

博士論文の要旨および 論文審査結果

氏名	祇園みどり
学位の種類	博士（経営学）
学位記番号	経営博甲第4号
学位授与の日付	2005年3月17日
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当
学位論文題目	株主価値創造経営と会計情報
論文審査委員	主査 小林哲夫 教授
	副査 中田信正 本学名誉教授
	副査 清水信匡 教授

<博士論文要旨>

株主価値創造経営と会計情報

祇 園 みどり

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学の視点から検討することである。

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、現在問題となっている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説明した。

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について、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は、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の増大、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 (California Public Employees Retirement System) をとりあげて説明した。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り、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。このため、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。つまり、CalPERS などの機関投資家

は企業に対して高い要請を行うその理由がある。

また、機関投資家の最近の動向について、米国ヒューレット・パッカード社によるコンパック・コンピュータ社との合併計画におけるケースをとりあげた。実際のケースから、株主価値の創造は、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ないことが示されている。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のではないかと考えられる。

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 (Value Based Management) 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。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。しかし、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。これは、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。

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。そのモデルは、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長期的なキャッシュ・フロー重視の視点に立った評価モデルである。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。そしてこの目的のために、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。

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を増加させ、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。本論では、株主価値重視の経営とは、資本コストを上回る将来キャッシュ・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 などの諸説を参考にして、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。以上の仮定について、企業による株主価値を考慮した評価指標のメカニズムを分析して考察する。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。

このため、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、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。価値創造を考慮するに至った背景については、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げられた。また、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あった。このため、価値創造経営といってもそのシステムは企業によって一様でないことが見られた。

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の資金を配分し、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。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。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た架空の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。将来キャッシュ・フロー予測については、末政(2001b)の定義するフリー・キャッシュ・フローを参考にして、推定フリー・キャッシュ・フロー値の分析を行った。ここでは、推定フリー・キャッシュ・フロー値は期間利益に似た動きを示す結果が得られたが、前提条件の変化や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・フローに大きな変化があれば、異なる結果となることが容易に推測される。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、決算短信が利用できることを示した。決算短信には、経営者が予測した次期の業績予想が公表されている。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。この数値はあくまでも予測値であり、変更が生じる可能性はあるが、株主が意思決定を行う

重要な情報源となる。

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 (New York Stock Exchange) 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、大きな違いがみられた。

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 (Deutsche Marks)) の利益であった。一方、米国のGAAP (Generally Accepted Accounting Principles) 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。このような違い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、それがドイツ (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。しかし、Ballは注意すべき点としていくつかのポイントをあげている。第1に、Daimler Chrysler社は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が、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こと。第2に、株主価値モデルの諸要素の採用が、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

ないこと。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ということである。

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 (Discounted Cash Flow) と期間損益情報をもとにした EVA[®] (Economic Value Added, EVA[®]は Stern Stewart 社の登録商標である) 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。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・フローだけを用いて価値創造経営を実践している企業がある。その1例がドイツの Mannesmann である。

同社では、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ている。経営活動の収益力について、営業総資産 (Brutto-Betriebs-Vermögens) に対する利回りである、総営業資産利益率を用いて測定している。また、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り、資本コストの概念は非常にわずかな程度でしか考慮されていない。価値を高めるマネジメントにおいては、さらに正味キャッシュ・フローを用いて評価される。以上のように、Mannesmann 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投入するということである。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。

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、人と人との対話を十分にたせ、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ま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 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厳しかったが、よく考えてみるとそれほど株価を下げることだったのだろうか。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が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。これに関してアンケート調査を行うことも考えたが、しかし各企業において、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、本研究ではアンケート調査は行わなかった。そこで株主価値を重視してしていると思われる若干の企業に対して、直接インタビューを行った。そして、インタビューの結果得られた情報を含めて、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。

最後に、本論文でとりあげた事例やインタビュー調査から感じた価値創造経営について示したい。価値創造経営とは、企業に変化を促すシステムであると思われる。しかし、その利用については、リストラ対策の1つにみえてしまうところが多々あった。これは、目にみえて一番わかりやすいためでもあるが、企業が行っている価値創造経営は、企業外部からはまだその詳細をみることは難しいことも示している。このため、価値創造経営を研究するためには、さらに、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など、企業内部の取り組みについてももう少し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。

博士（経営学）学位申請論文審査報告書

学位申請者：学籍番号 00D3101

祇園みどり（桃山学院大学経営学研究科後期課程）

学位申請論文：株主価値創造経営と会計情報

学位申請の種類：甲（課程博士，経営学）

1. 論文の意図と概要

本論文は、近年脚光を浴びるようになった株主価値重視の経営に対してそれを支援する会計情報の内容及び実際の利用態様について分析し、株主価値創造経営の可能性について特に会計学の視点から展望を与えようとしている。

株主価値創造経営（以下、価値創造経営と呼ぶ）あるいは株主価値重視の経営への関心が高まったのは、特にアメリカにおいて1980年代中頃から1990年代にかけて確定拠出型年金基金の運用を行う機関投資家グループが一定の企業に対して株主の利益の擁護と増進を強く要求するようになってからであるが、その影響は世界的に広まり、日本国内においても価値創造経営を標榜する企業が現われつつある。しかしながら、現段階では、その実態は必ずしも明らかではなく、株主価値創造という場合の価値の測定方法や価値指標及びそれらを経営活動に適用する方法は一様ではない。もちろん、株価の形成ないし企業価値と会計情報との関連についてはかなり多くの理論的、実証的な研究が見られるが、経営活動の場で株主価値を示す指標が実際にどのように用いられているのかは十分明らかになっていない。

本論文では、この現状をふまえて、若干の日本企業に対するインタビュー調査も行い、株主価値を示す会計情報が現実にどのように作成され、どのように用いられているのか、その実態を分析しようとしている。また、どのような会計情報によって経営の場で創造される企業価値あるいは株主価値を捉えることがどの程度可能なのかということについてもかなり広く分析しよう

としている。本論文の基底には会計情報が価値創造経営をサポートするという仮説が置かれているが、例えば「株主価値を反映する会計情報を業績評価に用いている企業ほど、価値創造経営をより良く行うことになる」という仮説を論理的に設定し、それを実証するということは意図されていない。むしろ、本論文では、そのような論理実証主義的な方法論ではなく、直接的あるいは間接的にアクセスしたケースに基づいて実態を記述的に分析するという方法論が採用されている。

本論文の構成を章建てによって示せば、次の通りである。

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

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—

第3章 株主価値アプローチ —Rappaport の所説を中心として—

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

第5章 本論文における価値創造経営への展望

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—

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—

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

第9章 期間利益と将来予測に関する分析

第10章 ステークホルダーモデルと株主価値モデル —Daimler Chrysler 社の事例研究—

第11章 株主価値創造経営に関連する指標の分析

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—

2. 第1部「価値創造経営の背景」の要旨

第1部においては株主価値の測定と価値創造経営の理論・実務に関する先行研究、日本企業をとりまく環境変化などについて概説している。

第1章では、マーチン・ペティ (Martin, J. D. and Petty, J. W.) とラパポート (Rappaport, A.) などに依拠して、1970年代以降アメリカにおいて株主価値重視の経営が強く要請されるようになった経緯を説明している。特に確定拠出年金基金の運用を行う機関投資家グループが株主価値の創造を企業に強く迫った1980年代後半から1990年代中頃までの状況や最近のヒューレット・パッカード社とコンパック・コンピュータ社の合併で株主価値をめぐって起こった意見の対立が詳しく記述されている。

第2章では、マーチン・ペティが説明しているVBM (Value-Based Management) を取り上げ、アメリカ企業の価値創造経営で用いられている業績評価指標とその適用状況を吟味している。

第3章では、発生主義会計に基づいて期間利益を算定する従来の会計アプローチとキャッシュ・フロー、割引率、資本コストによって企業価値を決定する株主価値アプローチを対比させているラパポートの所説を紹介するとともに、第2章で取り上げたマーチン・ペティのVBMの考え方とラパポートの所説を比較し、それぞれの見解の特徴を明らかにしている。マーチン・ペティは株主価値を反映する指標を経営内部に浸透させ、経営者や管理者に価値創造を促す影響システムの構築に焦点を合わせているのに対して、ラパポートは株主価値の測定方法を理論的に説明することに焦点を合わせているが、本論文の研究課題には両方の視点が不可欠であると述べられている。

第4章では、日本企業における価値創造経営に関して、その背景となる最近の資金調達の変化や経済活動の変化について概説し、特に外国人投資家や機関投資家の増加によって日本企業が従来よりも株主価値を考慮する必要性が高まっていることを指摘している。

第5章では、本論文の基本的な立場として、株主価値重視の経営とは、資本コストを上回る将来キャッシュ・フロー増大のために行う経営であること

が明言されている。

3. 第2部「価値創造経営の諸相」の要旨

第2部においては、インタビュー調査を行った、ソニー、松下電器産業、松下電工の3社における価値創造経営の概要を説明するとともに、それらをふまえて日本企業における価値創造経営の特徴をとらえようとしている。

第6章では、新聞、雑誌、各社のホームページ等で紹介されている事象や意見表明、各社のケースについての先行研究を参考とし、インタビュー調査で確かめたことに基づいて上記3社の価値創造経営の概要を説明している。この3社では、取り組みを開始した時期、その時期に見られる経営環境や経済の動き、経営管理上の取り組み、さらには外部コンサルタントが異なっているために、価値創造経営の具体的な内容にはかなり相違が見られ、利益や資本コストの定義にも若干の違いが観察された。しかしながら、これらの企業について現時点で株主価値重視の経営とは何かということを考えるとき、企業がその活動の延長線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、有利な投資機会に資金を配分し企業価値を高めることを目指している経営であるという点は共通していると指摘している。

第7章では、前章で示されたケース・スタディに基づき、日本企業における価値創造経営の特徴について指摘している。従来あまり重視されていなかったキャッシュ・フロー情報や資本コストを考慮することがその特徴の一端をなしているが、価値創造経営に取り組む経営内部の体制と、その価値創造経営が企業外部からどのように評価されるかという2つの面でその特徴をより鮮明にさせる必要性を指摘している。

4. 第3部「価値創造経営をサポートする会計情報」の要旨

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考察している。ここで取り上げている会計情報や評価指標は、伝統的な発生主義会計情報、キャッシュ・フロー情報、決算短信の情報、さらにはスターン・ス

チュアート社の開発した EVA (Economic Value Added) / MVA (Market Value Added) やボストン・コンサルティング・グループが開発した TBR (Total Business Return) / CFROI (Cash-Flow Return on Investment) などの新しい評価指標を含んでいる。

第8章では、発生主義に基づく期間損益の測定メカニズム及び発生主義会計の特徴を説明している。

第9章では、第8章での議論をふまえて、発生主義に基づく期間損益やキャッシュ・フロー情報が将来利益の予測にどのように役立つかについて考察している。まず、ソニーの公表財務諸表データを用いて過去の企業業績の分析結果を示し、これらの情報が経営者及び投資家の判断にどのように役立つかを説明し、次いで、一定のシナリオに基づく将来利益や将来のキャッシュ・フローの予測分析のシミュレーション結果を示しながら、将来予測の前提や限界について考察している。さらに、これらの欠陥を部分的に補うものとして決算短信の情報を取り上げている。

第10章では、ダイムラー・ベンツ社がニューヨーク証券取引所に上場した1993年度におけるドイツ国内での財務報告と同年度のアメリカでの財務報告の乖離を取り上げたボール (Ball, R.) の論文に依拠して、ステークホルダー・モデルに基づくドイツでの開示情報とシェアホルダー・モデルに基づくアメリカでの開示情報を比較し、広い意味で発生主義会計と言える場合でも、株主以外のステークホルダーの立場を株主と同等に考える場合とまっぴら株主の立場で情報の開示を考える場合での開示情報の違いを浮き彫りにしている。

第11章では、期間損益 (残余利益を含む)、配当、キャッシュ・フローに基づく企業評価モデル (いわゆる DCF モデルや割引配当モデルなど) の定式化とともに、上記の EVA / MVA や TBR / CFROI などの株主価値創造経営のための業績評価指標について概観し、それぞれについて説明を与えている。

終章では、本論文の取りまとめを行っているが、資本コストを考慮しないでフリー・キャッシュ・フローだけを用いて価値創造経営を実践している企

業があることを指摘し、価値創造経営と会計情報のかかわりが多様であることを示唆している。そのことをふまえて、終章では、今後の研究の方向と課題について論じている。

5. 概評

近年、株主価値を重視する価値創造経営がクローズアップされるようになったのは主としてアメリカであったが、本論文では、日本企業での実践状況を観察するとともに、会計情報がどのように価値創造経営をサポートできるのかということに焦点を当てて特に日本企業での価値創造経営の可能性を考察している。

グローバルに展開する最近の経済状況や世界的に見られる株式市場の変化の中で日本企業も株主価値に対する姿勢が問われつつある。もちろん、アメリカでクローズアップされた価値創造経営がそのままの形で日本企業に浸透するとは言いえないであろう。事実、価値創造経営を標榜している場合であっても、日本企業で観察される価値創造経営は、例えばアメリカのコンサルタント企業が説明しているモデルとは多かれ少なかれ異なっている。しかしながら、国際的レベルで要求される統一的な会計情報の開示の動きや外国人投資家が次第に多く日本企業の株式への投資を増大させている近年の傾向のなかで、株主価値を測定する会計情報や評価指標は、日本企業にもその適用が求められるようになると考えられる。

そこで、従来からの会計情報に加えて、新しく開発された業績指標がどのように株主価値を測定するのか、また、それらの指標を導入した企業がそれらの指標を導入しない企業に比べて株主価値の創造でどのような違いがあるのかを明らかにすることは、日本企業にとっても意味のあることである。その点で、本論文の研究課題は現実的な意義も持っている。

この研究課題に対して、本論文では、株主価値指標を導入した若干の企業を調査対象として、それらの企業活動やマネジメント・コントロールの内容を公表された資料とインタビュー調査等に基づいて分析し、一定の分析結果

を示している。この論文の執筆者が調査を始めた段階では、株主価値を反映する業績指標を導入している企業はそれほど多くなかったこと、また、この問題に焦点を定めて経営管理活動の実態を広く調査することにはさまざまな制約があるために、本論文は日本企業の価値創造経営を広く分析しているとは言えないが、調査を行った企業については、丹念に予備的な調査を行い、不明確な部分をインタビュー調査で確認を求めるなど、可能な限り緻密な調査を行っている。学界でもまだ広範で組織的な調査が行われていない現状のなかで、この調査結果は有用な情報を提供するものとして高く評価できる。

本論文の後半では、株主価値を直接的に示す会計情報を求めるということではなく、より広い観点に立って、発生主義会計情報やキャッシュ・フロー情報がどの程度経営者や投資家の判断に役立っているのかを再検討しようとしているが、このような考察も今後の研究の展開に有益と考えられる。しかも、会計の基礎構造を理論的に説明するだけでなく、事例に基づいて最近の事業再編の動きなどが財務諸表にどのように反映されているのか、それらを利益やキャッシュ・フローの予測にどのように織り込むことができるのかということなどについても、自らシミュレーションを行って分析している点は注目される。

さらに、第10章では、ダイムラーベンツの事例を取り上げ、ステークホルダー・モデルとシェアホルダー・モデルの違いについて論じているが、この点は、日本企業の今後の対応を考察する上で一つの見通しを与える可能性を持っている。というのは、伝統的に日本企業の会計情報はステークホルダー・モデルで説明される部分が多い一方、いま国際化の動きのなかでアメリカ型のシェアホルダー・モデルに近づく必要性が大きくなっているからである。この点で、この考察は、発生主義会計か、キャッシュ・フロー会計か、あるいは新しい株主価値指標かという議論だけではなく、会計情報と株主価値を重視する経営とのかかわりを考える上で有益であり、本論文の研究目的とも整合している。

最後に、本論文では、管理会計システムとかからわせて価値創造経営のあ

り方を考察している。論文のなかでも指摘されているように、価値創造経営はたんに財務会計情報の開示やIRのなかで議論される問題ではない。経営内部の管理活動において株主価値を創造する取り組みがなければ、価値創造経営は実現しない。もっとも、価値創造経営に対応する経営管理システムや管理会計システムのあり方は多様である。たとえば、終章で触れられているマンネス・マン社のように資本コストを明示的に扱わなくても株主価値を重視する経営は可能であるし、インタビューを行った日本企業3社にしても経営管理活動において株主価値を創造するための管理会計システムは部分的にはかなり異なっている。この問題についても、広く組織的な研究はまだ行われていないので、まず現状をケースごとに調べる必要があるが、その点でも本論文は貢献している。

以上のことから本論文には豊かな研究内容を見出すことができるが、本論文にも問題がないわけではない。

第1に、本論文によって株主価値創造経営と会計情報に関する将来の展望が十分に明らかとなったということではできない。論文のなかで随所に指摘されているように、特に日本企業に見られる株主価値創造経営の特徴は必ずしも断定的に説明できていない。また、そこで用いられている会計情報や価値指標が株主価値創造経営を本当にサポートしているとは言い切れない部分がある。特に代替的な株主価値指標の種類とそれらによって決定される役員や管理者の報酬の関係については十分に論じられていないし、それ以外にも、検討の余地が残されている部分がある。

第2に、表現上でも問題がある。説明が重複している部分が少なくなく、いくつかの箇所では論旨をより明確に表現するためには手を入れる必要が感じられる。

第3に、オリジナルな第1次資料に基づいて分析を深めるべき部分がある。

しかしながら、これらの点は本論文の価値を大きく低下させるものではない。むしろ、本論文のテーマはさらに長い時間をかけて研究されるべきものであって、現段階で断定すべきではない部分を多く含んでいる。本論文では

可能な限り現状分析を行って将来の可能性を慎重に検討している。この点で、本論文は示唆に富み、この分野の研究に確実な手がかりを与えていると評価することができる。

6. 結論

以上に述べたことを総合して、学位申請者 祇園みどりが提出した本論文は、経営学の分野で研究者として自立して研究活動を行うのに必要な研究能力とその基礎となる豊かな学識を示していると判断できる。

さらに、学位規程24条に定める外国語に関しては、同条第3項の規程に基づく経営学研究科博士論文審査に関する運営内規10の2)①により、本論文の審査をもって試問に代えた。

最終試験のための試問は2005年（平成17年）2月7日に行ったが、審査委員全員一致で最終試験は合格と判定した。

以上の結果、下記審査委員は、学位申請者 祇園みどりは博士（経営学）の学位を授与される資格があるものと認める。

2005年（平成17年）2月23日

審査委員（主査）小林 哲夫

審査委員（副査）中田 信正

審査委員（副査）清水 信匡