

経営

企業価値経営と管理会計

No. 1

富士総合研究所
上 席 理 事 宇 野 永 紘

最近、わが国でも「企業価値経営」(value-based management: VBM)に対する関心が高まりつつある。筆者は、本年四月に著書「実践 管理会計と企業価値経営」(三省堂)を著したが、各方面の方々からさまざまな反響を頂戴している。著書の論点を中心にこのテーマを改めて整理してみたい。

何故、VBMなのか

VBMとは、「企業価値の向上を重視する経営コンセプト」である。別の言い方をすれば、「企業経営の目的は「株主価値の極大化」にあり、それを実現する経営コンセプトがVBMということになる。

それでは最近、何故にわが国でも欧米先進国と同じようにVBMに対する関心が集まっているのだろうか。

まずは企業に対する基本的認識として、「企業とは誰のために存在するのか、誰のものか」という命題に対して、「株主のもの」という自明の理が改めて認識されるようになったことである。企業を取り巻く利害関係者(ステークホルダー)は多種多様である。しかしその中でも株主が最大の利害関係者であることは、古今東西動かしがたい事実である。企業

のオーナーである株主に対する配慮を欠いては企業の存続はありえない、という考え方が改めて強調されても何も不思議はない。

次に注目すべきは、近時欧米先進諸国、とりわけ米国で顕著な「株主資本主義」的な発想が経済、ビジネスのグローバル化の中でわが国にも次第に浸透しつつある現実である。米国ではいわゆる「ベビーブーマー」というわが国の「団塊の世代」に相当する年齢層が社会の中枢を成しているが、彼らの資産形成は直接、あるいはミューチャル・ファンド(投資信託)などの機関投資家を介して間接的に企業の株式を保有、運用する形で行われている。いわば一般投資家、機関投資家が企業株式の相当部分を保有しているわけであり、市場における価格形成も相当部分、彼らの意向や反応を反映したものになっている。

翻ってわが国の証券市場でも日本企業の株式への投資に興味を持つ「外国人株主」(その実体は機関投資家)の進出が顕著に認められ、そのシェアは高い量全体の三割程度を占め、株式市場の動向を左右する大きな勢力になっている。彼らは投資先である日本企業に対して相応のリターンを求めてくるばかりでなく、その経営状況に満足が行かなければそれ

なりの要求をぶつけてくるし、企業側の対応に不満を感じれば資金を引きあげ、次なる投資先を物色する動きが出る。まさしく「物言つ投資家、行動する投資家」である。その点、従来の日本の株主は総じて「物言わぬ投資家」であり、企業経営者にとってはある意味でありがたい存在であった。外国人投資家の思考や行動様式に触発された結果とばかりは言えないものの、昨今、わが国の投資家、株主の間にも投資先企業に何らかの働きかけをする動きが認められる。となれば、企業経営者も株主をいつまでも「物言わぬ、都合のいい存在」とみなすわけにはゆかなくなり、常に株主の存在を意識した経営を実践せざるを得なくなる。

企業経営者にとっては「株主の目線」で自らの経営活動全般を見直す、実行することが求められる。つまり、VBMである。

VBMのキーポイント

VBMを志向する際に経営者が前もって明確に理解、認識すべき点を整理してみる。

株主資本はコストゼロの資金ではない

従来、わが国企業では株主が提供する資金は、コストのかけからない、あるいは仮にコストがかかるにしても極めて低コストの資金であると認識されてきたきらいがある。相手は「物言わぬ、静かな株主」であれば、こうした対応もむべなるかなであるが、「物言つ、やかましい株主」となると、そうはいかない。株主の側には最低これだけは欲しいという「期待リターン」が存在する。この「期待リターン」は彼らの「逸失利益」の水準如何によって変わってくる。

「当期利益」と株主期待利益

資本の種類	金額 (百万円)	構成比 (%)	資本コスト (%/年)	期待利益
自己資本：				
株主資本	400	50.00	8.0	32
他人資本：				
銀行借入	250	31.25	4.0	
社債	150	18.75	4.0	
	800	100.00		

当期利益は最低でも3,200万円必要。これが株主資本コストになる。

逸失利益とは、株主が今、投資対象にしようと考えている企業以外の投資先への資本投下機会を断念したときに失うことになる利益であり、機会原価とか機会費用とよばれることもある。A社に対する投資を選択すればB社への投資は断念せざるを得ない。B社への投資を断念して敢えてA社への資金投下を選択する場合には、B社への投資で得られたであろう利益は逸失利益となり、A社へ投資することによって発生する機会原価・費用となる（ただしこの場合、A社への投資はB社への投資と同じリスクを抱えているものと仮定する）。つまり投資家にとってはこの逸失利益の水準がA社への投資を選ぶ際の最低「期待利益」の水準になる。

ところで、この期待利益とは株主に還元さ

れる配当金とは別物である点に注意が必要である。期待利益の水準を比率、つまり期待利益率であらわすのなら、この比率は株主利益率（ROE）と対比させられるべきものである。今、企業のROEが6%のときに、株主の期待利益が5%であるのなら、株主の期待は満足されることになるし、期待利益率が6%を上回る水準にあるのなら、株主としては期待を裏切られたことになる。いずれにしても、株主から提供を受けた資金（株主資本）はコストゼロの資金ではない。

他人資本も企業が使用する資本である。株主資本は「自己資本」と呼ばれているが、企業が使用する資本は自己資本のみではない。金融機関から調達した借入金や社債を販売して調達した資金も企業経営の重要な資金である。こうした負債は「他人資本」と総称されている。企業としてはこうした他人資本の提供者に対しても彼らが期待しているリターンを還元しなければいけないことになる。

会計的利益を見ても企業価値の様子はわからない

簡単な例で説明する。四億円の資金を提供してくれた株主の期待利益が年率8%であったとすると、三千二百万円が株主コストになる。この企業の場合、年間に三千二百万円の当期利益を計上してはじめて株主に期待にこたえられることになる。換言すれば三千二百万円以上の当期利益を挙げたときのみ、企業価値を増加させることができる。（他人資本の提供に対するリターンは経常利益を計算する過程で既に控除されているから、ここでは自己資本の提供者である株主に対するリターン

のみを考えればよい。例えば当期利益が三千万円であったケースでは、一見業績に問題がないように見えるかもしれないが、これでは実際には、企業価値、株主価値を減じていることになってしまつ。

言うまでもないが、「当期利益」は財務会計上の利益であり、「会計的利益」あるいは「会計利益」と呼ばれている利益概念のひとつである。

当期利益に代表される「会計的利益」は財務会計の一定のルールにのっとって算出され、株主配当金の決定や税額の算出のベースになる重要な利益概念であるが、一種の会計的評価額ではない。

VBMを志向、実践する場合にはこうした会計的利益を尊重しながらも、一般に「経済的利益」、「経済利益」と呼ばれる利益概念がベースになってくるし、そのためには財務会計の枠組みを離れた対応が求められる。管理会計、経営会計的なアプローチが不可欠になる所以である。（続く）

宇野永紘(うの・ながひろ)

1966年、旧富士銀行入行。主としてプロジェクトファイナンス、ベンチャーキャピタル、経営コンサルティング、企業の合併・買収(M&A)業務に携わる。97年より富士総合研究所にて経営コンサルティング業務に従事。