

株主価値志向の予算管理：伝統的管理会計から戦略管理会計への転換を目指して

その他のタイトル	Shareholder Value Budgeting as a Key Tool for Strategic Management Accounting
著者	小菅 正伸
雑誌名	関西大学商学論集
巻	42
号	4
ページ	241-258
発行年	1997-10-25
URL	http://hdl.handle.net/10112/00019207

株主価値志向の予算管理

—伝統的管理会計から戦略管理会計への転換を目指して—

小 菅 正 伸

I はじめに

現代の企業経営は戦略指向的でなければならないと言われている。もしそうであるならば、経営管理者は、顧客価値 (customer value)、株主価値 (shareholder value)、そして従業員の満足 (employee satisfaction) の三者をバランス良く最大化するよう努める必要があろう [小菅, 1996年]。

製品/サービス市場で競争戦略を有利に展開するためには顧客価値の充足が重要であり、また組織の維持・発展のためには優秀な人材を確保し、従業員の満足と士気を高めることが鍵となる。しかし、今日のわが国企業における戦略上の緊急かつ最重要な課題は株主の満足度を向上させるよう、企業統治 (コーポレート・ガバナンス) を改善することであろう。国際的信頼性を高め、グローバルな資本市場において円滑かつ効果的な資金調達を可能にするためにも、わが国企業は企業統治のあり方を株主価値重視へと転換する必要性に迫られている。

管理会計は経営管理のための会計、すなわち会計的利益概念にもとづく短期的な利益管理のための会計として展開されてきたと言えるが¹⁾、管理会計が今日においても真に「経営管理のための会計」であるためには、上

1) この点に関しては、たとえば末政 [昭和54年] を参照されたい。

に述べたような戦略に指向した多面的な視点からの再構築が不可欠であろう [小菅, 1994年]。

このような問題を背景に、本稿においては、管理会計の中核をなす予算管理に着目し、伝統的な業績指標を補完するものとして株主価値に関する新たな業績指標の導入を検討する。株主価値志向の予算管理 (shareholder value budgeting) システムを構築することによって、伝統的な管理会計を戦略管理会計 (strategic management accounting) へと転換することの可能性を探りたい。

II 企業の財務的業績指標

『日経ビジネス』(1997年6月2日号)によれば、企業の財務的業績指標は、企業の経営効率に関する指標と株主の満足度に関する指標に大別され、具体的に次頁の図表1に示すような指標が列挙されている。

周知のように、わが国の主要企業は、漸く売上高や市場占有率を専ら重視した規模拡大 (あるいは量的拡大) 一辺倒の経営から、株主資本利益率 (ROE) を用いた資本効率重視の経営へと転換を図り始めた。そのこと自体は株主にとって好ましいことであると思われる。

しかし、ここで注意しなければならない点は、次頁の図表1からも明らかかなように、ROEは経営効率を測定するための指標であって、株主の満足度を指向した指標ではないということである。たとえROEを経営計画の目標として掲げ、その達成に努力するとしても、ROEの数値それ自体は決して当該企業が本当に株主を重視しているのか否かを示してはいない²⁾。

私見によれば、より高いROEの数値を目標として掲げ、その達成に邁進することは企業としては当然のことであって、今さら特筆する程のことは

2) ROEの数値だけを表面的に向上させるだけならば、たとえば縮小均衡によってもそのことは可能である。本業を強化せず、土地や有価証券等の売却益で税引後利益を増大させたり、負債比率を増大させても、ROEの数値は上昇する。

図表1 企業の財務的業績指標

経営効率を指向した指標	株主の満足度を指向した指標
<p>投資利益率 (Return on Investment, ROI) 資本利益率あるいは投下資本利益率とも呼ばれ、投下資本全体（借入金，社債，株主資本等）に対する利益（支払利息控除前経常利益）の割合として計算される投資の効率を測る代表的な指標。</p>	<p>株主資本コスト 株主が企業に対して期待する収益率で、長期金利に投資リスクを加算した率が最低限の期待収益率となる。株主資本に株主資本コストを乗じて株主資本コストの額を計算する。株主資本コストの額は、株主が企業に対して期待する最低限の収益水準を示している。</p>
<p>総資産利益率 (Return on Assets, ROA) 企業の保有するすべての資産に対する税引後利益の割合で、企業全体としての経営効率を判断するための指標。</p>	<p>経済的付加価値 (Economic Value Added, EVA) 投資利益率が資本コストを上回った時に生み出される企業価値であり、支払利息控除前税引後利益から資本コストの額を差し引いて計算される。プラスであれば、それは株主が期待する以上の利益を稼得していることを示している。</p>
<p>株主資本利益率 (Return on Equity, ROE) 株主が当該企業に出資した持分額（株主資本）に対する税引後利益の割合として計算され、それはどれだけ株主資本を有効に活用して利益を稼得しているかを示している。</p>	<p>キャッシュ・フロー／資本コスト比率 大和総研が開発した指標であり、キャッシュ・フロー（減価償却費控除前営業利益）の額を株主資本コストの額で割った比率として計算される。その値が100%を超える場合には、当該企業は株主の期待以上の収益性を稼得したことを示している。金額として示されるEVAが企業規模の影響を受けるのに対して、これは比率として計算されるので、企業間比較が可能となる。</p>
	<p>割引キャッシュ・フロー (Discounted Cashflow, DCF) 企業が将来において稼得するであろう正味キャッシュ・インフローの額を予測して、株主が期待する収益率と債権者が要求する金利で割り引いた理論的な現在価値として算定される指標。</p>

〔出典〕『日経ビジネス』（1997年6月2日号），24ページより作成。

ない。むしろ、今わが国企業に切に求められていることは「真に株主重視の新しい業績指標」を経営の核に据え付け、その達成に向けて努力することであろう。

ラパポート (Alfred Rappaport) も指摘しているように、会計上の利益という伝統的な業績指標は「真の企業力を映す鏡」ではなく、しかも長期的な経営のビジョンを具体化するための業績指標としては最適であるとは限らない [Rappaport, 1986, chapter 2]。なぜなら、会計上の利益は、貨幣の長期的な時間価値を考慮しておらず、短期間を対象とした損益計算の結果しか示さないし、また、その前提となる会計処理の原則および手続きによっても、利益の数値は大きく影響を受けるからである。

したがって、管理会計が真に「経営管理のための会計」であるためにも、伝統的な利益概念や各種の利益率のような経営効率を指向した指標だけではなく、株主の満足を指向した指標をも管理会計システムへと取り込む必要があろう。

たとえば、前頁の図表 1 に掲げられていた**経済的付加価値 (EVA)** であるが、この概念は米国において次第に多くの企業によって活用され始めてきたようである。Coca-Cola, AT & T, Quaker Oats, Briggs & Stratton, CSX 等々、何らかの形で EVA を導入している企業は多い [Tully, 1993, pp. 34-42]。ヒューレット・パッカード (Hewlett-Packard) 社を例に取れば、1997年度より、19ある財務指標の一つに EVA を取り入れ、それを四つの主要な事業本部に対して経営目標数値として割り当てたという。当社では、1998年度より「株主の期待に答え得たか否か」が誰にでも一目でわかる EVA を社内の目標数値として本格的に活用することが計画されているようである。

また、**割引キャッシュ・フロー (DCF)** をもとに計算する**企業価値 (株主価値をその内を含む)** という指標を積極的に導入することの有用性も、たとえばコープランド＝コラー＝ミュリン (Tom Copeland, Tim Koller, and Jack Murrin) にみられるように、米国では古くから提唱されてきている [Copeland, Koller, and Murrin, 1990, 1994]。彼らによれば、長期指向の戦略経営のためには、伝統的な会計上の利益ではなく、DCF を用いた企業価値に関する情報が有用である、という。

そこで、以下では、企業価値、株主価値、経済的付加価値といった株主の満足度を指向した新しい業績指標について考察する。これらの指標を積極的に導入することによって、管理会計は戦略経営に有用な戦略管理会計へと転換することができるものと思われる。戦略経営のためには、株主重視、株価重視という姿勢は不可欠だからである。

III 企業価値と株主価値

1. 株主価値の二つの測定法

株主価値をどのように測定するのかに関しては種々の見解が存在するが、現在では、一般に株主価値分析 (shareholder value analysis, SVA) と経済的付加価値 (EVA) の両者が、M&A、撤退、リストラ等の戦略オプションを策定・遂行することによって得られる「株主にとっての潜在的な財務的ベネフィット（あるいはロス）」を測定するために利用可能な手法であると考えられている [Mills and Print, 1995a, p. 35]。戦略の立案とその実施のためには適切な業績指標が不可欠であり、そのような指標があればこそ戦略経営の実効性が高められると考えられる。そこで、SVA については本節で、EVA は次節で、それぞれ検討することにする。

SVA は、1980年代初頭以降、ラパポートによって精力的に提唱された方法であり [Rappaport, 1986]、その後コーブランド＝コラー＝ミュリンによっても企業評価の方法として強く主張されている [Copeland, Koller, and Murrin, 1990, 1994]。

もともと企業価値 (corporate value) は、マッキンゼー&カンパニー (McKinsey & Company, Inc.) が提唱した業績評価指標であり、事業価値 (企業がその本業とする事業活動によって得られる利益と当該期間において実施される投資を相殺した後、手元に残るキャッシュの額を DCF 法によって現在価値に割り引いた総額) と事業外価値 (金融資産や遊休不動産等の本業とする事業には直接寄与しない資産の時価総額) との合計額と

して理解されている [安田・本田, 平成 3 年]。

そこで、以下では図表 2 に示す簡単な計算例をもとに、SVA と EVA を比較することにする [Mills and Print, 1995a, pp. 35-37 ; 1995b, pp. 42-44]。なお、計算結果に関しては、四捨五入の関係で若干の誤差が生じているかもしれない。

図表 2 仮設事例をもとにした計算の前提

[計算の前提]

- ①前年度 (× 0 年度) の売上高実績 £1,500,000
 ②当年度の減価償却費の額 £50,000
 ③今後 5 年間は、減価償却費の額は毎年 £5,000 増加することが見込まれている。
 ④前年度末時点での財政状態は以下の通りである。
- | | | |
|-------|----------------|-----------------|
| 固定資産 | | £500,000 |
| 流動資産 | £250,000 | |
| 流動負債 | <u>125,000</u> | <u>125,000</u> |
| 小計 | | £625,000 |
| 長期借入金 | | <u>100,000</u> |
| 差引額 | | <u>£525,000</u> |
| 資本金 | | 450,000 |
| 剰余金 | | <u>75,000</u> |
| 合計 | | <u>£525,000</u> |
- ⑤各種の価値ドライバーに関する目標値 (または予測値)
- | | |
|----------------------------|-----|
| 1) 売上高の増加率 | 15% |
| 2) 売上高営業利益率 | 10% |
| 3) 実効税率 | 30% |
| 4) 設備投資純増率 (対増分売上高比率として表示) | 15% |
| 5) 運転資金純増率 (対増分売上高比率として表示) | 10% |
| 6) 資本コスト | 12% |
| 7) 計画期間 | 5 年 |

2. 株主価値分析の計算例

上記のデータをもとにフリー・キャッシュ・フローを計算したものが次頁の図表 3 である。なお、計算結果においては、減価償却費相当額が、毎期、取替投資のために支出されるものとして計画されている。

図表3 計画期間中のフリー・キャッシュ・フロー

	×1年度	×2年度	×3年度	×4年度	×5年度	×6年度以降
売上高	1,725,000	1,983,750	2,281,312	2,623,509	3,017,036	3,017,036
営業利益	172,500	198,375	228,131	262,351	301,704	301,704
税金	51,750	59,512	68,439	78,705	90,511	90,511
減価償却費	50,000	55,000	60,000	65,000	70,000	75,000
オペレーティング・キャッシュ・フロー	170,750	193,863	219,692	248,646	281,193	286,193
取替投資の資本的支出	50,000	55,000	60,000	65,000	70,000	75,000
設備投資純増加額	33,750	38,813	44,634	51,330	59,029	0
運転資金純増加額	22,500	25,875	29,756	34,220	39,353	0
フリー・キャッシュ・フロー	64,500	74,175	85,302	98,096	112,811	211,193

上の図表3にもとづいてSVAの計算結果を示したものが、次の図表4である [Mills and Print, 1995a, p. 36 ; 1995b, p. 42]。現在価値は資本コストの12%を用いて割り引いた数値として計算されている。

図表4 SVAの計算

年度	フリー・キャッシュ・フロー	現在価値	累積現在価値	継続価値の現在価値	合計額
×1	£ 64,500	£ 57,599	£ 57,599	£ 898,581	£ 956,180
×2	74,175	59,117	116,716	922,282	1,038,998
×3	85,302	60,735	177,451	947,506	1,124,957
×4	98,096	62,389	239,840	973,324	1,213,164
×5	112,811	63,964	303,804	997,887	1,301,691
		加算：市場性ある有価証券・投資			—
		企業価値			£ 1,301,691
		控除：負債の時価（市場価値）			100,000
		株主価値			£ 1,201,691

図表4で示されているように、まず最初に、企業や事業の総経済価値としての企業価値が、次の算式のように捉えられる。

$$\text{企業価値} = \text{予想期間中のキャッシュ・フローの現在価値} + \text{最終価値} \\ + \text{市場性のある有価証券と投資の時価}$$

ここで、継続価値 (continuing value) とは、最終価値 (terminal value) または最終残存価値 (residual value) を意味し、計画対象期間を過ぎて以降の期間、すなわち×6年度以降の期間の事業活動から永久に得られるキャッシュ・フローの現在価値として計算されている。たとえば、×5年度の継続価値の現在価値は次のように算定される。

$$\begin{aligned} \times 5 \text{ 年度末時点での継続価値} &= \times 6 \text{ 年度以降のフリー・キャッシュ・フ} \\ &\quad \text{ロー} \div \text{資本コスト} \\ &= \pounds 211,193 \div 12\% = \pounds 1,759,941.6 \end{aligned}$$

$$\times 5 \text{ 年度の継続価値の現在価値} = \pounds 1,759,941.6 \times 0.567 = \pounds 997,887$$

蛇足になるが、×1年度の継続価値の現在価値は次のように算定されている。

$$\begin{aligned} \text{継続価値の現在価値} &= \text{新規投資前税引後営業利益} \div \text{資本コスト} \times 0.893 \\ &= (\pounds 172,500 - \pounds 51,750) \div 15\% \times 0.893 \\ &= \pounds 898,581 \end{aligned}$$

以上のような計算を経て企業価値が算定されるが、企業価値のうちの自己資本の部分が**株主価値** (shareholder value) である。したがって、株主価値は次のように計算される。

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

3. 株主価値分析の問題点

ここで注意を要する点は、米国では、株主価値を算定する場合に、負債部分として、負債の時価、要積立年金不足分、優先株等他の負債に準ずる権利の時価等を含むものが計算されていることである。他方、現在のわが国においては、国際会計基準 *IAS 19* や米国財務会計基準 *SFAS 87* のような、年金会計に関する基準がないため、年金債務に関して時価会計は導入されていない。したがって、わが国の現在の企業会計制度では、株主価値の算定のために、資産・負債に関する適切な時価評価のためのデータを十分に入手できるか否かは不明確である³⁾。株主に帰属する株主価値は、本来、時価総額として捉えられるべきものであるため、この点はわが国企業実務への適用に際して大きな問題となろう。

また、毎年オペレーティング・キャッシュ・フローの予測の困難さ、

3) 企業年金に関する会計問題については、たとえば末政編[平成9年]、79～89ページを参照されたい。

継続価値をどのように測定するのかという問題、割引率の決定という問題もまた、実務上切実な問題として認識される必要がある。

しかし、ソニーのように、これらの問題が存在することを承知の上で、株主重視のための新しい業績指標としてDCFを試験的に導入し、社内分社と言える10のカンパニー毎にその企業価値を、利益とキャッシュ・フローから算定された模擬時価総額として中期計画中に盛り込み、各年度毎に検証するという方針を打ち出している企業もある。ソニーの最高財務責任者である伊庭保副社長は次のように述べている。

「割引キャッシュ・フローは客観性、確実性に問題が残る。しかし、利益とキャッシュ・フローを最大にして企業価値を高めるために何をすればいいか、という戦略上のシミュレーションができる利点がある。」[『日経ビジネス』1997年6月2日号、27ページ]

ソニーの場合のように企業価値が試算されれば、それは「事業ビジョンの目標値」を適切に測る指標となる。経営管理者は全社ならびに部門別に企業価値目標を設定し、その達成度を每期確認することが可能となるのである。

では、どのようにして企業価値を戦略経営のために活用するのであろうか。

4. 戦略評価のためのペンタゴン・モデル

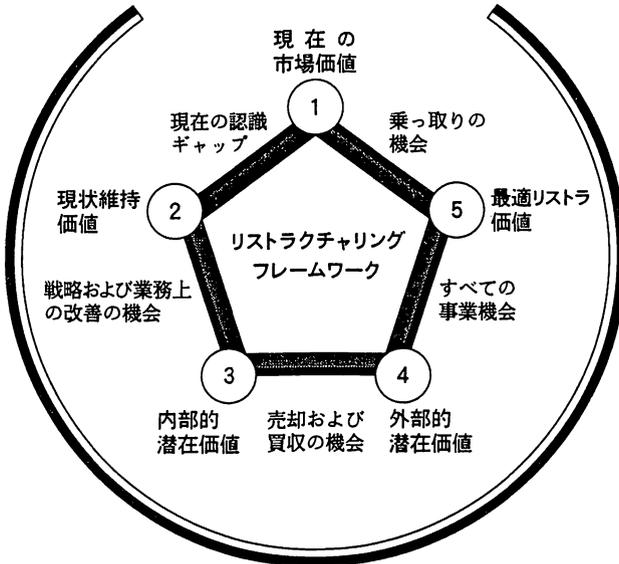
コーブランド他は、総事業価値の最大化を実現する戦略の立案・実行のためのフレームワークとして次頁の図表5のようなモデルを提唱している。

図表5からも明らかであるように、ペンタゴン・モデルは二つの段階、五つの局面から構成されている。

第一の段階は「現状分析のステージ」であり、現状での事業価値の算定を行う段階である。具体的に、それは次の二つの局面からなる。

局面1：現在市場価値を分析するために、株式時価総額を算出する（上

図表 5 事業再構築の機会を評価するためのペンタゴン・フレームワーク



[出典] Copeland, Koller, and Murrin (1994), p. 316. 伊藤訳、185ページ。
場企業の場合)。

局面 2：現状維持価値を算定する。すなわち、現状のまま活動を実施した場合の、将来のオペレーティング・キャッシュ・フローを予測し、現在価値へと割り引く。

第二の段階は「戦略のステージ」であり、各種の戦略を立案・実行した場合に得られる戦略的な付加価値を比較考量し、事業価値の最大化へと導く段階である。具体的には、それは次の三つの局面からなる。

局面 3：内部的潜在価値を分析するために業務改善戦略実施後の価値を算定する。すなわち、原価削減等社内の努力によって可能な業務上の改善活動を実行した場合に得られるオペレーティング・キャッシュ・フローを予測し、現在価値に割り引く。そのことで、業務改善による価値創造額が認識・測定される。特に、各種事業戦略の事業価値への貢献度、各事業戦略の組合せ別の事業価値への

貢献度、各部門あるいは事業単位毎の事業価値への貢献度等を把握することが重要である。

局面 4：外部的潜在価値を分析するために事業再構築の実施後の価値を算定する。すなわち、部門の売却および買収によって生じる企業価値変動分の現在価値を局面 3 に追加する。特に、部門の売却・撤退、経営資源配分の見直し、多角化、買収等が事業価値にもたらす影響を把握することが重要である。

局面 5：最適ナリストラ価値を分析するためにファイナンシャル・エンジニアリング（負債と資本の最適比率や負債の最適構成等の財務面での改善活動）を実施することによって生み出される価値を算定し、付加される価値の現在価値を局面 4 に追加する。

彼らは、事業・企業価値こそが最善の業績指標であり、これを認識・測定することによって最適な戦略の選択が可能となると主張するのである。

5. 株主価値分析をもとにした予算の編成

次に問題となるのは、以上のような SVA にもとづく戦略選択に関する意思決定がどのような形で毎期の予算編成過程と結びつくのであろうかということであろう。

パートン (Alan Burton) は、中期計画と予算編成過程を株主価値の最大

図表 6 プロジェクト計画、中期計画、年度予算

計画年度	×3	×4	×5	×6	×7	×8	×9	×0	
プロジェクトの評価: キャッシュ・フロー									
会社の設立	XX	XX	XX	XX	XX	XX	XX	XX	→ 個々の
プロジェクト 1: 拡張		XX	XX	XX	XX	XX	XX	XX	→ プロジェクトの
プロジェクト 2: 技術力の向上			XX	XX	XX	XX	XX	XX	→ モニター
プロジェクト 3: 買収取得			XX	XX	XX	XX	XX	XX	→ 必要ある場
プロジェクト 4: 新工場				XX	XX	XX	XX	XX	→ 合には、計
					↓	↓	↓		画を改訂
年度予算編成のための総額集計					XX	XX	XX		
会計慣行による修正					±XX	±XX	±XX		
(減価償却費、見越・繰延等)									
年度予算・中期計画の基礎					XX	XX	XX		
					↓	↓	↓		
					×7年度予算	中期計画			

化という目標と結びつけるために、前頁の図表6のような示唆に富む方法を提唱している [Burton, 1996, p. 27]。彼の理解では、企業というエンティティーは一連の資本プロジェクトの集合体である、という。

バートンは、DCF をもとにした株主価値志向の予算管理システムを導入する際に、初期の段階では予算案を過年度からの継続分と新規のプロジェクトに関する部分とに分け、後者についてのみ株主価値のアプローチによる予算編成の実施を提唱する [Burton, 1996, p.27]。そして、経験を積むにつれてこのような予算編成方法の適用を拡大し、伝統的方法による予算編成部分を減少させて行けばよい、というのである。

以上が、DCF にもとづく SVA を導入した予算管理システム提唱の概要である。そこで、次に経済的付加価値を予算管理システムに取り入れることについて検討する。

IV 経済的付加価値

1. 経済的付加価値の概念とその算定法

株主価値の測度の第二のものは**経済的付加価値(EVA)**である。EVA は、スターン (Joel Stern) によって展開された概念であり、SVA の測定に対する代替的な方法として良く知られている⁴⁾。EVA は、米国のコンサルティング会社、スターン・スチュワート社 (Stern, Stewart & Co.) によって積極的に提唱され、すでに紹介したように米国では広範囲にわたって活用されている。

EVA は一種の残余利益 (residual income) であり、次の算式で求められる。

$$\text{EVA} = \text{税引後営業利益} - (\text{総資本} \times \text{加重平均資本コスト})$$

4) EVA に関しては、Stewart (1991, 1995) が詳しい。

2. 仮設例による経済的付加価値の計算

先に掲げた図表2の計算例をもとにEVAを求めると、以下のようになる。

まず、税引後営業利益の額を求めると、次の図表7ようになる。

図表7 見積税引後営業利益の額

×1年度	×2年度	×3年度	×4年度	×5年度	×6年度以降
£120,750	138,863	159,692	183,650	211,193	211,193

次に、×1年度の期首使用総資本額（固定資産額＋正味運転資本額）は£625,000であるから、価値ドライバーに関する目標値（前掲の図表2の⑤の4）と5))と図表2の資料から、資本の額は次のように計算される。

$$\begin{aligned}
 \times 2 \text{ 年度の期首資本の額} &= \text{前期の期首資本の額} + (\text{見積必要設備投資純} \\
 &\quad \text{増加額} + \text{見積必要運転資金純増加額}) \\
 &= £625,000 + (£33,750 + £22,500) \\
 &= £681,250
 \end{aligned}$$

同様の計算を繰り返すことにより、図表8のような結果が得られる。

図表8 期首資本の見積額

×1年度	×2年度	×3年度	×4年度	×5年度	×6年度以降
£625,000	681,250	745,938	820,328	905,878	1,004,260

図表7と図表8から資本利益率を求めた結果が、次の図表9である。

図表9 各期の見積資本利益率

×1年度	×2年度	×3年度	×4年度	×5年度	×6年度以降
19.32%	20.39%	21.41%	22.39%	23.31%	21.02%

次に、資本コストを計算する必要があるが、この計算例ではすでに12%として与えられている。そこで、図表9において算定された資本利益率と資本コストとの差である業績スプレッド（performance spread）を求め、この業績スプレッドに各期の見積期首資本の額を乗じて各期のEVAを算定する。

$$\times 1 \text{ 年度の見積 EVA の額} = \times 1 \text{ 年度の業績スプレッド} \times \text{期首資本の額}$$

$$=7.32\% \times \text{£}625,000 = \text{£}45,750$$

以上のようにして各期の EVA の見積額を求め、それらを資本コストで現在価値に割引き、計画期間全体の EVA 総見積額を現状に対する将来のプレミアムとして計算する。したがって、EVA の総見積額に×1年度の期首資本の額を加算することにより、当該企業に「固有のオペレーティング価値」(intrinsic operating value) (すなわち、それは**事業価値**を表す)を算定することができる。そして、この固有オペレーティング価値に市場性ある有価証券等 (すなわち、**事業外価値**を表す) を加算して「固有のトータル価値」(intrinsic total value) が求められる。これは**企業価値**を表すものであり、この固有トータル価値から負債の市場価値を控除することにより、「固有普通株価値」(intrinsic common equity value) が算定される。

以上の計算を行った結果が、次の図表10である [Mills and Print, 1995a, p. 36]。

図表10 EVA の計算

年度	資本利益率	資本コスト	業績スプレッド	期首資本の額	EVA	現価係数	EVA の現在価値
× 1	19.32%	12%	7.32%	£625,000	£45,750	0.893	£40,855
× 2	20.39	12%	8.39	681,250	57,157	0.797	45,544
× 3	21.41	12%	9.41	745,938	70,193	0.712	49,977
× 4	22.39	12%	10.39	820,328	85,232	0.636	54,208
× 5	23.31	12%	11.31	905,878	102,455	0.567	58,092
× 6以降	21.02	12%	9.02	1,004,260	90,585/12%	0.567	428,014
					プレミアム総額		£676,690
					× 1年度の期首資本の額		625,000
					固有オペレーティング価値		£1,301,690
					加算：市場性ある有価証券等		—
					固有トータル価値		£1,301,690
					控除：負債の市場価値		100,000
					固有普通株価値		£1,201,690

先に示した図表4と上の図表10からも明らかであるように、SVAの値とEVAの値は一致する。したがって、EVAの見積計算は一種のDCF法として理解することもできる [Mills and Print, 1995a, p. 36]。

3. 株主価値と経済的付加価値の比較

すでに見たように、SVA と EVA はその最終的な計算結果として一致する。しかし、両者の決定的な相違は、SVA が長期的な評価のための指標であるのに対して、EVA が短期的な価値創造に関する指標である点であろう。

したがって、株主価値志向の予算管理システムを構築する際には、両者を併用する形での導入とそれらの活用が望まれる。AT & T 社は EVA を活用していることで有名であるが、その財務調査担当のアシスタント・コントローラーであるウィンド (Serge L. Wind) も、両者を取り入れた予算管理システムの有用性を主張している [Wind, 1994]。

彼の見解によれば、SVA は企業の長期的な予想キャッシュ・フローにもとづくトータル価値の見積額を示したものであり、株主価値創造を投資意思決定と結びつけるための最良の方法であるから、年度予算編成においても SVA に関する目標を設定し、常に SVA の観点からアカウントビリティの遂行を果たすべきである、という [Wind, 1994, pp. 11A. 4-7]⁵⁾。

他方、EVA はある期間の事業活動から得られる短期的価値を測定したものであり、株主価値への価値付加分（または価値減少分）を表している。特に、EVA が損益計算書と貸借対照表のデータを株主の期待に結びつけようとする点に注目する必要がある。

したがって、利益、実効税率、資本の額、そして資本コスト等がデータとして入手できるのであれば、EVA は簡単に求められる。SVA では単年度での株主価値の増減変化が捉えにくい、EVA は単年度での株主価値創造（または株主価値の減少）を単一の指標として表すのである。

5) ミルズ=プリントも SVA の意義を高く評価している。他方、ミルズ=プリントは EVA が経営幹部の報酬と結びつくときには、業績達成目標としての意義は大いだと論じている。SVA の計算方法やその活用等に関するミルズらの見解については、Mills (1990a, 1990b), Mills and Print (1995a, 1995b), および Mills, Robertson, and Ward (1991, 1992a, 1992b) を参照されたい。

ウィンドは、製品／サービス市場での持続的競争優位を勝ち取るためには、顧客のニーズを事業単位別の戦略に反映させる必要があるが、そのことは同時に、資本市場における株主のニーズ／期待を株主価値創造によって満たすことをも要求する、という [Wind, 1994, pp. 11A. 11]。

以上のような性質の相違があるものの、ウィンドはSVAとEVAの両者を伝統的な管理会計上の各種指標を補完するものとして位置づけ、それらの積極的な活用を提言している。すなわち、長期的な視点に立つSVAを基本としながらも、中長期計画の当初の3～5年についてはEVAを取り入れた計画設定、ならびに予算・実績の月次での比較検討によるSVAのチェックを提唱するのである。単一期間については、EVAは価値創造の最善の測度であると考えられているから、予算編成と予算統制の過程においても有用な財務的業績指標として十分利用可能であろう。

長期的な視点に立つSVAを活用することにより戦略経営が可能となり、それとの連携のもと、短期的な業績指標としてEVAを予算管理システムに導入することで、株主価値に志向したマネジメント・コントロール・システムを構築することが可能となる。伝統的な管理会計上の業績指標を補完するものとして、SVAとEVAという株主価値に関する財務的業績指標を加えることにより、「株主のための経営」を経営管理者に自覚させることが可能となるであろう。その意味で、株主価値志向の予算管理システムは、株主重視の経営のための「早期警戒システム」として、その機能を十二分に発揮できると思われる。

V むすび

今日、わが国において国際的な水準の会計基準に則ったディスクロージャーの充実が求められているが、これは「市場による企業統治」を実現するために最も重要な事柄である。グローバルな資本市場での資金調達競争を考えると、わが国においても、適正な開示による適正な株価の形成と

そのような株価による企業評価が不可欠であろう。

その場合、株主資本価値（株主価値）の最大化に努力するよう経営管理者の意識を改革する必要がある。このような企業自らの自律的な改革努力なくして「市場による企業統治」の実現は困難であろう。

本稿では、株主価値という業績指標（SVAとEVA）を新たに予算管理過程に取り込むことの重要性を指摘したが、このような株主価値志向の予算管理システムを設計し、運営することで、わが国企業の経営意思決定過程をより明確化し、それらすべてを市場規律に指向したものにすることが可能となる。かかる予算管理システムの構築は、わが国企業の企業統治の改善策の一つとして注目される必要があろう。

（筆者は関西学院大学商学部教授）

〔参 考 文 献〕

- [1] Burton, A., "Shareholder Value Budgeting," *Management Accounting* (UK), Vol.76, No.6 (June 1996).
- [2] Copeland, T., T. Koller, and J. Murrin, *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies* (New York : John Wiley & Sons, Inc., 1990); second edition (1994). 伊藤邦雄訳「企業評価と戦略経営」(日本経済新聞社, 1993年)。
- [3] Mills, R. W., "Strategic Financial Management and Shareholder Value Analysis," *Management Accounting* (UK), Vol. 68, No. 3 (March 1990a).
- [4] Mills, R. W., "Shareholder Value Analysis and Key Value Drivers," *Management Accounting* (UK), Vol. 68, No. 4 (April 1990b).
- [5] Mills, R. W. and C. Print, "Strategic Value Analysis," *Management Accounting* (UK), Vol. 73, No. 2 (February 1995a).
- [6] Mills, R. W. and C. Print, "Strategic Value Analysis : Linking Finance and Strategy," *Management Accounting* (UK), Vol. 73, No. 4 (April 1995b).
- [7] Mills, R. W., J. Robertson, and T. Ward, "Measuring and Managing Strategic Value," *Management Accounting* (UK), Vol. 69, No. 10 (November 1991).
- [8] Mills, R. W., J. Robertson, and T. Ward, "Why Financial Economics is Vital in Measuring Business Value," *Management Accounting* (UK). Vol. 70, No. 1 (January 1992a).
- [9] Mills, R. W., J. Robertson, and T. Ward, "Strategic Value Analysis : Trying

- to Run Before You Can Walk," *Management Accounting* (UK), Vol. 70, No. 10 (November 1992b).
- [10] Rappaport, A., *Creating Shareholder Value : The New Standard for Business Performance* (New York : The Free Press, 1986). 岡野光喜監訳, 古倉義彦訳『株式公開と経営戦略』(東洋経済新報社, 1989年)。
- [11] Stewart III, G. B., *The Quest for Value : A Guide for Senior Managers* (New York : Harper Business Press, 1991).
- [12] Stewart III, G. B., "EVA Works-But Not If You Make These Common Mistakes," *Fortune International* (May 1, 1995).
- [13] Tully, S., "The Real Key to Creating Wealth," *Fortune International* (September 20, 1993).
- [14] Wind, S. L., "Budgeting Shareholder Value," in R. Rachlin, ed., *Handbook of Budgeting*, third edition, 1994 Supplement (New York : John Wiley & Sons, Inc., 1994).
- [15] 小菅正伸稿「戦略管理会計論の課題」『企業会計』第46巻第6号(1994年6月)。
- [16] 小菅正伸稿「戦略管理会計手法としてのバランスト・スコアカード」『商学論究』(関西学院大学)第45巻第1号(1997年6月)。
- [17] 『日経ビジネス』1997年6月2日号。
- [18] 末政芳信著『利益図表の展開』(国元書房, 昭和54年)。
- [19] 末政芳信編著『現代財務会計の視点—現状と課題—』(同文館, 平成9年)。
- [20] 安田隆二・本田桂子稿「企業バリュー評定が示す戦略再構築」『DIAMOND ハーバード・ビジネス』第16巻第5号(平成3年9月)。

(本論文は平成8年度科学研究費補助金基盤研究(C)による研究成果の一部である。)