

2004 年度

桃山学院大学大学院経営学研究科

博士後期課程 学位申請論文

論 題	株主価値創造経営と会計情報
英文タイトル	<i>Accounting Information Systems</i> <i>for Value Based Management</i>
執 筆 者	祇 園 み ど り
指 導 教 員	小 林 哲 夫 教授
提 出 日	2005 年 1 月 8 日

(目次)

序 章

第1部 価値創造経営の背景

第1章 欧米における価値創造経営の背景

1-1 株式市場の状況 -LBOの時代-

1-2 機関投資家の増加

1-3 代理委任状規制の変更

1-4 積極的な機関投資家の新しい出現

1-5 機関投資家の活動状況

1-5-1 ヒューレット・パカードにおける2002年の合併計画について

1-5-2 スクリーニング

1-5-3 フォーカスリスト

1-5-4 機関投資家による積極的な活動の効果 -調査報告書の記録-

1-6 まとめ

第2章 価値創造経営と機関投資家 -Martin and Pettyの所説を中心として-

2-1 Martin and Petty (2000) による価値創造経営

2-1-1 VBMシステムの基本的前提

2-1-2 VBMシステムの定義

2-2 VBMの手法

2-3 まとめ

第3章 株主価値アプローチ -Rappaportの所説を中心にして-

3-1 Rappaport (1986) (1998) によるアプローチ

3-1-1 株主価値アプローチの基本的前提

3-1-2 株主価値アプローチの定義

3-1-3 企業価値と株主価値

3-2 株主価値アプローチと会計アプローチ

3-2-1 会計アプローチの特徴

(1) ROI

(2) ROE

3-2-2 会計アプローチの限界

3-3 株主価値アプローチの利用

3-4 まとめ

第4章 日本における価値創造経営の背景と企業会計への要請

4-1 資金調達の変化

4-2 経済活動のグローバル化

4-3 金融ビッグバン・会計ビッグバンの影響

4-4 IAS やユーロ市場の影響

4-5 まとめ

第5章 本論文における価値創造経営への展望

5-1 本論文の立場と研究のアプローチ

5-1-1 対象企業

5-1-2 日本の企業における株主価値重視の経営の定義

5-1-3 分析手法

5-2 本論文の構成と概要

第2部 価値創造経営の諸相

第6章 価値創造経営の事例 – ケース・スタディー –

6-1 ソニーにおける価値創造経営

6-2 VCM の導入と推進のための取り組み

6-3 事業再編に対するトップダウン的な意思決定とアクション

6-3-1 EMS 企業への工場売却

6-3-2 上場子会社3社の100%子会社化

6-3-3 TS の発行

6-3-4 アイワの100%子会社化

6-4 松下電器産業における価値創造経営

6-4-1 CCM の導入と事業再編の背景

6-4-2 CCM のメカニズム

6-4-3 松下電器産業における組織再編の特徴

6-5 松下電工のMEPによるマネジメント

6-6 インタビュー調査からみた株主価値の考慮についての一考察

- 6-6-1 価値創造経営を考慮するに至った背景とマネジメントの進捗状況
- 6-6-2 社内管理システムと価値創造
 - (1) 利益の定義について
 - (2) 資本コストについて
 - (3) 指標の利用について
 - (4) 報酬との関連について
 - (5) EVA と DCF について
- 6-6-3 事業再編と価値創造
- 6-6-4 事例研究からみた価値創造経営についての一考察
- 第7章 日本の企業における価値創造経営 –その特徴についての一考察–
 - 7-1 価値創造経営取り組みの背景
 - 7-2 価値創造経営取り組みの内容
 - 7-2-1 企業外部に対する取り組み
 - 7-2-2 企業内部における取り組み
 - 7-3 まとめ

第3部 価値創造経営をサポートする会計情報

第8章 発生主義会計に基づく期間利益の特徴

- 8-1 発生主義会計のメカニズム
 - 8-1-1 貸借対照表と損益計算書
 - 8-1-2 企業会計原則について
 - 8-1-3 発生主義会計について
 - (1) 現金主義会計
 - (2) 半発生主義会計
 - (3) 発生主義会計
- 8-2 発生主義会計の基本原則
 - 8-2-1 実現原則に基づく収益の認識
 - 8-2-2 発生原則に基づく費用の認識
 - 8-2-3 対応原則に基づく損益計算

8-3 利害調整機能と情報提供機能

8-3-1 利害調整機能

8-3-2 情報提供機能

第9章 期間利益と将来予測に関する分析

9-1 過去の業績分析

9-1-1 ROEを中心とする分析

(1) 株主資本利益率 (ROE)

(2) ROEの構成要素：総資産利益率 (ROA) と財務レバレッジ

(3) ROAの構成要素：売上高利益率と資産回転率

9-1-2 損益計算書の分析

(1) 営業利益

(2) 営業活動に関連する費用

① 事業再編等に関する費用

② 退職年金費用

9-1-3 ソニーにおける過去の業績分析のまとめ

9-2 将来利益の予測分析

9-2-1 予測のプロセス

9-2-2 将来の利益予測

9-2-3 将来のキャッシュ・フロー予測

(1) 推定フリー・キャッシュ・フロー値の分析

(2) 営業活動におけるキャッシュ・フローをもとにした
推定フリー・キャッシュ・フロー値の予測

9-3 利益と株価の関係

9-4 まとめ

第10章 ステークホルダーモデルと株主価値モデル

—DaimlerChrysler社の事例研究—

10-1 NYSEへの上場前のDaimler-Benz AGの状況について

10-2 ステークホルダーモデルと株主価値モデルの特徴

10-3 株主価値モデル (SECルール) に基づく財務報告

1 0 - 3 - 1 GAAP に基づいた Daimler-Benz AG の 1993 年度半期の損益

1 0 - 3 - 2 ドイツと米国における発生主義会計の違い

1 0 - 4 NYSE 上場後の DaimlerChrysler 社の動向

1 0 - 5 まとめ

第 1 1 章 株主価値創造経営に関連する指標の分析

1 1 - 1 企業価値評価モデル

1 1 - 1 - 1 期間損益を用いた企業価値評価モデル

1 1 - 1 - 2 企業評価モデルのベースとしての
キャッシュ・フローモデル

1 1 - 1 - 3 配当と株価を用いた企業評価モデル

1 1 - 1 - 4 企業価値評価モデルの特徴

1 1 - 2 企業価値評価指標

1 1 - 2 - 1 キャッシュ・フロー情報をもとにした指標

1 1 - 2 - 2 期間損益情報をもとにした指標

1 1 - 2 - 3 企業価値評価指標の特徴

1 1 - 3 まとめ

終 章 価値創造経営をサポートする会計情報 —現状と課題について—

参考文献等

序 章

1. 本論文の目的とその背景

本論文の目的は、価値創造経営、その中でも株主価値重視経営とはどのようなものであるのか、またそれがどのように評価されているのかについて会計情報を中心として会計学の視点から検討することである。

我が国で最近認められるようになった純粹持株会社をはじめとする組織再編基盤の整備により、M&Aを始めとする企業の組織再編の活動が活発になっている。そうした企業の中には、組織再編の目的の一つに株主価値の向上を掲げたり、今後、株主価値重視の経営を行うことを掲げるところが見られている。結合会計はM&A等が実施される時に適用されるが、これはトップの意思決定の結果行われる処理であり、財務会計情報によって知ることができる。しかし、その後、いかにマネジメントしていくかといった将来予測等、その後のマネジメントや企業集団内におけるその他のグループとの関連については、これが企業の重要な課題であるにもかかわらず、財務会計情報のみではあまり詳しく知ることができないという限界がある。企業集団の会計研究を進める上で、組織構造の変化における会計処理のみではなく、企業内部のマネジメントにまで含めたトータルな経営を研究する必要がある。本論文では、価値創造経営というテーマのもとで、財務会計情報に加えて管理会計情報についても研究する。

本論では、価値創造経営について1つの仮説をたてている。この仮説について、会計メカニズムの分析を通じて検証する。どのような会計情報が価値創造経営をサポートしているのか、また、そうした経営への取り組みについて、外部からどのように評価されるのかについて考察する。そして、株主価値創造経営に取り組んでいる企業の内部情報と外部情報をもとにして、株主価値創造経営が何を意図しているのか私なりの見解を論じたいと考えている。

2. 本論文における仮定、研究のアプローチ

本論文では、株主価値重視の経営とそれに関連する会計情報の役割や課題について、会計学の視点から次のような考え方を出発点として考察を行う。

株主価値重視の経営はその発祥が欧米にあり、日本の企業における株主価値重視の経営を一様に定義することは難しい。近年、日本においても株主価値、企業価値等と関連する

理論や実務について、ファイナンスや経営管理など様々な視点から展開された文献が多く見られる。しかし、企業、コンサルタント、あるいは機関投資家等、様々な立場から様々な見解が述べられており、その内容についてもわかりにくい。以上のことから、企業と株主における「企業価値」「株主価値」創造について、基本的なコンセプトを整理する必要がある。さらに、分析者がどのような立場から論じているのかによって、株主価値経営の特徴づけが異なっている。ここでは、会計学研究に携わるものの一視点から、株主価値重視の経営について次のように仮定する。すなわち、株主価値重視の経営とは、将来キャッシュ・フロー増大のために行う経営と仮定する。

この定義では、Martin and Petty や Rappaport の所説を参考にして、株主価値重視の経営とは、企業内に行動の変化を促す影響システムであり、企業全体の将来キャッシュ・フローを高める経営を行うことによって、株主の価値を創造し高めるものであると考えている。将来キャッシュ・フローを高める経営とは、企業を構成する様々な事業から、つまり企業全体から生み出されるキャッシュ・フローを管理し、さらにその再配分の決定までを含むものである。

この資金の再配分とは、企業内にとどまらず、企業の将来ビジョンのもと、事業の新設や統廃合が含まれる。こうしたことから、株主価値重視の経営は、企業内部だけではなく、企業外部と関連するため、大きく2つに分けて検討する必要がある。

1つは、企業内部と関連するマネジメントであり、もう1つは、分社、統合、M&A、トラッキング・ストック (Tracking Stock)、自社株消却等の企業外部と関連する意思決定やその情報開示である。

前者に関係する会計情報は管理会計情報である。管理会計情報を取り上げる理由は、経営内部において株主価値重視の経営が行われているとすれば、そうした経営を反映する会計情報が経営管理目的のために内部で作成され、利用されていると考えられるためである。もし、経営内部において株主価値重視のための管理会計情報が作成・利用されていなければ、経営者がいくら株主価値重視の経営に取り組んでいると外部向けに説明したとしても、そのような経営が実際にどの程度行われているかどうかを判断することは容易ではない。

なお、上の定義における「将来キャッシュ・フローの増大」とは、資本コストを上回るキャッシュ・フローの増大を意味している。資本コストを上回らなければ、フリー・キャッシュ・フローが増加しても株主価値は失われてしまう。例えば、将来に有利な投資代替案がないのに資金を企業内部に留保するならば、株主価値は失われる。また、自らの地位

のために経営者が企業規模の増大を選好し、その結果、将来キャッシュ・フローを資本コストで割引いて求められる企業価値が下落するとすれば、同様に株主価値は破壊されることになる。そこで、株主価値重視の経営では、資本コストを上回るキャッシュ・フローの増大が基本的な前提である。

しかし、株主価値重視の経営が実際にどのように行われているのかについては財務会計情報や実践している企業のケース研究等の文献のみでは十分に分析することは難しい。そこで、この研究を進めていくには、可能な程度でケース研究を行い、当該ケースでの適用の実態を把握することが必要である。

本論では、インタビュー調査を行った3社（松下電器産業株式会社、松下電工株式会社、ソニー株式会社）について、ケース・スタディを行っている。この3社については、すでに若干の先行研究があり、いくつかの文献でその概要が既述されているが、実際に行ったインタビュー調査ではその内容を確かめることができた。

そして、以上のような実態調査を踏まえ、どのような会計情報が株主重視の経営をサポートしているのかについて考察を進めた。まず、外部向け会計情報について分析しているが、ここでいう外部向け会計情報とは、企業外部に提供され、企業をとりまくステークホルダーが容易に入手でき、意思決定において1つの情報源となる財務会計情報であり、例えば、有価証券報告書や Annual Report があげられる。財務会計には、情報提供機能と利害調整機能の2つの機能があるが、筆者はこれまで情報提供機能について検討を行ってきた。本論文も同様に、情報提供機能の側面から検討するのであるが、上述のように、財務会計のみを研究するだけでは十分とは言えない。このため、企業内部で用いられる管理会計情報についても分析するが、上記の3社のインタビューでもこれに関して調査を行っている。

近年、日本の企業の中には、有価証券報告書や Annual Report 等において、企業経営者が企業あるいは企業集団における株主価値向上を標榜していることが少なくない。しかし、その目標のために行われる手段は様々である。さらにそうした取り組みが株主価値向上にどのような貢献をしたのかについて、部分的には、コンサルティングファーム等を介した情報を収集することもできるが、外部報告の会計情報だけから評価することは難しい。このため、企業内あるいは企業集団において、また、その経営管理において、株主価値向上のために会計情報がどのように用いられているのかを観察し、それらの姿勢が株主からどのように評価されるのかということについても考察したいと考えている。つまり、会計学における財務会計と管理会計とが共通する領域である、企業の経済活動の実績を測定する

会計の領域が本論文の領域である。

3. 本論文の構成と概要

本論文の構成は次のとおりである。まず、第1部において株主価値に関連する理論・実務の先行研究、株主価値重視の経営を行っている日本の企業をとりまく環境変化などの背景や現状などについて概説する。続いて、第1部の内容を踏まえて、第2部では、日本における株主価値重視の経営の実践について考察する。さらに、株主価値を考慮する経営の分類を示し、共通するものとそれぞれの特徴についてまとめる。第3部では、第1部第2部の内容について、さらに深く会計の測定メカニズムを検討し、企業内のマネジメントにおいて利用されている、DCF (Discounted Cash Flow) をはじめとする若干の指標のメカニズムを分析する。

第1部 価値創造経営の背景

本論文の目的は、日本の企業が取り組んでいる価値創造経営、その中でも株主価値重視経営とはどのようなものであるのか、またそれがどのように評価されているのかという現状について会計情報を中心として検討することである。

昨今、企業トップの発言や企業外部へ提供される資料の中で、「キャッシュ・フロー経営」や「価値創造経営」に取り組んでいる、といった表現を行っているところがある。実際、書店を訪れてみるとこうした語を含むタイトルの文献がいくつも並んでいる。その内容は、コンサルティングファームなどの実務家による著書が多く、実務的な実践について紹介されている。

しかし、株主価値重視経営というマネジメントは、その発祥が欧米にあり、日本において活用するためには、このマネジメントが誕生した背景やその理論、目的などの理解を欠いたままでは、一過性のブームで終わってしまう危険がある。加えて、日本においてこのマネジメントを利用しようとする場合、日本企業の経営や組織のスタイルや事業環境という背景についても把握しておく必要がある。

日本において「キャッシュ・フロー経営」、「価値創造経営」という言葉を耳にするようになったのは、黒字であるにもかかわらず倒産する企業がでてきたことや、銀行の不良債権問題が公になったころである。こうした背景のもと、経営者は従来よりもキャッシュ・フローへ注意を払わざるを得なくなった。

また、株主も黒字倒産を目の当たりにして、企業の財務報告における利益について疑問が生じた。つまり、利益を中心に見ているだけでは、本当に企業が儲かっているのか、また成長しているのかどうか判断するのは難しいことが認識された。

企業が公表する利益は、会計ルールにおける処理方法の選択など経営者の判断等の影響を受けている。つまり、会計利益はキャッシュ・フローとイコールの関係ではない。このため、株主が経営者に対して、そうした影響を受ける可能性の少ないキャッシュ・フローを明らかにすることを求めたことも当然と言えるかもしれない。この場合において、株主の関心は短期的なものに限らない。株主といっても短期的な利益獲得を求めて投資を行う投機的な株主から、長期的な将来の期待を込めて投資を行う株主まで、株主の種類はさまざまである。論者によれば、後者の長期的な関心をもつ株主が多いといわれている¹。

期間損益計算に基づく利益については、従来から、様々な批判がみられていたこともあ

り、会計基準の見直しや変更が行われてきた。最近の大きな取り組みは、会計ビッグバンと呼ばれているものである。例をあげれば、上場企業の連結キャッシュ・フロー計算書の公表、時価評価、退職給付会計の導入などがあげられる。現在は、会計ビッグバンの最終段階として、企業結合と減損会計についての取りまとめがすすめられている。

会計基準の見直しや変更により、従来は損益計算において計上されなかった費用が計上され、また、資産についても価値の減少によりマイナス要因が生じ、こうした項目が利益を圧迫し、株主資本に直接マイナスの影響を及ぼすこととなった。企業は今まで以上にリスクやリスク要因に関する市場の評価を考慮する必要性が高まっている。

では、キャッシュ・フロー経営や株主価値創造経営とはどういうことを指しているのだろうか。近年、キャッシュ・フロー、株主価値、企業価値等と関連する理論や実務について、経営学、経営管理論、財務論などの様々な視点から展開された文献が多く見られる。論者の立場も企業、コンサルタント、機関投資家、大学の研究者など様々であり、その内容や見解は分かれている。このため、「キャッシュ・フロー」「企業価値」「株主価値」の創造について、基本的なコンセプトを明確にする必要がある。コンセプトを明確にした上で、本論文は会計学の立場から論じていくことにする。

会計学の立場から論じるためには、キャッシュ・フロー経営と株主価値創造の経営について数値を用いた分析手法が有用であると考えられる。将来キャッシュ・フローを資本コストで割り引く DCF (Discounted Cash Flow) の手法はすでに経済学において見られていた。しかし、将来キャッシュ・フローに資本コストを考慮する投資評価を本格的に論じたのは、経営学では Dean (1951) (1954) に始まるといわれる。

これに対して、近年、株主価値アプローチが提唱され、キャッシュ・フロー情報をもとにして、株主価値を考慮した企業評価があらためて強調されている。

先に示したように、キャッシュ・フロー経営や株主価値創造経営に関しては、実務的な観点から数多くの解説書が出版されている。また、株価をはじめとする膨大なデータをもとにした統計分析手法を用いた株主価値経営の状況を分析しているものもある。本論では、そうしたテクニク的な部分に触れるのではなく、企業が実際に行っている株主価値創造経営とは何か、またその実践のためにどのような手法を用いているのか、またその限界について焦点をあてていくことにしたい。

具体的には、数社でのインタビュー調査によって得られた私なりの感想をもとにして、日本の企業において株主価値創造経営がどのような形で実践されているのかを考察する。

ここでは、米国企業における株主価値創造経営の前提と活用について、日本のそれとの違いについても触れたい。

そして、株主価値創造経営について経営者の立場と株主の立場、つまり内部の視点と外部の視点との相違とその限界について、会計情報を用いて考察する。

¹ Rappaport は、長期的な将来の期待を込めて投資を行う株主が多いと示している。その背景として、米国の家庭の約 40%は個人株主であるか、もしくは投資信託を有していること。また数百万人もの従業員が、雇用者によって提供された確定拠出年金への参加によって株式のパフォーマンスに間接的な利害を有していることを掲げている。Rappaport (1998) ,pp.11-12 参照。

第1章 欧米における価値創造経営の背景

欧米でなぜ株主価値創造経営が登場したのか。歴史をたどれば、企業価値や株主価値について急速に関心が高まったのは、1980年代後半である。80年代初期にはほとんどその傾向はみられなかった。この間に何があったのだろうか。

米国における株主価値創造経営（以下、価値創造経営とよぶ）の主要な歴史的背景としてあげられるのは、敵対的買収をめぐる一連の動きである。以下で説明するように、1980年代において、企業は敵対的買収の対象とならないよう、株価上昇をにらんだ企業業績の向上に注視したが、次第に株主軽視の状況に陥ることとなった。その後、敵対的買収の手段の1つであった、ジャンク・ボンド市場は低迷したが、他方で、年金ファンドを中心とした機関投資家が企業に対して積極的な干渉を行い、市場を会社支配のためのものとしてみるのではなく、企業に対する株主等の評価としてみることを促した。これにより、企業において価値創造経営に対する関心が高まったと思われる。

以下において、米国における価値創造経営の背景について Martin and Petty (2000) と Rappaport (1986) (1998) に依拠して概略的に説明する。

1-1 株式市場の状況—LBOの時代—

米国では、1970年代後半頃より「第4の波」と呼ばれる合併・買収のブームがあった¹。当時、米国はインフレーションの真っ只中にあり、企業は新規投資を行うよりも、合併・買収によって設備施設を取り込むほうが経済的に有利であった。このため、巨大合併が流行していた。また、経済の成熟にしたがって、産業構造にサービス・セクターへの傾向が強まっていった。

米国では独占体制を取り締まるために、シャーマン法、クレイトン法が制定されていたが、企業構造の複雑化により、競争排除の合併・買収を規制することが非常に難しくなった。また、合併・買収の「第3の波」の頃に、反トラスト法による規制を受けないよう、全く関係のない市場分野の企業と合併・買収を行う動きがみられた。これによって、異業種にまたがる巨大コングロマリット企業（複合企業）が登場した。1984年の大手石油会社シェブロンによるガルフ買収（取得価額133億ドル）、同年のテキサコによるガルフの買収（取得価額101億ドル）など、巨大合併が認められた²ことにより、反トラストの精神は薄れがちになっていった。これにより、合併・買収は業界再編や競争力の強化などのために

行われるという、暗黙の了解のようなものが生じたと思われる。また、金利の低下も手伝って、投資家に合併・買収市場への興味を抱かせることは容易であったことは想像に難くない。

合併・買収の手段として、Leveraged Buyout（敵対的買収、以下「LBO」とする）が利用されたことも、合併・買収を盛んにした要因である。LBOとは、買収企業の資産を担保に借入れを行い、それによって相手企業の株式を買占め、買収後にその企業の資産を売却して借入金を返済する、もしくは買収後の企業があげる利益の中から借入金を返済する方法である。LBOの先がけは、インコ（インターナショナル・ニッケル）によるESB（エレクトリック・ストアリッジ・バッテリー）へのTake Over Bid（公開買付、以下「TOB」とする）である³。このTOBは、それまでウォール街の最も権威のある投資銀行として敵対的な買収は手掛けないという態度を続けてきた、モルガン・スタンレーがインコ側に立って行った。このことから、敵対的買収はビジネスとしてウォール街で認知されることになった。

TOBを行う上で重要なことは、いかにして巨額の資金を調達するかということである。買収後にその企業の資産を処分したり、その企業の利益から借入金を返済するとなると、よほど有利な条件をつけないと誰も融資しないだろう。ここで注目されたのが、格付けの低い債権である、junk bond（ジャンク・ボンド、ダブルB以下のハイリスク・ハイリターン格付け債券、以下「ジャンク・ボンド」とする）である。ジャンク・ボンドのリスク調査をDrexel Burnham Lambert（ドレクセル・バーナム・ランベール）社のMichael Milkenが行った結果、会社が倒産して元本や利子が支払えないという、債務不履行（default）のケースは非常に少ないことが分かった。これにより、巨大な資本がTOBへと流れていった。

しかし、ジャンク・ボンドの増加は債務不履行のリスクを増大させ、1990年2月にDrexel Burnham Lambert Group Inc.が倒産し、連邦破産法第11条に基づく会社更生手続きを申請し、事実上、解体されてしまった。

ジャンク・ボンドを利用するLBOは、結果として、投資家や株主に対して大きなリスクをもたらした。LBOを行う企業もまた、資金を借入金によって賄い、その金利負担が大きなものとなった。

一方で、企業の合併・買収の活発化は、企業経営者に敵対的買収を防ぐための経営をすることを考慮すべきであるという変化をもたらした。つまり、企業が常に競争の中にさらされているという、危機感を経営者に対して改めて確認させた。また、コングロマリット企業については、事業範囲を狭め、関連性の強い分野へ集中し、体質強化を行うことがで

きた。こうした合併・買収により、企業は事業への集中を図るようになり、株式が個人投資家へと流出したことは次の変化へとつながることになる。

1-2 機関投資家の増加

1970 年以降、米国では機関投資家による株式保有が増大した。これは、前述の通り、合併・買収が活発になり、株式が流出したことに加えて、年金資産についての法律制定が大きく影響を及ぼしている。この法律とは、1974 年制定の *Employee Retirement Income Security Act*（従業員退職所得保障法、以下、通称名である「ERISA 法」とする）である⁴。ERISA 法により、留保されている年金資産が米国労働省の管轄下に入った。つまり、年金受給者が最善の利益を確保できるよう、米国労働省が年金資産を管理するため、年金プランを提供する企業の支配を効果的に排除することになった。

米国の金融資産 (*Financial Assets*) に対する機関投資家の保有状況は、*The Conference Board* 発行の *Institutional Investment Report: Financial Assets & Equity Holdings* (August 1999) によれば、1970 年に総額で 6,720 億ドルであったところ、1980 年には約 3 倍もの 1 兆 9,000 億ドルに達し、1988 年には 15 兆ドルを超えるまでになっている⁵。機関投資家は公開取引株式の過半数及び合衆国のすべての金融資産の 20% を超える部分を支配している。

では、どのような機関投資家が名を連ねているのだろうか。*The Conference Board* 発行の *Institutional Investment Report: Financial Assets & Equity Holdings* (August 1999, Vol.3, No.1) によれば、年金ファンド (*Pension funds*)、投資信託会社 (*Investment companies*)、保険会社 (*Insurance companies*)、銀行・信託会社 (*Bank and trust*)、財団 (*Foundations*) となっている。年金ファンドは、私的受託機関 (*Private trustee*)、私的受保険機関 (*Private insured*)、州・地方自治体 (*State and local*) から構成されている。年金ファンドが機関全体に占める割合は、1970 年に約 32% ($= \$213.10 \text{ billions} \div 672.60 \text{ billions}$) であったが、1998 年には約 48% ($= 7,408.60 \text{ billions} \div 15,432.20 \text{ billions}$) へ増加している。

金融機関が保有している証券の構成についても、年金ファンドが占める割合は、1970 年の 32% から 1998 年には 48% へと増加しており、年金ファンドが機関投資家によって支配されている (資産の) 成長セグメントであることが読み取れる⁶。

米国における、大企業の株式保有状況をみれば、年金ファンドが高い割合を占めており、明らかに、年金ファンドは、米国の企業にとって大きな存在となっているといえる。

以上のように、機関投資家の増加が企業への積極的な干渉を行う要因の 1 つとしてあげ

られるが、それをスムーズに促したものとして代理委任状規制の変更があげられる。

1-3 代理委任状規制の変更

1992年10月までは、代理委任状の争奪戦において、株主間でコミュニケーションを行うことは、厳しく制限されていた。SEC (Securities and Exchange Commission) は、特定化され、承認された情報を含む公式の代理委任状のステートメントが株主に届けられるまでは、代理委任状の勧誘を許していなかった。このため、代理委任状の争奪戦で、株主がどのように反応するかについて、独立の機関投資家が相互にコミュニケーションをとることが非常に困難であった。

1992年10月22日、SECは代理委任状の勧誘規則、つまり株主間のコミュニケーションの規制を大幅に変更した。この変更により、直接的に代理委任状を行使する権利を求めない株主は、コメントを提出すれば、コミュニケーションの規制から外すことが可能になった。これにより、独立的な株主のほとんどが、代理委任状の争奪戦について、相互に自由なコミュニケーションをとることが可能となった。株主間のコミュニケーションが自由になったことで、企業の株式を数多く保有し、実質的株主となっていた機関投資家は、企業にとって無視できない勢力となった。

機関投資家は、株式保有を増やして企業の実質的な株主としての立場を確立し、代理委任状争奪戦についても、規制の変更によってコミュニケーションの自由を獲得した。こうして機関投資家が積極的に活動を行う基盤が整った。

この新しく発見された影響力をすぐに活用した機関投資家の動きとして、非常に重要になったものをあげれば、the Council of Institutional Investors (機関投資家カウンスル、以下、「CII」とする)の開催したフォーラムである⁷。フォーラムの参加者は、ほとんどが機関投資家であった。

1-4 積極的な機関投資家の新しい出現

Martin and Petty は、年金ファンドの中でも、州・地方自治体による株式保有成長率が高いことに注目し、州・地方自治体による株式保有の増加が、積極的な機関投資家の新しい出現を最も強く表明するものだと指摘している⁸。従来から、積極的な機関投資家は存在していたと思われるが、なぜ、Martin and Petty は、機関投資家の一つである年金ファンドが保有株式を増加させている状況をして、「積極的な機関投資家の新しい出現」であるというのだ

ろうか。

このことは、年金ファンドが個人から委託された（確定拠出型）年金を運用していることに関わっているように思われる。個人は、退職後の将来における生計の糧となるであろう資金を投資していることから、機関投資家の運用の行方が消費者としての個人の支出にまで繋がる。つまり、市場と年金受給者を含む市民との関係が従来よりも密接になってきているためではないだろうか。以下において、この推測を検証する。

市場参加者は、その目的と手段によって大きく2つに分けることができる。1つは投資家（investor）であり、もう1つは投機家（speculator）である。主な相違点は、リスクの程度であり、投機のほうが投資よりもリスクが大きい。これは、投機が損失の生じる可能性がより高いことを認識した上で、ハイ・リターンを期待してハイ・リスクをとっているためである。投機家は、このリスクをできるだけ抑えるために、オプション取引、空売り、損切り注文、先物取引など、様々なヘッジ手法を同時に用いている。例えば、投機家は価格変動を見越して先物やオプションの売買によって利益の獲得を狙っている。一方、投資は元本（principal）の安全性を重視した、株式の運用による利子・配当の獲得とキャピタル・ゲインの獲得を目的としている。つまり、投機と投資を比較してみれば、前者はより短期的な利益獲得を目的とし、後者はより長期的な利益獲得を目的としていると言えよう。

投資家には、個人投資家（Individual Investor）と機関投資家（Institutional Investor）がある。個人投資家は自分自身の資産を運用するが、機関投資家は、顧客一般から拠出を受けた資金を株式などに運用し、利回りなどの一部を顧客に還元するとともに、その運用・管理手数料を受け取っている。このため、機関投資家は、収益性追求もさることながら、投機家よりも安全性に注意を払う必要がある。なぜならば、機関投資家はその運用結果について、十分ではないと考える顧客から訴訟を起こされる危険にさらされているためである。機関投資家の負う受託責任は、かなり大きなものであると推測される。ここで、機関投資家の例をあげれば、ミューチュアル・ファンド（Mutual fund）、銀行、保険会社、年金基金（Pension fund）、労働組合基金（Labor union fund）、企業利益分配制度（Corporate Profit-Sharing Plan）、そして大学寄付金基金（college endowment fund）などがある。しかし、その定義が明確にされているわけではない⁹。

以上、市場参加者について説明してきた。価値創造経営に関心が高まる背景に、敵対的買収をめぐる一連の動きがあったことは、前節において触れたとおりである。では、1980年代後半頃、積極的な活動を行っていた市場参加者は誰だったのか。私は、保有株式数を

増加して、市場への圧力を強めた機関投資家であると推測する。前節において説明したように、当時は、junk bond 市場が盛況で、企業は敵対的な買収にさらされていた。ここで、機関投資家は敵意のある TOB や TOB に反対するという予測される危険などに対する準備を行うこと（provision）に焦点をあてていた。これは、経済全体で見れば、敵対的な買収が結局は失業者を増大させ、続いて買収後の企業が多大な債務を抱えるという結果を導くため、それをできるだけ防ぐことを目的としていたと思われる。

では、企業はなぜ TOB を行ったのかについて、企業に視点を移して考察する。例えば、当時、石油業界は成熟期を迎え、潤沢なキャッシュ・フローを手にしていて、その活用について長期的な志向が薄れていたように思われる。成熟期にある事業には、再投資を行っても、その結果は小さく、逆に非経済的なものになりがちである。こうした状況下では、新規投資を行うよりもキャッシュを用いて多角化を行う方が、短期的には、コストを抑えて利潤を生む。しかし、長期的に考えれば、多角化が必ずしもプラスの利潤を生み出すとは限らない。

TOB に拍車をかけたのは、何も経営者や市場参加者だけではない。Rappaport は、企業の TOB への傾斜に対して、株主が無頓着であったことも大きな要因であると指摘している¹⁰。

こうした教訓から、株主は企業への投資について、積極的に関与する方向へと変化しなければならないと感じ取ったが、常に企業を監視することは難しい。このため、その役割を機関投資家へと委託した。その中でも注目すべき機関投資家が年金ファンドである。

では、近年における、年金ファンドのような機関投資家による積極的な活動は、それまでの積極的な機関投資家の活動とどう違うのか。一言で言えば、焦点が変化しているといえる。以下、もう少し詳しく説明しよう。

年金ファンドは、年金基金、生命保険、投資信託等の資産を顧客から預かって、運用を行っている機関である。このため、顧客の代理人という立場から、顧客の利益最大化を求めて資産を運用する義務を負う。もし、顧客の満足を得られない場合には、委託者である顧客からの訴訟や解約が生じるというリスクを常に負っている。

以上のようなリスクのもとで、どのような資産運用を行っているのだろうか。実は、ここに重大なヒントが隠されている。1990 年代初め頃から、年金ファンドは資産運用の手法の一つとして、index 戦略を用いている。index 戦略とは、取引コストを最小化し、特別な指数のリターンを模倣するように設計されたものである。index 戦略は、ポートフォリオのリターンを高めるような取引に取り組むファンド・マネジャーの能力に制限を課す。このた

め、業績の貧弱な企業に積極的に関与して、企業戦略やマネジメントそのものを変化させるというアプローチでポートフォリオのリターンを高めようと試みるのは自然なことだろう。index の利用状況は、The Conference Board 発行の *Institutional Investment Report: Turnover, Investment Strategies and Ownership Patterns* (January 2000, Vol.3 No.1) によれば、index のみを利用して公的年金ファンドは、63.0%を占めており、規模の大きな公的年金ファンドの中で、index 戦略が用いられている様子が伺える¹¹。

企業は、TOB を活用した結果、その資産を食いつぶし、投資者に対して多くの被害を与えた。その一方で、機関投資家は比較的大きな株式を保有し、規制の変更によって積極的に活動を行う基盤を整えた。そして、企業による投資がマイナスの結果になったものについて、「株主価値を破壊している」として経営者へ責任追及を行うという行動にでた。今後、企業は長期的な競争力を身につけなくては、株主が投資する魅力を失ってしまうかもしれない。

企業は「株主価値を創造する」魅力ある活動を行っていかなくては、市場からの資金調達が困難になるかもしれないという状況にたっている。もちろん、ここでいう株主価値の創造とは、株主だけではなく、企業をとりまく利害関係者（ステークホルダー）全体の価値を創造するということを意味している。そのためには、企業が「価値を創造」するような経営の仕組みを整える必要がある。こうした背景が、企業に対して「価値創造経営」（株主価値の創造というだけではなく、より広い意味の価値創造経営）に取り組むよう促した大きな要因であると考えられる。

1-5 機関投資家の活動状況

新しく登場した積極的な機関投資家は様々であるが、その中で、企業のマネジャーに対して、株主の利益、特に株式価値を考慮することを推進させるような、投資戦略を行っているところがある。このような投資戦略を行っている積極的な機関投資家の一例をあげれば次の通りである。

(公的機関)

- the Council of Institutional Investors (機関投資家カウンスル)
- California Public Employees Retirement System (米カリフォルニア州公務員年金基金)
- the State of Wisconsin Investment Board (米ウィスコンシン州投資機関)

- the Teachers Insurance and Annuity Association/ College Retirement Equities Fund
(米国教職員保険年金連合会／大学教員退職株式基金、TIAA-CREF)
- the New York City Employees Retirement System (米ニューヨーク市公務員退職金システム)

(私的機関)

- LENS, Inc.

以上の機関投資家は、業績の芳しくないポートフォリオ企業に対して積極的に干渉し、企業の業績改善を図ろうと活動を行っている。では、具体的にはどのような活動を行っているのだろうか。

ここでは、まず、機関投資家の最近の動向について、米国ヒューレット・パカード（以下、「HP」とする）によるコンパック・コンピュータとの合併計画におけるケースを観察する¹²。続いて、企業のマネジャーに対して、株主の利益、特に株式価値を考慮することを推進させるような、投資戦略を行っている機関投資家の活動について概要を説明する。特に、投資対象となるターゲット企業の選択をどのように行っているのかについてとりあげる。

1-5-1 ヒューレット・パカードにおける2002年の合併計画について

2002年3月19日、HPは臨時株主総会を開き、コンパック・コンピュータとの合併計画について合併の是非を諮った。これに先立ち、米国大手コンサルティング会社であるISSは2002年3月5日、HPの機関投資家に合併を指示するよう助言する報告書をまとめた。投資家にとってISSの助言は議決権行使の有力な判断材料となる。

しかし、株主の有力機関投資家が相次ぎ反対票を投じる考えを表明した。反対を掲げたのは以下の通りである。なお、()内は、ヒューレット・パカード株式の保有率を示している。

- ① 投資顧問会社ブランデス・インベストメント・パートナーズ (約1.3%)
- ② 米最大の公的年金、CalPERS (約0.4%)
- ③ 米銀大手バンク・オブ・アメリカ傘下のバンク・オブ・アメリカ・キャピタル・マネジメント (約0.3%に相当する約600万株)
- ④ HP共同創業者一族のヒューレット、パカード両家と両家関連財団 (約18%)

それぞれ、反対の理由として、「合併すれば HP の株主価値が損なわれると判断した」ことが挙げられていた。さらに、ISS と契約関係にある CalPERS やバンク・オブ・アメリカは独自調査に基づいて合併反対を打ち出す結果となった。

最終的には、臨時株主総会において、HP によるコンパック・コンピュータとの合併計画にゴーサインがだされ、2002 年 5 月に合併が完了して新生 HP が誕生した。

しかし、ISS と CalPERS、バンク・オブ・アメリカでは、合併計画に際して作成された報告書は、なぜ意見が食い違っているのだろうか。報告書というものは立場によって分析結果が異なることもあると考えられるが、実際に何が違い、株主価値を損なう原因はどこに認められたのかについては定かではない。

株主価値という言葉について、企業や機関投資家がそれぞれ異なった解釈を行っていることから、それぞれがその概念と自らの解釈をもう少し詳しく説明する必要があると思われる。言い換えれば、こうした状況は株主価値の定義の難しさを表している。ただ、機関投資家が「株主価値が損なわれるかもしれない」というアナウンスを行ったことで、企業を取り巻く利害関係者に企業の動向（むしろ、経営者の動向といったほうがいいかもしれない）により関心をもつよう促しており、その影響の大きさが発見されていることが重要である。

1-5-2 スクリーニング

積極的な機関投資家は、業績の芳しくないポートフォリオ企業に対して積極的に干渉し、企業の業績改善を図ろうと活動を行っている。これは、1986 年に CII が発表した「株主の権利目録書 (Shareholder Bill of Rights)」に関係していると思われる。このため、ここで少し説明しておきたい。

株主の権利目録書は、米国の企業の株主が企業の業績と成長及び企業の長期的な活力と競争力に影響を及ぼす基本的な財務的意思決定に参加する資格があることをまとめたものである。そして、その参加を確実なものとし、米国の株主の富が略奪されることに抵抗することを示した。CII は「株主の権利目録書」を公表することで、企業がどのように、誰のために経営されているかというコーポレートガバナンスについて触れ、株主の利害が群を抜いて上位にあることを明確にしている。

では、積極的な機関投資家は、どのようにしてターゲット企業の選択を行っているのだろうか。Martin and Petty によれば機関投資家が用いるターゲット企業対象のスクリーニング

のプロセスは類似しているようである。Martin and Petty が紹介している、CalPERS によるスクリーニングのプロセスを取り上げて説明する。

<CalPERS におけるスクリーニング・プロセス¹³>

- 1000 社プラス証券ポートフォリオの中にある全ての企業の株主リターンの機械的なスクリーニングを行う。過去5年間に対する年間の保有期間リターン（＝{期末株価＋配当} ÷ 期首株価）によって、高いものと低いものに分類される。ここで下位4分の1に含まれる株式がターゲットのベースとなる。
- ターゲットのベース企業のうち、積極的な投資家の活動によって影響を及ぼすことが特に困難であると思われる企業、企業の経営状況・構造・戦略などに、業績の改善を導くことができるような変化が最近あった企業を除く。ここで、約100社未満に絞られる。
- アニュアル・レポート、アナリストの見解、その他公表されている情報を用いて細かい経済的分析を行い、約50社ほどに絞られる。CalPERS では、この50社を「失敗している50社 (failing 50)」のリストとする。
- リストにあげた50社を2層に分類する。まず、最大の転換の可能性を提供すると判断される10社をとりあげる。この10社はその年の「フォーカス10社 (focus 10)」となる。
- フォーカス10社それぞれのCEOに、当該企業の芳しくない業績についてCalPERSの関心を概略的に述べ、その企業の社外取締役との会合を求める手紙を出して接触を行う。ここで、CalPERSが関心をもつ問題点について、取り組みを行う企業に対して、CalPERSは株主提案を撤回する。しかし、20日～30日の間に回答をしない企業に対しては、CalPERSは自身が関心を持つ問題点について取り組むような株主提案を企業に対して送る。
- 第2層は、21社で構成されている。この層に位置する企業は、その問題点の診断が困難であるが、転換の可能性が小さいと考えられるものである。CalPERSは、21社それぞれに特定のな問題とみるものを詳細に示す手紙を送る。しかし、その年度の代理委任状提出期間には、株主提案は行わない。

CalPERS が持つパワーは、次の3つである。第1に、代理委任状の提案を利用すること。

第2に、異議申し立てとして、企業の役員に「No という議決権だけを使う」こと。第3に、プレスを通じたパブリックな圧力を用いること、である。第3の点について例を示せば、1999年に Sears, Roebuck and Co.をターゲットとして、その貧弱な業績の記録について書いている。同社は3年後に大きなリストラを行ったが、その背景には、CalPERS などの機関投資家の影響が部分的にはあったと Martin and Petty は指摘している¹⁴。

以上、CalPERS におけるスクリーニング・プロセスを見てきた。企業に対して業績を改善させるよう、CalPERS が働きかけるにあたって、過去の芳しくない業績を用いることに特徴がみられる。CalPERS による働きかけの結果、企業の経営者と取締役会の両方に株主の利益のプライオリティを高めるという効果がみられている。

積極的な機関投資家は、業績の芳しくない企業に焦点をあて、企業と積極的な関係を展開している。つまり、コミュニケーションが重要な部分を占めていると思われる。内容については、日常や短期的なことではなく、長期で広く戦略的な問題に限定している。

もちろん、機関投資家による企業への積極的な関与が想定していたような効果を生まないこともある。例えば、公的年金ファンドの場合、州内における雇用育成など、ローカルな状況によって投資政策に調整を必要とする政治的な圧力を受けることがある。あくまでも、機関投資家の積極的な活動が機関投資家へ株の運用を委託しているクライアントに影響を及ぼし、企業の経営者の動向に関心を持つよう促している。そして、経営者が従来よりも株主の報酬や株式価値の変化に注意を払うよう促す。つまり、機関投資家の活動はクライアントや経営者に対して見逃すことのできない影響力を持っているのである。

1-5-3 フォーカスリスト

CalPERS では、ターゲット企業を選択するスクリーニング・プロセスにおいて、最大の転換の可能性を提供すると判断される 10 社を「フォーカス 10 社」として取り上げることが前節で説明したとおりである。CalPERS は、このフォーカス・リストを自社のインターネットホームページ上において公表している。同様に、CII も 1991 年以降、自社のインターネットホームページ上において、フォーカス・リストを公表している¹⁵。

このリストには、業績が貧弱であるとして、積極的に関与していく対象企業が並んでいる。こうしたフォーカス・リストの公表もまた、当該企業に利害関係をもつものへ企業経営者の動向に関心を持つよう促している。

1-5-4 機関投資家による積極的な活動の効果—調査報告書の記録—

企業に対する機関投資家の積極的な活動の効果について、多くの調査報告書がまとめられている。例えば、Nesbitt (1994) は、1987年11月24日から1992年9月12日までの期間において、CalPERSがターゲットとした42社の企業について超過リターンを記録している¹⁶。ターゲットとなる前の5年間は、累積されたリターンはマイナス(-78.1%)であった。しかし、ターゲットとなった後の5年間の累積超過リターンは、平均で29.1%となっている。

また、Opler, C. Tim and Jonathan Sokobin (1995) は、1991年から1993年までの各年において、CIIがターゲットとした企業の業績を一定の標準集団と比較して調査した。その結果、ターゲット後の年度に、当該企業の株価の上昇率は、S&P500 (Standard and Poor's 500) と比較して11.6%上回っていることが観察されている¹⁷。

1-6 まとめ

投資機関は個人投資家からの資金をもとに運用先を選別し投資を行っている。例えば、CalPERSの資金源は個人の年金であり、個人から資産の運用についての要請が大きい。つまり、CalPERSは企業に対して高い要請を行うその理由がある。

しかし、運用が必ずしもうまくいくとは限らない。例えば、6年連続で「米国で最も革新的な企業」にも選ばれたエンロンは、貪欲に利益を追い株式時価総額の極大化を目指す企業経営を行っていたが、破綻するに至った¹⁸。

ここで考えなくてはならないのは、エンロンは本当に株主価値を創造するような経営を行っていたのかどうかということである。株式のリターンという面からは十分なものがあつたかもしれない。しかし、それは、高株価であった当時、株式を売却していればという条件がつく。さらなる株式のリターンを期待して、株式をそのまま保有したことによって、巨額の損失を被った人は少なくないと思われる。また、エンロンでは経営陣の巨額報酬問題もあり、取締役会が十分に機能していなかった可能性がある。

株主価値を創造するということはどういうことなのか。これは本論文における重要な柱であるが、ここでは、高株価による株式のリターン獲得という短期的なものだけではなりたたないことが実際のケースから読み取ることができる。今まさに、長期と短期の両方の経営目標を達成するという間でバランスをとることが、経営者に求められている。

以上、機関投資家から企業へのアプローチをみてきた。この機関投資家のアプローチの

もとで、企業はどのような取り組みを行っているだろうか。企業が価値創造経営に取り組んでいる状況について、Martin and Petty は、米国の機関投資家の動きとの関連から、また、Rappaport は、株主価値を推定するアプローチ、戦略や業績評価、経営者報酬との関連から展開している。それぞれの詳細について、章をあらためて検討する。

¹ 合併・買収の波についての詳細はここでは省略するが、参考として他の波の時期について示せば次のとおりである。第1の波（1887年～1904年頃）、第2の波（1925年～1920年代末頃）、第3の波（1960年代後半頃）。

² 石油業界における再編の裏側には、石油価格の低迷があり、生き残りをかけた業界再編であった。

³ カナダのニッケル会社であるインコは、1950年代に世界のニッケルの85%を支配していた。1970年代に入り、ニッケル需要の停滞に対処して多角化を進めるため、米国の電池メーカーであるESBに突然、TOBを仕掛けた。

⁴ ERISA法は私的年金基金を対象としている。しかし、稲別（2002b）も指摘しているように、ERISA法によって受託責任の強化が私的なものにとどまらず、公的なものについても大きな影響を及ぼしたと考えられる。

⁵ Martin and Petty（2000）, p.14（Figure 2.1）参照。

⁶ *Ibid.*, p.15（Figure 2.2）参照。

⁷ CIIは、カリフォルニア州のトレジャラーであるJesse Unruhとニューヨーク市のコントローラーであるHarrison Goldinによって1985年に設立された。設立当初、CIIは1980年代に盛んに行われたグリーン・メールとアンチ・テイクオーバーの活動を問題に反応して設立されたものである。グリーン・メールは、株式の高額買取要求である。Martin and Petty（2000）, p.232（Note Chapter 2-5）参照。

⁸ 1970年から1998年において、機関投資家全体の株式保有成長率（複利年間成長率）の平均は、19.01%であった。26.76%のトップ成長率を記録したのは、投資信託会社であるが、それに続く22.55%の成長率を記録したのは、州・地方自治体である。なお、年金ファンド全体の成長率は、21.79%である。*Ibid.*, p.15（Table 2.1）参照。

⁹ バロンズ金融用語辞典（2002）第5版、414頁参照。経営学大辞典（1999）第2版、144-145頁、機関投資家（Institutional investor）（藤原賢也）参照。

¹⁰ Rappaport（1998）, pp.1-2, バロンズ金融用語辞典（2002）第5版、参照。

¹¹ Martin and Petty（2000）, p.17（Table 2.2）参照。

¹² 日本経済新聞、2002年3月8日、朝刊、9面、2002年3月15日、朝刊、9面参照。

¹³ Martin and Petty（2000）, pp.31-32, Appendix 2B, The CalPERS System for Identifying Target Firms 参照。

¹⁴ *Ibid.*, p.32 参照。

¹⁵ <http://www.cii.org/> 参照。

¹⁶ Nesbitt, L. Stephen（1994）, “Long-Term Rewards from Corporate Governance.” Working Paper, Wilshire Associates, Santa Monica, California 参照。

¹⁷ Opler, C. Tim, and Jonathan Sokobin（1995）, “Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors.” Working Paper, Fisher College of Business, Ohio State University, Columbus 参照。

¹⁸ 日本経済新聞、2002年3月24日、朝刊、5面（TIAA-CREF会長ジョン・ビッグス氏）参照。

第2章 価値創造経営と機関投資家 —Martin and Petty の所説を中心として—

価値創造経営については、すでに様々な視点から議論が展開されている。ここでは、第1章において触れたように、米国における価値創造経営の背景に関連した議論についてとりあげ、米国において価値創造経営がどのような概念としてとらえられているのかについて考察する。ここでは、機関投資家の動向と関係させて価値創造経営について展開している、Martin and Petty (2000) に依拠して概説する。

Martin and Petty は、米国企業の経営と支配に対する株主の関心が高まってきたことが、価値創造経営 (Value Based Management、以下「VBM」とする) への関心の高まりであると説明している。直接的な要因の一つとして、この20年間における機関投資家による株式保有の劇的な増加をあげている。機関投資家の手に株式が集中したことにより、企業の経営者が株主の関心に焦点をあわせなければならないという圧力が増加する状況が生まれたと分析している。

なぜ、機関投資家の動向と価値創造経営に関連があると示しているのだろうか。これは、Martin and Petty が1996年に参加した研究から導かれている。その研究とは、American Productivity and Quality Center (以下、「APQC」とする)¹のThe International Benchmarking Clearinghouseが行った、VBMの実施に成功した広範な企業サンプルの実務の収録、つまり、株主価値に基づくマネジメントについての広範なベンチマーキングを行う大規模な研究である。

この研究への参加によって、Martin and Petty は株主価値に対して積極的な経営を行う企業の多くと意見交換をする機会をもった。ここで、この研究を助成する企業が、「効果的に株主価値経営を行いたい」という気持ちをもっているとともに、それを行うベストな方法について悩んでいる状況を観察した。さらに、VBMについてよく知っている大学卒業生を求め、コンサルティング企業の要請もあり、VBMに関する調査ととりまとめの必要性を認識した。

Martin and Petty は、VBMを経営者や経営管理者に株主の価値を高めることを支援するように設計された業績測定基準と報酬システムと定義している²。そして、VBMのツールとVBMプログラムを成功へと導く要因について示している。

機関投資家による積極的な活動は、ターゲット対象の企業業績を本当に改善しているのだろうか。以下、Martin and Petty による価値創造経営の概要を示し、米国における価値創造

経営の一側面について考察する。

2-1 Martin and Petty (2000) による価値創造経営

Martin and Petty による VBM システムはいくつかの基本的な前提をもとにしてなりたっている。まず、この基本的な前提について説明し、続いて、VBM の定義と手法について概説する。そして、Martin and Petty がどの視点にたって VBM を定義づけているのか、その特色について考察する。

2-1-1 VBM システムの基本的前提

VBM における「価値」とは、戦略的意思決定と業務意思決定の継続的サイクルの結果として、つまり時間の経過の中で創造されるものである。このため、継続性の概念が重視される。また、価値を創造しているのか、もしくは破壊しているのかを判断するためには、なんらかの測定方法が必要である。ここで、価値の創造プロセスを持続するよう（株主や機関投資家から）求められるのは経営者である。

以上のことから、経営者や経営管理者に価値の創造プロセスを持続させるように何らかの働きかけを行わなくてはならないという問題が生じてくる。では、その解決策とは何か。実は、それが、VBM のシステムなのである。

2-1-2 VBM システムの定義

Martin and Petty による VBM システムとは、経営者や経営管理者が株主の価値を高めることを支援するように設計された業績測定の基準と報酬システムである。資本市場に直接的にリンクするメトリックスを用いて管理者の業績、つまり、価値の創造を測定し、それに基づいて報酬を与えるシステムの設計と実行が VBM の目標とするところである。

VBM は、「継続している既存の事業・業務」の成功・失敗を推定する方法であるが、新しい資産の取得の評価に用いられているものと同一の標準を用いて企業の既存の資産、すなわち現在ある資産を評価する方法をマネジメントに提供している。

価値を創造しているのか、破壊しているのかどうかという判断は、資本コストをハードルとしている。資本コストよりも高い利益率を獲得する企業は価値を創造するが、そうでなければ、価値を破壊していることになる。

以上のように、VBM は、業績を報酬に結びつける方法を提供するものであるが、VBM の

一番のポイントは行動を変化させることである。VBM を成功させるためには、事業や業務に直接携わる従業員が何を行うことが求められているのか、その大切な理由が何であり、そうした行動が自分達にどのようなメリットをもたらすのかを従業員が理解することが重要である。

2-2 VBM の手法

VBM では株主価値の創造について、どのような手法を用いて測定するのだろうか。株主の立場に立って企業価値を測定するアプローチとしては、伝統的な会計モデル (Accounting Model) を用いる方法と割引キャッシュ・フロー・モデル (Discounted Cash Flow Model) を用いる方法の2つの競合的なアプローチがある。伝統的な会計モデルを用いるケースでは、企業外部へ報告される期間利益に焦点をあわせ、同時に株価収益率に反映されるその報告利益についての市場の評価を考慮する。一方、割引キャッシュ・フロー・モデルを用いるケースでは、無限の将来における将来 CF についての投資家の期待ならびに資金の機会コストが含まれる。

それぞれのモデルにおけるエクイティ (株主資本) の価値を簡単に示せば次の通りである³。

伝統的な会計モデルを用いるケース：株価収益率×1株あたり利益×発行済株式数

割引キャッシュ・フロー・モデルを用いるケース：将来キャッシュ・フローの現在価値

伝統的な会計モデルで用いられる期間利益は、単一期間の会計に基づく歴史的なデータであるが、期間ごとに管理者に与えられる報酬を決める場合に、期間利益とのリンクを考えることは当然のように思われる。しかし、株主価値は将来キャッシュ・フロー総額の現在価値を反映するため、期間利益とその成長が株主価値を必ずしも最大化しないという限界がある。

つまり、①全体の期間に創造されるはずの価値の良い指標かどうかわからない、②所有者の資本の機会コストが含まれていない、という限界がある。

このため、VBM では割引キャッシュ・フロー・モデルに基づく業績測定方法が用いられるべきであるとの意見が優勢である。また、株主に生じると期待される将来キャッシュ・フロー (配当+株式売却による収益) の現在価値が理論的には企業の株主価値に等しいと

いうことも、割引キャッシュ・フロー・モデルを用いる重要な要因のひとつである。

VBM で用いられる測定値ないし指標（メトリック）は様々あるが、大まかに分けると次の3つに分けられる。（1）フリー・キャッシュ・フロー法（以下、「FCF 法」とする）に基づく指標⁴、（2）Economic Value Added（EVA）、Market Value Added（以下、「MVA」とする）、（3）Cash Flow Return on Investment（以下、「CFROI」とする）、あるいは、Total Shareholder Return（以下、「TSR」とする）⁵である。測定値ないし指標の詳細については、第3部において比較検討する。

2-3 まとめ

Martin and Petty は経営者に価値創造を促す影響システムとしてVBMシステムを位置づけている。そして、報酬を資本市場と関連させることにより、経営者や経営管理者の価値創造行動を評価している。このことから、Martin and Petty は、経営者と株主や投資家の関係を重視し、どちらかというとなら経営者や経営管理者にコンサルティングを行うという視点にたってVBMを定義づけているのではないだろうか。この理由について、Martin and Petty が掲げるVBMを成功に導く要因を取り上げて説明する。

Martin and Petty はVBMを成功に導く要因として、次の3つをあげている⁶。第1に、トップマネジメントから全面的かつ完全なサポートを得る必要があること。第2に、経営者や経営管理者の行動に影響を及ぼすために行動と報酬の間にリンクの存在が必要であること。第3に、VBMプログラムの基本的前提を理解してもらうため、従業員へ教育と訓練を行う必要があること。

以上の点は、Martin and Petty がVBM導入に成功している例から得られた結果をまとめている。VBMは、それを企業が導入することによって、企業行動に何らかの変化を生み出すことを目的としている。このVBMと株主や投資家との接点は、経営者や経営管理者の行動および経営者報酬である。もちろん、株主や投資家が企業に対して積極的に関心を持ち、企業に価値創造を行うよう変化を促したことから、VBMの原動力は株主や投資家にあったといえる。しかし、実際にうまく機能するかどうかは、経営者の行動にかかっている。また、コンサルティングが介入するとすれば、VBM導入に関してはコンサルティングによる従業員等への教育次第で、VBMの解釈が多様なものとなるかもしれない。そうなれば、教育段階においても、株主や投資家がチェックする機能が必要となるかもしれない。

しかし、VBMはあくまでもプロセスであり、それで完成するのではなく始まるのである。

まずは、企業に変化を促すこと、この後、企業をモニタリングしていくという重要な役割は、株主や投資家にある。

¹ APQC は、1977 年に非営利の 501-C3 組織として設立された。APQC の Mission は私的セクター及び公的セクターでの生産性と品質の改善である。

² Martin and Petty (2000) , Chapter 1, Note 4, p.231 参照。

³ *Ibid.*, p.7, Table 1.2 参照。

⁴ フリー・キャッシュ・フロー法の形は様々あるが、Martin and Petty は McKinsey & Co. や LEC/ Arcar など を例にあげている。*Ibid.*, p.9 参照。

⁵ CFROI と TSR は、Boston Consulting Group によって開発されたものである。詳細を示せば、Boston Consulting Group は 1991 年にシカゴの HOLT 社のコンサルティング部門を買収し、HOLT 社が開発した CFROI (Cash-Flow Return on Investment ; キャッシュ・フロー投資利益率) を経営指標として導入した。その後、それをもとに TBR を開発した。

⁶ Martin and Petty (2000) , p.9 参照。

第3章 株主価値アプローチ —Rappaport の所説を中心にして—

将来キャッシュ・フローの増大のために、現在の経営判断を行う材料として、見積将来フリー・キャッシュ・フローやさらにそれに貨幣の時間価値概念や資本コストを考慮して現在価値へ割引いたもの等があげられる。前述のように、将来キャッシュ・フローを資本コストで割り引く DCF (Discounted Cash Flow) の手法はすでに経済学において見られていたし、1950年代になってからは経営学でもとりあげられるようになった。

では、株主価値を最初にとり上げたのは誰だろうか。諸説があるようだが、タイトルに Shareholder Value をとりあげているのは、William E. Fruhan, Jr. の *Financial Strategy: studies in the creation, transfer and destruction of shareholder value* (1979, Irwin) である¹。会計学、財務論において、株主価値 (Shareholder Value) を最初にとり上げた文献は、Alfred Rappaport の "Selecting strategies that create shareholder value" (1981, *Harvard Business Review*) であろう²。会計学、財務論におけるその後の株主価値という言葉の浸透を考えると、Rappaport の影響は大きなものであると思われる。Rappaport は、投資の経済的価値を見積もる方法として、「株主価値アプローチ (shareholder value approach)」を提唱した。彼は、企業の投資機会を評価するアプローチとして株主価値アプローチと会計アプローチという2つのアプローチの存在を示し、株主価値や企業価値への接近を試みている。本章では、それを手がかりとして、株主価値を考慮した評価について説明する。

3-1 Rappaport (1986) (1998) によるアプローチ

Rappaport による株主価値アプローチはいくつかの基本的な前提をもとにしてなりたっている。まず、この基本的な前提について説明し、続いて、株主価値アプローチの定義とその関連するものについて概説する。そして、Rappaport がどの視点にたつて株主価値アプローチを定義づけているのか、その特色について考察する。

3-1-1 株主価値アプローチの基本的前提

企業と企業をとりまく利害関係者 (ステークホルダー) の要求や目的は異なっている。しかし、企業の長期的な運命はステークホルダーとの財務的關係に依存する。例えば、従業員は、競争的な賃金とベネフィットを求める。顧客は、競争的な価格で高品質の製品とサービスを要求する。こうした要求を満たすために、企業経営者は、経営を効率的に運用

することによって、キャッシュを生み出さなければならない。つまり、長期的なキャッシュ・フローを重視すること、これが株主価値アプローチの前提である。

3-1-2 株主価値アプローチの定義

Rappaport は従来の期間損益に基づく期間利益に基づく会計アプローチにおける問題点を大きく3つ指摘し、そうした問題をクリアにした株主価値アプローチを提唱した³。株主価値アプローチは、予想された将来キャッシュ・フローを資本コストで割引くことによって投資の経済的価値を推測するものである。その前提として、企業やビジネスユニットのような総経済的価値である「企業価値 (Corporate value)」を負債と自己資本の価値の合計と捉えている。そして、企業価値のうち、自己資本の部分の価値を「株主価値 (Shareholder value)」としている。つまり、企業価値は負債と株主価値の合計となる (式1)。ここで、株主価値を求める式へと変換すれば、次の通りである (式2)。

$$(式1) \text{ 企業価値} = \text{負債} + \text{株主価値}$$

$$(式2) \text{ 株主価値} = \text{企業価値} - \text{負債}$$

なお、計算メカニズムについては第3部で分析を行うため、ここでは概要を示すにとどめる。なお、企業価値は3つの項目からなっており、算式を示せば次のとおりである (式3)。

$$(式3) \text{ 企業価値} = \text{予測期間における営業活動からのキャッシュ・フローの現在価値} \\ + \text{残余価値} + \text{市場性のある有価証券}$$

3-1-3 企業価値と株主価値

現在、「価値」に関連する文献は様々見られるものの、価値そのものの定義についてはあまり触れられず、その計算メカニズム、特にキャッシュ・フローの重視と言う言葉が目立っている。企業価値や株主価値の概念はその範囲や当事者の立場によって様々あることから、価値の認識、定義は非常に困難である。このため、分析や評価という手法を用いて定義がなされていると推測される。

しかし、ここで注意しなければならないことがある。企業価値は、その範囲や評価を行

う当事者によって様々なものになる可能性がある。例えば、企業価値の範囲が、将来を含めた広義の意味なのか、もしくは現在実現しているものであるのかによって異なってくる。また、企業が自社独自で価値評価を行ったものと、市場における企業価値評価は異なるだろう。市場による評価の1つとして、時価に発行済総株式数を掛けたものとして表現することもできるが、企業内ではどこかに主観的な要素が含まれるかもしれない。また、アナリストやコンサルタントがM&Aの対象として評価する企業価値と、企業側がある事業や子会社を売却したいと考えている時の評価についても異なるだろう。これについて、文献では、複数の概念の存在が指摘されている。

例えば、櫻井（2000）によれば、企業価値は次の3つに分類されている⁴。伝統的には、（1）株価総額によって測定することが多く見られた。また、（2）株価から株価収益率で資本還元した額をもって企業価値とすることもあった。最後に、（3）将来の期待キャッシュ・フローをそのリスクを反映する一定の率で現在価値に割り引いたものであり、この方法が多く支持者を集めている考え方である。そして、これは Rappaport の株主価値アプローチと共通するものである。

また、価値に色々な種類があるのと同様に、株主についても様々なタイプがある。例えば、超短期で株式を売買するデイ・トレーダーのようなタイプや長期保有を目的するタイプ等その範囲は広い。しかし、Rappaport の場合は、後者のタイプである長期保有を目的とする株主を想定していると思われる。つまり、株主価値を短期的ではなく中長期的に最大化することを目的とするためである。

3-2 株主価値アプローチと会計アプローチ

Rappaport の提唱する株主価値アプローチの特徴は、企業価値が営業活動によるキャッシュ・フロー、割引率、資本構成を反映した資本コストによって決定されるという点にある。また、注目すべき点は、各期の新規投資が将来どれだけのキャッシュ・フローを付加するかという視点に立った評価モデルであるという点である。では、このアプローチは従来の会計アプローチと比べてどのような違いがあるのだろうか。以下において、Rappaport が示している会計アプローチの持つ特徴とその限界について説明する。

3-2-1 会計アプローチの特徴

従来の会計アプローチは会計利益、つまり、企業が決算ごとに公表する財務報告利益を

もとにした方法である。会計アプローチは、会計上の指標、例えば1株当たり利益（EPS）の増加率や投資資本収益率を重視している。会計アプローチによる指標は様々あるが、ここでは、株主価値と関連する指標であるROI(Return on Investment)とROE(Return on Equity)について取り上げる。

(1) ROI

ROIは、企業あるいは事業部等の組織単位における使用資本の運用効率を測定する財務比率である。ROIの計算式を示せば次の通りである。これはデュポン分析としてよく知られているものである。

$$\begin{aligned}\text{ROI} &= \text{利益} \div \text{資本} \\ &= \text{資本回転率} \times \text{売上高利益率} \\ &= (\text{売上高} \div \text{資本}) \times (\text{利益} \div \text{売上高})\end{aligned}$$

ROIは、期間利益と資本を用いて容易に算定できるという一面をもっている。しかし、ビジネス・ユニット、あるいは全社レベルの戦略と業績評価の指標としてROIを用いる場合には、資源配分において大きなミスを招くことがある。まず、期間利益を用いていることから、①将来的な経済的価値を反映しない、また、②予想される投資とキャッシュ・フローだけではなく、過去の期間の償却不足にも依存している。また、期間利益は一期間における利益であるため、将来、つまり、企業の計画している期間後の残余価値が無視されている。

(2) ROE

ROEは税引き後利益を株主資本で除したものであり、株主が払い込んだ、あるいは企業内に蓄えた株主資本によって、企業がどのくらい効率よく利益を生み出したかということの目安になる指標である。ROIと同様にROEは売上高利益率、総資本回転率に分解することができる。すなわち、ROEの計算式を示せば次の通りである。

$$\begin{aligned}\text{ROE} &= \text{当期純利益} \div \text{株主資本} \\ &= \text{売上高利益率} \times \text{資本回転率} \\ &= (\text{純利益} \div \text{売上高}) \times (\text{売上高} \div \text{株主資本})\end{aligned}$$

計算式から ROE が次のような特徴をもっていることがわかる。

- ROE は、① 株式投資収益率を簿価ベースで表している
② 配当の源泉となる
③ 株価形成に重要な役割を果たす

ここで、ROE と ROI の関係式について示せば、次の通りである。

$$\text{ROE} = \{ \text{ROI} + (\text{ROI} - r) \} \times D / E_{(1-t)}$$

r : 利子率、t : 税率、D/E : レバレッジ (Dは負債、Eは株主資本を示す)

ROE は ROI と利子率、税率、そしてレバレッジを用いることで求められる。このため、ROE は ROI と同様の問題点も抱えている。つまり、期間利益を用いているため、利益は過去の会計上の実績に過ぎず、またその利益は会計処理方法によって影響を受け、将来予測に関しては直接的な情報を提供できていなかった。株主資本は簿価で測定されて時価との関係が含まれていない。そして、最大の限界は、資本効率性を意識しているものの、リスクの概念が欠如しており、株主資本コストが考慮されていない。

それに加えて、ROE は、財務レバレッジに特に敏感である。最適資本構成を上回る負債の元で、ROE は上昇するとしても、企業の価値は財務的リスクの増加により、減少することになる。

つまり、ROE が増加してもその要因が営業成績によるものなのか、または財務政策によるものなのか把握することは難しい。そして、資本効率性は意識しているものの、リスクの概念が欠如しており、株主資本コストが考慮されていない点が大きな問題点である。

3-2-2 会計アプローチの限界

ROI と ROE から、従来の会計アプローチの特徴を見てきた。(Rappaport のいう会計アプローチは基本的に前に説明した伝統的な会計アプローチと同様であるが、) ここで再度まとめて、株主価値アプローチとの違いを明らかにしておきたい。

Rappaport は株主価値アプローチの方が、会計アプローチよりも優れていることを指摘している。その主な理由として、次のような点を挙げている⁵。

- 会計利益は、① 会計処理方法の選択適用が認められているため、統一的ではない
- ② 企業のリスクが含まれていない (Risk is excluded)
 - ③ 将来必要とされる投資が含まれていない
 - ④ 配当政策が考慮されていない
 - ⑤ 金銭の時間的価値が無視されている。

期間利益を用いる場合、その利益数値は全社的な事業レベルと財務的リスクを反映していないし、企業の維持や、予想される成長に必要な運転資本と固定資本への投資を考慮していない。むしろ期間損益数値は、現在と将来の期間に対するコストの配分を支配する多様な会計慣行によって影響を受けている。しかし、そうした会計慣行は、通常、企業のキャッシュ・フローを反映しないため、企業価値に影響を及ぼすべきではない⁶。

以上のような問題点を解決するため、Rappaport はキャッシュ・フロー情報を利用し、資本コスト考慮した株主価値アプローチを用いている。

3-3 株主価値アプローチの利用

株主価値アプローチを用いることで、会計アプローチの限界を補うことができる。では、経営者の利益と株主の利益を連携させるためには、どのようにしたらいいのか。Rappaport は、適切に設定された業績ツールと報酬の取り決めが価値創造プロセスにとって中心的なものであると指摘している。その目的は、経営者と従業員への価値創造に対するモチベーションである。しかし、短期の業績評価を経営の長期的な価値に結びつけることが容易でないことについても触れている。

中長期をにらんだ株主価値の最大化のために、企業はどのような行動をとるだろうか。例えば、組織における事業再編があげられる。特に、合併、買収では、株式交換を用いた方法が法改正によって認められてから、それを利用するところが多い。株式交換を利用するということは、事業再編について株式市場の動向や株主の関心等を考慮することが不可欠となる。市場では、年金、投資信託等、機関投資家の運用するファンドの投資金額も巨額にのぼっている。市場型経済が発展している状況において、投資家が重視するのは将来事象の評価であり、評価のために求められる情報は内容が高度化し変容していると推測される。

つまり、フリー・キャッシュ・フローは適切に使用あるいは配分されているのか、企業

に利益が生じていても資金回収が順調に行われているのか、また将来キャッシュ・フローの予測や見積りはどうなっているのか、といった経営者の将来の経営目標等についてのさらなる情報を投資家は求めている。投資家のすべてがそうした企業の経営に積極的な関心を持っているとはいえないが、従来よりもそうした要求は高まっているだろう。

株式市場が好況な時には、その高株価を利用した事業再編により企業規模の拡大や事業内容の多角化を進めてきた。しかし、そうした投資ブームは、ただの売買ゲームへと進んで飽和状態となってしまうものがあつた。例えば、企業グループの事業に関連が少ない、もしくはほとんどない企業や事業を買収することから、シナジーが生まれにくかつた。さらに、管理面においてもコスト高になり、企業グループへマイナスの影響を及ぼすものまで出てくる始末で、新規投資として生かすことができなかつた。このため、企業グループからいち早く切り離すことが必要となるが、市場は低迷を続けていることから売却するにもその相手を探すことが困難であつたり、もし売却できたとしても、買収した当初に比べるとかなりの安値になり、大幅な売却損を計上することになる恐れもある。こうした状況下では、企業は資金の余剰があつたとしても事業再編を行うより、内部留保してグループ内への投資したり、配当の維持等にあてることが多くなるだろう。

3-4 まとめ

Rappaport は、長期的なキャッシュ・フローを重視することを前提として、予想された将来キャッシュ・フローを資本コストで割引くことによって投資の経済的価値を推測するという、株主価値アプローチを提唱している。また、経営者の利益と株主の利益を連携させるために、経営者と従業員への価値創造に対するモチベーション（業績評価指標と報酬プランの設定）が必要であるとしている。

前述のとおり、Martin and Petty は、経営者や経営管理者に価値創造行動を促進するための影響システムとして、VBM システムを展開している。そして、その価値創造行動の評価として、報酬を資本市場と関連させている。Rappaport の場合は、経営者や経営管理者に価値創造行動を促進し、かつ株主の利益と連携させることを目的として、株主価値アプローチを展開している。

つまり、Martin and Petty と Rappaport は経営者や経営管理者に価値創造行動を促進するという目的については、共通していると思われる。両者の相違は、どこにその焦点をあてているのかということである。つまり、前者は影響システムの構築に焦点をあわせ、後者は

測定や評価を中心として議論を行っている。

¹ William E. Fruhan, Jr.は、Harvard Business School の Professor である。

² 1981年の雑誌論文タイトルに Shareholder Value が用いられているが、Rappaport はここではまだ、株主価値アプローチの内容については触れていない。このため、本論文では、1986年とそれ以降に出版された文献を主に参考文献としている。

³ Rappaport (1998) , pp.32-33 参照。

⁴ 櫻井 (2000b)、19-20 頁参照。

⁵ Rappaport (1998) , p.14 参照。

⁶ *ibid*, pp.18-21 参照。

第4章 日本における価値創造経営の背景と企業会計への要請

近年、日本の企業において、価値創造の経営に取り組んでいることや今後取り組む予定であるといったことをアニュアルレポートやホームページなどの場を通じて公表しているところがある。また、株主価値向上や企業価値創造という目標に向けた指標を取り入れる企業もでてきている。例えば、経営指標に EVA や EVA の概念を参照して独自の指標を開発して利用するなど、企業価値や株主価値の向上に努めているところもみられる。また、ある雑誌では、企業の MVA ランキング等を取りあげて紹介している¹⁾。

日本の企業が価値創造経営に取り組む背景にはどのようなことがあるのだろうか。もちろん、背景にはグローバルなものもあれば、日本独自のものもある。ここでは、日本における会計情報にもたらす影響について考察するが、こうした影響は現在進行中の状況であり、それを鮮明に捉えることは現時点では未だ困難であると思われる。このため、日本の企業を取り巻く環境変化について、欧米と比較して、日本独自のもので、かつ大きな影響を及ぼしているものについて指摘したい。

ここでは、資金調達の変化と経済活動のグローバル化の2つの側面から説明する。また、企業による価値創造経営への取り組みが、企業会計制度との間でどのような影響を及ぼしあっているかについて、金融ビッグバン・会計ビッグバンの影響や International Accounting Standards (国際会計基準、以下、「IAS」とする)などの影響もふまえて考察を行う。

4-1 資金調達の変化

従来、日本の企業は、主に銀行からの間接金融を利用して資金調達を行ってきた。これは、日本企業がメインバンク制をとっていたことからわかる。また、株式持ち合いに基づく系列を構築してきた。主な系列を示せば、①財閥に基づく系列、②金融機関を中心とするような資本系列、③前に挙げた①②とは多少独立する関係の取引系列²⁾等が挙げられる。

銀行と企業の間や企業同士での株式の持ち合い構造のもと、安定株主の確保や安定的な取引関係を築いてきた。しかし、こうした関係は、実際にはコスト高などが生じる大きなハードルとなっていた。

バブル経済の崩壊後、銀行は大量の不良債権を抱え、その回収や消却等に注視せざるを得なくなり、貸し渋りを行う状況に陥った。また、株価の下落により、株式の持ち合いによる効果が目減りするだけにとどまらず、大きな負荷となるところもでてきている。また、

銀行は、BIS（Bank for International Settlements）基準の影響も受けており、国際決済を行うために必要な自己資本比率の確保などに非常に敏感になっている。このため、銀行は現在、企業の資金繰りについて十分な働きを行うことができなくなっている。

企業は資金調達において、これまで以上にリスクやリスクの分散等を考慮する必要がある。もちろん、日本企業のうちでも、企業内に内部資本金制度を持ち、企業内部で資本にコスト率をかけ、リスク管理を行っていた企業や、金融子会社を設立し、グループ内の資本を効率的に管理する企業もあった。企業の中には、資金調達を銀行からの借り入れに依存し過ぎない程度にして、さらに市場からの直接調達を増加させるという動きや、金融子会社を設立して、資金の一括管理を進んで行うといった動きも現れてきた。こうした状況から分かるように、グループ全体の連結経営を新たに考え直す必要性が高まっていると推測される。

また、企業は経営活動や資金調達をグローバルに行うようになってきたことにより、株式市場を通じた直接金融を利用するところが増えている。企業と金融機関の持ち合い解消が進み³、株式の流動性が高まる中で、外国人投資家や機関投資家が日本株を買い増しており、外国人持ち株比率は高まる傾向にある。

全国証券取引所の調査によれば、上場企業の外国人持ち株比率は 2003 年 3 月末時点で 17.7%と 10 年前に比べて 11.4 ポイント高まっている⁴。新聞報道によれば、近年、日本の有力企業の大株主に外国人投資家が相次いでなっていることが伝えられている。日本経済新聞社の調査によれば、2003 年 3 月末時点で外国人持ち株比率が 40%以上の企業は 4 社であったが、2003 年 9 月末時点には、外国人持ち株比率が 40%以上の企業は 11 社へと増加していることが観察されている⁵。日本経済新聞に掲載された資料を参考に外国人持ち株比率が高い主な企業を表にまとめれば表 4-1 の通りである。

2003 年 9 月末の外国人持ち株比率が最も高いのは、ロームの 48.1%である。ロームは半導体の独自技術で 2003 年 9 月期中間期の連結売上高経常利益率が 26%に達する高い収益率が評価され、3 月末時点から 7.4 ポイントの上昇がみられている。上位で目立つのは、キヤノンや HOYA、富士写真フイルムなど強い技術力や独自製品を武器にデジタル景気を享受している企業や業績が安定している医薬品会社である。もちろん、強い収益力は必須条件だが、投資家向け広報（Investor Relations、以下「IR」とする）や企業統治改革に力を入れている点でも共通している。キヤノンは日本の決算発表と同じ日に欧米アジアでも業績説明会を開くなど海外 IR に積極的である。オリックスは 2003 年 6 月に委員会等設置会社に

移行し、東京エレクトロンも社長の報酬を決める任意の委員会を1998年に設けるなど、米国流の企業統治をいち早く取り入れている。

<表4-1 外国人持ち株比率が高い主な企業⁶> (単位：%)

企 業 名	2003年9月末	2003年3月末
ローム	48.1	40.7
キヤノン	47.4	46.1
HOYA	46.8	38.1
ヤマダ電機	45.6	40.3
オリックス	45.3	39.3
富士写真フイルム	44.4	40.3
塩野義製薬	43.5	39.4
東京エレクトロン	41.1	30.6
日東電工	41.1	26.6
山之内製薬	40.6	37.4
クレディセゾン	40.0	33.2
TDK	39.3	37.1
ソニー	38.6	35.8
任天堂	36.5	30.1
花王	36.3	36.5
ヒロセ電機	35.3	33.9
メイテック	35.1	32.8
村田製作所	35.0	30.1
パイオニア	34.7	30.0
武田薬品工業	34.7	31.9

また、外国人投資家による株式保有の増大は、大手損害保険グループ5社においても観察されている。2003年9月末における外国人持ち株比率は、全社で半年前の2003年3月末より上昇しており、三井住友海上火災保険など3社では30%を超えている。こうした要因

について、IRの強化や自社株買いなどの資本政策が評価されたと報じられている。大手損保は、財務内容が堅実で配当水準も安定していた医薬品などと並び外国人株主が多い業種であるが、その比重が一段と高まっている⁷。日本経済新聞に掲載された資料をもとに大手損保における外国人持ち株比率をまとめれば表4-2の通りである。

<表4-2 大手損保の外国人持ち株比率⁸> (単位：%)

	2003年9月末	2003年3月末
三井住友海上火災保険	34.5	28.2
日本興亜損保	31.0	29.9
ミレアホールディングス	30.6	25.9
損保ジャパン	29.9	24.9
あいおい損保	17.7	17.0

外国人投資家の増加により、企業は彼らの投資尺度を考慮した企業経営活動を行わなくてはならない。期待にうまく応えなければ、彼らは株式を手放してしまう可能性があるため、短期的には企業にいい刺激を与えるだろう。

以上のように、投資や資本の効率に厳しい目を向ける外国人株主の増加は、経営を変えつつあるといえよう。日本企業の大株主に顔を出しているのは年金や投資信託といった長期の運用資金を運用する機関が中心となっている⁹。そのため、日本企業に対する、収益向上や経営改革への要求は今後、一層強まる公算が大きいと考えられる（日本でも年金資産の運用でアメリカと同様な動きがでてきている）。

企業における金融資本の変化は、株主の変化を生み、また、株主の企業に対する要請にも変化が表れている。例えば、外国人投資家や機関投資家などは、従来の株主と比べてみれば、企業に対して積極的に企業活動について説明を求めている。こうした要請に対して、企業が株主への情報提供内容を増やしたり、企業内の経営システムを見直すという動きも出てきている。このような金融資本の変化により、企業は資金調達が従来よりも安定的ではなくなっている。企業は従来よりも株主のことを考慮して経済活動を行い、資金を提供してもらうように努めなくてはならないという必要に迫られている。

つまり、企業は自社への投資の魅力を高めるため、将来キャッシュ・フローを高める経営である、価値創造経営に取り組みはじめていると考えられる。

4-2 経済活動のグローバル化

企業の経営活動のグローバル化にともなって、従来の会計制度では捉えきれない取引が増加してきている。例えば、金融市場の発達にともない、新金融商品の種類や規模が大きくなり、利息とリスクに依存する多様な取引形態が出現している。このため、将来見込まれる企業のリスクや時間的な価値など、一期間では捉えきれない状況について考慮すべきことが増えている。しかし、日本企業における IR の状況をみると、財務会計情報は掲載されているものの、株主価値に関連する情報は、未だ詳細にはされていない。企業が株主等に公表する財務情報、例えば、期間損益計算などの財務会計情報からは、株主価値を考慮した経営が企業でどのように行われているのかについて、推測や分析を十分に行うことは難しい。これは、財務会計が一期間の経営成績と期末における財産状態という事実を表現するものであるのに対し、価値の創造は一期間にとどまらずに積み重ねていくものであるためである。また、経営成績には直接的には影響を及ぼさないものの、貸借対照表に大きく影響を及ぼすといったものがでてきている。さらに、今後、企業に生じる大きな債務として、退職金や年金があげられる。将来、支払の発生する債務について、十分な引当が行われていないところもある。

以上のような点について、より具体的な説明を行うことによって、投資の魅力を高める必要があるだろう。将来発生する債務は、キャッシュもしくは株式として企業外へでていくものであり、こうしたものもまた、キャッシュベースで評価を行う必要がある。

4-3 金融ビッグバン・会計ビッグバンの影響

企業の多角化や国際化に伴う資本市場のグローバル化にしたがい、日本の企業の国際的競争力を高める上で、会計制度の限界などを見直す必要が高まった。こうした状況に対応して、(日本版)金融ビッグバンや会計ビッグバンといった、商法の改正や会計制度の変更や新設が行われた。(日本版)金融ビッグバンは、企業の国際的競争力を回復することを目的として企業再編の基盤を整えるものである¹⁰。(日本版)金融ビッグバンの主な例をあげれば、1997年商法改正による持ち株会社の解禁、1999年商法改正による株式交換制度、2000年商法改正による会社分割法の制定などがあげられる。会計ビッグバンは、投資家に有用な情報提供を可能にし、また会計基準の国際的な調和を図ることを目的としたものである。松尾他(2002)は、会計ビッグバンの目的を「会計の目的は企業活動に関する実態開示を第一義とすることを強調することにある」と指摘している¹¹。会計ビッグバンの主な例をあ

げれば、有価証券の時価評価、連結重視の決算報告、連結キャッシュ・フロー計算書の作成の義務づけなどがあげられる。

企業組織再編の基盤が整えられ、また、企業活動の実態開示についての評価が厳密になった。後者は、企業に企業外部への報告内容について、従来よりも充実させるように要請しており、義務の部分が強いように思われるが、実は企業にとってもメリットがある。つまり、企業外部へ提供する材料、つまり、株価形成材料の質が向上すると考えられるためである。

4-4 IAS やユーロ市場の影響

制度変更の背景には、IAS やユーロ市場の影響も少なからず存在している。2005 年より、欧州連合（European Union）は IAS か、もしくはそれと同等の基準しか認めないということを発表している。このため、現在は通用している日本の会計基準が 2005 年以降は認められない可能性がある。

また、国際会計基準理事会（International Accounting Standards Board, 以下、「IASB」とする）と米国財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board, 以下、「FASB」とする）は 2002 年秋に、会計基準が優れていると判断したものに基準をあわせていく方向で、会計基準を統合する方針で合意したことが報じられている¹²。

グローバルな展開を行っている企業は、会計ビッグバンや金融ビッグバンの影響に加えて、IASB や FASB の動きにも注視する必要がある。

4-5 まとめ

以上、日本の企業が価値創造経営に取り組む背景について、その概要をみてきた。日本の企業における資金調達の変化や経済活動のグローバル化は、外国人投資家や機関投資家の増加を生み、従来よりも株主のことを考慮する必要性が高まった。また、投資の魅力を高めるために、企業に対して企業内のマネジメントと企業外部への報告をともに変化させる必要を迫っている。前者については、価値創造経営への取り組みという形が見られており、後者については、企業会計制度の変更や新設といった動きがみられている。

金融ビッグバン・会計ビッグバンの影響や IAS やユーロ市場の影響は、キャッシュベースの評価という点が強調されるものである。

企業の現状を把握するためには、過去の業績評価が必要である。ここでは、企業の利益

等に影響を与える主観性をできるだけ取り除いて（例えば、資産の評価などで）、評価しなければならない。このため、原価ベースでの評価が有用である。

しかし、企業の将来像について評価するためには、現在までに投資しているものについて、将来どれくらい回収できるのかを見積り評価する必要がある。このため、キャッシュベースで評価をすることが有用となる。もちろん、資本コストを考慮した価値ベースでの評価となる。ここに、企業が価値創造経営に取り組む理由があると考えられる。

¹ EVA やそれに類似した尺度を利用している企業としては、花王、オリックス、松下電工、松下電器、リコー、HOYA、TDK、ソニー、などがある（順不同）、毛利（2000）、50-53 頁、小倉（2000）、16 頁の表-1 参照。なお、EVA を各企業にあわせた尺度へ改良して利用している企業の例を紹介すれば次の通りである。オリックスは OVA、松下電工は MEP、松下電器は CCM、HOYA は SVA、TDK は TVA といった指標名を用いている、水野（2000）、77-79 頁、週刊東洋経済（2000）、28 頁、34-38 頁参照。

² ここでいう取引系列とは金融機関との系列を横断するような取引系列を推定している。

³ 金融機関が保有株式を売却せざるをえない要因について、竹下（2001）は次のような背景を示している。

公的資金を受けた銀行は、「平成 11 年 9 月 30 日に金融再生委員会が公表した 2 つの健全化計画履行状況監視指針、『経営健全化計画の見直しについての基本的考え方』と『資本増強行に対するフォローアップに係る行政上の措置について』によって、次のことが義務付けられている。

つまり、「公的資金を完済するまでは健全化計画の定期的な見直しと公表が義務づけられる上、計画の下方修正の際にはさらなる再編とリストラが求められる。収益目標と実績の乖離についても、『3 割ルール』という定量基準が導入されており、ROE と当期利益についてチェックを受けるようになっている。さらに、収益動向だけでなく、株価、至上調達金利、預金など、マーケット要因も重視されるということが明文化されている。これらは銀行経営者に対して非常に強いプレッシャーになっていることがわかる。」竹下（2001）、第 7 章、p.136 参照。詳しくは、竹下（2001）、136-138 頁を参照されたい。

⁴ 日本経済新聞、2003 年 11 月 27 日、朝刊、3 面、きょうのことば「外国人持ち株比率」参照。

⁵ 同上、2003 年 11 月 27 日、朝刊、1 面参照。

⁶ 日本経済新聞の記事を参考に表にまとめている。ここでは、外国企業の傘下にある企業などは除外されている。なお、キヤノンは 2003 年 6 月末と 2002 年 12 月末の数値を用いている。

⁷ 日本経済新聞、2004 年 1 月 10 日、朝刊、4 面参照

⁸ 同上、2004 年 1 月 10 日、朝刊、4 面、図「大手損保の外国人持ち株比率」参照。

⁹ 日本経済新聞、2003 年 11 月 27 日、朝刊、1 面参照。

¹⁰ 松尾、水野、笹倉（2002）、3-4 頁、8-9 頁参照。

¹¹ 同上、8-9 頁参照。

¹² 日本経済新聞、2004 年 1 月 13 日、1 面参照。

第5章 本論文における価値創造経営への展望

前章までにおいて、欧米における価値創造経営の背景と諸説、そして日本における価値創造経営の背景についてその概略を説明した。本論文はそのような背景を考慮しながら、株主価値創造経営の現状および日本におけるあり方について、特に会計学の視点から考察するものである。

5-1 本論文の立場と研究のアプローチ

本論文では、株主価値重視の経営とそれに関連する会計情報の役割や課題について、会計学の視点から次のような考え方を出発点として考察を行う。

5-1-1 対象企業

対象とする日本の企業は、ホームページや有価証券報告書、Annual Report などを通じて、企業が株主価値重視や価値創造の経営を行っていることを公表しているところである。その中には、インタビュー調査を行ったソニーや松下電器産業なども含まれている。

5-1-2 日本の企業における株主価値重視の経営の定義

株主価値重視の経営はその発祥が欧米にあり、日本の企業における株主価値重視の経営を一様に定義することは難しい。近年、日本においても株主価値、企業価値等と関連する理論や実務について、ファイナンスや経営管理など様々な視点から展開された文献が多く見られる。しかし、企業、コンサルタント、あるいは機関投資家等、様々な立場から様々な見解が述べられており、その内容についてもわかりにくい。以上のことから、企業と株主における「企業価値」「株主価値」創造について、基本的なコンセプトを整理する必要がある。さらに、分析者がどのような立場から論じているのかによって、株主価値経営の特徴づけが異なっている。ここでは、会計学研究に携わるものの一視点から、株主価値重視の経営について次のように仮定する。すなわち、株主価値重視の経営とは、将来キャッシュ・フロー増大のために行う経営と仮定する。

ここでは、Martin and Petty や Rappaport の所説を参考にして、株主価値重視の経営とは、企業内に行動の変化を促す影響システムであり、企業全体の将来キャッシュ・フローを高める経営を行うことによって、株主の価値を創造し高めるものであると考えている。将来

キャッシュ・フローを高める経営とは、企業を構成する様々な事業から、つまり企業全体から生み出されるキャッシュ・フローを管理し、さらにその再配分の決定までを含むものである。

この資金の再配分とは、企業内にとどまらず、企業の将来ビジョンのもと、事業の新設や統廃合が含まれる。こうしたことから、株主価値重視の経営は、企業内部だけではなく、企業外部と関連するため、大きく2つに分けて検討する必要がある。

1つは、企業内部と関連するマネジメントであり、もう1つは、分社、統合、M&A、TS、自社株消却等の企業外部と関連する意思決定やその情報開示である。

前者に関係する会計情報は管理会計情報である。管理会計情報を取り上げる理由は、経営内部において株主価値重視の経営が行われているとすれば、そうした経営を反映する会計情報が経営管理目的のために内部で作成され、利用されていると考えられるためである。もし、経営内部において株主価値重視のための管理会計情報が作成・利用されていなければ、経営者がいくら株主価値重視の経営に取り組んでいると外部向けに説明したとしても、そのような経営が実際にどの程度行われているかどうかを判断することは容易ではない。

なお、上の定義における「将来キャッシュ・フローの増大」とは、資本コストを上回るキャッシュ・フローの増大を意味している。資本コストを上回らなければ、フリー・キャッシュ・フローが増加しても株主価値は失われてしまう。例えば、将来に有利な投資代替案がないのに資金を企業内部に留保するならば、株主価値は失われる。また、自らの地位のために経営者が企業規模の増大を選好し、その結果、将来キャッシュ・フローを資本コストで割引いて求められる企業価値が下落するとすれば、同様に株主価値は破壊されることになる。そこで、株主価値重視の経営では、資本コストを上回るキャッシュ・フローの増大が基本的な前提である。

5-1-3 分析手法

このように、株主価値重視の経営では、企業は長期的投資の立場から、将来キャッシュ・フローの増大のための経営を行っていると考えられるが、実際に株主価値が重視されて経営が行われているのかどうかを判断することはそれほど簡単ではない。株主価値重視の経営の基本的なコンセプトを確立する必要があるし、具体的な評価方法も検討しなければならない。

基本的コンセプトとして、会計学、財務論において注目されるのは、Rappaport (1986)

の見解であるが、その基本的な立場は第3章で説明した通りである。さらに、企業による株主価値を考慮した評価方法として、キャッシュ・フロー情報をもとにしたツール、DCF、MVA、EVA等が挙げられる。本論文では、こうした会計情報のメカニズムについて分析を行う。

しかし、株主価値重視の経営が実際にどのように行われているのかについては財務会計情報や実践している企業のケース・スタディ等の文献のみでは十分に分析することは難しい。そこで、この研究を進めていくには、可能な程度でケース・スタディを行い、当該ケースでの適用の実態を把握することが必要である。

本論では、インタビュー調査を行った3社（松下電器産業株式会社、松下電工株式会社、ソニー株式会社）についてとりあげている。この3社については、すでに若干の先行研究があり、いくつかの文献でその概要が既述されているが、実際に行ったインタビュー調査ではその内容を確かめることができた。

そして、以上のような実態調査を踏まえ、どのような会計情報が株主重視の経営をサポートしているのかについて考察を進めていきたい。まず、外部向け会計情報について分析するが、ここでいう外部向け会計情報とは、企業外部に提供され、企業をとりまくステークホルダーが容易に入手でき、意思決定において1つの情報源となる財務会計情報であり、例えば、有価証券報告書や Annual Report があげられる。財務会計には、情報提供機能と利害調整機能の2つの機能があるが、筆者はこれまで情報提供機能について検討を行ってきた。本論文も同様に、情報提供機能の側面から検討するのであるが、上述のように、財務会計のみを研究するだけでは十分とは言えない。このため、企業内部で用いられる管理会計情報についても分析するが、上記の3社のインタビューでもこれに関して調査を行っている。

近年、日本の企業の中には、Annual Report 等において、企業経営者が企業あるいは企業集団における株主価値向上を標榜していることが少なくない。しかし、その目標のために行われる手段は様々である。さらにそうした取り組みが株主価値向上にどのような貢献をしたのかについて、部分的には、コンサルティングファーム等を介した情報を収集することもできるが、外部報告の会計情報だけから評価することは難しい。このため、企業内あるいは企業集団において、また、その経営管理において、株主価値向上のために会計情報がどのように用いられているのかを観察し、それらの姿勢が株主からどのように評価されるのかということについても考察したいと考えている。つまり、会計学における財務会計

と管理会計とが共通する領域である、企業の経済活動の実績を測定する会計の領域が本論文の領域である。

5-2 本論文の構成と概要

本論文の第1部では、株主価値に関連する理論・実務の先行研究、株主価値重視の経営を行っている日本の企業をとりまく環境変化などの背景や現状などについて概説した。これに続いて、第2部においては、第1部の内容を踏まえて、日本における株主価値重視の経営の実践について考察する。さらに、株主価値を考慮する経営の分類を示し、共通するものとそれぞれの特徴についてまとめる。第3部では、第1部第2部の内容について、さらに深く会計の測定メカニズムを検討し、企業内のマネジメントにおいて利用されている、DCFをはじめとする若干の指標のメカニズムを分析する。最後に、日本における株主価値重視の経営の今後の展望や会計情報への要請について私見を述べたい。

第2部 価値創造経営の諸相

近年、日本の企業において、価値創造を考慮した経営に取り組んでいるところが増えてきている。例えば、経営者のアナウンスやIR情報提供の場において、株主価値重視、株主価値を考慮した経営に取り組む等、「株主価値」という言葉が並んでいる。また、米国経営コンサルティング企業のStern Stewart社が開発したEVAに代表されるような特別な株主価値尺度に基づいて戦略的な経営を展開しようとするいくつかのケースもみられている。

企業はなぜ価値創造を考慮した経営を行い、価値創造の測定を行っているのだろうか。その目的はどこにあるのか。こうした疑問を紐解くために、まず、企業が価値創造を考慮した意思決定として、どのような行動をとっているのかについて見ていく。特に、そうした意思決定において、どのような会計情報が利用されているのかについて焦点をあてる。企業がそうした取り組みを行うことにより、企業内でどのような変化が生じているのだろうか、企業は株主等へどのような説明を行っているのか。また、それに対する株主等の反応はどうか。

まずは現状をふまえるためにケース・スタディを行うことにする。ケースとして取り扱う企業は、現在、価値創造を考慮した経営をすすめている日本の企業である。本章では、インタビュー調査を行った3社の実態調査の内容を踏まえて、どのような会計情報が価値重視の経営をサポートしているのかについて考察する。

ここで、価値創造という言葉について仮定をおきたい。ここでいう、価値創造とは、企業全体の価値創造を通じて、しいては株主価値の創造を図ることを意味している。つまり、株主のほか、企業を取り巻くステークホルダーの価値創造を含む大きな概念とする。

第2部の構成は次の通りである。第6章では、価値創造経営をサポートする会計情報について、ヒアリング調査の内容をもとに考察する。実際に、企業が価値創造の経営をどのように行っており、そこで会計システムがどのようなサポートを行っているのかについて示す。もちろん、会計システムで認識し、測定するものと実像の間には、ギャップがあると思われるが、どこまで捕らえられるのかについて検討する。

なお、調査方法については、アンケート調査を実施して比較分析を行うことが有用であるかもしれない。しかし、各企業において、価値創造の経営の捉え方が多様であり、また、実施している企業とそうでない企業があるなど、同一の質問事項ではノイズが含まれる可能性があるという限界から、本論文では採用していない。第7章では、日本の企業におけ

る価値創造経営をその特徴から考察する。

第6章 価値創造経営の事例 ―ケース・スタディー―

現在、日本の企業における株主価値を考慮した意思決定である、価値創造経営はどのように実践されているのだろうか。ここでは、ヒアリング調査の内容をもとにして、その現状を紹介し、そこで会計システムがどのようなサポートを行っているのかについて考察する。インタビューを行ってヒアリング調査を行ったのは、ソニー、松下電器産業、松下電工の3社である。そのうち、ソニーについては、少し詳しく説明したいため、最初にソニーについて述べる。続いて、松下電器産業、松下電工について、可能な範囲で説明を行う。ソニーは、子会社や関連会社等から構成される企業集団の組織構造を持ち、グローバルな市場から資金調達を行っている。このことから、他の日本企業と比較して、より株主のことを考慮する環境にあると考えられるためである。

本章では、まず、事前調査や雑誌論文、企業のホームページ等で得られたデータに依拠して、各社の価値創造の経営について、その概要を説明する。続いて、ヒアリング調査に基づいて、価値創造の経営の現状について考察を行う。

6-1 ソニーにおける価値創造経営

我が国で最近認められるようになった純粋持株会社をはじめとする組織再編基盤の整備により、M&Aを始めとする企業の組織再編の活動が活発になっている。そうした企業の中には、組織再編の目的の一つに株主価値の向上を掲げたり、今後、株主価値重視の経営を行うことを掲げるところが見られている。さらに、M&Aばかりではなく、分社、統合、TS、自社株消却等も利用されている。しかし、そうした組織再編もまた株主価値重視の経営となるのかどうかについては、別に検討する必要がある。

もちろん、そのような財務的取引を伴う組織再編の多くが、CEO (Chief Executive Officer) や CFO (Chief Financial Officer) といったトップレベルでの意思決定の結果行われるものであり、資本コストなどを考慮して行われていると推測される。しかし、あくまでも意思決定における資本コストの考慮であり、業績評価に関係するかどうかは定かではない。

これに対して、組織内部で資本効率的な経営が追求される場合、資本コストを考慮した業績評価が組織的に制度化されることが多い。制度化においては、組織再編を伴うことが少なくないが、これは外部的な財務取引ではなく、マネジメント・コントロールの一環としての業績評価が行われることを示している。

ソニーにおいても、以上のような事業再編や組織再編が混在している。ソニーは、1999年3月の経営機構改革の説明において、「企業価値」重視の経営（バリュー・クリエーション・マネジメント、Value Creation Management=VCM、以下「VCM」とする）の実施を組織内外に表明した。それは、明らかにマネジメント・コントロールの一環として、VCMを行うということであった。しかし、その前後にトップの意思決定が資本コストを考慮して行われていたことも事実であろう。もし、明示的に資本コストを考慮しなかったとしても、株主価値重視の経営としての判断があったかどうかを議論する余地のあるものがいくつか見られる。

以下では、まず、本社組織の再編にも触れながら、VCMに基づくマネジメント・コントロール・システムについて説明し、続いて、トップ主導で行われた意思決定等についても説明する。後者の例として、ここでは2000年から2001年にかけて行われた、EMS企業への工場売却、上場子会社3社の100%子会社化、TSの発行を取り上げる。

6-2 VCMの導入と推進のための取り組み

ソニーは、1999年3月の経営機構改革の説明において、「企業価値」重視の業績評価指標を導入することを公表した。ソニーが、Annual Reportにおいて公表したものの一部を示すと次の通りである。

「…当社は、価値創造の経営（バリュー・クリエーション・マネジメント=VCM）を進めるためのベースとして、資本コストを正しく反映させた新しい業績評価尺度を1999年度より導入します。…（中略）グループ本社は、今後、各事業ユニットに対して株主企業価値創造の目標を設定し、戦略の構築と実行を求め、さらには報酬制度との連動をめざします。このようにして、株主企業価値の創造をグループ経営の基本に位置づけ、具体的な行動に結びつけていきます。」¹

一般に、分権的な組織形態として、事業部制、戦略的事業単位（Strategic Business Unit, SBU）、カンパニー制などがある。ソニーでは、事業本部制を採用してきたが、有効に機能しなくなってきたために、1994年以後、カンパニー制を採用している。1994年4月1日に事業本部、開発本部、営業本部を改組して、3つのグループカンパニーと5つのディビジョン・カンパニーを設立している。カンパニー制とは、市場ニーズや市場環境の変化に迅

速に対応するために、法的実体のないバーチャル・カンパニー（擬似的な会社）を企業内部に設けて、それを通じて戦略の設定と実行を行うものである。なお、ソニーではその後、数回にわたってカンパニーを再編成している。

ここで、事業本部制からカンパニー制へと組織再編を行った背景について、少し詳しくみていきたい。事業本部制が有効に機能しなくなったことが理由としてあげられているが、その問題点はどこにあったのだろうか。カンパニー制導入の理由について、高橋（2004）はソニーへのインタビュー調査から得られた内容として、次のことを紹介している。

「(前略) カンパニー制導入の理由として『会社の規模が大きくなるにつれて組織が複雑化し、その結果として責任の所在が曖昧になってしまった。また、個々の意思決定も慎重になりすぎて思い切ったことができなくなったので、階層の少ないシンプルで自己完結型の組織を目指した』とその経緯を述べている。」²

カンパニー制導入の背景には、事業部制のままでは、迅速に行動することが難しくなっていたことがあったと考えられる。このため、ソニーでは事業責任を明確にし、市場のニーズへの対応を迅速にする組織構造が求められた。そこでカンパニー制が導入されたのである。ソニーにおけるカンパニー制の特徴をおおまかに示せば次の通りである。

- (1) 戦略に基づく事業区分を行い、新規事業についても独立のカンパニーを設立し、積極的に資源配分を行う
- (2) あくまでも1つの法的単位内での再編のため、戦略のトップダウン的な伝達が可能である
- (3) 自己完結型あるいは、自律型の組織を目指している³

カンパニー制の導入により、従来よりも市場、顧客の視点を考慮してスピーディーに行動できるようになった。

1999年4月に入ると、4つのネットワークカンパニーを設置し、競争力のある製品・サービスの開発・商品化を推進する制度的な基盤を一層整備した。また、本社からの権限委譲を進めることにより、自主・自律したネットワークカンパニーの経営をさらに強化してきた。さらに、ソニーでは、統合と超分極の経営、およびグループ内アライアンスを強力

に推進するために、本社の再編を実施し、「グローバル・ハブ」、「エレクトロニクス・ヘッドクォーター（HQ）」を新設した⁴。

ソニーのいう統合と超分極の経営について、その概略を示すと次の通りである。まず、創業以来、グループの主力であり続けたエレクトロニクス事業を「基幹事業のひとつ」と再定義し、エレクトロニクス事業、ゲーム事業、インターネット／コミュニケーション・サービス事業、エンタテインメント事業、金融サービス事業を「5つの基幹事業」と位置づけている。さらに、これまで企業組織の基本であったピラミッド型の組織構成等を見直し、ネットワーク型の組織体制を整える方針を決定した。具体的には、大幅な権限委譲を行うことによって各事業の自立的な経営や迅速な意思決定を可能にする。その一方で、グループ本社のリーダーシップのもとに基幹事業間の戦略的提携を強化してグループ全体の統合戦略を描き、企業価値の極大化を目指している。以上のような新しい経営モデルをソニーでは「統合と超分極の経営」と呼んでいる。

事業の構造は、グローバル・ハブを中心として、円を描くように設計されている。エレクトロニクスに関しては、エレクトロニクスHQがあり、その下にエレクトロニクスがあるが、その他の4つの事業はグローバル・ハブと直接繋がっている。それぞれの5つの事業同士についても横のつながりを構築している。

2003年3月現在、グループ全体の構造は、法人格を持つSONY、販社、EMCS（Engineering Manufacturing Customer Service、生産請負会社）の3社とバーチャルカンパニーである、ネットワークカンパニー7社からなっている。

	1	2	3	4	5	6	7
SONY							
EMCS							
販社							

ネットワークカンパニー

EMCSは、設計・生産・在庫管理・物流を担当する新しい設計・生産プラットフォーム会社である。EMCSがあるため、ネットワークカンパニーは、研究開発、ビジネス企画な

どビジネスを創造する事業体としての役割に専念することができる。図に示すとネットワークカンパニー7社が縦列を形成し、それらを横断する形で法人格を持つ3社が存在している。

このように、ソニーでは事業の統合と再編を進めるため、組織の改組を行ってきたが、VCMをさらに推進するために、1999年4月よりエレクトロニクス部門を中心に資本コストを反映させた経営指標であるEVAを業績評価尺度として導入している。EVAは、資本コストを反映させた新しい業績評価尺度であり、「税引後営業利益から負債資本コストと株主資本コストを差し引くことで求められる経済価値の概念」⁵に基づいている。EVAについては、後ほどもう少し詳しく検討する。

ソニーはEVA導入による効果について、Annual Reportで次のように示している。

「他のセグメント分野に先行して導入したエレクトロニクス分野においては、生産事業所の統合・再編や、投資の厳選、外部生産委託の拡大など思い切った事業の選択と集中を行ったことで資本効率も高まり、EVA[®]を大きく改善することができました。当年度からは執行役員に加え上級管理職も対象としてEVA[®]を報酬制度に本格的に連動させました。これらの結果、各事業ユニットにおいて資本コスト重視の考え方を急速に浸透させることができました。2001年度においては、音楽と映画のエンタテインメント分野でもEVA[®]を本格的に導入する予定です。ソニーは今後も、グループ全体の経営管理、投資評価、業績評価のための尺度としてEVA[®]を一層積極的に活用していきます⁶。」

2002年度のAnnual Reportによれば、ゲーム、音楽、映画の各分野の業績評価においても、EVAが導入されたことが示されている⁷。

「1999年度に導入したEVA[®]は、投下資本のリターンを高めるための手法として戦略的に活用する段階に入りました。高成長、高収益分野へ経営資源を集中させるため、EVA[®]を指標とした事業の選択と集中の見極めを加速させています。2000年秋には、エレクトロニクスビジネスの115カテゴリー中28カテゴリーを撤退または縮小すべきと判断し、当該事業に携わる約850人のエンジニアについては戦略的に重要な分野、成長が見込める分野への転用を積極的に進めています。また今後は、成熟

化の進んだAV関連の低採算事業についても、事業継続の必要性の判断を早期に実施する予定です⁸。」

2002年度のAnnual Reportによれば、他のセグメントに先行してEVAを業績評価に導入したエレクトロニクス分野では、さらに、資本効率の改善を図るための投資や在庫のコントロールなど、EVA改善に向けた施策が積極的に実行されていることが示されている。また、グループ従業員の行動が企業価値に結びつくよう、EVAの報酬制度への連動も進めている⁹。

以上のように、ソニーはVCM推進のために、管理の面において資本コストをより重視した経営を浸透させている。その方法として、資本コストを考慮したEVA[®]を活用し、さらに報酬とリンクさせ、資本効率に重点を置き既存事業の見直しを一層進めることで長期的な企業価値の創造を図ろうとしている。

6-3 事業再編に対するトップダウン的な意思決定とアクション

前節において、ソニーにおけるマネジメント・コントロール・システムのあり方として、組織の再編とEVAの導入を中心に、VCMの説明を行った。冒頭で述べたように、マネジメント・コントロールという内部的なもののそとで、いわばトップダウン的に行われてきたいくつかの意思決定やアクションがある。ここでは、その例として、2000年以降に行われた3つの意思決定ないしアクションを取り上げる。そして、それらが株主価値重視の経営にどのように結びつくのかについて考察する。

6-3-1 EMS企業への工場売却

2000年末に、ソニーはエレクトロニクス部門の工場を世界最大のEMS企業であるソレクtronに売却した。当該工場は、カーナビやステレオ等のカーエレクトロニクス製品の製造子会社である、ソニー中新田（宮城県）である。

2000年10月18日、ソニーの安藤国威社長はソレクtronとの提携について、「企業競争力を強化するうえでは、必ずしも自前主義、工場の所有にはこだわらない」と述べている¹⁰。

また、物作りの強化策として、2000年春からEMCS構想を打ち出している。これは、製品と部品の設計・生産から物流やアフターサービスまで製造に関わる全工程を一手に引き

受ける専門会社を設立することを柱としたものである。この EMCS を 2001 年度初頭から日本国内に設立した結果、在庫の大幅削減に目覚しい効果が発揮され、その模様は 2002 年度 3 月決算に顕著に見ることができる¹¹。

つまり、成長性や付加価値の低い製品については、グループ以外の専門企業に生産を委託するという手段をとり、今回の工場売却がその第一弾となった。今後、将来の成長戦略に寄与するような経営資源の特化、販売や本社組織に関しても、総合的な事業効率の改善をさらに進める予定である。グループ内外の生産機能を状況に応じて使い分けることで、さらなる企業競争力の維持・強化が推測される。

実際に、このような工場売却が株主価値の増大を意図して行われたかどうかは明らかではない。しかし、この工場売却によって、ソニーが持つ固定資産が減少し、キャッシュ・フローが増加したとすれば、株主価値を高める効果が存在するといえるかもしれない。

ここで、企業が EMS を利用することにより、株主価値創造に向けてどのような効果をもたらされるのかについてももう少し詳しく考察する。

稲垣（2001）に依拠して、EMS の発展の歴史をたどりながら、EMS の特徴についてみていく。EMS は 1960 年代、主として大手エレクトロニクス・メーカーの生産能力不足を補う下請けとして出発した¹²。EMS が発展したきっかけは 2 つある。第 1 に、1980 年代前半に電子回路の組み立てに SMT（表面実装技術）と呼ばれる新しい生産技術が採用されたこと¹³。第 2 に、同時期に IBM の初代パソコン開発チームが大胆なアウトソーシングを進めたことである¹⁴。SMT には、巨額の投資が必要であり、IBM や HP といった一部大手メーカーを除いて、中堅メーカーの多くは、自社で開発することをあきらめ、EMS へ委託をはじめた。その後、SMT 技術はどんどん高度化し、個々のメーカーで開発がますます困難になっていった。

特に注目すべき点は、EMS 発展の第 2 のきっかけである IBM による外部リソース利用方式の採用である。これにより、それまで下請けにすぎなかった EMS 企業が力をつけ、その後製造をアウトソーシングする機運がエレクトロニクス・メーカーに広がり、EMS 企業の業務範囲はさらに広がっていった¹⁵。

EMS の特徴を一言であらわせば、品質管理システムが整っていることであろう。EMS では、生産設備とプロセス条件の標準化を徹底し、メーカーよりも間接費の削減を行っているため、コスト上有利になっている。例えば、多数のメーカーを顧客とすることにより、生産量を安定させることが可能であることがあげられる。

このような特徴を持つ EMS を利用することにより、企業は、社内に抱えている工場や生産設備や部品在庫といった資産を圧縮することができる。つまり、株主からの投資や借入金による資金を、現状の資産等を維持・改良するためではなく、将来への研究開発費やマーケティングへの投資へ振り分けることが可能となる。ここに、キャッシュを将来への投資へ振り分ける、つまり株主価値創造に向けた取り組みの1つのつながりが見られる。

6-3-2 上場子会社3社の100%子会社化

2000年1月、ソニーは上場子会社3社を100%子会社化した。当該子会社は、ソニー・ミュージック・エンタテインメント（以下、SMEJとする）、ソニーケミカル（以下、SCCとする）、ソニー・プレジジョン・テクノロジー（以下、SPTとする）である。Annual Report においては、次のように公表されている。

「2000年1月には、グループとしての戦略の自由度を確保し、ネットワーク時代の事業環境の変化に柔軟かつ迅速に対応するため、上場子会社(株)ソニー・ミュージックエンタテインメント、ソニーケミカル(株)、ソニー・プレジジョン・テクノロジー(株)の3社を100%子会社化しました。」¹⁶

100%子会社化の目的について、ソニーのホームページ上にあるプレスリリースでは次のように紹介されている。

「ソニーグループはこのたび顧客の多様な需要に的確に対応する競争力ある商品・製品・サービスの迅速な開発・提供が可能な体制を整備するとともに、収益力の強化を通じたグループ全体の株主価値を向上させるため、グループの再編を行うことといたしました。…（後略）」¹⁷

以上のように、ソニーは上場子会社3社の100%子会社化について、その目的を「収益力の強化を通じたグループ全体の株主価値を向上させるため」としている。ここで株主構成を見てみると、1998年9月30日現在、ソニーはSMEJ株71%、SCC株69.6%、SPT株69.2%を保有する大株主となっていた¹⁸。そうした3社を100%完全子会社とし、非上場にすることで、これまでの少数株主が存在した時よりも、スムーズにグループ全体を統括することができるようになることが推測される。さらに、SMEJの完全子会社化に伴い、ソ

ニーと SMEJ が出資しているソニー・コンピュータエンタテインメントもソニーの実質完全子会社となっている。

しかし、少数株主を排除して、ソニーの傘下に入れることは、VCMにおいて、株主価値を減少させることに繋がるという予測はなかったのだろうか。それとも、上場子会社3社の子会社化は、中長期的な成長力・競争力の強化やグループ全体の企業価値向上のために行ったのだろうか。

これら3社は完全子会社化以前から、連結子会社であったため、ソニーの連結財務諸表には各社の完全子会社化以前の期間も含めて、すべての期間の経営成績が含まれている。このことから、組織形態が変化してもその内容については、従来どおり検討することはできるだろう。しかし、企業価値との関係については、今後さらなる検討が必要となる。

6-3-3 TSの発行

2001年6月、ソニーはソニーの子会社であるソニーコミュニケーションネットワーク（Sony Communication Network、以下「SCN」とする）を対象とする子会社連動株であるTSを発行した。このTS発行は、日本で初めて子会社の経済価値に連動する株式の発行であり、東証I部に上場した。

ソニーはTS発行の準備を進めていた時期に発行した、2001年度のAnnual Reportにおいて、TS発行の目的について次のように公表している。

「子会社連動株式は、戦略的に重要な位置づけにある子会社の価値を証券市場において顕在化させることができる一方で、当社の支配権を保ちつつ、グループとしての戦略の一体性を維持できることから、統合・超分極型のグループ経営をめざす当社にとって、有効な手法であると考えています。この新株を発行することによりSCNの事業の機動性を高めてその成長を加速させ、さらにグループ会社間との連携を図っていくことで、グループ全体の企業価値の向上につなげていきたいと考えています。」¹⁹

TSの発行は、資金調達を株式市場より行うことになり、つまり株価がより重要になってくるため、VCMを考慮したものであると思われる。しかし、四季報の情報によれば、株主構成は40%を親会社であるソニーが保有し、さらに残りの40%をソニーの100%子会社とな

っているSMEJ、残る20%をソニーファイナンスインターナショナルが保有している。グループ間で持ち合いをしている状況では、VCMを考慮しているというよりも、グループ全体の価値追求のために行われているように思われる。これは短期志向ではなく、中長期的な価値志向であるということであろうか。また、当面の間、SCNは内部留保の充実を図り、配当を行わないという配当政策をとっていることと、何か関係があるのだろうか。

2001年9月28日付の日本経済新聞において、株価の下落によって、米国大手企業がM&A戦略の見直しを迫られ、先送りや合意撤回などのケースが生じていることが報道されている。そうした原因として、いずれも株式相場が不安定で企業価値を測るのが困難になっている上に、景気減速が強まり事業環境も悪化していることが挙げられている²⁰。

以上のように株価が高下落する証券市場の短期的な影響の中で、ソニーでは中長期的なVCMをどのように考えられているのだろうか。年々、IR情報が充実してきていると思われるが、今後、グループ経営の中で、会計情報よりも株価の影響をより受けていると推測される企業価値や株主価値などをどのように受け止めているのだろうか。

TSは2002年4月に施行された改正商法により、企業が発行できるようになった種類株の代表的なものであり、TSは買収通貨としての役割も期待されている。これは、企業が買収を行う場合に、TSを利用することで、買収用の現金が不要となるためであり、キャッシュ・フローを重視した経営にメリットが大きいと思われる²¹。

6-3-4 アイワの100%子会社化

2002年2月28日、ソニーは経営不振が続く子会社のアイワを同年10月に株式交換方法で完全子会社にする正式発表した。ソニーのアイワに対する出資比率は現在61.4%であり、完全子会社化するためにソニーは250万株の新株を発行し、アイワ株1株に対しソニー株0.049株を割り当てる予定であった。株式交換日の10月1日に先立ち、アイワは約1200人の従業員を800人以下に減らすとともに、海外生産拠点や販売拠点の統廃合を進めた。これに伴うリストラ経費200億~300億円はソニーが資金援助する予定となっていた。

アイワの完全子会社化が報じられた28日午後2時過ぎ、ソニー株の地合いが一変、売り優勢となった。結局前日比220円安の6080円とこの日の安値で取引を終えた。

日本経済新聞によれば、市場が冷淡だったのは、今回の決断が企業価値の極大化を狙ったこれまでのソニーの一連の資本政策とは一線を画すからとしている²²。

確かに、成熟産業でかつ成長の見込めないアイワは売却か譲渡して資金を回収し、中核

事業へ再投資することが最良の選択肢かもしれない。しかし、そうした市場の反応の速さは、企業の意思決定の内容について、投資家が非常に積極的に関心を持っており、すぐに株価に反映されることが分かったことは非常に有意義なことであろう。

2002年度 Annual Reportによれば、連結子会社となったアイワを含まないグループ内の構造改革費用は約600億円、アイワの構造改革費用(約255億円)を含む営業損失は約380億円が計上されている²³。その内訳は、現金支出を伴わない設備の評価減が約102億円、人件費関連が約82億円、および製品・材料の評価減を含むその他の費用が約70億円となっている²⁴。しかし、2002年3月31日現在、この事業再編に関する引当残高は約14億円ある。アイワの完全子会社化は新たなブランド戦略を展開することを目的としている²⁵。現時点では損失や費用が計上されるものの、将来の価値創造のために数値だけで判断しない、グループ全体の将来投資を考慮していることは重要である。

以上、マネジメント・コントロール・システムの一環としてのVCMの取り組みとそれ以外のトップダウン的な意思決定やアクションを取り上げながら、ソニーにおける株主価値創造の経営について考察した。第1部でも述べたように、株主価値とは何かを一義的に示すことは困難である。このため、以上の考察もソニーにおける株主価値創造の経営の姿を私なりに少しでも描き出そうとしているものと理解されるべきものである²⁶。

上場3子会社の100%子会社化やTSの発行は株価と非常に関連がある。しかし、時価と会計情報とが直結しているというわけではない。

例えば、トヨタ自動車のケースを考えてみよう。2004年5月12日付の日本経済新聞によれば、トヨタ自動車は2004年3月期に11,000億円超の連結純利益を稼ぎ出し、ROEは、前期において15.2%にのぼることが伝えられた。しかし、その背景には自社株の買入れによる株主資本圧縮(この6年で18,000億円)がある。また、トリプルAの格付けを生かした低コストの借入を行い、海外での事業拡大にあてている。

例えば、ROEが上昇したとしても、そうした内容は株価にすでに織り込み済みかもしれない。株価形成には様々な要因が重なっており、タイミングとの関係もあるが、こうした内容については、財務論の範囲になるためここでは触れない。ただし、時価会計と価値創造経営の関係については、第3部において取り上げる。

日本経済新聞では、同業界の経営指標比較を参考に紹介しているが、あくまでもある一時点における状況であり、一覧比較をそのまま活用することはできない。例えば、株主資

本の額や株主構成の違い、従業員数の違いなどがある。日産自動車についてみれば、株式持ち合いの解消がすすみ、現在ではルノーが大株主となり、外国人持株比率が上昇している。他社との比較はトレンドとしての概要をみるには適しているかもしれないが、一データとしての有用性は時系列比較のほうが高いと思われる。

他方、VCM についてのより深い洞察は、ソニーグループにおける資源配分や業績管理についてより詳しく検討することで得られるだろう。グループにおける資源配分について見る上で、会計システムとしてはまずキャッシュ・フローを検討することが必要であろう。これは、ソニーがグループ全体の財務戦略について、キャッシュ・フローを重視した経営を行うことを Annual Report に示されていることから裏付けられよう²⁷。

また、EVA はその計算メカニズムにおいて、様々なキャッシュ・フローや資本コストを考慮している。こうした会計情報の測定システムについては、第3部で詳しく検討する。

6-4 松下電器産業における価値創造経営

松下電器産業は、組織構造や内部における資金管理において様々な特徴がある。組織構造についてみれば、1933年（昭和8年）に日本初の事業部制組織を採用し、独立採算制を敷いたことがあげられる。続いて、1935年（昭和10年）には事業部の分社化により、グループ化とグループ経営の取り組みを始めている。独立採算制の狙いについて、吉本(2004)は「自主責任経営の徹底」と「経営者の育成」であったと述べている²⁸。

社内における資金管理については、1954年（昭和29年）に本社から事業遂行に必要な資本をいわば「出資」という形で供与する『内部資本金制度』が制定された。この目的は、資本に対する責任の所在を明確にすることであった。以来、B/SとI/Sをフルセットで持つ擬似法人としての事業部制が運用されてきた²⁹。

しかし、2000年、中村社長が「創世21計画」のもとで組織構造改革と製品別事業部制の見直しを行うことを発表した。

それに先駆けて、1999年には株主価値重視への新しい管理手法として、独自に開発した指標であるCCM（Capital Cost Management）を導入した³⁰。このCCMは資本コスト重視経営であり、資本市場の期待値（資本コスト）を投下資産に賦課して、事業活動に落とし込むことを目的としている。

続いて、組織再編が行われている。2001年1月に事業重複を解消するための吸収合併、2002年10月には、子会社5社の100%子会社化、2003年1月には3分野14の事業ドメイ

ン別の分社制へと再編が行われた。

なぜ、今、CCMを導入し、かつ事業再編がおこなわれたのだろうか。そして、現在、どのような効果があらわれているのだろうか。インタビュー調査の内容に加えて、インタビュー後に公表された資料も参照する。まず、吉本（2004）に依拠してCCM導入の背景とその効果を、田中・高橋（2004）に依拠して事業再編の目的を概説する。

6-4-1 CCMの導入と事業再編の背景

CCMの詳細に触れる前に、その導入に至る背景についてみてみよう。松下電器産業における事業部制は、事業拡大に伴う事業部長の権限と責任範囲の拡充により、経営者育成モデルとしても機能してきた。しかし、各事業部の個別最適行動は、全体最適の視点から見れば、必ずしも最適とはいえず、逆にグループ内ロスに繋がる可能性がある。吉本は、そのような内部的ロスが、AVCネットワーク事業（映像・音響・情報通信関連）分野において顕著に現れてきた³¹と述べている。

また、企業をとりまく環境の変化、例えば、商品境界の消滅や開発投資の巨額化、経営のグローバル化・資本移動のボーダレス化、（韓国・中国などの）アジア企業の急速な拡大、異業種からの新規参入等による影響も見逃すことができなくなっている。

では、このような背景のもと、松下電器産業はどのような行動を起こしたのか。まず、課題を3点に絞り、経営資源の最適配分が不可欠なこと、管理間接コストの肥大化や経営責任の分散による様々な経営ロスの顕在化をあげている。特に、経営管理制度のあり方については、1997年の社内分社制の機能が十分に働いていないことを次のように指摘している。

「グループ内部に上場子会社が多くあるなかで、全体最適を目指した経営管理制度の抜本的改革には限界があり、事業経営における『単品・単独中心主義』から『事業領域単位でのグローバル連結中心主義』への意識改革は十分とはいえなかった³²。」

以上のように、松下電器産業では、組織内の経営資源と経営責任の分散、およびその組織構造を前提とする経営管理制度の制度疲労等により、「自主責任経営」が機能不全ともいえる状況に陥っていることが最大の要因であると考えられた。

その課題を根本的に解決するため、これまでにない大規模かつ抜本的な改革が必要とさ

れた。株式交換による完全子会社化を経た上で、次の3つの方針に基づく松下グループの横断的な事業再編が実施された。第1に、グループ内における事業重複の排除、第2に、開発リソースの集中、第3に、開発・製造・販売の経営権限の一元化である³³。

こうして100を超える事業部が将来の成長戦略に沿った事業領域の単位で再編され、さらに家電再販以外の営業本部機能が含められた。そして、それぞれが「ドメイン会社」となり、ドメイン会社社長に対して、その事業領域におけるグローバルでの経営執行に関する一切の権限が委譲された。吉本は、今回の再編で事業部制の根本思想である「自主責任経営」はむしろ強化されたと述べている³⁴。

また、経営管理制度にも大きな変更と新設が行われた。テーマは4つ（新しい連結経営管理システムの構築、賦課費体系の見直し、新・グループ内出資配当制度の導入、業績評価基準の改定）である。この中で、株主価値創造経営との関連が深いと思われる、第1の新しい連結経営管理システムと第4の業績評価基準の改定について詳細を示せば次の通りである。

新しい連結経営管理システムでは、経営責任単位でのP/L、B/Sはもとより、キャッシュ・フローも把握し、ドメイン会社別の経営をグローバル連結ベースで可視化させるようになった³⁵。

業績評価基準については、今回の事業再編にあたり、従来は売上・利益・在庫等8項目あった業績評価項目をキャッシュ・フローとCCMの2つに絞った。CCMとは、株主重視経営の推進に向け、1999年度より導入・運用している資本コストをベースとした当社独自の資本収益性指標である。詳細は次節で触れるが、CCMにおいては、各ドメイン会社の連結B/Sの事業資産をベースとした資本コスト額が計算され、その期待額に対する実績が評価の対象となっている。業績評価基準が2点に集約された理由は、主に財務体質強化をはかることが喫緊の課題であったこと、資本コストを経営の評価軸に据え、量の経営から質の経営への意識改革が以前にもまして必要であったこと等があげられている。同時に、業績評価結果は書くドメイン社長の業績報酬はもとより、幹部従業員の業績年棒にも反映され、成果と報酬における信賞必罰がより明確な基準で運用されるようになった³⁶。

では、このCCMとは、従来の業績評価項目と比較して、どのような特徴をもっているのだろうか。CCMのメカニズムから考察する。

6-4-2 CCMのメカニズム

CCMとは、株主重視経営のさらなる推進に向けて、1999年度より松下電器産業が開発、導入している新経営管理指標である。CCMは資本市場の期待収益を資本コストとして認識し、従来からある当社の原価管理制度を通じて、事業資産に賦課することによって、現場レベルへの適合を図り、結果として、収益性と効率性の向上努力がキャッシュ・フローの良化、ひいては企業価値の向上を図ることを目的としている。

CCMは事業収益、つまり営業利益と受取配当金の合計額から投下資産コストを差し引く。この投下資産コストは、個別投下資産に投下資産コスト率を乗じたものである。CCMの算出方法は次の通りである。

$$\begin{aligned} \text{CCM} &= \text{事業収益} - \text{投下資産コスト} \\ &= (\text{営業利益} + \text{受取配当金}) - \text{個別投下資産} \times \text{投下資産コスト率} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{※ 投下資産コスト率} &= \text{全社資本コスト} \div \text{全社投下資産} \\ &= (\text{債権者の期待収益} + \text{投資家期待収益}) \div (\text{現預金} \cdot \text{金融資産を除く全資産}) \end{aligned}$$

$$\text{※ 投資家期待収益} = \text{配当} + \text{値上り益}$$

CCMでは、貸借対照表の負債・資本に対する期待収益をいったん資産合計で割り、再び個別資産に乗じてそれぞれの資産のハードルレートを認識することが出来るようになっている。このため、CCMの向上のためには、収益率の向上と投下資産圧縮の総合的な取り組みが必要となる。

6-4-3 松下電器産業における組織再編の特徴

今回の松下電器産業における組織再編について、高橋(2004)は次のように論じている。

「グループ内で遂行されている事業の重複を排除するとともに、グループ全体の最適化のために、研究開発資源を集中・一元化し、顧客の要請にスピーディに対応できる体制をめざしたものとえよう。」³⁷

松下電器産業では、これまでも事業再編を行ってきたが、今回の再編はグループ

全体の価値をいかに向上させるかという点に焦点をあてていることは特筆すべき点であろう。グループ全体の価値向上のためには、グループ本社が明確な戦略方針を提示し、その方針に適した組織構造や業績評価システムが必要となる。ここで、松下電器産業は、CCMという業績評価システムを導入し、事業再編を通じて変革を行っている。これは、売上重視から企業価値重視へ転換する新たな試みの一つであると推測できよう。

6-5 松下電工の MEP によるマネジメント

松下電工では、1998年12月に導入した新経営管理システム「VM-21」の中で新しい業績評価項目の一つとして MEP (Matsushita-Denko Economic Profit) が取り入れられている³⁸。MEP の導入は、株主価値重視という観点から従来の ROE (Return on Equity) を重視して縮小均衡を図るのではなく、事業全体を見据えた利益額増大、つまり拡大再生産型の ROE や ROI (Return on Investment) 管理を押し進めることを目的としている。この MEP は、投下資本利益率が資本コスト率を上回ることにより生み出される企業価値を評価するものであり、その特徴は、部門管理に適するよう、投下資本の定義をネット営業資産としていることである。MEP の算出方法は次の通りである。

$$\begin{aligned} \text{MEP} &= \text{利払前税引後利益} - \text{資本コスト金額} \\ &= (\text{純利益} + \text{支払利息} \times \text{実行税率 } 50\%) - (\text{株主資本と有利子負債の期待運用利回り}) \\ &= (\text{利払前税引後利益} \div \text{ネット営業資産} - \text{資本コスト率}) \times \text{ネット営業資産} \end{aligned}$$

MEP の利用によって残余利益の管理と部門管理を同時にチェックできるようになっている。営業資産を活用し、生み出す利益の効率が資本コストを上回れば、収益額は拡大し、MEP が増加する。資本コスト金額は、ネット営業資産に資本コスト率を乗じたものである。

以上の式から、MEP は (a) 資本コストを上回る収益効率の新規事業が実行されたとき、(b) (資本コストを下回る) 不経済な事業を構造改革したとき、(c) 既存状態でも、利益額そのものの極大化が事業効率を改善するとき、に増加することになる。つまり、質的側面 (資産効率) と量的側面 (ネット営業資産の拡大) の両面を同じく追及することが必要となる。

松下電器産業や松下電工が EVA を用いていないということは、どこかに必ず EVA 導入

企業との違いがあると考えられる。ただし、ある特定の指標や業績尺度の利用は突然に現れるということではなく、その企業のそれまでの歴史や環境さらにその時々における戦略の変化とも強く関係している。また、伏見（1997）でも指摘されている³⁹ように、戦略と企業グループの資源の配分には密接な関係があり、戦略管理システムもそれに繋がっている。それらも含めて、調査に取りかかる前に、リサーチ・サイトのこれまでの組織構造の変化、競争環境の変化、さらには戦略的課題の変化について、若干の文献を通じて知識を持つようにした。

次節では、3社におけるインタビュー調査の結果をふまえ、価値創造を考慮した経営とはどういったものであり、どのようなことが行われているのかについて考察する。

6-6 インタビュー調査からみた株主価値の考慮についての一考察

インタビュー調査は2000年度から2002年度の間に3社において行う機会を得ることができた。なお、インタビュー調査の前に事前調査を行い、質問事項をまとめた資料を送付している。3社のうち、1社がEVAを業績評価に用いており、その他の2社はEVAを参考にした独自の指標を用いている。インタビュー調査の結果については、諸般の事情で実務を特定化することはできるだけ避けて、私が得た印象を述べたいと思う。また、インタビュー調査後から少し時間が経過しているため、その後の動向についても触れたい。

6-6-1 価値創造経営を考慮するに至った背景とマネジメントの進捗状況

価値創造を考慮するに至った背景について、自社に対する株式市場の評価が低くなっていることや収益性の低下、そして従来のROEやROA（Return on Asset）の評価では、キャッシュ（現実の資金）が考慮されていなかった点があげられた。すでにキャッシュ・フロー経営を行っていた企業においても、キャッシュ・フローが中長期のマネジメントには有効であるが、単年度における経営成果の判断をするには、それだけでは不十分であると感じたためということがあげられた。

以上の内容だけで判断してみても、株主価値を考慮するに至った背景には、株式市場の状況という外的要因と企業内の管理面における内的要因の双方があることが推測される。

また、株主価値の浸透状況やマネジメントの進捗状況については、各社ともに取り組み始めてまだ年数が浅いものの、金額による現場への落とし込みが進んでいるようである。価値創造に向けて、社内管理システムと組織構造を組み合わせ変化させているところも

みられている。それぞれの変化によってどのような効果が現れてきているのだろうか。まずは、社内管理システムの変更について、続いて組織構造の変更について考察する。

6-6-2 社内管理システムと価値創造

株主価値を考慮した指標については、3社がそれぞれ異なる指標を用いているため、比較することは難しいが、計算のメカニズムの面で違いをあげれば利益の定義と資本コストに違いが見られた。

(1) 利益の定義について

利益の定義は税引前利益、利払前税引後利益、税引後営業利益と各社様々であった。税引前利益を用いるか、税引後利益を用いるかについては、各社の租税政策に準じるだろう。しかし、税引後利益を用いることで、(本社による一括管理だけではなく)各事業にも租税もコストとして意識させる効果はあるかもしれない。その一方で、税引後利益を用いるケースでは、特別損益の部分、つまり利息等が多い場合には、実際の利益と関係のない額の影響にリードされる恐れがある。この点については、税引前利益を用いるケースでは、そうした影響はあまり及ばないかもしれない。

(2) 資本コストについて

資本コストは、各企業によって投下資本の定義や量が異なってくるため、パーセンテージだけを並べて比較することはできない。ただ、各社は、同業種界の資本コストを参考にしているようである。

EVA 導入の企業では、従来の大規模のM&Aや工場売却などのトップの意思決定においては、DCF が利用されており、既に資本コストの概念を考慮していたと思われる。

独自の指標を用いている2社は、資本コストを考慮することで、従来よりも利益を生み出す基本的な2つの要素がはっきり見えるようになったようである。つまり、本業での利益である営業利益をできるだけ高め、さらに資産を圧縮する、つまり遊休資産などを売却するなどして B/S をできるだけ軽くするということである。資本コストを考慮するようになったことで、期間損益評価や長期的な資金繰りについて、単年度評価にとどまらず、複数年にわたる改善度を評価できる効果が見られている。

また、独自の指標を全社的にとどまらず、セグメント別に徹底しているところも見られ

た。これは、従来、セグメント別のキャッシュ・フローを作成していたことから、スムーズに適用できたと思われる。

(3) 指標の利用について

株主価値を考慮した指標は、一定期間のデータをもって事業の撤退を検討するか否かの対象を絞るための一資料とされたり、ROEの目標値のためのハードルレートと捉えているところがみられた。しかし、ここで株主価値をどの程度考慮するかによって違いが生じてくることに注意が必要であろう。例えば、企業内の資金が潤沢である中で借入金を導入するといった財務的レバレッジはポリシーとして受け入れられないという側面があるかもしれない。一方、自社株消却の実施は、流動性が高いことから、株主へ利益を還元するにあたり有効な手段と言えよう。自社株消却によって、1株当たりの価値を引き上げることに伴う株主価値向上と総資産の圧縮を行うことができるが、これも各企業のおかれている状況によって差があると推測される。

以上のように、従来のもものと比較すると、現場にもとめられていること、つまり本業の利益を高めること、資産を軽くすることが数値で分かりやすくなったことに違いが見られる。しかし、これは絶対的な価値ではなく、あくまでも管理目的上の指標であり実際の株主価値に影響を及ぼすかどうかとなると、延長上には影響はあると思われるが、直接に影響を及ぼすかどうかは現段階でははっきりとはわからない。

ただ、2000年3月期より、財務諸表に連結キャッシュ・フローの作成が義務付けられているため、今後、中長期の計画と指標との関係について注目する必要がある。

(4) 報酬との関連について

3社はともに、資本コストを加味し、さらにこの指標を業績評価の一つとして採用している。しかし、指標と報酬のリンクのさせ方は会社によって差があるように感じられた。EVAを導入している1社では、EVA導入1年目より、取締役の報酬にリンクさせ、2年目には部長クラスの報酬にもリンクさせている。

(5) EVAとDCFについて

EVA導入の企業においては、トップの意思決定においてDCFが利用されており、株主価値を考慮するという一つの戦略に対して、管理の面でEVAを採用し、報酬についても関

連をもたせている。また、ケースによっては、DCF と EVA を組み合わせて用いることもある。このことにより、それぞれの組織のすみわけをしつつも、中長期の資金繰りと期間ごとの価値創造をともにチェックすることができると推測される。

なぜ、こうした使い分けが行われているのだろうか。ここでは、まだ推測の域であるが、キャッシュ・フロー情報がその種類や分析手法の違いによって、異なる目的に対して利用可能であるためではないだろうか。詳しい内容については、計算メカニズムを分析する必要があるが、これは第3部において検討する。

6-6-3 事業再編と価値創造

3社では、様々な手法で組織構造に変化がみられている。また、松下電器産業と松下電工は、2003年12月19日に松下グループとして、企業価値最大化に向けて包括的協業関係の構築に合意している。こうした変化が直接に価値創造に影響を与えるかどうかは定かではない。しかし、B/Sを軽くするための一手段であるかもしれない。例えば、固定資産が減少すれば、これまでその資産に対して資産の維持・改善などのために必要とされてきた投資資金がそのまま手元に残ることになる。そして、他の資産や将来利益を生むであろうもの、つまり研究開発に対する投資等へ配分することが可能になる。

これはあくまでも私見であるが、企業の構造はこうあるべきだという固定的な概念ではなくて、時代や環境にあわせて柔軟に対応する形へ変化し、将来を見据えた資金の配分を優先しているのかもしれない。

6-6-4 事例研究からみた価値創造経営についての一考察

3社のインタビューの内容をもとにして、株主価値の考慮の仕方について検討してきた。現時点で、株主価値重視の経営とは何かを考えると、企業が延長上には株主価値を考慮することに繋がる管理指標を用いて、従来よりも（保有資産より）将来利益を生むであろうものへ資金を配分し、企業の将来価値を高めることを目指している経営ということになるだろう。

第1部において示したように、株主は企業の将来価値が高まることを望んで投資を行っている。このため、株主価値を考慮した指標は、企業が将来にわたって株主の価値を高めていくために、現在の企業が生み出している価値あるいは損失を一定の期間（一会計年度、1年）で管理を行うことを意図している。これによって、資金繰り面だけではなく、価値

創造の改善度を含めることで、現在の株価を高める、つまり株式価値へ影響を与えるということである。もちろん、株主価値は、株主の主観的な評価や意識であり、直接に影響を及ぼすことは難しいだろう。しかし、株主価値のうち、数値で表現できるものの一つが株式価値であり、この株式価値が高まることで、それに関連して株主の主観的な評価や意識に影響が及ぶと推測される。

日本における株主価値重視の経営は、その取り組みが始まったばかりであり、現在はステークホルダーの1つである株主価値を従来よりも考慮していると言えよう。米国においては、短期的利益の獲得を目的とした投資家が多く存在するもとの、株主価値重視の経営が行われている。しかし、日本でも同様に株主価値重視の経営が行われるかどうかは疑問がある。これは、従来からの株式持ち合い構造とも関係すると思われるが、企業の側で日本では投資家、株主をステークホルダーの1つとして捉えてきていたことや、日本の株主が主に中長期の保有を目的としてきているためである。

しかし、短期利益の獲得を目的とした外国人投資家が参加してきている中で、企業が価値を考慮した経営を行うためには、従来のような情報提供では不十分であると思われる。企業は、企業価値やステークホルダーの価値をどのように表現し、経営に活かしていくのかということは非常に重要かつ難しい問題であろう。

しかし、なぜ近年において、株主価値の考慮がこれほどまでに取り上げられ、また IR等を通じて公表されるのだろうか。価値と一口に言ってもその種類は様々あり、企業価値とその他企業を取り巻くステークホルダーの価値、資産価値、負債価値、資本価値等がある。企業価値を高めるためには、株主価値だけではなく企業をとりまくステークホルダー全体を考慮した取り組みが必要である。業績の芳しくない状況下、企業はコスト削減、資産のスリム化、事業の選択と集中等を行うという、自社内での資金繰りの正常化が求められる。これは、資産価値を対象としてその目減りした価値を取り除き、補う努力であるが、こうした管理を行うことによって、企業の価値をあげようとしている。そして、将来の利益、キャッシュ・フロー獲得のための投資を募るため、マーケティング活動、IR活動の一端として株主価値という言葉を用いているのではないだろうか。

以上のことを考えながら、日本における事業再編に関する最近の動向をチェックしてみよう。

- 1 ソニー株式会社、1999年3月期 Annual Report、「株主の皆様へ」、5頁参照。
- 2 高橋 (2004)、6頁参照。
- 3 同上、7-9頁参照。
- 4 ソニー株式会社、2000年3月期 Annual Report、「株主の皆様へ」、5-6頁、「ブロードバンド時代の知識企業」へ、10頁参照。
- 5 ソニー株式会社、1999年3月期 Annual Report、「株主の皆様へ」、5頁参照。
- 6 ソニー株式会社、2001年3月期 Annual Report、「株主の皆様へ」、5頁参照。
- 7 ソニー株式会社、2002年3月期 連結財務情報2002、「事業・財務の概要と見通し」、17-18頁参照。
- 8 ソニー株式会社、2001年3月期 Annual Report、「『ブロードバンド時代の知識創発企業』へ」、13-14頁参照。
- 9 ソニー株式会社、2002年3月期連結財務情報2002、「事業・財務の概要と見通し」、17-18頁参照。
- 10 日本経済新聞、2000年10月19日、朝刊、1、11面参照。
- 11 ソニー株式会社、2002年3月期 Annual Report、「トップマネジメントからのメッセージ」、10頁参照。棚卸資産と短期借入金（特に、コマーシャル・ペーパー）の削減は特に注目されたい（ソニー株式会社、2002年3月期連結財務情報2002、「連結財務諸表注記」、46、55頁参照）。
(<http://www.sony.co.jp/SonyInfo/IR/corp/mm/>)
- 12 当時のビジネスモデルは、発注元のメーカーから支給された部品を組み立てて送り返すことで加工費をもらう、というものであった。
- 13 SMTとは、プリント基板上に今までよりはるかに多くの部品を詰め込むことを可能にすると同時に、自動化率を大幅に上げる新しい生産技術のこと。その一方で、SMTの導入には、かなり高額の設備投資が必要で技術的にも難しいものである。
- 14 メーカーからEMS企業への工場売却件数は、1994年の11件から1999年の100件へと5年間で10倍になっている（p.47図3-1参照）。
- 15 稲垣 (2001)、49-51頁参照。
- 16 ソニー株式会社、2000年3月期 Annual Report、「株主の皆様へ」、6頁参照。また、ソニー・ミュージック・エンタテインメントの子会社化により、ソニー本社とソニー・ミュージック・エンタテインメントがそれぞれ50%出資していた、ソニー・コンピュータエンタテインメントがソニーの100%所有となった。
- 17 ソニーのホームページ上にあるプレスリリースを参照（<http://www.sony.co.jp/SonyInfo/News/Press/>）。
- 18 ソニーのホームページ上にあるプレスリリースを参照（<http://www.sony.co.jp/SonyInfo/News/Press/>）。
- 19 ソニー株式会社、2001年3月期 Annual Report、「子会社連動株式」、50頁参照。
- 20 日本経済新聞、2001年9月28日、朝刊、9面参照。
- 21 日本経済新聞、2002年3月1日、朝刊、3面（会計・財務のキーワード）参照。
- 22 同上、3面参照。
- 23 ソニー株式会社、2002年3月期連結財務情報2002、「事業・財務の概要と見通し」、6頁参照。
- 24 同上、69頁参照。
- 25 同上、17頁参照。
- 26 なお、上場3子会社の100%子会社化やTSの発行は株価と非常に関連があるが、株価と会計情報との関係については、様々な観点から検討する必要がある。時価会計もその1つである。時価会計は、2つの考え方があり、1つは市場価格で、もう1つは割引キャッシュ・フロー（Discounted Cash Flow、以下DCFとする）の考え方に基づいた「時価」の算出である。上場株式のように市場価値がはっきりしているものは判断が容易だが、市場価値が不明確な場合は、将来生み出すキャッシュ・フローを見積もった上で判断することも必要である。日本経済新聞、2002年3月22日、朝刊、19面参照。{メモ：株価純資産倍率（PBR）=1倍というのは、企業の解散価値であり、1倍未満になると解散価値を割っていることになる。}
- 27 2002年3月期 Annual Report、「トップマネジメントからのメッセージ」、18頁参照。
- 28 吉本 (2004)、26頁参照。
- 29 同上、26-27頁参照。
- 30 塘 (1999)、週刊東洋経済 (1999)、36頁参照。本文の内容からCCMの計算式を参考にしている。
- 31 吉本 (2004)、27頁参照。
- 32 同上、28頁参照。
- 33 第1と第2の改革は「(企業組織の)横軸の改革」、第3の改革は「(企業組織の)縦軸の改革」である。その結果の体制図は図表1（吉本、29頁）を参照されたい。

34 吉本 (2004)、29-30 頁参照。

35 同上、30 頁参照。

36 同上、31-32 頁参照。

37 田中・高橋 (2004)、15 頁参照。

38 この「VM-21」は、今後、松下電工は、「グローバル企業の経営評価尺度の必要性」と「PL重視からストック重視への経営管理スタイルの転換」を行っていくために、重要度を増す考え方を3つ掲げている。それは、(a) キャッシュ・フローの重視 (FCF、MEP、投資基準管理)、(b) 資本利益率管理 (ROE、ROA)、(c) 連結経営管理 (連結予実算管理、連結経営計画・評価から月次連結へ) の3点である。このような制度改定のポイントは、(a) 「自己資本」の明確化、(b) 純利益重視への移行 (各種負担費用の見直し)、(c) キャッシュ・フロー重視経営であった。そして、その中でもキャッシュ・フロー重視の考え方を進めて実行するために用いられている指標の1つが、MEPである。原価計算学会資料参照。

39 伏見 (1997)、23-24 頁参照。

第7章 日本の企業における価値創造経営 —その特徴についての—考察—

前章において、ヒアリング調査をもとにして日本の企業における価値創造経営について考察を行った。ここでは、さらに踏み込んで考察を行い、本論文の主題である価値創造経営について、現時点における整理を行いたい。

7-1 価値創造経営取り組みの背景

企業が株主価値を考慮するに至った背景には、株式市場における自社の株式評価が芳しくないといった、外的要因と企業内の管理面における内的要因の双方があった。しかし、こうした状況は、目新しいものではなく、これまでも直面してきたことと思われる。

では、なぜ今、企業は株主価値を考慮することを表面化しているのだろうか。

従来と大きく異なる点をあげれば、株主が企業に対してより積極的になっていることがある。これは、メインバンク制をはじめとする株式の持ち合い構造が、全てではないが少しずつ解消されているところがあり、資金調達が従来の間接金融から直接金融へシフトしていることは見逃すことができない。ここで、従来よりも、市場や株主を意識した経営が行われることはごく自然なことといえよう。そして、企業の株式を外国人投資家や外国の機関投資家が所有する割合が増えている。これは、第1部で触れたように、米国における価値創造経営への取り組みの背景の一つと同じである。外国人投資家や外国の機関投資家は、企業に対してより積極的な動きをとるため、企業は従来よりも株主資本が変動するという状況にさらされている。

積極的な機関投資家等の外部からのプレッシャーは、企業にとってかなり大きなものであろう。これは機関投資家というものが、様々な手法を用いて徹底的にゲインにこだわっていることから推測される。利益はあくまでも一期間における企業の経営成績にすぎず、株主資本をどれくらい有効に活用して、キャッシュを創造し、将来の利益やキャッシュの創造に向けてどのように配分するのかなどについて焦点が当てられる。

では、こうした背景のもとで、日本の企業はどのような価値創造経営を行っているのだろうか。

7-2 価値創造経営取り組みの内容

日本の企業における価値創造経営の取り組みについて、インタビューの感触を踏まえ、

さらに私見を述べたい。ここでは、企業外部に対するものと企業内部に関するものに分けて考察する。

7-2-1 企業外部に対する取り組み

インタビューの感触では、事業再編に際して、その目的の一つとして価値創造経営をうたっている。企業外部に対する取り組みとして、企業は従来よりも（近視眼的ではない）将来を踏まえた構想を広く外部へアピールしていると思われる。将来の利益、キャッシュの獲得のための投資を募るため、マーケティング活動、IR 活動の一環として株主価値という言葉を用いているのではないだろうか。

ここで、近年の日本産業界における組織構造の再編について概観してみると次の通りである。

- 1999年5月 JT が米 RJR ナビスコの米国以外でのたばこ販売事業を行う海外事業を買収
- 2000年10月 DDI、KDD、IDO が合併し、KDDI が誕生
- 2000年3月 ソニーがソニー・ミュージック・エンタテインメント、ソニーケミカル、ソニー・プレジジョン・テクノロジーを 100%子会社化
- 2000年12月 ソニーがエレクトロニクス部門の工場を世界最大のEMS（生産請負会社）であるソレクトロンに売却
- 2001年3月 日本製紙と大昭和製紙が合併し、日本ユニパックホールディングが誕生
- 2001年4月 松下電器産業が子会社である松下電子工業を吸収合併¹
- 2002年8月 花王が米国中堅ヘアケア用品メーカーであるジョン・フリーダ買収を発表
- 2002年9月 NKK と川崎製鉄が合併し、持ち株会社 JFE グループが誕生
- 2002年9月 ジャパンエナジーと日鉱金属が合併し、持ち株会社新日鉱ホールディングス誕生
- 2002年10月 中外製薬とロシュ日本法人が合併
- 2002年10月 日立造船と NKK が造船事業を統合し、ユニバーサル造船誕生
- 2002年10月 石川島播磨重工業の造船と住友重機械工業の艦船事業を統合
- 2002年10月 東芝が三菱電機と変電事業を統合
- 2002年10月 ソニーが子会社であるアイワを完全子会社化

2002年10月 松下電器産業が系列の松下通信工業、九州松下電器、松下精工、松下寿電子工業、松下電送システム（非上場）の子会社5社を株式交換により完全子会社化することを発表

2002年10月 日本航空と日本エアシステムが経営統合し、日本航空システム誕生

2002年10月 新日本製鉄、住友金属工業、神戸製鋼所の3社による資本・業務提携発表

また、前章でも触れたように、ソニーによる子会社連動株であるTS発行や松下電工による自社株消却方針の発表などの動きも見られた。日産自動車は、2002年4月より退職者の再雇用制度を導入する方針を公表し、松下電器産業は従来の事業部制に代わって、順次グループ制を導入して組織構造のフラット化を目指すこととなり、また同年7月31日には早期退職優遇制度の募集による人員削減に踏み切ることを正式に発表した。

以上のような事業再編において、企業がすべて価値創造を挙げているわけではない。しかし、経営環境の変化に対して、企業が迅速に事業再編を進める必要性が高まっていることは推測できる。

7-2-2 企業内部における取り組み

日本の企業は、価値創造経営に向けた取り組みとして次のようなことを行っている。例えば、コストの削減、(遊休)資産のスリム化、事業の選択と集中等、将来利益の見込みが少ない、もしくは利益がなくその維持のために費用が発生するといった資産をできるだけ軽くして、自社内での資金繰りを正常化するよう管理し、利益を高めようとしている。

インタビューの感触では、従来よりも現場に求められるもの、つまり、利益を上げること、資産を軽くすることが数値で表示されることで、よりリアルになったということがあった。しかし、管理目的上、経費削減をはじめとする費用の削減などについては、既に努力が払われていたと思われる。価値創造経営への取り組みにより、それを徹底するように変化しているのかもしれない。しかし、費用の削減だけを打ち出しても効果は十分とはいえない。将来の利益、キャッシュを生み出す可能性のあるものとして、どこまでを必要な投資とみなすのかが難しいところだろう。

しかし、これだけであれば、従来の企業の取り組みとさほど変わるところはないのではないだろうか。では、外部へのアピールに対して、企業内部ではどのような取り組みをお

こなっているのだろうか。

すでに、中長期のビジョンではキャッシュ・フロー経営を行っているところもあったが、インタビューの感触では、単年度における経営成果の判断に利用するには、管理が難しいようであった。

ここで、価値創造のために新たに指標を加えて利用することにより、中長期のみではなく、(単年度を含む)短期においても、キャッシュ・フロー志向を積極的に取り入れるようになっていないのだろうか。つまり、利益、キャッシュ・フローを考慮して、その後のキャッシュの再投資までを含めて管理を行うのである。

このようにして、将来の利益やキャッシュ・フローを創造するために、企業はそれぞれにあった事業を追求し、選別していかななくては生き残ることができないことを再認識しているのではないだろうか。

7-3 まとめ

日本の企業は、従来、株式持ち合いのもとで、期間利益を中心とした評価、つまり売上高や利益、シェアを重視する経営を行ってきた。しかし、外国人投資家や機関投資家などの短期利益の獲得を目指す投資家の増加により、従来のような情報提供のままでは、投資家の満足を得ることは難しくなっている。企業は、企業家値やステークホルダーの価値をどのように表現し、経営に生かしているのかということは非常に重要かつ難しい問題であろう。

こうした背景のもと、日本の企業は、これまであまり重視していなかったキャッシュ・フロー情報を用いた評価を行い、そして資本コストを考慮するといった、価値創造経営に取り組んでいると思われる。もちろん、従来よりトップの意思決定においてはキャッシュ・フローが活用されていたところもある。しかし、その詳細についてはこれまで明らかではなかったと思われる。こうした企業の取り組みを企業外部から評価するためには会計情報のメカニズムを分析する必要がある。第3部では、どのような会計情報が価値創造経営をサポートしているのか、またサポートできるのかについて検討する。

¹ 日本経済新聞、2001年1月11日、1、3面、朝日新聞、2001年1月11日、3、13面、産経新聞、2001年1月11日、1、10面、毎日新聞、2001年1月11日、8面参照。

第3部 価値創造経営をサポートする会計情報

現在、企業は企業をとりまく利害関係者であるステークホルダーに対して、どのような情報を提供しているだろうか。例をあげれば、有価証券報告書やアニュアルレポート等の文書による資料、インターネットを介したホームページ上の情報、新聞を介した決算短信や決算公告等の情報、また企業からの情報をもとにしてそれにアナリストが分析を加えた間接的な情報などがある。

会計情報とは貨幣額など計数を用いて企業の経済活動を測定したものである。会計情報を提供する企業会計には、2つの職能がある。1つは管理会計であり、会計情報を用いて、企業内部におけるマネジメント、つまり経営上の意思決定や業績評価、統制を行う会計職能である。もう1つは、財務会計であり、企業外部の利害関係者へ会計報告を行うことであり、企業をめぐる利害調整機能と企業をとりまく外部利害関係者への情報提供機能の2つの機能を果たしている。

企業が外部へ提供する会計情報は財務会計に属しているが、財務会計について研究する上で管理会計の機能を切り離していいということではない。この点については、第3部のテーマである企業の価値創造をサポートする会計情報とは何であるかを議論するうえで、重要な部分を占めているため、後ほど詳しく議論する。

企業の収益性に関して株主に開示される会計情報は、従来、発生主義会計に基づく期間損益としての会計利益が中心であった。しかし、1980年代後半頃から情報の有用性について、論争が起こり、ここで期間損益としての会計利益（以下、「期間利益」とする）は意見をあらわすが、事実をあらわすものはキャッシュ・フローであるという議論が現れてきた。しかし、実証研究によれば、今なお期間利益の方が有用であることを示すものが多く見られている。なぜ、従来において期間利益が有用とされ実務に定着してきたのだろうか。また、なぜ現時点で期間利益の有用性について批判がみられているのだろうか。期間利益と比較して、キャッシュ・フローが提供する情報のどこに違いがあるのだろうか。

発生主義に基づく期間利益への批判を議論するためには、企業をとりまく環境が変化していることにも注意を払う必要がある。

例えば、従来、日本では、金融機関を通じた間接金融が主流であり、企業による資本調達には金融資本に支配される傾向が見られた。しかし、近年、金融機関は多額の不良債権を抱え、不良資産の処理に直面しており、企業の資金調達の様相が変化しつつある。

企業が株式を発行し、株式市場から資金調達を行う直接金融についても、企業活動や資金調達のグローバル化の進展につれて大きな変化がみられている。例えば、従来に比べて外国人投資家や機関投資家が増加し、企業に対する要請も変化してきている。そうしたグローバルな展開を行っている企業は、会計ビッグバンや金融ビッグバンの影響をより強く受けている。金融資本の再編成に限らず、年金資産の運用面からも企業の株式所有に大きな変化をもたらしている。こうした状況は、日本に限らず欧米においてもみられている。また、産業組織的には、従来の工業経済を中心とする時代が去り、サービス業などの新しい産業時代が生まれつつある。

さらに、株主価値創造の経営に取り組んでいることを標榜する企業が現れてきた。コンサルティングファームの中には、株主価値創造に関連する指標を開発し、独自の集計分析を行い、公表しているところもある。

こうした指標は、企業における株主価値創造の面を分析する情報としてどのように役立っているのか、また現在どのような問題点があり、今後、どのような改善策が求められているのだろうか。

以上の問題意識のもと、第3部では企業の提供する会計情報のメカニズムを分析し、現在求められている会計情報とはどのようなものであるのか、また、価値創造経営をサポートする会計情報とは何か、について論じる。

その構成は次の通りである。第8章では、制度会計上の期間利益の有用性について、発生主義に基づく期間利益測定の前提やメカニズムを通して、発生主義に基づく期間損益の利点を浮き彫りにする。その上で、現在、なぜ発生主義に基づく期間損益情報では不十分であり、さらにキャッシュ・フローに注目する議論が起こっているのかについて取り上げ検討する。第9章では、キャッシュ・フロー情報も考慮して、株主やアナリストが外部から企業の収益性について判断を行うことを念頭に置きながら、将来の利益予測がどのように行われるのかについて考察している。第10章では、ステークホルダーモデルと株主価値モデルについて、DaimlerChrysler社の事例研究を行う。第11章では、株主価値創造経営に関連するその他の指標について取り上げる。終章では、論文の全体をあらためてとりまとめ、価値創造経営をサポートする会計情報について、その現状と課題について論じる。

第8章 発生主義会計に基づく期間利益の特徴

従来、企業は経済活動の結果をとりまとめた情報について、主に紙面を通じて公表してきた。今日では、IT 技術の発達によりコンピュータを利用して、インターネット上を介したホームページ上をはじめ、様々な媒体を通じて企業が情報を公表しているため、株主をはじめとするステークホルダーは様々な形で入手することができる。

公表される会計情報は、企業の経済活動についてそれを数値で写像し、企業をとりまくステークホルダーへ伝達することがその目的とされている。このため、適切な事実の写像、実態の開示、企業の業績測定が重要視される。ここで、企業外部の利害関係者へ会計報告を行うシステムである財務会計は、日本をはじめ多くの諸国では法規制に準拠することが求められている。会計情報の開示という視点から日本の現行の制度会計の体系をみれば、商法による会計と証券取引法による会計の2つの領域がある。

法規制のもと、企業は複式簿記のシステムにしたがって財務諸表を作成する。財務諸表の作成にあたって、経営者の戦略が織り込まれるが、例えば、企業の財政に不利な影響を及ぼす可能性のある会計事実について、どのような財務諸表が作られるかによって、財務諸表の利用者に対して企業の状況に関する判断を誤らせてしまう可能性も考えられる。こうした可能性をできる限り少なくし、情報提供機能を適切に行えるよう、財務諸表の作成において一定の規制を加える必要がある。このような社会的な規範として形成されてきたものが会計原則であり、ここに発生主義会計に基づく期間損益計算の目的が示されている。

なぜ、従来において発生主義に基づく期間損益が有用とされ実務に定着してきたのか、それを論じるためには、まず企業の提供する会計情報のメカニズムを分析することを通じて、制度会計上の期間利益の利点を浮き彫りにする必要がある。

本章では、現行の制度会計における発生主義会計のメカニズムについて説明している。財務会計の法規制の中で、会計情報の開示が義務付けられているが、会計の前提として会計公準があり、また、会計情報を作成する上で、遵守しなくてはならないものとして企業会計原則がある。このため、まずそれらについて説明を行い、その後で簡単な数値例を用いて発生主義会計のメカニズムを説明する。第1節の最後では、発生主義会計の基本原則とその主要な機能について触れている。

8-1 発生主義会計のメカニズム

会計情報の開示という視点から現行の制度会計の体系をみれば、2つの領域がある。1つは、商法による会計であり、もう1つは証券取引法による会計である。前者は、ステークホルダー間の利益調整を目的として制定されている。後者は、証券投資の意思決定に重要と思われる情報を株主へ開示することを目的としている。

商法は企業に対して、純資産の流出に制限を加えて資本の充実を図ることを求めているが、これは、有限責任である株主に配当可能である利益を規制し、債権者を保護するためである。証券取引法は企業に対して、有価証券報告等を定期的に作成してその情報を開示することを求めており、ここで企業の年次決算の財務諸表が公表される。

8-1-1 貸借対照表と損益計算書

企業は、まず資金を調達し、その資金を投入して営業活動を行うために必要なものをそろえるために資金を運用して経済活動を行う。ここで、企業の経済活動のサイクルについて例を用いて説明しよう。(例1 企業の経済活動のサイクル)

A社は出資金1,000,000円で設立された。A社は商業を営んでおり、その経済活動を行うために商品などが必要であり、商品を1,000,000円で仕入れて経済活動を始めた。1年間の営業活動の結果、商品がすべて販売された。売価は1,200,000円であり、代金は現金で受け取った。この結果、調達資金が商品仕入れとして運用され、それを用いて営業活動を行った結果として200,000円分の利益が生じ、資金が増加している。

(単位：円)

資金調達状況		資金運用状況		営業活動状況 (結果)	
出資金	1,000,000	商品	1,000,000	現金	1,200,000
合計	1,000,000	合計	1,000,000	合計	1,200,000
					(利益分 200,000)

例からわかるように、企業の経済活動のサイクルにおいて、資金の調達と運用、そして営業活動状況をあらかず会計情報が生じている。こうした状況についてとりまとめた財務諸表が貸借対照表と損益計算書である。

貸借対照表は、資金の調達源泉とその運用形態を左右に対照表示したものである。左側には資金の運用形態について、具体的な資産の内訳を用いて記載し、右側には資金の調達

源泉を負債と資本に区分して記載する。1期間の期末において作成される貸借対照表は、期末時点における企業の財産状態（ストック）を示すものである。

損益計算書は、営業活動におけるその努力と成果について示したものである。ここでは、営業活動によって得られた収益からその成果を得るために費やされたものである費用を控除し、その結果として利益もしくは損失が算出される。つまり、期末に作成される損益計算書は、1期間の営業成績（フロー）を示すものである。制度会計上の期間利益の代表的なもの1つである当期純利益は、損益計算書の最後に記載される項目である。また、貸借対照表においては、資本の部に反映される。

8-1-2 企業会計原則について

財務諸表を構成する貸借対照表と損益計算書は、企業会計原則に従って会計処理が行われる。まず企業会計原則の内容に先立ち、会計の基本的な前提について触れておきたい。会計の基本的な前提として、会計公準がある。ここでは3つの大きな前提条件がある。第1に、会計を行う単位であるエンティティを企業とし、企業の立場で会計を行うこと。第2に、会計行為の評価を貨幣単位によって行うこと。第3に、企業活動を一定の期間（通常1年）に区切って、会計を行うこと。

会計期間を区切るという前提は、企業が継続するという仮定のもと、ステークホルダーに企業の経営成績と財政状態を報告するためである。つまり、期間損益を適正なものとするために会計期間が一定に区切られている。

以上の前提条件のもとで、財務諸表が作成されるが、会計情報が利害調整機能と情報提供機能の2つの機能を適切に果たすために、準拠されるべき規範がある。それが、企業会計原則である。

企業会計原則は、企業会計の実務において慣習として発達したものの中から、一般に公正妥当と認められたものを要約したものである。これは、全ての企業がその会計処理を行うにあたって、準拠しなければならない基準であり、企業会計原則は実践規範である。

企業会計原則のうち、一般原則は7つある。(1) 真実性の原則、(2) 正規の簿記の原則、(3) 資本取引・損益取引区分の原則、(4) 明瞭性の原則、(5) 継続性の原則、(6) 保守主義の原則、(7) 単一性の原則である。その概要を示せば次の通りである。記録(2、3)、表示(4、7)、会計基準の適用(5、6)に従って財務諸表が作成されれば、相対的な真実性がある(1)と見なされる。

また、一般原則には含まれていないが、関連して注意すべきものとして、重要性の原則がある。この原則は、ある項目について性質や金額の大小からみて重要性が乏しいと判断される場合に、経済性を優先させた簡便な方法を採用することを認めている。

以上、企業会計の前提となる公準と会計原則の概要をみてきた。従来、会計基準の設定を根底で支えてきたものは、企業の経営成績や財政状態をいかに適正に表示すべきかということである。では、実際にどのように会計処理が行われているのだろうか。

8-1-3 発生主義会計について

1 期間における期間損益計算の基本となる重要なものが発生主義会計である。では、発生主義会計とはどのようなことをさしているのだろうか。歴史的な経過を追えば、まず現金主義会計が登場し、続いて、半発生主義会計を経て発生主義会計が登場している。このため、まず例を用いて歴史的な経過をたどり、損益計算の仕組みの核について分析する。

ここで用いる例は、桜井（2000）に基づいて、それに一部修正を加えている。

(1) 現金主義会計

現金主義会計は、収益と費用について、それぞれ関連するキャッシュ・インフロー、キャッシュ・アウトフローの時点において認識し、その属する期間の損益として計上する利益計算方法である。次のような例を考えてみよう。ある企業が 1,000,000 円の商品を現金で購入した。このうち、500,000 円分の商品を 700,000 円で掛売りした。売掛金は次期に現金回収されると仮定する。

(当期の取引)	
商品購入	1,000,000 円
商品販売 (500,000 円分を掛売り)	700,000 円

現金主義のもとでは、収益は現金収入に基づいて計上される。このため、掛売上の時点では、未だ現金が回収されていないため、収益は計上されない。一方、費用は現金支出を行っているため、1,000,000 円は費用として計上され、当期は 1,000,000 円の損失が計上される。つまり、現金主義会計のケースでは当期は 1,000,000 円の損失が計上される。

(現金主義による期間損益)	
売上収入	0 円
仕入支出	1,000,000 円
当期損失	1,000,000 円

現金主義では、実際に現金収入・現金支出があってはじめて計上されるため、極めて明確である。しかし、企業活動において掛取引が発達し、固定資産の増大、棚卸資産の在庫保有量の増大等が、現金支出に基づく計算が意味をなさなくなるほど顕在化した。このため、続いて半発生主義会計が成立した。

(2) 半発生主義会計

半発生主義は、現金収入に加えて将来の収入（債権）を、また現金収支に加えて将来の支出（債務）を計算に含めるものである。ここでは、掛売りが売掛金という債権の発生に基づいて 700,000 円の売上収益が計上される。費用は 1,000,000 円である。つまり、半発生主義会計のケースでは当期は 300,000 円の損失が計上される。

(半発生主義による期間損益)	
売上収入	700,000 円
仕入支出	1,000,000 円
当期損失	300,000 円

半発生主義は、現金主義と比較してみると 2 つの特徴がみられる。第 1 に、将来、現金を受け取る権利（債権）および支払う義務（債務）という、具体的に貨幣で実現していない要素についても、利益計算に含めるようになった。こうした、利益計算に具体的貨幣以外の要素が加わった結果、算出される利益が現金有高と乖離することになった、これが第 2 の特徴である。つまり、利益計算と資金繰りの分離をもたらした。

しかし、収益と費用の対応関係が不適切であるという問題が残されている。こうした問題点を取り除くため、発生主義会計が成立した。

(3) 発生主義会計

発生主義会計は、キャッシュ・インフロー、キャッシュ・アウトフローを伴うかどうかにかかわらず、当該企業の資産および負債に影響を及ぼすような企業活動を反映する。

ここで、もう一度例にもどってみよう。発生主義会計では、収益は経営活動の成果と関連する重要な事実が生じた点で認識され、費用もまた、経営活動のプロセスにおいて、財貨やサービスを費消した点で認識される。このため、1,000,000 円で仕入れた商品のうち、実際に経営活動に関連した部分は、500,000 円分であり、それを 700,000 円で掛売りしている。つまり、発生主義会計のケースでは当期は 200,000 円の利益が計上される。

(発生主義による期間損益)	
売上収入	700,000 円
仕入支出	500,000 円
当期利益	200,000 円

発生主義は、現金主義に比べると、収益については当期の経営活動の成果をより正確に反映しており、また費用についても、経済的な価値の費消の事実に基づいており、収益と費用がより対応づけられていることがみられる。

半発生主義会計は、計算の基礎である利益計算において、具体的な貨幣から離れる第1歩を踏み出し、発生主義会計において、収益と費用の対応関係がより適切になり、当期における経営成績が従来に比べて、より適切になった。また、半発生主義会計において、すでに算出される利益が現金有高と乖離していたが、これは発生主義会計になって、さらに利益計算と資金繰りの分離をもたらしている。3つのケースをまとめると次の通りである。

(現金主義のケース)		(半発生主義のケース)		(発生主義のケース)	
売上収入	0 円	売上収入	700,000 円	売上収入	700,000 円
仕入支出	1,000,000 円	仕入支出	1,000,000 円	仕入支出	500,000 円
当期損失	1,000,000 円	当期損失	300,000 円	当期利益	200,000 円

以上、発生主義会計について、簡単な例を用いてその概要をみてきた。こうした会計処理は、基本原則に基づいて行われる。

8-2 発生主義会計の基本原則

発生主義会計の基本原則には、実現原則、発生原則、対応原則の3つがある。このうち、収益は実現原則によって認識され、費用は発生原則に基づいて計上される。そして、対応原則のもとで、収益と費用を対応づけた差額として利益が算定される仕組みになっている。

8-2-1 実現原則に基づく収益の認識

収益はなぜ実現原則に基づいて認識されるのだろうか。実現原則とは、財貨やサービスが実際に市場で取引されるまで、収益の認識を延期するものである。これは、通常の販売において、収益計上の確実性或客観性を確保するためであり、これによって利益計算が確実かつ客観的に行われる。

8-2-2 発生原則に基づく費用の認識

費用については、例でもみたように、キャッシュ・インフロー、キャッシュ・アウトフローの事実によってではなく、費用発生の実実に基づいて認識する。ここに発生主義会計の重要な一面があるためもう少し詳しく分析する。

例えば、設備を購入するケースを考えてみよう。設備を購入する時点で、現金や掛など形は様々であるがなんらかの支払いが伴う。しかし、この支払は費用の発生とみなさず、設備の取得を認識するにとどまる。では、費用はいつ計上するのか。

企業の所有する資産は、収益を獲得するために利用され、費消される。つまり、設備を取得後、それをを用いて製品が製造されることによって、はじめてその目的を果たすことになる。取得時点ではまだその目的は遂行されておらず、設備を用いてはじめて費用が発生する。しかし、設備の利用は当期だけにおさまらず、次期以降にも及ぶ。このことから、費用は当期と次期以降にわけて費用計上する。これは、会計の基本的な前提である会計公準の一規定である、適正な期間損益を算出し報告することに関連している。

8-2-3 対応原則に基づく損益計算

以上の収益と費用を厳密に対応づけることを通じて、各会計期間の経営成績がよりいっそう適切に測定されるが、この利益計算の基礎をなしているのが対応原則である。

発生主義会計によって明らかにされる企業の業績には、キャッシュ・フローを伴うかどうかにかかわらず、企業の資産および負債に影響を及ぼすような企業活動が反映される。

こうした費用および収益とそれに関連する資産および負債の増減として、認識するための発生主義会計の手続きとして見越と繰延がある。

見越とは、期末時点で、キャッシュ・フローが生じていなくても、発生主義の観点から、予測される将来のキャッシュ・フローに基づいて、費用および収益を認識し、それに関連して資産または負債を計上するプロセスを示している。例えば、売上債権や仕入債務の増減や、有価証券や棚卸資産の評価損計上、各種引当金の繰り入れなどがあげられる。

また、繰延とは、当期以前にキャッシュ・フローが生じていても、発生主義の観点から、当該キャッシュ・フローに関連する費用および収益を次期以降に繰り延べ、それに関連して資産および負債を計上するプロセスを示している。例えば、固定資産の減価償却費の計上、棚卸資産への原価配分などがあげられる¹。

8-3 利害調整機能と情報提供機能

以上、発生主義の基本原則をみてきたが、ここで発生主義会計の特徴を理解する上で、大きくわけて2つの機能が重要であることを指摘しておきたい。それは利害調整機能と情報提供機能である。これについては、後により詳しく取り上げる予定であるが、簡単に示せば次のような機能である²。

8-3-1 利害調整機能

商法は、債権者保護の立場をとっており、会計情報に対して、企業と企業をとりまくステークホルダー間における利害調整機能を求めている。主なものをあげれば、配当可能利益の算定とエイジェンシーに関するものがあげられる。

発生主義会計に基づいた会計処理を行うことで、企業の期間損益が適正に反映されることになるといわれている。このため、株主への配当源泉となる配当可能利益の算定が可能となる。

企業は株主をはじめとする資金提供者から提供された資金を経営活動に投下して運用する。ここで、経営者はエイジェント（代理人）として資金の運用を行うため、株主等の利益を優先するべきである。しかし、経営者が私的にまた利己的に行動する危険性がある。その一方で、経営者が株主等からの信頼を得ることができれば、経営者はそれに対する報酬や将来投資の増加が期待できる。

財務諸表の利用者に対して企業の状況に関する判断を誤らせてしまう可能性をできるだ

け排除し、情報の偏在がもたらす弊害や虚偽の記載をできるだけ取り除く役割として設けられている制度の1つが財務報告制度である。発生主義にもとづく期間損益に基づいて経営者に報酬を与えるケースは、例えば当期純利益の何%として契約を行うケースが考えられる。また、経営者が積極的にその経営活動等について公表するIR活動においても、会計情報は大きな役割を果たしている。

8-3-2 情報提供機能

証券取引法は、投資家保護の立場をとっており、会計情報に対して、企業をとりまくステークホルダーに情報提供機能を求めている。主なものをあげれば、収益力の適正表示や将来予測情報の公表があげられる。

発生主義会計のもとでは、キャッシュ・インフロー、キャッシュ・アウトフローの有無に関係なく、1期間における企業の費用および収益が認識される。これによって、過年度、当期または次年度以降のキャッシュ・フローのうち、当期に帰属するべき費用および収益とそれに関連する資産および負債の増減が認識される。つまり、企業は発生主義会計に基づく期間損益を計上することから、1期間における企業の収益力を適正に反映させることができる。

企業に資金提供を行うものは、企業の将来予測を可能にするような情報を入手して、投資の意思決定を行う。ここでいう資金提供者とは、現在すでに株主や債権者であるものに加えて、将来において株主や債権者になろうとしている潜在的な株主まで広い範囲にわたる。彼らは、企業に資金提供を行った場合、当該企業が将来、どのような価値を生み出すかということに興味をもつ。ここで、発生主義に基づく期間損益情報を利用することで、資金提供後、企業の将来の収益力がどのようになるかなどについて予測することができる。例をあげれば、将来の投資収益率があげられよう。このことが、しいては、株価形成の材料の1つとなる。

¹ 百合草 (2001) 4頁参照。

² 第4節第1項、第2項の議論については、齋藤 (2002) における論者の意見を参考にしている。論者は、齋藤静樹、桜井久勝、万代勝信、辻山栄子、大日方隆である。

第9章 将来予測に関する分析

それでは、発生主義に基づく会計情報によって、株主をはじめとする外部利害関係者は企業の将来の収益性についてどのように分析を行うだろうか。いうまでもなく、特に株主（潜在株主を含む）の立場からいえば、その分析は単なる過去の分析ではなく、企業の将来の収益性についての分析である。このことを念頭において、本章では、企業における将来の利益予測について考察することにする。

企業における将来の利益予測を行うための第1ステップは、発生主義会計にもとづく期間利益等を用いて、企業における過去の業績分析を行うことである。本論文は株主価値創造経営をテーマとしているため、株主価値創造経営を行っている企業を例にとりあげる。すでに、第2部において、インタビュー調査を通して、3社については、企業内部におけるそうした取り組みの一端について触れている。

日本において株主価値創造経営を行っている企業の取り組みについて、一部ではあるが内部情報と外部へ提供される情報を分析することで、株主価値創造経営が何を目指したものであるか、また株主価値創造経営との関連で会計情報がサポートしているものとは何か等の本論文のテーマについてより具体的に論じることができると思われる。ここでは、3社のうちで、企業に対してより積極的な行動をとろうとする、海外の機関投資家等を株主として多く抱えており、株主交換を用いた事業再編など、企業の動向が株主価値へ与える影響が顕著であると思われるソニーを例にあげる。財務情報については、個別と連結があるが、事業再編や株主価値との関連を考慮して、企業全体の状況を分析するため、連結財務情報を用いて過去の業績分析を行う。また、業績分析の指標は数多くあるが、ここでは株主に関係する指標を取り上げる。続いて、過去の業績分析の結果を用いて、将来の利益予測分析を行う。

9-1 過去の業績分析

企業の将来の動向を予測するためには、まずは企業業績を分析してその状況を把握することが必要である。企業業績は、財務諸表において公表されるため、株主が容易に入手可能である。財務諸表を分析することによって、株主は企業の収益性や資産の回転率、財務レバレッジ、そして時系列比較から成長性の情報を得ることができる。そうした株主、株主資本に関連する指標についてとりあげる。

9-1-1 ROE を中心とする分析

(1) 株主資本利益率 (ROE)

株主資本と企業業績に関連する指標は、株主資本利益率 (return on equity、以下 ROE とする) があげられる。ROE は利益を株主資本で割って求められる。ここで、ソニーの有価証券報告書を用いて ROE を求めてみよう。ROE の算式では、損益計算書に記載されている様々な利益を用いてそれぞれの利益率を求めることができるが、ここでは (当期) 純利益を用いることにする。数値については、ホームページ上の EDINET におけるソニーの連結財務諸表データを参照している。さらに、計算を簡単にするため、1 千万円を四捨五入して単位を億円にあわせて計算し、計算結果については小数第 5 位を四捨五入している。

<最近 7 ヶ年におけるソニーの ROE>

年度	1997 年度	1998 年度	1999 年度	2000 年度	2001 年度	2002 年度	2003 年度
純利益	2,221 億円	1,790 億円	1,218 億円	168 億円	153 億円	1,155 億円	885 億円
株主資本	18,156 億円	18,237 億円	21,829 億円	23,155 億円	23,704 億円	22,809 億円	23,780 億円
ROE	12.23%	9.82%	5.58%	0.73%	0.65%	5.06%	3.72%

ソニーにおける最近 7 ヶ年の財務データによれば、純利益は 2001 年度まで減少しているが、その後は回復の兆しをみせている。株主資本は 2002 年度に若干減少したものの、少しずつ増加している。純利益の減少、そして株主資本の増加はともに ROE を低下させる要因となるが、なぜそのような結果になったのか。株主資本の増加については、ソニーが上場 3 子会社を完全子会社化したことによって生じている。では、利益についてはどうなのか。

(2) ROE の構成要素：総資産利益率 (ROA) と財務レバレッジ

ROE の算式を分解すると、総資産利益率 (return on total assts、以下「ROA」とする) と株主資本比率から構成されていることがわかる。株主資本比率は総資産における株主資本の比率を示すもので、財務レバレッジと呼ばれている。

$$\begin{aligned} \text{ROE} &= \text{利益} \div \text{株主資本} \\ &= (\text{利益} \div \text{総資産}) \times (\text{総資産} \div \text{株主資本}) \\ &= \text{ROA} \quad \times \quad \text{株主資本比率} \end{aligned}$$

ソニーにおける最近7カ年の財務データによれば、総資産に占める株主資本の割合は約30%弱程度で推移している。2000年度と2001年度におけるROAとROEは他の年度と比べて同じように低い値となっている。このことから、利益の減少は総資産に対して獲得される利益が減少していることに大きく関連していることがわかる。

<最近7カ年におけるソニーのROA>

年度	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
純利益	2,221億円	1,790億円	1,218億円	168億円	153億円	1,155億円	885億円
総資産	64,030億円	62,991億円	68,072億円	78,280億円	81,858億円	83,705億円	90,907億円
ROA	3.47%	2.84%	1.79%	0.21%	0.19%	1.38%	0.97%

<最近7カ年におけるソニーの財務レバレッジ>

年度	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
株主資本	18,156億円	18,237億円	21,829億円	23,155億円	23,704億円	22,809億円	23,780億円
総資産	64,030億円	62,991億円	68,072億円	78,280億円	81,858億円	83,705億円	90,907億円
財務レバレッジ	28.36%	28.95%	32.07%	29.58%	28.96%	27.25%	26.16%

(3) ROAの構成要素：売上高利益率と資産回転率

総資産に対して獲得される利益についてももう少し詳しく分析してみよう。ROAの算式を分解すると、売上高利益率（return on sales、以下「ROS」とする）と総資産回転率（total assets turnover）から構成されていることがわかる。

$$\begin{aligned}
 \text{ROA} &= \text{利益} \div \text{総資産} \\
 &= (\text{利益} \div \text{売上高}) \times (\text{売上高} \div \text{総資産}) \\
 &= \text{ROS} \times \text{総資産回転率}
 \end{aligned}$$

ソニーは事業内容に金融ビジネスを含んでいるため、ここで用いる売上高は純売上高、金融ビジネス収入、営業収入の合計額を用いている。ソニーにおける最近7カ年の財務データによれば、売上高は伸びているがその売上高に対する利益の割合が低くなっている。

特に、2000年度と2001年度が低くなっている。また、売上高に対する資産の回転率は1回未満になっており、資本の運用の効率があまりあがっていないことがうかがえる。

<最近7カ年におけるソニーのROS>

年度	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
純利益	2,221億円	1,790億円	1,218億円	168億円	153億円	1,155億円	885億円
売上高	67,555億円	68,042億円	66,867億円	73,148億円	75,783億円	74,736億円	74,964億円
ROS	3.29%	2.63%	1.82%	0.23%	0.20%	1.55%	1.18%

<最近7カ年におけるソニーの総資産回転率>

年度	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
売上高	67,555億円	68,042億円	66,867億円	73,148億円	75,783億円	74,736億円	74,964億円
総資産	64,030億円	62,991億円	68,072億円	78,280億円	81,858億円	83,705億円	90,907億円
総資産回転率	1.06回	1.08回	0.98回	0.93回	0.93回	0.89回	0.82回
と日数	344.34日	337.96日	372.45日	392.47日	392.47日	410.11日	445.12日

9-1-2 損益計算書の分析

(1) 営業利益

損益計算書上では、企業の事業活動を区分して当期純利益以外にもいくつかの利益があげられている。なぜ純利益が減少しているのかについて、その理由を分析するためには、利益が導かれる損益計算書上の構造を分析する必要がある。

損益計算書は、大きく分けて3つの活動区分において損益が計上されている。それらは、営業活動からの損益、営業活動に付随する金融活動からの損益、臨時的・偶発的に生じた損益である。営業活動からの損益では、売上高から売上原価や販売費および一般管理費などを控除して営業利益を算出する。営業活動に付随する金融活動からの損益では、営業利益に営業外収益を加え、営業外費用を控除して経常利益を算出する。臨時的・偶発的に生じた損益では、経常利益に特別利益を加え、特別損失を控除して税引前利益を算出する。この税引前利益から法人税等を控除して当期純利益が導かれる。

ここで、ソニーの例を用いて損益計算書の一部と売上高を100%とした場合のそれぞれの

利益の割合を百分率でみてみよう。ソニーは米国会計基準に沿って作成されているため、日本独自のものである経常利益は記載されていない¹。

<最近7ヵ年におけるソニーの要約損益計算書>

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
売上高	67,555億円	68,042億円	66,867億円	73,148億円	75,783億円	74,736億円	74,964億円
営業利益	5,202億円	3,482億円	2,232億円	2,253億円	1,346億円	1,854億円	989億円
純利益	2,221億円	1,790億円	1,218億円	168億円	153億円	1,155億円	885億円

<最近7ヵ年におけるソニーの要約損益計算書百分率>

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
売上高	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
営業利益	7.70%	5.12%	3.34%	3.08%	1.78%	2.48%	1.32%
純利益	3.29%	2.63%	1.82%	0.23%	0.20%	1.55%	1.18%

ソニーの損益計算書から、当期純利益の減少とともに営業利益が減少していることがわかる。また百分率からは、売上高に対する営業利益の低いこと、つまり営業活動に関連する費用が大きいことが推測できる。

(2) 営業活動に関連する費用

営業活動に関連する費用には、売上原価、販売費および一般管理費がある。それぞれ、売上高に対してどのくらいの割合を占めているのだろうか。ソニーでは、前述のとおり、事業内容に金融ビジネスを含んでいるため、そこでの費用が営業活動に関連する費用に含まれている。ここでは、金融ビジネスに関する費用が販売費および一般管理費の約20～25%にのぼっているため、それらの合計額を販売費および一般管理費等として用いる。

ソニーの営業活動に関する費用では、売上原価が売上高の7割弱を占めている。有価証券報告書の連結財務諸表注記において、その内訳が示されている。1997年度から2003年度までの7年間をとりあげてみると、営業活動に関する費用のうち、研究開発費に約5～6%、広告宣伝費に約4～6%を継続してかけていることがみられる。

＜最近7ヵ年におけるソニーの営業活動に関する損益状況＞

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
売上高	67,555億円	68,042億円	66,867億円	73,148億円	75,783億円	74,736億円	74,964億円
売上原価	46,190億円	46,338億円	45,951億円	50,467億円	52,396億円	49,794億円	50,582億円
販売費および 一般管理費等	16,163億円	18,222億円	18,684億円	20,428億円	22,041億円	23,089億円	23,393億円
営業利益	5,202億円	3,482億円	2,232億円	2,253億円	1,346億円	1,854億円	989億円

＜ソニーの販売費および一般管理費等その1＞

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度
販売費および一般管理費	13,456億円	15,009億円	15,090億円	16,131億円
保険費用	2,707億円	3,213億円	3,594億円	4,297億円
販売費および一般管理費等	16,163億円	18,222億円	18,684億円	20,428億円

＜ソニーの販売費および一般管理費等その2＞

	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
販売費および一般管理費	15,090億円	16,131億円	17,429億円	17,824億円	17,982億円
金融ビジネス費用	3,594億円	4,297億円	4,612億円	4,865億円	5,056億円
資産の除売却損および減損	—	—	—	400億円	355億円
販売費および一般管理費等	18,684億円	20,428億円	22,041億円	23,089億円	23,393億円

＜最近7ヵ年におけるソニーの営業活動に関する損益状況百分率＞

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
売上高	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
売上原価	68.33%	68.10%	68.72%	68.99%	69.14%	66.63%	67.48%
販売費および 一般管理費等	23.93%	26.78%	27.94%	27.93%	29.08%	30.89%	31.21%
営業利益	7.70%	5.12%	3.34%	3.08%	1.78%	2.48%	1.32%

<ソニーの営業活動に関する費用について1>

	1997年度		1998年度		1999年度	
売上原価	46,190 億円	74.08%	46,338 億円	71.78%	45,951 億円	71.09%
販売費および 一般管理費等	16,163 億円	25.92%	18,222 億円	28.22%	18,684 億円	28.91%
(売上原価内訳)						
研究開発費	3,180 億円	5.10%	3,753 億円	5.80%	3,945 億円	6.10%
(販売費および一般管理費内訳)						
広告宣伝費	2,690 億円	4.31%	3,153 億円	4.88%	2,933 億円	4.54%
計	62,353 億円	100.00%	64,560 億円	100.00%	64,635 億円	100.00%

<ソニーの営業活動に関する費用について2>

	2000年度		2001年度		2002年度		2003年度	
売上原価	50,467 億円	71.19%	52,396 億円	70.39%	49,794 億円	68.32%	74,964 億円	76.22%
販売費および 一般管理費等	20,428 億円	28.81%	22,041 億円	29.61%	23,089 億円	31.68%	23,393 億円	23.78%
(売上原価内訳)								
研究開発費	4,167 億円	5.88%	4,332 億円	5.82%	4,431 億円	6.08%	5,145 億円	5.23%
(販売費および一般管理費内訳)								
広告宣伝費	3,894 億円	5.49%	4,020 億円	5.40%	4,427 億円	6.07%	4,214 億円	4.28%
計	70,895 億円	100.00%	74,437 億円	100.00%	72,883 億円	100.00%	98,357 億円	100.00%

ソニーの連結損益計算書では、費用の計上において日本の基準が定めているものと少し異なる点がみられる。従来、日本の企業会計原則では、経常的な収益および費用のうち、営業活動以外の活動によって生じる損益は、営業外損益の部において計上し、経常的でない収益および費用は特別損益の部において計上されてきた。例えば、営業外収益には、受取利息、受取配当金、有価証券売却益などがあり、営業外費用には、支払利息、有価証券売却損、有価証券評価損などがある。また、特別利益には、固定資産売却益、特別損失には、固定資産売却損など、臨時的に発生した損益が計上される。

ソニーでは、営業外損益と特別損益の区別がないが、事業再編に関連する費用についての情報開示をおこなっていることは重要である。事業再編は合併・買収や工場の閉鎖等、株主価値の変化に関連することが多いため、少し詳しく見てみる必要がある。

事業再編に関連する費用は、損益計算書上において、売上原価、販売費及び一般管理費、資産の除売却損および減損等に計上されている²。つまり、ソニーでは、事業再編に関連する費用はその費用の発生源に応じて損益計算書上の計上項目を区分していると推測される。ソニーにおける連結財務諸表注記によれば、その詳細は次のようになっている。エレクトロニクス分野における構造改革費用の一部、映画分野における固定費削減プログラムにおける構造改革費用の一部は売上原価へ計上している。人件費関連の費用は主に販売費及び一般管理費、現金支出を伴わない設備の減損および処分損等は主に資産の除売却損および減損へ計上している。

しかし、事業再編に関連する費用を計上する区分はどのような判断に基づいて行われているのだろうか。費用の配分については経営者の会計政策も反映されるため、外部から判断するのは難しい。しかし、金額の表示や引当金の状況等が開示されているため、前年度比較を行うことで変化の推移を追うことができるようになっている。

① 事業再編等に関する費用

ここで、ソニーの事業再編に関する費用についてももう少し詳しくみてみよう。有価証券報告書の注記（構造改革にかかる費用および資産の減少）を参照して、特に関連するものを抜粋し、概要をまとめてみると次の表の通りである。2000年度までは、事業再編に関連する主な費用額とその内訳のみの簡易表記であった。しかし、2001年度からはその内容を充実させていき、2002年度からは構造改革にかかる費用について引当金残高の内訳についても開示を行っている。2003年度現在では構造改革費用の合計額、主要なものについては分野ごとの費用合計額と主要部分の内訳等について開示を行っている。

なお、(事業再編に関する費用は)エレクトロニクス分野については、連結損益計算書上、売上原価と販売費及び一般管理費に計上されている。2003年度については、資産の除却損及び減額も計上されている。それ以外の分野については、販売費及び一般管理費に計上されている。

エレクトロニクス分野においては、2001年度に大幅な費用計上が行われているがその後は100億円未満となっている。その内訳は、施設閉鎖に関わる費用、機械装置の評価損、

人件費関連で構成されている。音楽分野においては、2002年度に200億円をこえる金額が計上されているが、翌2003年度は100億円強となっている。その内訳は施設閉鎖に関わる費用、建物の評価減、人件費関連で構成されている³。

<事業再編に関する主な費用および資産の減損状況>

(単位：百万円)

	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
エレクトロニクス分野		—	68,053	72,473	143,310
コンピュータ用ディスプレイ向けブラウン管事業の縮小 (内訳)			19,639	6,902	—
施設・設備の閉鎖・処分等に関連する費用	7,420		2,114		
契約の解約・買取に関連する費用			11,264	1,684	
人件費	424			1,208	
機械装置等設備の減損および処分損等	1,802		6,261	4,010	
テレビ用ディスプレイ向けブラウン管事業の縮小 (内訳)	—	—	—	—	8,478
人件費					3,139
機械装置等設備の減損および処分損等					5,339
アイワの構造改革 (内訳)	—	—	25,484	23,007	—
機械装置等設備の減損および処分損等			10,244	3,504	
人件費			8,209	7,647	
棚卸資産の評価減				6,144	
オペレーティング・リースの解約費用				3,823	
その他費用			7,031	1,889	
米国における半導体工場の閉鎖 (内訳)	—	—	—	5,856	874
設備の加速償却費および減損				3,128	1,982
人件費				1,329	
設備の処分益					1,962
棚卸資産の評価減				1,399	
リース契約解除を含むその他費用					854
退職プログラム(アイワ分を除く)			22,930	17,609	114,001
音楽分野	—	4,623	8,599	22,350	10,691
施設・設備の閉鎖・処分等に関連する費用		1,001			
人件費		477	5,100	14,932	5,137
資産の減損および処分損		3,145	787	3,256	4,231
リースの解約を含むその他費用			2,712	4,162	1,323
映画分野	—	—	8,452	480	4,611
契約の解除に伴う費用を含むその他費用			4,932		1,872
人件費			1,753		993
資産の減損および処分損			1,767		1,746

映画分野については、年度ごとの金額の変化がはげしくなっている。表の金額には反映させていないが、映画分野においては、固定費削減プログラムが実施されており、人員削減と特定の長期性資産の処分に関連する費用についても総額見込額と内訳が記載されている。また、それぞれの分野で債務残高についても示されているが、ほぼ2004年度(2005年3月期)には支払・決済の予定である。

<事業再編に関する主な費用および資産の減損の連結損益計算書上の計上区分> (単位:百万円)

	2002年度	2003年度
エレクトロニクス分野		
コンピュータ用ディスプレイ向けブラウン管事業の縮小 (内訳)	6,902	—
売上原価	1,264	
販売費および一般管理費	1,684	
資産の除売却損および減損(純額)	3,954	
テレビ用ディスプレイ向けブラウン管事業の縮小 (内訳)		8,478
売上原価		158
販売費および一般管理費		3,139
資産の除売却損および減損(純額)		5,181
アイワの構造改革 (内訳)	23,007	—
売上原価	13,791	
販売費および一般管理費	5,712	
資産の除売却損および減損(純額)	3,504	
米国における半導体工場の閉鎖 (内訳)	5,856	874
売上原価	1,760	
資産の除売却損および減損(純額) ※1	886	
退職プログラム(アイワ分を除く) (内訳)	17,609	114,001
販売費および一般管理費	17,609	114,001
音楽分野	22,350	10,691
(内訳)		
販売費および一般管理費	19,094	
資産の除売却損および減損(純額)	3,256	※2
映画分野	480	4,611
(内訳)		
売上原価	480	1,525
販売費および一般管理費		1,340
資産の除売却損および減損(純額)		1,746

※1 2003年度分の内訳 886百万円 = ▲1,076+1,962

※2 2004年度分は大部分の費用が販売費および一般管理費に含まれるとの記載のみで、金額については公表されていない。

事業再編の費用は、全体としては2001年度と2003年度に多額になっているが、引当金が設けられている。2003年度(2004年3月期)における引当金残高は、退職関連費用が24,650百万円、その他の関連費用が7,988百万円、合計で32,638百万円となっている。

<事業再編に関する費用と引当残高状況>

(単位：百万円)

項目	従業員退職給付費用	現金支出を伴わない資産の評価減および処分損	その他の関連費用	合計
2001年3月31日現在引当残高	1,261	—	1,088	2,349
構造改革費用発生額	38,123	39,598	29,253	106,974
非現金支出費用	—	▲39,358	—	▲39,598
現金支出による取崩額	▲33,291	—	▲16,907	▲50,198
調整額	150	—	203	353
2002年3月31日現在引当残高	6,243	—	13,637	19,880
構造改革費用発生額	46,953	42,768	16,530	106,251
非現金支出費用	—	▲42,240	—	▲42,240
現金支出による取崩額	▲38,548	—	▲23,172	▲61,720
調整額	136	▲528	▲1,208	▲1,600
2003年3月31日現在引当残高	14,784	—	5,787	20,571
構造改革費用発生額	133,367	19,170	15,554	168,091
非現金支出費用	—	▲19,170	—	▲19,170
現金支出による取崩額	▲124,674	—	▲13,686	▲138,360
調整額	1,173	—	333	1,506
2004年3月31日現在引当残高	24,650	—	7,988	32,638

事業再編等に関する費用は、主なものや合計金額については内訳が公表されている。しかし、どのような基準のもとで、事業再編等に関する費用を各勘定科目へ振り分けているかについて詳細説明はみあたらない。売上原価は製造原価が反映したものであるが、事業再編等に関する費用のうち、製品原価性が認められるものがどれくらいあるのだろうか。事業再編等に関する費用について分析するためには、売上原価へどこまで計上し、どこから販売費および一般管理費に計上するののかというソニーにおけるルールについてももう少し情報が必要であろう。

ソニーは米国市場において株式を発行しはじめた歴史を持っており、米国会計基準に従って有価証券報告書を作成している。連結損益計算書における費用の記載部分が日本の基準と違うことは、米国基準に準拠していることに原因があるかもしれないし、ソニー独自のものかもしれない。これについては後ほど考察する⁴。

② 退職年金費用

事業再編等の費用の他にもその金額が大きく、また株主価値と関連すると思われるもの

に退職年金費用がある。本論文は、年金会計や退職給付債務を中心にしていないが、株主価値と関連するところがあると思われる。このため、ソニーの連結財務諸表を参照して考察する。

従業員の退職年金費用および債務は、多くの前提条件に基づいて算出されている。前提条件には、直近の統計数値に基づく割引率、退職率、死亡率、年金資産の期待長期収益率などがある。前提条件に基づいて、算出された退職年金費用および債務は、積み立てや引当金として貸借対照表上に計上される。また、注記において、退職給付債務の変動、年金資産の変動が開示されている⁵。ソニーは国内制度と海外制度についてともに公表しているが、国内制度に関するデータの一部について紹介すれば次のとおりである。

＜純退職・年金費用＞ (単位：百万円)

項 目	2002 年度 (2003 年 3 月期)	2003 年度 (2004 年 3 月期)
勤務費用	47,884	54,501
利息費用	20,857	19,489
期待年金資産運用収益	▲25,726	▲22,812
会計基準変更時差異の償却	▲375	▲375
年金数理純損益の償却	20,655	31,019
過去勤務債務の償却	▲939	▲939
縮小・清算による影響額	▲1,380	—
純退職・年金費用	60,976	80,883

前提条件はマネジメントが適切と判断したものが採用されている。しかし、前提条件はあくまでも過去の実績や予測に基づくものであるため、実際の結果との間に差異が生じる可能性がある。そして、前提条件の変更が行われると年金債務や将来の年金費用に影響を及ぼす可能性も生じてくる。この点について、ソニーの連結財務諸表注記では、適用した割引率と年金資産の期待長期収益率について、その率とその率を採用するために参考にした情報についても公表している。また、前提条件の変更による感応度についても示している⁶。

退職年金費用および債務は、連結貸借対照表において計上されているが、年度ごとの変動

の推移についても公表している。その概要は次のとおりである。

<退職給付債務および年金資産の変動状況> (単位：百万円)

項 目	2002 年度	2003 年度
退職給付債務の変動		
期首退職給付債務	869,142	1,031,760
勤務費用	47,884	54,501
利息費用	20,857	19,489
従業員による拠出額	5,148	5,802
退職給付規定の変更による影響額	-	-
年金数理純損失 (▲利益)	114,665	▲81,873
為替相場の変動による影響	-	-
縮小・清算による影響額	▲1,010	-
退職給付支払額	▲24,926	▲36,137
期末退職給付債務	1,031,760	993,542
年金資産の変動		
期首年金資産公正価額	456,678	405,248
年金資産運用収益 (▲損失)	▲66,682	93,154
為替相場の変動による影響	-	-
会社による拠出額	21,296	23,243
従業員による拠出額	5,148	5,802
退職給付支払にともなう払出額	▲11,192	▲14,352
期末年金資産公正価額	405,248	513,095

年金数理と年金資産の運用について、2002 年度は大幅な損失が計上されていたが、2003 年度は利益が計上されている。このことから、ソニーにおける年金資産の運用に成果があったことが読み取れる。こうした情報もまた、株主がソニーの将来利益やキャッシュ・フロー予測をする上で、重要な情報となることが推測される。

以上、金額が大きく、株主価値に影響を与えると思われる費用として、事業再編等の費

用と退職年金費用についてソニーの連結財務諸表をもとにみてきた。後者の退職年金費用は、日本の会計基準からみれば、「営業活動に関連する」費用の区分において議論するのは少し違和感があるかもしれない。しかし、ソニーが米国の会計基準を適用していること（営業外損益と特別損益の区別がない）、また本論文のテーマである株主価値に影響を与える可能性のあるものという視点から、ここで並べて考察している。

<年金制度の財政状況>

(単位：百万円)

項 目	2002 年度	2003 年度
年金制度の財政状況	626,512	480,447
未認識純損失	▲513,012	▲328,467
会計基準変更時差異の未償却額	854	479
未認識過去勤務債務	21,579	20,784
連結貸借対照表に計上した純額	135,933	173,243

<連結貸借対照表計上額の内訳>

(単位：百万円)

項 目	2002 年度	2003 年度
未払退職・年金費用（流動負債を含む）	444,636	322,677
無形固定資産	▲22,433	▲21,263
累積その他の包括利益	▲286,270	▲128,171
連結貸借対照表に計上した純額	135,933	173,243

事業再編等の費用と退職年金費用の両者に共通するものとして、発生主義会計の基本原則である、対応原則に基づく損益計算、つまり見越が行われている。前者においては引当金が、後者においては前提条件に基づく退職年金費用および債務が計上されている。

しかし、見越は適正な期間損益を算出するために、予測や見積等の前提条件のもとで費用の期間配分をおこなっているもので、キャッシュ・フローを伴わない。このため、前提条件、その金額の大小等により、本当に適正な期間損益を算出することができているのかわかるとは定かではない。こうした内容については、注記に記載されている年度間の変動幅などを確認することが重要となるだろう。

9-1-3 ソニーにおける過去の業績分析のまとめ

以上のことから、ソニーの業績分析の特徴をまとめてみると次の通りである。

- (1) 最近7ヶ年のROE、ROA、ROSは減少傾向をたどっている。その主な理由として、資本の変動と費用の増加による利益の減少の二つがあげられる。
- (2) 資本の変動は、各年、新株引受権の行使や転換社債の株式への転換などによって若干生じているが、資本の変動に大きな影響を与えたものは次の通りである。
 - ① 2000年1月5日の上場3子会社100%子会社化によって、約3,298万株を発行したことにより、資本金および資本準備金が増加した⁷。
 - ② 2000年5月19日の株式分割によって、1株を2株へ分割し、453,639,163株が発行された。この株式発行については、注記において但し書きがつけられている。

「(前略)ただし、この株式分割により発行された株式は、以前に商法の規定にもとづき額面額を越えて資本金勘定に組み入れられた部分を充当して発行したため、資本金勘定の増加はありません⁸。(後略)」
 - ③ 2001年6月20日、ソニーの100%子会社であるSCNの経済価値に連動させることを企図した子会社連動株式を発行した。2002年3月31日現在の子会社連動株式の発行済株式数は、3,072,000株である。
 - ④ 2004年3月31日現在、ソニーの保有する自己株式総額は12,183百万円(2,468,258株)である。
 - ⑤ また、ソニーでは生産や販売などグローバルな展開を行っているため、為替変動リスクの影響を受ける。この為替リスクを低減するために、年間を通じて先物為替予約および通貨オプション契約を利用している⁹。2003年度(2004年3月期)における外貨換算調整額は、マイナス430,048百万円となっている¹⁰。
- (3) 費用の増加による利益の減少は、営業費用、特に事業再編費用の増加の影響が大きい。営業費用には、研究開発費、広告宣伝費、事業再編費用が含まれている。事業再編費用の計上は日本の基準と記載部分が異なっているが、これは米国会計基準に準拠していることに原因があるかもしれないし、ソニー独自のものかもしれない。
- (4) 最近3ヶ年の研究開発費と広告宣伝費の合計は費用の約10%を占めている。事業再編費用は、2002年度以降、急激に増加している。

ここで、ソニーの業績分析の特徴をもとにして私なりの意見をまとめてみると次の通りである。株主に関係する指標の1つである ROE は減少しているが、その要因は株主資本の増加および利益の減少の双方にあった。株主資本については、前年度の上場3子会社100%子会社化による資本金および資本準備金の増加に加え、2001年度は子会社連動株式の発行により資本が増加した。利益は、費用の増大が影響して利益が減少した。一方、営業活動における売上高は増加しており、また研究開発費への投資も継続して行われている。研究開発費(5,145億円)の主な内訳は次のようになっている。

「(前略) 研究開発費の主な内訳をみると、エレクトロニクス分野が491億円(12.9%)増加の4,294億円、ゲーム分野が219億円(35.7%)増加の834億円でした。エレクトロニクス分野の研究開発費のうち、約62%は新製品の試作研究費、残り38%は半導体、通信、ディスプレイなど、中長期を見据えた新技術の開発研究費でした。また、ゲーム分野の研究開発費は、主として半導体およびネットワーク技術を含むハードウェア分野で増加しました¹¹⁾。」

次期以降、売上原価や販売費および一般管理費が減少傾向となれば、利益の増加へ貢献するだろう。しかし、新規投資等の成果がいつあらわれてくるかは未定である。時系列の情報から新規投資等の動きを少し読み取ることにはできるかもしれない。しかし、利益が増加したとしても、実際にそうした投資の結果がどれくらい回収され、またどれくらい再投資にあてられているのかについては、別の情報が必要である。つまり、利益情報を中心とした過去の業績分析だけでは、十分に分析を行うことはできない。そこには発生主義に固有の問題が存在するかもしれない。先に結論をいえば、企業におけるキャッシュ・フローにも注意を払う必要がある。詳しくは、後ほど章を改めて分析する。

9-2 将来利益の予測分析

過去の業績分析を利用して、将来の利益はどのように予測できるのだろうか。ここでは、Palepu et al. (1996) を参照して、予測のプロセスについてその概要を示す。続いて、将来の利益と将来のキャッシュ・フロー予測がどのように予測されるか、架空の企業を対象として分析する。そして、その将来予測値と株価の関係がどのようになっているのか考察する。

9-2-1 予測のプロセス

Palepu et al. は、予測について「経営戦略分析、会計分析、財務分析を通じて明らかになっ

たことを集約する手法¹²」であると示し、将来の収益性予測と他の分析との関係について説明している¹³。以下、その一部を示せば次の通りである。

経営戦略分析の観点から、経営戦略の転換が将来の売上利益率や売上にどう影響するか分析する。会計分析の観点から、企業が採用している会計方針が、過去の利益を過大または過小にしてきたことはなかったか。もし、そうしたことがあれば、それは将来の利益に対してどのような意味をもってくるのかについて分析する。財務分析の観点からは、売上純利益が改善された要因や今後の成長性がどのようになるか分析する。

こうした分析をもとにして将来の業績を予測するが、利益に加えて、キャッシュ・フローやバランスシートについても総合的に予測することが望ましいとしている。これは、総合的な予測を行うことで、その前提となる仮定が非現実的にならないように働きかけるためである¹⁴。

では、将来の利益予測を分析するプロセスをみてみよう。第1のステップは、重要な会計数値を予測する上で合理的な出発点となるような事実、例えば売上高や利益の推移、投資利益率の推移、売上利益率の推移などを分析する。そうしたデータをもとにして、第2のステップは、売上予測、費用と利益の予測、バランスシート項目の予測、キャッシュ・フローの予測を行う。第3のステップは、予測における重要な仮定に対する推定値の感応度を分析する。ここまでは、年次の予測になる。続いて、短期の予測を行う。第4のステップは、四半期や中間期における予測である。以上が将来予測分析のプロセスである¹⁵。詳細については、Palepu et al.を参照されたい。

9-2-2 将来の利益予測

第1のステップにあたる過去の業績分析については、9-1「過去の業績分析」において、ソニーの例を用いて行った。本節では、第2のステップにあたる将来の利益予測と将来のキャッシュ・フロー予測を行う。ソニーのデータを少し参考にすが、将来予測を行う対象となるのはあくまでも架空の企業である。

A社は製造業を営んでおり、傘下にいくつかの事業部を抱えている。本業以外の金融取引などは行っていない。20X1年度におけるA社の損益状況は次のとおりである。

現在、A社では経営プロセス改善の費用¹⁶として、全社で年間10,000,000円が発生しており、これを販売費及び一般管理費へ計上している。この費用は20X3年度までかかるが、その後は落ち着いてくると予想されている。また、法人税等は40%とする。実績値をもとに

して、次期以降中長期5年における将来の予測を行う。将来予測を行う前提となるシナリオは次の通りである。

(A社における 20X1 年度損益)		
	20X1 年度実績値	売上高百分率
売上高	1,000,000,000 円	100%
売上原価	700,000,000 円	70%
販売費および一般管理費	200,000,000 円	20%
税引前利益	100,000,000 円	10%
法人税等 (40%)	40,000,000 円	4%
税引後利益	60,000,000 円	6%

シナリオ (20X2 年度～20X6 年度)	
売上成長率	20X3 年まで 10%、20X4 年以降 5%
売上営業利益率 (税引後)	6%
経営プロセス改善費用 (20X3 年まで)	10,000,000 円

売上成長率は、20X3 年までは 10%で推移するが、その後は競争がはげしくなることが想定されるため、5%へと減少すると見積もっている。経営プロセス改善費用は、20X3 年まで毎年 10,000,000 円を計上する。資本については変動がないと仮定する。シナリオをもとにした A 社における将来5年間の予測値を示せば次の通りである。

A社における将来中長期予測：損益について (実績値と予測 I 期)			
	20X1 年度	20X2 年度予測値	20X3 年度予測値
売上高	1,000,000,000 円	1,100,000,000 円	1,210,000,000 円
売上原価	700,000,000 円	760,000,000 円	837,000,000 円
販売費および一般管理費	200,000,000 円	230,000,000 円	253,000,000 円
税引前利益	100,000,000 円	110,000,000 円	120,000,000 円
法人税等 (40%)	40,000,000 円	44,000,000 円	48,000,000 円
税引後利益	60,000,000 円	66,000,000 円	72,000,000 円

A社における将来中長期予測：損益について（予測Ⅱ期）			
	20X4 年度予測値	20X5 年度予測値	20X6 年度予測値
売上高	1,270,000,000 円	1,333,000,000 円	1,400,000,000 円
売上原価	869,000,000 円	913,000,000 円	960,000,000 円
販売費および一般管理費	275,000,000 円	287,000,000 円	300,000,000 円
税引前利益	126,000,000 円	133,000,000 円	140,000,000 円
法人税等（40%）	50,000,000 円	53,000,000 円	56,000,000 円
税引後利益	76,000,000 円	80,000,000 円	84,000,000 円

A社における将来中長期予測について、20X2 年度～20X3 年度と 20X4 年度～20X6 年度にわけてまとめてみよう。ここでは、20X2 年度～20X3 年度をⅠ期、20X4 年度～20X6 年度をⅡ期とよぶことにする。Ⅰ期では、売上高と税引後利益はそれぞれ約 10%で推移している。一方、Ⅱ期では、競争の激化により売上高が約 5%での推移へと減少し、利益もまた約 5%で推移している。もし、ここでコスト改善等の費用負担がいまだ生じていれば、さらに利益を圧迫している可能性がある。

<将来中長期予測における予測税引後利益の推移>

20X1 年度は実績値であり、20X2 年度～20X6 年度は予測数値である。

		売上高	売上高成長率	税引後利益	利益成長率
	20X1 年度	1,000,000,000 円	—	60,000,000 円	—
予測 Ⅰ期	20X2 年度	1,100,000,000 円	10.00%	66,000,000 円	10.00%
	20X3 年度	1,210,000,000 円	10.00%	72,000,000 円	9.09%
予測 Ⅱ期	20X4 年度	1,270,000,000 円	4.96%	76,000,000 円	5.56%
	20X5 年度	1,333,000,000 円	4.96%	80,000,000 円	5.26%
	20X6 年度	1,400,000,000 円	5.03%	84,000,000 円	5.00%

では、もしⅡ期においても経営プロセス改善費用が発生していたら、予測利益はどのように変化するだろうか。各年度において、費用が 10,000,000 円増加するため、税引後利益の予測値はそれぞれ 60,000,000 円ずつ減少することになる。売上高の減少が想定されてい

るため、コスト改善等の費用負担の有無が利益に大きな影響を与えることがわかる。

<20X4 年度以降も事業再編費用がかかるケース>

	予測税引前利益	法人税等	予測税引後利益	利益成長率
20X3 年度	120,000,000 円	48,000,000 円	72,000,000 円	—
20X4 年度修正版	116,000,000 円	46,000,000 円	70,000,000 円	▲2.78%
20X5 年度修正版	123,000,000 円	49,000,000 円	74,000,000 円	5.71%
20X6 年度修正版	130,000,000 円	52,000,000 円	78,000,000 円	5.41%

以上、架空の企業A社を対象にして将来中長期における、将来の利益予測分析を行った。しかし、分析を行う前提であるシナリオは、実際には外部から窺い知ることが難しい。これは、シナリオを作成するのは企業トップであり、その内容は現状、予測に加えて戦略が含まれているためである。また、ここで用いた分析例は架空のA社における事業全体を対象としたが、その対象が事業分野ごとと全体とではまた異なってくる。

このような理由で、外部の利害関係者にとっては、対象とする将来の収益性について予測を行うことが困難であることが多い。しかも、企業が発表する毎年度の業績予測ですら、実際値と異なることが少なくない。例えば、ソニーは2002年度（2003年3月期）の連結ベースの純利益の予測として、その1年前の2002年4月現在に約1,500億円の予測値を公表した。その後、2002年10月にはその予測値を約1800億円へと上方修正したが（この予測値は2003年1月時点でも修正されていない）、2002年度の実際の純利益は約1,135億円であった¹⁷。

このような利益予測と実績値との大きな違いをもたらした最大の要因は、経営環境の変化であるといえよう。それに加えて、資産、負債の評価や偶発債務の予測に関して、発生主義会計がその修正に関わっている部分があるようにも思われる。こうした点についてこの場所で論じることは必ずしも適切ではないかもしれないが、いずれにしても、将来予測分析がシナリオによって変化すること、またそれは外部から容易に分析することは難しい点を指摘することができる。利益と株価の関係については後ほどもう少し考察する。

9-2-3 将来のキャッシュ・フロー予測

以上では、発生主義会計における期間利益に基づいて、将来利益の予測について考察し

た。では、キャッシュ・フローはどのような情報を提供するのだろうか。キャッシュ・フロー情報は、もともと（過去の）期間財務数値を伝えるというよりも、むしろ将来の企業活動をより直接的に反映するような情報と考えられる。より具体的にいうと、企業は経済活動を行うために、まず、その活動に必要な資金を調達し、それを経済活動へ投資する一方で、企業活動を通じて資金を回収することを意図している。このため、企業活動に関わるキャッシュ・フローは、将来期間に関係するものと考えられるのである。

また、安全性の視点からも、企業の資金繰りがどうなっているのか、またどのような投資を行い、その結果、手元にどれくらいのキャッシュ・フローを持っているのかを把握する必要がある。前述の通り、期間利益は発生主義に基づく損益の期間配分を行っているため、これだけでは企業の手元にどれくらいのキャッシュがあるのか表すことができない。では、キャッシュ・フローはどのように把握するのか。

キャッシュ・フローの定義は様々あるが、ここでは期間利益との関係から取り上げる。キャッシュ・フローを導く方法は、直接法と間接法の2つがある。2つに共通するのは、キャッシュ・フローを3つの活動区分（営業活動、投資活動、財務活動）に分けて導くところである。相違点は、営業活動から生じるキャッシュ・フローの報告方法にある。直接法では、現金収入および現金支出が直接報告されるが、こうした情報は企業内部において利用される。一方、間接法では、発生主義に基づく期間利益に調整を加えることで営業活動から生じるキャッシュ・フローを報告する。

このため、企業外部から企業の将来キャッシュ・フローを予測するためには、まず企業の公表する連結キャッシュ・フロー計算書をもとに、各期におけるフリー・キャッシュ・フローの推定値を求める必要がある。本論文では、この値を推定フリー・キャッシュ・フロー値とよぶことにする。

実際にフリー・キャッシュ・フローを導く例は数多く紹介されているが、ここでは、ソニーの財務諸表を用いて、フリー・キャッシュ・フローの金額を算出している、末政（2001b）を参照してみよう。

（1） 推定フリー・キャッシュ・フロー値の分析

末政は、ソニーにおける連結キャッシュ・フロー計算書の数値を用いてフリー・キャッシュ・フローを導いている。フリー・キャッシュ・フローの定義は様々あるが、末政は営業活動からのキャッシュ・フローから最小限必要な資金を控除したものをフリー・キャッ

シュ・フローとしている¹⁸。最小限必要な資金は3つのタイプ（A、B、C）に分けて想定している。基本はタイプBであり、固定資産の調達資金、現金配当金を最小限必要な資金と想定している。タイプAは、タイプBに投資及び貸付のための資金を加え、タイプCは、タイプBに企業買収等のための支出額、子会社株式売却収入等を考慮している¹⁹。

末政は、営業活動からタイプCに該当する最小限必要な資金を控除するという独自の方法によって1999年度（2000年3月期）までソニーのフリー・キャッシュ・フローを算出している。ここにソニーの直近の連結キャッシュ・フロー情報を考慮して著者が加筆修正を行い、2003年度までのソニーの推定フリー・キャッシュ・フロー値について分析してみよう。次表はその結果である。ただし、ここで示す推定フリー・キャッシュ・フロー値はあくまでも推定値である²⁰。

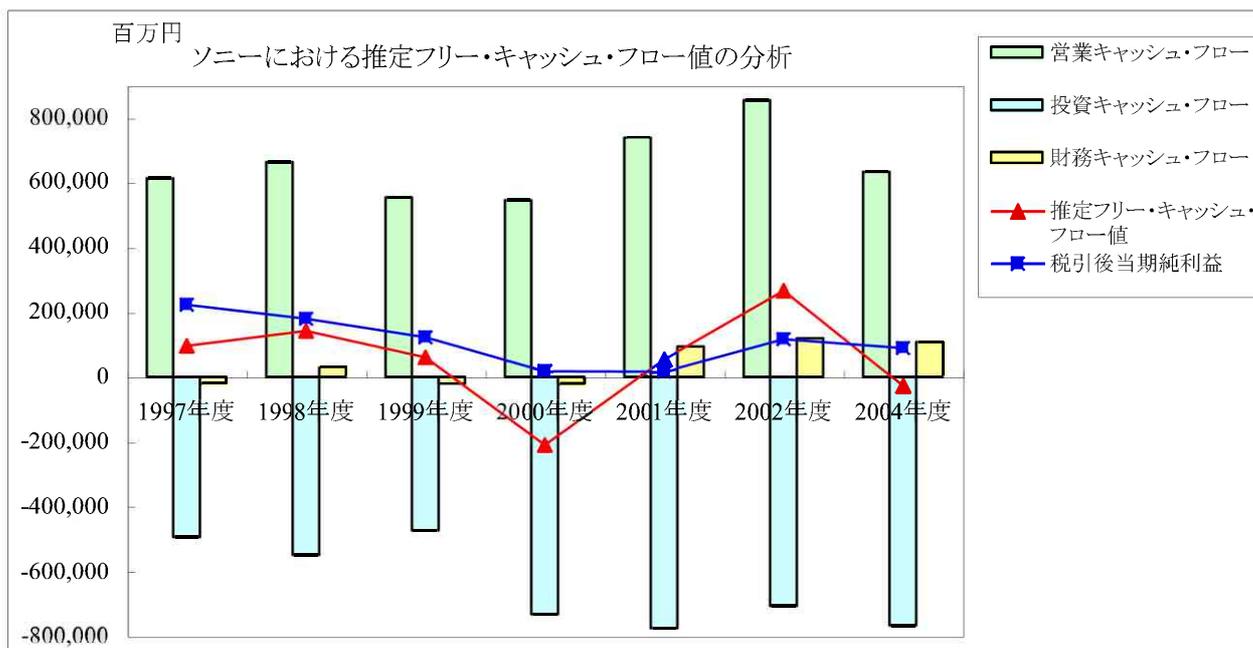
＜ソニーにおける推定フリー・キャッシュ・フロー値の分析 ²¹ ＞							(単位：百万円)
	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
営業キャッシュ・フロー	612,350	663,267	579,463	544,767	737,596	853,788	632,635
固定資産の購入と売却 の差額	▲355,640	▲339,572	▲373,936	▲441,315	▲351,080	▲249,574	▲393,357
投資及び貸付 の増減差額	▲139,796	▲210,956	▲100,204	▲289,121	▲425,184	▲457,975	▲374,565
投資キャッシュ・フロー 小計	▲495,436	▲550,528	▲474,140	▲730,436	▲776,264	▲707,549	▲767,922
子会社株式等売却収入	—	53,007	—	—	—	—	—
子会社連動株の発行	—	—	—	—	9,529	—	—
銀行ビジネスにおける 顧客預金の増加	—	—	—	—	106,472	142,023	129,874
現金配当金	▲21,582	▲24,501	▲20,589	▲22,774	▲22,951	▲22,871	▲23,106
財務キャッシュ・フロー 小計	▲21,582	28,506	▲20,589	▲22,774	93,050	119,162	106,768
推定フリー・ キャッシュ・フロー値	95,332	141,245	84,734	▲208,443	54,382	265,401	▲28,519

なお、表における各項目の数値は、未政のものを参照して加筆修正を加えているため、その詳細を示しておきたい。営業キャッシュ・フローと財務活動に関するキャッシュ・フローについては、連結キャッシュ・フロー計算書における数値（営業キャッシュ・フローは純額）をそのまま用いている。投資活動に関するキャッシュ・フローについては、固定資産の購入と売却の差額と投資及び貸付の増減の差額をあげている。前者は、「固定資産の購入」と「固定資産の売却」額を合算したものである。後者は、「金融ビジネスにおける投資及び貸付」、「投資および貸付（金融ビジネス以外）」、「金融ビジネスにおける投資有価証券その他の売却・償還および貸付金の回収」、そして「投資有価証券その他の売却および貸付金の回収（金融ビジネス以外）」の額を合算したものである。

では、ソニーにおける推定フリー・キャッシュ・フロー値をグラフで表してみよう。このグラフにおいて、期間利益である純利益のデータと比較参照してみるとどうなるだろうか。税引後純利益はキャッシュ・フローのデータと比較するため、単位を百万円にあわせて分析する。

<最近7ヵ年におけるソニーの税引後当期純利益> （単位：百万円）

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度
純利益	222,068	179,004	121,835	16,754	15,310	115,519	88,511



ソニーのキャッシュ・フロー分析のうち、純利益と推定フリー・キャッシュ・フロー値の推移に注目してみよう。純利益と推定フリー・キャッシュ・フロー値が似たような推移をとっている。また、その関係は 2002 年度と 2003 年度を除いて、純利益が推定フリー・キャッシュ・フロー値を上回っている。また、金額は異なるものの、営業キャッシュ・フローも純利益と似たような推移をとっている。

1997 年度から 2003 年度までの 7 年間におけるキャッシュ・フローの推移は、その増加・減少が一定ではない。このため、平均値をみてみれば次の通りである。7 年間、ほぼ横ばいの数値を示すものは現金配当金のみで、その他は各年度によってまちまちである。

＜1997 年度から 2003 年度までの平均値＞			
(キャッシュ・フロー)		(その他)	
営業キャッシュ・フロー	656,934 百万円	固定資産の購入	▲307,027 百万円
投資キャッシュ・フロー	▲643,526 百万円	と売却の差額	
財務キャッシュ・フロー	40,363 百万円	投資及び貸付	▲285,744 百万円
推定フリー・キャッシュ・	53,772 百万円	の増減差額	
フロー値		現金配当金	▲22,625 百万円

続いて、活動別のキャッシュ・フローについてももう少し詳しくみてみよう。1997 年度から 1999 年度までと 2002 年度は、営業キャッシュ・フローが投資キャッシュ・フローを上回っており、現金配当の支払いという財務キャッシュ・フローを考慮しても、推定フリー・キャッシュ・フロー値はプラスとなっている。2000 年度、2001 年度、そして 2003 年度は、投資キャッシュ・フローが営業キャッシュ・フローを上回っている。

2000 年度は特に投資キャッシュ・フローの額が大きく、推定フリー・キャッシュ・フロー値は巨額の赤字になっている。一方、2001 年度は、財務キャッシュ・フローが現金配当の支払いというマイナス項目に加えて、子会社連動株の発行と銀行ビジネスにおける顧客預金の増加というプラスのキャッシュ・フローがもたらされて、推定フリー・キャッシュ・フロー値が黒字になっている。

以上のことから、ソニーにおける 1998 年度から 2004 年度までの推定フリー・キャッシュ・フロー値の推移について特徴をまとめると次の通りである。

- (1) 推定フリー・キャッシュ・フロー値が純利益に似た動きをとっている
- (2) 金額は異なるが、営業キャッシュ・フローもまた純利益に似た動きをとっている
- (3) 営業キャッシュ・フロー、投資キャッシュ・フロー、財務キャッシュ・フローの推移は一定ではない
- (4) しかし、財務キャッシュ・フローのうち、現金配当支払いは毎年ほぼ同じ額になっている
- (5) プラスの推定フリー・キャッシュ・フロー値が財務キャッシュ・フロー項目によってもたらされることがある

しかし、ここで求めた推定フリー・キャッシュ・フロー値はあくまでも推定値であり、フリー・キャッシュ・フローを求める際の前提が異なるとその値も異なる可能性があることに注意が必要である。末政はフリー・キャッシュ・フローを求める前提として、最小限必要な資金の範囲を設けていた。だが、脚注においてふれたように、「固定資産の調達資金」における固定資産の範囲が限定されていない。もし、固定資産の範囲を広くとらえているとすれば、ここで求められるフリー・キャッシュ・フローは、現在の固定資産を維持するための投資と新規投資が控除された額となる。もし、固定資産の範囲を狭めるとフリー・キャッシュ・フローは異なってくるだろう。末政の前提をもとにした分析では、フリー・キャッシュ・フローが期間利益と似た動きをとったが、前提を変えればそれも異なるかもしれない。他の例をあげれば、Hackel et al. (1996) や菊池 (1998) は、フリー・キャッシュ・フローを求める際の前提として現在の成長維持をあげており、新規投資額をフリー・キャッシュ・フローの計算プロセスから除いている点に注意が必要である。つまり、フリー・キャッシュ・フローといっても、その前提条件により、どれくらいの投資が考慮されたものが異なってくる。このため、フリー・キャッシュ・フローの値は一つではなく、幅があることに留意しなくてはならないだろう。

企業の将来利益を予測するためには、将来のキャッシュ・フローについても予測する必要がある。しかし、将来のキャッシュ・フローを予測するには、様々な前提条件があるが、そうした条件について実際に企業外部から予測することは難しい。では、企業外部からどのようにして将来のフリー・キャッシュ・フローを予測するのだろうか。ここで注目するものが営業活動におけるキャッシュ・フローである。

(2) 営業活動におけるキャッシュ・フローをもとにした推定フリー・キャッシュ・フロー値の予測

営業活動におけるキャッシュ・フローは間接法によれば、期間利益に調整を加えることで営業キャッシュ・フローが求められる。架空の企業例を用いて、営業キャッシュ・フローの算出プロセスをみてみよう。ただし、ここでは将来推定フリー・キャッシュ・フローを求めることが目的ではないのでそのプロセスについてのみふれる。

20X1 年度における A 社の税引後当期純利益が 60,000,000 円であった。ここに営業活動から得た現金・預金への当期純利益への調整と資産および負債の増減の影響を反映して、営業活動から得たキャッシュ・フローを計算すれば次の通りである。

営業活動から得た現金・預金への当期純利益への調整では、実際に支出を伴わない費用である減価償却費が費用として計上されている。また、資産および負債の増減の影響は、売掛金の増加がキャッシュ・フローを減少させ、買掛金の増加がキャッシュ・フローを増加させている。この結果、A 社における 20X1 年度の営業活動から得たキャッシュ・フローは 2,000,000 円となる。

A 社における 20X1 年度の営業活動によるキャッシュ・フロー	
税引後当期純利益	60,000,000 円
営業活動から得た現金・預金への当期純利益への調整	
減価償却費	150,000,000
資産および負債の増減	
売掛金の減少 (増加)	(50,000,000)
買掛金増加	40,000,000
営業活動から得たキャッシュ・フロー	200,000,000 円

以上、将来利益の予測分析について説明を行ってきた。ここでその概要をまとめておきたい。すでにふれたように、企業トップが作成する予測シナリオには、現状、予測に加えて戦略が含まれている。投資戦略は、企業の抱える各事業の状況によって異なり、それは事業の数が多くなればなるほど複雑になる。例えば、成熟期の段階にある X 事業では、現状維持または将来の規模の縮小を狙って、投資は少ないが利益は順調にあがっている。一方、成長段階にある Y 事業では、新規投資が大きいとその結果としての利益は未だその伸

びが少ないという具合である。

期間利益をもとにして、営業活動から得られたキャッシュ・フローを算定することはできる。しかし、企業のキャッシュ・フローは営業活動だけではなく、投資活動と財務活動からのキャッシュ・フローをもあわせてはじめてその数値が表れる。つまり、そこにキャッシュ・フロー固有の情報価値が見出される。例えば、上に示した例では、期間利益と（推定）フリー・キャッシュ・フロー（値）では類似的な動きが見られると述べたが、投資活動や財務活動の内容によっては、フリー・キャッシュ・フローは期間利益と大きく食い違ってくる可能性がある。例えば、期間利益が増加しても、非常に大きな投資活動が行われると仮定すれば、十分な財務活動がなければフリー・キャッシュ・フローは大きく減少する可能性がある。他方、営業活動によるキャッシュ・フローがある程度少なくとも、投資活動が小さければ、フリー・キャッシュ・フローは増加する。このことから、期間利益や営業活動によるキャッシュ・フローだけを見るのではなく、財務活動や投資活動に基づくキャッシュ・フローをあわせてみる方が（将来に関係する）企業活動の状態がより明瞭に理解されるといえるだろう。もちろん、投資活動や財務活動におけるキャッシュ・フローの影響を外部から予測することは難しい。これは、企業の戦略が反映されて投資が行われ、その投資が将来利益へと形をかえるまでにタイムラグがあることが一因である。

つまり、企業の将来キャッシュ・フローを予測するのに必要なものは、将来の利益予測値に加えて、投資やキャッシュ・フローについての詳細な情報が必要となる。このため、外部からの分析には限界がある。しかし、企業トップによる新規投資などについてのアナウンスやアナリストを介した投資戦略など情報など、その一部は株主へ提供されている。こうした情報をふまえて予測することができる。

9-3 利益と株価の関係

期間利益に基づいた将来の利益やキャッシュ・フローの予測分析は、企業価値とどのような関係があるのだろうか。以上の議論と関連させて、ここで利益と株価の関係について少し触れておくことにしたい。ここでは、期間利益と株価に関連するデータについてよくとりあげられる、株価収益率（price earnings ratio、以下「PER」とする）についてみていく。

PERとは、1株あたり利益（earnings per share、以下「EPS」とする）が株価の何倍になっているかを示すものであり、株価をEPSで除して求められる。算式を示せば次の通りである。

$$\begin{aligned} \text{PER} &= \text{株価} \div \text{EPS} \\ &= (\text{配当} \div \text{割引率}) \div \text{EPS} \end{aligned}$$

この算式の右辺第2項を左辺へ移行すれば、PERにEPSを乗じたものが株価となる。

$$\text{株価} = \text{PER} \times \text{EPS}$$

つまり、PERの倍数がわかっているならば、それにEPSを乗じることで株価が求められる。では、EPSについてももう少し詳しく見てみよう。EPSは1株あたりの普通株主に配分可能な財源を示すものであり、税引き後利益を発行済み総株式数で除して求められる。算式を示せば次の通りである。

$$\begin{aligned} \text{EPS} &= \text{税引後利益} \div \text{発行済総株式数} \\ &= \{(\text{支払利息および税金控除前利益} - \text{利子}) \times (1 - \text{税率}) - \text{優先株配当}\} \\ &\quad \div \text{発行済総株式数} \end{aligned}$$

支払利息および税金控除前利益(earnings before interest and tax、以下「EBIT」とする)は、もし、企業が資金調達を全額株主資本でまかなっていればEPSと等しくなる。税率と優先株配当は所与のものであるため、EPSは利子の大きさによって変化する、つまり企業による負債調達政策と関係のあることがわかる。

以上、期間利益と株価を用いた指標であるPERを用いて企業価値との関係を見てきた。PERは現在の市場の動向や投資家の態度を示しており、PERは株主に当該企業の動向を同業種における競争他社やその平均と比較するなどの分析を可能とする。しかし、全業種の株価水準の推移や経済成長率、景気の動向などによっても株価は変動するため、外性的要因の影響を受ける。

つまり、特定の期間における期間利益数値のみに基づいて株価を推定することは、株価の変化が将来の企業活動の予想を反映するということである。言い換えれば、将来の活動についての予想が異なれば株価が変化するという事実を照らせば、単純すぎるといえる。事実、将来の企業活動についての予想が異なるならば、PERの指標に関係なく、株価が大きく変化する事例が多く観察されている²²。

また、PER を構成する 1 つである EPS は企業の負債調達政策と関連しており、注意を払う必要がある。

PER は企業の実績値を用いた単年度の分析指標として利用できる。しかし、企業全体の価値との関係を分析するためには、長期的な評価モデルについてもみる必要があるが、ここでは指摘するにとどめ、詳しくは章をかえて説明する。

これまでの実証研究によれば、将来の利益予測と将来のキャッシュ・フロー予測は株価と必ずしも関連が深いというわけではないことが紹介されている²³。証券市場での価格形成に照らした情報価値の実証研究では、株価との関連を認められた利益情報は実現ベースないし発生ベースで計算される純利益であったが、これも確実に実証されているとはいえない。実証研究の結果を総合すれば、将来の予測利益と将来の予測キャッシュ・フローよりも、期間利益の情報や発生額の情報の方がより有用であるとされる²⁴が、これも確定的ではない。

9-4 まとめ

前章（第 8 章）では、発生主義会計に基づく期間利益の基本的な原則や利点などの特徴について紹介し、それをもとにして本章では、期間利益と将来予測に関する分析についてみてきた。発生主義会計の基本的な原則は次の三点である。実現原則に基づく収益の認識、発生原則に基づく費用の認識、そして対応原則に基づく損益計算である。この基本的な原則に基づき算定される期間利益は、商法の要求する利害調整機能と証券取引法の要求する情報提供機能の 2 つの機能を持ち合わせている。発生主義に基づく期間利益は、企業の過去の業績分析を行うことに加えて、将来の利益予測を行うための 1 つのデータを提供する。そして、実証研究によれば、期間利益は株価との関係においても有用性をもっていることが紹介されている。そして、期間利益のなによりも大きな特徴は、株主が容易に収集することができる点である。

そこで、発生主義会計にもとづく期間利益は、キャッシュ・フローの期間配分によって導かれ、当該企業に対して投資を行った株主に企業がどれくらいの収益力があるかについての情報を提供するといえるだろうが、同時にいくつかの点に留意する必要がある。第 1 に、期間利益には、当期だけではなく以前の活動から生じているものが含まれている。例えば、営業活動から獲得されたキャッシュ・インフローがあげられる。すなわち、現在のキャッシュ・アウトフローが将来のキャッシュ・インフローを期待して行われており、その結果が次期以降に現れるということである。第 2 に、過去の期間利益情報が 1 期間だけ

では予測に対してリスクが大きくなる。例えば5年や10年など期間利益の時系列情報などを利用することによって、リスクはゼロになるというわけではないが、株主は1期間の情報よりも企業の現在における状況や戦略の分析が可能となり、しいては予測もしやすくなるだろう。

さらに上述のように、期間利益だけを用いて将来の利益や将来のキャッシュ・フローの予測は満足に行うことはできない。仮のシナリオを想定して例を示したが、シナリオには現状に加えて将来の予測、さらに企業トップの戦略が組み込まれている。このため、期間利益情報があったとしても、企業外部からシナリオを予測することにはどうしても限界がある。日本では、その限界を補う情報を提供してくれるものとして決算短信がある。決算短信は、財務諸表が公表される前に、新聞等において公表されるものであり、投資家等の企業外部からの投資意思決定における情報源の一つである。現在では、ホームページ上（EDINET）においても公表されている。例えば、3月決算を採用している企業の場合、決算短信は早いところで4月中旬、多くは5月中旬から下旬にかけて公表される。現在、決算短信の種類は、連結決算短信、単独決算短信、四半期決算短信があり、ベンチャー市場の四半期決算もある。ここでは、EDINETにおいて公開されている、ソニーの連結決算短信を例にその内容をみてみよう。

連結決算短信では、連結経営成績、連結財政状態、連結キャッシュ・フローの状況等について、それぞれ前期と当期の実績数値に加えて、次期の業績予想が公表されている。ソニーにおける内容について加筆を加えて一部紹介すれば次の通りである²⁵。

1. 2004年（平成16年）3月期の連結業績（2003年4月1日～2004年3月31日）

（1）連結経営成績

	売上高および 営業収入	営業利益	税引前利益	当期純利益	1株当たり 当期純利益
2003年3月期	7,473,633百万円	185,440百万円	247,621百万円	115,519百万円	95.97円
2004年3月期	7,496,391百万円	98,902百万円	144,067百万円	88,511百万円	125.74円

(2) 連結財政状態

	総資産	株主資本	株主資本比率	1株当たり 株主資本
2003年3月期	8,370,545百万円	2,280,895百万円	27.2%	2,466.81円
2004年3月期	9,090,662百万円	2,378,002百万円	26.2%	2,563.67円

(3) 連結キャッシュ・フローの状況

	営業活動による キャッシュ・フロー	投資活動による キャッシュ・フロー	財務活動による キャッシュ・フロー	現金および現金 同等物期末残高
2003年3月期	853,788百万円	▲706,792百万円	▲93,134百万円	713,058百万円
2004年3月期	632,635百万円	▲761,792百万円	313,283百万円	849,211百万円

2. 2005年（平成17年）3月期の連結業績予想（2004年4月1日～2005年3月31日）

	売上高および 営業収入	税引前利益	当期純利益
2003年3月期	7,550,000百万円	160,000百万円	100,000百万円

連結決算短信における予想値は、経営者が予測したものである。この公表のスピードの速さと次期の業績予想の開示が決算短信の特徴である。経営者は株主の知ることのできない、企業内部の情報を握っており、そうした経営者の考えを反映している次期の予想数値は、株主が意思決定を行う重要な情報源となることは容易に推測できるだろう。

しかし、1期間における損益に基づいて算定される期間利益はあくまでも配当可能利益の算定が目的とされており、その値は企業の全期間にわたるものではない。期間利益は企業価値にどのように繋がってくるのだろうかという問題が残されている。

また、近年、企業をとりまく環境の変化は著しく、さらに会計基準の変更や新設、価値創造経営など、これまでにはみられなかった新しいものがあふれてきている。こうした変化のなかで、会計情報はどのような役割を求められているのだろうか。また、企業はどのような対応を求められているのだろうか。こうした内容について次章以降で検討する。

- 1 連結財務諸表における連結損益計算書には、経常利益は記載されていないが、個別財務諸表においては経常利益の記載がある。
- 2 ホームページ上の EDINET におけるソニーの連結財務諸表データを参照（2004 年 3 月期、連結財務諸表（連結損益計算書）注記 17、41-44 頁）。
- 3 同上、連結財務諸表注記、「19. 事業再編にかかわる費用および資産の減損」、69 頁参照。
- 4 今後の検討課題として、米国の財務会計基準審議会（Financial Accounting Standard Board）の定める概念フレームワーク（Statement of Financial Accounting Concepts）やステートメント（Statement of Financial Accounting Standard Board）を参照して分析したいと考えている。
- 5 ソニーにおけるそれぞれの勘定科目は次のとおりである。その他の資産の部は無形固定資産、流動負債の部は未払金・未払費用、固定負債の部は未払退職・年金費用、累積その他の包括利益の部は最小年金債務調整額である。詳しくは、ホームページ上の EDINET におけるソニーの連結財務諸表データを参照されたい（2004 年 3 月期、連結財務諸表、連結損益計算書、連結財務諸表注記、「14. 年金および退職金制度」）。
- 6 参考にソニーの適用した割引率と年金資産の期待長期収益率を示せば次のとおりである。

割引率 2002 年度（1.9%） 2003 年度（2.4%）
期待長期収益率 2002 年度、2003 年度（4.0%）

割引率は直近の市場の金利を反映しており、前年度と比較して約 120 億円の年金費用が減少する結果になっている。米国会計基準では、前提条件と実際の結果が異なる場合には、その差異が累積され、将来期間にわたって償却されることになっている。

また、期待長期収益率は実際のところ 23.0%であった。こちらも前提条件と実際の結果が異なっているが、この場合もその差異が累積され、将来の平均残存勤務年数にわたって償却されることにより、毎年の年金費用や変動が軽減されている（ソニーの連結財務諸表「退職年金費用」の内容を参照）。

- 7 ソニー株式会社、連結財務諸表（2000）、連結財務諸表注記、「4. 上場子会社 3 社の完全子会社化」、71 頁参照。なお、発行株式数の内訳は次の通りである。ソニー・ミュージックエンタテインメント株と交換に約 26,156 千株、ソニーケミカル株との交換に約 5,606 千株、ソニー・プレジジョン・テクノロジー株との交換に約 1,218 千株を発行している。
- 8 同上（2000）、連結財務諸表注記、「17. 資本勘定」、86 頁。
- 9 同上（2004）、連結財務情報、「事業・財務の概況と見通し」為替変動とリスクヘッジを参照。
- 10 同上（2004）、連結貸借対照表参照。
- 11 同上（2004）、連結財務情報、「事業・財務の概況と見通し」研究開発活動を参照。
- 12 Palepu et al.（1996）、斎藤静樹監訳（1999）、99 頁参照。
- 13 主に Compaq の例を用いて紹介している。
- 14 Palepu et al.（1996）、斎藤静樹監訳（1999）、100 頁参照。
- 15 同上、100-124 頁参照。
- 16 「事業再編の費用」とよんでもいいが、ソニーの事例との混同を避けるためにその呼び方をかえている。
- 17 これらの数値は、2004 年 10 月 24 日、日本原価計算研究学会において発表を行った野村総合研究所の森沢徹氏の資料によっている。
- 18 末政（2001 b）、301-302 頁参照。末政は、連結経営に主眼をおき、キャッシュ・フローの活用面に重点を置くための最小限必要な資金について、企業経営の状況によりその範囲・金額について諸説あることを示しながらも、「フリー・キャッシュ・フローの概念に関する定説がないと思われる」と記している。
- 19 同上、301-309 頁参照。末政のいう、「最小限必要な資金」の 1 つである「固定資産の調達資金」における固定資産の範囲は、限定されていないため、範囲が少し広いかもしれない。
- 20 末政のデータは 1999 年度まで参照し、2000 年度以降についてはアニュアルレポートの連結キャッシュ・フロー計算書を参照している。
- 21 表において財務活動に分類しているキャッシュ・フロー項目のうち、1998 年度の子会社株式等売却収入はソニーの財務諸表上では投資活動において分類されている。これは、劇場部門（ロウズ・シアター）がシネプレックス・オデオン社と合併して誕生したロウズ・シネプレックス・エンタテインメント社が普通株を公開したことに関係している。この株式公開により、ソニーの持分割合が 39.5%へ増加した結果、当該企業の業績が連結の対象から外れ、持分法適用会社として報告されることとなった。これに関連して、ソニーは 53,007 百万円を受け取るとともに 5,181 百万円の利益をその他の収益に計上している。本論文では、末政の分類に準じて財務活動へ分類している。

また、参考として、ソニーの財務諸表上では 2003 年度に投資活動区分の内訳として、株式交換による買

収から得た金額及び現金同等物 (3,634 百万円)、子会社の新株発行にともなう収入 (3,952 百万円) が計上されている。少額のため、ここでは表に反映していない (1998 年度ソニー連結財務諸表、連結キャッシュ・フロー計算書、注記 6 参照)。

²² Copeland, T., *Valuation in Practice*, in : L. Keuleneer and W. Verhoog (eds.) , *Recent Trends in Valuation: From Strategy to Value*, John Wiley & Sons, 2003. 例えば、Copeland は AOL 及び Amazon.com の事例を用いてこのことを印象的に示している。

²³ 日本における実証研究については、百合草 (2001)、日本以外の実証研究については、百合草 (2001)、日本以外の実証研究については齋藤 (2002) の大日方の議論 (第IX-2章) を参照されたい。

²⁴ 齋藤 (2002) の大日方の議論、380 頁参照。ただし、大日方は将来の予測利益や将来の予測キャッシュ・フローと期間利益の情報や発生額の情報のもつ有用性は、フィフティ・フィフティであるとしている。

²⁵ EDINET における、ソニーの連結決算短信 (2004 年 4 月 27 日公表分) 参照。

第10章 ステークホルダーモデルと株主価値モデル

— DaimlerChrysler 社の事例研究 —

前章において、発生主義会計に基づく期間利益とキャッシュ・フローの情報の特徴から、価値創造経営をサポートする会計情報の一端について触れた。では、そうした会計情報を用いて、企業は価値創造経営についてどのように財務報告を行っているのだろうか。既に触れているように、価値創造経営には、ステークホルダーモデルと株主価値モデルがある。このため、それぞれのモデルをとっている企業の財務報告を比較する必要がある。

ここでは、Ball (2004) の論文に依拠して DaimlerChrysler 社の例を用いて考察を行う。DaimlerChrysler 社は 1998 年 12 月に Daimler-Benz AG と Chrysler が合併して誕生した¹が、Daimler-Benz AG は合併直前の 1993 年に米国のニューヨーク証券取引所 (New York Stock Exchange、以下「NYSE」とする) に上場している。Ball は Daimler-Benz AG が上場に際して提出した財務報告について論じている。一般にドイツと米国では、コーポレート・ガバナンスと財務報告に対するアプローチが異なっている。しかし、DaimlerChrysler 社は上場までの約 10 年の間に、マネジメントにおいて、米国的なガバナンスのモデルについて関心を示してその一部を同社において参考にし、上場に際していくつかの内容を根底から変換した。なぜ DaimlerChrysler 社はそうした変換を行ったのか、その背景にはどのようなことがあったのだろうか。そして、財務報告の内容はどのように変化し、また、その後においてどのような動きをみせたのだろうか。DaimlerChrysler 社の内容を検討することは、日本の企業が価値創造経営のもとで行うであろう財務報告を考察する上で、非常に有用であると推測される。

まず、なぜ Daimler-Benz AG が NYSE へ上場し、Chrysler と合併することになったのか、その背景について紹介する。続いて、ドイツと米国におけるそれぞれのモデルのもとでの財務報告の特徴をみる。そして、実際に、Daimler-Benz AG が行った財務報告の特徴について紹介し、従来までのドイツのモデルにおける財務報告と比較検討を行う。最後に、日本における価値創造経営に基づく財務報告について考察する。

10-1 NYSE への上場前の Daimler Benz AG の状況について

Daimler-Benz AG の経営者は、なぜコーポレート・ガバナンスの根本的かつ完全な変革が必要と考えたのか。そして、なぜ急激な変革の時期に株主価値モデルのガバナンス・モデ

ルを採用したのだろうか。その当時の状況についてみてみよう。

Daimler-Benz AG は、1924 年に Daimler-Motoren-Gesellschaft（1890 年設立）と Benz & Co. Rheinische Gasmotoren-Fabrik, Mannheim（1883 年設立）が合併して誕生した自動車産業のパイオニアの 1 つであり、20 世紀最大規模の会社の 1 つであった。1993 年における当社の収益の約 40% は航空機、宇宙スペース、鉄道システム、マイクロエレクトロニクスからもたらされていた。また、乗用車と商業車もまた収益の多くの提供し続けており、会社の評判の第一源泉であった。

このような中で、なぜ Daimler-Benz AG は合併するに至ったのか。その背景の一つが、これまで高い評価を続けていた自動車事業における問題である。1993 年後半、Daimler-Benz AG の経営者は、自動車事業において次のような問題に直面した²。

- (1) 高級乗用車市場での競争の激化
- (2) 自動車部品の開発固定費の増加
- (3) ドイツでの人件費の高さ（例えば、時間賃金は米国の約 2 倍）
- (4) コストと収益のアンバランス

4 点目のコストと収益のアンバランスは、Daimler-Benz AG においてコストの大部分がドイツマルク（Deutsche Marks、以下、DM とする）で発生するが、収益は米国のドルを含む多様な外貨で受け取っていたことから生じており、長期にわたって大きな外国為替リスクにさらされていたことに関連している。また、当時のドイツのマルク高によってマージンが小さくなっており、経営者はより多くのコストを海外で調達する必要性に直面していた。欧州の自動車産業の生産能力は過大であり、Daimler-Benz AG においてもドイツのいくつかの工場閉鎖や雇用削減が必要とされていた。

つまり、製造などを他の諸国へ移すことが重要課題となっていた。しかし、その実行は困難なものであった。この背景には、ドイツがステークホルダーモデルのもと、利益の平滑化を行うことが求められていたためである。では、Daimler-Benz AG はどのようにしてその問題に対応したのか。それが、株主価値モデルのもとでタイムリーに損益を認識し、財務報告において説明を行うという、米国基準に準拠した財務報告の作成、そして NYSE への上場という選択肢であった。

10-2 ステークホルダーモデルと株主価値モデルの特徴

ドイツと米国では、コーポレート・ガバナンス、財務報告、ディスクロージャーについて、その元となるモデルが異なっている。

まず、ドイツを含むほとんどの大陸諸国は、「制定法」を用いている。制定法の体系は、公式的規則（「法典（code）」）に示されている。法典編纂の権限は、典型的には階級の代表者から構成されており、財務報告書の場合には、トップの産業家、銀行の代表、労働者の代表、政府の財務担当官がその中に含まれる。このため、政治的影響が強くなっている。また、監査役会において、従業員が約 50%の代表権をもっている。このため、企業に関連する事象について利害関係者が知り得ることが多いと仮定されるため、制定法のシステムでは財務報告とディスクロージャーについて要求される水準はより低く、公表される情報もより少ない傾向となっている³。

一方、米国では、コモンローのモデルが用いられている。このモデルは、主として英国の旧植民地に「輸出」され、それに伴って豪州、カナダ、インド、アイルランド、ニュージーランドの多くの法律ならびに米国の法律の基礎になっている。コモンローの起源は、私的なセクターにあり、諸原則は認められた実践から生じ、実務がリーズナブルなものとして広く受け入れられるようになった後で記述に含められる。コモンローのシステムでは先例が重要な役割を果たしており、保守主義原則が広く受け入れられていることがその特徴である。このため、利害関係者から財務報告とディスクロージャーを要求される水準はより高度なものであり、より多くの情報を作成する傾向がある⁴。

では、Daimler-Benz AG は実際にどのような財務報告を作成したのだろうか。次節において説明する。

10-3 株主価値モデル（SEC ルール）に基づく財務報告

1993年10月5日、Daimler-Benz AG はNYSE の American Depositary Receipts（ADRs）として取引を開始した。それに先立ち、1993年9月17日にはNYSE に上場する準備の中、Daimler-Benz AG は米国の GAAP（Generally Accepted Accounting Principles、以下、GAAP とする）のもとで作成した半期（1993年1月1日～6月30日）の損益を公表した。ここにおいて、連結正味損益と自己資本に対する米国とドイツの会計違いによる主要な影響を報告し、そしてはじめて損失を報告した。

10-3-1 GAAPに基づいた Daimler Benz AG の 1993 年度半期の損益

公表した GAAP 基準による同社の利益は、1993 年の 6 月 30 日に終わる最初の半期の損失が 5 億 7,500 万 US ドル（9 億 4,900 万 DM）であったが、同社はそれ以前に、ドイツの商法に基づき、同時期に 1 億 200 万 US ドル（1 億 6,800 万 DM）の利益を報告していた。つまり、同一の期間でドイツの基準では黒字で、アメリカの基準では大きな赤字を示したことになる。

その後、1993 年度全体ではドイツの基準では 6 億 1,500 万 DM の利益を、そして米国の基準では 18 億 3,900 万 DM の損失を公表した。この数字の大きな違い（16 億 US ドル（25 億 DM））は、ドイツと米国における財務報告の元となるモデルの違いから生じている⁵。

ドイツルールと米国ルールで報告された利益の違いの最大源泉は、「引当金、準備金、評価差額」として上げられた 42 億 6,200 万 DM の控除である。また、B/S をみれば、株主持分は GAAP ルールの元で 262 億 8,100 万 DM となった。これはドイツルールでは 175 億 8,400 万 DM となっていた。この違いの最大の源泉は、「引当金、準備金、評価差額」として説明された 57 億 7,000 万 DM であった⁶。

なぜ、ドイツのルールと米国のルールではこのような差が生じるのだろうか。これは、両国における会計原則は基本的に異なる視点に基づいているためである。Ball はこの最も大きな相違が発生主義会計の中身にあると説明している。

10-3-2 ドイツと米国における発生主義会計の違い

発生主義会計の制度は、ドイツでは商法（Handelsgesetzbuch、以下、HGB とする）において、米国では財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board、以下「FASB」とする）において規定されている。

FASB Concept No. 6 “Elements of Financial Statements（財務諸表の構成要素）”は、「発生主義の目標は、取引とその他の事象や状況が与える影響について**それらが起こった期間に**説明する（“the goal of accrual accounting is to account *in the periods in which they occur for the effects on an entity of transactions and other events and circumstances*、パラグラフ 145、強調は筆者による）」と明らかにしている。一方、ドイツの HGB では、企業が「**将来の（future）**（強調は筆者による）」費用を発生させ、ケースによっては企業にそのように要求することを可能にさせる弾力性をもっている⁷。

つまり、ドイツでは、業績が悪い時に過去のリザーブを崩して業績が良いように見せか

け、業績が良い時には利益を過小に表示して、将来のためにリザーブを行なうことが認められている（違法ではない）。これが債権者保護のためといわれるドイツの重要な原則と整合しているのである。これは、ドイツではその方が経営者、従業員、政府あるいは債権者などの株主以外のステークホルダーにとって利益になり、しいては株主（ドイツで銀行が大株主になることが多い）にとっても受け入れられるためである。

このような違いのため、これまで Daimler-Benz AG の経営者は「これまで、アメリカの会計原則はドイツの商法典ほど引当、留保を許していない」という態度を示していた⁸。

財務報告をアメリカの GAAP に基づいて作成するという Daimler-Benz AG の経営者の意思決定は、HGB の規則のもとで許容され、推奨されている弾力性を犠牲にするように自らを束縛することに相当する。しかし、Daimler-Benz AG が直面していた自動車事業における問題について行動をおこすためには、従来のドイツの HGB に基づいて作成する財務報告のままでは困難であった。変化を起こすために、Daimler-Benz AG の経営者がとった行動は、株主構造の変革、NYSE への上場であったと推測される。

ドイツと米国の相違点について、Daimler-Benz AG は Annual Report において後に次のように説明している。

・・・ドイツの HGB のもとでの会計は注意と債権者の保護の原則を重視するのに対して、米国の会計の主たる目的は、株主の意思決定に対する適切な情報の利用可能性である。したがって、財務諸表の（年度間及び会社間の）比較可能性と発生主義期に基づく業績の算定は、ドイツの HGB よりもアメリカの GAAP の方がランクが高い⁹。・・・

10-4 NYSE 上場後の DaimlerChrysler 社の動向

Daimler-Benz AG は GAAP に基づく財務報告を行った、1993 年 9 月 17 日に次のような声明を発表した。その内容は、Daimler-Benz AG のコア・コンピタンスにとって中心的ではない投資は破棄して製品ラインの焦点を定め、ドイツ国内の工場を閉鎖し、賃金をカットするというものであった。

この声明により、1 世紀に及ぶ歴史をもち、名声を得ていたエレクトロニクス事業である AEG が解体され、その他 35 の事業のうち、11 の事業が廃止された。賃金カットは、1994 年末までにドイツ国内では 35,000 の事業、国外では 8,000 の事業に及び、またそこには若干の非自発的な退職を含んでいた。その結果、1993 年から 1996 年の間にドイツ国内の従業

員は、302,464 人から 222,821 人にまで減少した。もちろん、管理者も削減された。その間、このグループの総資産は 30%以上増加した¹⁰。そして、それから 5 年経たないうちに、Daimler は、アメリカのビッグ 3 の Chrysler と合併した。

Ball は Daimler-Benz AG が GAAP に基づく財務報告において損失を開示したことについて、同社のドイツ（及びその他の国々）における広範なパブリックの関心を引きつけ、雇用の削減と工場閉鎖の意思決定を行う上でのコストを政治的に小さくする効果を生んだと論じている¹¹。

10-5 まとめ

以上、Ball の論文をもとにして、Daimler-Benz AG 例をみてきた。Ball は、ドイツと米国の財務報告について、2つのモデル（ステークホルダーモデルと株主価値モデル）を区別し、さらにその背景に制定法とコモンローという、考え方の違いがあると説明している。

ドイツの財務報告はステークホルダーモデルのもと、会社と密接な関係を持っている経営者、従業員、金融機関、政府などのステークホルダーがパイを分け合うという、利益の平滑化が求められている。保守主義のもとで利益の平滑化を行い、配当、報酬、税金の支払等の安定化、工場閉鎖のような巨額損失処理を期間配分することによる利害関係者への苦痛の回避や繰延ができるシステムになっていた。つまり、発生主義会計において、タイムリーに経済的な利得と損失を認識せず、利益をより多く当期のキャッシュ・フローの実現に基づかせ、将来キャッシュ・フローの現在価値の変化を資本化する会計上の発生主義に基づかせるのを少なくできた。

一方、米国の財務報告は株主価値モデルのもと、誰もが情報の開示を受ける権利があるという前提のもとで、株主一般に対して透明度の高い情報の開示、ディスクロージャーが要求されている。ドイツとは異なり、米国における発生主義会計は、タイムリーに経済的損益を認識し、報告利益が大きく変動したり歪曲するという性質を持っている。

このような大きな相違が存在していたが、Daimler-Benz AG の経営者は、直面していた問題に対処するため、米国の GAPP に依拠した財務報告を作成し、NYSE への上場を行った。

Ball は Daimler-Benz AG による NYSE への上場はつぎのような変化をもたらしたと示している。

- (1) 外部的なものに関連することとして、長期的ベネフィットとしての同社の株主基盤の多角化、株主持分の流動性強化と資本コストの低減
- (2) 内部的なものに関連することとして、将来の透明性を約束することがコーポレート・ガバナンスに与えた影響

ドイツのガバナンス・モデルのもとでは、パブリックな財務報告とディスクロージャーの役割は小さく、その結果、タイムリーな損失の報告や開示ができないことから生ずる告訴のリスクが少ない¹²。その反面、監査役会において、従業員が50%の代表権をもち、会社及び連携銀行に対する圧力を持つため、従業員に不利な影響を及ぼす意思決定を行うことは困難であった。こうした背景は、Daimler-Benz AGが1993年度の損失を隠蔽させるほど大きかったと思われる。

しかし、米国のような訴訟が頻繁に起こる国では、実質的にマイナスの影響を開示しないことは、会社を潜在的に深刻な結果を伴う株主訴訟の危険にさらすことになる。こうして、パブリックな財務報告とディスクロージャーの役割は大きなものとなった。

こうした変化は企業外部に対するものだけではなく、企業内部においても大きな影響を及ぼした。Daimler-Benz AGは、1996年のAnnual Reportにおいて、ガバナンスに対するいくつかのラジカルな変革を開示した。それらの変革は、「Value-Based Management、米国のGAAP、新しいコントロールの手段」というタイトルで結びつけられていた。注目される特徴についていくつか示せば次のとおりである。

(1) 「Value-Based Managementを理解すること」という小見出しで、同社が受け入れた株主のガバナンス・モデルについて次のように説明している。

われわれの会社の価値の恒常的で継続的な拡大は、我々の成功に貢献するすべての集団の利益に適切な考慮が与えられる時にのみ可能である。我々の経済的な業績と我々の株主に対する満足されるリターンは、動機づけられた従業員、満足した顧客、信頼でき革新的なサプライヤーに依存する。他方、利益を獲得できる会社のみが将来を確実なものにするために必要な資金を比較的有利な条件で資本市場から獲得し、従業員に安全で挑戦的な仕事を提供し、それによって長期的なコミットメントを獲得することができる。したがって、Daimler-Benzの経営者は、関係するすべての人々のために会社の価値を高めることに身をささげている¹³。

つまり、Daimler-Benz AG は、コーポレート・ガバナンスの株主価値モデルを強く受け入れたのである。また、ステークホルダーという言葉が欠けていることも目立っていた。

(2)「新しいコントロールの手段」という見出し及び「米国の GAAP に準拠した貸借対照表の価値のベース」という小見出しのもとで、Daimler-Benz AG は、全社を通じて米国の GAAP を実施することについて次のような説明を与えている。

米国の GAAP は、Daimler-Benz を外部的な視点からより透視的にさせただけではなかった。米国の原則から導き出された利益の数値は同社の経済的業績を反映するため、我々は、過去に用いられた内部的な営業利益に依拠するよりも、いまや外部的報告に依拠する数値を全社及び個々のビジネス・ユニットの内部的なコントロールのために用いることができる¹⁴。

「外部的報告に依拠する数値を全社及び個々のビジネス・ユニットの内部的なコントロールのために用いることができる」ことにより、Daimler-Benz AG は次のようなベネフィットを得ることができた。

それは、株価と比べた時の会計利益を個々のビジネス・ユニットの利益に分解できるということである。そこで、利益は、全社的に、そしてビジネス・ユニットの管理者の評価と報酬付与の首尾一貫した指標として用いることができる。つまり、Daimler-Benz AG は米国の GAAP と株主価値の視点が「財務」会計と同様に「管理」会計であると理解したのである。

もちろん、当初、Daimler-Benz AG の動向は、ドイツの会社の世界では良く受け入れられなかった。しかし、時が経つにつれてドイツの会社は理解を深めていった。一例を示せば、Daimler-Benz AG の動向について批判を行っていた Siemens AG が、2001 年に Daimler-Benz AG の先例に倣ったのである。

Daimler-Benz AG がコーポレート・ガバナンスと財務報告に対して行った変革は、規制の変化によるものではなく、主として市場要因によって行われたように推測される。つまり、コア・ビジネスである自動車産業における問題が大きくなってきたためである。しかし、この変革について、Ball はいくつか注意すべき点も示している¹⁵。

- (1) DaimlerChrysler 社は、株主価値モデルを完全に受け入れたのではなく、ドイツのガバナンスの諸規則を遵守するドイツの会社に留まっている。つまり、株主価値モデルの諸要素をそのガバナンスと報告のシステムに組み入れている。

例えば、その監査役会は、引き続き労働者の代表の 50%を含むことにした。CFO（財務担当役員）である Genz は、「Chrysler における株主価値のマネジメント」と「Daimler における Value-Based マネジメント」を合併させる必要を考えていた。しかし、それは当初に想像したものよりも難しいものになりうるだろう。一例をあげれば、ダイムラーとクライスラーにおける経営者の報酬構造の違いがある。1997 年、Chrysler の CEO の報酬は 1,150 万 DM に対して、Daimler-Benz の CEO の報酬は 200 万 DM に過ぎなかった。

- (2) 株主価値モデルの諸要素を採用することは、従業員の削減、工場の閉鎖、コアでない事業の処理を必要とする過渡的な期間において効率的といえるかもしれない。しかし、長期的にドイツの会社にとっての効率的な解決は伝統的なステークホルダーのモデルにより近いものとなるだろう。

DaimlerChrysler 社の例から、株主価値モデルの採用は戦略的な移行と急速な変化の時期には特にアピールできたといえよう。しかし、DaimlerChrysler 社のビジネスがより安定的で恒常的な条件に至ったとすれば、ステークホルダーモデルにより近く戻ることが効率的であるといえよう。なぜなら、これまで、安定的な時期においては確実に役に立っていたことがすでに証明されているためである。

- (3) 証券をいくつかの市場に上場することは、あるガバナンスシステムの要素を別のシステムの上に組み入れる貴重なオプションを会社に与える。

NYSE 上場により、DaimlerChrysler 社はガバナンス・モデルの重要な要素を織り込むことに成功したといえる。また、個々のビジネス・ユニットの管理者に対する会社の経営者の監視を強めるため、内部報告目的に対しても GAAP を採用した。DaimlerChrysler 社の例は、財務報告がコーポレート・ガバナンスの不可分の特質であるという命題も示している。また、報告と開示での透明性が高い株主価値モデルに対する現在の世界的な関心は一時的な

ものでしかありえないことも指摘している。

- (4) ドイツの会計では、報告利益について伝統的に経営者に与えられてきた裁量を利用して、ビジネス・ユニットの管理者はその業績を上司から偽装してきたといえる。損失を出すビジネスに対して、より迅速でより決定的な注意を向けることが要求されれば、そこに変化が生じるだろう。

以上が、Ball の指摘している注意点である。また、Ball は、日本の企業のケースについても次のような若干の意見を述べている。

日本の企業は、伝統的にグループの意識を重視してきた。そして、それは株式持ち合いによって強化された利害関係者グループの取引についての系列のシステムへと進化した。日本ではほとんどの場合、証券取引と会計規則に対して、政府の法典化に対する強い役割を自然に与え、19 世紀末にドイツの商法典が採用された。株式持ち合いの環境として、関連会社を含めている¹⁶。

このため、ドイツの DaimlerChrysler 社の例は、日本において価値創造経営を行う企業に対して、財務報告について非常に有用な情報を提供していると思われる。財務報告について、その背景には国ごと企業ごとに異なるモデルや法規制に関する考え方が存在する。しかし、これは経営者が直面した問題に対処するためにその時々に応じて使い分けることで有用なものとなるだろう。Ball は、株主価値モデルは戦略的な移行と急速な変化の時期に有効に働き、ステークホルダーモデルはビジネスがより安定的で恒常的な時期に有効に働くこと示している。それぞれの特徴を生かして、企業内外において変化を起こすこと、これが価値創造経営の目指すところではないだろうか。

¹ Daimler-Benz AG は、1998 年 5 月 7 日に米国ナンバー 3 の自動車会社である、Chrysler と合併の合意に達し、同年 12 月に合併の手続きが完了し、DaimlerChrysler AG が設立された。当時この合併は、歴史上最大の国境を横断した合併であった。

² Ball (2004) ,pp.108-110 参照。

³ *Ibid.*,pp.111-113 参照。

⁴ *Ibid.*, pp.113-116 参照。

⁵ もし、Daimler が米国の会社で、6 億 1,500 万 DM の利益を報告した後で 18 億 3,900 万 DM の損失を報告したとすれば、ステークホルダーから損害賠償を求める訴訟の集中攻撃や、SEC の告訴、評判の低下、投資者や顧客離れなどが生じただろう。しかし、ドイツの反応は全く正反対であった。Daimler の問題は「ボトムライン」の損失を報告しなかったことではなく、利益を報告したあとに損失を報告したという点であった。

⁶ *Ibid.*, pp.127-129 参照。

⁷ *Ibid.*, p.120 参照。

⁸ Daimler-Benz AG, *Annual Report*, 1995 参照。

⁹ Daimler-Benz AG, *Annual Report*, 1996 参照。

¹⁰ Daimler-Benz AG, *Annual Report*, 1997. Ball (2004) ,pp.133-134 参照。

¹¹ Ball (2004) ,p.135 参照。

¹² 研究者による大標本の調査がこれらの傾向を確認している。

Ball et al. (*Journal of Accounting & Economics*,29, 2000, pp.1-51) は、制定法の国で報告される利益がより低い変動性、より小さな歪曲性 (タイムリーな損失認識の頻度が小さいことを反映する)、より低い一般的な適時性、経済的な損失に対するより小さな感度、配当に関連する適時性の増加がより少ないことを報告している。

¹³ Daimler-Benz AG, *Annual Report 1997*,44. Ball (2004) ,p.138 参照。

¹⁴ Daimler-Benz AG, *Annual Report 1997*,45. Ball (2004) ,p.138 参照。

¹⁵ Ball (2004) ,pp.104-107,pp.140-141 参照。

¹⁶ *Ibid.*, p.113 参照。

第 11 章 株主価値創造経営に関連する指標の分析

従来、株主は財務諸表上の会計情報等を利用した指標である、ROE、PER、PBS 等を用いながら、株主資本に対する企業の貢献について評価分析を行ってきた。しかし、既に触れてきたように、そうした指標は財務レバレッジの影響や会計処理の影響を受け、過去の会計上の実績に過ぎない期間損益を用いるといった計算メカニズム上の問題点を抱えていた。つまり、リターンについては将来予測に関する直接的な情報を提供できおらず、また、リスクについて考慮が十分になされていなかった。

以上のような問題に対処するため、様々な企業価値評価モデルが提案された。そのモデルには、Residual Income Model (残余利益モデル、以下、RI モデルとする)、Makinsey & Co. の Free Cash Flow Model (以下、FCF モデルとする)、Divided Discount Model (配当割引モデル、以下 DD モデルとする)、理論的なものとして 90 年代に提案された Ohlson モデルがある。それぞれのモデルが焦点をあてているものは異なっており、RI モデルでは、期間損益、FCF モデルではキャッシュ・フロー、DD モデルでは配当と株価に焦点をあてている。

また、企業価値評価指標としては、DCF (Discounted Cash Flow)、Starn Stewart 社の開発した Market Value Added (市場付加価値、以下、MVA とする)、アーサーアンダーセンの Shareholder Value Added (以下、SVA とする)、Starn Stewart 社の開発した EVA、HOLT 社が開発した Cash-Flow Return on Investment (以下、CFROI とする)、Boston Consulting Group (以下、BCG と略す) の指標である TBR (Total Business Return) があげられる¹。

本章では、まず企業価値評価モデルについてその概要を説明する。続いて、企業価値評価指標のメカニズムについて分析する。ここでは、特にキャッシュ・フロー情報をもとにした DCF と EVA を取り上げる。そして、その特徴について比較検討する。

11-1 企業価値評価モデル

11-1-1 期間損益を用いた企業価値評価モデル

RI モデルは、期間損益から資本コストを差し引くモデルである。資本コストにおいて、Weight Average Cost of Capital (加重平均資本コスト、以下 WACC とする) が用いられていることに特徴がある。計算式を示せば次の通りである。

$$\begin{aligned} \text{RI} &= \text{税引後営業利益} - \text{資本費用} \\ &= \text{営業利益} \times (1 - \text{法人税率}) - \text{使用資産} \times \text{WACC} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \text{負債コスト} \times \{ \text{有利子負債} \div (\text{有利子負債} + \text{株主資本}) \} \\ &+ \text{株主資本コスト} \times \{ \text{株主資本} \div (\text{有利子負債} + \text{株主資本}) \} \end{aligned}$$

RI モデルは、過去の会計上の実績を表す期間損益数値の税引後営業利益から資本コストを差し引いている。このため、RI は当該期間における営業活動から得られた利益から当該期間において最低限必要なコストを考慮した後の企業における残余利益を表している。

11-1-2 企業評価モデルのベースとしてのキャッシュ・フローモデル

ROE 等では期間損益や財政状態などの財務情報を利用していたため、過去情報の分析にとどまらざるを得なかった。しかし、Cash Flow（以下、CF とする）特に Free Cash Flow（以下、FCF とする）を用いることで、そうした点を補うことができる。FCF モデルは絶対額で毎年どれだけの FCF が発生するかという考えに立って分析する手法であり、様々な種類が存在する。CF は大きく分けると営業 CF、投資 CF、FCF の 3 つに分けられる。営業 CF から投資 CF を差し引いたものが FCF であり、算式を示すと次の通りである。

$$\begin{aligned} \text{営業 CF} &= \text{営業利益} + \text{固定資産の減価償却費} + \text{営業権など無形固定資産の償却額} \\ &= (\text{売上高} - \text{現金支出を伴う費用} - \text{減価償却}) \times (1 - \text{法人税率}) + \text{減価償却} \\ &= \text{営業利益} \times (1 - \text{法人税率}) + \text{減価償却} \end{aligned}$$

$$\text{投資 CF} = \text{運転資本需要} + \text{設備投資額}$$

$$\begin{aligned} \text{FCF} &= \text{営業 CF} - \text{営業 CF に係る支払税額} - \text{設備投資額} \\ &+ \text{資産売却による受取現金額} \pm \text{純運転資本の増減額} \end{aligned}$$

算式からわかるように、営業 CF の算出では、費用計上するものの、現金流出を伴わない減価償却が加えられている。ここでは、営業権など無形固定資産の償却額も含まれる。上記の FCF の計算式からもわかるように、FCF は企業本来の事業活動から創造される CF を

示しており、ここには資金調達活動に関する CF は含まれていない。

11-1-3 配当と株価を用いた企業評価モデル

PER は企業の実績値を用いた単年度の分析指標として利用できる。しかし、企業全体の価値との関係を分析するためには、長期的な評価モデルについてもみる必要がある。ここで、利用できるものが、DD モデルである。配当や株価と関連する DD モデルは、株主の要求する利益率が増資新株発行の前後で変わらないことを仮定して、株式のリスクである資本コストが現在の株価に織り込まれていることを前提としている。つまり、現在の株価に株主の要求する収益率が反映し、それが等しいとしている。

DD モデルは各年の配当を現在価値に割引いたものの総計が株価と等しくなるというものである。期間を t 、株価を P 、各年の配当を D 、割引率を r とすれば DD モデルは次のようにあらわすことができる。算式における E は、期待値の計算における見積もりを表している。

$$P_t = \sum_{i=t+1}^{\infty} \frac{E(D_i)}{(1+r)^i}$$

ここで、期間を無限と仮定すると、株価は配当を割引率で除したものと等しくなり、株価が将来の配当流列の現在価値として表現される。

$$P = D/r$$

しかし、もし期間が短期に仮定されると、その期間以降の残存価値をどのように評価するかという問題が生じてくる。

11-1-4 企業価値評価モデルの特徴

以上、企業価値評価モデルを説明した。ここでその特徴をまとめ、さらに、本論の第1部第3章に示した Rappaport の株主価値アプローチとあわせて考察する。

RI モデルは、企業の過去の実績を表す期間損益情報から資本コストを差し引くモデルである。ここでは、当該期間における営業活動から得られた利益から当該期間において、最低限必要なコストである法人税や使用資産の維持や改善に必要となるコスト等を考慮している。

FCF モデルは、絶対額で毎年どれだけの FCF が発生するかという考えに基づくモデルである。ここでは、RI モデルの特徴に加えて、減価償却がプラスのキャッシュとして加えられている。減価償却は、費用計上するものの、現金流出を伴わないものである。このため、FCF モデルは企業本来の事業活動から創造される CF をベースとしているところに特徴がある。

DD モデルは、各年の配当を現在価値に割引いたものの総計が株価と等しくなると仮定しているモデルである。対象の期間を無限と仮定すると、株価は配当を割引率で除したものと等しくなる。しかし、もし期間が短期に仮定されると、その期間以降の残存価値をどのように評価するかという問題が生じてくる。

以上の3つのモデルは、ある一期間後の企業における価値を表している。このため、企業全体の価値を評価するためには、各期における残余利益の流列情報などが必要となる。詳しくは次節の指標分析において説明する。

ただ、DD モデルに発行済株式数を乗じると株式価値の推定値となるため、ここでもう少し説明を行う。第3章に示した Rappaport の定義式によれば、株主価値と企業価値は次の式で求められる。

$$\text{株主価値} = \text{企業価値} - \text{負債}$$

$$\begin{aligned} \text{企業価値} = & \text{予測期間における営業活動からのキャッシュ・フローの現在価値} \\ & + \text{残余価値}^2 + \text{市場性のある有価証券} \end{aligned}$$

ここで、残余価値（ターミナルバリュー）は、予測期間（計画ホライズン）末に推定されるその時点以後の企業価値を示している。つまり、この式では、企業価値は一定の（有

限の) 予測期間での企業活動の予測に基づいて算定されることを考えている。これに対し、DD モデルにおける株式価値は、そのような実際の企業活動の計画に基づく推定値ではない。いいかえれば、DD モデルでは期間の限定をしていないということも言える。

利益や配当などのデータを用いることで、株価との関係の一端についてみることはできる。しかし、利用する際には、その他の外的要因や仮定の設定などの影響を考慮する必要があることに注意が必要である。

これまでの実証研究によれば、将来の利益予測と将来のキャッシュ・フロー予測は株価と必ずしも関連が深いというわけではないことが紹介されている³。証券市場での価格形成に照らした情報価値の実証研究では、株価との関連を認められた利益情報は実現ベースないし発生ベースで計算される純利益であったが、これも確実に実証されているとはいえない。実証研究の結果を総合すれば、将来の予測利益と将来の予測キャッシュ・フローよりも、期間利益の情報や発生額の情報の方がより有用であるとされる⁴が、これも確定的ではない。

では、次節において、企業価値評価指標のメカニズムについて分析する。

11-2 企業価値評価指標

11-2-1 キャッシュ・フロー情報をもとにした指標

CF 情報をもとにした FCF モデルの指標に DCF がある。ここから展開したものは、現在価値法、内部利益率法、収益性指標法、投下資金回収法など様々あるが、ここでは、その基本部分について分析する。DCF の算式を示せば次の通りである。CF は各期の将来 CF、 r は割引率、 N は仮定された将来のある期間)、残存価値は、 N 期において、売却する場合の企業の推定価格である。

$$\text{DCF} = \text{CF}_0 + \text{CF}_1 / (1+r) + \text{CF}_2 / (1+r)^2 + \dots + \text{CF}_{N-1} / (1+r)^{N-1} + \text{CF}_N / (1+r)^N \\ + N \text{ 期の残存価値}$$

DCF は、当期の CF に将来予測される CF の現在価値と残存価値から構成されている。このため、新規投資案件について検討を行う際に評価指標として利用されている。

11-2-2 期間損益情報をもとにした指標

期間損益情報をもとにした価値評価指標に EVA がある。その他にも SVA⁵や TBR⁶、TSR⁷ などがある。ここでは、EVA について説明する。

EVA は投下資本を元手に、どれだけの真の経済的利益を生み出せたかを測る、内部的な業績評価指標として知られている。EVA は資本コストを考慮していることで、従来の指標よりも優れており、また、株価との相関についても ROE を上回ることが報告されている⁸。EVA の算出方法は次の通りである。なお、NOPAT (Net Operating Profit after Tax) は税引後営業利益を示している。この値には支払利息を控除する前の金額が反映される場合もある。

$$EVA = NOPAT - \text{投下資本} \times WACC$$

$$NOPAT = (\text{営業利益} + \text{営業外損益} \pm \text{税引前調整項目}) \times (1 - \text{税率}) \\ \pm \text{税引後調整項目}$$

$$\text{投下資本} = \text{流動資産} - \text{無利子流動負債} + \text{有形固定資産} \\ + \text{無形固定資産} \pm \text{調整項目} \\ = \text{有利子負債} + \text{少数株主持分} + \text{株主資本} \\ + \text{有利子負債以外の固定負債} \pm \text{調整項目}$$

$$WACC = \text{負債コスト} \times \{ \text{有利子負債} \div (\text{有利子負債} + \text{株主資本}) \} \\ + \text{株主資本コスト} \times \{ \text{株主資本} \div (\text{有利子負債} + \text{株主資本}) \}$$

$$\text{株主資本コスト} = \text{リスクフリー・レート} + \beta \text{値} \times \text{株式のリスク・プレミアム}$$

NOPAT を求める項の1つである営業外損益は、支払利息を除いたものである。また、税引前調整項目は、例えば有価証券売却益、各種評価損、特別損益など、税引後調整項目は、例えば持分法投資損益などである。

投下資本を求める項の1つである調整項目は、必要な場合のみ考慮されるが、例えば、割引手形、貸倒引当金、為替換算調整額、繰延税金などがある。

WACC の構成要素である株主資本コストは、資本資産価格モデル (Capital Asset Pricing

Model、以下 CAPM とする) に基づき、(a) リスクフリー・レート、(b) β 値、(c) 株式(市場)のリスク・プレミアムが考慮されている。リスクフリー・レート(安全資産利率)は、国債等のように安全性の高い投資手段から得られる利回りである。 β 値は、個別株式の収益率の変動と株式市場全体の収益率との変動との相関関係を数値化したものである。株式のリスク・プレミアムは、国債などの安全な投資対象から得る収益率に対して、株式市場全体へ投資することにより、どの程度の超過収益率を平均的に得ると投資家が期待しているかを示すレート⁹である。

EVA は、期間損益から導かれる利益と当該期間に生じた投下資本コストから構成されている。このため、既存の投資についてその期間における成果を検討する際に利用することができる。つまり、財務的業績の継続的な改善にその焦点をあわせている。

11-2-3 企業価値評価指標の特徴

以上、企業価値評価指標について説明した。ここでその特徴をまとめ、さらに、本論の第1部第3章に示した Rappaport の株主価値アプローチとあわせて考察する。

DCF は、当期の CF に将来予測される CF の現在価値と残存価値から構成されており、新規投資案件の検討など長期スパンを対象とする場合に利用されている。

一方、EVA は、期間損益から導かれる利益と当該期間に生じた投下資本コストから構成されており、既存の投資について各期における業績の推移などを検討するのに有用である。

では、それぞれの指標は企業価値や株主価値に対してどのような結びつきがあるのだろうか。ここで、もう一度 Rappaport の定義式を思い出してみよう。

$$\text{株主価値} = \text{企業価値} - \text{負債}$$

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \text{予測期間における営業活動からのキャッシュ・フローの現在価値} \\ &+ \text{残余価値} + \text{市場性のある有価証券} \end{aligned}$$

DCF は、Rappaport の定義する企業価値の計算式と非常に類似している。しかし、DCF はそれが評価の対象とする投資が新規のものであり、既存のものについては考慮されていないところに注意が必要である。また、新規投資は第1年目に資本支出が多く発生して控除

さえるため、当該期間に巨額のマイナスのキャッシュ・フローを発生させる可能性が高い。このため、長期スパンの立場にたって評価を行わなければならない。

EVA は I/S と B/S のデータを利用しているが、それに調整を加えてキャッシュ・フローに接近しようとしていること、また、CAPM に基づく WACC を用いて資本コストを考慮している。しかし、EVA は各期における価値の増分を示すだけである。全体の期間における価値を示すためには、将来のすべての EVA を現在価値に割り引いた額の総和となる。これが、MVA であり、算出方法は次の通りである。

$$\begin{aligned} \text{MVA} &= \text{市場価値} - \text{投下資本} \\ &= (\text{株式時価総額} + \text{負債の時価総額}) - (\text{株主資本の簿価} + \text{負債の簿価}) \\ &= \text{将来すべての EVA の現在価値の合計} \end{aligned}$$

MVA と投下資本の構成比をみることで、株式時価総額の質を観察することができる。EVA が一期間中の業績を反映しているのに対して、MVA は市場が企業の価値創出に対してどのような評価を与えているのかを示している。つまり、MVA は企業の従来 of 事業活動と将来の事業活動に対する投資家の評価を反映しているものになっている。Starn Stewart 社、この MVA に基づいて毎年企業のランキングをホームページ上で公表している。

11-3 まとめ

以上、本章では、企業価値評価モデルの概要を示し、企業価値評価指標のメカニズムについて分析してきた。ここで今一度、指標のメカニズムについて株主価値創造経営との関連について考察する。

キャッシュ・フロー情報をもとにした DCF と期間損益情報をもとにした EVA は、それぞれ企業の経営者が投資の意思決定を行う上で、有用な情報をもたらしてくれる。DCF は新規投資についての評価を、EVA は既存投資についての評価を行う。

企業内部における意思決定には DCF、EVA などの指標もしくは類似のものを用いて評価が行われていると推測される。しかし、それぞれの指標を利用する上で、その前提条件や目的、そしてその時々における企業のおかれている状況によって、その結果は様々である。このため、こうした指標を業績評価の一つとして利用することは可能であろうが、指標の利用というだけでは価値創造経営を行っていくことは困難であろう。

例えば、企業の長期的な成果を評価する場合、DCF や MVA はすぐれているものの、短期的には経営者のコントロール外の要因によって変動する。特に、MVA は株価に基づく外部指標であるため、株式市場の影響を強く受ける。また、企業において短期的な成果を評価する場合、EVA はすぐれているものの、その数値は簿価から導かれるものであり、将来キャッシュ・フローとのリンクはそこには存在していない。つまり、年度ごとのNOPATの評価は、将来期間に帰属させず、予測後の期間において増分を帰属させている。これは、言い換えれば、EVA そのままを用いて評価するのは欠点があるが、各年度ごとの絶対額をもって評価するのであれば、よい結果が生まれるかもしれないという可能性をもっている。

では、企業が価値創造経営を行う上で、こうした指標を利用して活用していくためにはどのようなことが必要だろうか。私は、ここに報酬制度との関係があると推測する。しかし、本論では報酬制度との関係についてまですすめることができなかつた。今後の課題としたい。

¹ Martin and Petty (2000)、御立 (1999)、41-44 頁、馮 (1999)、146 頁参照。BCG は 1991 年にシカゴの HOLT 社のコンサルティング部門を買収し、HOLT 社が開発した CFROI を経営指標として導入した。その後、それをもとに開発したのが TBR である。毛利 (2000)、50-53 頁、小倉 (2000)、16 頁の表-1 参照。

² t 年目における残余利益の現在価値は、t + 1 年目のキャッシュ・フローが一定の成長率で永久的に増加すると仮定すれば、以下の式で示される。なお、残余価値は企業のマーケットバリュウの 50% を超えることもある。

$$t \text{ 年目の残余価値} = t + 1 \text{ 年目のフリー・キャッシュ・フロー} \div (\text{資本コスト} - \text{成長率})$$

³ 日本における実証研究については、百合草 (2001)、日本以外の実証研究については、百合草 (2001)、日本以外の実証研究については齋藤 (2002) の大日方の議論 (第IX-2 章) を参照されたい。

⁴ 齋藤 (2002) の大日方の議論、380 頁参照。ただし、大日方は将来の予測利益や将来の予測キャッシュ・フローと期間利益の情報や発生額の情報のもつ有用性は、フィフティ・フィフティであるとしている。

⁵ SVA は、期間損益から資本コストを差し引くことによって算出する。計算式を示せば次の通りである。

$$\begin{aligned} \text{SVA} &= \text{税引後支払金利前営業利益} - \text{資本コスト} \\ &= \text{NOPAT} - \text{資本コスト} \\ &= [\text{NOPAT 率} (\%) - \text{資本コスト率} (\%)] \times \text{投下資本額} \end{aligned}$$

⁶ BCG の経験では、企業価値経営の実現には典型的な三つの壁があり、この壁を打ち破ることが日本企業にとって最大の課題であるとしている。そして、これらの壁を打ち破るための経営手法として、「バリュウ・マネジメント」を提唱し、TBR という「外の指標と中の指標をつなぐ指標」を導入することを示している。(御立 (1999) では、「バリュウ・マネジメント」の実践ポイントは三点上げられている。要点をまとめると、①TBR を導入する、②TBR 向上のための社内各層の KPI (Key Performance Index ; 主要業績管理指標) を体系的に作り上げ、指標を使いこなすために計画立案や評価システムに「意味のある形で」組み込む、③TBR を戦略的に活用して、経営者は事業の選択と集中を実行する、と示されている。)

TBR は「事業価値」とフリー・キャッシュフローの増減で、内から見た企業価値の増減を測るものであり、計算式を示せば次の通りである。ここで、CVA (Cash Value Added、キャッシュ付加価値) は、資本コスト差引後キャッシュ付加価値と仮定されている。

$$\begin{aligned} \text{TBR} &= (\text{事業価値の変化額} + \text{フリー・キャッシュフローの合計}) \div \text{株式購入時の事業価値} \\ \text{フリー・キャッシュフロー} &= \text{NOPAT} + \text{減価償却} - \text{運転資本の増加額} - \text{設備投資} \\ \text{事業価値} &= \text{CVA} \div \text{WACC} \\ \text{CVA} &= \text{オペレーティング・キャッシュフロー} - \text{WACC} \times \text{事業資産 (グロス)} \end{aligned}$$

⁷ BCGは、株主にとってのリターン、すなわち外の指標を最も正確に表すものとして、TSR (Total Shareholder's Return) を提唱している。TSRに直結する企業内から見た価値の算出指標がTBRである。TSRの算出方法は次の通りである。

$$\text{TSR} = (\text{キャピタルゲイン} + \text{配当金の合計}) \div \text{購入時の株価}$$

⁸ 週刊ダイヤモンド (1997)、55頁、週刊東洋経済 (2000)、28頁参照。1997年度から企業評価にMVA、EVAを利用している、CalPERSのシニア・インベストメント・オフィサーのボブ・L・ボルト氏は、EVAについて次のように話している。「EVAは経営上の決定と株主の富を最も直接的に結びつける。その意味では、ROAやROEよりもすぐれた指標となる。ROAやROEを基にした評価をすると、株主価値を破壊していても売上や短期的利益が増えていれば、その状況を容認することになりかねない」。

⁹ β 値については、ブラックショールズモデルという、35年間にわたる米国の様々な株式のリスクとリターンの特徴を調べたものがある。

終章 価値創造経営をサポートする会計情報 —現状と課題について—

本論文で、日本の企業が取り組んでいる価値創造経営、その中でも株主価値重視経営とどのようなものであるのか、またそれがどのように評価されているのかという現状について会計情報を中心として考察してきた。本論文の内容をあらためてまとめ、最後に今後の課題について示すことにしたい。

第1部においては、価値創造経営の背景について、まず欧米におけるこのマネジメントが誕生した背景と価値創造経営に関する理論について諸説を中心に説明を行った。続いて、現在、日本における価値創造経営の背景について説明し、本論文の研究の意図を定義した。

第1章では、米国における価値創造経営の主要な歴史的背景として、Martin and Petty (2000) と Rappaport (1986) (1998) に依拠して概略的に説明した。敵対的買収をめぐる一連の動きによって、企業経営者に企業が常に競争の中にさらされているという、危機感を改めて確認させた。そして、企業は事業への集中を図るようになった。続いて、1970年以降、機関投資家による株式保有が増大や、規制の変更などにより、機関投資家の中でも特に年金ファンドが企業へ積極的な干渉を行うようになった。その例について、特に CalPERS をとりあげて説明した。

第2章では、Martin and Petty の所説を中心として、機関投資家の動向と関連して価値創造経営について説明した。Martin and Petty は経営者に価値創造を促す影響システムとして VBM システムを位置づけている。ここでは、VBM を成功に導く要因として3点をあげている。第1に、トップマネジメントから全面的かつ完全なサポートを得る必要があること。第2に、経営者や経営管理者の行動に影響を及ぼすために行動と報酬の間にリンクの存在が必要であること。第3に、VBM プログラムの基本的前提を理解してもらうため、従業員へ教育と訓練を行う必要があること。VBM は、それを企業が導入することによって、企業行動に何らかの変化を生み出すことを目的としている。

第3章では、Rappaport の提唱した株主価値アプローチを中心に株主価値を考慮した評価について説明した。このアプローチの基本的前提は長期的なキャッシュ・フローを重視することである。従来の会計アプローチは、企業が公表する財務報告情報をもとにしたものであり、外部からも容易に評価できるという特徴があった。しかし、Rappaport は財務報告に基づく会計利益について、5つの問題点をあげて株主価値アプローチの優位性を示している。その問題点とは次の通りである。第1に、会計処理方法の選択適用が認められてい

ること。第2に企業のリスクが含まれていないこと。第3に、将来必要とされる投資が含まれていないこと。第4に、配当政策が考慮されていないこと。第5に、金銭の時間的価値が無視されていること、である。株主価値アプローチは、経営者や経営管理者に価値創造行動を促進し、かつ株主の利益と連携させることを目的としている。

第4章では、日本の企業が価値創造経営に取り組む背景について概説した。資金調達の変化や経済活動のグローバル化が、外国人投資家や機関投資家の増加させ、日本の企業が従来よりも株主のことを考慮する必要性を高めた。また、投資の魅力を高めるために、企業内のマネジメントと企業外部への報告をともに変化させる必要にせまられた。企業は、現状はもちろんのこと、将来像についてさらに評価を行うため、過去の業績評価にとどまらず、資本コストを考慮した将来のキャッシュ・フロー評価が必要となっている。

以上のような、背景を考慮しながら、第5章では、本論文の立場と研究のアプローチについて示した。

第2部においては、価値創造経営の諸相について、日本のケース・スタディを行った。本論では、インタビュー調査を行った、松下電器産業株式会社、松下電工株式会社、ソニー株式会社の3社について、インタビュー調査の感想をもとにどのような会計情報が価値重視の経営をサポートしているのかについて考察を行った。

第6章では、価値創造経営について各社の取り組みの背景や内容、そして価値創造経営導入後の動きなどについて概説し、それをもとに株主価値の考慮について考察を行った。現時点で、株主価値重視の経営とは何かを考えると、企業が延長上には株主価値を考慮することに繋がる管理指標を用いて、従来よりも（保有資産より）将来利益を生むであろうものへ資金を配分し、企業の将来価値を高めることを目指している経営であると推測される。日本における株主価値重視の経営は、その取り組みが始まったばかりであり、現在は企業をとりまく利害関係者（ステークホルダー）の1つである株主の価値を従来よりも考慮していると言える。

以上のようなケース・スタディをもとに、第7章では、日本の企業における価値創造経営の特徴について考察を行った。従来、日本の企業が、これまであまり重視していなかったキャッシュ・フロー情報を用いた評価を行い、そして資本コストを考慮するといった、価値創造経営に取り組んでいる。こうした内容について、企業外部から評価するためには会計情報のメカニズムを分析する必要があることを示した。

第3部においては、価値創造経営をサポートする会計情報について、企業が提供する会

計情報のメカニズムを分析し、現在求められている会計情報とはどのようなものであるのか、また、価値創造経営をサポートする会計情報とは何かについて考察した。

第8章では、発生主義会計に基づく期間利益の特徴について説明した。それを踏まえて、続く第9章では、将来予測に関する分析を行った。ここでは、ソニーの例を用いて、分析の第1ステップである期間損益情報をもとにした過去の業績分析を行った。さらに、ソニーの例を参考にしながら、架空のA社について、分析の第2ステップである将来利益の予測分析を行った。ここでは、将来利益の予測を行う際に、将来キャッシュ・フローの予測が必要であること、また予測の前提となるシナリオによって予測分析が変化するなど、外部からの分析が難しいことがみてとれた。しかし、その限界を補う情報として、決算短信の利用を示した。

第10章では、企業が価値創造経営についてどのように財務報告を行っているのかについて、Ball (2004) の論文に依拠して、Daimler-Benz AG の公表した財務報告について考察を行った。1993年に同社はNYSEに上場した。しかし、ドイツと米国では、コーポレート・ガバナンスと財務報告に対するアプローチが異なっているため、上場に際して提出された財務報告には、大きな特徴がみられた。

1993年の6月30日に終わる最初の半期の財務報告について、ドイツの商法に基づいたものは1億200万USドル(1億6,800万DM)の利益であった。一方、米国のGAAPに基づいたものは、5億7,500万USドル(9億4,900万DM)の損失であった。Ballはこの最も大きな相違が発生主義会計の中身にあると説明している。ドイツでは、ステークホルダーモデルのもと、将来のために利益をリザーブすることは違法ではない。一方、米国では、株主価値モデルのもと、タイムリーに経済的損益を認識し、報告利益が大きく変動する性質を持っている。このような差異があるにも関わらず、Daimler-Benz AGは従来のドイツモデルと財務報告を変化させてNYSEへ上場し、事業の再構築を実行し、1998年12月にはChryslerとの合併を行った。

BallはDaimler-Benz AGはGAAPに基づく財務報告において損失を開示したことについて、同社のドイツ(及びその他の国々)における広範なパブリックの関心を引きつけ、雇用の削減と工場閉鎖の意思決定を行う上でのコストを政治的に小さくする効果を生んだと論じている。

第11章では、株主価値創造経営に関連する指標の分析を行った。まず、企業価値評価モデルについてその概要を説明し、続いて、企業価値評価指標のメカニズムについて、特

にキャッシュ・フロー情報をもとにした DCF と期間損益情報をもとにした EVA を取り上げて分析を行った。DCF は新規投資について、EVA は既存投資についての評価を行うものである。しかし、それぞれの指標はその前提条件や利用目的、そしてその時々における企業のおかれている状況によって、評価の結果は異なってくる。業績評価の一つとして利用することは可能であろうが、指標の利用というだけでは価値創造経営を行っていくことは困難であろう。ここに報酬制度との関係があると思われるが、本論では報酬制度との関係についてまですすめることができなかった。これについては、今後の課題としたい。

第3部において、価値創造経営の評価指標において、資本コストを考慮するパターンを示した。しかし、資本コストを考慮せず、フリー・キャッシュ・フローだけをを用いて価値創造経営を実践している企業がある。その一例が、ドイツの Mannesmann である¹。ここで少し概要を説明しておきたい。

Mannesmann は、価値向上のマネジメントの手段として、VIP (Value Increase Process) を利用し、価値の増加はプロセスとして捉えられている。VIP は内部管理と外部的な説明との調和から構成されている。さらに、価値向上の目標とその進展は、透明性を生み出すために、資本市場参加者へ伝えられている。価値向上のマネジメントは、導入されれば自然と利益が生じるという手段ではない。むしろ、従業員が利用しなければならない補助的な手段である。それは価値を増加させる取り組みであり、価値を創造する人々の仕事が重要となる。したがって、この価値思考的な管理手段が従業員にとって、理解しやすく、なおかつ実践的であることも大切となる。

では、Mannesmann の価値思考的な経営管理はどのような組織構造と戦略のもとで行われているのだろうか。構造は垂直的に分化した鋳工業の会社から、複数の足場を備えた革新的な技術コンサルへと変貌し、近年では電気通信事業の領域が重視されるようになってきている。価値の増加は、事業ポートフォリオのダイナミックな最適化によって進められている。競争優位に基づいて、持続的な価値の増加が得られると思われる領域に投資が行われるが、特に Mannesmann では、大企業の財務力を利用して、ある事業に集中して投資を行っている。ポートフォリオは4つのセグメント、11の事業分野のもとで、それぞれの事業会社によって指導されている。Mannesmann は、事業を管理する持ち株会社であり、意思決定権限を事業会社に委譲している。意思決定の枠組みは、本社における資源の準備と事業会社の役員との間の戦略と計画の取り決めによって明らかにされている。

Mannesmann の VIP は経営の職能区分を横断して、企業の全ての部分領域を価値志向的

な経営管理に束ねる手段である。VIP の諸要素は、相互に結び付けられ、多くのフィードバックとフィード・オファードのプロセスが存在している。VIP の出発点は、株主によって提供された資本の価値を高めるといふ、株主に対する義務である。そして、VIP によって、この目標は全ての従業員の考え方と行動に移すことが考えられている。VIP は、計画設定、誘導、コントロールの諸システムと結びついている。ここで重要なものは、物的な調整と人的な調整である。前者は、使用資金を平均を超える利回りを獲得することが可能なところに投資するという調整。後者は、リーダーの仕事を適切にモニターし、報酬を与える調整である。

VIP における計画・誘導・コントロールの中心的な変数は、営業総資産 (Brutto-Betriebs-Vermögens、以下「BBV」とする) に対する利回りであり、総営業資産利益率を用いて、経営活動の収益力を測定する。BBV は、資産側で算定され、原則として貸借対照表の金額に基づいている。BBV に対応させて計算される営業損益は、市場側と原価側での成果を表し、さらに財産の状態を含めて計算される。ここで計算される額は、税金・利子・のれんの償却分を控除する前の金額であり、出発点となるのは営業利益である。

Mannessmann 特有の ROI の概念において重要なことは、全ての従業員がこの指標によって、効果的な仕事を行うことができるという点であり、価値を高めるマネジメントの本質的な要素は積極的な資産管理である。資本コストの概念は、VIP システムにおいては、非常にわずかな程度でしか考慮されない。これは、Mannessmann において、資本コストの概念が実践的な企業管理においては適さないと考えているためである。その背景として、第1に、資本コストの概念は理論的には正しいが、企業固有の資本コストを実際に算定することは不可能なためである。過去のデータから資本コストを導き出すことは確実に正しいとは言えない。第2に、トップマネジメントの目標数値が明らかにこの加減を超えているかどうかについてのみにトップが不確実である限り、資本コストの正確な算定には意味がないということも挙げられ、VIP ではそのようになっている。また、確実にいえることは、株主資本の所有者は、資本コストによる経営の最適化を要求しているのではなく、それよりもむしろ実現可能な将来の成果のポテンシャルの活用や、既に現時点で企業の市場価値に含まれている将来のチャンスの活用を要求している。つまり、資本コストの違いではなく、必要な成果、つまり利回りと成長率を要求しているのである。

価値を高めるマネジメントにおいては、総営業資産利益率以外に、価値思考的な指標が用いられる。この場合に高い適合性を持っているのは、正味キャッシュ・フローである。

しかし、正味キャッシュ・フローというのは、事業の成長局面においては、一般的にマイナスの数値となる。マイナスの正味キャッシュ・フローは、一般に投資した資産の増大を意味する。したがって、将来において、マイナスの正味キャッシュ・フローを示す各年度の後では、このギャップを埋めるために、過去のものよりも明らかに多くの利益が獲得されなければならない。明らかに持続的な成長を持つ経営については、現時点でマイナスの正味キャッシュ・フローであることは、強力な成長事業に治する健全な証拠である。

この場合、分析に関連するのは、実際のキャッシュ・フローではなくて、将来に期待されるキャッシュ・フローである。これに関しては、プラスのキャッシュ・フローを持っているにもかかわらず、その事業の売却からより大きなものが獲得できるという理由で、事業をコンツェルンの傘下から外すということも起こる。その点では、これは成長に目を向けた戦略に関係する機会の考察方法を反映するものともいえる。

また、次第に重要性を高めているその他の指標として、EBITA (Earnings before Interest, Tax, and Amortization) があげられる。この指標は、税金、財務活動、投資による影響を受けない営業の結果を示している。特に広範な投資視野を有する成長企業においては、EBITA は、営業活動からのポテンシャルを示し、その意味で、キャッシュ・フローと損益数値との結びつきを作り出す。電気通信分野のような成長の早い企業では、EBITA に基づく評価は EPS (Earnings Per Share) に基づく伝統的な評価よりも優れている。

以上のように、Mannessmann では、VIP の目標としての定性的な目標が価値思考的なマネジメントの重要な部分として定量的な変数の計画を補完するものとなっている。

価値を高めるマネジメントのもう 1 つの特徴として挙げられるものは、最大の価値の増加が得られる領域に資金を置くということである。企業の買収においても、DCF 等の投資計算が用いられる。ただし、そうした方法は、割当額の決定には含まれていない。買収の機会が、市場の動態性から生じるものであり、長期的に前もって計画できないからである。したがって、規模の大きな買収プロジェクトの実施は、別個に考察される。こうした一貫したポートフォリオ・マネジメントの結果、Mannessmann の株式相場は平均を上回って上昇した。

Mannessmann における特徴は、資本コストをほとんど考慮しないことと、人的な調整が株主価値を持続的に高める決定的な役割を担っているところにある。価値の増加は、目標志向的な意思決定の実行から生まれる。インセンティブ・システムである金銭的な報酬については、BBV の諸結果の絶対額の成長、予算に示された BBV の結果の遵守、目標利益率

の達成の程度、約束された VIP の諸目標の達成に基づくボーナスプランがある。価値の向上は、価値連鎖の効果的な形成と分解を通じて行われる。積極的な資産管理にとっては、例えば DCF のような全体評価のアプローチよりも、個別評価のアプローチのほうが透明性で優れている。また、価値向上のマネジメントは、外部評価を受ける用意があることを意味している。Mannessmann における価値を高めるマネジメントの 1 つの重要な課題は、コンツェルンのレベルで内部的な管理システムと外部的な報告を収斂されるということである。

Mannessmann の例から、価値創造のマネジメントにおいて、重要なものを考えてみると何にたどり着くのだろうか。私は、分かりやすい評価とコミュニケーションではないかと考える。資本コストをほとんど考慮しない、これだけを聞けば、リスク管理について疑問をもつかもされない。しかし、そうしたハードルをもうけなくても、人と人の対話を十分にもたせ、さらに、企業内部の組織構造をいつでも切り離せるそうした柔軟なシステムが構築されているところが注目される。

こうしたことから、価値志向のマネジメントを研究する上で、米国だけではなく、その他の海外、特に欧州に目を向けることは重要であろう。例えば、英国の BT (ブリティッシュ・テレコム) についても、顧客市場経営を行い、グループの業績を成長起動にのせつつあることが報道されている。評価のシステムについては未だ研究が進んでいないが、BT では、既存の 2100 万の個人・法人顧客の満足度をひたすら高めることを掲げ、3 カ年計画のひとつに満足度に関することを含んでいる。今後の課題として、海外の企業比較を含めた価値創造経営について研究を行いたい。

本論では、日本における価値創造経営について、特にソニーを中心に検討を行った。しかし、ソニーによる子会社アイワの 100% 子会社化についても、その当時の株価の反応は激しかったが、よく考えてみるとそれほど株価を下げることであったのだろうか。アイワはソニーの子会社であるため、ソニーの基本的な技術等について導入されていたと思われる。アイワはソニーの研究開発事業のひとつであるともいえよう。つまり、もしアイワが他社に買収されることになれば、その方が将来的なマイナスの影響が大きかったかもしれない。こうした内容は、少し時間をおかないとその本来の目的や効果はみえてこない。引き続き、ケース研究を続けていきたいと考えている。

本論文では、会計学の視点から価値創造経営を検討するうえで、株主価値を考慮する企業は、既に内部の管理目的において、有用な管理会計情報を作成していると思われるため、

財務会計情報に加えて、管理会計情報を援用して分析を行った。その指標が DCF や EVA といった株主価値を考慮した指標である。しかし、管理会計情報は企業外部から容易に入手することは難しく、アナリスト等を通じて、一部は企業外部に情報が伝えられるものもあるものの、詳細な内容については、企業のケース研究が必要となる。このため、株主価値を考慮していると思われる企業を対象にまず文献研究を行ったが、株主価値を考慮していると思われる企業は、企業がそうした取り組みを行っていることを公表したり、関連するツールを利用している企業からの選択となりケース数が限られてくる。こうしたことから、アンケート調査は適していないため、企業にて直接インタビューを行う調査方法をとった。このため、幅広い調査や日本の企業における株主価値志向についてアンケート調査を行うことはできなかったが、その下準備をすすめることはできた。これは、詳しい内容について、研究を行うためには、担当実務家等へのヒアリング調査などによる生の情報収集が有用となるためである。本来であれば、アンケート調査についても実施したかったが、各企業において、価値創造経営や企業価値、株主価値等の捉え方が様々であり、また、実施している企業とそうでない企業があり、同一の質問事項ではノイズが含まれる可能性があるという限界のため、本論文では採用していない。そして、インタビューの結果得られた感触をもとに、株主価値を考慮した経営をサポートしていると思われた会計ツールのメカニズムについて考察した。

しかし、さらに価値創造経営について研究するためには、企業におけるコーポレートガバナンスを含む検討や報酬との関係についても検討する必要がある。こうした課題については別の機会に論じることにしたい。

¹ Esser, Klaus. (2000) ,pp.167-178 参照。

参考文献：

外国文献

- [1] Ball, Ray (2004) , "Corporate Governance and Financial Reporting at Daimler-Benz (DaimlerChrysler) AG: From a "Stakeholder" toward a "Shareholder Value" Model", Christian Leuz, Diether Pfaff, and Anthony Hopwood (2004) , *The Economics and Politics of Accounting: International Perspectives on Research Trends, Policy, and Practice*, Oxford University Press, Chapter 2.2.
- [2] Bromwich, Michael. and Martin. Walkert (1998) , "Residual Income past and future", *Management Accounting Research*, 9(4),1998, pp.391-419.
- [3] Chandler Jr., D. Alfred, (1962) , *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise*, Cambridge, Massachusetts, 三菱経済研究所訳『経営戦略と組織 米国企業の事業部制成立史』、実業日本之社、1967年。
- [4] Charkham, P. Jonathan and Anne Simpson (1999) , *Fair Shares: The Future of Shareholder Power and Responsibility*, Oxford University Press, 奥村有敬訳、『株主の力と責任 「英国流コーポレートガバナンス」を問う』、日本経済新聞社、2001年。
- [5] Copeland, Tom (2003) , "Valuation in Practice", Luc Keuleneer and Willem Verhoog (2004) , *Recent Trends in Valuation: From Strategy to Value*, John Wiley & Sons Inc., Chapter 3.
- [6] Esser, Klaus. (2000) , Wertorientierte Unternehmensführung bei Mannesmann, *ZfbF*, 52. Jg. , March.
- [7] Hackel, S. Kenneth and Joshua Livnat (1996) , *Cash Flow and Security Analysis*, 2nd ed., IRWIN.
- [8] Helfert, A. Erich (2000) , *Techniques of Financial Analysis: A Guide to Value Creation*, 10th ed. The McGraw-Hill Companies, Inc., 岸本光永監修、出口亨、阿部俊彦、小滝日出彦訳『ヘルファート企業分析』、中央経済社、2002年。
- [9] Ittner, D. Christopher and David F. Larcker (2001) , "Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective", *Journal of Accounting & Economics*, 32, 2001, pp.349-410
- [1 0] Johnson, H. Thomas & Robert S. Kaplan (1988) , *Relevance Lost: The Rise and Fall of Management Accounting*, Harvard Business School press, 鳥居宏訳『レレバンス・ロストー管理会計の盛衰ー』白桃書房、1992年。

- [1 1] Martin, John D. and J. William Petty (2000) , *Value Based Management; The Corporate Response to the Shareholder Revolution*, Harvard Business School Press.
- [1 2] Mckinsey & Company, Inc., Tom Copeland, Tim Koller, and Jack Murrin (2002) , *Valuation: Measuring and Managing The Value of Companies*, 3Edition, Mckinsey & Company, Inc., マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ、本田桂子他『企業価値評価—バリュエーション：価値創造の理論と実践—』、ダイヤモンド社、第3版、2002年。
- [1 3] Palepu, G. Krishna, Victor L. Bernard and Paul M. Healy (1996) , *Introduction to Business Analysis & Valuation*, International Thomson Publishing, 斎藤静樹監訳『企業分析入門』、東京大学出版会、1999年。
- [1 4] Rappaport, Alfred (1986) , *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, The Free Press, 岡野光喜監訳、古倉義彦訳『株式公開と経営戦略：株主利益法の応用』、東洋経済新報社、1989年。
- [1 5] Rappaport, Alfred (1998) , *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, revised and updated, The Free Press.
- [1 6] Wallace, S. James (1997) , "Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for?," *Journal of Accounting & Economics*, 24, 1997, pp.275-300
- [1 7] Wallace, S. James (1998) , "EVA[®] Financial Systems: Management Perspectives," *Advanced Management Accounting*, Volume 6, 1998, pp.1-15

日本文献

- [1 8] 伊藤邦雄 (1998)、『ゼミナール現代会計入門』、日本経済新聞社、第2版。
- [1 9] 稲垣公夫 (2001)、『EMS 戦略 企業価値を高める製造アウトソーシング』、ダイヤモンド社。
- [2 0] 稲別正晴 (2002a) 「コーポレート・ガバナンスと経営者報酬」『桃山学院大学経済経営論集 中田信正教授退任記念号』、桃山学院大学総合研究所、第43巻第4号、2002年3月。
- [2 1] 稲別正晴 (2002b) 「コーポレート・ガバナンスと取締役会」『桃山学院大学経済経営論集 徐龍達教授退任記念号』、桃山学院大学総合研究所、第44巻第3号、2002年12月。

- [2 2] 宇南山英夫 (1989)、「発生主義会計の再認識」會計、第 135 卷第 4 号、1989 年 3 月。
- [2 3] 奥村宏 (1990)、『企業買収』、岩波新書。
- [2 4] 小倉昇 (2000)、「日本企業に見る管理会計としての経済付加価値」會計、第 157 卷第 5 号、2000 年 5 月。
- [2 5] 上總康行 (1989a)、『アメリカ管理会計史』上巻、同文館。
- [2 6] 上總康行 (1989b)、『アメリカ管理会計史』下巻、同文館。
- [2 7] 祇園みどり (1999)、修士論文「企業集団の会計—企業結合と連結財務諸表—」、桃山学院大学大学院経営学研究科。
- [2 8] 祇園みどり (2000)、研究論文「企業結合会計基準の動向—FASB 公開草案「企業結合と無形資産」に関連して—」、桃山学院大学大学院経営学研究科、(一部掲載、桃山学院大学環太平洋圏経営研究、桃山学院大学総合研究所、No.1、2000 年 3 月)。
- [2 9] 菊池誠一 (1998)、『連結経営におけるキャッシュフロー計算書—その作成と分析・評価』、中央経済社。
- [3 0] 北村敬子 (2002)、「発生主義会計における利益とキャッシュフロー」會計、第 161 卷第 2 号、2002 年 2 月。
- [3 1] 久保田秀樹 (1996)、『市場経済の発展と発生主義の変容』、滋賀大学経済学部研究叢書、第 26 号、滋賀大学経済学部。
- [3 2] 小林哲夫 (2002)、「キャッシュフロー管理会計—VBM についての一つの覚え書き—」『桃山学院大学経済経営論集 徐龍達教授退任記念号』、桃山学院大学総合研究所、第 44 卷第 3 号、2002 年 12 月。
- [3 3] 斎藤静樹 (1999)、『企業会計とディスクロージャー』、東京大学出版会。
- [3 4] 斎藤静樹 (2002)、『会計基準の基礎概念』、中央経済社。
- [3 5] 榎俊作、神林秀明 (1999)、『企業価値創造マネジメント』、中央経済社。
- [3 6] 桜井久勝 (1991)、『会計利益情報の有用性』、千倉書房。
- [3 7] 桜井久勝 (2000)、『財務会計講義』、中央経済社、第 3 版。
- [3 8] 櫻井通晴、佐藤倫正 (1999)、『キャッシュ・フロー経営と会計』、中央経済社。
- [3 9] 櫻井通晴 (2000a)、「発生主義会計かキャッシュ・フロー会計か」会計プロGRESS、日本会計研究学会、創刊号、2000 年。
- [4 0] 櫻井通晴 (2000b)「企業価値創造に役立つ管理会計の役割」『企業会計』、Vol.53No.

2、2000年2月。

- [4 1] 末政芳信 (2001a)、『ソニーの連結財務情報 第Ⅰ部 開示編』、2001年。
- [4 2] 末政芳信 (2001b)、『ソニーの連結財務情報 第Ⅱ部 財務分析編』、2001年。
- [4 3] 高橋邦丸 (2004)、「グループ経営の現状と課題」、田中隆雄・高橋邦丸 (2004)『グループ経営の管理会計』、同文館、第1章、2004年。
- [4 4] 田中隆雄 (1982)、『管理会計発達史』森山書店。
- [4 5] パトリック・フータウ、中村慎吾、ロバート・ラニエ (1999)、「価値創造経営におけるEVAの経済的意義と業績評価尺度としての有効性」企業会計、Vol.51 No.12、1999年11月。
- [4 6] パトリック・フータウ、ライアン・リトル (1999)、「特集 経営力を高める新・評価指標コーポレートメトリックス ■日本の経営と株主価値経営を融合する経営指標・EVA すべてのステークホルダーの満足を追求する」Diamond Harvard Business、1999年11月。
- [4 7] 馮玲 (1999)、「企業価値に基づく業績評価尺度の比較研究－EVAとCFROI」企業会計、Vol.51 No.9、1999年8月。
- [4 8] 藤井秀樹 (1991)、「発生主義会計とその基礎概念の再検討」會計、第139巻第5号、1991年4月。
- [4 9] 松村司叙 (1987)、『合併・買収と企業評価』、同文館。
- [5 0] 御立尚資 (1999)、「特集 経営力を高める新・評価指標コーポレートメトリックス ■企業価値経営を阻む3つの「壁」を突き破る・TBR 事業収益を株主価値に直結させる」Diamond Harvard Business、1999年11月。
- [5 1] 百合草裕康 (2001)、『キャッシュ・フロー会計情報の有用性』、中央経済社。
- [5 2] 若杉明 (1985)、「発生主義会計とキャッシュ・フロー分析」會計、第128巻第3号、1985年8月。

資料 (有価証券報告書、アニュアルレポート)

- [5 3] DaimlerChrysler
- [5 4] ソニー株式会社
- [5 5] 松下電器産業株式会社
- [5 6] 松下電工株式会社