

## 論 説

## 企業の社会的価値計算表の提案

松 本 敏 史

## 目 次

- I はじめに
- II ステイクホルダー・カンパニー説と企業価値概念
- III 会社の社会的価値の測定
- IV 社会的価値計算表と社会的価値増減表の提案
- V 結び

## I はじめに

会社<sup>1)</sup>を株主の所有物と考える株主主権論の立場からすれば、会社の価値は株式時価総額で決まる。そしてその株主から経営を委託された経営者の最大の責務は、株主にとっての企業価値の向上、すなわち株価を上昇させることであり、つい最近まで、収益性の低い部門の閉鎖やそれに伴う大量解雇も、株価の上昇に結びつくのであれば善（賞賛の対象）とされていた。

この風潮に水をさしたのが2008年9月のリーマン・ショックとそれに続く世界同時株安、そして金融危機の到来である。以来、株主偏重の思考は勢いを失い、投機的な企業経営や極度の市場原理主義とともにその正当性が相対化されつつある。

その株主主権論と以前から対峙していたのが、会社を各種の利害関係者の共同体と考えるステイクホルダー・カンパニー説である。もちろん株式会社の法律上の所有者が株主であることに変わりはない。しかしその会社を株主だけの所有物と考えるのではなく、経営者や従業員に代表される各種の利害関係者が共同で財・サービスを生産し、それを社会に提供することで生活の糧を得るための場（組織）と位置づけるところにこの思考の特徴がある。

このように株式会社を各種利害関係者の共同体と考えるとき、従来の株主体の企業価値概念にも修正を加える必要があるだろう。なぜなら株式会社を各種利害関係者の共同体と考えるのであれば、そこには株主にとっての企業価値だけでなく、各種の利害関係者にとっての企業価値の存在を想定しなければならないからである。

本稿ではこのような視点による新たな企業価値概念とその測定方法を模索するとともに、測定結果を表示するための計算表のフォーマットを提示している。

---

1) 「会社」は種々の企業形態の一つであり、「株式会社」はさらにその会社の一形態にすぎない。したがって「企業」「会社」「株式会社」という用語は本来区別して用いるべきである。しかし一般には「企業」「会社」「株式会社」がしばしば同義語として用いられているため、特に支障がないかぎり、本稿もこの慣行に従っている。

## II ステイクホルダー・カンパニー説と企業価値概念

### (1) 2つの会社観

会社を株主の所有物と考えるとき、その企業価値は基本的に株式時価総額によって測定される。なぜなら株式時価総額は、株主が自らの財産である会社を売買するときの価格であり、その意味で株式時価総額は株主主権の思考を最も適切に反映しているからである<sup>2)</sup>。

この株主主権の思考と対峙しているのが、会社を各種の利害関係者の構成体と考えるステイクホルダー・カンパニー説である。もちろん会社が事業を開始するためには株主や債権者（社債権者や銀行等）の出資が不可欠である。しかしその事業を直接担うのは経営者と従業員であり、株主や債権者ではない。また事業の継続（会社の存続）には顧客の存在が不可欠であり、その顧客が満足する商製品を製造販売するためには各種の財・サービスを提供してくれる仕入先の協力が必要である。また顧客や仕入先との間には、財・サービスの交換関係はもとより、資金の貸借関係も生じる。さらに、国家や地方公共団体は行政サービスの対価として納税の義務を課しており、地域社会や一般社会も会社に対して一定の社会的貢献を期待している。

一方、成果の分配面を見るならば、会社から所得（キャッシュ）を得ているのは株主だけではない。債権者は利子、経営者は経営者報酬、従業員は賃金、国家や地方公共団体は税金、地主は地代等の形で会社からキャッシュを受け取っている。

このような会社を取り巻くネットワークを重視し、会社を各種利害関係者の共同体と考えるとき、そこには株主にとっての企業価値のみならず、経営者、従業員、債権者、政府等々、各種の利害関係者にとっての企業価値が存在するはずである。

### (2) 各ステイクホルダーにとっての企業価値

会社の主要な利害関係者である従業員の場合、賃金を目的に働く者、発明や顧客の開拓等、仕事を通じた自己実現の可能性に価値を見いだす者、その会社に所属していること自体に価値を感じる者等、その価値の置き所は様々である。このような状況のもとで各ステイクホルダーにとっての企業価値を包括的に定義しようとすれば、心理的な側面も含めて、様々な要因を総合的に検討する必要がある。しかしその作業は筆者の力量を遙かに超えるため、ここでは財務的な側面のみ焦点を当てながら、各ステイクホルダーにとっての会社の存在意義を整理してみた。具体的には表 1 のようになる。

---

2) 「企業の価値は株式の価値と負債の価値の合計となる」（井手正介・高橋文郎『ビジネス・ゼミナール 経営財務入門』（日本経済新聞社、2000年、150頁）という説明にあるように企業価値は一般に資金提供者である株主と債権者の観点から構成されている。これに対して株式時価総額を企業価値とする見解もある。（伊藤邦雄『ゼミナール 企業価値評価』日本経済新聞出版社、2007年、53頁）。

表1 各ステイクホルダーにとっての会社の存在意義

①	株主	配当金の支払源泉
②	従業員	賃金の支払源泉
③	債権者	利子の支払源泉
④	政府	税金の支払源泉
⑤	経営者	経営者報酬の支払源泉

このように財務的側面から会社の存在意義を規定するならば、会社は各ステイクホルダーにとっての所得（キャッシュ）の源泉であり、そしてその企業価値は、各ステイクホルダーに対する会社の支払能力によって規定されることになる。であれば各ステイクホルダーにとっての企業価値は表2のように定義できるはずである<sup>3)</sup>。その際、より多額のキャッシュをより安定的に支払う会社の方が、そうでない会社よりも各ステイクホルダーにとって価値が大きいことはいままでもない。その能力の財務的表現（何らかの測定値）を企業価値と定義し、そして各ステイクホルダーにとっての企業価値を「個別価値」、その総計を会社（あるいは企業）の「社会的価値」と呼ぶことにする。

表2 各ステイクホルダーにとっての個別価値と社会的価値

①	株主価値	会社の配当金支払能力の財務的表現
②	従業員価値	会社の賃金支払能力の財務的表現
③	債権者価値	会社の利子支払能力の財務的表現
④	政府価値	会社の税金支払能力の財務的表現
⑤	経営者価値	会社の経営者報酬支払能力の財務的表現
⑥	社会的価値	株主価値＋従業員価値＋債権者価値＋政府価値＋経営者価値

表1で株主にとっての企業の存在意義を「配当の支払源泉」とし、表2で株主価値を「会社の配当金支払能力の財務的表現」と定義した。もちろん企業の全存続期間を想定すれば、株主に支払われる配当金の累計額と当期純利益の累計額は論理上一致する<sup>4)</sup>。しかし多額の内部留保を必要とする成長企業に典型的に現れるように、継続企業の配当額は当期純利益の金額よりも一般に小さい。したがって後述するように、株主にとっての企業価値を配当額に基づいて測定すると、継続企業の株主価値を過小に評価する結果になりかねない。この点を考慮したの

3) 会社のステイクホルダーは株主、債権者、経営者、従業員、政府に限定されない。これ以外に特許権所有者、地主、家主等を列挙することができるが、彼らへの支給額は配当、賃金、利子、税金等と比較してあまりにも少額であるため、ここでは取り上げていない。また、今日、重要な利害関係者として地域住民や一般社会が挙げられるが、環境汚染による係争事件等が発生しないかぎり、彼らとの間に恒常的な財務上の利害関係が発生することは希である。そのため、彼らも考察の対象から除外している。

4) 企業の全存続期間で通算すれば、借入金収入額＝借入金返済額、貸付金支出額＝貸付金回収額、資本主出資額＝資本主払戻額、収益性収入＝収益、費用性支出＝費用となることから、「収益性収入総額－費用性支出総額＝ネット・キャッシュ・インフロー総額＝当期純利益累計額＝配当金総額」となる。

が、株主価値の源泉を「配当金」から「当期純利益」に切り替えた表 3 の株主価値の定義である。このように配当金に代えて当期純利益を用いるのは、後者が株主の手元に最終的に帰属する金額（毎期の収益から株主以外への支払額を控除した残りの金額）を表すからである。

なお、内部留保（＝当期純利益－配当額）を、株主に一旦配当された当期純利益のうち、その一部が再投資されたものと考えれば、当期純利益による株主価値の計算も、配当額による株主価値の計算の一種と解釈することができる。

表 3 株主価値の代替的定義

①	株主価値	会社の当期純利益獲得能力の財務的表現
---	------	--------------------

### (3) 会社の社会的価値と付加価値

以上述べてきた企業価値の源泉、個別価値、社会的価値の関係を整理すると図 1 のとおりである。

図 1 会社の個別価値と社会的価値

賃金	利子	税金	経営者報酬	当期純利益
↓	↓	↓	↓	↓
従業員 価値	債権者 価値	政府 価値	経営者 価値	株主 価値
会社の社会的価値				

この図に示されている各ステイクホルダーへの分配額（賃金、利子、税金、経営者報酬等）及び当期純利益と付加価値の関係について言及しておく、これらの項目は付加価値（＝売上高－前給付額）<sup>5)</sup>の分配項目およびその分配残にほかならない。したがってステイクホルダー・カンパニー説における企業価値は、賃金、利子、税金、経営者報酬、および当期純利益等の源泉である付加価値の多寡に影響されることになる。ただしこれらの合計額が当該企業によって生産された付加価値の金額に一致するとは限らない。なぜなら、上記の分配項目の原資には、企業が自ら生産した付加価値（「付加価値生産額」と略称する）だけでなく、これに受取配当金や受取利息等、他企業が生産した付加価値の移転分（「付加価値流入額」と略称する）が充てられるからである。

そしてこの付加価値流入額の存在を前提とするとき、株主への帰属額を表す当期純利益は、自ら生産した付加価値の分配残（＝付加価値生産額－利子－賃金－経営者報酬－税金）に、付加価

5) 「前給付原価は、外部購入価値とも呼ばれ、企業の営業活動、すなわち、仕入・生産・販売の諸活動において、新しい価値を算出するために犠牲に供された外部からの財貨・サービスの購入価値である」。(青木脩『付加価値会計論』中央経済社、1973年、118頁)。

値流入額を加算した金額になる。この関係を図示したのが図 2 である。

図 2 付加価値と当期純利益の関係

売上高							
前 給 付	付加価値生産額						付加価値流入額
	費用					当期純利益	
	減価償却費	賃金	利子	経営者報酬	税金	配当金	貢献余力

なお、当期純利益から配当額を控除した金額は制度上株主に対する未分配額（剰余金増加額）を表す。そして企業を社会的存在と観る場合、この未分配額は当該企業が社会貢献を行うための原資（たとえば CSR 活動の資金源）と解釈することができる。図表の「貢献余力」という用語はそのような意味で用いている。

### III 会社の社会的価値の測定

#### (1) 過去の実績に基づく社会的価値の測定

前節で、各ステイクホルダーにとっての企業価値（個別価値）を、会社の支払能力の財務的表現と定義した。その支払能力を最も客観的に表すのはいうまでもなく過去の実績である。ただしその場合に問題となるのが、データをどこまで遡るべきか、という点であろう。これについて唯一その根拠を説明できるのが当該企業の創業時点である。なぜなら創業時から現時点に至るまでの間に支給してきた配当や賃金等の合計額こそ、当該企業の真の実績を示しているからである。

しかしながら、外部者がその計算を行うことはデータ上の制約から事実上不可能に近い。上場会社の場合でも、関連のデータを入手できるのは上場後の期間に限られるからである。したがって、この制約のもとで実行可能な分析は以下のようなものになる。

- ① 特定企業（実際には上場会社）の直近数年間の個別財務諸表<sup>6)</sup>に基づく社会的価値の構成要素（たとえば各個別価値の社会的価値に占める割合）の分析
- ② 特定企業の社会的価値の構成要素の期間比較
- ③ 個別価値や社会的価値の企業間比較

6) 本来、連結財務諸表の数値を用いるべきであると考えられるが、連結財務諸表には製品製造原価明細書が掲載されていない。つまり製造現場で働く従業員の賃金を知ることができないため、限界を知りつつ、個別財務諸表に基づいて計算を行っている。

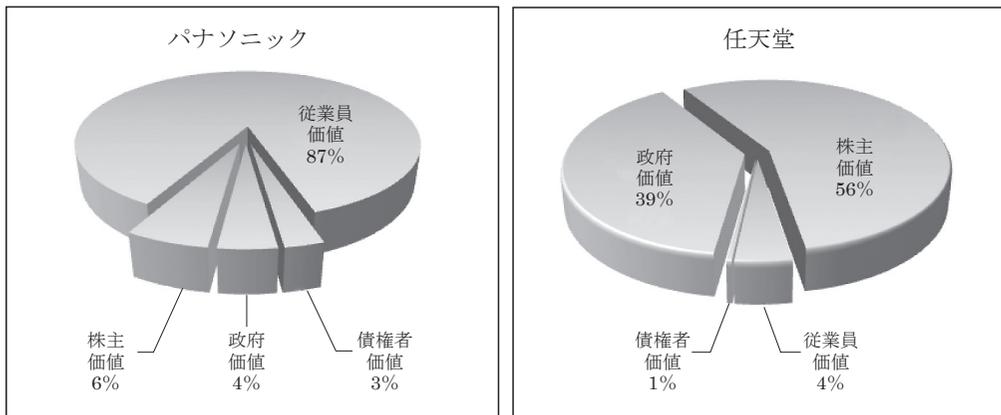
以後、過去の支給額を集計して計算した社会的価値を企業の「社会的価値(実績)」と呼ぶことにする。

次に示す表 4 は、東京証券取引所市場第一部銘柄のうち、2009 年 11 月 27 日の終値に基づく株式時価総額上位 20 社について、過去 10 年間の支給実績を一覧表にしたものである。なお、20 社を抽出する過程で、上位 24 社の中から必要なデータを入手できない(株)三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、(株)三井住友フィナンシャルグループ、(株)みずほフィナンシャルグループ、野村ホールディングス(株)を除外した。

表 4 の会社名は、上から株式時価総額のランキングを示しており、1 位がトヨタ、20 位が関西電力である。この表にあるように、トヨタは、株主価値、従業員価値については 1 位を占めているが、これ以外の個別価値は 1 位ではない。さらにその他の企業の個別価値を見るとランキングは様々であり、株式時価総額だけで会社の価値を判断する危うさを示している。たとえば新聞等でしばしば比較の対象にされる任天堂とパナソニックの場合、株式時価総額では任天堂(3,018,966 百万円)がパナソニック(2,617,408 百万円)を上回っているが、パナソニックの社会的価値は任天堂の 2.8 倍である。さらに興味深いのは両社の社会的価値に占める個別価値の割合である。これを円グラフにした図 3 から判断するかぎり、パナソニックは従業員志向、任天堂は株主志向の会社といえそうである。

なお、この計算表には経営者価値が表示されていない。企業によって経営者報酬が明示されていないこと、金額が明示されている場合にも、その金額が他の個別価値と比較してあまりにも小さいことがその理由である。

図 3 パナソニックと任天堂の社会的価値(実績)と個別価値



## (2) 将来予測に基づく社会的価値の測定

株主にとっての企業価値を表す株価総額が、株主に帰属する将来キャッシュフローの割引現

表 4 企業の社会的価値 (実績) (1999 年度～2008 年度の数値を合計)

社名	株主価値	従業員価値	債権者価値	政府価値	社会的価値	株主価値 (配)	社会的価値 (配)
トヨタ自動車	5,898,744	7,717,548	106,267	3,176,164	16,898,723	2,207,747	13,207,726
日本電信電話	2,097,466	729,659	592,390	408,230	3,827,745	955,028	2,685,307
イヌ・テイ・テイ・ドコモ	4,248,995	665,881	106,471	1,275,377	6,296,724	986,536	3,034,265
本田技研工業	1,577,360	3,356,737	10,154	502,365	5,446,616	687,368	4,556,624
キヤノン	2,026,742	2,124,233	30,994	1,141,058	5,323,027	660,656	3,956,941
三菱商事	934,859	1,062,618	223,115	174,068	2,394,660	410,964	1,870,765
東京電力	1,264,180	4,582,522	2,224,758	3,952,581	12,024,041	831,190	11,591,051
任天堂	1,027,587	78,830	7,293	711,535	1,825,245	610,417	1,408,075
武田薬品工業	1,793,023	732,963	2,365	1,219,424	3,747,775	821,332	2,776,084
日産自動車	369,411	3,119,102	159,482	204,445	3,852,440	798,988	4,282,017
パナソニック	298,642	4,456,884	141,490	209,166	5,106,182	412,312	5,219,852
日本たばこ産業	715,268	1,323,576	64,986	467,188	2,571,018	279,562	2,135,312
東日本旅客鉄道	1,081,272	5,996,754	1,595,393	1,550,028	10,223,447	293,837	9,436,012
ソニー	538,394	2,015,824	99,302	174,646	2,828,166	255,516	2,545,288
ソフトバンク	5,048	13,784	154,163	51,343	224,338	24,872	244,162
新日本製鉄	984,814	1,957,238	204,620	659,583	3,806,255	315,637	3,137,078
デンソー	762,932	3,647,723	14,902	421,780	4,847,337	255,093	4,339,498
KDDI	1,042,263	945,406	164,631	809,439	2,961,739	242,276	2,161,752
三井物産	352,904	1,091,467	314,510	183,948	1,942,829	315,674	1,905,599
関西電力	876,956	2,771,442	931,106	2,115,593	6,695,097	519,674	6,337,815
合計	27,896,860	48,390,191	7,148,392	19,407,961	102,843,404	11,884,679	86,831,223

(注 1) データは㈱日本経済新聞デジタルメディア NEEDS-Financial QUEST からダウンロードした。

(注 2) 個別価値及び社会的価値の右に付した数値はランキングを示している。

(注 3) 「株主価値 (配)」は表記期間の配当額の合計、「社会的価値 (配)」は「株主価値 (配)」を用いて計算した社会的価値 (実績) を表している。

在価値として定義されるのであれば<sup>7)</sup>、表 5 のように、その他のステイクホルダーにとっての企業価値も、それぞれに帰属する将来キャッシュフローの割引現在価値として定義できるはずである。そして実際にこれらの個別価値を測定できるならば、各個別価値、およびそれを集計した社会的価値は理論上 1 つの値として与えられることになる。この点が、データの集計期間によって金額が変動する「社会的価値(実績)」と根本的に異なる点である。以後、将来キャッシュフローの割引現在価値を合計した企業価値を、「社会的価値(予測)」と呼び、「社会的価値(実績)」と区別する。

表 5 各ステイクホルダーにとっての個別価値と社会的価値

①	株主価値	会社が将来稼得する当期純利益の割引現在価値
②	従業員価値	会社が将来支払う賃金の割引現在価値
③	債権者価値	会社が将来支払う利子の割引現在価値
④	政府価値	会社が将来支払う税金の割引現在価値
⑤	経営者価値	会社が将来支払う経営者報酬の割引現在価値
⑥	社会的価値	株主価値+従業員価値+債権者価値+政府価値+経営者価値

表 5 では企業価値を将来予測額の割引現在価値として定義したが、それを正確に測定することは容易ではない。むしろ不可能というべきである。なぜなら、会社が将来稼得する当期純利益や、各ステイクホルダーに支払う賃金、利子、税金、経営者報酬を正確に予測することは誰にもできないからである。仮に、これらの数値を予測できたとしても、その現在価値を求めるための割引率が問題になる。もちろんいくつかの個別価値については手がかりがないわけではない。たとえば株主価値については、CAPM (Capital Asset Pricing Model 資本資産価格モデル) によって計算した株主資本コストを用いることもできる。また、債権者価値については、金融負債の評価方法を援用することができよう。しかし従業員価値については代替性がない。候補として、たとえば国債の利回り、普通預金の利子率、定期預金の利子率、住宅ローンの利子率等を思い浮かべ、いずれの数値を用いる場合にも、企業の業績に起因する賃金の変動やその消滅のリスクを割引率に組み入れる手法がない。この点は政府価値についても同様である。

このように、将来予測に基づく企業の社会的価値の測定には多くの問題が存在するが、その点の限界を認識しつつ、本稿では次の手続きによって社会的価値(予測)の測定を試みた。

- ① 表 4 に記載されている 20 社の 2007 年度、2008 年度の個別財務諸表から、「当期純利益」「賃金・給与」「支払利息」「税金」の数値を抽出し、それぞれの平均値を計算。ここでも経営者報酬は無視している

7) たとえば、リチャード・ブリーリー、スチュワート・マイヤーズ、フランクリン・アレン著、藤井眞理子・国枝繁樹監訳『コーポレートファイナンス第 8 版上』日経 BP 社、2007 年、74-95 頁、あるいはマッキンゼー・アンド・カンパニー/ティム・コラー/マーク・フーカート/デイビッド・ウェッセルズ/本田桂子監訳『企業価値評価 第 4 版【上】』ダイヤモンド社、2006 年、115 - 154 頁を参照。

- ② 2008年度の決算内容が周知されたと思われる2009年6月30日(有価証券報告書の提出日)の株価(終値)によって、各社の株式時価総額を計算。
- ③ 20社の過去2期分の当期純利益の平均額が永久に稼得されるものと仮定したうえで、その割引現在価値が株式時価総額に一致する割引率(r)を計算。

$$\sum_{t=1}^{20} \frac{t \text{ 社の過去 2 期分の当期純利益の平均値}}{r} = \sum_{t=1}^{20} t \text{ 社の株式時価総額}$$

ただし、この計算式にあるように、個々の企業ごとに割引率を計算するのではなく、20社に一律に適用することで両辺が一致する割引率(r)を計算(Excelのゴールシーク機能を用いた)。その結果算出された割引率は4.073%である。なお、2009年6月の新発10年国債の利回り(リスクフリーレート)が1.350%であることから、この割引率には2.723%(=4.073% - 1.350%)のリスクプレミアムが加算されていることになる。

- ④ 以下、各社の「賃金・給与」「支払利息」「税金」の過去2期分の平均額を割引率(r)で割引くことで各個別価値と社会的価値を計算。

もちろん、以上の測定手続きに対しては多くの厳しい批判が寄せられるであろう。

まず、将来の当期純利益を予測するためには、その前提として各企業の利益成長率(マイナスの場合もある)と、それが維持される期間を企業ごとに予測しなければならない。しかし、ここではその種の手続きを一切省略した。そのうえで、20社すべてについて、直近2年度の平均利益額が永久に稼得されるという前提を置いている。もちろん、この前提にいかなる根拠も存在しない。なお、計算には直近1年度の数値を用いることもできるが、その場合には短期的な要因が大きく作用するため、企業の基本的な利益獲得能力が反映されにくくなる虞がある。逆に、平均値の計算期間を長く採れば企業の利益獲得能力をよりよく反映することになるが、期間が長くなればなるほど直近の変化が数値に反映されにくくなり、企業価値の期間比較が意味を持たなくなる。そのためここでは直近2年度の平均値を用いることにした。

次に、この計算は株価の決定要因が将来の予想利益であることを前提としているが、その前提が否定されれば当然この計算は成り立たない。また、割引率に関しても多くの批判が生じるであろう。なぜなら利益の変動リスクは企業ごとに異なるため、そのリスクを反映した割引率は企業ごとに異なったものでなければならないからである。にもかかわらず、ここで20社について共通の割引率を用いているのは、あくまでも計算上の便宜による。

さらに株主価値の計算に用いた割引率(r)をその他の個別価値に適用することも当然問題になる。なぜなら、企業の業績が悪化ないし倒産した場合に被る損失の程度は、株主、従業員、債権者、政府によって異なるからである。しかしながら、企業が倒産した場合、損失を被るのは資金の抛出者である株主や債権者だけではない。従業員も職を失い路頭に迷う点で、出資者

と同様にリスクを負っている。また社会的価値概念の根底にあるステイクホルダー・カンパニー説では、会社をステイクホルダーの運命共同体と考える。であれば、各個別価値の測定に同一の割引率を適用することにもまったく根拠がないわけではないように思われる。なお、リスクを株式時価総額によって測定しているのは、他にそれを反映した市場（数値）が存在しないからである。

以上の手続きによって測定した会社の社会的価値（予測）は表 6 のとおりである。

#### IV 社会的価値計算表と社会的価値増減表の提案

##### (1) 計算表の仕組み

異なる時点の企業価値を計算することで、その企業の経年変化（動向）を分析することができる。次の「社会的価値計算表」と「社会的価値増減表」はその分析を可視化するための計算表である。

図 4 社会的価値計算表と社会的価値増減表

社会的価値計算表	
株主価値	期首社会的価値 (①)
従業員価値	
債権者価値	
政府価値	社会的価値増加額 (②)

社会的価値増減表	
社会的価値増加額 (②)	株主価値増加額
	従業員価値増加額
	債権者価値増加額
	政府価値増加額

この図に示されている「社会的価値計算表」の貸方は「①期首社会的価値+②当期社会的価値増加額=期末社会的価値」の関係を示しており、借方はその内訳要素である「株主価値」「従業員価値」「債権者価値」「政府価値」を表示している。そして「社会的価値増減表」は当期の「②社会的価値増加額」を各個別価値の増減額に分解して示すための計算表である。

そして次の図 5 は、トヨタを対象に作成した社会的価値計算表と社会的価値増減表である。

表6 会社の社会的価値(予測) 2009年6月30日時点(単位:百万円)

時価総額	会社名	株主価値	従業員価値	債権者価値	政府価値	社会的価値					
12,654,151	トヨタ自動車	11,543,599	2	15,636,838	1	189,686	11	5,491,898	1	32,862,021	1
6,170,554	日本電信電話	3,785,565	6	653,935	18	786,714	4	160,189	19	5,386,404	17
6,205,740	エヌ・ティ・ティ・コム	23,217,378	1	1,784,602	15	147,417	13	4,283,794	3	29,433,191	2
4,880,644	本田技研工業	2,308,424	12	6,028,706	6	10,309	19	332,871	17	8,680,310	11
4,214,693	キヤノン	5,711,043	3	4,305,146	9	49,554	16	2,972,716	7	13,038,459	5
3,032,598	三菱商事	3,404,773	7	1,989,640	13	676,920	6	365,691	16	6,437,024	15
3,355,111	東京電力	-2,809,242	20	8,730,879	3	2,683,709	1	4,462,659	2	13,068,005	4
3,783,979	任天堂	4,056,534	5	189,879	19	30,192	18	2,759,485	8	7,036,091	14
2,969,145	武田薬品工業	3,131,311	10	881,031	17	2,927	20	1,820,620	10	5,835,890	16
2,649,139	日産自動車	2,052,798	14	6,020,204	7	300,157	9	1,029,809	14	9,402,968	8
3,193,876	パナソニック	424,994	16	8,194,544	4	126,644	15	1,081,238	13	9,827,421	7
3,020,000	日本たばこ産業	2,133,105	13	1,596,906	16	144,615	14	1,375,830	12	5,250,455	18
2,324,000	東日本旅客鉄道	3,097,863	11	10,475,878	2	2,392,306	2	3,577,851	5	19,543,897	3
2,536,452	ソニー	3,145,359	9	3,818,067	10	177,329	12	1,664,730	11	8,805,485	10
2,035,259	ソフトバンク	89,457	19	25,226	20	528,228	7	9,797	20	652,708	20
2,518,583	新日本製鉄	3,332,118	8	3,331,364	11	395,381	8	2,042,653	9	9,101,516	9
2,192,490	デンソー	372,029	17	7,873,876	5	37,390	17	187,551	18	8,470,847	13
2,296,227	KDDI	4,278,867	4	2,479,898	12	203,000	10	3,735,992	4	10,697,756	6
2,091,419	三井物産	749,507	15	1,936,646	14	745,604	5	817,477	15	4,249,235	19
2,033,508	関西電力	132,084	18	4,319,919	8	1,005,414	3	3,136,558	6	8,593,974	12
12,654,151	合計	74,157,566		90,273,184		10,633,497		41,309,409		216,373,656	

(注1) データは㈱日本経済新聞デジタルメディア NEEDS-Financial QUEST からダウンロードした。

(注2) 個別価値及び社会的価値の右に付した数値はランキングを示している。

数値は 2008 年 6 月 30 日時点<sup>8)</sup>と、2009 年 6 月 30 日時点の社会的価値(予測)に基づいている。

図 5 トヨタの社会的価値計算表と社会的価値増減表

社会的価値計算表					
構成比	トヨタ	2008 年 6 月 30 日		構成比	
45%	株主価値	25,963,063	社会的価値	57,141,385	100%
35%	従業員価値	19,834,088			
1%	債権者価値	270,868			
19%	政府価値	11,073,366			
100%		<u>57,141,385</u>		<u>57,141,385</u>	100%

社会的価値増減表					
増減率	トヨタ	2008 年 7 月 1 日～2009 年 6 月 30 日		増減率	
△ 56%	株主価値減少額	14,419,464	社会的価値減少額	24,279,364	△ 42%
△ 21%	従業員価値減少額	4,197,250			
△ 30%	債権者価値減少額	81,182			
△ 50%	政府価値減少額	5,581,468			
		<u>24,279,364</u>		<u>24,279,364</u>	

社会的価値計算表					
構成比	トヨタ	2009 年 6 月 30 日		構成比	
35%	株主価値	11,543,599	期首社会的価値	57,141,385	174%
48%	従業員価値	15,636,838	社会的価値減少額	△ 24,279,364	△ 74%
1%	債権者価値	189,686			
17%	政府価値	5,491,898			
100%		<u>32,862,021</u>		<u>32,862,021</u>	100%

上述のように、将来キャッシュフローの予測に基づく企業価値の測定には多くの問題点や限界があるが、同一の計算方法によって複数期間の数値を比較すれば、そこから一定の趨勢を読み取ることができる。そのような視点から図 5 の計算表を一覧すると、トヨタはこの 1 年間

8) 2008 年 6 月 30 日時点の企業価値の計算についても、2009 年 6 月 30 日のそれと同様の手続きによった。その際に計算された割引率は 4.236% である。なお、2008 年 6 月の新発 10 年国債の利回り(リスクフリーレート)が 1.610% であることから、この割引率には 2.626% (= 4.236% - 1.610%) のリスクプレミアムが加算されていることになる。

で42%（=24,279,364百万円÷57,141,385百万円）の社会的価値を失ったことになる。とりわけ株主価値と政府価値の下落率が大きい。

## V 結 び

本稿では会社を企業活動にかかわる各種のステイクホルダーの構成体とみなす立場から、新たな企業価値概念とその測定方法を提示した。それにより、これまで株主の視点からのみ行われてきた企業価値論や経営分析に社会的な視点を加味することができると考えたからである。ただし、本稿で展開してきた概念構成や企業価値の測定方法は試論の域を出るものではない。多くの問題点を含んでいる。その改善の手がかりをつかむためにも、本稿の読者諸賢から忌憚のないご批判を賜ることができれば幸いである。

