

## 企業価値概念の基本的二重性

足立 浩\*

### 目 次

1. 問題設定 — 「企業価値」の今日的意義と概念未整理の現状 —
2. 企業価値概念に関する通説的説明の概観
  - 1) 通説的説明としての辞典（事典）類における企業価値概念
  - 2) 企業価値研究会報告書および経済産業省・法務省指針における企業価値概念
3. 企業価値概念の二重性とその基本的性格 — 広狭二義の企業価値概念 —
  - 1) 概念規定における二面性・二重性
  - 2) 企業価値概念に関する管理会計領域での議論概観
4. 現実的企業価値概念としての株主価値と規範的企業価値概念としての「ステークホルダー価値」
  - 1) 具体的認識・測定・計算可能な企業価値としての株主価値と株主の本質的優位性
  - 2) 「ステークホルダー価値」の内容と性格
  - 3) 企業価値概念とステークホルダー間関係
5. 結び — 資本主義企業の矛盾の反映としての企業価値概念の二重性 —

### 要 約

M & A や CSR などに関わる企業評価や経営戦略論議において「企業価値」の用語が多用されている。しかし、「企業価値とは何か」という概念そのものの基本的・構造的解明についてはなお未整理なまま、その要素としての株主価値、顧客価値、従業員価値、社会価値、組織価値などの「価値」用語が飛び交っている。本稿では、企業価値概念に関する説明の多くが、現実的企業価値概念としての株主価値と規範的企業価値概念としての「ステークホルダー価値」との二重性において展開されていることに着目し、各概念の性質・性格と相互の関係を解明するとともに、そのような概念の二重性が資本主義企業の社会的性格と私的性格との矛盾を反映するものであることを論理的に説明する。

キーワード：企業価値，株主価値，「ステークホルダー価値」，現実的企業価値概念，規範的企業価値概念

---

\* 日本福祉大学福祉経営学部教授

## 1. 問題設定 — 「企業価値」の今日的意義と概念未整理の現状 —

今日、M & A (merger and acquisition : 企業の合併・買収) や CSR (corporate social responsibility : 企業の社会的責任) 等にかかわる企業評価を中心に「企業価値」(corporate value)<sup>1</sup> の用語が多用され、かつ多義に使用されているが(青木茂男[2009]p.38)、それにかかわる議論においてはしばしば、「企業価値の向上」がある意味で企業経営における今日の「錦の御旗」<sup>2</sup> にも「祭り(祀り)上げられ」ている。

その一例を挙げれば、伊藤邦雄氏は「経営の大原則が変わった」として次のように述べている。「『企業価値を創造せよ。さもなくば市場から撤退せよ』— 10年前にはおよそ聞かれなかった経済原則である。近年『企業価値』に対して鋭い関心が寄せられるようになり、いまや産業界のみならず国民的関心事となっている。なぜか。それは、企業価値を高めることが企業経営の大原則となったからである。」(伊藤邦雄 [2007a] 「はしがき」 p. 1)

「国民的関心事」というのはいささかオーバーであり、「経営の大原則が変わった」というのも適切な認識かどうか検討を要するが、近年、企業の評価基準として「企業価値」がきわめて重視されるようになってきていることは事実である。しかし、伊藤氏自身もいうように「企業価値に対するこうした関心の高まりとは裏腹に、企業価値とは何なのか、企業価値をどのように評価するのか、企業価値を戦略的に高めるにはどうしたらよいのか、といった本質的なテーマに対する知識や理解が不足しているというのが実情である」(p. 2) とすれば、「企業価値」概念の本質的理解抜きにそれが「国民的関心事」になり「企業経営の大原則」になっている(あるいは、されている)ことになる。そこにこの概念が「大原則」として「祭り(祀り)上げられ」、普遍的な価値があるものかのごとく「奉(たてまつ)られる」余地も生まれ、それがまた「レトリック」として活用されかねない虞を生むものともなろう。実際、筆者は「企業価値の向上」が企業を取り巻くすべてのステークホルダー(利害関係者)の利益向上に無条件に繋がるかのようにも喧伝されること、また時として「企業価値向上」が「CSR推進」に、逆に「CSR推進」が「企業価値向上」に無条件に繋がるかのように論じられることについては「レトリック的性格」の一面があると認識している。

ともあれ、こうした「実情」に照らせば、企業価値概念の基本的で本質的かつ構造的な解明・整理を試みることはきわめて重要な課題といえる。管理会計論の領域においても、たとえば櫻井通晴氏は「企業価値創造とは何を意味し、その背景は何で、企業はどうやって企業価値を高めて

---

1 「企業価値」の英字表記については、corporate value, company value, value of company, firm value などさまざまなものがある。本稿では corporate value を用いる。

2 『日本経済新聞』2008年8月20日付「大機小機」欄の次の一文を参照されたい。「2000年から始まった戦後最長の好況とは、企業にとっての好況でしかなかった。賃金が上昇せず、労働分配率が低下を続けた状況は、企業価値の向上を錦の御旗にした従業員いじめとしか思えない。」

いったらよいか。これは管理会計の中心的なテーマの1つである」(櫻井通晴 [2002a] p. 1) として、これを「中心的テーマの1つ」に位置づけている。

こうした企業価値概念の多用状況とそれにもかかわらぬ概念未整理状況を念頭に、本稿では、第1に、「企業価値」概念の通説的説明を概観し、後述する企業価値研究会『企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～』において「株主に帰属する株主価値とステークホルダーなどに帰属する価値に分配される」とする説明に一典型が見られるように、それが基本的には「株主価値」と「すべてのステークホルダーにとっての価値」(以下、原則として「ステークホルダー価値」と略称する)という「二重性」の枠組みにおいて整理されうることの解明・説明する。第2に、そのような概念の基本的二重性をもたらす基準となるものが何であるかの解明を試みる。第3に、株主価値と「ステークホルダー価値」それぞれの性格・性質上の特徴と相違点との解明を試みる。そして、第4に、企業価値概念の基本的二重性が資本主義経済の、また資本主義企業のもつ基本矛盾を反映するものであることの解明を試みることとする。

なお、2008年9月の米国証券大手企業リーマン・ブラザーズの経営破綻を契機の1つとして世界的「金融・経済危機」(いわゆる「リーマン・ショック」)が展開し、日本では総労働者数の約3分の1にも及ぶいわゆる非正規労働者の相当数に上る解雇・失業が大きな問題となっている。そのなかで、株主利益(=株主価値)優先・重視の経営姿勢に対して反省を求める世論が少なからず生まれる一方、そのような失業を伴っても「危機」のもとで企業体力の温存・強化を図ることこそが長期的な「企業価値の維持・向上」、ひいては多様なステークホルダーにとっての価値向上に繋がるとする認識も垣間見られる。今後の金融・経済情勢がどのように展開するかは本稿の検討対象ではないが、その進行下で「企業価値」の実態的なありようとその概念をめぐる議論がどのように展開されるかは、こうした問題に関する研究の今日的課題として留意されるべきものといえる。ただし、本稿ではあくまで、まず企業価値概念の基本的性格・性質の解明・整理を主眼とし、今後の展開に関わる課題については別の機会に検討することとしたい。

## 2. 企業価値概念に関する通説的説明の概観

### 1) 通説的説明としての辞典(事典)類における企業価値概念

そこでまず、企業価値概念が実際にどのように説明されているかについて辞典(ないし事典)類を中心に確認しておこう。一般にそこでは執筆者の独自の見解よりも通説的な説明が重視されるからである。また、当該項目の執筆者が個人として独自の見解を示す面もないわけではないが、たいていの場合、複数の編集責任者(編集委員)などによる確認を経て基本的には一般性をもつ説明として公表されるからである(以下の引用では、英字部分は原則として省略する)。ここでは、会計学系および経営学系の辞典(事典)類を参照する。

(1) 神戸大学会計学研究室編『第五版 会計学辞典』における企業価値概念

同辞典によれば、企業価値とは「企業が全体としてもっている資本としての価値をいう。一定の目的のために人的・物的資源を有機的に結びつけて組織化したものが企業であるから、企業全体としての価値が、企業を構成する個々の財の価値の総額以上とならなければ、企業としての存在意義はないであろう。ここに、企業価値という独自の概念が生じることになる。資本としての価値という言葉からわかるように、企業価値は将来の収益の流れをある適切な割引率で現在価値に割引いた資本還元価値として算定される」と説明されている（榊原茂樹 [1997] p. 266）。ここでは、「企業が全体としてもつ資本としての価値」という概念規定の中心的部分に留意すべきであろう。

(2) 日本管理会計学会編『管理会計学大辞典』における企業価値概念

ここでは、まず「企業価値分析」の見出しで「従業員、消費者、供給者、債権者、政府、株主といった多くのステーク・ホルダーを満足させるには企業価値創造が必要である。企業は価値を創造し、長期的に成長し、競争力を保持することによって、キャッシュフローと株主価値を創出することができる」と述べている。そのうえで「企業価値」項目で「企業経営者の役割は株主、債権者などステーク・ホルダーにとっての価値、すなわち企業価値を高めることであるとする認識が米国を中心に高まっている」としつつ、「企業価値とは将来のフリーキャッシュフローの割引現在価値であるが、企業価値を高めることが株主価値を高めることにもつながる」とし、さらに「企業価値は経営者に強く求められている株主価値追求の経営における『株主価値』と密接な関係にある」として「株主価値 = 企業価値 - 負債価値」の等式を提示している。

また、「企業価値」に続く「株主価値」項目において「企業は株主資本コストを上回る収益を上げたときのみ株主に対して価値をつけ加えたことになる」とし、さらに「負債価値」項目において「負債価値は債権者に対するキャッシュフローをそのリスクを反映した率で割り引いた現在価値に等しい」としつつ、「株主価値が株主へのキャッシュフローであるのに対して、負債価値は債権者へのキャッシュフローである」として「企業価値 - 負債価値 = 株主価値」の等式を示している（青木茂男 [2000] pp. 587-589）。

この説明で留意すべきは、「企業価値分析」では企業価値創造が「従業員、消費者、供給者、債権者、政府、株主といった多くのステーク・ホルダーを満足させる」ものとしながら、「企業価値」（および株主価値、負債価値）の説明においては株主、債権者以外のステークホルダーは明示的には示されていないこと、また「株主価値 = 企業価値 - 負債価値」あるいは「企業価値 - 負債価値 = 株主価値」のいずれの等式においても株主、債権者以外のステークホルダーにとっての「価値」は現れず、実質的に「企業価値 = 株主価値 + 負債価値」となって、結局は株主と債権者という特定のステークホルダーにとっての価値のみが企業価値の構成要素となっていることである。すなわち、一方では企業価値を従業員、消費者、供給者、債権者、政府、株主といった多くのステークホルダーにとっての価値として説明しつつ、他方では株主と債権者という特定ステー

クホルダーにとっての価値として限定的に規定していることである。その点に企業価値概念の二重性が窺える。

(3) 会計学中辞典編集委員会編『会計学中辞典』における企業価値概念

同辞典では、「企業価値とは、企業全体の価値であって、1つの金額として表現される。負債と自己資本（株主資本）の価値の合計を意味する場合と自己資本の価値だけを意味する場合があるが、いずれの場合も自己資本の価値を計算することに目的があることは同じである」としている。その測定に関連して「現在価値に割り引く率は、資本コストといい、株主、投資家が測定企業に対して期待しているとされている利率である」としている（野中郁江 [2005] pp. 111-112）。ここでも企業価値は負債と自己資本（株主資本）の価値の合計または自己資本の価値とされて、基本的には(1)と同様、「企業が全体としてもつ資本としての価値」と捉えられ、それに関わるステークホルダーは株主・投資家（ないし債権者）のみとされている。

(4) 山田庫平 [責任編集]，崎 章浩・吉村 聡 [編集]『経営管理会計ハンドブック』における企業価値概念

ここでは、企業価値について「企業の全利害関係者（株主・債権者・顧客・従業員・政府・社会など）にとっての価値であり、財務の観点からみれば、企業が将来にわたって生み出すと期待されているフリー・キャッシュ・フローの現在価値合計をいう」とされている。そして、「多様な利害関係者の要求を満たすために多目的な目的を追求している現代の経営管理者にとって、企業価値を最大化することは究極の課題」で、「近年における株主重視の経営の高まりの中では、とりわけ企業価値から債権者に帰属する部分である負債価値（負債の時価）を控除した株主価値の最大化が主要な経営目標となっている」が、通常、負債の時価と簿価は大きく異なるため負債価値は負債の簿価で代用されることも多く、「株主価値の増大は、すなわち企業価値の増大を意味することになる」としている（大槻晴海 [2008] pp.310-311）。

この説明で留意すべきは、企業価値が株主・債権者のみならず「顧客・従業員・政府・社会など」を含む「全利害関係者にとっての価値」であるとする一方で、近年はとくに株主価値の最大化が主要な経営目標であり、ひいては株主価値の増大が企業価値の増大を意味するという論理を展開している点である。すなわち、基本的には(2)と同様、企業価値について、一方では顧客、従業員、供給者（サプライヤー）、政府、さらには「社会」までのすべてのステークホルダー（ないし利害関係者）にとっての価値であるとしながら、他方でその具体的構成要素として、あるいは財務的視点から捉えられるものとしては、株主と債権者（ないし投資家）にとっての価値に実質的に限定されるものとして説明している。

なお、会計学系辞典類の1つとして参照すべき『会計学大辞典 一第五版 一』においては「企業評価」項目等で「企業価値として（の 一 足立）株式時価総額」との言及等はあるものの（伊藤邦雄 [2007b] p. 290）、「企業価値」項目そのものがない。

続いて、経営学系の辞典類をいくつか参照しておこう。

(5) 二神恭一編著『新版 ビジネス・経営学辞典』における企業価値概念

ここではまず、「企業価値とその評価は古くからの経営学上のテーマであり、とくにドイツ語圏の経営経済学では当初から精力的に論じられていた」という。「企業価値に関する古典的考え方」については、1) 企業価値ないし全体的な経営経済価値とは効用であり将来に関する問題で、過去は評価上意義があるだけである。2) この効用は企業の個々の部分の価値の合計ではなく「生きた有機体全体」のそれである。3) 物件のたんなる堆積額をこえる全体価値にはのれん (goodwill) 等の剰余の価値が含まれていて、その拡大の期待があつてこそあえてリスクテイクして企業を買う。4) 企業全体の予測的効用の評価にあつては、原則的に再生産価値ならびに予測的収益価値を目安とする。いずれも過去の数値が補助的に使われる。多くの見方だと、企業価値は両者の中間にあるとの旨を要約している。そのうえで、昨今の「企業価値とは将来のフリーキャッシュフローを株主資本コスト (株主へのリターン)、負債コスト (税引後の金利) などの資本コストの加重平均で割り引いたもの、フリーキャッシュフローの現在価値である。ちなみに、企業価値と株主価値は同一ではなく、企業価値から負債を差し引いたのが株主価値である」としている (二神恭一 [2006] p. 119)。「企業価値に関する古典的考え方」への言及は他の辞典類にはほとんど見られないもので注目されるが、今日的な企業価値概念については基本的に株主価値と負債価値とで構成され、フリーキャッシュフローの現在価値として評価・算定されるとしている。

(6) 日本経営倫理学会編『経営倫理用語辞典』における企業価値概念

ここでは、企業価値概念について明確な定義や合意はないとしつつ、「一般的に株式会社であれば市場での株価がその企業の価値を示しており、その株価の時価総額が企業価値となる。あるいは、不債 (負債 - 足立) 価値を含め企業のもつ総資産が企業価値であるといえる」としている。ただし、「このような財務的な指標によってのみで企業価値が決まるのではなく、市場における競争力や技術といった企業の能力、ブランド、あるいは特許といった無形の資産、そして企業で働く従業員を人的資産とみなすという人材をも含めてトータルとしての企業価値を考えることが必要である。さらに、社会への貢献度といった企業のもつ社会的存在としての価値も忘れてはならない」と加えている (高橋正泰 [2008] p. 51)。

この説明でも、一方では基本的に株式時価総額ないし負債価値を含む総資産額が企業価値に相当するとしており、それにかかわるステークホルダーとしては株主と債権者 (ないし投資家) が想定されている。他方、企業の市場競争力、技術力、ブランド、無形資産、および人的資産としての従業員など人材を含む「トータルとしての企業価値」や社会的貢献度といった「企業のもつ社会的存在としての価値」も挙げられている。ただし、それについては、そのように「考えることが必要である」「忘れてはならない」としていわゆる価値判断 («かくあるべき」論) に基づき

規範（論）的に捉えられていることが窺える。

(7) 根本 孝・茂垣広志監修『マネジメント基本全集別冊 マネジメント基本辞典』における企業価値概念

ここでは「広義には、株主価値、顧客価値、従業員価値、社会価値の総和である。とりわけ株主価値の視点からみると、企業価値とは……企業が将来期間において獲得することを期待できるキャッシュフローの現在価値の合計額である」（鈴木研一 [2007] p. 61）とされており、上記の「総和」が広義の企業価値であれば株主価値そのものは狭義の企業価値ということになる。辞典類において「顧客価値」、「従業員価値」および「社会価値」の用語を明示している数少ない一例であるが、それらの概念説明はなく、株主価値の視点からのみ上記のように説明されている。構成要素となる諸「価値」の概念説明抜きではあるが、企業価値が広狭二義において捉えられることを明示的に示している。なお、「顧客価値」については前出の『管理会計学大辞典』において「顧客価値（顧客満足）」との表現があり、顧客価値とは顧客満足を意味することが示されている（坂口 博 [2000] p. 398）。

(8) 岡本康雄編著『現代経営学辞典 [三訂版]』における企業価値概念

ここでは「企業価値」項目自体は見られないが、「XII 財務」の「[A] 経営財務の基礎概念」の「経営財務と企業の目的」において企業価値に言及している。そこでは、「企業の保有する資産の時価総額を企業価値……という。資産の時価はその資産の生み出す収益の増大とともに上昇する。したがって、一般に企業の将来の収益が拡大すると予想されるならば、企業価値は上昇する。つまり経営の効率性を示す利益の多寡が企業価値を決定する主な要因であり、それゆえ市場価値は資金の効率性に依存している」とし、「企業価値 = 負債の時価総額 + 自己資本の時価総額」の等式を示している。そのうえで「経営財務の目的は、企業の所有者である株主の目的の実現であり、具体的には株価の最大化である。株価の最大化は、企業価値の最大化と同値である。なぜならば、貸借対照表の左右がバランスするという性質に着目すれば、企業価値の最大化は、調達サイドの価値の最大化に等しい。ところで、負債の時価は市場で成立する利子率に依存し、個々の企業の活動に左右されず一定と考えられる。それゆえ、企業価値の最大化は自己資本の時価の最大化、すなわち発行済み株数が変化しないとすれば株価の最大化と同値になるからである。企業価値は、企業の保有する資産に加えて社内に蓄積した各種のノウハウや技術、さらに人的資源などを活用し生み出される事業収益あるいはキャッシュ・フローに依存している。このような各種の経営資源の活用からもたらされる価値を事業価値と言い換えれば、企業価値は事業価値そのものである」としている。また、この事業価値は将来の各期の収益の現在価値合計として求められるが、「将来利益の現在価値合計は長期利益……ともよばれ、企業価値の最大化は長期利益の最大化でもある」としている（齋藤 進 [2003] pp. 369-370）。

ここでは、企業価値が資産の時価総額であり、結局のところ将来の収益（キャッシュフロー）

の現在価値合計として評価・計算され、また企業価値の最大化は結局のところ株価の最大化と「同値」であることが指摘されて、企業価値が本質的には株主（および債権者）にとっての価値であることが示されている。企業の保有資産や各種のノウハウ、技術、および従業員などの「人的資源」はその活用によって企業価値を生み出す手段であって、少なくとも企業価値が「分配」される対象として位置づけられるわけではないことが窺える。

(9) 小林規威・土屋守章・宮川公男編『現代経営事典』における企業価値概念

これは「事典」であり「企業価値」項目自体は見られないが、「第13章 財務」の「7 株主の利益の最大化」において企業価値に言及している。ここでは、「多数の一般株主に所有されている企業の経営の最終目標は、株主にとっての企業価値の最大化にあると考えられる。株主は投資の利益の実現を一部分は配当によるが大部分は流通市場で持株を転売することによって実現するのであるから、企業価値の最大化とは結局のところ株価の最大化と置き換えることができる」（井出正介 [1986] p. 555）としている。「株主にとっての企業価値」と限定されてはいるものの、そもそも「企業価値の最大化」が本質的には「株価の最大化」として、株主の利益に関わるものであることを端的に示している。

(10) 神戸大学大学院経営学研究室編『経営学大辞典（第2版）』における企業価値概念

ここでも「企業価値」項目はなく「企業評価」項目において企業価値に言及している。主な内容は企業価値概念の説明というよりその評価・測定の基準・方法の説明であるが、「上場企業の株価は、企業価値の一応客観的基準となる。株価総額は、純資産の市場価値に相当する。最近の理論的・分析的財務管理論における企業価値は、株価総額に負債を加えたものにほかならない。企業価値を極大ならしめるような財務決定が最適財務決定であるとされる。ここでは、自己資本と他人資本の企業資本としての機能は同一であるとみなされて、自己資本価値プラス他人資本価値が企業価値であるとされる」（森 昭夫 [1999] p. 161）としている。冒頭では「企業価値の評価は、大別して相対評価と絶対評価に分類することができる」とし、財務データ等に基づいて行われる企業のランク付けは前者、「企業全体の資本価値を計測しようとする企業評価は後者に属する」としている。企業価値そのものは基本的に「企業全体の資本価値」として捉えられているといえ、かつ株価がその一応の客観的基準とされている。

2) 企業価値研究会報告書および経済産業省・法務省指針における企業価値概念

次に、近年 M & A 法制等に関わり企業価値概念の理解に強い影響を及ぼしているとみられる「企業価値研究会」<sup>3</sup> の報告書、およびこれを踏まえた経済産業省・法務省連名の指針における企

---

3 企業価値研究会は「日本における適正な M & A 法制と企業価値の探求を目的としている」とされ「また、ニッポン放送事件などの企業買収に関する裁判例にもこの研究会における議論・成果が影響

業価値概念を確認しておこう。同研究会の報告書については2005（平成17）年、2006（平成18）年、および2007（平成19）年のものを、経済産業省・法務省指針については2005年のものを参照する。なお、これらはいずれも基本的に企業の買収防衛策のあり方に関する報告書・指針である。

(1) 企業価値研究会『企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～』（2005年）  
における企業価値概念

この報告書では、まず「はじめに」で「企業の価格は企業価値であり、企業価値とは企業が利益を生み出す力に基づき決まる。企業が利益を生み出す力は、経営者の能力のみならず、従業員などの人的資本の質や企業へのコミットメント、取引先企業や債権者との良好な関係、顧客の信頼、地域社会との関係などが左右する。株主はより高い企業価値を生み出す経営者を選択し、経営者はその期待に応えて多様なステークホルダーとの良好な関係を築くことによって企業価値向上を実現する」（p. 4）としている。企業価値概念そのものについては「企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。換言すると、会社が生み出す将来の収益の合計のことであり、株主に帰属する株主価値とステークホルダーなどに帰属する価値に分配される。企業価値は将来の値の予測値であり、将来の様々な要因によって容易に変化する。したがって、これを正確に測定することは難しい」（p. 34）としている。

この概念規定において留意すべきは、まず企業価値を「株主の利益に資する会社の属性又はその程度」として明確に「株主利益に資するもの」と限定的に説明しながら、その直後にそれが「株主に帰属する株主価値とステークホルダーなどに帰属する価値に分配される」として、帰属関係においては株主のみならず「多様なステークホルダーなど」にも「分配」されるものであるとする論理を展開していることであろう。

この点で問題になるのは、会社をめぐる株主と「ステークホルダーなど」との関係であるが、同報告書では「我が国の会社法制を基にして考えると、法的には、株式会社は株主のものであることは言うまでもない。しかしながら、会社は、従業員や地域社会など、既に会社に対して関係投資を行っている、いわゆるステークホルダーのものであり、どちらも真実であると言える」（p. 17）と述べている。「法的には株主のものであることは言うまでもない」にもかかわらず「いわゆるステークホルダーのものであり、どちらも真実」というのは、一定の「論理矛盾」でなければただちには理解しがたい説明であろう。法的に所有権が認められるのは株主のみ（ただし、債権者は債権の法的所有権者）であるにもかかわらず、その他のステークホルダー「の

---

力をもっているとされる」（フリー百科事典『ウィキペディア (Wikipedia)』「企業価値研究会」）。経済産業省設置の研究会 経済産業政策局長の私的研究会 という位置づけにある。なお、本山美彦 [2006] pp. 126-129 も参照。

のものである」とし、その意味で一法的な根拠・保障はないものの「所有が認められる」というのであれば、株主・債権者以外のステークホルダーによる「所有」の実体・内容、その根拠・保障等は何であるかが明らかにされ、かつそれが株主に認められている法的根拠・保障を伴う所有権と対等のものであることが説明されねばならないはずだからである。また、そのためにはステークホルダーが会社に対して行っているという「関係投資」なるものの意味、およびそれが株主による本来の投資と「所有権」に関して同等の「権能」をもつことの説明が不可欠になる。ただしここでは筆者は、企業価値概念の検討に際してはそれに関わる所有権の問題をどのように認識するかが最大のポイントであると考えていることを指摘するとともに、

同報告書においてはこのほかに、「企業価値は、株主価値とステークホルダーに帰属する価値の合計であり、株主価値と企業価値は同じではない」（p. 35）との記述が見られる一方、「ステークホルダーの取り分が一定である場合には、株式価値（株主の取り分）を高めることが企業価値を高めることと同義になる」（p. 34）との記述も見られる。なお、「(図 2-3) 企業価値とは」（p. 34）において「株主の利益」として「配当」と「将来のキャピタルゲイン」が挙げられている一方、「ステークホルダーの利益」については「ステークホルダーへの報酬」とされているものの、その具体的内容に関する説明はとくには見当たらない。

また、同報告書のいわば結びの部分では、敵対的な企業買収に対する「防衛策を一つの契機として、長期的な企業価値向上をもたらし企業の強みとは何か、その強みを強化するためにどのような事業戦略や財務戦略が必要になるのか、ステークホルダーに対するインセンティブをどう強め、長期的な株主利益の向上につなげていくのか、といった点について、長期的な利益向上を求める戦略的な株主と長期的な企業価値向上を旨とする企業経営者の中で、緊張感ある連携関係が生まれることにも期待したい」（p. 105）と述べているが、そこでは「ステークホルダーに対するインセンティブの強化」が「長期的な株主利益向上」のためのいわば手段的位置に置かれているとも読み取れることに留意しておこう。

(2) 企業価値研究会『企業価値報告書 2006～企業社会における公正なルールへの定着に向けて～』（2006年）における企業価値関連の議論

この報告書は上記の『企業価値報告書』をさらに発展させたといえるものであるから、企業価値概念についてとくに新たに説明しているわけではないが、「株主（に帰属する株主価値）」と「ステークホルダー（に帰属する価値）」との既述の「所有権をめぐる関係」についてより端的な説明が窺える面をもっている。

ここでは、たとえば「経営者には、自らの強みを活かし強化するための事業戦略や財務戦略など、長期的な企業価値向上に向けた取組みについて、株主・投資家に対してしっかりと説明し、その理解を促していくとともに、コーポレート・ガバナンスを充実させることにより、株主との信頼関係を深めていくことが期待される。こうした関係が、投資と企業価値向上の好循環を生み出す」（p. 5）との記述がある。また、「企業の支配権は、通常の商品に比べ、格段に豊富な情報

が株主に提供されないと、正しい選択を行うことが難しく、また、誤った選択をした場合の経済的・社会的損失が大きいという特徴があるが、友好的買収、敵対的買収に関わらず、企業買収の局面では、まさにそのような企業の支配権についての判断が行われることになる。については「企業買収の局面において、株主や投資家による十分な情報に基づいた判断（インフォームド・コンセント）を可能にする制度や慣行の確立することが求められる」という。そして、「買収防衛策の導入にあたって、経営者は、株主・投資家の十分な理解を得ることが必要となる。そのために、経営者は、企業価値の向上を目指す経営に関して、株主・投資家に対して日常的に情報提供を行うとともに、株主総会において買収防衛策に関する株主の意思を問う際には、株主・投資家と経営者が十分に議論を行い、両者が納得した上で導入されることが求められる」としている (pp. 13-15)。

以上の記述においては結局、所有権に由来する「企業の支配権」に関わる「判断・選択」を行うのは株主（・投資家）であり、それゆえに「企業価値の向上を目指す経営に関して……日常的に情報提供」を受けるのは「株主・投資家」（なお、筆者はいわゆる「債権者」は「投資家」に含まれるものとみている）のみであって、それ以外のステークホルダーにはそのような支配権（所有権）がないことから「蚊帳の外」に置かれていることが読み取れよう。既述のように、株式会社が「法的には株主のものであることは言うまでもない」にもかかわらず「いわゆるステークホルダーのものであり、どちらも真実である」という論理からすれば、当該会社の存続にも関わる重大な局面で株主・投資家以外のステークホルダーがそれに関わる「判断・選択」において「蚊帳の外」に置かれるのは「会社はステークホルダーのものである」という「真実」にそぐわないものとなるのではあるまいか。

同報告書ではまた、「長期的な企業価値向上のためには、差別化を生み出す企業固有の人的資産の育成や、優秀な取引先との良好な関係の構築、顧客や地域経済から（のー足立）信頼の形成、独自の技術、ノウハウ、組織力の活用など、日本企業特有の強みを伸ばしていく取組みが有効だと思われるが、各企業がこうした自らの強みを認識し、株主・投資家はその強みを客観的に判断し、評価できるよう、指標を提示しながら十分に説明していくことも重要である。そうした指標や説明を踏まえて株主・投資家による客観的な評価が行われ、企業経営の価値観が共有されれば、企業価値もさらに向上するという好循環が生まれることにもつながる」（p. 68）などの記述も見られるが、やはり、株主・投資家以外のステークホルダーはこうした「十分な説明」の対象でもなければ、「企業経営の価値観を共有」する対象としても明示されていない。さらに、「株主・投資家にとっては、配当や自社株消却といった株主還元策の充実はもちろん重要であるが、それに加え、日本企業の強みとなる人的資産や、優秀な取引先との良好な関係、顧客や地域社会などとの厚い信頼関係などを長期的な視点で評価して投資を行うことが、企業価値の向上、ひいては長期的な株主価値の向上のためにも有効といえる」（pp. 69-70）として、株主・投資家以外のステークホルダーとの良好な関係形成・維持が結局は「企業価値の向上、ひいては長期的な株主利益向上」の手段的位置に置かれていることも、前報告書同様に読み取れるのである。

(3) 企業価値研究会『企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する報告書』(2007年)における企業価値関連の議論

この報告書は「企業価値の向上及び株主利益への配慮のための公正な手続確保を目的とした、MBO (management buyout — 足立) に関する公正なルールのあり方について提言を行う」(p. 2) ために上記2点の報告書をさらに発展させたものである。それは「経営者による企業買収(MBO)」すなわち「本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、自ら株主から対象会社の株式を取得すること」(p. 4) が取締役について利益相反構造を生じさせることへの対策に関する提言が主目的で、企業価値概念そのものについて改めて確認すべきものはない。

ただ、留意すべきは、上にも引用した「企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役」との表現(ないし規定)が頻繁に見られることである(たとえば、上記に加え、pp. 4, 5, 7, 10ほか)。それ自体は「法律的には」当然のことであるが、2005年の『企業価値報告書』では既述のように「会社は法律的には株主のものであるが、ステークホルダーのものであり、どちらも真実」とし、企業価値の帰属についても「株主に帰属する株主価値とステークホルダーなどに帰属する価値に分配される」として、株主のみならず「ステークホルダーなど」にも分配されるものであるとする「論理」を展開していたことに照らせば、いつのまにか企業価値の向上について経営者ないし取締役が責任を負うのは株主のみとする「論理」になっていることが注目されよう。先に指摘した「論理矛盾」であるかどうかはともかく、論理的整合性に難が認められることは否めないであろう。ただし、後述するように、これは「論理矛盾」であると同時に、現実の「矛盾」を一定反映したものであるといえる。

(4) 経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(2005年)における企業価値概念

次に、この指針は自らその「背景」として「買収防衛策に関する判例や学説、さらには企業価値研究会……の企業価値報告書(平成17年5月27日)等を踏まえ」(p. 2) としているように企業価値研究会報告書と関係の深いもので、ここで併せて見ておく必要がある。

まず「前文」で「経済産業省及び法務省は、企業価値、ひいては株主共同の利益を害する買収に対する合理的な買収防衛策について、それが満たすべき原則を提示することにより、企業買収に対する過剰防衛を防止するとともに、買収防衛策の合理性を高め、もって、企業買収及び企業社会の公正なルール形成を促すことを目的として、『企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針』……を定める」(p. 1) としている。

続いて「定義」で「企業価値」について「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう」として、企業価値研究会『企業価値報告書』(2005年)における定義を踏襲している。ただし、注目すべきは、同『企業価値報告書』でこの定義に続けて「換言すると、会社が生み出す将来の収益の合計のことであり、株主に帰属す

る株主価値とステークホルダーなどに帰属する価値に分配される」としていた記述は、この指針には見られないことである。また「株主共同の利益」については「株主全体に共通する利益の総体をいう」と規定している (p. 2)。

次に、「原則」において「1 企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則」として「買収防衛策の導入、発動及び廃止は、企業価値、ひいては、株主共同の利益を確保し、又は向上させる目的をもって行うべきである」としている。また、その「趣旨」としてこの原則について「株式会社は、従業員、取引先など様々な利害関係人との関係を尊重しながら企業価値を高め、最終的には、株主共同の利益を実現することを目的としている。買収者が株式を買い集め、多数派株主として自己の利益のみを目的として濫用的な会社運営を行うことは、その株式会社の企業価値を損ない、株主共同の利益を害する。……したがって、株式会社が、特定の株主による支配権の取得について制限を加えることにより、株主共同の利益を確保し、向上させることを内容とする買収防衛策を導入することは、株式会社の存立目的に照らし適法かつ合理的である」としている (pp. 3-4)。

企業価値概念について本指針で注目すべきは、上記のようにそれを「株主の利益に資する会社の属性又は程度」に限定していること、および「企業価値、ひいては株主共同の利益」という表現（指針名にもある「企業価値・株主共同の利益」という表現も含め）が頻繁に用いられていることである。株式会社が「従業員、取引先など様々な利害関係人との関係を尊重」すべきことも挙げられてはいるが、それは「企業価値を高め」ることへの前提要件であり、既述のようにその手段的位置に置かれたものであって、既述のように所有権関係の不明確な「様々な利害関係人」への企業価値の「分配」についてはなんら言及していない。経済産業省およびとくに法務省という、公的機関というだけでなく法令の制定や解釈・運用等に関わる機関としての「厳正な」記述・表現というべきであろうか。

### 3. 企業価値概念の二重性とその基本的性格 — 広狭二義の企業価値概念 —

#### 1) 概念規定における二面性・二重性

以上、企業価値概念について辞典類における説明を参照するとともに、企業価値研究会の報告書3点および経済産業省・法務省指針1点に照らして確認したが、それらのうちの少なからぬ説明において、基本的に企業価値を、一方で「株主・債権者（ないし投資家）にとっての価値」と限定的に規定するとともに、他方で株主・債権者（ないし投資家）のみならず従業員、顧客、供給業者、地域社会、その他を含む「多様な（あるいはすべての）ステークホルダーにとっての価値」でも規定するという二面性あるいは二重性が窺えよう。それは企業価値概念説明のすべてにおいて共通しているわけではないが、辞典類のように一般的説明が重視される文献や、経済産業政策局長の「私的研究会」とはいえ経済産業省による設置という半ば公的性格をもつ企業価値研究会の報告書において、少なからず採用されているのである。とすれば、次に、なぜこの

ような概念上の二重性が生ずることになるのかが問題になろう。筆者は、その基本的要因の解明・整理については、いわゆる「会社は誰のものか」という問題と「会社は誰のためにある（べきなのか）」という問題との「区別と連関」に関わる検討が必要になると考えているが、それに先立ち、こうした企業価値概念に関する論者の議論・検討の経緯をもう少し振り返っておくことが必要と思われる。

## 2) 企業価値概念に関する管理会計領域での議論概観

辞典類とは別に、管理会計論を中心とする会計学領域等での企業価値概念に関する議論概況をみておこう。

### (1) 「企業価値重視の経営」と「株主価値重視の経営」

その1つとして『企業会計』（2001, Vol. 53 No. 1）の「総特集 / 21世紀の会計」において門田安弘氏は「企業価値重視の経営とは、投資家に提供できるキャッシュフローの増大を目指す経営である。投資家の中でもとりわけ株主が重要であり、株価を高めて株主の目的を満足させるような経営を株主価値重視の経営という」（門田安弘 [2001] p. 134）と述べている。そして、「キャッシュフロー重視の目的は、企業価値や株主価値の増大にある。株主資本は、株式が株式市場で時価評価されており、その株式時価に発行済株式数を乗じた時価総額が、株主資本の時価、つまり株主資本価値と呼ばれ……この時価総額に有利子負債の時価を加えたものが、企業の『経済的な』価値であり、企業価値（または市場価値）と呼ばれる」としている。「企業価値 = 自己資本の市場価値 + 負債の市場価値」およびそれを展開した「企業価値 = 株主価値 + 負債簿価」という等式を示し、「会社の資本が自己資本のみであれば、[企業価値 = 株主価値] となる」（p. 136）ともいう。ここでは、企業価値が事実上、株主と債権者にとっての価値に限定されることが端的に説明されているといえる。

次に、『企業会計』（2001, Vol. 53 No. 2）の「特集 企業価値創造の管理会計 — EVA とバランススコアカード」において、櫻井通晴氏は「本質的に企業価値創造経営とは何を意味しているかを明らかにする」として、「会社は誰のものかを問うコーポレート・ガバナンス議論の高まりは、従業員と企業の将来の発展を志向した経営から、株主重視の経営への方向転換を促すものであった。そもそも企業価値重視の経営は、このような背景のもとで現れてきた議論であるといえる」（櫻井通晴 [2001] p. 19）と述べている。そして、「株主価値 = 企業価値 - 負債価値」の等式を示し、「以上の議論から、企業価値創造の議論は、いってみれば株主の立場からする議論であることが明らかになる」としている（p. 20）。さらに櫻井氏は、1990年代以降、欧米では「企業価値創造のための業績評価指標として」EVA<sup>®</sup>（economic value added：経済的付加価値。スターン・スチュアート社が考案した指標）が多くの主要企業に導入され、90年代後半には日本でも花王、ソニー、松下電器産業などで導入されたことを挙げ、それを「企業価値と最も連動した測定尺度の1つ」として、「EVAは投資家の立場からする業績評価指標としては最適で……

経営の目標を株主重視にしている企業では、EVAの利用には合理的な理由がある」と指摘している (pp. 18, 20, 21).

門田氏や櫻井氏の以上の議論では、「企業価値重視の経営」として実際に推進されつつあるのは、端的には「株主（・投資家）価値重視の経営」であることが示されているといえる。

これに対し、たとえば秋山をね氏は会計学ではなく CSR 論の立場から「企業価値とは、経済的な側面、すなわち品質、価格やサービスによる競争力と、社会的な評価、すなわち雇用、人権あるいは地域社会、環境問題への取組みなどからなる。そして、それらを生み出す根源は経営の誠実さと透明性という企業の本質的な価値である」（秋山をね [2003] p. 2）と述べている。この説明は、要約すれば、「企業価値とは経済的な競争力と社会的な取組みへの評価とからなり、それを生み出す根源は経営の誠実さと透明性という企業の本質的な価値である」ということになる。ただしこれは、これまで参照してきた諸文献における企業価値概念とは多分に「異質」で、少なくとも多様なステークホルダーにとってのその帰属関係（所有権のありよう）については理解困難である。ただし、あえて「解釈」を加えるなら、経済的競争力に裏づけられる企業価値の側面（後に触れる「経済（的）価値」）と社会的取組みへの評価によって裏づけられる企業価値の側面（後に触れる「社会（的）価値」）とによって構成されるものとする認識と読み取ることも可能ではあろう。

こうした捉え方はほかにもないわけではない。たとえば八田信二氏と土田義憲氏との対談「企業価値向上のためのリスクマネジメントのあり方」（『企業会計』2004, Vol. 56 No. 6）で、土田氏は「企業価値という場合にもいろいろな見方がある……。たとえば株主の観点から見れば、株価が上がるのが企業価値の向上だというとらえ方をすることもできる……。他方、消費者から見れば、自分たちの生活を豊かにしてくれるものが価値の高い企業だというとらえ方もある……。一概にとらえることは難しい……が、社会的に存在が認められているというのが1つの企業価値ではないか」と述べ、それに対し八田氏は「確かに企業価値は企業を取り巻く人々、つまりステークホルダーの視点で議論されるのが一般的で……社会的な存在として役割を担う、あるいは認められるということは、逆に言うならば、社会的に大きな責務を負っていることからさまざまな役割を担うべきだということになる」と述べている（八田信二・土田義憲 [2004] pp. 94-95）。

(2) 広狭二義の企業価値概念 — 「株主価値」vs. 「真の企業価値」ないし「規範的企業価値」概念 —

他方、伊藤邦雄氏は「企業価値」を「企業が生産・販売・サービスなどの経済活動を営むことにより、どのくらい社会に対して役立っているかを貨幣金額に換算した数値」といえるとし、「こうした観点で整理すれば、企業の存在意義ともいえる『利益』は、優れた経済活動を実践している企業に対して社会がそれを評価し、与えた対価である、と考えることができる」としたうえで、「したがって、意味のある経済活動を行っている企業に対する社会からの対価が利益であるなら、企業価値とは、その企業が将来にわたって生み出す利益の合計額（あるいは現在価値）と定義することができる」とする。そのうえで、こうした企業が将来にわたって生み出す利益や

キャッシュ・フローをベースに、理論的かつ分析的に導き出された価値を「本源的価値」あるいは「内在価値」と呼ぶが、「内在価値が株式市場で適切に評価されていれば、『株式時価総額（株主に発行済み株式総数を乗じたもの）＝企業価値』となる……から一般には、企業価値といえは株式時価総額を指す」旨述べている（伊藤邦雄 [2007a] pp. 13-14, 52-53）。また、「株主価値としての企業価値」として株主に発行済み株式総数を掛け合わせた「時価総額はその計算式からもわかるように、株主のすべての持分を時価で表現したものであり、株主価値と言い換えることもでき……このように、株主の視点に着目して考えると、狭義の企業価値として、株主価値という概念が重要になってくる」と述べている（pp. 264-265）。

氏のこの説明によれば、「狭義の企業価値」としての株主価値をもって企業価値と呼ぶことになる。しかし、最終的には「真の企業価値とは何か」として「誤解を恐れずにあえて言及すれば、それは『顧客、従業員、株主、地域社会など企業の主要なステークホルダーにとっての価値の総和』と言い換えることができるのではないだろうか。そもそも企業には、株主だけでなく顧客や従業員、取引先、地域社会などといったさまざまなステークホルダー（利害関係者）が存在する。にもかかわらず、『企業は株主のもの』と考え、他のステークホルダーを軽視するようであれば、経営として立ち行かなくなるのは当然の帰結といえるだろう。皮相的に『株式時価総額＝企業価値』ととらえるのではなく、より広い視点から企業価値をとらえ直すことが、いまこそ必要なのではないだろうか」（p. 546）として、「より広い視点から」広義の企業価値概念認識を提起している。このように伊藤氏の企業価値概念説明においても事実上、広狭二義の企業価値概念が提示されているのであるが、狭義の企業価値としての株主価値が実質的に株式時価総額として具体的かつ現実的・客観的に認識可能なものであるのに対し、広義の企業価値概念は、そのように「とらえ直すことが、いまこそ必要」として「かくあるべき」論すなわち規範論的・当為論的に提起されているものであることは明らかである<sup>4</sup>。

4 以上の伊藤氏の説明には論理的に首尾一貫していない面が窺えるが、それは、本質的には企業価値概念のベースとなる企業概念そのものにおける客観的矛盾としての「企業性（個別性）と社会性との矛盾」（中谷哲郎 [1979] p. 127）、換言すれば、資本主義的生産様式の根本矛盾である「生産の社会的性格と所有の私的性格との矛盾」の個別企業における反映としての矛盾の反映として理解しうるものであろう。ただし、伊藤氏が「さまざまなステークホルダーにとっての価値」に関わって、ある時には「企業が従業員に対して支払うコストは賃金・給与や福利厚生などの費用である。取引先に対しては原材料費の支払いなどを行う必要があるし、電気・ガスといったインフラや土地・建物の使用に対する費用も支払わなければならない。製品・サービスや企業ブランドを認知してもらうための広告宣伝費や、新製品・新サービスを顧客に提供するための研究開発費などは、広い意味でいえば、顧客に対するコストと考えることができる。債権者に対しては金利を支払わなければならないし、政府や自治体に対しては税金の支払いが行われる。そのほかにも、円滑に事業を進めるために地域社会との関係や地球環境への配慮が不可欠ととらえれば、寄付やボランティア活動にかかる費用、さらには環境保全費用もまた企業が負担するコストと考えることができる」（伊藤 [2007a] p. 59）としていたかと思うと「損益計算書では売上高から原材料費などの売上原価や人件費などの販売費及び一般管理費を控除して営業利益が計算される。これらのコストは取引先や従業員に対する利益分配と考えることができる。次いで、営業外収益を加えるとともに、支払利息などの営業外費用が控除される。

こうしたなかで櫻井通晴氏は伊藤和憲氏との共編著の序章において「企業価値とは何か」を問題にし、「有力」な3つの見解を取り上げている。その1つは「企業価値を実質的に株主価値とイコールの関係でとらえる見解」で、米国の経営者に多く見られる。第2は「企業価値をもって経済価値とイコールの関係でとらえるもの」で、欧米の研究者およびわが国のコンサルタントなどに多く見られる。ここで「経済価値」には 株価重視の見解、一株当たり利益重視の見解、および 将来のキャッシュ・フローの現在価値とする見解などがある。これに対して実質的に第3の見解として「日本企業の経営者で企業価値をもって株主価値とか経済価値と同等視する見解を取るものは少なく、多くの経営者は社会への貢献や従業員の満足などステークホルダーへの貢献をも含めて企業価値であると考え」としている。その理由として「企業は株主だけでなく従業員、顧客、取引先、銀行、経営者など多様なステークホルダーのための存在であると考える経営者が多いからである」と述べている。また、「日本の多くの経営者は企業価値が経済価値（株主や銀行）、社会価値（顧客、地域社会、サプライヤーなど）、および組織価値（経営者や従業員）からなると考えている」ともいう。そして、櫻井氏自身の認識として「企業価値というとき経済性だけでなく社会性や人間性を重視すべきだとの見解を公表してきた」とし、また「企業価値には経済価値だけでなく、社会価値および組織価値を含めるべきであると主張した」と述べている<sup>5</sup>（傍点引用者）。ここで「経済価値」は「将来キャッシュ・フローの現在価値の他、経常利益、ROI、EVA など」、「企業の社会価値」は「地域社会への社会貢献、環境対応などによってきまる」もの、「組織価値」は「組織風土、経営者のリーダーシップ、従業員の仕事への熱意・チームワーク、倫理観、ビジョン・戦略の整合性など」を意味するという。そして、「本書において企業価値は、経済価値だけでなく、社会価値と組織価値を含む広い概念としてとらえられている」と述べている（櫻井通晴 [2007] pp. 3-4, 6）。

櫻井氏はその後の論稿においても「筆者は、企業価値には経済価値だけではなく社会価値や組織価値を含めるべきであると主張してきた。とはいえ、経済価値は企業価値の中心的な概念であることを否定するものではない」とし、また、注記で「簡潔に表現すれば、企業が“儲ける”（経済価値）ことは必要であるが、それに加えて企業は“地域社会への貢献”（社会価値）を果た

---

支払利息は債権者に対する利益分配と考えられる」（p. 441）などともしているのであるが、「これらのコストは……利益分配」に典型的に見られるように、概念規定についていささか曖昧さを残したまま「こうも考えられる、ああも考えられる」式の「論理」と「説明」が展開されることには少なからず疑問を感じている。

- 5 本書にある岩淵昭子「第17章 企業価値とレピュテーション—島津製作所の事例から—」では、「社会価値は、社会貢献、環境に対する配慮、コンプライアンス意識の向上などからなる。組織価値は、組織文化、リーダーシップ、チームワーク、ビジョンや戦略への方向づけなどによって形成される」（p. 250）と説明している。櫻井氏は2002年の編著書でも「企業価値の評価においては、株式価値、収益性、キャッシュ・フローの現在価値などの他、ブランド価値など計量化が困難な要素、社会的価値や組織価値などをも総合的に考慮すべきである」と述べている（櫻井通晴 [2002b] p. 10. 傍点引用者）。なお、本書は『企業会計』（Vol. 53 No. 2, 2001年2月）の「特集 企業価値創造の管理会計—EVAとバランスト・スコアカード—」に発表された諸論文を再編した、いわば改訂・増補版とみられる。

し、“信頼性ある優秀な経営者や従業員を育てる”（組織価値）ことも必要である。要するに、企業の価値は、いかに儲けるかだけでなく、いかに多くのすぐれた人材を育て、社会的にも認められた存在であるかによって決定されるべきではないかと考える。もちろん、のれんの算定や企業の M & A においては、経済価値（株価と将来のキャッシュフローの現在価値）が重視されることはいうまでもない」と述べている（櫻井通晴 [2008] pp. 98, 104. 傍点引用者）。

以上の櫻井氏の「主張」について留意すべきは、企業価値を限定的に経済価値（実質的に「株主価値 + 負債価値」）と捉える考え方と、これに加えて「社会価値」や「組織価値」をも含む（べき）ものと捉える考え方とが対比的に示されていること、また、氏が主張される後者は、そこにいる「社会価値」や「組織価値」が現実的・客観的に認識ないし測定・計算可能な企業価値についての説明概念たりうるかどうかはともかく、「含めるべき」として規範論的・当為論的に論じられていることである。その意味で、それは一伊藤邦雄氏の「真の企業価値」に匹敵する一いわば「規範的企業価値」概念とも捉えることができよう。

しかし、社会価値と組織価値について以上のように「説明」されるものの、それが誰にとってのどのような価値で、またその（客観的）認識・測定・把握はどのようになされ（う）るのかについては明示的には説明していない。さらに、企業価値を構成するこの3つの「価値」が互いにどのような関係において企業価値を構成することになるのか（例えば、3つの価値は互いに「別物」で「並置 併置」しうるものなのか、それとも1つが他を規定するなり他と重複するなど単純に並置することはできないものなのか、換言すれば、相互になんらかの規定関係が認められるのか、互いに「独立変数」であるのか、はたまたいずれかがいずれかの「従属変数」なのか……）などについても必ずしも明らかではない。その結果、文章上は3つの価値がたんに「並列的に」構成要素として指定されるだけで、各価値の性質・性格上の異同性（同質的か異質的か、など）も明らかではない。それらに間に質の相違がある場合、3つの「価値」をこのように並置し、それらによって企業価値が構成される（べき）と主張しても、それは「そのようにも考えられる」という次元の「論理」にとどまり、（科学的認識としての）客観的実態の解明・説明たりえないのではあるまいか。

筆者は、企業価値が（可能性として）3つの「価値」で構成され（う）るという見方そのもの、およびとりわけそのような見方を生じさせる客観的根拠自体の存在を一概に否定するものではないが、それらを並置して同質的なものであるかのように認識・説明することは適切ではないと考えている。そして、企業価値概念およびその構成要素の検討・解明と説明に際しては、資本主義企業の本質的矛盾、すなわち資本主義経済の根本矛盾である「生産の社会的性格と（生産手段）所有の私的性質との矛盾」に規定された資本主義企業の社会的性格と私的性質との矛盾に即して捉えることが最も重要なポイントであることを強調したい。つまり、私的性質をあらゆるものとしての企業所有者である株主にとっての価値（株主価値）すなわち私的所有権の対象となりうる「経済価値」と、社会的性格を反映するものとしての「社会価値」（および「組織価値」も）という、性格・性質の相違を踏まえた見方であり、かつ資本主義企業においては、基本的に私的所

有権の対象たりうる「経済価値」すなわち実質的に株主価値が規定的・支配的な「(企業)価値」であること、「社会価値」「組織価値」はそれを私的所有権の対象として性格づけることはできず、規定的・支配的な株主価値に従属するもので、むしろ株主価値向上のための手段的位置にあること、である。また、CSRとの関連では、「社会価値」(および「組織価値」)の追求・実現がその内容として捉えられ、企業価値の向上がCSR推進と実質的に同義あるいは不可分な関係にあるものとして説明される場合もあるが、上記の見方に照らせば、CSRも資本主義企業としては最終的には株主価値向上への手段的位置にあることがその規定的な性格となる。

企業価値について、それがもつぱら株主価値に等しいとみなす見解は、企業の私的性格面すなわち、端的には「株主」という私的存在の所有物であるという資本主義企業における客観的実態の反映である。他方、3つの価値で構成される(べき)とする認識は、社会的生産の担い手としての(資本主義企業を含む)企業の超歴史的・歴史貫通的な社会的性格面の反映である。いずれの性格面も客観的に存在する2つの側面であるから、そうした客観的実在の人間の意識への反映として企業価値概念について基本的に2つの見方・捉え方が生じ、成立することとなるのである。先に、企業価値研究会の2005年『企業価値報告書』が「会社は法律적으로는株主のものであるが、ステークホルダーのものであり、どちらも真実」であるとする「論理」を展開したことについて、「論理矛盾」であると同時に現実の「矛盾」を一定反映したものであると述べたのは、このような意味においてである。ただし、いずれも客観的存在とはいえ、両者は私的性格と社会的性格との矛盾の反映であるから、それを反映する「価値」認識もまた「株主価値」と「社会価値」(ないし「組織価値」換言すれば「(株主以外の)ステークホルダー価値」)との間で「揺れ動く」こととなるのである。しかし、資本主義社会したがってまた資本主義企業においては「(企業)価値」に対する「所有権」はあくまで「株主」のみにあるから、企業価値は最終的には「株主価値」としてのみ具体的・現実的に認識・測定・計算、さらに配分可能な「現実の価値」となるのである。そのような「所有」に規定された「企業価値」の本質的理解を抜きにして3つの価値を単に並置・並列するだけの認識では真相を捉えることはできず、表層を見るにとどまるとともに、「そのようにも見える」という現象次元の「論理」を弄ぶものともなり、ひいては(意識的か無意識的かは別として)レトリック的性格を帯びることともなるのである。

なお、ここで企業価値概念について相対的に独自の説明を示している西澤 脩氏の所論にも触れておこう。氏は、「価値創造経営では、企業価値を支える事業価値、株主価値、顧客価値及びブランド価値の増大が目標となる」とし、「企業価値の4大要素をなす株主価値、顧客価値、ブランド価値及び事業価値」とも指摘し、企業「価値の現象形態」としては「企業価値 = 事業価値 + 金融資産」で、また「調達源泉」からは「企業価値 = 負債価値 + 株主価値」として示されるという(西澤 脩 [2005] pp. 55, 75, 151)。ここで「企業価値」は「企業体を1個の商品として見た価値」で「企業価値 = 事業価値 + 金融資産 = 事業価値 + (現金・預金 + 有価証券の税引後時価)」として示される(pp. 58-59)。「事業価値」は「企業価値の主体をなす」もので全社事業価値とプロジェクト別事業価値とに大別され、前者は継続企業の全期間にわたる企業全体のフリー・

キャッシュ・フローの現在割引価値 (DCF) で、後者は特定のプロジェクトのフリー・キャッシュ・フローの正味現在価値 (NCF) で計算される (p. 62). この限りでは、事業価値、金融資産、ひいては企業価値は「評価・予測」を含みつつも基本的に具体的認識・測定・計算可能な価値額として把握されることとなる。

次に、「株主価値」については「企業の所有者である株主から見た企業の価値」で「株主価値 = 企業価値 - 負債価値」計算されるという (p.59). これは他の論者によっても示されている算式で、具体的認識・測定・計算可能な価値額として把握されることになる。では、「顧客価値」はどうか。氏によればそれは「顧客の立場からみた企業の価値」であるが、「顧客重視経営では真の顧客価値を算定する必要がある」として、ターニー (P. Turnney, *Common Cents*, 1992) に依拠して「顧客価値 = 実現価値 - 価値犠牲」の算式を示している。この算式の「実現価値」には、製品価値のほかサービス価値や使用価値も含まれ、また価値犠牲には、商品購入代のほか維持コストや処分コストも含まれる」という (pp. 59-60). ここで「価値犠牲」に関しては、少なくともここに挙げられた商品代金および維持・処分コストについては具体的認識・測定・計算可能ともいえよう。しかし、「実現価値」に含まれる「使用価値」については、氏自身も『大月 経済学辞典』(大月書店, 1979年) に依拠して説明しているように「人間のなんらかの欲望を満足させる性質」としての「物の有用性」であるから質的なものであり、しかも「満足」の程度を評価・判断するのは個々の顧客であって提供した企業ではないはずであるから、それを「企業価値」の一部として具体的・客観的に認識・測定・計算することは困難とならざるを得ないであろう。さらに、「実現価値」に含まれる「製品価値」は「価値犠牲」としての商品代金とは別に顧客が認識・評価する価値とみられるが、その基準は明らかではない。同様に「サービス価値」もどのように認識・評価・測定されるのか不明である。したがって、上記のような「算式」が示されていても、それに含まれる諸要素についての認識・評価あるいは測定・計算基準が不明であれば、あくまでそれはそのような「考え方」を提示したというにとどまらざるを得ないであろう。

また、「ブランド価値」については経済産業省の説明を参照して「ブランドによる競争優位性がもたらされる場合の企業価値」つまり「ブランドが生み出す価値」とし、それを構成するコーポレート・ブランド (CB) 価値とプロダクト・ブランド (PB) 価値との間には「ブランド価値 = f (CB 価値, PB 価値)」で示される相互関係があるという。ただし、この「両価値は単純に加減することはできず、一定の相互関係にあるので、関数 (f) で表現することが望まれる」とされるように (p. 61), 両価値間に「相互関係」は認められても、相互の「加減」すなわち具体的な認識・測定・計算は困難なものであることが示唆されている。

ところで、先に「企業価値 = 事業価値 + 金融資産」の算式に照らして「この限りでは、……企業価値は基本的に具体的認識・測定・計算可能な価値額として把握されることとなる」と述べたが、「企業価値の4大要素」に含まれる顧客価値とブランド価値についてこのように具体的認識・測定・計算困難な面が認められるとすれば、そのようなものとしての、つまり顧客価値やブランド価値を含めた企業価値の具体的認識・測定・計算はやはり困難であり、西澤氏の上記の説明に

よっても結局、現実的・客観的な具体的認識・測定・計算が可能なのは株主価値および事業価値だけということにならざるを得ないといえよう。

西澤氏の著書においては、「従業員価値」や「経営者価値」などの用語のほかさまざまな「……価値」が示されているが、たとえば「従業員価値とは、営業マンの商品知識や接客態度に対する顧客の評価」とされるように「従業員にとっての価値」ではなく、むしろ営業推進のうでで企業からみた「従業員の値打ち」であり、その意味で企業価値向上のための手段的位置にあるものといえよう。氏はまた、米国管理会計人協会（IMA）の『管理会計ステートメント』（SMA, *Measuring and Managing Shareholder Value Creation*, 1997, p. 3）において「価値創造経営（VBM）とは、会社全体の方針と分析技術及び管理過程を統合した経営管理アプローチの1つで、株主価値の主要作用因に管理者の意思決定を集中させることによって、会社が株主価値を最大化するのを援助することを目的としている」と定義されていることを挙げている。そのうえで「資本の論理によれば、株主は投資のリスクを上回るリターンが期待できなければ、より高いリターンを求めて資本をその会社から引き上げることになる。それ故、経営者は、株主から提供された資本コスト以上の価値を創造しなければ、資本を調達し維持することが不可能となる。株主価値創造経営が重視されるゆえんが、ここにある」としている（p. 76）。

このような「価値創造経営」の是非に関する氏の「価値判断」はともあれ、「コーポレート・ガバナンス論争の結果、株主の地位が絶対視される現在では、株主の立場から考察することが最も重視される」（p. 155）ように、実質的には株主価値向上が最重要目的であるがゆえに株主価値が事実上、唯一の具体的・現実的企業価値概念として機能しており、「ステークホルダー価値」は規範論的・当為論的に論じられるものの、本質的には株主価値向上のための手段的位置にあることが氏の論述からも読み取れるのである。

### （3）米国にも見られる広狭二義の企業価値概念

ところで、米国においても企業価値概念について経済価値や株主価値のみならず、顧客や従業員のための価値創造を含める考え方がないわけではない。例えばJ. ドノバン、R. タリー、B. ワートマンの3者は、1998年時点でその著書について「重要なことは、本書では価値創造を株主価値に限定するのではなく、顧客や従業員のための価値創造をも含めて考えるべきであると明記している点である」（J. ドノバン、R. タリー、B. ワートマン著/デトロイト・トーマツ・コンサルティング戦略事業部訳 [1999]「まえがき」p. 3. 傍点引用者）と強調している。ただし、ここでも株主価値はすでにその重視が現実的・客観的に確認されるものの、従業員や顧客など「多様なステークホルダーにとっての価値」はその創造を含めて「考えるべき」ものとして規範論的でないし当為論的に主張されているにとどまる。

また、EVA<sup>®</sup>の商標権をもつスターン・スチュアート社の創業者でもあるJ.M.スターンらは、ブリッグス&ストラットン（B & S）社で考案されたもので「われわれが見出した1つの価値創造経営のホリスティック・モデル」（J. M. スターン、J. S. シーリー、I. ロス著/伊藤邦雄訳

[2002] p. 71. このモデル図は p. 70) に言及して「従業員や顧客、サプライヤー、コミュニティとのさまざまな利害関係の中で、企業が株主のために可能な限り最大の価値を創造するためには、トップ・マネジャーと、理想的には現場までの全従業員とが、価値創造に専念する必要がある。こうした4グループが、創造的活動の中核となる必要がある」(p. 71) としている。また「ステークホルダーとのよい関係が株主価値を生む」との小見出しのもとで「.....ある人には、企業の唯一の目標が株主価値を高めることと映る..... だが、全く逆なのである。それどころか、企業の第一の目標は、すべてのステークホルダーの利益を獲得することでなければならない。ただし、株主価値を高められなかったら、企業に関係するすべての人が結局損をするのである」としたうえで、「長期的に株主価値を増加させるには、経営陣は、企業のすべてのステークホルダーが相互に利益を得るようにする必要がある。企業はすべてのステークホルダーに対して義務を負っている。従業員は、自分たちの給与を増加させるために、価値創造に貢献しなければならない。顧客は、企業が最も価値のある製品を供給できるように、実質的に統合された関係を支える必要がある。そしてサプライヤーは、彼らに付加された価値を得るために、サプライチェーンにおける総コストと資本削減に積極的に参加しなくてはならない。このように互いに支え合う関係性が構築されると、企業は株主のために資本コスト以上のリターンを生み出すようになる」(pp. 87-88) と述べている。ここでは株主（・投資家）以外のステークホルダーとの関係はむしろ株主価値向上のための手段的位置にあることも窺えるのであるが、「価値創造経営」においては「すべてのステークホルダーが利益を得るようにする必要があることを規範論的・当為論的に述べていることを読み取りうる。

なお、企業価値概念におけるこうした規範論的・当為論的な認識、および株主（・投資家）以外のステークホルダーとの良好な関係が株主価値としての「企業価値創造」の手段的位置に置かれていることは、上記の「モデル」の「見本」となったB & S社の「社内報に詳しく書かれたQ & Aの記事」にも窺える。「B & Sにおける価値創造経営」と題するその記事では、「価値創造経営」の意味について、「どのような経営であれ、経営努力の究極的な目標は、企業の6つの主要な構成主体、つまり株主、債権者、従業員、顧客、サプライヤー、コミュニティを効果的にマネジメントすることでしょう。価値創造経営では、最初の2つの構成主体（株主と債権者）は、事業に提供した資本に見合う公正なリターンを請求する権利を有しています。これは『資本コスト』と呼ばれています。われわれは、株主に対して、資本コストを上回る価値を創造する責務があります。この責務はより高い価値を創造することを通じてのみ果たされます。実際の価値創造は、価値創造という目標に向けて、4つの資本関係のない構成主体（従業員、顧客、供給業者、コミュニティ）の統合的なプロセスが要求されます。われわれはこの概念を『価値創造モデル』の中でとらえようとしてきました」(p. 138) としている。さらに、EVAプログラムはどのような目的に有用なのかという問いに対して「EVAの価値経営プログラムの目的は、B & Sの業績測定およびインセンティブを、資本提供者あるいは企業オーナーの目標に連動させることです。われわれは、株主や債権者のために価値を創造するという基本的な責務があるということ

を認識しており、従業員、顧客、供給業者、そしてコミュニティーに価値を分配することでこれを実現するのです」(p. 140)としている。ここでは、株主・債権者以外のステークホルダーへの「価値の分配」そのものが「株主や債権者のために価値を創造するという基本的な責務」達成(実現)の手段的位置に置かれているとすら読み取りうるのである。そして、最後に「価値創造経営は、どのようにして企業と従業員を明るい未来へ導くのでしょうか」という問いに対しては「企業は、価値の高い仕事の機会を従業員に与えたり、価値の高い製品を顧客に提供したり、供給業者と価値の高い提携関係を構築したり、事業を展開しているコミュニティーと価値の高い関係を築いたりすることなど、すべての構成主体と約束を結ばなければなりません。そうでなければ、株主に高い価値をもたらすことはないでしょう。価値創造経営をうまくすればするほど、すべての関係者の未来はますます明るいものとなるのです」(p. 142)と結んでいる。ここまでくると、その「美辞麗句」傾向に多分に疑問を感じるが、今日、「企業価値」に関わる議論において多くの「学者」が参照あるいは、時には「礼賛」するスターン・ステュアート社の創業者であるスターンら自身が自らの「ホリスティック・モデル」確認のベースにおいている「B & Sにおける価値創造経営」だけに、十分留意されて然るべきものであろう。

#### 4. 現実的企業価値概念としての株主価値と規範的企業価値概念としての「ステークホルダー価値」

##### 1) 具体的認識・測定・計算可能な企業価値としての株主価値と株主の本質的優位性

以上にみたような対比的説明は、辞典類および企業価値研究会報告書等の検討において確認してきた、企業価値を「株主・債権者(ないし投資家)にとっての価値」(端的には株主価値)とする概念規定と「すべてのステークホルダーにとっての価値」(「ステークホルダー価値」)とする概念規定との対比説明と実質的に同じである。が、ここであらためて、前者は「株価×発行済株式総数」により計算される発行済株式時価総額として認識・測定・計算可能な株主価値と、同じく負債の時価(実際的には簿価)として認識・測定・計算可能な負債価値とで構成される、いわば現実的に確認できる企業価値(についての説明)概念といえる。もちろん、その具体的認識・測定・計算上の細部についての考え方・方法上の多様性・相違性はなお残されているとしても(例えば、小林啓孝 [2008] pp. 72-73 ほか参照)、現実の企業間取引として成立するM & Aなどの事象に代表的に見られるように基本的に現実的認識可能であり、それゆえに数量的確認も可能である<sup>6</sup>。これに対し、後者は現実的に認識・測定・計算可能かどうかはともかく企業価値概

6 広瀬義州氏は「一般に、企業価値とはその企業が将来生み出す経済価値の大きさであると考えられている。しかし……『企業価値』イコールとされる経済価値もおしなべて主観的な意味で用いられる」として、「経済価値または企業価値の意味」が簿価ベースの株主資本、時価ベースの株主資本に有利子負債を合計した額、時価総額、将来キャッシュ・フローを現在価値に割り引いて計算した理論値など、多様な意味で捉えられていることを指摘している(広瀬義州 [2008] p. 3 通巻 p. 489)。たし

念に「含めるべき」あるいは「含まれると考えるべき」として規範論的ないし当為論的に認識されているものであることが確認できよう。そして、前者がこのように具体的・現実的に認識・測定・計算可能であるのは、それが株主・債権者の所有する財産（所有権したがってまた処分権＝売却・譲渡等を実施できる権利を主張しうる私有財産）としての性格，したがってまたいわゆる「市場性」を明確に有するからである。他方，後者については「すべてのステークホルダーにとっての価値」といってみても，株主価値を除いた「企業価値」の構成要素として認識されるその「価値」は株券や債権とは異なって，株主・債権者以外のステークホルダーにとって直接的に所有・処分・交換（換言すれば，所有・処分・権を主張）できるものではなく，したがってまた，それ自体を企業価値の構成要素として具体的・現実的に認識・測定・計算しうる実体もなければ性質もないものである。要するに，前者は市場性をもち，その所有者にとって交換（貨幣との交換）可能な私有財産（株式）の価額（すなわち交換価値）に基本的に常時反映されるものであるからその価値を具体的・現実的に確認しうる機会があり，かつ確定可能であるが，後者はその「所有者」にとって交換可能な私有財産ではないからその価値（交換価値）を具体的・現実的に確認・確定しようのないものとならざるを得ないのである。

株主価値としての企業価値の現実性，したがってまた一応の客観性については，経済同友会が2006年に発表した提言『企業価値向上に向けて－経営者の果たすべき役割と責務－』にも窺える。そこでは、「一般論としての『企業価値』を論じるとなると，従業員，株主，顧客といった立場の違いによって『企業価値』の捉え方が異なるため，誰にとっての『企業価値』なのかという点を明確にしない限り，議論が拡散してしまう」とし，また「『企業価値』という言葉には，定量的な要素と定性的な要素の両方が内包されているが，それらを含めて定量的なものとして捉えなければ，経営者が考え，判断する指標とはなりえず，企業価値の向上に対する責任を持つこともできない」として，「本提言では，経営者にとっての『企業価値』とは何かということに焦点を絞り，かつ，『企業価値』を定量的なものとして捉える」との立場を明示している。そのうえで「経営者にとっての『企業価値』は，『株式時価総額』であると考えるのが妥当」と規定し，その「論拠」として次の3点を挙げている。「経営者は株主の負託を受けて経営を行うプロフェッショナルであり，株主から預かった資本を効率的に活用し，収益を最大化する責務がある」こと，「『株価』に基づき算出される『株式時価総額』こそ，資本市場で定量的に具現化している唯一の数字である」こと，および「企業が市場から定量的に受けた評価としての株価（株式時価総額）が最も客観性が高い」ことである（経済同友会 [2006] pp. 6-7）。すなわち，株主価値と

---

かにこれらのいずれを「企業価値」ないし「経済価値」の具体的な数値として採用するかについては評価者の「主観」が反映することは避け難いであろう。しかし，「ステークホルダー価値」と本質的に異なるのは，それらがいずれも具体的・現実的な数値として認識・測定・計算されうる点である。その意味で経済価値としての企業価値の代表的な指標といえる株主価値（株式時価総額）については，具体的・現実的に認識・測定・計算可能な企業価値すなわち現実的企業価値概念として捉えることができるのである。

しての企業価値のみが市場で定量的に具現化している唯一の数字として最も客観性が高いものと確認されているわけである。

この提言では「企業価値」が問われるようになった背景の1つを「本格的な M & A 時代の到来」とし、「M & A が経営者にとって重要な成長戦略の一つとして位置づけられつつある」が、「資本主義における『企業の所有者』である株主の視点からすれば、企業が高い株価で買われるということは、企業の価値をそれだけ高く評価されたことにほかならず、むしろ歓迎されるべきである」としている (pp. 3-4)。また、提言の「はじめに」では、「経営者が顧客の満足度や従業員のモチベーションの向上に努めるのは、当然のことである」が「同時に、資本主義の下では、株主の負託を受けた経営者が、業績や株式時価総額に対してコミットすることが不可欠である」とし、上記のように「資本主義における『企業の所有者』である株主」の負託に応じて「株価(株式時価総額)」に定量的かつ客観的に反映される企業価値を持続的に向上させることが「経営者にとって至上命題」としている。

同時に、「しかし、このことは、企業経営において株主の意向が全てにおいて優先され、従業員や顧客をないがしろにしてもよいということでは決してない。企業価値向上とは、株価(株式時価総額)そのものを高めることを目的とする経営ではなく、企業価値向上に対する普段の努力の結果として、中長期的に株式時価総額を高める経営である」という。さらに「収益性と健全性の均衡の上に実現された成長性の果実は、何も株主だけのものではない。損益計算書の構成が示す通り、その果実は、取引先や従業員が享受した後に株主が受け取る。したがって、中長期的に株式時価総額が高まることは、従業員や取引先、顧客といった全てのステークホルダーにとっても、望ましいことといえよう」として (pp. 1-2。下線は原文)、結局のところ、「企業価値向上」が株主以外のステークホルダーにも「果実」をもたらすものとしている。したがって、この提言においても「企業価値」は、何よりも株主の負託に応えることを「責務」とする「経営者としての企業価値」として限定的(狭義)に「『株式時価総額』であると考えるのが妥当」と規定される一方で、より広く(広義に)「従業員や取引先、顧客といった全てのステークホルダーにとっても望ましい」果実を意味するものと捉えられているといえるのであるが、上述のように最も現実的・客観的であり、また経営者が最も重視するのも結局は株主価値としての企業価値ということになる。

この点では別に、「経営者は、株主の利益の最大化に努めるべきだが、その過程で起こる一部の株主や他のステークホルダーとの利益相反の調整も、きわめて重要な経営者の任務である」との指摘もある。しかし、経営者のこうしたコミットメントの「成果の是非を判断するのは、本来、経営者自身ではなく、市場であり、株主であり、その代理人(機関)である取締役(会)である」とされ (p. 10)、株主以外のステークホルダーは明示されず「蚊帳の外」である。かくして「経営者の行動と成果を公正に監視・監督する」のは結局、株主(の代理人としての取締役 会)であって (pp. 11, 12, 14 参照)、それ以外のステークホルダーは「企業価値向上の果実」のいわば「おこぼれ」には預かるかもしれないが、その内容を実質的に規定する「経営者の行動と成果

の公正な監視・監督」には関われないようである。そうした株主の本質的優位性に照らせば、一口に「企業価値重視の経営」といっても、資本主義企業において本質的に重要なものは株主価値であり、「ステークホルダー価値への留意」はむしろ株主価値としての企業価値向上のための手段的位置にあるのが基本的な実態であろう。とはいえ、企業の社会的性格の発揮・維持が私的利益追求（私的性格）の成功に不可欠な条件である以上、「ステークホルダー価値への留意」も「手段」として不可欠なものとならざるをえない性格をもつ。そこに、株主価値だけでなく「ステークホルダー価値への留意」も欠かせないという規範論的・当為論的論理が生まれる所以もあるのである。

## 2) 「ステークホルダー価値」の内容と性格

ところで、株主（および債権者を含む投資家）以外のステークホルダーにとっての企業価値（「ステークホルダー価値」）の具体的内容と、とりわけその「価値としての性質・性格」の適切な説明は意外に見当たらない。ここで「具体的」な「価値としての性質・性格」というのは、その価値の実体が「所有（権）」の対象たりうるかどうか、また一仮に所有者が存在するとした場合に一その「所有者」の必要・欲求等に照らし随時処分可能なものとして実在的に確認しうるような性質・性格を備えているかどうかということである。

ここでは『経営管理会計ハンドブック』における説明を参照しよう。それによれば、「企業価値とは企業が展開させている事業価値の総計を意味し、現在の使用資本と、市場付加価値を合計したものに相当する。これらの企業価値を示す指標としては、総資産利益率や自己資本利益率、キャッシュフロー割引原価（現価一足立）法などが存在している。最近では個々の企業の価値創造能力を的確に評価し、投資の有効性を高めるための指標として『EVA（economic value added：経済付加価値）』が注目されている」としたうえで、次のように述べている。「企業による具体的な価値創造とは、『株主価値の創造＝安定的かつ長期的な配当の実現と、キャピタルゲインの増大』、『顧客価値の創造＝良質で安価な製品の生産と供給』、『従業員価値の創造＝安定的雇用の実現と、経営参加活動の促進とモチベーション』に代表されるような諸活動に加え、更には社会貢献活動や環境問題への積極的取り組み、法令遵守の徹底と企業倫理の確立など多岐におよんでいる」（吉村孝司 [2008] p. 11）。

ここで前者の「企業価値」説明では、「現在の使用資本」である「負債と株主資本の合計」（いずれも簿価）と、「市場付加価値」すなわち「株式市場における企業の価値を示す株式時価総額が株主資本の簿価を上回る金額で……株価に発行済株式総数を乗じた株式時価総額として表される株主資本の時価と株主資本の簿価との差額」とを合計したもの（大槻晴海 [2008] pp. 373-374）とされている。ところが、後者の「企業による具体的な価値創造」説明では、「株主価値」のほかに「顧客価値」と「従業員価値」とが企業価値の具体的な構成要素の例として挙げられ、さらに「社会貢献活動や環境問題への積極的取り組み、法令遵守の徹底と企業倫理の確立など」が挙げられている（ちなみに、河口真理子氏も「企業価値のとらえ方は幅広い。単に株価の上昇を

意味する狭い考え方もあるし、企業のブランド価値や『働きやすい会社』という評価や、社会での評価も包括するという広い考え方もある」としつつ、「長期的な企業価値とは、単なる株価の上昇（これは利益の成長が、多くの場合は前提となる）を指すのではなく、顧客にとってのブランド価値や従業員にとっての働きやすさなどを包括した企業価値を指すという立場を取る」としている（河口真理子 [2004] pp. 56-57)。

では、ここに挙げられた「顧客価値の創造 = 良質で安価な製品の生産と供給」、「従業員価値の創造 = 安定的雇用の実現と、経営参加活動の促進とモチベーション」、さらには「社会貢献活動や環境問題への積極的取り組み、法令遵守の徹底と企業倫理の確立」などは、顧客や従業員、さらには「社会」や「環境」にとって、その所有権の対象たりうるであろうか。また、そのようなものとして自己の必要・欲望等に応じて随時処分可能であろうか。いうまでもなくこれらの「価値」は、株主が私有財産として株式（株券）を所有し、企業価値の向上によって株価が上昇するに伴い所有する財産価値が増大するのとは明らかに異質のものである。その意味で株主価値とこれらの「価値」とは次元が異なり、単純に併置・並列しうるものではない。

顧客にとっての「良質で安価な製品（およびサービス—足立）」という「価値」は顧客にとってはその自己消費に伴う効用（満足）を得るものであって、購入した製品（商品）・サービス等は自己が所有することにはなってもその「価値」に反映される、もしくはその「価値」で構成される「企業価値」を自己の処分可能な財産として他者に売却・譲渡しうるものではない。同じく従業員にとっての「安定的雇用と経営参加活動、モチベーション」という「価値」も、そもそも所有権を主張する（しうる）対象でもなければ、同じくそれに反映される、もしくはそれで構成される「企業価値」を自己の処分可能な財産として他者に売却・譲渡しうるものでもない（ちなみに、従業員が企業から得られる最も代表的かつ主要な「価値」は賃金・給料であり、それは測定可能でもあるが、それはあくまで企業がその従業員について認める「企業にとっての従業員の価値」であって「従業員にとっての企業価値」ではないであろう）。「政府」や「(地域) 社会」、「環境」にとってはなおさらである。

それに対し株主価値では、株主の所有する株式（株券）は他者の貨幣と随時交換可能であり、また「株式と貨幣の交換によって初めて企業価値が実現する」、すなわちこのような「取引がないと、企業価値も確定しない」（青松英男 [2008] p. 237）ものである。換言すれば、自己にとっての「価値」を株式の形で具体的に所有し、かつその「価値」に反映される、もしくはその「価値」で構成される「企業価値」を自己の処分可能な財産として他者に売却・譲渡することを通じて自己の価値として実現・確定しうるのは株主のみということである。

### 3) 企業価値概念とステークホルダー間関係

一般に企業をめぐるステークホルダーには株主、債権者、従業員、消費者（ないし顧客）、取引先（供給業者）、地域社会（自治体、NPO などを含む）、政府、さらには「社会一般」などが挙げられ、しばしば、それらが企業をめぐる「利害関係者」として同格（対等・平等）であるか

のように並列して論じられる場合がある。本稿で論じている「企業価値」を構成する諸「価値」についても同様である。しかし、以上に照らせば、企業価値に関わってそれらのステークホルダーは同格として単純に並列しうるものではない。では、企業価値に関わってこれらのステークホルダー間にはどのような関係が認められるのであろうか。

この点について、プライベート・エクイティ・ファンドの実践者でありマネジャーとしての経験をもつ青松英男氏はきわめて明確に説明している。氏の説明は規範論としてではなく、実態説明として多分に説得力を有するものといえる。

氏は、議論を始めるに際して企業価値、株主価値とは何か、経営者、株主の責務とは何かなどの「原則を、もう一度確認することが非常に重要」とし、「原則の中で根本的で特別なものは、会社と株主の関係」として、「会社は、株主の期待、要求する企業価値を維持向上できないと、最終的には株主に見放されて、株も売られて処分されるか、清算される運命にある」と述べている（青松英男 [2008] pp. 4-5）。氏は「最終章」で「企業価値の原則」として4点提示しているが、その4番目は「株主以外のステークホルダーの利益は株主価値（企業価値 - 負債価値）に従属するということ」（p. 235）である。というのは、「資本コスト、すなわち資本提供者（株主と債権者 — 足立）が期待要求する最低リターンを上回るキャッシュフローを出せないと会社の存続が問われる」（p. 49）、つまり金利を支払えない会社に銀行は絶対資金を貸さないのと同じく、「エクイティ・リターンがもう上がらないという会社には、絶対新しい株主がつかない」（p. 237）のみならず、従来の株主・債権者も「資本を引き揚げて逃げるしか」ないからである（p. 51）。すなわち、資本提供者が資本を提供しなければ会社は存続しようがないが、そのためには何よりもまず資本提供者、とりわけ株主の満足（利益）を最優先せざるを得ないからである。これは、それが公正・妥当かどうかの規範論ではなく、現実・実態に対する客観的事実認識として確認しるところであろう。

氏は、「ステークホルダー利益はこちらを立て過ぎるとあちらが立たないというように、互いに利益相反する関係になる」ことに留意を促し、「一口にステークホルダー利益といっても、実に様々なものがあり、お互い利害相反もあり、これらをすべて満足させることは不可能だ」（p. 28）とも述べているが、実態を率直に説明したものといえよう。

この点について田邊氏もより厳しく次のように指摘している。すなわち「株主によるガバナンスの強化という視点から今日行われつつあるシステムの変革……の結果は企業経営における株主の利益の最優先化、従業員の立場の弱体化をもたらし、経営者に対する株主のガバナンスの強化は、株主以外のステークホルダーの企業経営における地位の弱体化を必然的に伴うことになる。株主は営利を目的として株を取得した投資家であり、株主であることの目的は自己の投資利益の最大化であることは言うまでもない」、「株主のコントロールが強化されれば、経営者の経営行動は株主の利益を最優先し、そうでない状態においてなされたであろう株主以外のステークホルダーの利益に対する配慮が薄らいでいくのは否定しがたい。株主の利益は社会全体の利益とは一致しない」（田邊 拙 [1999] pp. 22, 23）。

先に筆者は、企業価値研究会の『企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～』において「ステークホルダーに対するインセンティブの強化」が「長期的な株主利益向上」のためのいわば手段的位置に置かれていると読み取れること、また『企業価値報告書 2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～』においても株主・投資家以外のステークホルダーとの良好な関係形成・維持が結局は「企業価値の向上、ひいては長期的な株主利益向上」の手段的位置に置かれていることも読み取れることを指摘したが、それは青松氏の提示する「企業価値の原則」における「株主以外のステークホルダーの利益は株主価値（企業価値 - 負債価値）に従属するということ」に相通ずるともいえよう。

以上のことは結局、『企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～』にもいうように「法律的には、株式会社は株主のものであることは言うまでもない」ことに帰着するものであろう。株式会社としての資本主義企業は法律的には株主の私的所有物なのであって、いわゆる「社会の公器」としての役割を期待されるとしてもそれば本質的には規範論・当為論としての主張であり、法律的にそのようなものとして確定・保障されているわけではないであろう。「企業価値」概念が、一方では「株主・債権者（ないし投資家）にとっての価値」と規定されながら、他方では「すべての（または多様な）ステークホルダーにとっての価値」と規定されるのも、これと同様の根拠によるものといえる。

## 5. 結び — 資本主義企業の矛盾の反映としての企業価値概念の二重性 —

以上、「企業価値」概念について、冒頭に掲げた4点の課題認識のもとにその解明・整理を試み、下記の諸点を論理的に検証した。

第1に、「企業価値」概念は基本的に二重の意味で捉えられていること。それは、企業価値研究会『企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～』において、企業価値は「株主に帰属する株主価値とステークホルダーなどに帰属する価値に分配される」とする説明に一典型が見られるもので、1つは実質的に株主・投資家（債権者を含む）にとっての価値（いわゆる「株主価値」）、もう1つはすべてのステークホルダーにとっての価値（「ステークホルダー価値」）として基本的に二重に認識されていることである。

第2に、この概念の二重性は企業に対する所有関係、ひいては私的所有権に基づく財産の処分権の有無に起因するものであること。そこに、企業（その中心は株式会社）の法的な私的所有者である株主にとっての企業価値と（株主・投資家以外の）すべてのステークホルダーにとっての企業価値との本質的相違があらわれることである。

第3に、株主価値は私的所有権に基づく財産処分権に基づき売買（交換）可能なものとして具体的・現実的に認識・測定・計算可能であり分配可能であるが、「ステークホルダー価値」にはそのような所有権・処分権はないため具体的・現実的な認識・測定・計算が不可能であり、それゆえに企業価値研究会の上記説明にもかかわらず分配不可能なものであること。したがってまた、

株主価値については認識・測定・計算の具体的方法が実際に模索され、また現実の M & A などにおいて活用されているが、「ステークホルダー価値」については「必要である」「そのように考えるべきである」など『かくあるべき』論』として規範論的・当為論的に「主張」されるにとどまらざるを得ないことである。また、資本主義企業における規定的・支配的企業価値はあくまで株主価値であり、「ステークホルダー価値」は本質的に株主価値向上のための手段的位置に置かれることである。

第 4 に、このような概念の二重性は、基本的には資本主義経済の根本矛盾である生産の社会的性格と（生産手段）所有の私的性格との矛盾に規定された資本主義企業のもつ社会的性格と私的性格との矛盾を反映したものであることである。

#### 引用・参考文献

- 青木茂男 [2000] 「企業価値分析」「企業価値」「株主価値」「負債価値」日本管理会計学会編『管理会計学大辞典』中央経済社。
- [2009] 「企業価値が意味するもの」『管理会計学』第 17 巻第 2 号。
- 青松英男 [2008] 『企業価値講義』日本経済新聞出版社。
- 秋山をね [2003] 「企業価値における CSR の重要性」『企業会計』Vol. 55 No. 11。
- 井出正介 [1986] 「(7) 株主の利益の最大化」小林規威・土屋守章・宮川公男編『現代経営事典』日本経済新聞社。
- 伊藤邦雄 [2007a] 『ゼミナール 企業価値』日本経済新聞出版社。
- [2007b] 「企業評価」安藤英義・新田忠誓・伊藤邦雄・廣本敏郎 [編集代表] 『会計学大辞典—第五版—』中央経済社。
- 岩淵昭子 [2007] 「(第 17 章) 企業価値とレピュテーション—島津製作所の事例から—」櫻井通晴・伊藤和憲編著『企業価値創造の管理会計』同文館出版。
- 大槻晴海 [2008] 「企業価値 (corporate value)」「市場付加価値 (market value added : MVA)」山田庫平 [責任編集]、崎 章浩・吉村 悟 [編集] 『経営管理会計ハンドブック』東京経済情報出版。
- 河口真理子 [2004] 「(第 2 章) 財務数字だけでは測れない、本当のよい企業とは」高巖+日経 CSR プロジェクト編『CSR 企業価値をどう高めるか』日本経済新聞出版社。
- 企業価値研究会 [2005] 『企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～』(平成 17 年 5 月 27 日)。
- [2006] 『企業価値報告書 2006～企業社会における公正なルールの定着に向けて～』(平成 18 年 3 月 31 日)。
- [2007] 『企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する報告書』(平成 19 年 8 月 2 日)。
- 経済産業省・法務省 [2005] 「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(2005 年 5 月 27 日)。
- 経済同友会 [2006] 『企業価値向上の実現に向けて—経営者の果たすべき役割と責務—』2006 年 4 月 12 日。
- 小林啓孝 [2008] 「企業価値評価をめぐる構造」『産業経理』Vol. 68 No. 3。
- 齋藤 進 [2003] 「(XII) 財務」岡本康雄編著『現代経営学辞典 [三訂版]』同文館出版。
- 榊原茂樹 [1997] 「企業価値」神戸大学会計学研究室編『第五版 会計学辞典』同文館。
- 坂口 博 [2000] 「価値連鎖分析の方法」日本管理会計学会編『管理会計学大辞典』中央経済社。
- 櫻井通晴 [2001] 「企業価値創造に役立つ管理会計の役割」『企業会計』Vol. 53 No. 2。
- [2002a] 「はしがき」櫻井通晴編著『企業価値を創造する 3 つのツール EVA®・ABC・BSC』中央経済社。
- [2002b] 「(第 1 章) 企業価値創造に役立つ管理会計の役割」櫻井通晴編著『企業価値を創造する 3 つのツール EVA®・ABC・BSC』中央経済社。

- 櫻井通晴 [2007] 「序章」 櫻井通晴・伊藤和憲編著 『企業価値創造の管理会計』 同文館出版.
- [2008] 「松下は石油温風機事故でもなぜ企業価値を向上させたかー レビューテーション・マネジメントへのベストプラクティスー」 『企業会計』 Vol. 60 No. 4.
- 鈴木研一 [2007] 「企業価値」 根本 孝・茂垣広志監修 『マネジメント基本全集別冊 マネジメント基本辞典』 学文社.
- 高橋正泰 [2008] 「企業価値」 経営倫理学会編 『経営倫理用語辞典』 白糖書房.
- 田邊 拙 [1999] 「(第1部第2章) コーポレート・ガバナンスと企業倫理」 若杉 明編著 『コーポレート・ガバナンスと企業会計』 ビジネス教育出版社.
- 中谷哲郎 [1979] 「企業の社会性」 経済学辞典編集委員会編 『大月 経済学辞典』 大月書店.
- 西澤 脩 [2005] 『企業価値の会計と管理ー 価値創造経営への途ー』 白桃書房.
- 野中郁江 [2005] 「企業価値」 会計学中辞典編集委員会編 『会計学中辞典』 青木書店.
- 八田信二・土田義憲 [2004] 「対談 企業価値向上のためのリスクマネジメントのあり方」 『企業会計』 Vol. 56 No. 6.
- 広瀬義州 [2008] 「企業価値の創造・向上と企業会計」 『会計』 第173巻第4号.
- 二神恭一 [2006] 「企業価値」 二神恭一編著 『新版 ビジネス・経営学辞典』 中央経済社.
- 森 昭夫 [1999] 「企業評価」 神戸大学大学院経営学研究室編 編集代表 奥林康司・宗像正幸・坂下昭宣 『経営学大辞典(第2版)』 中央経済社.
- 本山美彦 [2006] 『売られ続ける日本, 買い漁るアメリカ』 株式会社ビジネス社.
- 門田安弘 [2001] 「企業価値重視の経営に関する理論と実務」 『企業会計』 Vol. 53 No. 1.
- 吉村孝司 [2008] 「価値創造」 山田庫平 [責任編集] 崎 章浩・吉村 聡 [編集] 『経営管理会計ハンドブック』 東京経済情報出版.
- J. ドノバン, R. タリー, B. ワートマン著 / デトロイト・トーマツ・コンサルティング戦略事業部訳 [1999] 『価値創造企業ー 株主, 従業員, 顧客全ての満足を最大化する経営改革ー』 日本経済新聞社.
- J. M. スターン, J. S. シーリー, I. ロス著 / 伊藤邦雄訳 [2002] 『EVA 価値創造への企業変革』 日本経済新聞社.