

総企業価値と再起可能性
コーポレートガバナンスの国際比較のための新フレームワーク
－新概念の特性解明と有効性検証－
(第1次報告)

著者名

小林秀之 (一橋大学名誉教授)
安達明久 (日本国際学園大学経営情報学部 教授
新潟産業大学通信課程 非常勤講師)

総企業価値と再起可能性
コーポレートガバナンスの国際比較のための新フレームワーク
－新概念の特性解明と有効性検証－
(第1次報告)

2025年度の文部科学省科学研究費助成事業
学術研究助成基金助成金:基盤研究(C)(一般)
課題番号25K04873

2026年3月31日

ガバナンス論の新フレームワーク構築研究会

はじめに

我が国をはじめ多くの主要国におけるコーポレートガバナンスの基本的考え方は、Michael C. Jensen が 2001 年に提示した「啓発されたステークホルダー論」に大きな影響を受けており、「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」という概念を基礎として展開されている。しかしながら、同理論に対しては、「長期的企業価値概念の煩雑性・曖昧性」、「多様なステークホルダー間の利害調整基準の不明確性」、「株主以外のステークホルダーの経営参画権の理論的根拠の薄弱性」などが課題として指摘されている。

また、主要国間においては、ガバナンス制度やその背景にある思想・法制度・労働市場構造等に大きな差異が存在している。例えば、米国では株主利益を重視する傾向が依然として強い一方、ドイツでは共同決定制度が制度化されており、日本においても「企業は公器」であるとの経営思想や企業内組合制度など、株主以外のステークホルダーへの一定の配慮を前提とした制度・慣行が形成されてきた。

本研究は、この様な主要国間における多様なガバナンス制度の特徴と背景を比較分析するための新たな理論的枠組みを試験的に提示し、その有効性を検証することを目的とする。

具体的には、「総企業価値」および「再起可能性」という2つの新たな分析候補概念を導入することによって、日米英独など主要国のガバナンス制度の特徴と背景を理論的に分析するための「共通フレームワーク」を提示し、事例分析を通じてその有用性を検証することを目指している。各国のガバナンス制度を規範的観点から論ずるものではなく、既存のガバナンス論を補完する新たな分析視角を試験的に提示し、その理論的有効性を検証する探索的研究として位置づけられる。

なお、本研究における「総企業価値」は、多様なステークホルダーの存在を前提として、企業活動によって創出される付加価値全体の帰属構造を理論的に検討するために設定した暫定的分析候補概念であり、「再起可能性」も同様である。各国ガバナンス制度の優劣を規範的に検討するためのものではなく、いずれも、日米独のほか、英国の啓発株主主義、北歐型労使協調モデルなど、多様なガバナンス制度の特徴とその背景を理論的に分析し理解するための「共通フレームワーク」の基礎候補概念として、試験的に提示するものである。

本研究は、2025 年度文部科学省科学研究費助成事業(基盤研究(C))として採択された研究課題である。研究初年度の 2025 年度においては、「総企業価値」および「再起可能性」の2概念について、理論的特性の分析と予備的な有用性検証を実施、第1段階がほぼ完了した。本ディスカッションペーパーは、その研究実績の要点を暫定的に公表するとともに、今後実施する「共通分析フレームワーク」の試験的設定、およびその有効性検証のための比較事例分析に向けた理論的基礎を整理することを目的とするものである。

2026年3月31日

ガバナンス論の新フレームワーク構築研究会 主査
一橋大学名誉教授
小林秀之

(文責)

同研究会 幹事
前新潟産業大学大学院経済学研究科教授
現同大学通信課程非常勤講師
日本国際学園大学経営情報学部教授
安達明久

目次

(本文)

要旨

キーワード

1. 本研究の概要 — 全体像と実績

- (1) 本研究の目的
- (2) 本研究の背景
- (3) ガバナンス論の変遷
- (4) 主要国におけるガバナンス論の多様性
- (5) 米国におけるガバナンス論と企業価値の関係
- (6) 3つのガバナンス論と既存企業価値概念の問題点
- (7) 新たな概念の試験的導入と学術的な問い
- (8) 本研究の特徴と既存研究の動向
- (9) 本研究の検討手順
- (10) これまでの研究実績 — 2025 年度に実施した第1段階の研究実績の要点
- (11) 第1段階の研究実績の要点整理

2. 総企業価値の特性 — コーポレートファイナンス論上の特性の論証

- (1) 「総企業価値」: 論証の前提となる事項と概念定義
- (2) 「総企業価値」: 概念の特性
- (3) MM 理論等と上記結果との比較

3. 総企業価値の意義 — 「総企業価値」のガバナンス論上の意義の検討・解釈

- (1) 「総企業価値」の意義 1 : ステークホルダーとしての「政府」
- (2) 既存企業価値概念の問題点
- (3) 「総企業価値」の意義 2 : 企業価値の最大化と分配の分離

4. 再起可能性の意義と有用性 — 経営参画権付与の多様性を論ずるための新視点

- (1) 「再起可能性」概念に基づく国毎のステークホルダーの特性比較
- (2) 再起可能性の定義
- (3) ステークホルダーの設定
- (4) 各国のステークホルダーの特性を把握するための比較基準
- (5) 再起可能性概念の暫定的有用性検証 — 日米のガバナンス制度比較
- (6) 事例分析結果の検討 — 日米における「経営参画権」の特徴と「再起可能性」の視点

5. 考察と要点整理

- (1) 考察 ; 本研究の内容と「啓発されたステークホルダー論」等の関係での意義
- (2) 要点整理
- (3) 本ディスカッションペーパーの位置付けと今後の課題

参考引用文献

論証資料(暫定版)

* 論証資料については下記 URL に随時清書改訂版を掲載。

https://drive.google.com/drive/folders/1lhf40V0hib_gc_vdvbwXNC9i8n0iMn6b?usp=sharing

(本文)

コーポレートガバナンスの国際比較のための新フレームワーク：総企業価値と再起可能性 －新概念の特性説明と有効性検証－ (第1次報告)

要旨

我が国をはじめ多くの主要国におけるコーポレートガバナンスの基本的考え方は、Michael C. Jensen が 2001 年に提示した「啓発されたステークホルダー論」に大きな影響を受けており、「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」という概念を基礎として展開されている。しかしながら、同理論に対しては、「長期的企業価値概念の煩雑性・曖昧性」、「各ステークホルダー間の利害調整基準の不明確性」、「株主以外のステークホルダーの経営参画権の理論的根拠の弱さ」などが課題として指摘されている。

本研究は、このような課題のうち、特に「企業価値概念」と「ステークホルダーの経営参画権」の問題に焦点を当て、主要国間における多様なガバナンス制度の特徴と背景を比較分析するための新たな理論的枠組みを試験的に提示し、その有効性を検証することを目的とする。

具体的には、「総企業価値」および「再起可能性」という2つの新たな分析候補概念を導入することによって、日米英独など主要国のガバナンス制度の特徴と背景を理論的に分析するための「共通フレームワーク」を提示し、事例分析を通じてその有用性を検証することを目指している。各国のガバナンス制度を規範的観点から論ずるものではなく、既存のガバナンス論を補完する新たな分析視角を試験的に提示し、その理論的有効性を検証する探索的研究として位置づけられる。

本研究では、第1段階において、「総企業価値」という候補概念について、コーポレートファイナンス論およびガバナンス論の観点から理論的性質の検討を行った。さらに、「再起可能性」を企業の破綻・清算時に各ステークホルダーが利用し得る制度的・市場の保護手段の総体として位置づけ、同候補概念を用いることによって、日米間におけるガバナンス制度、特に経営参画権付与の相違を比較分析し得るか否かについて、暫定的な検討を行った。

その結果は、次の2点に要約できる。

① 「総企業価値」は、営業利益に基礎を置く分析概念として構成することにより、資本構成および法人税率の影響を受けず常に一定であること、したがって、企業価値最大化とステークホルダー間の利害調整の議論を実務上分離し、調整することが可能であるなど、既存の株主型企業価値と異なる理論上の特性を有していることが論証された。

② 「再起可能性」については、日米のガバナンス制度の特徴と背景に関する暫定的な事例比較分析を行い、本研究が志向するガバナンス制度の多様性を分析するための「共通フレームワーク」を構成する重要な候補概念あり、総企業価値とともに一定の有用性を有する可能性があるとの示唆を得た。

本研究は、これら2つの候補概念を用いることによって、日米独のほか、英国の啓発株主義、北欧型労使協調モデルなど、多様なガバナンス制度の特徴とその背景を理論的に分析し理解するための「共通フレームワーク」を試験的に提示し、その有効性を検証しようとするものである。本報告は、その第1段階の理論的検討内容を暫定的に整理・公表するものである。

キーワード：企業価値、MM理論、コーポレートガバナンス、株主主権論、ステークホルダー論

1. 本研究の概要 — 全体像と実績

(1) 本研究の目的

Jensen, M. C.(2001)が 2001 年に提示した「啓発されたステークホルダー論」は、それまでのコーポレートガバナンス論（以下「ガバナンス論」という）における「株主主権論」と「ステークホルダー論」の対立を「長期的企業価値」の概念を導入することにより統合したものであり、現在のガバナンス論の基盤を形成する基礎理論とされている¹。しかし、同理論に対しては、「長期的企業価値概念の煩雑性・曖昧性」「各ステークホルダー間の利害調整における具体的基準の欠如」「多様なステークホルダーの経営参画権の薄弱性」などが課題として指摘されており、後述するように米国の経営実務においては依然として株主主権論が根強く支持されている状況にある。

本研究は、新たに「総企業価値」「再起可能性」という2つの候補概念を導入することにより、同理論のこのような課題を解決するために必要となる「新たな視点」「共通フレームワーク」を試験的に提示し、その有用性を検証すること、さらに、そのようなフレームワークが、米国の株主主義、英国の啓発株主義、ドイツの労働者参加モデル、北欧型労使協調モデルにおける多様なガバナンス制度の特徴とその背景を理論的横断的に分析し理解する上で有益なものについて、事例分析を通じて検証することを目

¹ 田村 俊夫 (2020)p163、江口 雅子 (2018) p30

的としている。

具体的には、次の2点が本研究の柱となっている。本研究における第1段階の作業において主に前者を、第2・第3段階において主に後者に関する検討を試みるものである。

①「総企業価値」概念の有効性の検討：「既存の企業価値概念の煩雑性・曖昧性」、および「各ステークホルダー間の利害調整における具体的基準の欠如」等の課題を解決するため、現在の企業価値評価における重要基礎理論となっている「MM理論」²と所謂「CAPM理論」³（以下両理論を一括して「MM理論等」という）を踏まえて、新たに「総企業価値」という分析候補概念を試験的に導入し、その理論的有效性を検討する。

②「再起可能性」概念の有用性の検討：「多様なステークホルダーの経営参画権の薄弱性」の課題を解決するため、株主の経営参画権の基礎とされる残渣利益請求権に加えて、さらに、新たに「再起可能性」という候補概念を追加提示し、主要国における多様なガバナンス制度の特徴と背景を理論的に分析するための「共通フレームワーク」を試験的に設定し、事例比較を通じてその有用性を検証する。

(2) 本研究の背景

この様な本研究の目的とその背景を理解頂くため、まず最初に、本論文の検討対象である「コーポレートガバナンス」と「企業価値」との間には、非常に密接な関係が存在する点を解説させて頂く必要がある。

例えば、東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コード（2021年改訂版）は、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を目指し制定されたものである。そこでいう「中長期的な企業価値」の概念は、2001年に Jensen, M. C.(2001)が提示した「啓発されたステークホルダー論」における「the long run value of the firm」を基にした概念であると推測される。啓発されたステークホルダー論は、前述したように既存の「株主主権論」と「ステークホルダー論」の対立を統合し、現在のガバナンス論の基礎となっている理論であるとされている。東証のコーポレートガバナンス・コードは、同理論に基づいて、中長期的な企業価値という概念を導入することによって、既存の「株主利益重視」の考え方を踏まえつつも、企業活動の社会的意義を重視し、「多様なステークホルダーとの協働」を図ることが、企業の持続的成長のために不可欠な要素であり、そして、その様な経営を実現することで、結果として株主利益が確保されるという考え方を提示したとも言える。この様に、コーポレートガバナンスと企業価値の概念の在り方は、相互に密接な関係を有している。

しかるに、ここで重要な点は、企業ファイナンス理論においては、企業価値について、次の様な定義が一般的には採用されている点である⁴。

企業価値 = 負債 + 株式時価総額の期待値（税引後利払後利益キャッシュフロー期待値の現在価値）

この定義においては、企業価値は、後述するように当該企業が生み出す税引後営業利益のキャッシュフローの期待値だけではなく、資本政策（財務政策）、税率によっても大きく左右されることとなる。このため、短期的な利益優先志向や、経営者の恣意的・保身的な経営判断（過剰な自己株取得、レバレッジ経営等）を誘引し易いなど、幾つかの課題を有していることが指摘されている（詳細後述）。

以下では、まず最初に、この様な企業価値の定義の課題を念頭に、ガバナンス論の変遷とそこにおける企業価値概念の位置づけを簡潔に整理し、本研究において「総企業価値」という新たな概念を提示するに至った背景について記すこととしたい。「再起可能性」の概念については、その後に詳述する。

(3) ガバナンス論の変遷

「G20/OECD コーポレートガバナンス原則 2023」の定義によれば、コーポレートガバナンスとは、「会社を方向づけ、目標を設定し、その目標を達成し業績を監視するための手段を決定する仕組みとシステムを提供するものである」とされている。このコーポレートガバナンスの定義の意義を理解するにあたっては、この定義のうちの「会社を方向付け、目標を設定し」の部分に関する考え方、特にガバナンス論のリード役である米国における考え方がどの様に推移し現在に至っているかを理解しておく必要がある。

具体的には、米国における企業経営の在り方に関する考え方は、1919年のフォード対ドッジ判決⁵で確立された「株主利益優先論」を土台とし、1930年代の Barle, A. A.らの「経営者支配論」を経て、1970年代からの Friedman, M.らによる「株主主権論」、さらにはこれと対立する Freeman, R.E.らの「ステークホルダー論」という2つの考え方へ大きく展開を遂げたことは良く知られている。

かかる中、1990年代から多くの州で Constituency 条項⁶が導入されるなど、ステークホルダーの役割を重視

² Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958)、同(1963)、およびBrealey, R.A., S.C. Myers, and F. Allen (2006) 邦訳 539-567

³ Sharpe, F. William (1964)

⁴ 津森信也 (2008) p310-311

⁵ Dodge vs. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (Mich. 1919)

⁶ Constituency条項: 取締役が意思決定を行う際に、通常取締役の責務規定に加えて、株主以外の利害関係者の利益をも考慮することを認める条項。米国においては、1990年代から多くの州で導入されている。西村あさひ法律事務所

した会社経営を支援するための法整備が進められて来た。さらに、2001年には Jensen, M. C. が「啓発されたステークホルダー論」を提示したことによって、これら「株主主権論」と「ステークホルダー論」の2つが理論的に統合されるに至ったと考えられている⁷。

しかしながら、米国の一般的経営実務においては、株主主権論の考え方が依然として根強く、2019年の「ビジネス・ラウンドテーブル (BRT) 声明」、2020年の「ダボス・マニフェスト」などを契機に、漸く「啓発されたステークホルダー論」が提示した考え方の重要性が認識され受け入れられ始めた段階にあると思われる⁸。

(4)主要国におけるガバナンス論の多様性

他方で、米国以外の日英独の3ヶ国におけるガバナンス制度の現状を簡単に整理すると、下記のように多様な考え方がとられている点に特徴がある。

日本: 我国においては、日本近代経済の父と言われる渋沢栄一の「道徳経済合一論」や、経営の神様と称された松下幸之助の経営哲学に見られるように、伝統的に「企業は公器である」との考え方が強いこともあり、2015年に東京証券取引所が制定した「コーポレートガバナンス・コード」において、「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」「株主との対話」「ステークホルダーとの適切な協働」といった概念が採り入れられている。

英国: 英国においても、同理論を踏まえ多様なステークホルダーの利害を考慮する2004年会社法改正や2010年ガバナンスコード改訂⁹などがいち早く行われている。

ドイツ: さらに、ドイツでは旧来から「株主と従業員による共同決定」を前提とするガバナンス体制がとられて来たことは周知の通りである。

北欧諸国: また、ノルウェーなど北欧諸国においても、労使協調型モデルや社会保障制度を背景として、株主以外のステークホルダーへの一定の配慮を前提とする制度が形成されている。

(5)米国におけるガバナンス論と企業価値の関係

この様な米国等におけるガバナンス論の変遷・多様性を踏まえて、「株主主権論」「ステークホルダー論」「啓発されたステークホルダー論」の内容と、企業価値概念の関係を米国を中心に整理すれば、次の通りである¹⁰。

「株主主権論」は、企業は株主のものであるという米国における伝統的認識を踏まえて、経営者に株主利益の最大化と、その具体的指標としての「短期における株式時価総額（企業価値）」の最大化を求めるものであると言える。

他方、「ステークホルダー論」は、企業は社会的な存在であるとの観点から、経営者に対し倫理や社会規範の遵守、多様なステークホルダーとの協働や利害の尊重を要請し、その前提の上で企業の経済的成功と持続的な成長・繁栄（企業価値の増大）を求めるものであると言える。特に近時は、環境や人権問題などのESGの観点からの「社会への貢献」を重要な課題として求めるようになってきている。

この様な「株主主権論」と「ステークホルダー論」の2つの対立する考え方に対しては、前者は経営者が短期志向となり、長期的持続的な企業の成長を阻害する結果を招くとの批判等がある一方で、後者についても経営者の経営責任が曖昧になり、恣意的でリスク回避的な経営を逆に助長する結果を招く等の批判が行われて来た¹¹。

Jensen, M. C. (2001)の「啓発されたステークホルダー論」は、この様な批判を踏まえて、「啓発されたステークホルダー」(enlightened stakeholder)と「長期的企業価値」(the long run value of the firm)という概念を導入することにより、両議論を論理的に統合することに成功したものとして位置づけられている。すなわち同理論は、一定の条件（詳細後述）の下では、経営者は各ステークホルダー間の利害調整を行う必要はなくなり、中期的企業価値最大化という「株主主権論」的な一元的基準に基づいた経営を行うことが可能となること、そしてその様な経営は、結果的には各ステークホルダーの満足の最大化、社会的厚生を最大化をもたらす、「ステークホルダー論」の求める状況を実現できることを論証したとされる。この様な考え方は、前述の2019年のBRTにおいては、「we share a fundamental commitment to all of our stakeholders」「Generating long-term value for shareholders」

(2023) 参照。

⁷ 江川雅子 (2018) p30

⁸ Brealey, R. A., S. C. Myers, and F. Allen (2006) 邦訳36-38、および田村 俊夫 (2020) p135-139

⁹ 江川雅子 (2018) p30、林孝宗 (2011) p252-255、田村 (2020) p 158

¹⁰ 以下の記述は、風間信隆 (2019)。江川雅子 (2018)などを参考に整理したものである。

¹¹ 江川雅子 (2018) p24-28、新井富雄 (2002) p52

という形で表現されているほか、2020年の「ダボス・マニフェスト」における「a company serves not only its shareholders、but all its stakeholders – employees,customers,suppliers,local communities and society at large.」「the long-term prosperity of a company」という表現の基礎となっていると言える。

(6) 3つのガバナンス論と既存企業価値概念の問題点

しかしながら、米国の実務の世界においては、先述した様に旧来型の「株主主権論」の考え方が依然として根強く、「ステークホルダー論」との統合を目指した「啓発されたステークホルダー論」の受容も前述の様に遅れている。その背景について3つのガバナンス論と企業価値概念の課題・問題点の観点から整理すれば、下記①～⑥の通りである。その要点は、次頁表1の様に要約できる。

表1 「株主主権論」「ステークホルダー論」等の特徴と課題

	株主主権論	ステークホルダー論	啓発されたステークホルダー論
特徴	株主利益の優先	企業の社会性の重視	啓発と長期的視点で両者を統合
課題問題点	短期志向、社会性無視	曖昧性・責任回避	非現実的前提、結局株主志向の指標

①「株主主権論」の問題点（短期志向と社会性軽視）：企業価値＝株式時価総額と捉え、短期の利益増や株価上昇を重視するため、企業活動の社会的側面への配慮に欠ける点に問題がある。これは米国では、前述の1919年のフォード対ドッジ判決において確立された「株主利益優先」の考え方、すなわち「企業は株主のもの」という私的財産権を重視する伝統的な考え方が根底にあり、企業を「社会的な存在」「公器」としてとらえる発想が希薄であることが背景と言える。また、企業を社会的な存在としてとらえる必要がある場合は、コーポレートガバナンス・コードによる一律規制ではなく、先述のConstituency条項の導入など、企業の自由な判断に基づいて異なるガバナンス構造を各企業が個別に判断し、採用すれば良いとの考え方が背景として存在すると考えられる。

②「ステークホルダー論」の問題点（曖昧性、責任回避等）：「ステークホルダー論」が目指す多様なステークホルダーを考慮した経営に対しては、「株主主権」の観点から不信感・批判が根強く存在する。すなわち、ステークホルダー論に基づく経営は、企業の意思決定過程を複雑化し、経営者の説明責任を曖昧で不明確なものにする、ひいては経営者の独断専行や恣意的な経営を許すことにつながるなどの批判である。また、多様なステークホルダー間の利益バランスを重視し、ステークホルダー間の利益対立を回避する安易な経営に陥り易くなり、現状維持・リスク回避の経営を招来する結果となるなどの批判も存在する。

③「啓発されたステークホルダー論」の問題点（非現実的前提）：第1の点として、同理論は、次の前提のもとに成立するものである点が指摘されている。すなわち、「外部性・独占等がコントロールされていること」「ステークホルダーが公正に扱われていること」、さらに「各ステークホルダーが啓発された状況にあること」を前提として成り立っている。特に3番目の「啓発」に関する前提については、経営者が「全てのステークホルダーの利益」を考慮した上で、長期的企業価値の最大化や成長に注力し、そのために必要となる明確な目標と戦略を設定すること、かつその上で、各ステークホルダーの利害が企業の長期的な価値最大化とどう関係するのか等、各ステークホルダーの啓発に努め、これによって「各ステークホルダーが啓発された状況」にあることが必要とされる。しかし、現実にはこれらの前提自体が完全には成立しておらず、非現実的であるとの批判がある。

④「啓発されたステークホルダー論」の問題点（具体策の欠如）：第二の問題点は、同理論においては、「株主以外のステークホルダーの利益を擁護する仕組みは、会社法の外に存在する」としている点である。すなわち、株主主権論とステークホルダー論の根本的な対立点である「株主と他のステークホルダー間の利害対立」をどの様にバランスさせ多様なステークホルダー間の協働を促すことができるかという点に対しては、同理論は、経営者が中長期的な観点から戦略を設定し経営判断を行うこと、および従業員や取引先のステークホルダーとの対話を積極的に進めること、研修などにより各ステークホルダーを啓発することを求めることを説くに留まっており、「実務的な解決策」を具体的には提示できていないとの批判がなされている。

⑤「啓発されたステークホルダー論」の問題点（企業価値尺度の煩雑性等）：第三の問題点として、同理論はステークホルダー間の利害対立を、「長期的な企業価値の最大化」と「啓発されたステークホルダー」の概念を導入することにより回避解決しようとした点が指摘できる。このうちの「長期的な企業価値」は、企業ファイナンス理論におけるDCF法により将来の税引後利払前キャッシュフローの期待値を基に算定されるものと理解されている。しかるに、実務上その価額算定プロセスは、決算書上の自己資本とROE、資本コスト、税引後損益の予想成長率など複数の要素で構成され、極めて「煩

雑」である。また、その構成要素は「株主利益」に関連したものが多く、上記③の3番目の前提（啓発されたステークホルダーの前提）が十分に充たれていない場合においては、結局「株主」の短期的利益を重視した経営を許すものであり、実質上は「株主主権論」と同じであると見做し得る。特に米国では実務上、中長期的企業価値の代理変数としてTSR（総合株主収益率）が広く利用されているため、これも外見上は結局経営者の短期的株価重視（株主重視）を誘引することになるとの批判がある。さらに、中長期的企業価値の概念は、資本政策によっても左右されるため、経営者の恣意的な資本政策（過剰な自己株取得、レバレッジ経営等）に陥り易いとの指摘もなされて来た。

⑥「啓発されたステークホルダー論」の問題点（多様なステークホルダーの経営参画権の根拠薄弱性）： 第四の問題点は、多様なステークホルダーにおける企業経営への参画権の論理的根拠について、同理論では「長期的企業価値創出」「ステークホルダーの啓発」にのみ依存しており、残渣利益請求権に基づく株主の経営参画権に対抗しうる論理的根拠、ステークホルダー固有の「特性」に劣づく論拠が十分に提示されていない点である。

(7)新たな概念の試験的導入と学術的な問い

本研究は、この様な課題を解決すべく、新たに「総企業価値」および「再起可能性」（詳細後述）という概念を試験的に導入し、その有用性を検証することを試みたものである。両概念の定義は下記の通りである。

（定義）

「総企業価値」≡ 負債 + 株式時価総額 + 疑似政府帰属相当価値¹²

（注）上記定義でいう「政府」は、地方自治体を含む広い概念として用いる。

「再起可能性」≡ 企業の破綻・清算・業績悪化等が発生した場合において、各ステークホルダーが経済的・社会的損失を回避し、または損失から回復し、再度経済活動へ参加することがどの程度可能であるか。

（注）具体的には、各ステークホルダーが利益擁護のため利用し得る各種法制度（倒産法制、労働法制、金融法制、ビジネス関連法制、社会保障法制など）や、各種社会経済制度（労働市場流動性・社会保障制度・金融アクセスなど）、およびこれらに関連する一般的慣行等を含む広義の比較制度概念として利用する¹³

上記の定義を踏まえて、本研究においては、次の①②の様な学術的問いを設定し検討を行う。

（本研究における学術的な問い）

① 新たに導入した「総企業価値」という候補概念は、コーポレートファイナンスの観点、およびガバナンス論の観点から見た場合、理論上どの様な特性を有すか。また既存の企業価値に関するファイナンス論の基本理論であるMM理論等の示す命題とどの様な関係にあり、整合性を有する候補概念であると言えるか否か。

② さらに、新たに「再起可能性」の候補概念を導入した場合、これら2つの候補概念によってガバナンス論における株主主権論やステークホルダー論、啓発されたステークホルダー論に関する前述の課題を解決し得る可能性が存するか否か。また、欧米主要国間等においてみられる「各種ステークホルダーに対する経営参画権付与に関する考え方の多様性」に対し、合理的で一貫性を有する解釈を提供しうる候補概念と云えるか否か。

なお、本研究で導入した「総企業価値」は、営業利益を基礎として企業活動全体が生み出す付加価値構造を理論的に把握するための暫定的な分析候補概念である。以下で検証するように、同概念を導入することにより、既存の株主型企业価値概念と比較した場合、資本構成や法人税率の影響を相対的に受けにくい理論構造を導出し得る可能性がある。また、同概念は、現在の企業価値評価の重要基礎理論となっている「MM理論等」の基本的前提を踏まえたものであり、これらと一定の理論的整合性を有する可能性をもつことも確認でき、MM理論等そのものの修正や否定を目的とするものではない。

¹² 「疑似政府帰属相当価値」= 税金キャッシュフローを証券化し市場取引に付した場合に、後述するMM理論等の前提の下で、自由な証券市場において成立するであろう仮想上の理論的な時価価値総額。したがって「疑似政府帰属相当価値」は、実際上は証券市場で取引の対象とはならない仮想上の証券の価値であるが、同証券は仮想的に政府に帰属するものとして扱うことが可能であると考え。類似の実事例としては、後述する自治体が発行する「レベニュー債」があり米国等で実際に発行されている。なお、同仮想上の証券は、株式のような議決権を有しないことが前提となっている。この点を踏まえた場合、同仮想証券の価格形成が通常の株式と全く同一の仕組みで形成されるとする上記の前提には限界があると言え、この点については今後の検討課題としたい。

¹³ 具体的には、企業内組合や解雇規制、債権回収に関する倒産法制、オーナー経営者の事業継続権などの各種法制度や一般的慣行を想定した概念。

このように、「総企業価値」は、多様なステークホルダーの存在を前提として、企業活動によって創出される付加価値全体の帰属構造を理論的に検討するために設定したものであり、暫定的な分析候補概念である。

さらに、「再起可能性」も同様である。同候補概念は、日米独のほか、英国の啓発株主義、北欧型労使協調モデルなど、多様なガバナンス制度の特徴とその背景を理論的に分析し理解するための「共通フレームワーク」の基礎候補概念として、試験的に提示したものであり、したがって、各国ガバナンス制度の優劣を規範的に検討するためのものではなく、また、各国の歴史や文化的背景を基に形成されて来たガバナンス制度の特徴を横断的に分析するための共通分析視角として提示するものであって、「再起可能性」のみによって個別国の特徴に関する歴史的な形成過程を分析しようとするものではない。

このように、両候補概念はいずれも、主要国における多様なガバナンス制度の特徴とその背景を理論的横断的に分析し理解するための「共通フレームワーク」の基礎候補概念として試験的に提示したものであり、本研究において、事例分析等を通じてその有用性を検証することを試みるものである。

(8) 本研究の特徴と既存研究の動向

上記の学術的問いを検討するにあたっては、まず最初に、企業価値評価とガバナンス論の関係の分析、次に先述した主要国間における多様なガバナンスに関する考え方の差異とその背景を理解することが不可欠である。

かかる観点から、ガバナンス論の既存研究の動向について見ると、「企業価値概念」と「ガバナンス論」を関係づけた研究としては、加護野ら（2010）など重要な研究があるが、いずれも新たな価値概念の提示にまで踏み込む発想には乏しい。また、ガバナンス制度の国際比較に取り組んだ研究としては、高橋俊夫（2006）、佐久間信夫（2017）など優れた研究があるが、多くは主要国のガバナンス論の特徴・相違点の把握抽出に主眼を置いたものである。当該ガバナンス制度の課題や背景にまで踏み込んだ研究は、国内では深尾光洋ら（1994）、海外では Aguilera,R.V.ら（2003）のものなど僅かである。

(9) 本研究の検討手順

本研究においては、上記の学術的問いの2点に答えるため、具体的には全体の研究手順を下記の3段階に区分し、順次検討を実施することとした。

具体的には、まず第1段階として、「総企業価値」および「再起可能性」の2概念についてその理論的特性の分析検討を行い、第2・第3段階において、今回試験的に設定した主要国のガバナンス制度の特徴と背景を分析するための「共通フレームワーク」の有効性について、事例分析を通じて検証を実施する。2025年度末の時点で、第1段階がほぼ完了しており、2026年度以降、第2、第3段階の作業を逐次実施する計画である。本ディスカッションペーパーは、第1段階の研究実績について整理要約し公表するものである。

第1段階： まず、本研究において導入する「総企業価値」という候補概念について、その特性等に関する検討を実施する。具体的には、営業利益を基礎とする「総企業価値」という新たな企業価値の候補概念が、どの様な理論的特性を有しているかを、「コーポレートファイナンス論」、および「再起可能性」の2つの観点を踏まえて理論的に検討することを試みる。主に2025年度に実施。

第2段階： 次に、「再起可能性」の観点からみた主要国の法制度等の特徴の整理作業を実施する。具体的には、日米英独など主要5ヶ国程度を選定し、OECDの改訂基準等に基づいて各国のガバナンス制度の特徴を再整理した上で、「再起可能性」の観点から解雇法制、倒産法制等の特徴について情報収集整理を行い、業績悪化・債務超過による企業倒産において、各ステークホルダー（従業員・取引先・金融機関・株主）の利害保護に関連する法制度等がどのように整備されているか、主要国毎に概括的な整理を実施する。例えば、集団解雇手続きとその難易度、組合制度と労働者保護・経営参画の概要、取引先や金融機関の債権回収手続きと難易度・平均的な回収率、企業再生時における減資ルール、オーナー経営者による経営継続の可否等である。主に2026年度に実施する。

第3段階： さらに、これらの結果を踏まえて、主要国のガバナンス論の多様性を論じ分析するための「試験的な共通フレームワーク」の候補を構築しその有用性の検証を行う。すなわち、当該フレームワークが実際に主要国のガバナンス論、特に各国の多様な経営参画権付与の特徴を一貫性をもって合理的に説明することが可能であり、有用性を有するものであるか否かについて、訪問調査等により検証を実施する。具体的には、日本をはじめ、例えば米国・英国・ドイツ・オーストラリア等の主要国、さらに既に一定の会社法制度や関連法制度が確立していると想定されるタイ、シンガポール

などの途上国を訪問し、日系弁護士事務所や地元大学研究者・実務家との面談・意見交換を通じた定性的な検証作業を実施する。

なお、第3段階における「試験的な共通フレームワーク」の有用性の検証にあたっては、近時、政治学、経済学、経営学などの社会科学分野において注目を集め活用が進んでいる質的比較分析（fsQCA）の手法を活用する。同分析手法は、分析対象の事例サンプル数が少数で限定されているケースにおける因果関係の解明を扱う分析手法であり、かつ、複数の要因が一体的相乗的に結果を生起することが想定されるケースにおける因果関係や、各要因が定性的で定量化困難でファジイな事例をも扱うことが可能である点に特徴がある。本研究のように、分析対象国が限定されており、各国のガバナンスの特徴（例 経営参画権の付与の程度）などのように連続的数量化に馴染まないデータを基に、各要因の複合的相乗的な影響を扱う分析に適しているものと推察される。

(10) これまでの研究実績 — 2025年度に実施した第1段階の研究実績の要点

本研究は、2025年度文部科学省科学研究費助成事業（基盤研究(C)）として採択された研究課題である。研究所年度の2025年度においては、「総企業価値」および「再起可能性」の2概念について理論的分析と有用性検証を実施、第1段階がほぼ完了した。本ディスカッションペーパーは、その研究実績を暫定的に公表するとともに、今後実施する国際比較のための共通分析フレームワークの試験的設定、および事例分析による検証に向けた理論的基礎を整理することを目的とするものである。

第1段階における主要な作業実績の要点は、下記の通りである。

- ・ガバナンス論に関する先行研究の整理
- ・企業価値に関する基礎理論（MM理論等）および実務評価フローに関する文献
- ・再起可能性に関連する日米独英の制度比較の基礎資料収集調査
- ・第3段階における分析手法としてのfsQCA適用可能性の予備検討

上記の作業実施にあたり「ガバナンス論の新フレームワーク構築研究会」を下記の通り計4回開催し、参加者の各専門分野である会社法、ガバナンス論、コーポレートファイナンス、労働法制等の比較制度論からの知見や意見を聴取した。

2025年4月18日 第1回研究会

〃 7月7日 第2回研究会

〃 11月29日 第3回研究会

2026年3月30日 第4回研究会

本研究の第1段階における研究実績の要点を示せば、大きくは次の3点である。

第1点：本研究において新たに導入した「総企業価値」概念について、コーポレートファイナンス論上の特性を分析し、同候補概念を導入した場合、既存企業価値概念とは異なる理論構造が導出され得る可能性を確認した。具体的には、総企業価値は、税引後利益に基づく「既存の企業価値」の概念と異なり、次の2つの理論上の特性を有することを証明した。すなわち、①総企業価値は、営業利益に基盤をおくため、理論上は負債の多寡、法人税率の程度によらず一定である。②また、同価値概念は同様に理論上、総資産・営業利益成長率・ROA スプレッドの3要素に分解できる（既存の企業価値概念では6要素）。これらの諸点は、「既存の企業価値概念」と比較し大きく異なる特性であり、「総企業価値」がもつ理論上の特性であると言える。

第2点：「総企業価値」が有する上記の理論上の特性が、ガバナンス論上どのような意義を有するか、その可能性を提示した。具体的には、総企業価値の前述のような固有の特性は、「企業価値の最大化」と「ステークホルダー間での企業価値配分」という経営実務上の議論を、「分離・独立」して扱うことを可能とする論拠を提示することを可能とする点に意義があるという点である。すなわち、既存の企業価値概念においては、企業価値の最大化は、理論上、負債比率の程度（株主と債権者間の利益・企業価値の配分の程度）に左右され、また、法人税率の程度（株主と政府自治体間の利益・企業価値の配分の程度）にも左右される。これは、既存の企業価値概念に基づいて、実務的な観点から株主、債権者、政府自治体の3者間での利益・企業価値の配分を決定する場合においては、その決定自体が企業価値の程度に影響を与える構造となっていることを意味する。しかし、「総企業価値」は、理論上は営業利益にのみ依存し、負債比率、法人税率には依存しないという固有の特性を有している。したがって、総企業価値に基づいて、実務的な観点から株主、債権者、政府自治体の3者間における利益・企業価値の配分を決定する場合においては、その決定は総企業価値とは無関係である。したがって、その最大化と利益・価値配分を分離して扱うことが可能である。このような、総企業価値の理論上の特性は、ステークホルダー間に生じる利害対立を克服する方策を検討するにあたり、対立の根源となる企業価値の概念について新たな視点を提供することを通じて、ステークホルダー間の協働を

促進するための基礎的条件整備に寄与し得る可能性があるものと推察する。

第3点： 「総企業価値」の概念に加えて、「再起可能性」の概念を導入することによって、多様なステークホルダーへの経営参画権付与に関する主要国間の多様性を論ずるための「新たな視点」を提供しうる可能性を指摘した。この第3の点について敷衍すれば、次の通りである。

すなわち、既存のガバナンス論においては、株主にのみ経営参画権が付与されていることの根拠として、「株主の残渣利益請求権」が重視されて来た。しかし、この観点は、近時の「マルチ・ステークホルダー論」や「啓発されたステークホルダー論」が主張する、株主以外のステークホルダーの重視、さらには多様なステークホルダーへの経営参画権付与に関する考え方と相反するものである。この「株主の残渣利益請求権」の概念が、ステークホルダー論が法的根拠を欠くとの「株主主権論」からの批判の根拠となっていたものとも言える。他方、日本においては、多くの著名な経営者が「企業は公器」であるという経営理念を表明してきた歴史・伝統を有しており、また、日本で広く普及している「企業内組合制度」など、従業員をはじめとする株主以外の多様なステークホルダーへの配慮や一定の経営参画を許容する経営方式（ガバナンス）が、一部ではあるもの伝統的な考え方として受け入れられ形成されてきた。

整理すると、第1段階における3点目の要点のポイントは、日本において特徴的にみられるガバナンス制度（企業内組合等による労働者経営参画権の一部容認）の特徴と背景を、「再起可能性」の観点から、労働市場の低流動性（新卒一括採用、年功序列、終身雇用等）という我が国において多く観察される要因を踏まえて提示した点にある。日米間の比較に限定された暫定的なものではあるが、「再起可能性」の概念の有用性を示唆する事例として扱うことが可能であり、さらに、今後予定している第2・第3段階における本研究の進め方を支持する事例でもあると言えよう。

(11) 第1段階の研究実績の要点整理

上記の第1段階における3つの要点を再度整理要約して示せば、下記表2の通りである。本研究は、「総企業価値」「再起可能性」の2つの概念を導入することにより、最終的には各国のガバナンス制度の特徴と背景を分析のための「共通フレームワーク」を試験的に提示し、その有用性を事例分析を通じて検証することを目指すものである。上記の結果を踏まえて、その際と同フレームワークのイメージを例示すれば、現時点では下記表3の通りである。以下では、第1段階における上記研究実績の3つの要点について、順次詳細解説する。

なお、本研究は、現時点では理論的整理、および日米間の暫定的な事例比較分析の段階に留まっており、実証分析、国際比較データ分析、因果推論については未了であり、また、「総企業価値」「再起可能性」の概念定義についても、今後の研究の進展に応じて修正・再構成の可能性を有する点で限定的な段階に留まっている。

表2 第1段階における研究実績の要点

①総企業価値の特性	：「総企業価値」の既存企業価値とは異なる理論上の固有の特性を証明した。 例 負債の多寡、法人税率の程度からの独立性、および算定簡便性
②総企業価値の意義	：「総企業価値」のガバナンス論上の固有の意義を抽出した。 例 企業価値最大化とステークホルダー間の価値配分の分離
③再起可能性の有用性	：「再起可能性」概念の有用性（経営参画権付与の多様性を論ずるための新視点）に関する日米間比較における暫定的な事例を提示した。 例 日本における伝統的経営理念、企業内組合制度の背景要因の抽出整理

表3 ガバナンス制度分析の「共通フレームワーク」のイメージ

	株主主権論	ステークホルダー論	啓発ステークホルダー論	本研究
①経営目標	株主型企業価値 (短期)	各ステークホルダーに とつての価値	株主型企業価値 (長期)	総企業価値 (長期)
②経営参画権	株主に限定	多様なステークホルダー	株主+ ステークホルダーとの対話	再起可能性による 新たな視点候補を提示
③経営参画 権の根拠	残渣利益請求権 (会社法)	社会の持続可能 (法的根拠無)	残渣利益請求権 (会社法) (Constituency 条項等)	再起可能性 (法制度) (慣行等) (市場)
④経営判断 の特徴	株主志向 短期志向	曖昧・煩雑 リスク回避	株主志向+ ステークホルダー配慮	最大化と配分を分離し 相互に独立した判断が可

2. 総企業価値の特性 — コーポレートファイナンス論上の特性の論証

(1) 「総企業価値」：論証の前提となる事項と概念定義

本節においては、第1段階における研究実績の要点のうち、「総企業価値」のコーポレートファイナンス論上の固有の特性について理論的論証を行う。具体的には、まず最初に、企業価値、企業収益、株価等に関し、次の様なフレームワーク、および前提条件と定義を設定し、その条件の下における「総企業価値」の理論上の特徴等を論証する。なお、以下において確率変数（例: R ）については斜体文字（例: R ）で記す。

また、以下では主要な前提と結論等を記すに留め、論証過程は長文となるため省略し、詳細は文末に「論証資料」（暫定版）として一括掲載し、さらに下記 URL に逐次その清書版を掲載することとした。

（論証資料清書版掲載 URL）

https://drive.google.com/drive/folders/1FrdA0WAGTuSN9Y_v6WKylhmsVnBZaOZW?usp=sharing

① 論証のフレームワークと前提

・ある企業 X 社が存在する。同社は負債 L と資本 K （いずれも簿価ベース）によって調達した資産 A を活用し、今期には予想売上高 S （確率変数）を獲得し、各種の費用（材料費等 C 、人件費 H 、減価償却費 D ）を控除した後、今期の将来予想営業利益 R （確率変数）を創出すると想定されている。次期以降は、今期と同一の状況が每期永続すると仮定する。資産 A は全て事業用資産であり余剰資産はない。

・企業は、各期予想営業利益 R （確率変数）から、負債の金利（利率 rd ）、および税金（税率 t ）を支払い、予想残余利益が株主に帰属する。企業 X の株式は、資本市場で取引されており、前述の各期予想残余利益のみに基づいて株式の時価総額 E が資本市場において形成されている。

・資本市場の完全性やリスクフリーレート rf での借入無制限など、MM 理論等に関する一連の前提が成立している。

・資本市場においては、リスクフリーの証券（利率 rf ）のほか、企業 X 社の株式など多数の証券が取引されており、株式の株価は、税引後キャッシュフローにのみ依存し、議決権の有無は株価に影響しない。

・企業 X 社の今期予想株式収益率（確率変数） r の期待値 r は CAPM 理論に従う。

・減価償却費 D と維持起業費は等しく、また増加運転資金は無視できるものとする。さらに、税引後利益は全て現金配当されるものとする。

・企業 X 社は、単純化のためリスクフリーレート rf で無制限に負債を調達できる¹⁴。

以上において設定した変数等は、既存のファイナンス理論において一般的に登場するものであるが、本研究においては、新たに次の様な概念を導入する。その意義や妥当性については、下記(2)において詳述する。

② 新規に導入する概念の定義と前提

疑似政府帰属相当価値¹⁵の時価総額 G ：税金キャッシュフローを得る権利を証券化したと仮に想定した場合に、証券市場において形成されると想定される当該疑似証券の資産時価額。また、証券市場では MM 理論等の前提が成立しており、同証券時価も CAPM 理論に従って決まると前提する。

$G = \text{税キャッシュフロー} (\text{営業利益期待値 } R - \text{負債 } L \times \text{負債利率 } rf) \times \text{税率 } t \div$

疑似政府帰属相当価値の収益率（確率変数） g の期待値

*収益率（確率変数） g の定義は下記

$g = \text{税キャッシュフロー} (\text{営業利益 } R - \text{負債 } L \times \text{負債利率 } rf) \times \text{税率 } t \div G$

ここで、収益率（確率変数） g の期待値は、上記の前提の下では下記に従う。

g の期待値 $= rf + P_m \times \text{リスク指標 } \beta g$

総企業価値 W ：企業 X 社が創出する営業利益 R に価値の基礎を持つ各種証券資産（上記において仮想的に想定した税キャッシュフローを証券化した資産を含む）の時価総合計額

$W = \text{負債 } L + \text{株式時価総額 } E + \text{疑似政府帰属相当価値 } G$

なお、負債 L の数値に対応して変化すると想定される変数（株式時価総額 V 、疑似政府帰属相当価値

¹⁴ $rd > rf$ の場合の結果も基本的に以下の結果と同一である。詳細は前記 URL 掲載の論証資料参照。

¹⁵ 類似した事例として、地方自治体などが、水道や病院などの公営企業によるインフラ整備を目的に発行する債券で、返済財源を当該インフラからの収入などに限定特定した債券「レベニュー債」がある。同債券は、1897年に米国ワシントン州スポケーン市において水道施設建設のために発行されたのが始まりといわれている。なお、「疑似政府持分相当価値」の証券資産としての理論的妥当性については、別途論証を行っている（前記 URL 掲載資料）

の時価総額 G 、総企業価値 W 、資本コスト r 、疑似資本コスト g 、資本コスト r のリスク指標 βr 、疑似資本コストのリスク指標 βg) については、「負債ゼロ」の場合に対応する数値を各々同記号に添字「0」を付けて表示することとする。例 L_0 、 E_0 、 G_0 、 W_0 、 r_0 、 g_0 、 βr_0 、 βg_0

(2) 「総企業価値」： 概念の特性

次に、以上のフレームワークおよび前提と概念設定に基づいて、総企業価値 W および関連する変数の間にどのような関係が成立するかについて検討した。結果は、次の通りである。論証は先述 URL 掲載資料参照¹⁶。

① 総企業価値 W は、負債 L の値によらず一定の数値となる。

$$W = E_0 + G_0 = W_0$$

② 総企業価値 W (W_0) は、次の3つの観点から、その意味を理解することができる。ガバナンス論の観点からは、第1と第3の視点が重要である。

第1の視点： W は負債ゼロ時の株式時価総額 E_0 と疑似政府帰属相当価値 G_0 の合算値であり、負債の多寡には影響されず一定である。

第2の視点； W は営業利益をリスクフリーレート r_f で割引いた現在価値から、そのリスク分相当額を控除した金額に等しい。

第3の視点； W は総資産 A の額とその効率性 (ROA スプレッド) によって決まり、資本構成には依存しない。

$$W = \text{総資産 } A \times (\text{ROA} / \text{負債ゼロ時の資本コスト } r_0)$$

③ 総企業価値の構成要素のうち E 、 G については、総企業価値 W_0 、負債 L 、税率 t を基に下記により算定される。また、疑似政府帰属相当価値 G と関連する各変数については、株式時価総額 E の各変数と次の様な密接な関係を有する。

$$\text{株式時価総額 } E = (\text{負債ゼロ時の総企業価値 } W_0 - L) \times (1 - \text{税率 } t)$$

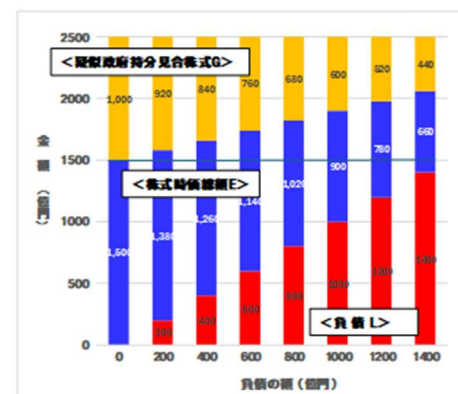
$$\text{疑似政府帰属相当価値 } G = (\text{負債ゼロ時の総企業価値 } W_0 - L) \times \text{税率}$$

$$\therefore G = E \times t / (1 - t) \quad \beta g = \beta r \quad g = r$$

④ 既存の企業価値 V 、および総企業価値 W の関係は、下記表4の通りとなる。また、参考までに、上記①の内容を、下記の様な具体的な事例を設定しその計算結果示せば、上記図1の通りである。

(前提) 資産 $A = 1500$ 、負債 $L = 0 \sim 1400$ 、営業利益期待値 = 100 (偏差 30)
借入金利 $r_d = 1\%$ (リスクフリーレート)

図1 負債と総企業価値 W



* 筆者作成

表4 既存の企業価値 V と総企業価値 W の比較

既存の企業価値	総企業価値
・ 企業価値の定義式 ; $V = \text{負債 } L + \text{株式時価総額 } E$	$W = \text{負債 } L + \text{株式時価総額 } E + \text{疑似政府帰属相当 } G$
・ 企業価値と負債 ; $V = V_0 + \text{負債 } L \times \text{税率 } t$ (負債増で増)	$W = W_0$ (負債の多寡に関係なく一定)
・ 企業価値の測定式 ; 変数 6 要素	変数 3 要素
$V = \text{総資産 } A + \text{純資産 } K \times (\text{ROE} / r - 1) + (1 - t) \times L$	$W = \text{総資産 } A \times \text{ROA} / r_0$
・ 将来企業価値算定 : 8 段階、資本構成の循環問題発生	5 段階、循環問題発生なし

(注) $\text{ROE} = (\text{営業利益 } R - \text{金利 } L \times r_d) \times (1 - t) \div K$ $\text{ROA} = \text{営業利益 } R \div \text{総資産 } A$

企業価値の測定式は、簡略化して記載している。また循環問題の詳細は前記 URL 掲載の「論証資料」参照

(3) MM 理論等と上記結果との比較

以上の検討結果①～④を、既存の MM 理論等との関係から整理すると次の通り。

・ **MM 理論等との関係**： 上記の検討結果は、MM 理論等と対立否定するものではない。すなわち、総企業価値に関する上記の検討結果は、企業価値を新たな観点から再定義し、その理論的特性について、MM 理論等が想定する各種の前提と方法論に従って論理的に導出した結果であり、この意味で MM 理論等と矛盾するものではない。さらに、こうして得られた検討結果①～④は、例えば、MM 理

¹⁶ 本論文においては、営業利益やその前提となる資産が今期以降は一定額で推移するとの前提を置いて検討を行ったが、これらが毎年一定率で成長すると仮定したケースにおいても基本的に同様の結論が得られる点についても検証を行っている。

論における第1命題「法人税が無い場合、企業価値（負債+株式時価総額）は負債の多寡によらず一定」という命題と相似形にあり、企業価値を総企業価値（負債+株式時価総額+疑似政府帰属相当価値）に置き換えれば、法人税が存在する場合においても総企業価値のベースにおいて同様に成立することを意味するものである。この意味で、総企業価値に関する検討結果①～④は、MM理論等の基本的命題と整合性を有するものであると解釈することが可能であり、総企業価値の有用性を示す視点の一つを提示したものと解釈できよう。

・「株式」と「疑似政府帰属相当価値」との一体性：さらに、上記検討結果②③④から明らかなように、企業X社の「株式」と「疑似政府帰属相当価値」のリスク指標 β_r 、 β_g は負債の増大にともない増加するが、双方の数値は常に等しい。また収益率 r 、 g も同様であり、負債の額によらず常に等しい値をとり、さらに両者の価額 E 、 W の比率は負債の多寡によらず常に一定であるという特徴を有している。このことは、結局、「株式」と「疑似政府帰属相当価値」の双方は、収益的な観点から見た場合は実質的に一体であることを意味している。

・「政府」のステークホルダーとしての妥当性：したがって、「株式」と「疑似政府帰属相当価値」は、収益の面では同一の証券（疑似証券）と見做すことが可能であり、「株主」が「株式」の所有を通じて税引後利益を収受することのできる立場にあるのと同様に、「政府」は「疑似政府帰属相当価値」を通じて法人税を収受できる立場にあると見做すことにも一定の妥当性があると言えよう。この様に、上記検討結果②③④は、金融機関と株主に加えて、「政府」を企業価値を巡る新たなステークホルダーとして追加することに一定の合理性があることを示す一つの論拠となり得るものと考えられる。

・企業価値測定尺度としての簡便性と中立性：上記表2から明らかなように、総企業価値 W の理論上の具体的測定式は、既存の企業価値 V の測定式と比較し、変数が少なく、かつ算定式も簡素明快であり、実務上の利便性が高い。また、株主利害の指標 ROE（税引後利益ベース）ではなく、全資産の効率性 ROA（営業利益ベース）を基本とする中立的数値である点が特徴である。さらに、将来企業価値の算定にあたっての作業工数が少なく、資本構成に基づく循環問題も生じないという論理的特徴を有している。

以下では、前述した様に、これらの検討結果①～④を総称して「総企業価値の理論特性」と称することとしたい。

3. 総企業価値の意義 — 「総企業価値」のガバナンス論上の意義の検討・解釈

(1) 「総企業価値」の意義1：ステークホルダーとしての「政府」

本節では、前節で論証した「総企業価値」の数理的特性を前提として、それがガバナンス論、とりわけ企業価値最大化とステークホルダー間の価値配分の関係を理解するうえで、どのような意義を有するか、どの様に解釈し整理しうるかについて、ガバナンス論の観点から検討する。

具体的には、「総企業価値」の概念を導入した場合、前述したガバナンス論における課題、すなわち、「株主主権論」「ステークホルダー論」「啓発されたステークホルダー論」の課題との関係において、総企業価値の理論上の特性が、どのような意味を持つかについて検討する。要点は、次の2点である。

①ステークホルダーとしての「政府」：前節で論証した「総企業価値」の特性を踏まえた場合、「政府」は、「金融機関」「株主」と並んで総企業価値の配分を巡る固有のステークホルダーとして位置付け解釈することに一定の合理性が存すると言いうるものと考えられる。すなわち、「総企業価値」の概念の下では、「政府」は、企業X社が生み出す営業利益の「配分」を受けるステークホルダーとして位置づけられる。したがって、「政府」は、この点で「金融機関」「株主」と共通した位置づけを有するステークホルダーであると言える。敢えて言えば、「政府」および「金融機関」「株主」の3つのステークホルダーは、総企業価値の配分・帰属先としての権利（疑似政府帰属相当価値、負債、株式に基づく権利）の保有者であると言いうることに一定の合理性が存するものと考えられる。

②「企業価値最大化」と「ステークホルダー間の利害調整」の分離：さらに、前節で論証した「総企業価値」の特性を踏まえた場合、総企業価値概念の下では、「企業価値最大化」と「3つのステークホルダー間での利害調整」の議論を分離し検討することが可能となると解釈される。すなわち、既存の企業価値概念の下において錯綜していた「企業価値の最大化とステークホルダー間の利害調整」の問題を、実務面においても、相互に分離し独立して検討することが可能となると言いうるのである。このような、総企業価値の理論上の特性は、ステークホルダー間に生じる利害対立を調整する方策を検討するにあたり、対立の根源となる企業価値の概念について、「総企業価値」という新たな視点を提供することを通じて、ステークホルダー間の協働を促進するための基礎的条件整備に寄与し得る可能性が存することを意味すると解釈される。

これら 2 点のうち、最初の①の点は容易に理解できると思われるため、②の点について以下で詳述する。

(2) 既存企業価値概念の問題点

前述したように、一般的なファイナンス理論においては、「中長期的な企業価値」として、「負債+DCF法による中長期的平均的な株式時価総額」の定義が多く採用されている。東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードにいう「中長期的な企業価値」の概念についても、明確な概念規定は示されていないものの、全体の記述からは同様の定義を念頭においているものと推察される¹⁷。

この定義の下では、中長期的な企業価値は、税引後営業損益（NOPAT）を加重平均資本コスト（WACC）で割引いた現在価値額となることから、その向上のためには、税引後営業損益の増大と資本コスト r 等の引下げが課題となる。しかし、税引後営業損益の増大を巡っては、その創出に直接関与する取引先・従業員等のステークホルダー群と、その控除項目となる法人税に關与する政府との間に利害対立が生じる可能性がある。また、加重平均資本コスト（WACC）に関しても、その構成項目（営業損益固有のリスク指標 $\sigma(R)$ 、負債調達利率 rd 、資本構成、同資本構成を前提とする資本コスト r など）が多岐に及ぶことから、その引下げに關与しうるステークホルダーは、結局のところ顧客、取引先、従業員のほか、金融機関、株主、政府の全ステークホルダーということになる。「全員の責任は無責任」が危惧される。

この様な「中長期的な企業価値」（＝負債+DCF法による中長期的平均的な株式時価総額の期待値）の定義の下では、その「最大化」とステークホルダー間での「配分」の議論が混然一体となっており、分離し難い状況にある。すなわち、この定義の下では、ステークホルダー間の利害が錯綜・複雑化せざるをえないのである。この点が、「既存企業価値 V 」を前提とする現在のガバナンス論の最大の課題の1つである。

(3) 「総企業価値」の意義 2：企業価値の最大化と配分の分離

かかる問題は、本論文が提示した企業価値概念を用いて、「中長期的企業価値」＝「総企業価値」とすることによって、一定程度解決することが可能となる。

具体的には、先述の「総企業価値の理論特性」が示すように、営業利益の増大と本来的な資本コスト（営業損益固有のリスク指標）の引下げによって「総企業価値」の増大を図り、しかる後に最大化された総企業価値を3つのステークホルダー間においてどの様に配分するか（負債調達金利、資本構成等）を区分し検討すれば良いのである。

これは、中長期的企業価値（総企業価値）の「最大化」の問題と、金融機関、株主、政府の3つのステークホルダー間での中長期的企業価値の「配分」の問題とを、「分離独立」して検討することが可能であることを意味する。中長期的な企業価値をステークホルダー間でどの様に分配するかは、中長期的企業価値（総企業価値）の多寡には影響を与えない。したがって、企業経営において経営者は、まず最初に、第1段階の作業として、顧客、従業員、取引先との関係を最適化するとともに各ステークホルダーを啓発しつつ協働¹⁸を図ることによって、営業利益の最大化（総企業価値 W の最大化）を実現すれば良いことになる。その上で、第二段階の作業として、最大化された中長期的企業価値（総企業価値）を如何に金融機関、株主、政府の3つのステークホルダー間で配分するかを、最大化の議論とは別途分離独立して検討することが可能であるということの意味する。

この様な意味で、「総企業価値」の概念の導入は、「総企業価値の理論特性」と相まって、先に「1.(5) 3つのガバナンス論と企業価値概念の問題点」において示した、①～⑥の課題の緩和・解決に資するものと言える。これはガバナンス論に新たな視点を提供するものであり、一定の有効性を有するものであると考える。詳細は、「4.(2) 考察」において記載する。ここで課題⑤「指標の煩雑性等」に関する事項を整理すれば、次頁の表5の通りである。

表5 中長期的企業価値の測定尺度 — 構成要素と利害調整指標としての特徴

	既存の企業価値尺度 (V)	総企業価値による尺度 (W)
基本	DCF法	DCF法
構成要素	総資産、ROE スプレッド、資本政策など計6項目	ROA スプレッドなど計3項目
利害調整	最大化と配分が混然一体	最大化と配分の議論を分離可能

¹⁷ 堀江貞之 (2015) p23-28、80-88

¹⁸ 顧客、従業員、取引先を最適化した上での「協働」の可能性については、前掲URL掲載資料参照

以上のように、総企業価値の概念を導入することにより、理論上は「企業価値の創出」と「各ステークホルダー間における価値配分」を区別して整理し得る可能性をしめすことができたと考える。但し、このことは、現実の企業経営において両者を完全に分離可能であることを意味するものではなく、各種ステークホルダーの特徴を検討する上での理論的整理可能性を提示するものに留まっており、同候補概念の理論的な有用性を検証するための一つの視点を提示した点での意義に限定される。

4. 再起可能性概念の意義と有用性 — 経営参画権付与の多様性を論ずるための新視点

(1) 「再起可能性」概念に基づく国毎のステークホルダーの特性比較

本節においては、上記で検討した「総企業価値」概念の理論上の特性と意義を踏まえて、「再起可能性」という新たな概念を導入する。これは、前節までの数理論証から直接導出されるものではなく、主要国における多様なガバナンス制度の特徴と背景を比較抽出するための分析候補概念として用いるものである。具体的には、第2・第3段階において予定している各種ステークホルダーへの経営参画権付与に関する考え方の多様性を検討するための「比較基準」として活用することを意図したものである。

以下では、「再起可能性」の定義を明確し、検討対象とするステークホルダーの種類、および同概念の比較検討基準を明示したうえで、日米のガバナンス制度の比較、特に「経営参画権付与」の相違点とその背景に焦点を絞り、再起可能性概念の有効性について暫定的な検証を行う。

具体的には、以下では次の4つの作業を実施する。すなわち、①「再起可能性」の概念定義、②6つ代表的ステークホルダーの設定、③各国のステークホルダーが置かれている法制度や社会慣行等の特徴を定性的に比較するための「比較基準」の設定の3つの作業を実施した上で、④同基準に基づく日米における暫定的なステークホルダーの比較分析表の策定と同比較表に基づく日米間のステークホルダーへの経営参画権付与の相違点の背景分析の計4つである。

最後に、その結果に基づいて、日米の各ステークホルダーが企業経営においてどのような機能・特性を有しているか、ないしは役割を担っているかについて、ガバナンス論の観点からどのような意義付けが可能となるかについて、暫定的な試論を提示することとしたい。

ここで留意すべき点は、このようなステークホルダーの分類と意義付けは、本論文において提示した「総企業価値」「再起可能性」の概念に基づいて行うものであり、これまでのガバナンス論においては、十分には検討されておらず看過されてきた視点であると考えられるという点である。すなわち、ステークホルダーをその特徴、すなわち「再起可能性」の視点に基づいて分類する発想は、ステークホルダー間の利害対立を調整する上で、後述する様に非常に重要な視点を提供するものである。この点からも「総企業価値」「再起可能性」の2つの概念導入は、ガバナンス論に新たな視点を提供し得る可能性を有する検討候補であると考えられる¹⁹。

(2) 「再起可能性」の定義

まず、最初に、「再起可能性」を次の様に定義し用いることとする。

＜再起可能性＞定義

自由市場経済体制の下において、企業が経営危機に陥った場合を想定し、当該企業の各種ステークホルダー（定義は後述）が、自身の有する経営資源（商品、労働力、資金、公共インフラ等）について、当該企業との取引を停止し、可能であれば投下した資源を回収し、新規に別企業との取引を開始し新たな対価を得ることが可能となる程度

この定義は、前述した様に、第2・第3段階において予定している各種ステークホルダーへの経営参画権付与に関する考え方の多様性を検討するための「比較基準」を設定することを意図したことによるものであり、後述の日米間の事例比較においても示す様に、検討対象国毎にその内容、程度、また同可能性が担保される仕組み（法制度か慣行かなど）についても、当該国の歴史文化を背景に大きく異なることが想定される。

(3) ステークホルダーの設定

次に、検討の対象とするステークホルダーは、総企業価値の特性に関する検討結果を踏まえて、「顧客、取引先、従業員、金融機関、株主、政府」の6ステークホルダーとする。経営者については、株主の代理者として扱い、ここでは議論の簡略化の観点から「株主＝経営者」として扱うこととした。こ

¹⁹ 海外ではMitchell, R.K.ら(1997)において正当性・緊急性に基づく分類、およびAguilera, R.V.ら(2003)のガバナンス制度の国際比較研究における「法制度」等の観点が参考となる。国内の研究ではESGの観点からの研究が主である。

れら6つのステークホルダーの特性について、本研究においては、「再起可能性」の観点から下記のような前提を置くこととする。

顧客・取引先・労働者：完全自由競争の前提の下では、一般的には他の商品購入、他企業との取引開始、他企業への就労先の変更が可能である。しかし、商品や提供する原材料や労働が企業X社との関係で特殊化しており、その商品との代替性、他企業への転用・転出に一定のコストや困難を伴う場合も想定される。例えば、自動車部品の下請け企業と大手自動車メーカーの関係、当該企業固有の熟練技能保有従業員などの場合が考えられる。このような状況の程度によっては、当該ステークホルダーが何らかの形で経営に参画し権限を行使することも想定される。我国特有の企業内組合の慣行や、ドイツにおける労働者の経営参加制度もその一例であると言えよう。

金融機関：一般的に金融機関は、担保・保証人、および各種倒産法制に基づいて融資資金全額の回収が可能であり、回収した資金を他企業へ新規融資等により活用することが可能である。しかしながら、融資資金の回収には一定のコストを伴い、また状況によっては融資資金の一部のみの回収となる可能性も存在する。

株主：他方、株主は、倒産に至る前段階での株式売却、倒産後における企業再生等への協力などの手段により、投資の回収は可能であるものの、企業が債務超過に陥り清算手続きに移行した場合においては、出資金回収は極めて困難であり他企業等への再投資（再起）は不可能である。

政府：逆に、政府は、個別の企業が経営不振に陥った場合においても、法人税収や固定資産税等の税収が無くなるものの、公共サービスの基盤である社会インフラ自体は棄損されることが無い。したがって、政府は新たな企業の誘致や登場を待ち、再び税収を得ることが期待できる地位にあると考えられる。但し、自治体が特定企業誘致のために工場用地や道路・工業用水等の社会インフラを整備した場合においては、当該社会インフラの転用可能性には一定の限界・困難が伴う状況も想定される。

(4) 各国のステークホルダーの特性を把握するための具体的な比較基準

次に、これらの6ステークホルダーに関する国毎の特性の差異を検討するために必要となる「比較基準」を設定する。これまでの検討フローを踏まえて、「経営参画権」に関する基準2個、「再起可能性」に関する基準3個、計5つの基準を設定した。前者の経営参画権に関する2基準は、参画権が「法制度」により担保されている権限か、歴史的経緯や当該国の社会文化を背景として形成されている「慣行」に基づくものかの基準である。また、後者の再起可能性に関する3基準は、同様の観点のほか、自由な市場での取引を通じて間接的実質的に担保されている権限であるかの観点に基づく基準である。なお、再起可能性に関する3基準の具体的な適用においては、議論を単純化し本質的な問題点を洗い出す観点から、再起可能性の検討対象として「債務超過に陥った倒産企業」が会社を解散し清算手続きを進める場合を念頭において判定することとする。また、その際の「再起可能性」の内容として、顧客・取引先・従業員の3ステークホルダーについては、「新規取引先、新規就職先」が確保できるか否か、また、金融機関・株主・政府の3ステークホルダーについては、投下元本/資金の回収が確保できるか否かを判定の基準とする。

これら5基準は、各国の歴史や社会文化の違いによって、各国間で大きな相違が存在することが想定される。

(比較基準)

<ステークホルダーの経営参画権に関する基準>

- | | | |
|-------------------------|---|---------------------|
| 基準1：法制度により担保されている経営参画権 | 例 | 株主の共益権（株主総会での議決権など） |
| 基準2：慣行に基づいて形成されている経営参画権 | 例 | 日本における企業内組合制度など |

<ステークホルダーの再起可能性に関する基準>

- | | | |
|--------------------------|---|------------------|
| 基準3：法制度により担保されている再起可能性 | 例 | 労働債権、租税債権の優先回収権 |
| 基準4：慣行に基づいて形成されている再開可能性 | 例 | 金融機関が利用する担保・保証人等 |
| 基準5：自由市場での取引を通じた間接的再起可能性 | 例 | 自由市場での新規取引先確保 |

以下では、上記の2区分計5個の比較基準に基づいて、各国の「6つのステークホルダーの経営参画権」と「再起可能性の関係」を分析するにあたっては、一般的な自由市場経済体制の国を想定しており、概ね下記のような関係が存在することを前提とする。

すなわち、株主を除く5つのステークホルダー（顧客、従業員、取引先、金融機関、政府）は、原則として、企業が正常な経営を継続している場合においては、主に自由市場における自主的取引を通じて恒常的に取引を更新できる状況にあることを想定する。しかしながら、これらの5つのステークホル

ダーは、前述したような企業倒産状況においては、いずれも再起可能性の面で一定の制約が生じる状況が想定される。具体的には下記のような想定を基本型として設定する。

顧客・取引先・従業員：この3つステークホルダーについては、完全自由競争市場等を前提とした場合、倒産事態においても通常は自由競争市場を通じた「再起可能性」を有しており、これと経営参画権が会社法上付与されていない点とが対をなしている。しかしながら、完全自由競争市場の前提が成立しない場合（例 終身雇用制度等を背景とした労働市場の低流動性）には、再起可能性に一定の制約が生じる状況も十分想定される。このような事態対処するため、各国毎に法制面、慣行面において、多様な対応措置が講じられているものと推察される。

例えば、後述するように、日本においてはこのような事態に対応した法的措置は解雇規制等に限定されており、経営参画の面では会社法上配慮がなされていない。このような観点から見た場合、戦後日本における企業内組合の慣行は、従業員の再起可能性を法制面以外の手段により補完するものとして、ガバナンス上一定の合理性を有する制度であると評価し得る。また、ドイツにおいては、労使間における共同決定方式が法制化されていることなどが、その典型事例である。

金融機関：倒産時の再起可能性（元本等の回収額の多寡）が、倒産の状況や関係者との交渉調整、担保権の実行等に大きく依存しているという点が特徴となっている。会社法上の経営参画権はないものの、再起可能性の維持のために必要となるコストや元本の回収を担保するため、実際には決算報告等の手段を通じたモニタリングが一般的となっている。「間接的」な範囲ではあるが一定の経営参画権を有する立場にあり、さらに担保保証人制度や倒産法制も活用し得る立場にある。

株主：債務超過により倒産し清算が行われる場合、株主に投資元本回収・再投資という形での再起可能性は皆無であると想定する。この点が株主というステークホルダーの最大の特徴であり、株主が唯一経営参画権（議決権）を有している点と対をなしていると言える。

政府：前述したように、政府は個別の企業が経営不振に陥った場合においても、法人税収や固定資産税等の税収が無くなるものの、公共サービスの基盤である社会インフラ自体は棄損されることが無い。政府は新たな企業の誘致や登場を待ち、再び税収を得ることが期待できる地位にあると考えられる。したがって、政府には従業員や金融機関等と同じく、一定の再起可能性が認められることから、一般的には経営参画権は認められていない。但し、自治体が特定企業誘致のために工場用地や道路・工業用水等の社会インフラを整備行った場合など、状況によっては政府の経営参画権を是認する余地があることを、本フレームワークは示唆してしている。

(5) 再起可能性概念の暫定的有用性検証 — 日米のガバナンス制度比較

上記5個の基準に基づいて、米国との対比において、日本における「ステークホルダーの特性」を暫定的試論的に分析した。結果は下記表6（日本）、表7（米国）の通りである。

表6 ステークホルダーの特性分析（日本）

	顧客	取引先	従業員	金融機関	株主	政府
<経営参画権>						
基準1 法制度による担保	-	-	-	-	○	-
基準2 慣行による形成	-	△ (持株会)	△ (持株会) (企業内組合)	△ (決算報告等)	-	-
<再起可能性>						
基準3 法制度による担保	-	-	△ (労働債権優先)	△ (担保保証)	-	△ (租税債権優先)
基準4 慣行による形成	-	-	-	-	-	-
基準5 市場取引による担保	○	○	△ (市場流動性低)	○ (回収率高)	-	-

表7 ステークホルダーの特性分析（米国）

	顧客	取引先	従業員	金融機関	株主	政府
<経営参画権>						
基準1 法制度による担保	-	-	-	-	○	△
基準2 慣行による形成	-	-	-	△ (決算報告等)	-	-
<再起可能性>						

基準3	法制度による担保	-	-	△	△	-	△
				(労働債権優先)	(担保保証)		(租税債権優先)
基準4	慣行による形成	-	-	-	-	-	-
基準5	市場取引による担保	○	○	○	△	-	-
				(市場流動性高)	(回収率低)		

(注) ○=当該事項が法制度または一般慣行として確立, △=当該事項がある程度普及。表6, 7共通。

両表からは、日米間における「経営参画権」と「再起可能性」の観点からみたガバナンス上の特徴的な相違点は、下記の2点であることが結論できる。

① 取引先、従業員の経営参画権の観点：日本では取引先持株会や従業員持株会、さらには企業内組合などの慣行が歴史的に形成されてきた点が特徴と言える。すなわち、我が国においては、上記慣行に基づいて、取引先や従業員に実質的・間接的な形で一定の経営参画権が付与されてきたとも評価しうる状況にある点が特徴である。これに対し米国では、そのような慣行・制度は存在しない点で大きな差異が存在する。例えば、米国においても、ESOP (Employee Stock Ownership Plan) など日本の従業員持株会に類似した制度が存在するものの、あくまでも資産形成目的であり従業員の意思に基づく議決権行使は想定されない。

すなわち、従業員の観点から見た場合、日本においては、新卒一括採用・終身雇用・年功序列型賃金制度等の慣行の下で、労働市場の流動性は低く、その意味で労働者が企業倒産等により解雇された場合においては、自由労働市場を通じた「再起可能性」は米国に比して相対的に低いものと言える。このような状況下、我が国においては、法制面では集団解雇について厳しい規制が存在し、また歴史的に「企業内組合」が一般化しているため、企業経営において労働者側の要望意見を経営に間接的なながらも反映する仕組みが構築されていると考えられる。単純化して言えば、我が国においては、「労働市場の低流動性」と、これを補完する「厳しい解雇規制・企業内組合制度・従業員持株会」とがセットになって、我が国のガバナンス制度の特徴（ステークホルダーへの経営参画権付与）を形成しているものと結論できると考える。

他方、米国においては解雇自由の原則の下、ハラスメントや人種差別等による特殊な解雇を除いて、通常解雇については極めて緩やかな法制度となっている。労働市場における流動性は高い。また、産業別組合が一般化しており、個別企業の経営に労働者の要望意見を反映させる仕組みは希薄である。「労働市場の高流動性」と「産業別組合制度」を前提とした労働者の再起可能性の確保が、株主権を重視する米国型ガバナンス制度の背景となっていると言える。

② 政府の経営参画権の観点：先述したように米国ではメリーランド州などにおいて2010年頃からPublic Benefit CorporationやConstituency条項の導入が活発に行われており、政府や住民の直接的な経営参加とは異なるものの、取締役が株主利益最大化以外の事項、すなわち環境などの社会的便益や多様なステークホルダーの利害をも考慮し、経営を行うことを可能とするガバナンス制度が整備されている。これは、政府や地域自治体の意向を間接的な形で経営に反映しうる仕組みとして位置づけ得るものと考えられる。

他方、日本においては、東証のコーポレートガバナンスコードの基本原則が、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである」との規定を設けている。この規定は、中長期的企業価値創出の観点からの「指針」としての位置付けに留まっている点で、法制化にまで踏み込んだ米国の上記PBCやConstituency条項とは趣を異にしていると言える。

(6) 事例分析結果の検討 — 日米における「経営参画権」の特徴と「再起可能性」の視点

このような、日米間における「経営参画権」と「再起可能性」の観点からみたガバナンス上の特徴的な相違点の背景として、下記のような点であると考えられる。

すなわち、我が国においては、日本近代経済の父と言われる渋沢栄一の「道德経済合一論」、経営の神様と称された松下幸之助の経営哲学や近江商人の「三方よし」に見られるように、伝統的に「企業は公器である」との考え方が根強く継承されている。この「企業は公器」であるとの発想は、現在でも多くの企業に見られる「取引先会による株式保有」、「従業員持株会制度」、「主力銀行による株式保有」など、日本で多くみられる株式保有構造と密接に関連している可能性があるかと推察される。これらの株式保有は、経営側における安定株主確保というメリットを有する一方で、特定の集団に株式保有を通じて、経営側が計画的意図的に一定の範囲で経営参画権を付与する結果となっている点で、企業の公共性を重視する日本型のガバナンス構造とも整合しているように考えられる。

また、「企業は公器」とする発想は、日本企業に多く採用されている「企業内組合」の制度とも同様に一定の関連性を有しているように推察される。敢えて言えば、企業内組合と従業員持株制度の組合せによって、法制度には依存しない方式によって、一定の範囲に留まるものではあるが「従業員の経営参画権」を担保する仕組みを確保していると評することができるものと考えられる。

さらに、このような日本型のガバナンス構造（間接的な形で従業員の経営参画を担保する仕組み）は、日本において歴史的に形成されてきた「終身雇用」「年功序列」「新卒一括採用」「企業内研修制度」などの雇用慣行のほか、集団解雇に関する3原則などに見られるように、労働者保護の観点に立脚した我が国の厳しい解雇規制法制の特色とも整合している点にも留意が必要である。

すなわち、日本における労働市場は、「終身雇用」「年功序列」「新卒一括採用」「企業内研修制度」などの雇用慣行を背景に、「労働市場の流動性確保」の面では相対的に低い状態にあり、倒産により解雇された従業員の「再起可能性」の面で一見不利な状態あると言えるが、他方で、労働者保護の観点に立脚した解雇労働法制により解雇そのものの回避に手厚い制度となっているほか、従業員持株会や企業内労働組合等の歴史的に形成されてきた慣行に基づいて、一定の範囲で労働者に対し「経営参画権を付与」する仕組みが確保されている点に、日本におけるガバナンス制度の特徴があると言える。

他方、米国を見ると、1900年前半までの所有と経営が一致していた時期までにおいては、H.Ford などのように「企業は半公共的な制度 (semi-public entity)、公器 (institution)」であるとの考え方も存在していたが、所有と経営の分離が進む過程において、前述した1919年のフォード対ドッジ判決において、「企業は株主利益を最優先して組織され、経営される。取締役会の権限はこの目的のために行使されなければならない」とする株主主権論の考え方が確立され現在に至っている。この間、フリーマンらによる「ステークホルダー論」の提唱、ジェンセンによる「啓発されたステークホルダー論」などの提唱が行われたほか、先述のような Public Benefit Corporation や Constituency 条項の法制化が進められているものの、株主主権論の大きな流れを変えるまでには至っていない。

このような米国における株主主権論を基盤とするガバナンス論の背景としては、米国における所有権を重視する伝統的な考え方に加えて、「解雇自由」の原則を基本とする米国の労働法制、キャリアアップ志向に基づく極めて流動性に富む労働市場の存在などの社会制度とが一体となって存在していることが指摘できる。

5. 考察と要点整理

(1) 考察 ; 本研究の内容と「啓発されたステークホルダー論」等の関係での意義

ここで、これまでの検討結果を踏まえて、本研究の意義について考察し整理することとしたい。すなわち、先述した「啓発されたステークホルダー論」の課題（「1.(5)」に記載した課題③～⑥）の解決に、本研究の結論がどの程度貢献することができるかについてである。さらに、同理論を含めて既存の「株主主権論」「ステークホルダー論」の論点や課題との関係において、どの様な意義を持つかについて整理する。要点は、下記表8の通りである。

表8 本研究の意義 — 「啓発されたステークホルダー論」の課題の解決等

課題	本研究による効果
課題③ 非現実的前提	; (課題としてはそのまま存続)
課題④ 対立解決の具体策欠如	; 最大化と配分を分離し、ステークホルダー間の協働の基盤を整備
課題⑤ 指標の煩雑性 (測定尺度)	; 資本構成に大きく影響される ROE スプレッド等 (6 変数) ではなく、これに影響されない ROA スプレッド等 (3 変数) を基にした企業価値算定が可能
課題⑤ 実務指標の短期株主志向	; 営業利益、ROA、ROCE などの新指標の提示 ²⁰
課題⑥ 株主の経営参画権の根拠	; 残渣請求権のみでなく、再起可能性の観点を追加

以上の様に、本研究において新たに導入した「総企業価値」および「再起可能性」の概念は、「啓発されたステークホルダー論」の課題として指摘した項目のうち、「課題④ 対立解決の具体策欠如」「課題⑤ 指標の煩雑性等」(煩雑性、短期株主志向) の3つの課題の解決の上で一定の有効性を有することが論証できたと考える。また、「課題⑥ 株主の経営参画権の根拠」の点においても、新たな議論の観点を提供し得るものである。他方で、「課題③ 非現実的前提」については、残念ながら特段の有効性は認められない結果となった。

²⁰ ROCEなど詳細については、前掲URL掲載資料参照

(2) 要点整理

以上、本研究の第1段階においては、「総企業価値」「再起可能性」という2つの新たな概念を導入し、総企業価値がどのような特徴をもつか、さらに、2つの概念の導入によって6つのステークホルダー（顧客、労働者、取引先、金融機関、株主、政府）における特性と機能に基づいて、どのような分類と役割の分析整理が可能かについて検討してきた。その結果を整理すれば、次の3点に要約できる。

①「総企業価値」の特性： 総企業価値は、負債の多寡によらず一定であり、営業利益にのみ依存する「総企業価値の理論特性」を有する。したがって、金融機関・株主および「政府」は、営業利益を基盤とする総企業価値を一定のルールに基づいて相互に分配し合うなど特別な関係にある「ステークホルダー」であると言える。また、同概念は、総資産・営業利益成長率・ROA スプレッドの3要素に分解でき、税引後損益をベースとする既存の企業価値概念6要素と比較し、構成要素が少ない。

②「総企業価値」の意義： この様な特性を踏まえて、これを近時におけるコーポレートガバナンス論の主概念となっている「中長期的企業価値」として位置付けた場合、「企業価値の最大化」と「ステークホルダー間での配分」の議論を「分離・独立」して扱うことが可能となる点で大きな意義がある。

③「総企業価値」と「再起可能性」の概念の有用性： さらに、第1段階の作業においては、「再起可能性」の新概念を導入することによって、各ステークホルダー（顧客、従業員、取引先、金融機関、株主、政府）を、その特性と機能に基づいて分類する新たな視点を提供し得る可能性があることを、日米のガバナンス制度の比較分析を事例として提示した。これは、これまでの「残渣利益請求権」に基づいて「株主の経営参画権」を根拠づける議論、すなわち「株主主権論」の根拠について再検討の必要性があることを示すものであり、多様なステークホルダーの経営参画権を根拠づける新たな候補となり得る視点を提示するものであると考えられる²¹。

以上総括すれば、第1段階の作業を通じて、2つの新概念「総企業価値」と「再起可能性」の導入は、各国のガバナンス論の特徴（特にステークホルダーの経営参画権の多様性）を分析するための「共通フレームワーク」を構築し得る可能性が存することを示すことができたと考える。

(3) 本ディスカッションペーパーの位置付けと今後の課題

本研究の最終的な目標は、冒頭でも記載した様に、主要国におけるガバナンス論の特徴と背景を理論的に論ずるための「新たな視点」「共通フレームワーク」を試験的に構築しその有効性を検証することにある。具体的には、主要国における「企業価値概念」と「再起可能性」に関連する法制度等（例解雇規制、倒産法制など）が、各国のガバナンス論とどのような関連を有するかについて検証を行うことを目指している。さらに、その検証結果に基づいて、「企業は公器」という我国の伝統的考え方の背景を分析検討し、日本の社会的特性に基づいた「日本型コーポレートガバナンス論」を根拠付けることを志向したものである。

本研究は、計画初年度にあたる2025年度において、「総企業価値」および「再起可能性」の2概念について理論的分析と有用性検証を実施、第1段階がほぼ完了した。

本ディスカッションペーパーは、この様な研究活動における最初の研究実績の要点について公表するものである。今後第2段階「再起可能性に関連する主要国の法制度等の情報収集整理」、第3段階「主要国間にまたがる多様なガバナンス論を分析するための共通フレームワークの設定と検証」の作業を予定しており、逐次その成果を発表する予定である。

本研究の問題意識や妥当性について、関係各位からの忌憚ないご意見・ご批判を頂戴できれば幸甚である。

参考引用文献： 紙面の制約もあり主要な文献に限定して記載した。

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 10（5）、50-75

江口雅子（2018）『現代コーポレートガバナンス 戦略・制度・市場』日本経済新聞出版社 28-31

加護野忠男、砂川伸幸、吉村典久（2010）『コーポレート・ガバナンスの経営学 -- 会社統治の新しいパラダイム』有斐閣

風間信隆 編（2019）『よくわかるコーポレート・ガバナンス』ミネルヴァ書房

佐久間信夫 編著（2017）『コーポレート・ガバナンス改革の国際比較：多様化するステークホルダーへの対応』ミネルヴァ書房

²¹ 株主の議決権の根拠を「利益残渣請求権」に求める既存の議論は、株主と政府を区分できない点で限界がある。

- 高橋俊夫 (2006) 『コーポレート・ガバナンスの国際比較—米・英・独・仏・日の企業と経営』中央経済グループパブリッシング
- 田村俊夫 (2020) 「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 2020 年夏季 vol. 56 134-183
- 津森信也 (2008) 『第 3 版入門企業財務 理論と実践』東洋経済新報社、310-311
- 西村あさひ法律事務所 (2023) 『米国等における民間で公的役割を担う新たな法人形態に関する調査報告書』
- 林孝宗 (2011) 「イギリスにおけるコーポレート・ガバナンスの展開 -非業務執行取締役の役割と注意義務を中心に」社学研論集 17 247-263
- 深尾光洋、森田泰子 (1994) 「コーポレート・ガバナンスに関する論点整理および制度の国際比較」金融研究 13 (3)、p13-58
- 堀江貞之 (2015) 『コーポレートガバナンス・コード』日経文庫 日本経済新聞出版社
- Aguilera,R.V.,and G.Jackson (2003) “Corporate Governance and National Institutions: A Review and Proposal for Comparative Research” *Corporate Governance: An International Review*,11(3),197–210.
- Brealey,R.A.,S.C.Myers,and F.Allen (2006) *Principles of Corporate Finance*,8th ed.,New York : McGraw Hill Higher Education 邦訳版 : 藤井眞理子・国枝繁樹 訳『コーポレート ファイナンス(第 8 版) 上下』日経 BP (2007)
- Barle,A.A.Jr.,and G.C.Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*,New York: Macmillan 邦訳版 : 北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』,分雅堂銀行研究社 (1957)
- Friedman,M.(1970),“The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits”,*New York Times Magazine* 122-126
- Freeman,R.E.(1984),*Strategic Management: A Stakeholder Approach* ,Boston: Pitman
- Jensen,M.C..(2001),“Value Maximization,Stakeholder Theory,and the Corporate Objective Function,” *Journal of Applied Corporate Finance*,Vol.14,No.3
- Mitchell,R.K.,B.R.Agle,& D.J.Wood,(1997) “Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts.” *Academy of Management Review*,22(4),853–886.
- Modigliani,F.and Miller,M.H.(1958),“The Cost of Capital,Corporation Finance and the Theory of Investment,” *American Economic Review*,Vol.48,No.3,pp.261-297.
- Modigliani,F.and Miller.M.H.(1963),“Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction,”*American Economic Review*,Vol.53,No.3,433-443.
- Sharpe, F.William (1964), “Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk”, *The Journal of Finance* 19 (3): 425-442

2026月3月31日

総企業価値と再起可能性
「コーポレートガバナンスの国際比較のための新フレームワーク」
－新概念の特性解明と有効性検証－

ガバナンス論の新フレームワーク構築研究会

(主査)

一橋大学名誉教授
小林秀之

(幹事/文責)

日本国際学園大学経営情報学部 教授
前新潟産業大学大学院経済学研究科 教授
現同大学通信課程 非常勤講師
安達明久