

エクイティと受託者責任の歴史的本質(最終回)株主の権利は自然権(right)か、それとも特権(privilege)か

Watabe, Ryo / 渡部, 亮

(出版者 / Publisher)

野村アセットマネジメント研究開発センター

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

ファンドマネジメント / ファンドマネジメント

(開始ページ / Start Page)

24

(終了ページ / End Page)

31

(発行年 / Year)

2005-12-25

「エクイティと受託者責任の歴史的本質」 (最終回)

株主の権利は自然権 (right) か、それとも特権 (privilege) か

法政大学教授 渡部 亮

90年代以降、経営者と株主との間の権利義務関係をめぐる問題が注目され、経営者の株主に対する受託者責任ないし信託義務が強く意識されるようになった。しかしごく最近では、会社および経営者は、単に株主に対してだけではなく、社会全体に対する責務もあるのではないかと、といった問題があらためて提起されている。

会社の社会的責任問題が関心を集め、年金基金などの機関投資家も、社会的責任投資に関心を寄せるようになってきている。その背景には、受託者責任論 (信託義務論) を市民社会の観点から見直そうという気運があると考えられる。こうした問題を論じることは、株式会社経営が今後どのような方向に向かうかを考えることにもつながる。

ただし、これは会社法の問題というよりも、所有権をめぐる政治問題ないしはイデオロギー問題と考えるべきであろう。なぜなら、第一に株式会社は市場経済の中で活動しており、第二に市場経済は私的財産権を大前提とする分権的意思決定機構であり、そして第三に私的財産権や所有権の制限は政治問題そのものであるからである。ということは、論争の中である種の妥協点を見出すべき問題であって、明確にして断定的な答えは作り得ないということでもある。

1. 株主資本主義と利害関係者資本主義の違い

株式会社の経営には、従業員や債権者などさま

ざまな利害関係者が関与する。利害関係者の中で、特に株主の利益を優先するという株主資本主義は、英米の判例の中から生まれたデファクト・スタンダードである。一つの約束事であって絶対不変ということではない。もちろん会社法に即して言えば「株式会社は株主利益を高めるために経営される」というのが基本原則だが、株主の権利が特権化しているのではないかと、そうした批判も高まっている。

ここであらかじめ断っておくと、本論は、いわゆる利害関係者資本主義のメリットを主張するものではない。というのも、利害関係者資本主義は、経営者に会社収益の再配分権限を全面的に委ねるものであって、旧ソ連などの中央集権機構の非効率性と同じ弊害を生むからである (注1)。個々の利害関係者は、自らの取り分 (パイ) の増大を主張するが、経営者による再配分が非効率な結果を生んだ場合に、誰が誰に対して責任を負うのか不明確であって混乱することになるであろう。

その点、株主資本主義は会社経営を専門の経営者に任せる一方で、株主資本の供給者 (株主) が残余価値に関するリスクを負担するシステムである。したがって、かりに不満足な経営成果しか得られず、残余価値が毀損したような場合、株主が経営者の責任を追及することになり、きわめて単純明快である。

本論の主張も、株主が経営者を規律付ける株主

資本主義に立脚するものである。その上でなおかつ、年金や保険などの機関投資家が市民社会の構成員の利益を勘案する状況に置かれるようになると、株主として経営者に期待するものが、従来の短期的な譲渡益（株価の値上がり益）から、長期的かつ安定的な利益成長や配当の実現へと変わって来るといえる点である。

また社会的責任論に関して言えば、その難点の一つは、市場における客観的計測手段の欠如にあると考えられる。誰に対してどの程度の責任を果すべきか、果たしたか果していないかをどうやって計測するか、単に環境保護基金に献金すれば、それで済むといった問題ではないであろう。

2. 4つのメガトレンド

そこで以下では、まず①会社の社会的責任を市民社会（より厳密には市民株主）に対する責任として捉え、市民社会とは何かといった問題を簡単に論じる。次に②市民株主に対する責任とは、グローバル経済の持続的成長ないし質的向上を実現する責任と定義する。そして③持続的成長を実現するためには、現代ビジネスが直面する4つのメガトレンドを克服する必要があることに注目する。

4つのメガトレンドとは、第一に高齢化問題、特に高齢者の所得保障問題、第二に地球環境問題、より一般的に言えば外部不経済問題、第三に IT に関わる問題、特に勝者の一人勝ち（独占化・寡占化）や先進国内における所得格差の拡大問題、そして第四に金融資本市場の不安定化問題である（注2）。こうした問題の解決なくしては、持続的成長もありえない。

メガトレンドは、市民社会が直面する問題と言い直すことができる。それが注目されるようになったのは、一つには、株主利益や株主権が過剰に

保護されていることに対する批判が生まれたためである。そこで、④株主権保護の由来について再び考え、市民株主の権利追求が決して一部の特権階級の利益追求ではなく、企業経済の持続的成長にも通じることを論じる。

メガトレンドが注目されるもう一つの理由は、企業経営に政治が介入することを忌避する英米の伝統に根ざすものでもある。つまり、企業自らが率先して外部不経済問題を解決したり、一部の公共財を提供したりすることによって、企業経済の持続的成長が可能になると考えたためであろう。

3. 市民社会の定義

市民社会というのは、ギリシャ・ローマ以来の長い歴史の中で育まれて来た概念であり、国や時代によって、その意味するところは異なる。ここでは「なんらかの具体的な共通目的を持って自主的・自発的に形成された多元的集団」という意味で、市民社会を捉えることにする（注3）。

市民社会の特徴は、家庭と違って公的な側面を持ち、企業と違って非営利であり、政府と違って強制力を持たないことにある。社会（society）よりは狭いが、閉鎖的・単一的・自律的な共同体（community）よりも広い概念である。

市民社会（civil society）の civil は、丁寧さを意味する civility に通じる。また society は、社交を意味する social に通じる。英国では18世紀以降、それまでの粗野で収奪的な社会慣行を改めて、法治国家の枠組みが形成された。私的財産制度が確立される過程で、市民社会という言葉が広く論じられるようになった。

それでは、今なぜ市民社会の存在が再び注目されているのであろうか。ひとつの見方は、長期循環的な現象として解釈するものである。英国の産

業革命当時もそうであったが、数百年に一回というような大変革が起きると、新しい社会階層が形成される。広大なローマ帝国が形成される過程で、都市としてのローマの市民社会が台頭したように、現代のグローバル経済のもとでも、新しい市民社会が台頭しつつある。

大変革とともに、大規模で多文化的かつ広域にわたる通商産業慣行が、それまでの小規模で単一文化的・部族的な慣行にとって代わり、新しい慣行を規制するルールが必要になる。そのルールとは、合理的な行政制度、契約原則、紛争処理の司法制度、人権擁護、弱者救済制度といったものである。こうした新しいルールは当然、新規に形成された社会階層に受け容れられなければならない。

4. 株主＝市民＝消費者

それではグローバル経済における新しい階層とは誰なのであろうか。それは高齢者・退職者、知的労働者など「市民」と総称される存在であり、従来の企業人とは一線を画す存在である。ジョセフ・シュンペーターが『資本主義・社会主義・民主主義』（1942年）で述べたことを援用するなら、現代の新しい市民階層とは、資本主義の発展の中で育った知識階級である。資本主義の担い手であったブルジョワ階級が、成熟して知識階級に変身し、脱資本主義的思考を持つようになると、シュンペーターは論じた。

80年代以降の米国企業躍進の背景では、強烈な下克上と弱肉強食の競争が繰り広げられた。それは、在来産業と新興産業の間で起きた生存競争であり、ベビーブーマーの適者生存の戦いでもあった。そのベビーブーム世代が退職年齢にさしかかり、それまでのビジネス戦士から、一転して市民に転身すると、狭い意味での会社利益よりも、広

い意味での市民社会の利益を重視するようになる。退職して年金生活者になると、退職後の収入（年金）を支払うのは、年金基金や保険会社（機関投資家）である。退職者は市民であり消費者であるとともに、年金基金や保険会社を通じて株主にもなっている。市民が株主の立場に立つのであるから、マクロ経済の持続的成長や経済全体の利益を重視するのも当然である。

民間企業、市民社会、政府といった三者関係の中で、従来の株主（特に機関投資家）は、民間企業の一員として位置付けられて来た。労働者も、これまで自分たちは民間企業の一員であると思っていた。例えばゼネラルモーターズ（GM）のような巨大企業は、退職者に対して手厚い健康保険（医療補助）を提供してきた。しかし、そのGMも退職者に対する健康保険債務が600億ドルに達し、その三分の一（200億ドル）を削減するように迫られている。また現役の社員も、アウトソーシングや派遣社員の採用によって、企業における自分自身の立場が失われ始めたことに気がついた。

これまでは労働者、消費者、株主は別個の存在とみなされていたが、退職者になることによって相互の一体性に気付くようになった。知的労働者も会社に対する忠誠心は低く、職を必要としているが、必ずしも特定の会社を必要としていない。

5. 市民社会における会社の社会的責任

「社会的責任」の意味するものは、時代環境の変化や企業活動の場所によって異なる。アフリカや中南米では、現地社会での人権や環境問題に対する欧米企業の責任が強く問われる傾向がある。委託生産先の国々において青少年の労働強化を批判されたスポーツ用品会社、石油掘削リグの不法投棄を批判された石油会社、進出先国の独裁政権

による人権抑圧を黙認した会社など、その例は枚挙に暇がない。

一方従来の英米において社会的責任と言うと、製品の安全性、労働環境の保全、従業員の公平な処遇、サプライチェーン管理など、操業上の（オペレーショナルな）責任を指すものと考えられて来た。これらの問題はリスク管理と表裏一体をなすものであり、社会的責任を果せば結果として株主利益の向上にもつながるといった論理があった。

それに対して最近では、社会的責任をもっと広義に捉え、市民社会における会社の責任を問う論調が強まっている。すなわち、社会的責任の中に外部不経済問題の排除、公共財提供への取り組み、コンプライアンスなどを含めて解釈する。リスク管理やブランドイメージの向上だけではなく、市場経済制度としての資本主義の持続可能性を重視すべきだという意見である。

外部不経済問題とは、市場経済の中で会社の活動が引き起こす「意図せざる副作用」を意味する。水産会社による海洋資源の乱獲などが典型例である。当事者によって適切な対価（コスト）が支払われることなく、放置されるという問題でもある。株主利益を優先するアングロサクソンの会社経営は、環境悪化など外部不経済問題の発生源として槍玉にあげられ、反グローバル化運動にまで繋がるようになった。

外部不経済問題の統御や公共財の提供は政府の役割だと、これまでは考えられて来た。政府には強制力があるから、そうした役割を果すことができる。しかしアングロサクソン・モデルでは、伝統的に民間企業活動への政府の介入を最小限に止めたいという意識が強いので、企業自らが外部不経済問題を統御し、また公共財の提供にも関わるべきだといった論理になって来る。グローバル化

によって株式会社の役割が格段に高まり、その分政府の役割が低下したことも、座標軸の移動につながっている。

アングロサクソン・モデルは、分権的な市場機構を基盤とするので、4つのメガトレンドへの対応は大きな挑戦である。なぜならこうした問題は、民間部門による市場取引だけでは処理できないのではないかと考えられるからである。たとえば、高齢者の所得保障問題は世代間の所得移転問題でもあるが、資本市場だけで対処できるのだろうか。今後予想されるように、労働市場への新規流入者数（生産年齢人口の増加数）と退出者数（従属年齢人口の増加数）の間に大きな差が存在する場合、資本市場を通じた所得移転には大きなリスクが伴うのではないか。退出者（年金生活者）は、現役時代に金融資産を高値で買って、退職後に安値で売る羽目に陥るのではないかと、という疑問である。

特に株式投資は、長期的にみると低リスク高リターンをあげることが実証されているが、高齢化が進むと株主（年金や保険の受益者）の時間軸は短くなるから、年金のポートフォリオを株式だけに偏らせるわけには行かなくなる（注4）。

単純な株主資本主義が批判され、会社の社会的責任が俎上にのぼるようになったことは、今後の株価にも影響を与えるであろう。米国の株式投資収益率は、1980年から2000年までの20年間、年平均で約18%を記録した（注5）。この20年間には、株主利益を重視する会社経営が米国経済を牽引した。ベビーブーム世代が生産年齢人口に達し、豊富な労働力を供給するとともに、老後に備えて貯蓄に励んだ。したがって、賃金インフレは抑制され、株式など金融資産の価格が上昇した。

しかし今後は、1980～2000年のような株式投資

の黄金時代が再来するとは考えにくい。外部不経済問題に対処するためのコストやコンプライアンスのコストは上昇するであろう。実際、地球環境の悪化のような問題は、市場経済外の問題とみなされ、従来生産コストの中に入らなかった。したがって生産物の市場価格にも反映されず、企業や家計の行動にも、大きな影響を与えなかった。しかし近年、原油先物価格の上昇が現物価格の上昇と連動するようになり、市場メカニズムを通じた外部不経済の内部化（潜在的コストの生産物価格への転嫁）が行われるようになった。排出権取引も始まりつつある。

また2005年10月には、ウォルマートのリー・スコット CEO が、今後広範な環境問題や社会問題に取り組む姿勢を示し、そのための予算計上にも言及した。

6. 社会的責任投資論の台頭

4つのメガトレンドのうち、金融資本市場の不安定化問題、なかでも株式市場における価格形成の不安定化問題は、機関投資家の社会的責任に関連する問題である。さしあたり問題になったのは、機関投資家が投資先会社の短期的な業績に注目し過ぎ、株式市場の不安定性を助長してはいないかという点であった。莫大な投資資金を抱えた機関投資家が、時価総額が特に大きい少数の銘柄に買いを集中させると、そうした銘柄が株価指数（インデックス）に占めるウェイトがますます高まる。そうすると、他の投資家もインデックスに負けまいとして買いに回り、対象銘柄の株価が、フェアバリュー（株式の本質的価値）から大きく乖離する可能性がある。

エリサ法が定めるブルーデントマン・ルールによれば、その時点で存在する最良慣行に従うのが

慎重な行動だとされるから、分散投資のリスク軽減効果が理論的・実証的に証明されれば、ほとんどの受託機関がそれに従うことになる。しかもリスク軽減効果という点では、40銘柄程度に分散すれば十分だといった実証結果も存在する（注6）。日本でもトヨタ、NTT ドモコなど上位10銘柄の時価総額の合計が、東証一部全体の時価総額の20%強を占めている。そのため、時価総額基準型の運用に偏ると、相場の不安定性を助長する傾向があった。

この問題は、そもそも株価がどのように形成されるかといった論争にも関係するのだが、機関投資家が分散投資を行う場合、その社会的責任の証しとして、需給関係を重視した順張りの投資ではなく、ファンダメンタルズ理論に基づいた中長期投資を基本とすべきであろう。そうしたことが投資先会社の経営にも長期的な視点を植え付けることになるであろう。

パッシブ投資に関しては、市場の価格形成機能を通じたモニタリングを機関投資家が放棄しているといった批判もある。現実問題としてパッシブ投資が盛んになると、個々の経営者が意識するリスク・リターンと投資家が意識するリスク・リターンとの間にズレが生じる可能性がある。

株式投資に関わるリスクには、個々の会社に固有の非システムティック・リスクと、市場全体が直面するシステムティック・リスクがあるとされる。投資家は分散投資によって前者のリスクを統御できるため、後者のリスクに焦点を当て、固有のリスクに関しては、大きなリスクを容認するようになるであろう。しかし個々の経営者のほうは、固有のリスクも含めたトータルなリスクに焦点を当てるから、分散投資を行う投資家に比べると、リスク回避度が高まる可能性がある（注7）。

7. 「公開」会社は株主の「私的」財産か

所有欲を是認する経済自由主義のカルチャーは、ミルトン・フリードマン著『資本主義と自由』（1962年）以降に定着した。フリードマンは、会社の社会的責任は株主利益を高めることに尽きるとした。もちろん、開放的で自由な市場が存在し、詐欺や不公正取引が存在しないことが大前提となるが、よい製品を生産し利益を上げることが、経済全体の成長と資源配分の効率化につながるといった考え方が浸透したのである。

ところが最近、株主の権利が特権化しているのではないかといった問題提起が、主として左派の論客からなされている。こうした主張によれば、公開会社は雇用促進といったような公共利益（public interest）のために活動すべきであって、公共利益を犠牲にして株主が私的利益を追求するのは、米国の建国精神に反するというのである。

英国で1844年に会社法が制定された経緯を振り返ると、公共利益擁護論もあながち的外れとは言えない。というのは、本稿第二回で述べたように、会社法が制定された当時の英国では、交通インフラなど公共性の高いプロジェクトを推進するために、準則主義による機動的な会社設立と株主有限責任の原則が認められたからである。会社法が制定される以前の会社は、君主の勅令や特別立法によって設立された特許主義の会社であった。それが徐々に、私的契約による準則主義の会社へと変化したのである。しかしその間、公共利益という視点は、一貫して存在した。広範な株主から資金調達する会社（パブリック・カンパニー）は、上場（株式公開）の条件として財務会計の開示義務を負うようになった。一方株主の私的利益を重視し、所有と経営が分離していない会社は、非公

開のプライベート・カンパニーの道を選んだ。

翻って最近、投資ファンドによる公開会社株式の大口取得、MBOによる非公開会社化、ITやバイオにおける革新を断行する創業者（経営者＝株主）の台頭が盛んである。一般株主からの監視に縛られず、自由に経営できる私企業のメリットを活かそうという動きとも言え、公共利益とは距離を置いている。

8. 自然権と特権の違い

そこで株主の権利と言うときの「権利」の意味内容について考えてみたい。権利を意味するアングロサクソン系単語は right だが、これとラテン系単語 privilege の違いが、問題点を明らかにする。privilege は、ある階級に与えられた特権といったニュアンスを持つが、right のほうは、すべての人間が生まれながらにして持っている自然権（natural right）に通じる。

自然権は、自由や平等、所有権（私的財産権）など万人が生まれながらに具備している正当な権利である。株主の権利（shareholder right）も、所有権の一部とみなされて来た。この所有権は、17世紀末にジョン・ロックなどの思想家によって提唱されて以来、自然権の重要な構成要素とみされるようになった。ジョン・ロックは『統治二論』の中で、土地や木の実や動物は、もともと万人の共有物であったが、人間の身体（個人の持ち物）を動かすことによって、つまり労働することによって、自然界に存在するこれらの共有物を手に入れると考えた。こうした労働による所有権は、国家が存在する以前から自然権として存在したとロックは主張したのである。そして人間は、自らの労働を投入するからこそ所有権を持ち、その所有権を、社会も認知するのだと主張した。

このように、個人の自由や平等の延長線上に自然的な所有権が位置付けられ、国家の無制限な力に対する防波堤とされた。個人の自由を国家権力から守るためには、所有権の保護が必要であり、逆に所有権の制限は、個人の自由の制限を意味する。所有権とは、自ら働くことによって手に入れた財産に対する正当な権利であって、有閑階級の不労所得とは区別されたのである。

しかし現代になると、国家権力の介入に対する警戒感は薄らぎ、逆に個人の所有権が強く主張されるようになった結果、いつの間にか財産の所有者が、有閑階級のような特権的地位を築くようになった。元来株主権は、エクイティ（衡平法）上の権利であって、弱者救済を目的としていた。しかし近年のアングロサクソン・モデルでは、株主権が相当に強く主張され、特権的な色彩を帯びるようになった。権利とは言っても特権になってしまうと、従業員や一般市民の権利を犠牲にすることになりかねない。

以上が株主資本主義批判論の概要である（注8）。

9. 民主主義と会社制度の共通点

受託者責任とエクイティの法理によって構成されるアングロサクソンのコーポレートガバナンスは、政治の世界における代表制民主主義（議会制民主主義）を会社経営に採り入れたものとみることができる。株主を国民（選挙民）、取締役会を議会、執行役を内閣や大統領府とみなすのである。

代表制民主主義が最初に発達したのは英国だが、その英国では、民主主義の運営に関して、委任代表と国民代表という二つの考え方が存在した。つまり議員は、その議員を選んだ特定の選挙民（特定利益集団）の委任代表なのか、それともひとたび選ばれて国政の場に立った以上、国民全体の公

共利益を代表する国民代表なのかといった議論である。別な言い方をすれば、政治家が公共政策を遂行する場合、選挙民に対する説明責任を重視するのか、それとも、政策内容の全般的な妥当性や合理性を基準にするのかといった違いである。後者の考え方が一時は支配的になったが、それは大きな政府（肥大化して制御不能になった政府）を生み出す結果となり失敗した。その結果、前者（利益集団）の考え方が復活して、自由な利益追求を重視する経済自由主義を後押しした。特に米国の選挙制度は、比例代表制の要素を持たず、小選挙区制度を採っているため、この傾向が強い。しかし反面、狭隘な個別利益を重視する利権政治につながるという弊害を持つ。

こうした点を踏まえれば、コーポレートガバナンスのあり方に関しても、会社は狭い範囲の株主の利益を優先すべきだという委任代表的考え方と、市民社会全般の利益を考慮すべきだという国民代表的な考え方が存在することになる。

そもそも株式会社制度は、歴史的には公共利益の追求を旨としてスタートしたのだが、株主が弱者の立場にあった時代に、その権利を救済する必要性からエクイティ（衡平）の考え方が前面に出てきた。しかし、徐々に株主権が強まるにつれて、企業統治の仕組みとしては民主的であっても、政治的な意味では必ずしも公平とは言えなくなった。このことは、会社不祥事の頻発と相俟って、なんらかの行動規範を会社経営に課すべきだという考え方を強めた。

また、会社法は資本が希少資源であった時代に制定されたものであり、現代のように、高度の労働資源（知的労働力）が希少資源となってくると、株主利益だけを考慮に入れた経営には、限界が出てくるかもしれない。知的労働者も、新しい市民

社会の一員である。

とは言え、会社はあくまでも会社法に基づいて設立され運営される法人だから、自然人の責務とは異質の責務（株主利益を重視するという責務）を持っている。したがって、会社を取り巻く広範な利害関係者の利益に対処するためには、英国におけるように、会社法の中に包含性（inclusivity）の概念を取り入れるか（注9）、経営者の受託者責任（信託義務）を、従来の株主利益重視よりも広く解釈するしか、方法はないであろう。これは、永遠に答えの出ない政治問題かもしれない。

ウィンストン・チャーチルは、民主主義を評して「欠陥はあるが他の制度に比べればマシだ」といった趣旨のこと言ったが、それを意識すれば、「株式会社制度にはさまざまな問題が存在するが、他の制度に比べれば優れている」ということになる。

英米の株式会社制度は、受託者責任（信託義務）を中核概念として、その周辺に①大きな裁量権を与えられた経営者への成功報酬、②敵対的買収による経営者更迭の脅威、③経営者や労働者の移動性を確保する柔軟な労働市場、④SECによる証券監督行政 ⑤アナリストや格付会社による株式や債券の評価などの諸制度を積み上げて、概ね健全に機能して来た。こうした実績を持つ株式会社制度が消滅することはないであろう。

しかし、分権的な市場システムに依存する資本主義が勝ち残ったのは、それが国民ないし市民の支持を得たからである。市場参加者（市民）の支持なくしては、資本主義は成り立ち得ないであろう。株主資本主義が米国において支持を集めたのも、草の根の株主が米国資本主義の主権者として認知されたからである。この主権者が特権階級に変質し、会社が彼らの望み得るすべてのものを手に入れる手段と化せば、株主資本主義への支持も

失われるであろう。経済活動に占める株式会社の地位が圧倒的なものとなった現在、会社経営には市民代表的な考え方も加味せざるを得なくなるであろう。ただし、それはあくまでも株主＝市民という立場に立脚したものでなければならない。

そこで最後に、株主資本主義の行方に関して次の二つのシナリオを提示したい。第一のシナリオはこれまで述べたように、株主資本主義が株主の意識変化によって市民社会を重視するように修正されるというものである。高齢化に加えて、ジェンダーの考え方の浸透、移民労働者の増加、宗教原理主義の台頭などが、こうした動きに加担するであろう。第二のシナリオは、ITやバイオといった分野における革新が勃興し、株主でもある経営者が利潤追求にまい進するとともに、投資ファンドなどが会社経営に対する支配力を強めるというものである。このシナリオは、株主と経営者が一体化した古典的な創業者資本主義のベクトルが強まり、格差拡大と金融資本市場の不安定化が続くというシナリオでもある。

（注1）Brittan, S., [2005] "Against the Flow" (Atlantic Books)

（注2）Lietaer, B [2001] "The Future of Money" (Century)

（注3）Harris, J. edited, [2003] "Civil Society in British History" (Oxford University Press)

（注4）バートン・マルキール著、井手正介訳『ウォール街のランダム・ウォーカー』（日本経済新聞社）

（注5）データストリームを使って計算した配当再投資ベースの収益率

（注6）注4と同じ出所を参照

（注7）Hu, H.T.C., [1990] "Risk, Time, and Fiduciary Principles in Corporate Investment", UCLA Law Review, December 1990

（注8）Kelly, M., [2001] "The Divine Right of Capital" (Berrett-Koehler Publishers)

（注9）包含性とは、従業員や地域住民などの満足度を高めないかぎり、会社は株主の長期的利益を向上させることができないといった考え方。