考慮しなければならない(301条a)：

- (i) 株主
- (ii) 従業員(自社、子会社およびサプライヤーの従業員)
- (iii) 一般公益ないし特定公益の受益者としての顧客

¹⁶⁴ Model Benefit Corporation Legislation, Version of 4-10-13 (2013). Available at http://benefitcorp.net/storage/documents/Model_Benefit_Corporation_Legislation.pdf

¹⁶⁵ 原文：A material positive impact on society and the environment, taken as a whole, assessed against a third-party standard, from the business and operations of a benefit corporation.

- (iv) コミュニティ（自社、子会社、サプライヤーの事業所や工場が立地する地域を含む）
- (v) 地域および世界の環境
- (vi) 会社の短期的および長期的利益（長期的計画や独立性維持の利益を含む）
- (vii) 会社が一般公益目的および特定公益目的を果たすことのできる能力

「コンステティューエンシー条項」では、株主以外の利益の考慮はオプションであるのに対し、ベネフィット・コーポレーションではステークホルダーの利益や公益目的を考慮することが必須になっている。そして、（定款で公益目的優先を定めた場合を除き）ベネフィット・コーポレーションは、上記の利益のいずれかを優先してはならず、すべてをバランスよく考慮しなければならない（301 条 a）¹⁶⁶。つまり、株主利益の優先は立法的に明確に否定されている。

上場ベネフィット・コーポレーションは、年次公益報告書（後出）を作成し監査意見を述べる責務を負う「ベネフィット取締役」を指名しなければならない（302 条）¹⁶⁷。

ベネフィット・コーポレーション特有の条項（公益目的等）に関しては、金銭的な賠償を求めることはできず¹⁶⁸、訴訟は「公益執行手続き（benefit enforcement proceeding）」と呼ばれる特定履行訴訟に限定される（305 条）。原告適格を有するのは、会社自身および（代表訴訟として）取締役、2%以上の持株比率を有する株主（グループ）等である。

透明性（Subchapter 4）

ベネフィット・コーポレーションは毎年、「年次公益報告書（Annual Benefit Report）」を作成しなければならない（401 条 a）。年次公益報告書には、一般公益増進の履行状況、および（定款で特定公益を定めている場合には）特定公益増進の履行状況を記述するとともに、第三者の設定する基準に照らしての全般的な社会・環境貢献度のアセスメントを記載しなければならない。

模範法案は、この「第三者設定基準に照らしてのアセスメント」を非常に重視しており、起草者はそれを「ベネフィット・コーポレーション立法における本質的な要請」と述べている¹⁶⁹。第三者設定基準は、一定の要件を満たすものであれば選択可能で、たとえば B Lab の設定基準が考えられる。但し、アセスメントは自己検証でかまわず、第三者機関による監査までは要求されていない（401 条 c）。

年次公益報告書は、株主に対して送付されるだけでなく、ウェブサイトに掲示する等の方法でパブリック・ディスクローチャーを行わなければならない（402 条）。

¹⁶⁶ 但し、ニューヨーク州のベネフィット・コーポレーション立法は、一般公益が他のすべての利益を制約すると定めている。Westaway & Sampelle [2013]

¹⁶⁷ 非上場ベネフィット・コーポレーションの場合は、オプションである。

¹⁶⁸ ニューヨーク州やメリーランド州の立法では、金銭的賠償が排除されていない。Westaway & Sampelle [2013]

¹⁶⁹ Clark & Babson [2012], 845 頁

2. デラウェア州 PBC 法

デラウェア州の立法は、デラウェア会社法を改正し Subchapter XV ("Public Benefit Corporations") を付け加える形で制定されているが、例によって他州がベースとしている B Lab 版の模範法案とはかなり異なる部分がある。まず名称が異なる。デラウェアでは、ベネフィット・コーポレーションの代わりに「パブリック・ベネフィット・コーポレーション」という名前を使用する。以下、デラウェア州の法律（以下「PBC 法」と呼ぶ）を、模範法案との差異を中心に概観する。

設立・転換

企業は最初から PBC として設立することができるが、定款変更や合併等により株式会社等から PBC に転換する場合には、発行済株式総数の 90%以上の賛成という極めて高いハードルが課せられている（363 条 a）。これは既存株主の利益を保護するための意図的なものである。しかも、転換に際しては、反対株主の買取請求権（appraisal right）が与えられている（363 条 b）。したがって、既存の上場会社が PBC に転換することは考えにくい¹⁷⁰。逆に PBC が株式会社等に転換する場合の議決は、発行済株式総数の 2/3 以上である（363 条 c）。

PBC は社名の中に“public benefit corporation”, “P.B.C.”または“PBC”という語句を含むか、株式発行時に PBC である旨を投資家に通知しなければならない（362 条 c）。

会社の目的

PBC は、ひとつまたは複数の「公益（public benefit）」を増進し、責任のある持続的なやり方で事業運営を行う目的を有する営利法人である（362 条 a）。ここで公益とは、以下のように定義されている（362 条 b）：

「公益」とは、人、組織体、コミュニティないし（株主の資格としての株主を除く）利害関係者に対するプラスの効果（ないしはマイナスの効果の削減）を意味し、芸術的、慈善的、経済的、教育的、環境的、文芸的、医療的、宗教的、科学的、技術的な性質の効果を含む。¹⁷¹

模範法案との違いは、PBC は定款で、目的とするひとつまたは複数の特定公益を明記しなければならないことである（362 条 a）。すなわち、模範法案では特定公益目的はオプションであるが、PBC 法では特定公益目的が必須である。

アカウンタビリティ

PBC 法も模範法案と同様に、取締役の受託者責任の内容を株主優先からバランス型に作りかえる。PBC の取締役は、受託者責任を果たすために、以下の利益をすべてバランスよく考慮しなければならない¹⁷²（365 条 a）：

- (i) 株主の経済的利益
- (ii) 会社の活動によって大きな影響を受けるもの（ステークホルダー）の最善の利益
- (iii) 定款記載の特定公益

このように、PBC 法でも模範法案同様、株主利益以外のステークホルダー利益や

¹⁷⁰ Wade Malcolm, “Incorporation; Public benefits firms mulled,” The News Journal (2013/4/21)

¹⁷¹ 原文：“Public benefit” means a positive effect (or reduction of negative effects) on one or more categories of persons, entities, communities or interests (other than stockholders in their capacities as stockholders) including, but not limited to, effects of an artistic, charitable, cultural, economic, educational, environmental, literary, medical, religious, scientific or technological nature.

¹⁷² 原文：The board of directors shall manage or direct the business and affairs of the public benefit corporation in a manner that balances the pecuniary interests of the stockholders, the best interests of those materially affected by the corporation’s conduct, and the specific public benefit or public benefits identified in its certificate of incorporation.

公益を考慮することを義務付け（「公益条項」）、かつ、それらの利益をバランスさせるよう行動することを義務付け（「バランス条項」）しているが、取締役の責任が重くなりすぎて使い勝手の悪い制度にならないように、取締役の責任追及に制約を課している。

まず、PBC の取締役は、上記「公益条項」にもかかわらず、特定公益やステークホルダー利益に関して何人に対しても如何なる義務も負わない。そして、「バランス条項」については、情報に通じて（informed）、利害関係なく（disinterested）行動すれば、通常の健全な判断力を有する何人も是認しないようなものでないかぎり、そのような受託者責任を果たしたものとみなされる（365 条 b）¹⁷³。つまり PBC は、「公益条項」や「バランス条項」にもかかわらず、実際の実務取締役の責任追及の面では、通常の株式会社と比べて重くなっていないということである。

この 365 条 a に関する代表訴訟を提起できるのは、2%以上の持株比率を有する株主（グループ）¹⁷⁴のみであり（367 条）、たとえ PBC の取締役が公益増進義務を怠っても、株主以外のステークホルダーや公益対象者が代表訴訟を提起することはできない。

但し、PBC 法では、模範法案のような「公益執行手続き」という特殊な訴訟形態は規定されていない。また「ベネフィット取締役」の規定もない。全般に、PBC 法の規定は、365 条 a で株主利益のみならずステークホルダー利益や特定公益をバランスよく考慮することを取締役に義務付けた以外は、通常の株式会社制度にほとんど付け加えるところがない。

透明性

PBC 法が模範法案と最も乖離するのが、透明性の規定である。PBC は、少なくとも 2 年に 1 度、株主に「公益ステートメント」を送付しなければならない（366 条 b）。公益ステートメントには、公益増進のために取締役が設定した目的、公益増進の成果を測定するために取締役が採用した基準、公益増進目的の達成状況のアセスメントとその根拠となる事実を記載しなければならない。

この PBC 法の透明性条項は、模範法案より相当緩いものとなっている。第一に、模範法案は年次報告を義務付けているが、PBC 法は 2 年に 1 度以上である。第二に、模範法案はウェブサイト掲示等による公衆への開示を義務づけているが、PBC 法は株主への開示だけでかまわない。第三に、模範法案は「第三者設定基準に照らしてのアセスメント」を義務付けているが、PBC 法は第三者による基準設定を要求していない¹⁷⁵。

特に、第三の点は重要である。既述のように模範法案は、この「第三者設定基準に照らしてのアセスメント」を「ベネフィット・コーポレーション立法における本質的な要請」として非常に重視しており、この観点からみるとデラウェア州の立法は、相当水で薄められたものと見ることができる。

¹⁷³ さらに、PBC は定款により、利害関係のない取締役の責任を軽減することを認めている（365 条 b）。

¹⁷⁴ 上場会社の場合は、時価 2 百万ドル以上の株式を保有する株主（グループ）も代表訴訟を提起できる（367 条）。

¹⁷⁵ ただし PBC 法は、公益ステートメントに関し、定款規定により、(i)より頻繁に（たとえば年次）作成すること、(ii)公衆に開示すること、(iii)第三者基準を採用しあるいは第三者機関による監査を行うこと、を義務付けることを認めている（366 条 c）。

図表 5. デラウェア州 PBC 法と模範法案 (B-Lab) の比較

名称	"PBC"	デラウェア州PBC法		模範法案 (B Lab)	
		必須	362条(c)	任意	
会社の目的	一般的な公益促進目的	必須 (公益を生み出し、責任ある持続可能な方式で経営する必要)	362条(a)	必須 (一般的な公益増進を目的とする必要)	201条(a)
	特定の公益促進目的	必須 (目的とする特定の公益を定款に明記する必要)	362条(a)	任意 (目的とする特定の公益を定款に明記することができる)	201条(b)
取締役	取締役の責務	株主の利益、その他全てのステークホルダーの利益、定款記載の特定公益をバランスする責務	365条(a)	株主、その他全てのステークホルダーの利益、および公益を考慮する責務	301条(a)
	代表訴訟原告適格 (公益目的違反訴訟)	持株比率2%以上の株主(グループ) 上場会社の場合は2百万ドル以上の市場価値の株式保有でも可	367条	持株比率2%以上の株主(グループ)、取締役、持株比率5%以上の親会社株主(グループ)、その他定款で定める者	305条(c)
	公益取締役の選任	不要		必須 (公益オフィサーの選任は任意)	302条
公益報告書	頻度	2年に1回(定款で毎年等に短縮可)	366条(b)(c)	毎年	401条(a)
	第三者評価基準の採用	任意(定款でオプトイン可能)	366条(c)	必須	401条(a)
	第三者機関による監査	任意(定款でオプトイン可能)	367条(c)	任意	401条(c)
	一般公表	任意(定款でオプトイン可能)	368条(c)	必須(原則としてウェブサイト掲載による)	402条(c)
転換	一般法人からの転換 (合併による転換を含む)	発行済株数の90%以上の賛成 反対株主の買取請求権あり	363条(a)(b)	2/3以上の賛成による議決 反対株主の買取請求権なし	104条 102条
	一般法人への転換	発行済株数の2/3以上の賛成 反対株主の買取請求権なし	363条(c)	2/3以上の賛成による議決 反対株主の買取請求権なし	105条 102条

(出所) Delaware General Corporation Law 及び Model Benefit Corporation Legislation (Version of 2013/4/10)よりみずほ証券市場情報戦略部作成

Appendix 2. DCF 価値のドライバー

DCF 価値の定義

DCF 価値は、以下のように定義される。

$$V_0 = \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} \cdots (1)$$

但し、 V_0 は企業価値、 FCF_t は第 t 期のフリーキャッシュフロー、 r は加重平均資本コスト (WACC) である。

$$FCF_t = NOPAT_t - (IC_t - IC_{t-1}) \cdots (2)$$

但し、 $NOPAT_t$ は第 t 期の税引後オペレーティングプロフィット、 IC_t は第 t 期の投下資本である。

ROIC と g が一定の場合の DCF 価値理論式

投下資本利益率 ROIC が一定とすると、

$$NOPAT_t = IC_{t-1} \times ROIC \cdots (3)$$

投下資本が年率 g で増加するものとする、

$$IC_t = (1+g) \times IC_{t-1} = (1+g)^t \times IC_0 \cdots (4)$$

(2)、(3)、(4) より、

$$\begin{aligned} FCF_t &= IC_{t-1} \times ROIC - IC_{t-1} \times g = IC_{t-1} \times (ROIC - g) \\ &= (1+g)^{t-1} \times IC_0 \times (ROIC - g) \cdots (5) \end{aligned}$$

この式より、 $ROIC > g$ でなければ FCF がマイナスになるので投資すべきではないことがわかる。以下、 $ROIC > g$ を前提する。

(1)、(5) より、

$$\begin{aligned} V_0 &= \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{t=1}^n \frac{(1+g)^{t-1} \times IC_0 \times (ROIC - g)}{(1+r)^t} \\ &= \frac{IC_0 \times (ROIC - g)}{1+r} \times \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{t=1}^n \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^{t-1} \end{aligned}$$

ここで、 $g < r$ とすると、

$$\begin{aligned} V_0 &= \frac{IC_0 \times (ROIC - g)}{1+r} \times \frac{1}{1 - \frac{1+g}{1+r}} = \frac{IC_0 \times (ROIC - g)}{1+r} \times \frac{1+r}{r-g} \\ &= IC_0 \times \frac{ROIC - g}{r-g} \cdots (6) \end{aligned}$$

成長率 g と企業価値の関係

(6) 式より、ROIC が高いほど企業価値が高まり、WACC が高いほど企業価値が低くなることは明らかである。以下、成長率 g と企業価値の関係をみる。

$$\begin{aligned}\frac{\partial V_0}{\partial g} &= \frac{\partial}{\partial g} \left(IC_0 \times \frac{ROIC - g}{r - g} \right) = IC_0 \times \frac{-1 \times (r - g) - (ROIC - g) \times (-1)}{(r - g)^2} \\ &= \frac{IC_0}{(r - g)^2} \times (ROIC - r) \cdots (7)\end{aligned}$$

よって、ROIC > r ならば、投下資本の成長率が高いほど企業価値が高まり、ROIC < r ならば、投下資本の成長率が高いほど企業価値は低くなる。

Appendix 3. TSR

1. TSR の定義式

TSR の定義式

TSR は、一定条件¹⁷⁶を満たせば、以下の式で算出されるリターンと等しい。

$$TSR_{n,n+1} = \frac{DIV_{n+1} + V_{n+1} - V_n}{V_n} = \frac{DIV_{n+1}}{V_n} + \frac{V_{n+1} - V_n}{V_n} \cdots (1)$$

但し、TSR_{n,n+1} は第 n 期から第 n+1 期にかけてのトータルシェアホルダーリターン、DIV_{n+1} は第 n+1 期の株主還元額（配当、自社株買い）、V_n、V_{n+1} は各々第 n 期、第 n+1 期の株主価値（時価総額）を表す。

2. 株主価値の理論モデル

配当割引モデルによる理論株主価値

まず、TSR の決定要因を検証する前段階として、株主価値の理論モデルを構築する。株主価値の理論値は配当割引モデルにより以下のように決定される。

$$V_0 = \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1 + \rho)^t} \cdots (2)$$

但し、V₀ は株主価値、DIV_t は第 t 期の分配額、ρ は株主資本コスト（割引率）である。ここで、簡便化のために将来の予想 ROE と予想ペイアウトレシオ（POR）が何れも一定であると仮定すると、配当（DIV）、当期純利益（NI）、簿価株主資本（BE）の間には以下のような関係が成り立つ¹⁷⁷。

$$DIV_t = NI_t \times POR \cdots (3)$$

$$NI_t = BE_{t-1} \times ROE \cdots (4)$$

¹⁷⁶ 自社株買い前後の時価総額の減少額が自社株買い額と等しいこと。

¹⁷⁷ 配当、当期純利益、簿価株主資本は何れも将来予想であり、クリーンサープラス関係が成り立ち、時価評価等の影響は考慮しない。また、簡便化のためエンド・イヤー・コンベンションを採用している。

$$BE_t = BE_{t-1} + NI_t \times (1 - POR) \cdots (5)$$

但し、 NI_t は第 t 期の当期純利益である。なお、(5)式は新規株式発行がないことを前提としている。

(4)、(5)より、

$$BE_t = BE_{t-1} + BE_{t-1} \times ROE \times (1 - POR) = BE_{t-1} \times (1 + g) \cdots (6)$$

但し、

$$g = \frac{BE_t - BE_{t-1}}{BE_{t-1}} = ROE \times (1 - POR) \cdots (7)$$

これはサステイナブル成長率を表す。

(6)より、

$$BE_t = BE_0 \times (1 + g)^t \cdots (8)$$

(3)、(4)、(8)より、

$$DIV_t = BE_{t-1} \times ROE \times POR = BE_0 \times (1 + g)^{t-1} \times ROE \times POR \cdots (9)$$

(2)、(9)より、 $g \leq \rho$ のとき、

$$\begin{aligned} V_0 &= \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{t=1}^n \frac{BE_0 \times (1 + g)^{t-1} \times ROE \times POR}{(1 + \rho)^t} \\ &= \frac{BE_0 \times ROE \times POR}{1 + \rho} \lim_{n \rightarrow \infty} \sum_{t=1}^n \left(\frac{1 + g}{1 + \rho} \right)^{t-1} \\ &= \frac{BE_0 \times ROE \times POR}{1 + \rho} \times \frac{1 + \rho}{\rho - g} \\ &= \frac{BE_0 \times ROE \times POR}{\rho - g} \cdots (10) \end{aligned}$$

この(10)式が、配当割引モデルによる株主価値の理論式である。

3. PBR と ROE の関係

株主価値理論モデルによる
PBR と ROE の関係

ここで、TSR の決定要因を探る本道から脇道にそれるが、(10)式の株主価値理論モデルを用いて、PBR と ROE の関係を見てみよう。

$PBR = V_0 / BE_0$ であるから、(10)より、

$$PBR = \frac{ROE \times POR}{\rho - g} = \frac{ROE \times POR}{\rho - ROE \times (1 - POR)} \cdots (11)$$

(11)より、

$$PBR < 1$$

$$\Leftrightarrow \frac{ROE \times POR}{\rho - ROE \times (1 - POR)} < 1$$

$$\Leftrightarrow ROE \times POR < \rho - ROE \times (1 - POR)$$

$$\Leftrightarrow ROE < \rho \cdots (12)$$

すなわち、このモデルでは $PBR < 1$ は、予想 ROE が株主資本コストを下回っていることを意味する。

4. ペイアウトレシオが株主価値に与える影響

株主価値理論モデルによる
ペイアウトレシオと株主価値
の関係

さらに TSR の議論に進む前に、(10)式の株主価値理論モデルを用いて、ペイアウトレシオ (POR) の変化が株主価値 V_0 に与える影響を見てみよう。株主価値の理論式をペイアウトレシオで偏微分すると、

$$\begin{aligned} \frac{\partial V_0}{\partial POR} &= \frac{\partial}{\partial POR} \left(\frac{BE_0 \times ROE \times POR}{\rho - g} \right) \\ &= \frac{\partial}{\partial POR} \left(\frac{BE_0 \times ROE \times POR}{\rho - ROE \times (1 - POR)} \right) \\ &= BE_0 \times ROE \times \frac{\partial}{\partial POR} \left(\frac{POR}{\rho - ROE \times (1 - POR)} \right) \\ &= BE_0 \times ROE \times \left[\frac{1}{\rho - ROE \times (1 - POR)} - \frac{ROE \times POR}{\{\rho - ROE \times (1 - POR)\}^2} \right] \\ &= \frac{BE_0 \times ROE}{\{\rho - ROE \times (1 - POR)\}^2} \times [\rho - ROE \times (1 - POR) - ROE \times POR] \\ &= \frac{BE_0 \times ROE}{\{\rho - ROE \times (1 - POR)\}^2} \times (\rho - ROE) \cdots (13) \end{aligned}$$

よって、

$$ROE < \rho \text{ のとき、} \frac{\partial V_0}{\partial POR} > 0$$

$$ROE = \rho \text{ のとき、} \frac{\partial V_0}{\partial POR} = 0$$

$$ROE > \rho \text{ のとき、 } \frac{\partial V_0}{\partial POR} < 0$$

すなわち、予想 ROE が株主資本コストを上回っていればペイアウトを減らして再投資に回し、予想 ROE が株主資本コストを下回っていれば再投資を削減してペイアウトに回した方が株主価値は高まる。

5. TSR の理論値

株主価値理論モデルによる
TSR の理論値

それでは本筋に戻って、株価が内在価値と等しく、株主価値が(10)式で表される場合の TSR につき検討する。

$$TSR_{n,n+1} = \frac{DIV_{n+1} + V_{n+1} - V_n}{V_n} = \frac{DIV_{n+1}}{V_n} + \frac{V_{n+1} - V_n}{V_n} \cdots (1) \text{再掲}$$

但し、 $TSR_{n,n+1}$ は第 n 期から第 n+1 期にかけてのトータルシェアホルダーリターン、 V_n 、 V_{n+1} は各々第 n 期、第 n+1 期の株主価値を表す。

(10)式と同様の算出過程により、

$$V_n = \frac{BE_n \times ROE \times POR}{\rho - g} \cdots (14)$$

(8)より、 $BE_{n+1} = BE_n \times (1+g)$ だから、

$$V_{n+1} = \frac{BE_{n+1} \times ROE \times POR}{\rho - g} = (1+g) \times V_n \cdots (15)$$

(9)より、 $DIV_{n+1} = BE_n \times ROE \times POR$ だから、これと(14)、(15)を(1)に代入して、

$$\begin{aligned} TSR_{n,n+1} &= \frac{BE_n \times ROE \times POR}{V_n} + \frac{(1+g)V_n - V_n}{V_n} \\ &= \frac{BE_n \times ROE \times POR \times (\rho - g)}{BE_n \times ROE \times POR} + g \\ &= (\rho - g) + g \\ &= \rho \cdots (16) \end{aligned}$$

すなわち、予想される ROE、POR と ρ が一定のとき、TSR は常に ρ に等しい¹⁷⁸。

¹⁷⁸ この関係は ROE、POR が一定でない場合にも、収束条件を満たせば成立する。実は、株価が内在価値を反映していなくても、裁定が働いていれば、TSR の事前期待値は ρ と等しくなるが、その場合には、本文で示したような TSR がアウトパフォームする要因を分析することができない。

【参考資料・文献】

1. Asness, Clifford [2015], “Shareholder Value Is Undervalued,” AQR Capital Management: Cliff’s Perspective (January 6, 2015)
2. Bratton, William [2002], “Enron and the Dark Side of Shareholder Value,” 76 Tul. L. Rev. 1275-1361 (2002)
3. Burgman, Roland and Mark Van Clief [2012], “Total Shareholder Return and Management Performance: A Performance Metric Appropriately Used, or Mostly Abused?” Rotman International Journal of Pension Management, Vol. 5, Issue 2 (Fall 2012)
4. Clark, William and Elizabeth Babson [2012], “How Benefit Corporations Are Redefining the Purpose of Business Corporations,” Williams Mitchell Law Review Vol. 38:2 (2012)
5. Clark, William and Larry Vranka [2013], “White Paper - The Need and Rationale for the Benefit Corporation: Why It Is the Legal Form That Best Addresses the Needs of Social Entrepreneurs, Investors, and Ultimately, the Public” Version of January 18, 2013
6. Cobb, Jonathan [2012], “The role of institutional investors in corporate governance – a UK perspective,” Address to the Harvard Law School and Harvard Business School (October 3, 2012), available at: http://www.standardlifeinvestments.com/CG_Harvard_Lecture_Oct/getLatest.pdf
7. Crane, Andrew, Guido Palazzo, Laura Spence and Dirk Matten [2014], “Contesting the Value of “Creating Shared Value”,” California Management Review, Vol. 56, No. 2 (Winter 2014)
8. Dent Jr., George [2008], “Stakeholder Governance: A Bad Idea Getting Worse,” Case Western Reserve Law Review, Vol. 58, Issue 4
9. Equilar Inc. [2014], “Measuring Long-Term Performance: An Analysis of S&P 500 Equity Incentive Plan Metrics” (August 3, 2014) Available at: <http://www.equilar.com/publications/41-measuring-long-term-performance.html>
10. Fink, Larry [2016], “2016 Corporate Governance Letter to CEOs” (February 1, 2016), available at: <https://www.blackrock.com/corporate/en-gb/literature/press-release/ldf-corp-gov-2016.pdf>
11. Gilbert, Jay Coen, Donald Simon and James Steiker [2013], “Ben & Jerry Were Right,” Stanford Social Innovation Review (Winter 2013)
12. Glynn, Timothy [2008], “Communities and Their Corporations: Towards a Stakeholder Conception of the Production of Corporate Law,” Case Western Reserve Law Review, Vol. 58, Issue 4
13. Gordon, Jeffrey [2007], “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices,” Stanford Law Review, Volume 59, Issue 6
14. Greenfield, Kent [2008a], “Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age,” Harvard Law and Policy Review, 2
15. Greenfield, Kent [2008b], “Defending Stakeholder Governance,” Case Western Reserve Law Review, Vol. 58, Issue 4

16. Hamill, Susan Pace [2005], “The Story of Limited Liability Company: Combining the Best Features of a Flawed Business Tax Structure,” BUSINESS TAX STORIES, Steven A. Bank and Kirk J. Stark, eds., Foundation Press, Summer 2005; U of Alabama Public Law Research Paper No. 07-13.
17. Hansmann, Henry and Reinier Kraakman [2000], “The End of History for Corporate Law,” Harvard Law School, Discussion Paper No. 280 (3/2000)
18. Hart, Oliver [1995], “Corporate Governance: Some Theory and Implications,” The Economic Journal, Vol. 105, No. 430 (May 1995)
19. Heilbron, Johan, Jochem Verheul and Sander Quak [2014], “The origins and early diffusion of “shareholder value” in the United States,” Theory and Society, Volume 43, Issue 1
20. Helenius, Cary, Kevin Gomes and Graham Taylor [2013], ““Market IQ”: Understanding the Drivers of Shareholder Return,” Presentation at Actuaries Summit (20-21 May 2013)
21. Ho, Virginia Harper [2010], ““Enlightened Shareholder Value”: Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide,” The Journal of Corporation Law, Vol. 36:1 (2010)
22. Holmstrom, Bengt [1979], “Moral Hazard and Observability,” The Bell Journal of Economics, Vol. 10, No. 1 (Spring 1979)
23. Holmstrom, Bengt and Jean Tirole [1993], “Market Liquidity and Performance Monitoring,” The Journal of Political Economy, Vol. 101, No. 4 (August 1993)
24. Holmstrom, Bengt and Steven Kaplan [2001], “Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s,” The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2 (Spring 2001)
25. Jensen, Michael [2001], “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function,” Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 3 (Fall 2001)
26. Kimbrell, Anna [2012], “The Benefit Corporation: Can Changes to Corporate Law Change Business As Usual?” Seven Pillars Institute, Moral Cents Vol. 1 Issue 2 (Summer/Fall 2012)
27. Mauboussin, Michael [2011], “What Shareholder Value is Really About,” Harvard Business Review Online (October 3, 2011) [邦訳：マイケル・モーブッシン「株主価値の本当の意味」DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビューOnline (2013年1月15日)]
28. Mauboussin, Michael and Dan Callahan [2013], “Economic Returns, Reversion to the Mean, and Total Shareholder Returns,” Credit Suisse, Global Financial Strategies (December 6, 2013)
29. Martin, Roger [2010], “The Age of Customer Capitalism,” Harvard Business Review (January 2010)
30. OECD [2015], “G20/OECD Principles of Corporate Governance” (September 2015)
31. Page, Antony and Robert Katz [2012], “The Truth about Ben and Jerry’s,” Stanford Social Innovation Review (Fall 2012)
32. Porter, Michael, Greg Hills, Marc Pfizer, Sonja Patscheke and Elizabeth Hawkins [2012], “Measuring Shared Value: How to Unlock Value by Linking Social and Business Results,” FSG

33. Porter, Michael and Mark Kramer [2011], “Creating Shared Value: How to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth,” Harvard Business Review (January-February 2011)
34. Storper, Jonathan [2013], “New corporate form in Delaware,” Daily Journal (July 31, 2013)
35. Stout, Lynn [2000], “Stock Prices and Social Wealth,” The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series: Discussion Paper No. 301 (11/2000)
36. Strine, Jr., Leo E. [2012], “Our Continuing Struggle with the Idea That For-Profit Corporations Seek Profit,” Wake Forest Law Review, Vol. 47 (2012)
37. Sundaram, Anant and Andrew Inkpen [2004], “Stakeholder Theory and “The Corporate Objective Revisited”: A Reply,” Organization Science, Vol. 15, No. 3, May-June 2004, pp. 370-371
38. The Committee for the Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel (Nobel Committee) [2016], “Oliver Hart and Bengt Holmstrom: Contract Theory” (October 10, 2016)
39. Westaway, Kyle and Dirk Sampselle [2013], “The Benefit Corporation: An Economic Analysis with Recommendations to Courts, Boards, and Legislatures,” Emory Law Journal, Vol. 62:999 (2013)
40. A・G・ラフリー、ロジャー・マーティン（酒井泰介訳）[2013], 『P&G 式「勝つために戦う」戦略』朝日新聞出版
41. 新井富雄[2002], 「日本企業のコーポレートガバナンス再構築」知的資産創造（2002年6月号）
42. 生駒俊明[2005], 「コーポレートガバナンスと技術経営（MOT）：企業価値の最大化という視点から」産官学連携ジャーナル（2005年4月増刊号）
43. 田村俊夫[2015], 「「稼ぐ力」をどう測定するか」みずほ証券/日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2015年夏季号
44. 戸門大祐[2014], 「【判例研究】1.取締役および監査役はMBOに際し公正価値移転義務を負うとされた事例 2.取締役は株式公開買付けにつき会社として意見表明をする際に適正情報開示義務を負うとされた事例」法律論叢第87巻第1号（2014.8）
45. 柳川範之[2006], 『法と企業行動の経済分析』日本経済新聞出版社

留意事項

本資料はみずほ証券および日本投資環境研究所（以下、両社）が、金融・資本市場関係者および両社の顧客への一般的な情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。また、本資料は会計、税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものでもありません。

本資料に記載されている意見等は、各筆者の個人的な意見等であり、両社の意見等ではありません。

両社は、ここに記載されているデータ、意見等の正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況等に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

両社はいかなる場合においても、本資料を受領した者（以下、受領者）ならびに直接・間接を問わず本資料を当該受領者から受け取った第三者に対し、直接的、間接的、付随的、または通常・特別を問わず、あらゆる損害等（本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われるもの、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これらに限定されるものではありません。）について、賠償責任を負うものではなく、受領者の両社に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

ここに記載されたデータ、意見等にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはいません。

本資料の日本での配布は、両社がこれを行います。また、本資料の海外での配布は一切禁止されています。

また、本資料の著作権は両社に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

みずほ証券が取り扱う商品等は、価格変動等により損失が生じるおそれがあります。また、商品等により手数料をいただく場合があります。各商品等のリスクおよび手数料等については別にお渡しする契約締結前交付書面や目論見書等でご確認ください。



商号等：みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 94 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1 丁目 5 番 1 号 大手町ファーストスクエア

市場情報戦略部

〒101-8219 東京都千代田区神田駿河台 4-6 御茶ノ水ソラシティ

E-Mail: srd_qr@mizuho-sc.com



株式会社日本投資環境研究所
Japan Investor Relations and Investor Support, Inc.

〒103-0027 東京都中央区日本橋 1 丁目 17 番 10 号 新光ビルディング日本橋 1 号館

URL: <http://www.j-iris.com>