

ディスカッションペーパー

**2つの新概念による
「啓発されたステークホルダー論」の補完・再検討**

－ 「総企業価値」と「再起可能性」の新概念提示 －

2024年9月15日

**ガバナンス論の新フレームワーク構築研究会 幹事
新潟産業大学大学院経済学研究科
教授 安達 明久**

はじめに

我国のコーポレートガバナンス論の基本的考え方は、Jensen, M. C.が2001年に提示した「啓発されたステークホルダー論」に基礎を置いており、「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」という概念に基づいて展開されている。しかしながら、同理論に対しては、「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、日米英独など主要国間において、ガバナンスに関する基本的な考え方や具体的な制度については大きな差異がある。また、米国内でも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存在しているのが実態である。

本研究会は、このようなコーポレートガバナンス論における多様性に焦点をあて、「総企業価値」「再起可能性」という新概念を導入することによって、同理論の限界・課題を補完するとともに、主要国の様々なガバナンス論の特徴を理論的に論ずるための、「共通フレームワーク」を構築し有効性を検証することを目的として、2024年4月に結成したものである。最終的には、「企業は公器」という我国の伝統的考え方の背景を明らかにし、日本固有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目指している。

本報告書は、このような本研究会の研究活動における第1段階作業の研究成果について、ディスカッションペーパーとして公表するものであり、「総企業価値」「再起可能性」という2つの新たな概念を提示することによって、コーポレートガバナンスの基盤的理論となっている Jensen, M. C. の「啓発されたステークホルダー論」の限界・課題を補完することを試みるものである。

具体的には、「総企業価値」の概念は、負債の多寡によらず一定であること、具体的測定尺度が簡潔明確かつ中立的であること、政府自治体を第6のステークホルダーとして位置付ける論理的基礎を提示しうること、また、「企業価値最大化とその分配」を分離独立して論じうる点で税引後利益に基づく既存の「株主企業価値」とは異なる特性を有していることなどの点で優れていることが論証できた。さらに、「再起可能性」の概念は、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、経営参画権の新たな拠を提示するものであり、多様なステークホルダーの経営参画権を基礎づける新概念として意義を有することも明らかとなったと考える。

したがって、この2つの新概念の導入は、上記課題の解決に大きく寄与するものであり、また、本研究において提示した「拡張版MM理論」は、このような概念を支える基礎理論としての役割を有するものとして位置付けることができると考える。

他方、このような本研究の内容については、関係学会での発表報告等を通じてその内容の学術的評価を受けるとともに、企業経営者や企業評価専門家などの実務者との討議・意見交換を通じて、その意義と実用性について議論を深めたいと考えている。併せて、皆様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。

なお、本研究会の活動は、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、逐次その成果をディスカッションペーパーとして公開する予定である。

2024年9月15日

(文責)ガバナンス論の新フレームワーク構築研究会 幹事
新潟産業大学大学院経済学研究科
教授 安達明久

目次

(本文)

要旨

キーワード

1. 本研究の概要

- (1) 本研究の目的と背景
- (2) ガバナンス論の変遷
- (3) 米国におけるガバナンス論と企業価値の関係
- (4) 3つのガバナンス論と既存企業価値概念の問題点
- (5) 新たな概念の導入と学術的な問い

2. 拡張版 MM 理論と総企業価値 — 第1段階の論証(総企業価値の特性)

- (1) 論証の前提となる事項と概念定義
- (2) 検討結果 — 第1段階の作業の要約
- (3) 既存の MM 理論と上記結果との比較・意義

3. 新概念とガバナンス論の新たな視点 — 総企業価値と再起可能性

- (1) ガバナンス論における拡張版MM理論の意義
- (2) ガバナンス論における既存の「中長期的企業価値」概念の課題—最大化と配分
- (3) 新概念の有効性(その1) — 企業価値の「最大化」と「配分」の議論の分離
- (4) ステークホルダーの特性による分類
— 第3段階の検討(再起可能性概念の導入)
- (5) 新概念の有効性(その2) — ステークホルダーの特性による分類

4. おわりに — 考察と結論

- (1) 考察
- (2) 結論
- (3) 本論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

(付属資料) 論証資料

はじめに

第1章 論証におけるフレームワーク

第2章 論証における要点

第3章 論証資料1 — 今期以降定額定常を前提(一部準備中)

第4章 論証資料2 — 今期以降定率成長を前提(準備中)

* 論証資料については下記 URL にも掲載し、逐次更新を行っている

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

(本文)

2つの新概念による「啓発されたステークホルダー論」の補完・再検討 —「総企業価値」と「再起可能性」の新概念提示—

安達 明久
新潟産業大学大学院経済学研究科 教授

要旨

本論文は、「総企業価値」「再起可能性」という2つの新たな概念を提示することによって、コーポレートガバナンスの基盤的理論となっている Jensen, M. C. (2001) の「啓発されたステークホルダー論」の限界・課題を補完することを試みるものである。

同ステークホルダー論に対しては、「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きた。本論文が提示する「総企業価値」の概念は、MM 理論と整合的であることに加えて、具体的測定尺度が簡潔明確であること、政府自治体を第6のステークホルダーとして位置付ける論拠を提示しうること、さらに「企業価値最大化とその分配」を分離独立して論じうる点で税引後利益に基づく既存の「株主企業価値」とは異なる特性を有していることなどが特徴である。さらに、「再起可能性」の概念は、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、経営参画権の新たな根拠を提示するものであり、多様なステークホルダーの経営参画を基礎づける新概念として意義を有する。したがって、これら新概念の導入は、上記課題の解決に大きく寄与するものであり、また、本研究において提示した「拡張版 MM 理論」は、これら概念を支える基礎理論としての役割を有するものと言える。

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 — 目的, 背景, 既存研究, 学術的問い

(1) 本研究の目的と背景

Jensen, M. C. 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している理論とされている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。

本論文は、新たに「総企業価値」「再起可能性」という2つの新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し限界を補完することを試みるものである。具体的には、次の2点から課題解決と限界補完を試みるものである。

・「総企業価値」概念の提示：企業価値評価における基礎理論である「MM 理論」²を一部拡張し、新たに「総企業価値」という概念を導入することにより、「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」等の課題を解決すること。

・「再起可能性」概念の提示：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、経営参画権の新たな根拠として「再起可能性」の概念を提示し、多様なステークホルダーの経営参画権を基礎づけること。

このような本研究の目的とその背景を理解するためには、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理解する必要がある。

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. 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。同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、企業の持続的な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ものと言える。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、一般的には次の様な定義が採用されている点である³。

¹ 田村 俊夫 (2020) p163, 江口雅子 (2018) p30

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 津森信也 (2008) p310-311

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

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) を誘引し易いといった、幾つかの看過しえない課題を有している点が指摘されて来た (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問題点を念頭に、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。

(2)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。コーポレートガバナンスの変遷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。

具体的にみると、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⁴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⁵が導入されるなど、ステークホルダーの役割を重視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⁶。

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⁷。

他方で、日本における状況を見ると、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年に米国に先駆けて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」においては、「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」といった概念を、英国の2004年改訂会社法や2010年改訂同コード⁸と並んでいち早く取り入れている。

(3)米国におけるガバナンス論と企業価値の関係

この様な米国におけるガバナンス論の変遷を踏まえて、「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整理すれば、次の通りである⁹。

「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」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重視し、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¹⁰。

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位置づけられている。すなわち、同理論

⁴ Dodge v. Ford Motor Co. 170 N.W. 668 (Mich. 1919)

⁵ 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 (2023) 参照。

⁶ 江川雅子 (2018) p30

⁷ Brealey, R. A., S. C. Myers, and F. Allen (2006) 邦訳36-38, および田村俊夫 (2020) p135-139

⁸ 江川雅子 (2018) p30, 林孝宗 (2011) p252-255, 田村 (2020) p158

⁹ 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。

¹⁰ 江川雅子 (2018) p24-28, 新井富雄 (2002) p52

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、中期的企业価値最大化という「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」という形で現れているほか、2020年の「ダボス・マニフェスト」においては、「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。

(4) 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」の受入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、下記の諸点が重要であると考え、以下の所論の要点は下記表1の通りである¹¹。

表1 「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（短期志向と社会性の軽視）：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存在することも一因となっている。

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する不信感・批判が根強く存在する。すなわち、その様な経営は、企業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経営に陥り易くなり、現状維持・リスク回避的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）：第一の点として、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）：第二の点として、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。したがって、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し解消するかことができるかという点に対しては、同理論は、経営者に対し、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、研修等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など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解消しようとしたものである。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、複数の煩雑でかつ株主利益に関連した要素に分解した上で利用されることが一般的である。したがって、「啓発され

¹¹ 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。

たステークホルダー論」は、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」と同じであると考えられること。また、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）を誘引する余地がある。また、一般に米国では実務上、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理解される。

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）：上記③とも関連するが、多様なステークホルダーが、その利害を主張し調整するために不可欠である企業経営への参画権の論理的根拠が「長期的企業価値創出」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が十分に提示されていない。

(5)新たな概念の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」（定義は下記参照）および「再起可能性」（詳細後述）という概念を導入し、その有用性を検証することを試みたものである。具体的には、下記①②の様な学術的な問いを設定し検討を行うものである。なお、以下でいう「政府」は、地方自治体を含む広い概念として利用している（以下同じ）。

（定義）「総企業価値」≡ 負債 + 株式時価総額 + 政府持分見合株式時価総額¹²

（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」という概念は、理論上どの様な特性を有するか。また既存の企業価値に関する基本理論である MM 理論の示す命題とどの様な関係にあり、整合的な概念であるか否か。

② さらに「再起可能性」の新概念を導入した場合、これら 2 つの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か否か。

本論文においては、上記の学術的問いの 2 点に答えるため、具体的には下記の手順にて論証を進める。

第 1 段階： 総企業価値は、MM 理論の一般的な前提の下では、営業利益の額が一定であれば負債の多寡によらず一定の値をとる等の特性を有することを論証する（以下、この命題を「拡張版 MM 理論」という）。

第 2 段階： 次に、上記の特性をもつ「総企業価値」の概念が、前述のコーポレートガバナンスにおける株主主権論やステークホルダー論に関する課題に対してどの様な意味を持つかを明らかにする。具体的には、これまで混然一体となり錯綜していた「企業価値最大化とその配分」の議論が、総企業価値概念の導入によって、相互に分離独立して議論でき、単純明快化が可能であることを指摘する。

第 3 段階： 第 3 段階では、さらに「再起可能性」の概念を導入することにより、旧来の議論では残渣請求権の唯一の保有者である株主が「経営権」を有するという論理に代えて、多様なステークホルダーが「再起可能性」に欠ける程度に応じて「経営参画権」を有する必要性について新たな視点を提示する。以下、第 1 段階から第 3 段階まで順次解説を行うことしたい。

2. 拡張版 MM 理論と総企業価値 — 第 1 段階の論証（総企業価値の特性）

(1)論証の前提となる事項と概念定義

前述の第 1 段階の論証のため、以下においては企業価値、企業収益、株価等に関し、次の様なフレームワーク、および前提と定義を設定し、「総企業価値」の理論上の特徴等を検討する。なお、以下では前提と結論等を記し、論証過程は長文となるため省略し詳細については下記 URL に「論証資料」として掲載することとした。

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

（フレームワーク）

・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とする。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。

¹² 「政府持分見合株式時価総額」≡ 税金キャッシュフローを証券化し資本市場取引に付した場合の時価総額。政府持分見合株式は、実際上は証券市場で取引の対象とはならない仮想上の株式であり、かつ、議決権を有しない点で実際の株式との比較において証券としての価値が異なる点に留意する必要がある。前者の論理的妥当性については後述（前掲 URL の論証資料も参照）。議決権の有無に関する点については、今後の検討課題としたい。本研究においては、これらの諸点を考慮しつつ論証を進めることとする。本研究の要点は、この様な新概念の導入が「啓発されたステークホルダー論」を補完する上で有益であるか否かを明らかにすることにある。

なお、以下においては、確率変数については、例えば売上 S など「斜体文字」で表すこととし、またその期待値を $\mu(S)$ 、標準偏差を $\sigma(S)$ で、また、他の確立変数 Y との相関係数を $\rho(S, Y)$ で表すこととする。

(前提)

さらに、このフレームワークの下で、「資本市場」について、次の前提が成立しているものと仮定する。

・資本市場の完全性やリスクフリーレート r_f での借入無制限など、MM 理論と CAPM 理論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 r_f ）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、市場全体の平均的証券（マーケットポートフォリオ）M については、収益率 r_m （確率変数）、同リスクプレミアム P_m （固有値）、リスク指標 $\beta_m=1$ であるとする。

・マーケットポートフォリオの収益率（確率変数） r_m と、企業 X 社の今期予想営業利益 R （確率変数）との間で定義される次の 2 つの変数について固有値が存在する。

$$\text{営業利益 } R \text{ のリスク指標 } B \equiv \rho(R, r_m) \times \sigma(R) \div \sigma(r_m)$$

・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 社の今期予想営業利益（確率変数） R について、資産 A に対応する固有の下記数値が存在する。

$$R \equiv \text{期待値 } \mu(R) \quad \sigma R \equiv \text{標準偏差 } \sigma(R)$$

・企業 X 社の今期予想株式収益率（確率変数） r に関連して、CAPM 理論に基づき下記の条件が成立している。なお、以下では今期予想株式収益率を単に「株式収益率」と表記する。他の変数も同様。

$$\text{株式収益率の期待値 } r = r_f + \text{市場リスクプレミアム } P_m \times \text{企業 X 社の株式のリスク指標 } \beta_r$$

・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するものとし、したがって、総資産 A は、次期以降も現状と同じであると仮定する。

・企業 X 社は、単純化のため利率 r_d （=リスクフリーレート r_f ）で無制限に負債を調達できる¹³。

(各変数の整理)

上記フレームワークと前提条件の下で、以上で設定した変数の主要項目について要約整理すれば、次の通り。

① 将来フリーキャッシュフロー = 今期予想営業利益 R + 減価償却費 D - 維持企業費 - 増加運転資金 = R

$$\text{将来フリーキャッシュフローの期待値 } \mu(R) = R$$

② 企業 X 社の負債利率 $r_d = r_f$ （借入無制限）

③ 企業 X 社株式の収益率 r に対応するリスク指標 $\beta_r \equiv \rho(r, r_m) \times \sigma(r) \div \sigma(r_m)$

④ 企業 X 社株式の収益率 r の期待値（資本コスト） $\equiv \mu(r) = r_f + P_m \times \beta_r$ （CAPM 理論による）

⑤ 企業の株式時価総額 $E = (R - \text{負債金利 } L \times r_d) \times (1 - \text{税率 } t) \div \text{収益率の期待値（資本コスト） } r$

⑥ 企業価値 $V \equiv \text{負債 } L + \text{企業の株式時価総額 } E$

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。

(新規に導入する概念の定義と前提)

⑦ 総企業価値 W

意味 : 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の総合計額

定義 : $W = \text{負債 } L + \text{株式時価総額 } E + \text{疑似政府持分見合株式時価総額 } G$

⑧ 疑似政府持分見合株式¹⁴の時価総額 G

意味 : 税金（確率変数）を得る権利を証券化（株式化）したと仮に想定した場合に、資本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価額

前提 : 資本市場では CAPM 理論が成立しており同資産時価も CAPM 理論に従って決まる

定義式 : $G = \text{税キャッシュフロー（営業利益期待値 } R - \text{負債 } L \times \text{負債利率 } r_f) \times \text{税率 } t \div \text{疑似政府持分見合株式の収益率（確率変数） } g \text{ の期待値}$

⑨ 疑似政府持分見合株式の収益率（確率変数） g

意味 : 疑似政府持分見合株式の時価総額 G とそれに対応する税金収入の比率である

前提 : 資本市場では CAPM 理論が成立しており本収益率は CAPM に従う

定義式 : g （確率変数） = 税キャッシュフロー（営業利益 R - 負債 $L \times$ 負債利率 r_f) \times 税率 $t \div G$
 $g = \mu(g) = r_f + P_m \times \text{リスク指標 } \beta_g$ ・ ・ 以下では「疑似資本コスト」という

⑩ 疑似政府持分見合株式のリスク指標 β_g

意味 : 疑似政府持分見合株式の収益率（確率変数） g のリスク指標

定義式 : $\beta_g = \rho(g, r_m) \times \sigma(g) \div \sigma(r_m)$

¹³ $r_d > r_f$ 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。

¹⁴ 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、「疑似政府持分見合株式」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）

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、疑似政府持分見合株式の時価総額 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 β_r 、疑似資本コストのリスク指標 β_g ）については、「負債ゼロ」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 L₀, E₀, G₀, W₀, r₀, g₀, β_{r0} , β_{g0}

(2) 検討結果 — 第1段階の作業の要約

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等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、先述の URL 掲載資料を参照¹⁵。

- 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。

$$W = E_0 + G_0 = W_0 \quad (\text{負債の多寡に関係なく、負債ゼロの場合の総企業価値に等しく一定})$$

- ② 総企業価値 W (W₀) 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。

(Wの含意)

第1の視点：Wは負債ゼロ時の株式時価総額 E₀ と疑似政府持分見合株式価額 G₀ 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 rf 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。(注) ROA=営業利益÷総資産 A, 以下同じ。ROA スプレッド=ROA / r₀

これを数式で示すと、次の通りである。特に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。

$$\begin{aligned} W &= W_0 = E_0 + G_0 \\ &= (\text{営業利益 } R \div rf) - (\text{市場リスクプレミアム } P_m \times w_0 \text{ のリスク指標 } \beta_{w0} \times W_0 \div rf) \\ &= \text{総資産 } A \times (\text{ROA} / \text{負債ゼロ時の資本コスト } r_0) \end{aligned}$$

- 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 W₀, 負債 L, 税率 t を基に下記により算定される。株式時価総額 E = (負債ゼロ時の総企業価値 W₀ - L) × (1 - 税率 t)

$$\text{疑似政府持分見合株式価額 } G = (\text{負債ゼロ時の総企業価値 } W_0 - L) \times \text{税率}$$

- ④ 疑似政府持分見合株式価額 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。G = E × t / (1 - t) g = β_r g = r

- ⑤ 既存の企業価値 V, および総企業価値 W の関係は、表 2 の通りとなる。

表 2 既存の企業価値 V と総企業価値 W の測定尺度

既存の企業価値	総企業価値
・ 企業価値の定義式 ; V = 負債 L + 株式時価総額 E	W = 負債 L + 株式時価総額 E + 疑似株式 G
・ 企業価値と負債 ; V = V ₀ + 負債 L × 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 個	変数 3 個
V = 総資産 A + 純資産 K × (ROE / r - 1) + (1 - t) × L	W = 総資産 A × 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) ROE = (営業利益 R - 金利 L × rd) × (1 - t) ÷ K ROA = 営業利益 R ÷ 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

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、図 1 の通りである。負債 L の増大とともに、株式時価総額 E、疑似政府持分見合株式価額 G は減少するものの、総企業価値 W は一定であることが理解できる。

(前提) 企業 X 社の具体事例 ; 金額 = 億円

資産等 : 資産 A = 1500, 負債 L = 0 ~ 1400

営業利益 R ; 期待値 100, 標準偏差 30

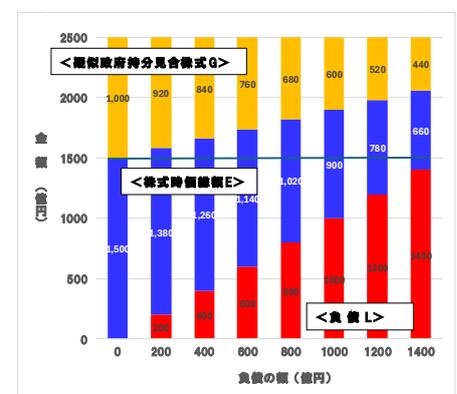
借入金利 rd : 1% (簡単化のため rd = rf としている)

資本市場 : リスクフリーレート rf = 1%

マーケットポートフォリオ

P_m = 5% σ(r_m) = 1% ρ(r, r_m) = 0.5

図 1 負債額と総企業価値



(3) 既存の MM 理論と上記結果との比較と意義

以上の検討結果①~③を既存の MM 理論との関係から整理すると、次の 4 点が指摘できる。

- ・ MM 理論との整合性 : 上記の検討結果①は、MM 理論と対立否定するものではなく、これを拡張するも

¹⁵ 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検証を行った。

のである。すなわち、MM 理論（1958 年）が明らかにした第一命題、「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」という命題は、企業価値を総企業価値（負債+株式時価総額+疑似政府見合持分相当株式価額）に置き換えれば、法人税が存在する場合においても同様に成立することになる。この意味で、上記検討結果①は、「MM 理論の拡張版」であると言える¹⁶。

・「株式」と「疑似政府持分相当株式」との一体性：上記検討結果②③④から明らかなように、企業 X 社の「株式」と「疑似政府持分相当株式」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「疑似政府持分相当株式」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「疑似政府持分相当株式」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「疑似政府持分相当株式」の所有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妥当性があると言える。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していると考えられる。

・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 ではなく、全資産の効率性 ROA を基本とする中立の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、資本構成に関する循環問題も生じない点で優れている。

以下では、これらの検討結果①～④を「拡張版 MM 理論」と称することとしたい。

3. 新概念とガバナンス論の新たな視点 — 第 2, 第 3 段階の検討

(1) ガバナンス論における拡張版 MM 理論の意味

ここでは、本研究の第 2 段階として、「総企業価値」の概念を導入した場合、上記の結果が、前述のコーポレートガバナンスにおける 6 つの課題、すなわち、「株主主権論」「ステークホルダー論」および「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、どの様な意味を持つかについて解説する。要点は次の 2 点である。

①「政府」は、「金融機関」「株主」と並んで企業価値を巡る固有のステークホルダーであると言える。そして、「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であるという特徴があり、この点で「金融機関」「株主」と共通する特徴を有するステークホルダーであると言える。すなわち、「政府」および「金融機関」、「株主」の 3 つのステークホルダーは、総企業価値を構成する各証券（疑似政府持分見合株式、負債、株式）の所有者である。

②「総企業価値の最大化」と「3 つのステークホルダー間での総企業価値配分」の議論を分離することが可能となる。

これら 3 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) ガバナンス論における既存の「中長期的な企業価値」概念の課題 — 企業価値最大化と配分

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関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 $\sigma(R)$, 負債調達金利 rd , 資本構成、同資本構成を前提とする資本コスト r ）が多岐に及ぶことから、その引下げに関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」に帰着する結果となることが危惧される。

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。

¹⁶ 法人税が存在する場合を検討した 1963 年の「修正 MM 理論」においては、企業価値（負債+株式時価総額）は負債利用による節税効果の分だけ増加することが明らかにされている。この点でも、上記検討結果①は整合しており、図 1 においても企業価値 V （負債 L +株式時価総額 E ）は負債の増加とともに増大していることが確認できる。

¹⁷ 堀江貞之（2015）p23-28, 80-88

この定義の下では、ステークホルダー間の利害が錯綜・複雑化している点が、「既存企業価値 V」を前提とするガバナンス論の課題の一つである。

(3)新概念の有効性（その1） — 企業価値の「最大化」と「配分」の議論の分離

かかる問題は、本論文が先に提示した様に「中長期的な企業価値」＝「総企業価値」（本論文において導入）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、拡張版 MM 理論が示すように、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」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」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、まず最初に第一段階の作業として、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、拡張版 MM 理論と相まって、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、下記表3の通りである。

表3 中長期的企業価値の測定尺 — 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

(4)ステークホルダーの特性による分類 — 第3段階の検討（再起可能性概念の導入）

次に、以下では本研究の第3段階として、上記で明らかにした「総企業価値」概念の有用性を踏まえて、さらに「再起可能性」という新たな概念を導入することにより、各種の「ステークホルダー」の分類を行う。さらに、その結果に基づいて、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、この様なステークホルダーの分類は、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言う点である。すなわち、ステークホルダーをその特徴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するものとして有効性を有するものとする¹⁹。

まず、最初に、分類の対象とするステークホルダーについては、拡充版 MM 理論の内容も踏まえて、「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。なお、経営者については、株主の代理人として扱い、ここでは議論の簡略化の観点も踏まえて「株主＝経営者」として扱うこととした。

次に、これらの6ステークホルダーを分類する基準として、ここでは、拡充版 MM 理論の検討結果①～③も踏まえて、次の7個の基準を設定した。基準の①～③は、「総企業価値」の概念に関連する基準であり、⑦は「再起可能性」の概念に基づく分類基準である。

（分類基準）

- ① ステークホルダーとしての機能（営業利益の創出、資金の提供、リスク吸収、インフラ提供）
- ② 「営業利益の創出」に直接的に関与しその最大化のために数量調整の対象となるか否か
- ③ 「営業利益の配分」を受けるか否か、すなわち総企業価値の直接的帰属先か否か
- ④ 企業から受領する対価が固定か残渣か
- ⑤ 対価の受領が契約によるか強制によるか
- ⑥ 経営者の選出権、経営の意思決定への参画権の有無
- ⑦ 倒産時における再起可能性

ここで、②～⑥までの項目については、特に詳細説明は不要と思われるが、①「ステークホルダーとしての

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

¹⁹ 海外の研究では Mitchell, R.K.ら (1997)の正当性・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。

機能」＜リスク吸収＞＜インフラ提供＞と、⑦「倒産時における再起可能性」について補足を行う。

まず、①「ステークホルダーとしての機能」のうち、＜リスク吸収＞については、「④受領する対価が固定か残渣か」とほぼ同義であるが、ステークホルダーとしての特性を明示すべく④において再掲している。また、①の＜インフラ提供＞については、政府が税を収受する根拠として、道路等の社会インフラの多くを整備保有し、多くの場合各企業に無償で提供していること、かつ当該社会インフラの維持管理の責務を有していることを意味するものとした。また、この社会インフラについては、温暖化対策などの環境保全や人権問題への対応など、国連が掲げる「ESG」など、幅広い社会的な課題に対する「政府」の対応を含むものと想定している。

次に、⑦「倒産時における再起可能性」は、今回導入した新概念に基づく分類基準である。具体的には、企業が業績不振等により債務超過に陥り、法的手続きに基づいて清算に至った場合を想定した概念であり、各ステークホルダーが再起に向けて採りうる「選択肢」の可能性を意味する。すなわち、当該企業以外にも多数の企業が存在し、自由な競争の中で新たな選択ができると想定した場合、当該企業の倒産に際し、どの様な対応が可能となるかを検討したものである。具体的には下記の通り。

（再起可能性の具体的内容）

顧客・取引先・労働者：完全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、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。

金融機関：一般的には、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、株主は債務超過を前提とする場合、出資金回収は困難であり他企業への再投資は不可能である。

政府：逆に、政府は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・困難を伴う状況も想定される。

これらの基準に基づいて、6ステークホルダーの分類を検討した結果は、下記表4のとおりである。

表4 ステークホルダーの特徴による分類（現状の日本における企業法制を前提）

	顧客	取引先	従業員	金融機関	株主	政府
①ステークホルダーとしての機能						
＜営業利益の創出＞	○	○	○	-	-	-
＜事業資金の提供＞	-	-	-	○	○	-
＜リスクの吸収＞	-	-	-	-	○	○
＜社会インフラ提供＞	-	-	-	-	-	○
②営業利益の創出に直接的に関与し 最大化のため「数量調整」の対象となるか否か	○	○	○	-	-	-
③営業利益の「配分・帰属」を受けるか否か	-	-	-	○	○	○
④受領する対価が固定か否か	○	○	○	○	残渣	残渣
⑤対価の受領が契約によるか否か	○	○	○	○	○	強制
⑥経営参画権（経営者の選出権等）の有無	-	-	-	-	○	-
⑦倒産時における再起可能性の有無	△	△	△	△	×	△

（注）①～⑥：該当=○、非該当=-（または反対項目を記載）

⑦：再起可能=○、通常再起可能であるが状況により制約がある=、再起不可（元本喪失）=×

(5) 新概念の有効性（その2）－ステークホルダーの特性による分類（再起可能性の導入）

以上の分類結果からは、次の3点が指摘できる。

・ **一般的な基準による分類**：①～⑥の既存の特性（基準）に基づいて分類すれば、6つのステークホルダーは、①＜営業利益の創出＞の基準に基づいて、「直接関与する側か」「営業利益の配分を受ける側か」によって、次の様に大きく2つのグループに区分される。

（顧客、従業員、取引先）：営業利益創出に直接関与するステークホルダーである。これら3つのステークホルダーは、受領する対価が契約によって固定されていること、経営者の選出権が日本の法制化では付与されていない点で共通している。また、原則としては自由な競争市場においては、企業X社のみにも拘束されずに、新たな取引先等を確保できる自由が付与されていることと対をなした特性を有している。

（金融機関、株主、政府）：営業利益の配分を受ける側に立つ点で共通するステークホルダーであり、前述の顧客・取引先・従業員のグループとは性格を異にしている。また、①「ステークホルダーとしての機能」～⑤「対価の受領が契約によるか強制によるか」についても、多くの共通点を有している。他方で、⑥「経営参画権の有無」の点では株主にのみ参画権が法律上認められている点が、これら3ステークホルダーのグループの特

徴となっている。しかしながら、この株主の経営参画権について詳しく見ると、旧来その根拠として指摘されて来た「残渣利益請求権」については、政府も株主と基本的には同様の位置づけであり、株主の様な直接的な請求権は無いものの、政府は残渣利益の一部を享受し得る立場にある点で株主と同等の位置にある。すなわち、株主と政府は、残渣利益請求権の観点では同等の位置にありながら、経営参画権の観点では異なる地位にある。同じ特性を有する株主と政府が、経営参画権の面では異なる扱いを受けているとう点が第2の特徴となっている。経営参画権が、株主にのみ付与されていることの理論的根拠については、「残渣利益請求権」を踏まえつつ、さらに別途の要素を考慮する必要があると言えよう。後述する「再起可能性」はその一候補である。

・**再起可能性の観点からの分類**：他方で、6つのステークホルダーについて、⑦「再起可能性」の観点から見た場合、株主を除く5つのステークホルダーは、原則として通常は再起可能性を有しており、したがって、経営参画権を法律上は有していない点で共通している。しかしながら、これらの5つのステークホルダーは、前述したような様な状況においては、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。さらに、その際に発生するコストや困難を回避補填する手段が、金融機関を除く4つのステークホルダー（顧客、従業員、取引先、政府）には基本的には付与されていない点で共通している。

・**再起可能性と経営参画権の観点**：以上の2点を踏まえて、6つのステークホルダーの経営参画権と再生可能性の関係を整理すれば、次の様になる。

株主：⑦の倒産時の再起可能性が皆無であることが最大の特徴であり、これは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²⁰。

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おり、法律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ると言える。

顧客・取引先・従業員・政府：他方で、この4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、通常は再起可能性を有しており、これと経営参画権が法律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、前述したように、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ところであるが、その点に対応した対抗措置手段については、日本の現行法上は十分な検討・議論がなされていないように推察される。この様な観点から見た場合、ドイツの株式会社制度における共同決定方式、また戦後日本における企業内組合制度は、従業員の再起可能性の観点から一定の合理性を有する制度でもあると言える。

以上3点を整理すれば、ステークホルダーを各々の「特性」に基づいて分類することで、各ステークホルダーがその異同・特徴に基づいて、企業のガバナンスの上でどの様な「機能・役割」（例 経営参画権の有無等）を担っているかを論理的に検討することが可能となる。この意味で、本研究における「総企業価値」と「再起可能性」の2つの新概念は、ステークホルダー論における「新たな視点」を提供するものと考えられる。

4. おわりに — 考察と結論

(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、これまでの議論を踏まえて、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5の通り。

表5 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することにより利害対立を一部緩和
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）を基にした簡潔明快で中立的な企業価値指標が可能
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 ²¹
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

²⁰ 既存のガバナンス論においては、株主が「経営参画権」（議決権）を有する根拠として、各ステークホルダーの中で唯一リスクを負担する機能を有していること、すなわち損益の残渣を教授する存在である点が指摘されてきた。しかしながら、本研究において明らかにしたように、総企業価値の観点から「政府」をステークホルダーとして位置づけた場合においては、残渣の帰属先として株主と政府は同等の立場であることになる。したがって、本研究が導入した「再起可能性」の概念は、株主の経営参画権を論証する上で重要な意義を有すると思われる。

²¹ ROCEなど詳細については、前掲URL掲載資料参照

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。

(2) 結論

以上,本研究においては,「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（拡張版MM理論）。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「簡潔」である。

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,「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することができる。これは,これまでの「残渣利益請求権」に基づく「株主の経営参画権」,すなわち「株主主権論」の根拠の再検討の必要性を提示するものであり,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観点を提示するものである²²。

以上総括すれば,2つの新概念「総企業価値」と「再起可能性」の導入によって,現代のガバナンス論の基盤となっている「啓発されたステークホルダー論」を強化補完することが可能となると言える。

(3)本論ディスカッションペーパーの位置付けと今後の課題

本研究は,冒頭でも記載した様なコーポレートガバナンス論における多様な考え方に焦点をあて,「総企業価値」「再起可能性」という新概念を導入することによって,Jensen, M. C.の「啓発されたステークホルダー論」の限界・課題を補完するとともに,主要国の多様なガバナンス論の特徴を理論的に論ずるための,「共通レームワーク」を構築し有効性を検証することを最終的な目的としている。もって,「企業は公器」という我国の伝統的考え方の背景を明らかにし,日本固有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目指しているものである。

本論文は,この様な研究活動における第1段階作業の研究結果について公表するものであり,「総企業価値」「再起可能性」という2つの新たな概念を提示することによって,コーポレートガバナンスの基盤的理論となっているJensen, M. C.の「啓発されたステークホルダー論」の限界・課題を補完することを試みたものである。本論文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。

なお,本研究については,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。

参考引用文献：

- 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, 2002-06
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
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
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
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」社会学論集 17 247-263

²² 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。

- 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.

(付属資料)

論証資料

はじめに

第1章 論証におけるフレームワーク

第2章 論証における要点

第3章 論証資料1 — 今期以降定額定常を前提（一部準備中）

第4章 論証資料2 — 今期以降定率成長を前提（準備中）

* 本論証資料については下記 URL にも掲載し、逐次更新を行っている

https://drive.google.com/drive/folders/1FrdA0WAGTuSN9Y_v6WKyIhmsVnBZa0ZW?usp=sharing

Ver.02 暫定版(一部手書き)

論証資料

(論文)

2つの新概念による「啓発されたステークホルダー論」の
補完・再検討
－「総企業価値」と「再起可能性」の新概念の提示－

2024年8月31日
新潟産業大学大学院経済学研究科
教授 安達明久

<はじめに>

本論証資料は、下記論文における第1段階、第2段階の作業を中心に
各種の論証資料をまとめたものである。

(論文)

2つの新概念による「啓発されたステークホルダー論」の補完・再検討
－「総企業価値」と「再起可能性」の新概念の提示－

<本論証資料の構成>

本論文の要旨

第1章 論証におけるフレームワーク

第2章 論証における要点

第3章 論証資料1 ー 今期以降定額定常を前提

第4章 論証資料2 ー 今期以降定率成長を前提 ; 作成中

本論文の要旨 : 既存ガバナンス論と本ガバナンス論の比較

	既存ガバナンス論 (既存企業価値Vベース)	本ガバナンス論 (総企業価値Wベース)
< 1 > ガバナンス論の 基礎概念	「長期的企業価値」に基づくガバナンス論 (基礎概念) <ul style="list-style-type: none"> ・「啓発されたステークホルダー論」 ・「MM理論」等に基づくファイナンス論 ・「残渣利益請求権」に基づく「株主主権」 	同左 (基礎概念) <ul style="list-style-type: none"> ・同左 ・「拡張版MM理論」の導入 ・「再起可能性」概念に基づく「ステークホルダーの経営参画権」
①企業価値の定義 (MM理論)	(定義) $V = \text{負債} + \text{株式時価総額}$ (特徴) 負債の多寡(多)により変動(大) 複雑・多数の決定要因	(定義) $W = \text{負債} + \text{株式時価総額} + \text{同税金分}$ (特徴) 負債の多寡によらず「 一定 」 「 単純明快 」な決定要因
②企業価値の計測	(測定) ROEベース (算定) 複雑、循環問題あり	(測定) ROAベース (算定) 単純明快、循環問題なし
③ステークホルダーの範囲	主 : 株主 従 : 顧客、取引先、従業員 金融機関、(政府等)	主 : 株主 従 : 顧客、取引先、従業員 金融機関、 政府
④最大化と配分	企業価値の最大化とステークホルダー間の 配分が「 混然一体化 」(非分離)	企業価値の最大化とステークホルダー間の 配分を「 分離・独立 」することが可能
⑤経営参画権	「 残渣利益請求権 」に基づく株主主権 客 取 従 金 株 政 位置付け ○ ○ ○ ○ ◎ △ 経営参画 - - - - ◎ -	「 再起可能性 」に基づく株主主権の緩和 客 取 従 金 株 政 位置付け ○ ○ ○ ○ ◎ ○ 経営参画 △ △ △ △ ◎ △
< 2 > 結論	「株主」のみが経営参画権を有することを 前提とした議論を展開 *ステークホルダーとの協働 = 長期的企業価値創出	「 政府 」「 従業員 」など多様なステークホルダーの 経営参画権を前提とする議論可能 *ステークホルダーとの協働 = 再起可能性 に基づく参画

第1章 論証におけるフレームワーク

(変数の記載方法)

* 確率変数 : 確率変数であることの表示は売上 S など「斜体文字」で表す
期待値 = $\mu(S)$, 標準偏差 = $\sigma(S)$, 他の確率変数 Y との相関係数 = $\rho(S, Y)$

* 期間別の変数 ; 前期、今期、次期、次々期等に区分し、変数の右下に添え字を付す
なお、今期は簡略化のため添え字なしとする

例 前期 今期 次期 次々期
 X_{-1} X X_{+1} X_{+2}

* 以下で定義する各変数のうち、負債 L の多寡に対応して変化すると想定される変数については、負債ゼロに対応する数値を各々記号に添字「0」を付けて表示する。

例 $L_0, V_0, G_0, W_0, r_0, g_0, Br_0, Bg_0$

(参考1) 確率変数に関する定理 ; x, y が確立変数の時、線形変換について次の定理が成り立つ

定理①	期待値	$\mu(aX+b) = a\mu(X) + b$
定理②	標準偏差	$\sigma(aX+b) = a\sigma(X)$
定理③	相関係数	$\rho(ax+b, y) = \rho(x, y)$
定理④	共分散	$Cov(ax+b, y) = aCov(x, y)$

1. 資本市場等に関する前提と定義

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

(定義) $r_f \equiv$ リスクフリーレート (固有値)

- ・ 資本市場においては,リスクフリーの証券 (利率 r_f) 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,市場全体の平均的証券 (マーケットポートフォリオ) Mについて下記通り定義する。

(定義) $r_m \equiv$ 収益率 (確率変数), $\mu(r_m) \equiv$ 期待収益率 $\mu(r_m)$,

$P_m \equiv$ リスクプレミアム (固有値)

$\beta_m \equiv$ リスク指標 =1

- ・ 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。

(参考2) MM理論 : 税金や取引に関わる諸経費が存在しない「完全市場」においては、資本構成 (負債と株主資本の時価の組み合わせ) は企業価値に影響を与えない。
法人税が存在する場合は、負債による節税効果によって負債が多い企業の企業価値が増大する。

1958年論文 = 税が存在しない場合について論証

1963年論文 = 税が存在する場合について論証

CAPM理論 : 個別株式が持つ β 値から、その株式に投資をしている投資家がどのくらいの収益率を期待するのかを関係づけたフレームワーク

投資家の期待収益率 (資本コスト) = $r_f + \beta \times$ 当該企業固有のリスク指標 β

2. 企業X社に関する前提

- ・ 企業X社が存在し、前期（実績）、今期（予想）以降事業活動を行う
- ・ 同社は、今期首の負債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を活用し事業を行う。資産Aは、企業X社の将来事業計画に基づいて設定されており、前期末は A_{-1} であったとする。
（定義） $L \equiv$ 負債、 $K \equiv$ 資本 $A \equiv$ 資産 （いずれも簿価ベース）
- ・ 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、今期には予想営業利益R（確率変数）を創出すると資本市場では予想されている
（定義） $S \equiv$ 予想売上高、
 $C \equiv$ 材料費等（取引先より購入） $H \equiv$ 人件費、 $D \equiv$ 減価償却費 …… いずれも非確率変数
 $R \equiv$ 予想営業利益（確率変数） $\equiv S - C - H - D$
- ・ 次期以降は、特段の前提を置かない限り、同一の状況が每期永続する
- ・ 商品の価格、材料費等、人件費の価格は市場で決定されており所与であり、企業X社は同価格体系の下で営業利益を最大化するよう行動する。
- ・ 企業X社は、今期予想営業利益R（確率変数）から、負債の金利I（利率 r_d ）、および税金T（税率 t ）を支払い、今期には予想税引後利益AR（確率変数）が株主に帰属し、全額が株主に配当される。
（定義） $I \equiv$ 負債の金利 $r_d \equiv$ 負債利率 $T \equiv$ 税金 $t \equiv$ 税率
 $AR \equiv$ 予想税引後利益（確率変数） $\equiv (R - r_d \times L) \times (1 - t)$
- ・ 企業X社の株式は、資本市場で取引されており、前述の今期予想税引後利益AR（確率変数）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。
（定義） $E \equiv$ 株式の時価総額
- ・ 企業X社の今期予想営業利益（確率変数）Rについて、企業Xに固有の下記数値が存在する。
（定義） $R \equiv$ 期待値 $\mu(R)$ $\sigma(R) \equiv$ 今期予想営業利益Rの標準偏差
 $\rho(R, r_m) \equiv$ 今期予想営業利益Rと市場ポートフォリオ利回り r_m との相関係数

- ・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するものとする.したがって,総資産Aは,今期末以降も現状と同じであると仮定する.
- ・企業X社の資産Aは,全て事業用資産であり,余剰資産は存在しない.
- ・企業X社の負債Lは,全て「有利子負債」であるとする。全てに担保等が付されており最終的な回収リスクは無視できるが、倒産に際した回収コストに対応した金利 r_d が設定されている.企業X社は当該金利 r_d で無制限に負債を調達できる.負債金利スプレッド α は負債の額によらず一定。
 (定義) $\alpha \equiv$ 負債金利スプレッド \equiv 負債金利 $r_g \div$ リスクフリーレート r_f
- ・金融機関は、企業X社の負債（証券）Lを、その倒産時回収費用 r_d を控除したCFを対象とするリスクフリー証券として証券化し、資本市場で販売できると仮定する
- ・企業X社の今期予想株式収益率（確率変数） r に関連して,CAPM理論に基づき下記の条件が成立している。なお,以下では今期予想株式収益率を単に「株式収益率」と表記する.他の変数も同様。
 (定義) $r \equiv$ 株式収益率の期待値 μ^{R}
 $B_r \equiv$ 企業X社株式のリスク指標 $\equiv \rho(r, r_m) \times \sigma(r) \div \sigma(r_m)$
 (条件)
 $r =$ リスクフリーレート $r_f +$ 市場リスクプレミアム $\Delta P_m \times$ 企業X社の株式のリスク指標 B_r
- ・マーケットポートフォリオの収益率（確率変数） r_m と,企業X社の今期予想営業利益R（確率変数）との間に、次の関係が成立している。次の2つの変数についても固有値が存在する。
 (定義) $\rho \equiv$ 今期予想営業利益Rと市場ポートフォリア期待収益率 r_m の相関係数
 $\equiv \rho(R, r_m)$
 $B \equiv$ 今期予想営業利益Rの市場リスク指標
 $\equiv \rho(R, r_m) \times \sigma(R) \div \sigma(r_m)$

3. 企業価値等の定義と前提

- 企業価値 V
 - 意味 : 既存の企業価値概念
 - 定義 : $V \equiv$ 実質負債 $\alpha * L$ + 株式時価総額 E
- 総企業価値 W
 - 意味 : 企業X社が創出する営業利益に価値の基礎を持つ各種証券資産の総合計額
 - 定義 ; $W \equiv$ 実質負債 $\alpha * L$ + 株式時価総額 E + 疑似政府持分見合株式時価総額 G
- 疑似政府持分見合株式の時価総額 G
 - 意味 : 税引後利益（確率変数）を得る権利を証券化（株式化）したと仮に想定した場合に、資本市場において形成されると想定される当該模擬証券の資産価額
 - 前提 : 当該模擬証券 G の価格についても、CAPM理論が成立する
 - 定義 : $G \equiv$ 税キャッシュフロー（営業利益 R - 負債 $L \times$ 負債利率 r_d ） \times 税率 t を基に、資本市場において形成される模擬証券 G の価格
- 疑似政府持分見合株式について、収益率（確率変数） g 、リスク指標 β_g を下記の通り定義する。
 - 定義 : g （確率変数） \equiv 税キャッシュフロー（営業利益 R - 負債 $L \times$ 負債利率 r_f ） \times 税率 $t \div G$
 - $g \equiv$ 収益率の期待値 $\equiv \mu(g)$
 - $\beta_g \equiv g$ のリスク指標 $\equiv \beta_g = \rho(g, rm) \times \sigma(g) \div \sigma(rm)$

4. 財務・株価指標について下記の様に定義する。

財務指標① 今期ROA \equiv **今期の営業利益期待値 R** \div **今期首資産A**

***本論文では、分子に「営業利益」を設定している点に留意！**

財務指標② 今期ROE \equiv **今期の税引後利益期待値 AR** \div **今期首資本K**

ROAスプレッド $=$ **今期 ROA** \div **負債ゼロ時の株式収益率の期待値 r_0** (資本コスト r_0)

ROEスプレッド $=$ **今期 ROE** \div **株式収益率の期待値 r** (資本コスト r)

資本コストスプレッド λ $=$ **負債ゼロ時の株式収益率の期待値 r_0** \div **リスクフリーレート r_f**

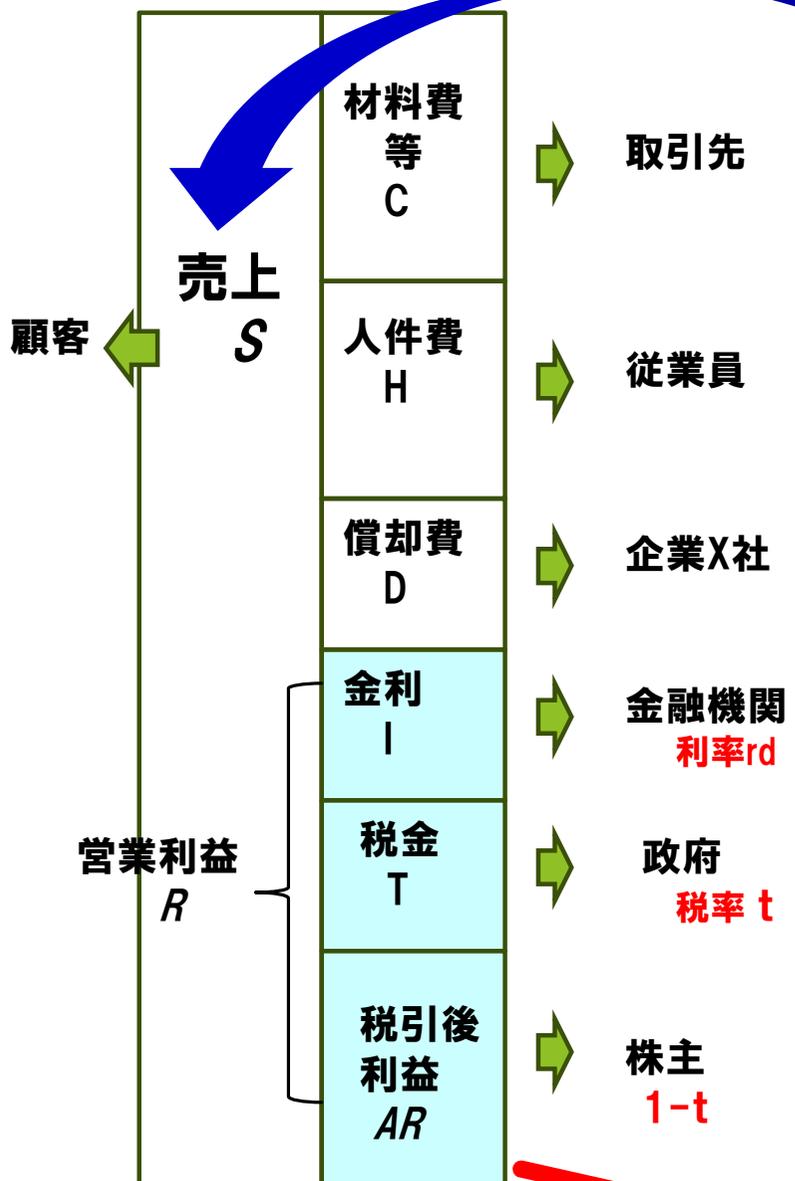
(参考3)

以上の前提の下では、各期に発生するCFは下記の通り定額となり、その現在価値については、下記公式が成立する (R,Lは每期同額)

	前期 (-1)	今期	次期 (+1)	次々期 (+2)	次々々期 (+3)	...
営業利益の期待値	R-1	R	R	R	R	...
△金利	rd*L-1	rd*L	rd*L	rd*L	rd*L	
△税金	(R-1-金利)*t	(R-金利)*t	(R-金利)*t	(R-金利)*t	(R-金利)	
減価償却費 -維持起業費 増加運転資金	0	0	0	0	0	
差引株主に帰属 するCF	(R-1-rdL)*(1-t)	(R-rdL)*(1-t)	同左	同左	同左	

● フレームワーク (モデル)

今期予想損益



期首BS



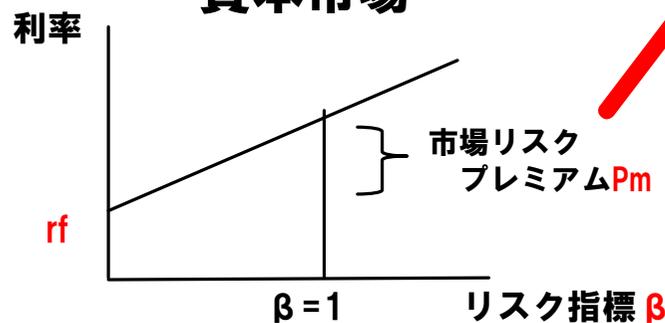
既存の企業価値 V



総企業価値 W 利率 w



資本市場



* 今期の売上高、同営業利益は確率変数 (斜体文字)

第2章 論証の要点

1. 本論文の論証の要点 — 既存企業価値Vと総企業価値Wの比較

<1> 企業価値の定義と特性等

- ・ 企業価値定義、企業価値の本質的意味、負債Lの多寡との関係
疑似株式G

<2> 全社企業価値の比較

- ① 企業価値の測定尺度 : 時価ベースと財務指標ベース
- ② 経営効率の判定基準 : PBR、PER、ROE/ROA
- ③ 企業価値の最大化 : 混在か分離か？
- ④ 最大化とステークホルダーの役割
- ⑤ 最大化とステークホルダーの利害
- ⑥ 最大化と配分のプロセス
- ⑦ 財務諸表（会計原則）と企業価値の関係

<3> 企業買収時の企業評価プロセス

<4> 部門別採算と投資プロジェクト評価の指標

2. 定常状態前提か一律成長前提か

- : 上記<1>～<4>は定常状態を想定
- : 成長前提を前提する論証は別途検討

●資料：既存企業価値Vと総企業価値Wの比較 (1)

	既存企業価値 V (またはE)	総企業価値 W
< 1 > 企業価値 ①定義 ②本質的価値 ③特性 ④疑似株式G	$V = \alpha * L + E$ $V = \left[\frac{R}{r_f} - \frac{P_m * B}{r_f} \right] * (1-t) + \alpha L * t$ 節税効果により負債Lの増大とともに増加 -	$W = \alpha * L + E + G$ $W = \left[\frac{R}{r_f} - \frac{P_m * B}{r_f} \right]$ 負債Lの多寡によらず 一定 $\text{疑似株式Gの価額} = E \times \frac{t}{1-t}$ *疑似株式G：税キャッシュフローを受領することのできる証券が資本市場で取り引きされることを想定した疑似的株式
< 2 > 全社企業価値 ①測定尺度 時価ベース 財務指標ベース ②経営効率性の 判定基準	$V = \alpha * L + E$ $V = A + K \left[\frac{ROE}{r} - 1 \right] + (\alpha - 1) * L$ (定義) $V > A \Leftrightarrow E > K$ (判定基準) 1. PBR > 1 . . . 通常1.2以上 2. PER > 1 / ROE 3. ROE > r . . . 資本コスト *資本構成により数値が変動する	$W = \alpha * L + \frac{E}{1-t}$ $W = A * \frac{ROA}{r_0}$ (定義) $W > A + \frac{K}{1-t} \Leftrightarrow E > K$ (判定基準) 1. PBR > 1 . . . 通常1.2以上 2. PER > 1 / ROE 3. ROA > $\frac{r}{1-t} - (r - r_f) \frac{\alpha L}{A}$ $> \frac{r_0}{1-t}$. . . 負債ゼロ時の税引前資本コスト 資本構成によらず 一定

●資料：既存企業価値Vと総企業価値Wの比較 (2)

	既存企業価値 V (またはE)	総企業価値 W																																																						
<p>③企業価値の最大化の要素</p>	<p>* 事業規模Aを固定した場合 Vの最大化 ; 公式等より明らか 様に、営業利益のほか、借入金、 同金利など操作可能変数が多い (操作可能変数) - 外生変数を除く R、B、L、α、t : 5つ</p> <p>* しかも、株主の観点「Eの最大化」は、 負債の節税効果が存在するため、必ず しも「Vの最大化」にはつながらない ⇒ Vの最大化と、その配分が混在</p> <p>* 負債L、税率tを固定した場合： Vの最大化 ⇔ Eの最大化 ⇔ 税引後利益の最大化 または 利益変動幅の縮小</p> <p>(参考1) Eの本質的価値構成</p> $E = (1-t) * \left[\left(\frac{R}{rf} - \frac{Pm * B}{rf} \right) - \alpha L \right]$	<p>* 事業規模Aを固定した場合 Wの最大化 ⇔ 営業利益の最大化 または 利益変動幅の縮小 (操作可能変数) - 外生変数を除く R、B : 2つのみ</p> <p>* 「Eの最大化」は、「Wの最大化」とは 関係なく議論可能。</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center; color: red;"> <p>⇒Wの最大化と、Eの最大化を分離 可能</p> </div> <p>(参考2) W,V,Eの関係</p> <table border="1"> <caption>Data for Reference 2: W, V, E Relationship</caption> <thead> <tr> <th>負債の額 (億円)</th> <th>負債L (億円)</th> <th>株式時価総額E (億円)</th> <th>擬似政府持分見合株式G (億円)</th> <th>V (億円)</th> <th>W (億円)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>0</td><td>0</td><td>1,500</td><td>1,000</td><td>1,500</td><td>2,500</td></tr> <tr><td>200</td><td>200</td><td>1,380</td><td>920</td><td>1,580</td><td>2,500</td></tr> <tr><td>400</td><td>400</td><td>1,260</td><td>840</td><td>1,660</td><td>2,500</td></tr> <tr><td>600</td><td>600</td><td>1,140</td><td>760</td><td>1,740</td><td>2,500</td></tr> <tr><td>800</td><td>800</td><td>1,020</td><td>680</td><td>1,820</td><td>2,500</td></tr> <tr><td>1000</td><td>1000</td><td>900</td><td>600</td><td>1,900</td><td>2,500</td></tr> <tr><td>1200</td><td>1200</td><td>780</td><td>520</td><td>1,980</td><td>2,500</td></tr> <tr><td>1400</td><td>1400</td><td>660</td><td>440</td><td>2,060</td><td>2,500</td></tr> </tbody> </table> <p>(参考3) Wの本質的価値構成</p> $W = \left[\frac{R}{rf} - \frac{Pm * B}{rf} \right]$	負債の額 (億円)	負債L (億円)	株式時価総額E (億円)	擬似政府持分見合株式G (億円)	V (億円)	W (億円)	0	0	1,500	1,000	1,500	2,500	200	200	1,380	920	1,580	2,500	400	400	1,260	840	1,660	2,500	600	600	1,140	760	1,740	2,500	800	800	1,020	680	1,820	2,500	1000	1000	900	600	1,900	2,500	1200	1200	780	520	1,980	2,500	1400	1400	660	440	2,060	2,500
負債の額 (億円)	負債L (億円)	株式時価総額E (億円)	擬似政府持分見合株式G (億円)	V (億円)	W (億円)																																																			
0	0	1,500	1,000	1,500	2,500																																																			
200	200	1,380	920	1,580	2,500																																																			
400	400	1,260	840	1,660	2,500																																																			
600	600	1,140	760	1,740	2,500																																																			
800	800	1,020	680	1,820	2,500																																																			
1000	1000	900	600	1,900	2,500																																																			
1200	1200	780	520	1,980	2,500																																																			
1400	1400	660	440	2,060	2,500																																																			

●資料：既存企業価値Vと総企業価値Wの比較 (3)

	既存企業価値 V (またはE)	総企業価値 W
④最大化とステークホルダーの役割	(ステークホルダー) 客 取 従 金 株 政	(ステークホルダー) 客 取 従 金 株 政
	価値最大化 ○ ○ ○ △ △ -* 1	価値最大化 ○ ○ ○ △ △ ▲* 3
	位置付け ○ ○ ○ ○ ◎ △	位置付け ○ ○ ○ ○ ◎ ○* 4
利益配分の参加 - - - △ ○ △* 2	利益配分の参加 ▲ ▲ ▲ ▲ ○ ▲* 5	
* 1 △は、節税効果による企業価値増大に関与。	* 3 △は、資金提供により間接的関与を表す。 ▲は、公共インフラによる間接関与を表す。	
* 2 △は金利、税による営業利益の配分、 ○は残渣利益請求権	* 4 本文参照	
	* 5 ▲は再起可能性の状況による配分受領可能性 ○は残渣利益請求権	

●シミュレーション結果（要約） — 主要変数と企業価値の関係

前提等		基本ケース	総資産 一定										総資産増				
			A1ケース		A2ケース		B1ケース		B2ケース		B3ケース		C1ケース		C2ケース		
			営業利益のみ増 (期待値増、変動幅比例)		営業利益の質改善 (変動幅縮小)		自己資本比率のみ 低下(レバレッジ)		借入利率のみ上昇		税率のみ低下		総資産のみ増 (営業利益は不変)		総資産増 (営業利益も増)		
			数値	基本ケース比	数値	基本ケース比	数値	基本ケース比	数値	基本ケース比	数値	基本ケース比	数値	基本ケース比	数値	基本ケース比	
企業	資産 A	1,000		1,000		1,000		1,000		1,000		1,000		1,100	1.1倍	1,100	1.1倍
	純資産 K	500		500		450	低下	500		500		550	1.1倍	550	1.1倍	550	1.1倍
	負債 L	500		500		550	増大	500		500		550	1.1倍	550	1.1倍	550	1.1倍
	自己資本比率 k	0.5		0.5		0.45	0.9倍	0.50		0.50		0.5		0.5		0.5	
	借入金利率 rd	1.1%		1.1%		1.1%		1.1%	0.0%	1.2%		1.1%		1.1%		1.1%	
	リスクフリーレート rf	1.0%		1.0%		1.0%		1.0%		1.0%		1.0%		1.0%		1.0%	
	借入金利率スプレッド	1.1		1.1		1.1		1.1	0.0	1.2	1.1倍	1.1		1.1		1.1	
	営業利益期待値 R	100		110	1.1倍	100		100		100		100		100		110	1.1倍
変動幅 σ_R	30		33	1.1倍	27	0.9倍	30		30		30		30		33	1.1倍	
政府	税率 t	0.4		0.4		0.4		0.4		0.4		0.36	0.9倍	0.4		0.4	
資本市場	リスクプレミアム	5%		5%		5%		5%		5%		5%		5%		5%	
	市場ポートフォリオ	6%		6%		6%		6%		6%		6%		6%		6%	
	資本コスト r	4.85%		4.75%	低下	3.50%	低下	4.96%	上昇	4.96%	上昇	4.85%	-	4.96%	上昇	4.85%	低下
	” w	4.00%		4.00%	-	3.08%	低下	4.00%	-	4.00%	-	4.00%	-	4.00%	-	4.00%	低下
		金額	倍	倍	倍	倍	倍	倍	倍	倍	倍	倍	倍	倍	倍	倍	倍
企業価値	W = $\alpha L + E + G$	2,500	1.10	上昇	1.30	上昇	1.00	-	1.00	-	1.00	-	1.00	-	1.10	上昇	
	V = $\alpha L + E$	1,720	1.09	上昇 小	1.26	上昇 小	1.01	上昇	1.01	上昇	1.05	上昇	1.01	上昇	1.10	上昇	
	E	1,170	1.13	上昇 大	1.38	上昇 大	0.97	低下	0.97	低下	1.07	上昇 大	0.97	低下	1.10	上昇	
株価指標	PBR	2.34	2.64	上昇	3.24	上昇	2.53	上昇	2.27	低下	2.50	上昇	2.07	低下	2.34	上昇	
	PER	12.4	12.6	上昇	17.1	上昇	12.1	低下	12.1	低下	13.2	上昇	12.1	低下	12.4	上昇	
財務指標	ROA	10.0%	11.0%	上昇	10.0%	-	10.0%	-	10.0%	-	10.0%	-	9.1%	低下	10.0%	上昇	
	ROE	11.3%	12.5%	上昇	11.3%	-	12.5%	上昇	11.3%	低下	12.1%	上昇	10.2%	低下	11.3%	上昇	

要点 : 総企業価値Wの増加は、「営業利益の増・同質の改善」がポイント
 → レバレッジ、節税、金利上昇、資産の単純増は効果なし

●資料：既存企業価値Vと総企業価値Wの比較 (4)

	既存企業価値 V (またはE)	総企業価値 W
⑤ステークホルダーの利害		
	V 客 取 従 金 株 (政)	W 客 取 従 金 株 政
・ 営業利益の増	増 - - - - ○ ○	増 △ △ △ - ○ ○
・ 営業利益の変動減	増 - - - - ○ ○	増 △ △ △ - ○ ○
・ 総資産増+利益増	増 - - - ○ ○ ○	増 △ △ △ ○ ○ ○
・ ROEまたはROA改善	増 - - - - ○ ○	増 △ △ △ △ ○ ○
・ 自己資本比率引下げ	増 - - - ○ × ×	増 - - - ○ × ×
・ 借入金利率低下	増 - - - × ○ ○	増 - - - × ○ ○
・ 税率低下	増 - - - - ○ ×	増 - - - - ○ ×
	(注) V : 増=Vの増大 各ステークホルダー ○= 利害一致 ×= 利害相反 - = 無関係	(注) W : ○=Vの増大 各ステークホルダー ○ = 利害一致 × = 利害相反 - = 無関係 △= 交渉による
	* 顧客、取引先、従業員 : 企業価値V増大に貢献しても 残渣請求権がないため、各 ステークホルダーへの配分 とは無関係	* 顧客、取引先、従業員 : 企業価値W増大に貢献した場合、 再起可能性を基に、交渉により 配分を受けることが可能
	* 金融機関、株主 : 企業価値V増大と利害相反する 部分あり	* 金融機関、株主、政府 : 総企業価値W増大と利害一致。 : 相互に利益相反する事例は、 総企業価値Wの増大とは無関係。

●資料：既存企業価値Vと総企業価値Wの比較 (3)

	既存企業価値 V (またはE)	総企業価値 W
<p>⑥最大化と配分</p>	<p>企業価値Vの最大化の過程の中で、利益配分を「同時一体的」に処理</p> <p>理由： 営業利益の配分先である3つのステークホルダー（金融機関、株主、政府）の間における利益配分が、企業価値V、株式時価総額Eに影響を与える</p>  <p>*各ステークホルダーとの「協働」「対話」を行うにあたり、経営者は、企業価値最大化によるステークホルダー間の利害対立調整や利益配分の正当性など「多様な要素を同時」に考慮する必要が生じる。</p>	<p>営業利益の最大化と、その利益配分の過程を「分離・独立」して処理することが可能</p> <p>理由： 営業利益の配分先である3つのステークホルダー（金融機関、株主、政府）の間における配分は、総企業価値Wに影響しない。最大化と配分の分離が可能。</p> <p>最大化と配分の例：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 営業利益の最大化 競争状態にある自由市場（価格体系所与）を前提に、顧客、取引先、従業員の各ステークホルダーの最適化（数量調整）を実施。 2. 再起可能性を基準とする配分 「株主」のほか、状況により下記のステークホルダーが利益配分に参画可能。 顧客、取引先、従業員、金融機関、政府  <p>*各ステークホルダーとの「協働」「対話」を行うにあたり、経営者は、企業価値最大化にまず専念し、その成果をどう配分するか「2段階議論」に単純化できる。</p>

●資料：既存企業価値Vと総企業価値Wの比較 (5) *日本基準を前提

	既存企業価値 V (またはE)	総企業価値 W																
⑦会計処理との関係 (PL関連)	<p>税引後損益をスタート台として、企業価値Vを算定</p> <p>*長期的企業価値算定に必要な項目を多数含むため、調整が必要。</p> <p>(税引損益の主要構成項目)</p> <p>税引後損益 =</p> <table style="margin-left: 20px;"> <tr><td>+営業損益</td><td>○</td></tr> <tr><td>+受取利息配当金</td><td>△</td></tr> <tr><td>±投資有価証券売却損益</td><td>×</td></tr> <tr><td>±固定資産処分損益</td><td>×</td></tr> <tr><td>-支払利息割引料</td><td>○</td></tr> <tr><td>-法人税等</td><td>○</td></tr> <tr><td>-構造改革費用</td><td>×</td></tr> <tr><td>±その他</td><td></td></tr> </table> <p>○ = 長期的企業価値と直接的関係あり × = 長期的企業価値と直接的関係なし</p>	+営業損益	○	+受取利息配当金	△	±投資有価証券売却損益	×	±固定資産処分損益	×	-支払利息割引料	○	-法人税等	○	-構造改革費用	×	±その他		<p>営業損益をスタート台として、総企業価値Wを算定</p> <p>*通常、長期的企業価値算定に必要な損益項目は含まれないため、調整不要。</p>
+営業損益	○																	
+受取利息配当金	△																	
±投資有価証券売却損益	×																	
±固定資産処分損益	×																	
-支払利息割引料	○																	
-法人税等	○																	
-構造改革費用	×																	
±その他																		
(BS関連)	<p>総資産、負債について、通常下記の調整を実施</p> <ul style="list-style-type: none"> ・長期的企業価値に直接関係しない「非事業用資産」の控除 ・負債のうち有利子負債のみを抽出 	同左																

●資料：既存企業価値Vと総企業価値Wの比較 (6)

	既存企業価値 V (またはE)	総企業価値 W
<p><3> 企業買収時等の 企業価値算定の 実務</p>	<p>(前提) 簡略化のため、将来営業損益が 定常無限期間継続する場合を想定。 また、負債は全て有利子負債とする。</p> <p>① 将来営業利益CFの想定 将来営業CF + 将来減価償却費 - 将来維持起業費</p> <p>② 将来WACCの想定</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 将来リスクフリーレートr_fの推定 ・ 将来借入金利r_dの想定 ・ 将来B_0 (負債ゼロ時) の想定 ・ 将来資本構成の想定 ・ 将来B (負債有り) の算定 ・ 将来市場リスクプレミアムP_mの想定 ・ 将来資本コストrの推定 <p>⇒ <WACCの算定> 8段階</p> <p>③ 将来税率の想定</p> <p>④ 将来企業価値の算定 $V = ① \times (1 - t) \div \text{WACC}$</p> <p>⑤ 将来実質有利子負債$\alpha L$の想定</p> <p>⑥ 将来株式時価総額 E の算定 $E = V - \text{将来実質有利子負債} \alpha L$</p> <p>⑦ ②で想定した将来資本構成との整合性 のチェック (循環問題への対処)</p>	<p>(前提) 同左</p> <p>① 同左</p> <p>② 将来負債ゼロ時の資本コストr_0の想定</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 将来リスクフリーレートr_fの推定 ・ 将来借入金利r_dの想定 ・ 将来B_0 (負債ゼロ時) の想定 ・ - ・ - ・ 将来市場リスクプレミアムP_mの想定 ・ - <p>⇒ <負債ゼロ時の資本コストr_0の算定> 5段階</p> <p>③ 同左</p> <p>④ 将来総企業価値の算定 $W = ① \div \text{将来負債ゼロ時の資本コスト} r_0$</p> <p>⑤ 同左</p> <p>⑥ 将来株式時価総額 E の算定 $E = (W - \text{将来有利子負債} L) \times (1 - t)$</p> <p>⑦ 不要</p>

●資料：既存企業価値Vと総企業価値Wの比較 (6)

	既存企業価値 V (またはE)	総企業価値 W
<p>< 4 > 部門採算性、投資採算性の指標 (一般的公式)</p> <p>分子</p> <p>分母</p> <p>採算性指標</p>	<p>(前提) 部門別の投下資産、プロジェクト毎の投下資産が時価(株式時価)では評価されず、簿価で評価される。以下の公式は、日本会計基準ベース。</p> <p>NOPAT ≡ 営業利益 × (1 - t)</p> <p>投下資本 ≡ 有利子負債 + 自己資本</p> <p>ROIC ≡ NOPAT ÷ 投下資本 (簿価)</p> <p>(注) 投下資本 = 総資産の場合は税引後ROAに等しい</p>	<p>(前提) 同左</p> <p>EBIT ≡ 営業利益</p> <p>投下資本 ≡ 有利子負債 + 自己資本</p> <p>ROCE ≡ EBIT ÷ 投下資本 (簿価)</p> <p>(注) 投下資本 = 総資産の場合はROAに等しい</p>
(参考)	<p>* 欧米の会計基準 (US-GAAP, IFRS) では、日本の営業利益に該当する項目が存在しないため、欧米会計基準のNOPATは、有価証券売却益や、リストラ費用などの特別損益等の一部を含む可能性のある概念である点に注意。</p> <p>欧米会計基準のNOPAT = Operating Profit - 税</p> <p>(注) Operating Profit : 有価証券売却益やリストラ費用などの特別損益等の一部を状況によって含む可能性がある。通常は包括利益に参入される。</p>	<p>* 欧米の会計基準 (US-GAAP, IFRS) では、日本の営業利益に該当する項目が存在しないため、欧米会計基準のNOPATは、有価証券売却益や、リストラ費用などの特別損益等の一部を含む可能性のある概念である点に注意。</p> <p>欧米会計基準のEBIT (日本の場合は営業利益) = Net Income + 支払利息 + 税 **</p> <p>(注) Net Income = Operating Profit - 支払利息 + 受取利息配当 - 税 ± 為替差損益等</p> <p>したがって上記**式は、日本の営業利益+受取利息配当金と言える</p>

第3章 論証資料 1 — 今期以降定額定常状態を前提

* 現在手書きから電子機器作成版に変更中

* 確率変数Aの表示： 手書きの場合 \tilde{A}
機械書の場合A（斜体）

<はじめに> 論証する主要事項

1. 「疑似政府持分見合株式」Gの疑似証券としての妥当性
2. 「株式」の時価総額E、および「疑似政府持分見合株式」の価額Gに関する特性等
3. 「総企業価値」の価額Wに関する下記事項
 - ① 「総企業価値」の価額Wが一定であること
 - ② 「総企業価値」を疑似証券として見做すことの妥当性
 - ③ 「総企業価値」の価額Wの構成要素
4. 既存のMM理論との整合性の論証
5. 「既存の企業価値」Vの測定値尺度と「総企業価値」Wの測定尺度の比較
 - ① Vの測定値尺度と各ステークホルダーの関係
 - ② Wの測定尺度と各ステークホルダーの関係

<はじめに> 本論文において論証する主要事項

① 「疑似政府持分見合株式」の疑似証券としての妥当性の論証

本論文において想定した「疑似政府持分見合株式」が、仮に株式市場で取引されCAPM理論に従って価格形成されると仮定した場合、同証券は価格面等で次の様な特性を有することが論証できる。したがって、同疑似証券は、架空のものではあるが、「企業X社株式」と対の関係を有する証券として見做すことに論理的妥当性があると言える。

(特性) 疑似証券の市場価格	$G = E \times t / (1 - t)$	・・・常にEの一定割合の価額となる
疑似証券の期待収益率	$g = r$	・・・常にEの期待収益率と等しい
疑似証券のリスク指標	$\beta g = \beta r$	・・・常にEのリスク指標と等しい

② 「企業X社株式」「疑似政府持分見合株式」の価額E,Gの構成要素等の解明

$$E = E_0 - \alpha * L (1-t) = \frac{R}{r_f} * (1-t) - E_0 * (\lambda - 1) \quad \beta r = \beta r_0 * E_0 / E \quad r = r_f + P_m * \beta r$$
$$G = G_0 - \alpha * L (1-t) = \frac{R}{r_f} * t - G_0 * (\lambda - 1) \quad \beta g = \beta g_0 * G_0 / G \quad g = r_f + P_m * \beta g$$

③ 「総企業価値」に関する下記の事項の論証

・ 「総企業価値」の疑似証券としての妥当性

本論文において想定した「総企業価値」Wを体化した疑似証券（営業利益を享受できる疑似証券）を想定し、仮に株式市場で取引されCAPM理論に従って価格形成されると仮定した場合、同証券の市場価格Zは「総企業価値」Wに常に等しことが論証できる。したがって、同疑似証券は、架空のものではあるが、「企業X社の全企業価値」を体化した疑似証券として、次の様な特性を有する証券と見做すことに論理的妥当性があると言える。

(特性) 疑似証券の市場価格	$Z = W = W_0 = E_0 + G_0$	・・・常に企業価値Wに等しい
疑似証券の期待収益率	$\omega = r_0 = g_0$	・・・常に負債ゼロ時のEの期待収益率と等しい
疑似証券のリスク指標	$\beta \omega = \beta r_0 = \beta g_0$	・・・常に負債ゼロ時のEのリスク指標と等しい

- ・ Wは,負債Lの値によらず**一定の数値**となることの論証

$$W = W + (\alpha - 1) * L = W_0 = E_0 + G_0$$

- ・ Wの価額は,**次の様に分解**することができることの論証

$$W = \frac{\text{営業利益期待値 } R}{r_f} - \frac{\text{市場リスクプレミアム } P_m \times \omega_0 \text{ のリスク指標 } \beta \omega_0 \times W_0}{r_f}$$

$$= \text{総資産 } A \times \frac{\text{前期ROA}}{\text{負債ゼロ時の今期資本コスト } r_0} \times R \text{ の今期予想成長率}$$

なお, Rの成長率は,次の様に定義されるものとする.

$$R \text{ の今期予想成長率} = \frac{\text{今期予想営業利益 } R \text{ の期待値 } R}{\text{前期の実績営業利益 } R_{-1}}$$

④ 既存の企業価値Vと総企業価値Wの関係の解明

	<既存企業価値V>	<総企業価値W>
・ 企業価値の定義式	$V = \text{負債 } \alpha L + \text{株式時価総額 } E$	$W = \text{負債 } \alpha L + \text{株式時価総額 } E + \text{疑似株式 } W$
・ 企業価値と負債	$V = V_0 + \text{負債 } L \times \text{税率 } t$	$W = W_0$
・ 企業価値の測定式	$V = \text{資産 } A + \text{純資産 } K \times (\text{ROEスプレッド} - 1)$	$W = \text{資産 } A \times \text{ROAスプレッド}$

⑤ 「既存の企業価値」Vの測定値尺度と「総企業価値」Wの測定値尺度の比較

＜既存企業価値V＞

＜総企業価値W＞

・基本

DCF法

DCF法

- ・測定尺度の構成要素
- ① 営業利益Rの成長率
 - ② ROAスプレッド
 - ③ 今期首総資産A
 - ④ 自己資本比率（決算書上の比率）
 - ⑤ 税率

- ① 営業利益Rの成長率
- ② ROAスプレッド
- ③ 今期首総資産A

・各ステークホルダーと企業価値との関係 ; 下記表参照

＜既存企業価値V＞

＜総企業価値W＞

客 取 従 金 株 政

客 取 従 金 株 政

企業価値増加の方策

① 事業効率の改善Q1	○	○	○	-	-	(○)	○	○	○	-	-	(○)
② 総資産Aの増加Q2	-	-	-	○	○	-	-	-	-	○	○	-
③ ROAスプレッド改善 (資本コスト引下げ)	○	○	○	-	-	(○)	○	○	○	-	-	(○)
④ 自己資本比率引下げ	-	-	-	○	×	×	-	-	-	-	-	-
⑤ 税率の引下げ	-	-	-	-	○	×	-	-	-	-	-	-
⑥ 金利スプレッドの引下げ	-	-	-	×	○	○	-	-	-	-	-	-

特長

変数が多い 6個

変数が少ない 3個

企業価値Vの最大化において

利害対立がなく、最大化と配分

ステークホルダー間の利害が対立

を分離独立化することが可能

(注1) 客=顧客、取=取引先、従=従業員、金=金融機関、株=株主、政=政府

(注2) ○× : 各ステークホルダーが企業価値の増大に向けた努力を行った場合、当該ステークホルダーの利害に一致(○)するか否か(×)

なお、上記の判定にあたっては、「顧客、取引先、従業員」においては、自由競争市場の下で、対価の価格は所与であり、企業（経営者）がその利用数量を利益最大化のために最適化すると前提している。本モデルでは、さらに進んで、企業Xと3ステークホルダーが協働することにより営業利益をさらに向上させることが可能であるとの前提を置き、その増加利益をどの様に配分するかは企業とステークホルダー間の交渉により決まると想定した。なお、対価の最低価額は市場均衡価格であり、通常は何らかの上乗せが可能であると想定した。

第3章 論証資料 1 — 今期以降定額定常状態を前提

* 現在手書きから電子機器作成版に変更中

* 確率変数Aの表示： 手書きの場合 \tilde{A}
機械書の場合A（斜体）

<はじめに> 論証する主要事項

1. 「疑似政府持分見合株式」Gの疑似証券としての妥当性
2. 「株式」の時価総額E、および「疑似政府持分見合株式」の価額Gに関する特性等
3. 「総企業価値」の価額Wに関する下記事項
 - ① 「総企業価値」の価額Wが一定であること
 - ② 「総企業価値」を疑似証券として見做すことの妥当性
 - ③ 「総企業価値」の価額Wの構成要素
4. 既存のMM理論との整合性の論証
5. 「既存の企業価値」Vの測定値尺度と「総企業価値」Wの測定尺度の比較
 - ① Vの測定値尺度と各ステークホルダーの関係
 - ② Wの測定尺度と各ステークホルダーの関係

1. 「疑似政府持分見合株式」Gの「企業X社株式の疑似証券」としての妥当性の論証

(命題) 「疑似政府持分見合株式」は「企業X社株式の疑似証券」として妥当性を有する

- (前提) ① 疑似政府持分見合株式は、**税込キャッシュフローに基づいて資本市場において価格が形成される**
- ② **その際の価格は、税込キャッシュフローの現在価格であり、価格、収益率、リスク指標はCAPMに従う**

(証明すべき事項)

- ① 疑似政府持分見合株式の**価額G**は、**企業X社の株式時価総額**（資本市場において決定）Eと常に一定比率（**税率のみによって決まる数値**）となる
- ② 疑似政府持分見合株式の**収益率の期待値**、**リスク指標**は、常に**企業X社の株式に関する収益率の期待値**、**リスク指標**と一致する

上記の内容を数式で表すと・・・

- ① 価額 $G = E * \text{定数 (税率 } t \text{ に依存)}$
- ② リスク指標 $\beta_g = \beta_r$
- ③ 収益率の期待値 $g = r$

(証明)

●リスク指標につて、定義より

$$\beta_g = \frac{\sigma(g)}{\sigma(rm)} \rho(g, rm) = \frac{\sigma((R - rd^*L)^*t/G)}{\sigma(rm)} \rho((R - rd^*L)^*t/G, rm)$$
$$= \frac{t}{G} * \frac{\sigma(R)}{\sigma(rm)} * \rho(R, rm)$$

ここで $B = \frac{\sigma(R)}{\sigma(rm)} * \rho(R, rm)$ であるから

$$\beta_g = \frac{t}{G} * B = t * B * \frac{rf + P_m * \beta_g}{(R - rd^*L)^*t}$$

これを β_g について解くと

$$\beta_g = \frac{B * rf}{R - rd^*L - P_m * B}$$

同様にして

$$\beta_r = \frac{1-t}{E} * B = (1-t) * B * \frac{rf + P_m * \beta_r}{(R - rd^*L)^*(1-t)}$$

よって

$$\beta_g = \beta_r$$

● g, r について、定義より

$$g = \frac{(R - rd^*L)*t}{G}$$

… Gの価格とgはCAPMに従うので

$$= rf + \beta g * Pm$$

ここで、 $g=r$ であるから

$$g = rf + \beta r * Pm = r$$

よって

$$g = r$$

● G,Eについて

定義より

$$G = \frac{(R - rd^*L)*t}{g} = \frac{(R - rd^*L)*t}{r} \quad \because \quad \bullet \text{式より } g=r$$

ここでEの定義より

$$E = \frac{(R - rd^*L)*(1-t)}{r}$$

したがって

$$\frac{G}{E} = \frac{(R - rd^*L)*t / r}{(R - rd^*L)*(1-t) / r} = \frac{t}{1-t} \quad \dots \dots \text{EとGの比率はLの多寡によらず常に一定 } t \text{ にのみ依存する}$$

$$\therefore \quad G = E * t / (1 - t) \quad \therefore \quad E = G * (1 - t) / t$$

第3章 論証資料 1 — 今期以降定額定常状態を前提

* 現在手書きから電子機器作成版に変更中

* 確率変数Aの表示： 手書きの場合 \tilde{A}
機械書の場合A（斜体）

<はじめに> 論証する主要事項

1. 「疑似政府持分見合株式」Gの疑似証券としての妥当性

2. 「株式」の時価総額E、および「疑似政府持分見合株式」の
価額Gに関する特性等

3. 「総企業価値」の価額Wに関する下記事項

- ① 「総企業価値」の価額Wが一定であること
- ② 「総企業価値」を疑似証券として見做すことの妥当性
- ③ 「総企業価値」の価額Wの構成要素

4. 既存のMM理論との整合性の論証

5. 「既存の企業価値」Vの測定値尺度と「総企業価値」Wの測定尺度の比較

- ① Vの測定値尺度と各ステークホルダーの関係
- ② Wの測定尺度と各ステークホルダーの関係

(準備中)

第3章 論証資料 1 — 今期以降定額定常状態を前提

* 現在手書きから電子機器作成版に変更中

* 確率変数Aの表示： 手書きの場合 \tilde{A}
機械書の場合A（斜体）

<はじめに> 論証する主要事項

1. 「疑似政府持分見合株式」Gの疑似証券としての妥当性
2. 「株式」の時価総額E、および「疑似政府持分見合株式」の価額Gに関する特性等
3. 「総企業価値」の価額Wに関する下記事項
 - ① 「総企業価値」の価額Wが一定であること
 - ② 「総企業価値」を疑似証券として見做すことの妥当性
 - ③ 「総企業価値」の価額Wの構成要素
4. 既存のMM理論との整合性の論証
5. 「既存の企業価値」Vの測定値尺度と「総企業価値」Wの測定尺度の比較
 - ① Vの測定値尺度と各ステークホルダーの関係
 - ② Wの測定尺度と各ステークホルダーの関係

(準備中)

第3章 論証資料1 — 今期以降定額定常状態を前提

* 現在手書きから電子機器作成版に変更中

* 確率変数Aの表示： 手書きの場合 \tilde{A}
機械書の場合A（斜体）

<はじめに> 論証する主要事項

1. 「疑似政府持分見合株式」Gの疑似証券としての妥当性
2. 「株式」の時価総額E、および「疑似政府持分見合株式」の価額Gに関する特性等
3. 「総企業価値」の価額Wに関する下記事項
 - ① 「総企業価値」の価額Wが一定であること
 - ② 「総企業価値」を疑似証券として見做すことの妥当性
 - ③ 「総企業価値」の価額Wの構成要素
4. 既存のMM理論との整合性の論証
5. 「既存の企業価値」Vの測定値尺度と「総企業価値」Wの測定尺度の比較
 - ① Vの測定値尺度と各ステークホルダーの関係
 - ② Wの測定尺度と各ステークホルダーの関係

(準備中)

第3章 論証資料 1 — 今期以降定額定常状態を前提

* 現在手書きから電子機器作成版に変更中

* 確率変数Aの表示： 手書きの場合 \tilde{A}
機械書の場合A（斜体）

<はじめに> 論証する主要事項

1. 「疑似政府持分見合株式」Gの疑似証券としての妥当性
2. 「株式」の時価総額E、および「疑似政府持分見合株式」の価額Gに関する特性等
3. 「総企業価値」の価額Wに関する下記事項
 - ① 「総企業価値」の価額Wが一定であること
 - ② 「総企業価値」を疑似証券として見做すことの妥当性
 - ③ 「総企業価値」の価額Wの構成要素
4. 既存のMM理論との整合性の論証
5. 「既存の企業価値」Vの測定値尺度と「総企業価値」Wの測定尺度の比較
 - ① Vの測定値尺度と各ステークホルダーの関係
 - ② Wの測定尺度と各ステークホルダーの関係

(準備中)

(ディスカッションペーパー)

2つの新概念による
「啓発されたステークホルダー論」の補完・再検討
- 「総企業価値」と「再起可能性」の新概念提示 -

2024年9月15日

(文責)

ガバナンス論の新フレームワーク構築研究会 幹事
新潟産業大学大学院経済学研究科
教授 安達 明久

(連絡先:メール)

akiadachi2010@yahoo.co.jp