

## [論 文]

## 事業部資本コストの計算と適用に関する一考察

三 浦 克 人

はじめに

I 事業部資本コストの存在と必要性

II 事業部資本コストの推計

III 事業部資本コストの実際的適用

おわりに

## はじめに

現代の大企業の多くは多角化しており、その内部にさまざまな事業部を抱えている。通常、各事業部のキャッシュフローのパターンは一定ではなく、その事業リスクも異なる。このような状況のもとでは、事業部ごとに差別化された資本コストを適用し、これを意思決定や業績評価の指標として用いるのが理想的である。

しかし、実際には事業部別の資本コストを適用せずに、全社一律の資本コストを使用する企業が少なくない。その理由としては、事業部資本コストの正確な計算が難しいことや、事業部ごとに資本コストを差別化することについて、事業部長をはじめとする社内のコンセンサスを得にくいことなどをあげることができるだろう。

事業部資本コストの計算には、これまで主に企業財務論の研究者が挑んで

---

キーワード：事業部資本コスト、ピュアプレイ・アプローチ、重回帰アプローチ

きた。CAPM (Capital Asset Pricing Model: 資本資産評価モデル) にもとづくピュアプレイ・アプローチや重回帰アプローチなどが、専門家の間ではひろく認知されている。他方、そのような洗練された手法で計算された事業部資本コストは、実務家、とくに事業部長の目には机上の空論と映るのかもしれない。また、そのような手法から導かれる事業部資本コストは、あくまでも推計値にすぎないので、これに頼りすぎるのも問題である。

しかしながら、実務において、事業部資本コストを「正しく運用する」ことの意義は大きい。事業部資本コストは、事業部内の投資案件のハードルレートとして活用されるほか、事業部の業績評価、価値評価に適用されるからである。

ここで、「正しく運用する」とは、事業部資本コストを正確に計算し、これを各事業部に対し厳密に適用することを意味するわけではない。事業部のリスクに応じた資本コストの近似値を推計し、それを全社や事業部の状況にあわせて柔軟に適用するというのが、事業部資本コストの実務における「正しい運用」のあり方である。

本稿においては、このような視座のもと、事業部資本コストの理論的な推計方法を踏まえながら、その実践的な適用方法について考えてみたい。

## I 事業部資本コストの存在と必要性

### 1 事業部固有のリスクと資本コストの存在

多角化企業における各事業部<sup>1</sup>はそれぞれが異なる事業リスクのもとで活動をしている。よって本社が各事業部に要求するリターン(資本コスト)も異なってくる。このことは、研究者、アナリスト、経営者、事業部長のいずれもが認めるところである。事業部固有のリスクと資本コストの存在を、理論的にも実務的にも否定することはできない。であるならば、実務において事業部資本コストを使用することは当たり前のことのように思われる。

---

<sup>1</sup> 本稿においては、多角化企業内部の事業ユニット(子会社、カンパニー、事業部、プロジェクト等)を総称して事業部と呼ぶこととする。

しかしながら、管理会計・事業部制会計の実践の場においては、簡便性や理解の容易性などを優先させるあまり、理論どおりの手続きが行われないことも少なくない<sup>2</sup>。「理論と実務を整合させるため」という理由だけでは、事業部資本コストの適用は正当化されにくいのである。

## 2 事業部資本コスト適用の必要性

事業部資本コストを適用するためのより積極的な動機は、そうしないと「実害」が生じるから、という点に見出すことができる。とくに、事業部資本コストを事業部の設備投資計算におけるハードルレートとして使用する場合、この実害は深刻さを増す。

このことをわかりやすく説明するために、全社の資本コストが 10%で、A 事業部の資本コストが 12%、B 事業部の資本コストが 8%である企業を想定してみよう。各事業部が全社の資本コスト (10%) をハードルレートとする場合、A 事業部では過大投資が誘発 (たとえば、収益率 11%の投資案が採択) され、逆に B 事業部では、過大小投資に陥る (たとえば、収益率 9%の投資案を棄却する) かもしれないのである<sup>3</sup>。このような投資が続けば、企業価値が徐々に破壊されていくのは必定である。

また、事業部の業績評価や価値評価を EVA (Economic Value Added: 経済的付加価値) や RI (Residual Income: 残余利益) のような資本コスト概念を適用した指標によって行う VBM (Value Based Management: 価値創造経営) の実践においても、似たような「実害」が生じうる。各事業部に一律の資本コストを適用してしまうと、リスクの小さい事業部は、実際よりも大きな資本コストを負担するので、EVA や RI が過小に評価され、リスクの大きい事業部には、その逆のことが起こり、過大に評価されることになる。このような不正確な事業部評価は、内部資本の非効率な配分を引き起こし、企業価値の毀

<sup>2</sup> たとえば、事業部間の振替価格計算における全部原価の採用、事業部業績評価における経常利益重視の姿勢などはその典型例としてあげられる。

<sup>3</sup> このような事態にならないように、各企業は事業部資本コストを「調整」している。この点については、Ⅲ章においても言及している。

損をもたらすのである。

このように整理してみると、現代の多角化企業における事業部資本コスト適用の必要性をあらためて確認できるであろう。しかしながら、計算自体の困難性や理論上の推計値をそのまま実務に適用することへの抵抗感などが障害となり、事業部資本コストを適用する企業はそれほど多くないのが現状である<sup>4</sup>。そこで次章においては、事業部資本コストの計算手法について、現時点で考えられるスタンダードなアプローチを紹介し、その問題点等を整理してみたい。

## II 全社の資本コストと事業部の資本コスト

事業部資本コストは、現代企業をとりまくさまざまな場面で使用されている。企業内部においては、すでに述べたように、投資案件のハードルレートとして、あるいは事業部の価値評価・業績評価のための計算要素として機能している。本稿での議論の中心になるのは、このような企業内部で使用される事業部資本コストである。

一方、企業外部においては、研究者やアナリストが、企業価値評価や事業部価値評価をする際の計算要素として、事業部資本コストを使用している。また、事業部資本コストの計算手法の開発も彼らの手によるものである。以下ではその成果の一端を概観してみたい<sup>5</sup>。

---

<sup>4</sup> Bringham (1975) は、ほぼ半数の米国企業が、投資計算の基準としてひとつのハードルレート（資本コスト）しか使っていないことを明らかにしている。また Block (2003) は、半数以下の企業しか事業部別の資本コストを使っていないことを示した。このように、米国における事業部資本コストの適用状況は、今も昔もそれほど変わっていない。また、ソニー、花王、パナソニックといった日本を代表する企業においても、全社一律の資本コストが適用されている（櫻井、2009）。

<sup>5</sup> 本章においては、CAPM、デュアプレイ・アプローチ、重回帰アプローチ、アンレバー化／レバー化等に言及しているが、紙幅の制限のため、それぞれの詳細には言及していない。興味のある方は、企業財務論のテキスト等で内容を確認されたい。また、事業部のベータや資本コスト（Divisional Beta, Divisional Cost of Capital）の推計に関する、欧米の研究者による議論については、参考文献を参照のこと。

## 1 全社の資本コスト

全社の資本コストは、負債と株主資本の加重平均資本コスト (WACC: Weighted Average Cost of Capital) である。このうち負債については、時価と簿価が通常ほぼ一致し、また利率は契約等によりあらかじめ定められている。よって、負債の資本コストの計算は比較的容易である。

一方、株主資本の資本コストの計算は負債ほど簡単ではなく、その計算手法もさまざまであるが、CAPM で計算するのが一般的である。CAPM によれば、個別株式の期待収益率 (= 株主資本コスト) は、以下の式で計算される<sup>6</sup>。

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f]$$

$E(r_i)$  : 株式  $i$  の期待収益率       $r_f$  : 無リスク利率

$\beta_i$  : 株式  $i$  のベータ       $E(r_m)$  : 市場の期待収益率

この式から明らかなように、CAPM における個別株式の期待収益率は、無リスク利率と、市場のリスクプレミアムにベータを乗じたものの合計として計算される。ベータは、市場全体の収益率が 1% 変化したときに、個別株式の収益率が何% 変化したかを表すものであり、個別株式の相対的なリスク感応度を表す係数である。ベータが 1 ならその株式は市場全体のリスクと同じであり、1 より小さければローリスク、大きければハイリスクを意味する。

以上のようにして計算された負債と株主資本の資本コストを以下の式に代入することにより、加重平均資本コストが計算される。

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times r_D \times (1-t) + \frac{E}{D+E} \times r_E$$

$D$  : 有利子負債総額       $E$  : 株主資本総額       $t$  : 法人税率

$r_D$  : 負債の資本コスト       $r_E$  : 株主資本の資本コスト

<sup>6</sup> わが国においては、無リスク利率には 10 年物国債の利回りが、市場の期待収益率には TOPIX の収益率が適用されることが多い。また、ベータは、過去 60 カ月分の個別株式の投資収益率と市場の収益率の共分散を、市場の収益率の分散で除すことによって計算される。

## 2 事業部の資本コスト

前節でみたような企業の加重平均資本コストの計算手続きは、ひろく用いられており、企業財務論の入門書にも紹介されている。一方、企業の内部組織である事業部の資本コストを計算することは容易ではない。計算過程において2つの大きなハードルが存在するからである。そのひとつは、事業部のベータを企業内部や市場の情報から直接的に推計することができないことであり、もうひとつは、事業部のデット・エクイティ・レシオ (D / E 比率) がわからない<sup>7</sup>であることである。

これらのハードルをクリアするための代表的な計算技法としては、ピュアプレイ・アプローチと重回帰アプローチが有力である。両アプローチとも、前節でみた CAPM にもとづく株主資本コストの推計を援用する点で共通している。以下では、この2つの計算技法について、企業実務への適用の可能性を念頭に入れながら検討してみよう。

### (1) ピュアプレイ・アプローチ (Pure-Play Approach)

ピュアプレイ・アプローチは、当該事業部と同一領域の事業のみを営む上場企業のベータを、当該事業部のベータとみなす方法である。比較対象となる企業は、単一の事業しか行っていないので、ピュアプレイと命名されている。このアプローチは、シンプルで分かりやすく、経営者や事業部長にも理解しやすいという利点があるが、ピュアプレイ企業をみつけることは意外に困難である。

また、かりにピュアプレイ企業が見つかったとしても、その企業と当該事業部との規模や収益性に大きな差がある場合には、その企業のベータをそのまま使用することは難しい。この場合でも、両者のベータが近似する可能性は充分にあるが、経営者や事業部長としては、そのような企業のベータを適

---

<sup>7</sup> 事業部貸借対照表を作成する企業もあるが、その場合でも社内借入金や社内資本金が恣意的に配分されるのが通例である。そのため、事業部貸借対照表からは、事業部の真の財務構造はわからない。事業部貸借対照表の構造については、三浦 (2000) を参照されたい。

用したくないというのが本音であろう。

そこで、ピュアプレイ・アプローチを適用する場合には、ひとつのピュアプレイ企業のベータを使うのではなく、複数のピュアプレイ企業をみつけ、そのベータの平均値や中央値を適用するのが一般的である。しかし、このやり方は、5～10社程度のピュアプレイ企業を必要とするため、ピュアプレイ・アプローチの適用をかえって難しくする側面もある。

また、事業内容が同じだからといって、ピュアプレイ・アプローチで計算されたベータを、そのまま事業部のベータとして使うことはできない。ベータには、事業リスクのみならず財務リスクが反映されているため、企業のベータを事業部のベータとして使うためには、次のような処理が必要となる。

まず、ピュアプレイ企業のベータを、負債をもたない場合のベータに変換（アンレバー化）し、事業リスクのみを反映したベータ（アンレバードベータ）を計算する。つぎに、アンレバードベータを当該事業部の財務構造を反映したベータに再変換（レバー化）するのである。アンレバー化あるいはレバー化するための計算式は、次のとおりである。

$$\begin{array}{cc} \text{アンレバー化} & \text{レバー化} \\ \beta_U = \beta_L / [1 + (1 - t)D / E] & \beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - t)D / E] \end{array}$$

$\beta_U$ ：アンレバードベータ（unlevered  $\beta$ ：負債をもたない場合のベータ）

$\beta_L$ ：レバードベータ（levered  $\beta$ ：負債をもつ場合のベータ）

D：有利子負債総額，E：株主資本総額（時価），t：法人税率

レバー化の作業においては、事業部の D/E 比率を考慮する必要がある。実務的には、①事業部と全社の D/E 比率は同じであると考え、全社の D/E 比率をそのまま適用する、②当該事業部が目標とする D/E 比率を設定し、それを適用する、③ベンチマーク対象となるピュアプレイ企業の D/E 比率を参考にする、などが想定されるだろう。しかしながら、いずれの方法も事

業部の現在の D / E 比率を正しく反映しているわけではなく、便法にすぎないことに留意しなければならない。

事業部の資本コストを計算するには、事業部のレバードベータから事業部の株主資本コストを推計し、さらに、事業部の D / E 比率（レバード化作業の際に使用した①～③のいずれかを使用する）を反映した数値を加重平均資本コストの計算式に代入することになる。

## (2) 重回帰アプローチ (Regression Approach)

ピュアプレイ・アプローチの欠陥は、ピュアプレイ企業を見つけることが困難なこと、見つかったとしてもサンプルの絶対数が限られる場合があることにあった。一方、重回帰アプローチでは、当該事業を行うすべての多角化企業のデータを使用する<sup>8</sup>のでサンプル数が飛躍的に増え、データの信頼性が高まるという利点がある。

重回帰アプローチでは、多角化企業のベータは、当該企業が有する事業部のベータの加重平均になるということを前提とする。具体的な計算方法は次の通り、多角化企業のベータを重回帰し、個別事業部のベータを推計するというものである。

$$\beta = \sum w_{ij} \beta_{ij}$$

$w_{ij}$  : i 企業の j 事業部のウェイト     $\beta_{ij}$  : i 企業の j 事業部のベータ

重回帰アプローチによって計算された事業部ベータは、アンレバードベータである。よって、事業部の財務リスクを反映した事業部ベータを算出するには、ピュアプレイ・アプローチの場合と同様、これをレバード化する必要がある。事業部のレバードベータが計算されたあとの手続きは、基本的にピュ

<sup>8</sup> そのためこの手法は、フルインフォメーション・アプローチと称されることもある。なお、重回帰アプローチにおいても、ピュアプレイ企業のデータをサンプルとして加えることは可能である。



アプレイ・アプローチの場合と同じである。

以上のように、CAPM を前提とした 2 つのアプローチの計算ロジックは、スマートで合理的である。しかしながら、事業部資本コストが計算されるまでには、さまざまな理論、仮説、前提条件などが連鎖しているため、これを経営者や事業部長がすんなりと受け入れることは想定しにくい。実務家は、本章に登場したモデルやアプローチによる計算結果が、事業部資本コストの合理的な推計値であることを認めたとしても、それらがそのまま実際的な問題解決の手段として機能するとは考えないのである。

### Ⅲ 事業部資本コストの実務への適用

#### 1 事業部資本コストの適用までのプロセス

前章では、事業部資本コストの計算手法を例示したが、その計算結果が管理会計実務に採用されることはまれである。「私の調べた範囲では、実際に企業で使われている WACC は、あまり企業財務の理論に忠実なものではなく、かなり単純化されている」(山田, 2005) との見解は、それを裏づけている。

この記述からもわかるとおり、理論的に正しいであろう事業部資本コストが、実務でそのまま適用されることは少ない。また「かなり単純化されて」採用されるにしても、そのプロセスにおいては、すくなくとも、事業部資本コストを実際に推計し、その推計値をもとに適用すべき事業部資本コストを決定する、といった 2 つのハードルをクリアする必要があるだろう。このうち前者についてはすでに検討済み<sup>9</sup> であるので、以下では、後者を中心に議論する。

管理会計実務においては、事業部のベータや資本コスト推計した後は、こ

---

<sup>9</sup> なお、企業の財務・経理担当者が、市場データにもとづく事業部資本コストの推計を自らの手で行う必要はない。個別企業あるいは特定の事業セグメントのベータや資本コストは、財務データを提供する企業（たとえば東京証券取引所、Ibbotson Associates など）を通じて、低コストで手に入るはずである。ただし、提供されるデータの事業セグメントのくくり方や詳細さは、かならずしも自社の事業部の事業領域とは一致しないことには注意が必要である。

れ採用するか否かという問題に直面する。大別すれば、推計結果を、①そのまま採用する、②採用しない、③なんらかの調整を行ったうえで採用する、という3つの選択肢が考えられるだろう。

推計された事業部資本コストをそのまま採用するのであれば、企業財務の理論と管理会計・事業部制会計の実務が一致し、市場データと企業の内部管理情報が融合する好例となるが、筆者はこのような事例があることを聞いたことがない。よって①は、現実的でないように思われる。

一方、事業部資本コストを推計しながら、その結果を採用しないという②は、多少奇異に感じられるが、これもありうる話である。たとえば、経営者と事業部長の双方が、推計結果について意義を唱えれば、結果としてこの一件は「なかったこと」になるであろう。計算されたベータや資本コストはあくまでも推計値にすぎないし、事業セグメントのくくり方の問題もあるので、推計値が自社の事情に合致しないことは起こりうることである。

また、各事業部のベータに顕著な差がなければ、それから計算される事業部資本コストもおおのずと近似することになるが、このとき（たとえば、各事業部の資本コストが1%程度のレンジに収まっているような場合）、これを採用しないというのは、実務上、適切な意思決定であるかもしれない。密接に関連する事業分野を中心に多角化している企業であれば、このような事例に該当することは少なくないだろう。

さて問題は、推計結果を参照しつつも、なんらかの調整を行った上で採用する③のケースである。このとき、どのような思考にもとづく「調整」が可能であろうか。

## 2 事業部資本コストの調整 —— 考え方の例示

議論の前提として、CAPMにもとづく全社の資本コストは所与であること、経営者と事業部長が、事業部資本コストの推計値を「おおむね正しい」<sup>10</sup>と考

---

<sup>10</sup> 「おおむね正しい」とは、経営者と事業部長が、相対的にリスクが大きい／小さいと考える事業部に対して、相対的に高い／低いベータと資本コストが推計されるようなレベル正し

えていることを設定しておく。このような前提条件は、前章で紹介した先行研究の成果を尊重したものである。

さらに、ストーリーを単純化するために、売上高と資産規模が同等である A 事業部と B 事業部からなる企業を想定し、この企業の資本コストが 10%で、A 事業部と B 事業部の資本コストの推計値それぞれ 6%、12%であったとする<sup>11</sup>。この企業の経営者は、推計された各事業部の資本コストをそのまま適用することに躊躇するであろう。両事業部の資本コストに相当のひらきがあり、A 事業部の資本コストは全社のそれを大きく下回っているからである。ではこのとき、どのような「調整」が可能であろうか。

ここでは、事業部資本コストを調整するための考え方の例示として、①推計結果の序列を維持する、②全社と事業部の資本コストの整合性を保つ、③事業部資本コストは全社の資本コストを下回らない<sup>12</sup>、④安全のため推計値よりも高く設定する、という 4 点をあげ、議論をすすめてみたい。

①は、事業部資本コストを推計結果が「おおむね正しい」という前提に立ちつつも、事業部長間の競争意識に配慮した調整方法である。事業部長は、自らが担当する事業部の資本コストの絶対値のみならず、他の事業部と比較した場合の相対的な位置づけにも強い関心を持つであろう。他の事業部は、内部資金獲得競争のライバルであり、この競争においては、各事業部の資本コストの相対的な序列がモノをいうからである。①による調整を行ったあとでも、A 事業部の資本コストが B 事業部よりも高くなることはないため、各事業部長（とくに A 事業部長）にも容認されやすいであろう。

②によると、事業部資本コストの加重平均が全社の資本コストにほぼ一致

---

さを想定している。このとき、各事業部のリスク、ベータ、資本コストの序列は維持されるであろう。

<sup>11</sup> 売上高や資産規模を基準とした A 事業部と B 事業部の加重平均資本コストが全社のそれと一致しないことはむしろ自然なことである。事業部の資本コストはそもそも推計値であるし、事業部間のシナジー、企業規模の拡大による負債調達能力の増加、本社機能の価値などが影響するからである。

<sup>12</sup> この原則はやや奇異に感じられるかもしれないが、事業部資本コストが逆機能を引き起こさないための安全装置だと考えれば、容認されるであろう。ここでいう逆機能とは、I 章 2 節でみたような、企業価値を破壊する投資案件の承認などをさす。

するレベルに調整することができる。こうすることで、各事業部の年度予算や中長期の経営計画が企業全体の価値創造に寄与することになるはずである。

また③からは、A事業部の資本コストを10%に引き上げるような調整が想定される。A事業部に対して推計された6%という資本コストは、A事業部のリスクを反映したものであるから、理論上、A事業部はこれをハードルレートとして、投資案件の可否を決めることができるはずである。ただ、このような意思決定は、すくなくとも短期的には、企業価値の破壊につながる可能性を秘めており、経営者としては、単純には容認できない。そのため、③のような調整が実際的な意味を持ちうるのである。

③と④は、密接に関連するが、③が全社の資本コストを下回る事業部の資本コストを全社レベルにまで引き上げるのに対し、④では、すべての事業部の資本コストを推計値よりも高めに設定する点が異なる。投資案件のハードルレートでもある資本コストを高めに設定したいという欲求は、多くの経営者が抱くものであろう。これは事業部の甘い見積もり<sup>13</sup>に対する経営者の防衛手段として実用的である。

以上のような4つの考え方のすべてを念頭におく場合、各事業部の資本コストはどのように調整されるだろうか。最小限の調整にとどめなければ、A事業部の資本コストを10%に引き上げ、B事業部の12%はそのまま維持すればよいだろう。また、それではA事業部とB事業部のリスクの差が、資本コストに反映されないと考えるならば、B事業部の資本コストを数%あげるような調整を加える必要があるだろう。

本節であげた4つの考え方は、あくまでも例示にすぎない。仮にこれら4つの考え方のそれぞれに実践性が認められたとしても、その優先順位は不明であるし、その網羅性についてはさらなる検証が必要であらう。この点につ

---

<sup>13</sup> とくに事業部間の内部資金獲得競争が激しい場合、事業部の見積もりは楽観的になってしまう（そのほうが投資案件の収益性が高くなり、採択される可能性が高くなる）ため、あらかじめ資本コストをすこし高めに設定しておくことには一定の意義がある。もちろん、高すぎる資本コストには問題がある。十分な収益性があり、本来は企業価値創造に貢献するはずの投資案件が棄却されるという機会損失が生まれるからである。

いては、今後の課題としておきたい。

### 3 一律の事業部資本コストを適用する理由 ——松下電器産業の事例から

前節では、事業部別の資本コストを適用する方向で検討してきたが、実際には、そのようにしない企業も多い。ここでは、その代表例として、砂川他(2008)で詳述された松下電器産業(現パナソニック)の例をみてみよう。

同社では、全社一律の資本コストを適用する実践的な理由として、①選択と集中を進める時期には、異なる資本コストを適用することはなじまない、②選択と集中と進めてきたため、事業ドメインごとのビジネスリスクがあまりかわらない、③社員が納得する資本コストの客観的な計算がむずかしい、④経営者と社員が団結して改革するという一体感が失われてしまう、という4点をあげている<sup>14</sup>。

①については、次のように解釈することができるだろう。「選択と集中」の戦略を採用する企業における基本的な事業選択の方法は、収益性の低い事業から撤退し、残された資本を高収益事業に集中するというものである。このとき、「収益性の低い事業」の定義を明確にしておく必要があるが、資本コスト以上の収益性があるかどうか重要なカギとなることは言うまでもない。事業部の資本コストはそのリスクを反映して異なるのが通常である。しかしそれでは撤退が存続かの判断基準が、個々の事業部の資本コストに左右されるため「選択と集中」を進めにくい。そこで短期間のうちにこの戦略を進めるためには、全社一律の資本コストを適用し、撤退のためのガイドラインをはっきりとさせておく必要があるのである。

②は、事業部のリスクが類似していれば、同一の資本コストが適用できるという考えを述べている。これは、戦略の種類に関わらず、各事業部のリスクが類似している企業全般にそのまま流用可能な考え方である。

③に関し、筆者は、必ずしも「一般社員」の納得が必要だとは考えない。

---

<sup>14</sup> 砂川他(2008)の原文では、①②の内容がひとくくりで記述されているが、異なる論点を含むと考えられるため、本稿ではこれらを分割して紹介することとする。

経営者と事業部長が容認すればすむ話である。また、客観的な計算が困難であることは、すでにみてきたように自明であるため、これを理由に事業部資本コストの適用を断念することにも与することはできない。客観性や正確性にこだわりすぎていたのでは、事業部資本コストの実務への適用に関する議論は一向に前進しないだろう。

④は、多分に同社の社風や経営理念と関係することのように思われる<sup>15</sup>。ただ、このような事項が事業部資本コストの適用の阻害要因になるのであれば、そもそもこの議論ははじめからする必要がないといえるだろう。

以上のように整理してみると、松下が全社一律の資本コストを適用した理由のうち、積極的に容認でき、かつ、他企業にも援用できそうなものは、①と②の2点のみであることを確認できる。すなわち、全社一律の資本コストの適用が積極的に推奨されるのは、各事業部のリスクが類似しており事業部資本コストの意義が薄い企業や、「選択と集中」のような大胆な事業再編に取り組む特定の期間に限定されるといえるだろう。

#### 4 その他の実践課題 —— 詳細さと改訂頻度

前節までにおいて、事業部資本コストが適用されるまでのプロセス、推計結果に対する「調整」が必要な場合の考え方、一律の事業部資本コストを採用する理由、条件などを整理、検討してきた。ここでは、事業部資本コストに関する文献においてはまったく言及されないか、ごく手短かに言及されるにとどまるものの、実務的には重要となるふたつ課題——事業部資本コストの「詳細さ」と「改訂頻度」について検討してみたい。

まず、事業部資本コストはどこまで詳細であるべきかという点を考えてみよう。EVAを開発したスターン・スチュワート社の元日本支社長である本合氏

---

<sup>15</sup> 同社において、このような事項が事業部資本コストの導入を阻害する要因となることを筆者は理解できない。同社は、社内資本金制度のさきがけとしても知られるとおり、事業部制会計に関しては先進的であり、同制度のもとで徴収する社内金利や社内配当金は、事業部を差別的に扱い、事業部の競争心を刺激するものであったはずである。なお、同社の社内資本金制度については、樋野（1982）を参照のこと。

は「資本コストの小数点以下は、まるめた方が使いやすい」(本合, 2009)と明快に述べている。また、VBMを実践する企業においても事業部資本コストをキリのいい数値に設定する例がいくつか報告されている(山田, 2005)ことから、まるめた数値(小数点以下を四捨五入した/切り上げた数値)を使用するというやり方が、実務に広く受け入れられていることがわかる。

たしかに、5.8%というような資本コストでは、覚えにくいし、とくに事業部が多数あるような企業の場合には、無用の混乱が起こることは容易に想像できる。また、前節で検討したように、事業部資本コストの推計値に対して「調整」を行う場合に、5.8%のような半端な数値に落ち着くことは想定しにくい。このように整理すると、事業部資本コストの「詳細さ」に関しては、キリのいい数値を設定するという実務の大勢は容認されるであろう。

もちろん、「小数点以下をまるめる」という実務は、内部の経営管理のための便法にすぎない。アナリスト等による企業価値評価、事業部価値評価の際には、このような配慮は無用であり、与えられた条件のもとで推計された資本コストをそのまま使用すればよい。

つぎに、事業部資本コストの改定の頻度について考えてみよう。事業部資本コストは、理論的には日々変化している。だからといって、これを月次で変更するのは実務を混乱させるだけである。事業部制会計においては、事業部間の振替価格が通常、年に一度改定されることや、事業部予算が毎年作成されることなどを考えると、事業部資本コストも毎年見直すのが適当かつ自然であると思われる。

しかしながら、事業部の資本コストを毎年改訂するような事例を筆者は知らない。松下では全社の資本コストを「数年おきにみなす」(砂川他, 2008)ようである。また、EVAを定着させるためには、「同一の資本コストを継続して使用するのが好ましい」(山田, 2005)との見解もある。このように実務においては、1年をこえて一定率の全社や事業部資本コストを適用することがトレンドのようであるが、はたしてこれでよいのだろうか。

たしかに、一定率の資本コストを使い続けることで、事業部資本コストに対する信頼感が高まり、それが一種の共通言語・指標として企業内・事業部内に定着するという効果を期待できる。また「資本コストの変更には手間がかかりすぎる」(山田, 2005)という実務家の心情も、充分理解できるものである。

しかしそれでも筆者は、事業部資本コストは毎年見直す方がよいと考える。事業部資本コストを定着させるという視点からも、一定率で数年間固定するよりも、毎年改訂することを前提とする方が、事業部資本コストへの注目や関心が高まるであろう。また、これまでみてきたように実務で適用される事業部資本コストは、理論による推計値とは異なるものであるため、それを一定期間放っておくことは、理論値との乖離を助長する可能性がある。一方、毎年改訂をすることで、当初適用した資本コストを徐々に理論値に近づけていくことも可能となる。

また、時々変化する市場環境の中で、戦略的意思決定のための重要ツールである資本コストを数年間も改訂しないしていると、意思決定のミスをくり返し犯しながらも、それに気づかずそのまま企業価値を破壊してしまう危険性さえあるのである。このことに対して発生する見えざるコストは、社内で発生する「手間」とは比較にならないだろう。

## おわりに

本稿では、事業部固有のリスクと資本コストの存在を所与として、その計算手法を確認し、実務への適用における諸論点を検討した。本稿の主題は、第三章にあるものの、特に事業部資本コストの調整方法については、基本的な考え方を例示するにとどまっており、今後さらなる事例の蓄積と検証が必要であると感じている。

事業部のベータや資本コストについては、その出発点となる推計方法では企業財務論がベースとなる一方で、これを企業内で適用する場面においては、



管理会計・事業部制会計の枠組みで議論するという一種のねじれが存在している。企業財務論と管理会計論は、会計数値を利用する点で共通点をもつ隣接科学である。しかしながら、企業財務論は主としてオープンな市場を対象とする科学であるのに対し、管理会計では、企業内部のクローズな世界とそこで活動する人物を相手にしている。このようなねじれや相違にどう折り合いをつけて整理していくのが、事業部資本コストの諸論点を解明するカギとなるかもしれない。

## (参考文献)

- 井手正介・高橋文郎『ビジネスゼミナール経営財務入門（第4版）』日本経済新聞出版社，2009年
- 門坂康彦「連結経営管理の進化と資本コストマネジメント」『企業会計』Vol.53 No.12，2001年12月，pp.86-87
- 小林啓孝・加藤芳男・小松原宰明・辺見和晃・山田方敏編著『リスク・リターン  
の経営手法 ―ケースでみる定量的評価・計画の実践―』中央経済社，  
2006年
- 櫻井通晴『管理会計（第四版）』同文館出版，2009年
- 佐藤紘光・飯泉清・齋藤正章『株主価値を高める EVA 経営（第2版）』中央経済社，  
2008年
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳『日本企業のコーポレートファイナンス』日  
本経済新聞社出版社，2008年
- 樋野正二『「松下経理大学」の本』実業之日本社，1982年
- 本合暁詩『図解ビジネスファイナンス』中央経済社，2009年
- 三浦克人「事業部バランスシートの構造」『紀要（鹿児島県立短期大学）』第51号，  
2000年12月，pp.25-37
- 山田方敏「経営管理のための加重平均資本コスト」『産業経理』Vol.65 No.2，  
2005年4月，pp.84-94
- Almisher, M.A. and Kish, R.J., Accounting Betas — An Ex Anti Proxy for Risk within  
IPO Market, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol.13 No.3, 2000 Fall,  
pp.23-34
- Block, S., Divisional Cost of Capital: A Study of Its Use by Major U.S. Firms,  
*Engineering Economist*, Vol.48 Issue 4, 2003, pp.345-362
- Brigham, E.F., Hurdle Rates for Screening Capital Expenditure Proposals, *Financial  
Management*, Vol.4, No.3, 1975 Autumn, pp.17-26
- Chua, J.H., Chang, P.C. and Wu, Z., The Full-Information Approach for Estimating

- Divisional Betas: Implementation Issues and Tests, *Journal of Applied Finance*, Vol.16, No.1, 2006 Spring/Summer
- Ehrhardt, M.C. and Bhagwat, Y.N., A Full-Information Approach of Estimating Divisional Betas, *Financial Management*, Vol.20 No.2, 1991 Summer, pp.60-69
- Ehrhardt, M.C., *The Search for Value: Measuring the Company's Cost of Capital*, Harvard Business School Pres, 1994, (真壁昭夫・鈴木毅彦訳『資本コストの理論と実務』東洋経済新報社, 2001年)
- Fuller, R.J. and Kerr, H.S., Estimating the Divisional Cost of Capital: An Analysis of the Pure-Play Technique, *The Journal of Finance*, Vol.36 No.5, 1981 December, pp.997-1009
- Helfert, E.A., *Techniques of Financial Analysis: A Guide to Value Creation, 11/e*, The McGraw-Hill Companies, Inc., 2002, (岸本光永監訳『ヘルフアート企業分析(第2版)』中央経済社, 2003年)
- Kaplan, P.D. and Peterson, J.D., Full-Information Industry Betas, *Financial Management*, Vol.27 No.2, 1998 Summer
- Krueger, M.K. and Linke, C.M., A Spanning Approach for Estimating Divisional Cost of Capital, *Financial Management*, Vol.23 No.1, 1994 Spring, pp.64-70
- McKinsey & Company Inc., Koller, T., Goedhart, M. and Wessels, D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies 4/e*, John Wiley & Sons, Inc., 2005, (本田桂子監訳『企業価値評価(上・下)(第4版)』ダイヤモンド社, 2006年)
- Parasuraman, N.R., Ascertaining the Divisional. Beta for Project Evaluation -the Pure Play Method- a Discussion, *The Chartered Accountant*, 2002 November, pp.546-549
- Wood, R.A., Mcinish, T.H. and Lawrence, K.D., Estimating Divisional Betas with Diversified Firm Data, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.2, No.1, 1992, pp.89-96

