

企業価値評価法の VBM・ 部門経営との整合性の検討

——文献研究を基礎として——

徳 崎 進

要 旨

本研究では、「VBM (value based management; 価値創造経営) と部門経営の関係性」について、文献研究を基礎として、部門経営の観点に立った企業価値創出のためのマネジメント・システムの開発可能性を、第一稿『企業価値評価法の VBM・部門経営との整合性の検討』と第二稿『事業部価値創造のための業績評価システムについての一考察』(仮題)の2回に分けて検討していく。その前半部分をなす本稿では、企業価値の諸概念と様々な評価手法の関係性について考察した。

具体的には、株主価値経営と VBM の系譜を回顧することによって、既存研究を株主価値経営の理論化・体系化を志向するグループと、VBM の理論化・体系化を志向するグループに区分・整理し、事業の価値と企業全体の価値、株主に帰属する価値の関係を明らかにした。加えて、日本公認会計士協会経営研究調査会の『企業価値評価ガイドライン』の精査から得られた洞察に基づいて、VBM 環境下の部門経営で目標・評価尺度に用いるべき価値指標とその評価のための最適な手法を、先述の株主価値経営と VBM の系譜の回顧における考察を踏まえて、検討した。本稿におけるこうした検討から、VBM においては部門経営の適切な目標・評価尺度は、全社の事業価値に対する各事業単位の貢献額である「事業部価値」(division value)の増分であり、その算定ならびに期間業績の評価という目的に適した手法は、過去の投資の影響を受けない「SVA 法」, 「増分 EVA 法」, 「差額残余利益法」の3者であること、また、それらの中でも事業部価値の年間の変化額を最も高い精度で測定することのできる「SVA 法」が最適であるということが明らかになった。

キーワード：株主価値経営, 価値創造経営, 部門経営, 期間業績, 企業評価, 企業価値, 事業価値, 株主価値, 事業部価値, クリーン・サープラス会計, キャッシュ・フロー, 差額残余利益, 増分 EVA, SVA, 戦略, 意思決定, 業績評価, 評価尺度, マネジメント・システム, 報酬制度

I はじめに

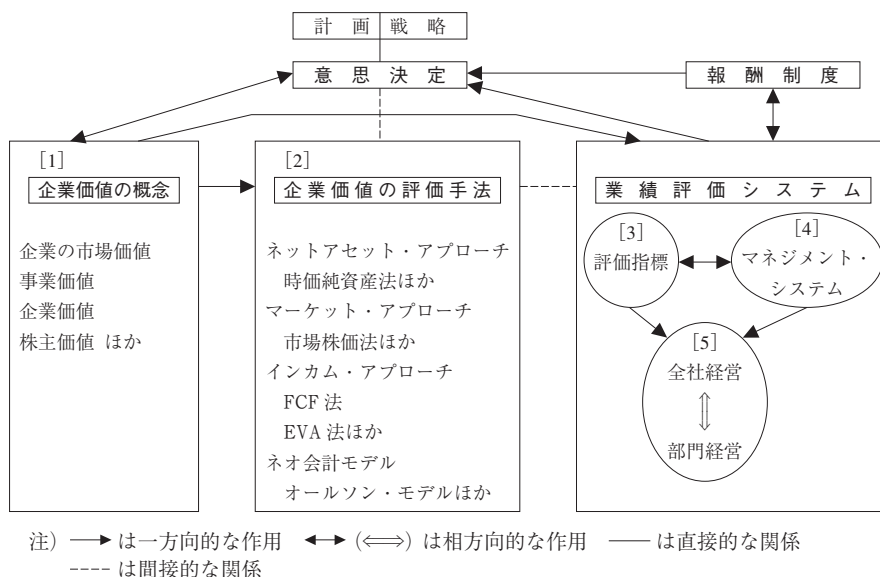
企業活動によって生み出される価値のVBM (value based management; 価値創造経営) に依拠した測定方法は、伝統的な所謂「会計モデル (accounting model)」に替わるファイナンス理論に依拠した「経済モデル (economic model)」の企業評価理論として、1980年代の初頭～半ばにその土台が確立された。その後多くのコンサルティング・ファームや会計・財務分野の学識者による工夫が加えられ、20世紀末にかけて発展した。また、一定の条件つきながら、人為的な会計利益によっても経済モデルと同等の企業価値や株主価値を推計できると主張する「ネオ会計モデル」提唱者の台頭は、企業評価理論のさらなる精緻化と会計システムのファイナンス理論から見た一貫性の確保に多大な貢献をした。

他方で、業績評価の領域では、意思決定と業績評価、あるいは業績評価と報酬システムの関係や、業績評価指標の分類等が探求されるとともに、業績評価を戦略の達成に結び付けるマネジメント・システムの提唱などが数多く行われてきた。そのような中、VBMの重要な目標である企業の価値の増大を測定する理論・手法の精緻化および有効性の検証・体系化、また、意思決定―業績評価―報酬システム間のリンクについては、これまで長きにわたって探求されてきた。しかしながら、VBMと計画・戦略もしくは意思決定の関係をとあげた研究・文献はいくつも見られるものの、VBMと部門経営 (特に業績評価システム) の関係性については未だ解明されているとは言い難い。とりわけ、事業価値の創出への貢献を最も重要な部門経営の目標・評価尺度として明確に位置付けた経営管理システムの研究などは見あたらない。

複数の事業単位によって構成される多角化企業の企業価値が、基本的には、各事業単位が創出する価値の合計額 (= 事業価値) に事業外資産の価値を加えたものになるということや、事業価値が各々の事業単位が稼得するフリー・キャッシュ・フロー (free cash flow/ FCF) の還元価値に等しくなるといった点に関しては、異論はあまり見られない。しかしながら、VBMを志向する経営では事業価値の創出・成長への貢献を各事業単位の責任者に要求することになるので、彼(女)らの最適な意思決定を導くための適切な業績評価システムの設計が不可欠となる。そのためには、事業価値の源泉を測定する財務的および非財務的指標・尺度を特定し、適当な達成目標を設定したうえで、統制していくことが確保されねばならない。

図表1は、こうした関係性の骨子の可視化を試みたものである。本研究の課題は、「VBMと部門経営の関係性」について、文献研究を基礎として、部門経営の観点から企業価値創出のためのマネジメント・システムの開発可能性を検討するということである。その前半部分として、企業価値の諸概念と様々な評価手法の関係性について明らかにするこ

図表1 VBMと部門経営の関係性の概念図



とが、第一稿としての本稿の目的である。

図中の矢印は各要素が作用し合う関係を示している。例えば、経営者の意思決定は、彼(女)が経営を担当している企業が創出しようとしている価値の概念 ([1]) の影響を受ける一方で、意思決定によって実際の価値の増大(減少)が決まり、その値が適切な評価手法 ([2]) によって測定される。他方、業績評価はモチベーション効果を介して経営者の意思決定に影響を与えるし、報酬制度は主として金銭的インセンティブを介して経営者の意思決定に影響する。業績評価と報酬制度の連動が不可欠であることは自ずと明らかであろう。さらに、業績評価システム内部では、様々な評価指標 ([3]) と管理手法ないしマネジメント・システム ([4]) との双方向の関係があり、それが全社経営と部門経営の相互作用 ([5]) に影響を与える、といった具合である。これらのうち [1] と [2] はそれぞれ本稿の「Ⅱ-3 事業活動に係る企業価値の概念とは」及び「Ⅲ 事業部価値の評価手法としての企業価値評価法の妥当性の検討」で、また、[3]・[4]・[5]は、第二稿『事業部価値創造のための業績評価システムについての一考察』(仮題)で整理していく。さて、本稿の構成であるが、本節に、「Ⅱ 株主価値、企業価値、VBM：その系譜と特質」、Ⅲ 事業部価値の評価手法としての企業価値評価法の妥当性の検討、Ⅳ 議論の展開と今後の研究の方向性」、の3節を加えた4節から成っている。

II 株主価値、企業価値、VBM：その系譜と特質

ところで、VBMの定義としては、「企業の価値の最大化を目的に、企業内のすべての資源と経営管理プロセスを統合するアプローチ」(Copeland, Koller, & Murrin, 1994)、「企業の経営を企業価値ないし株主価値の創出に向かわせる一連の経営管理ツールの総称」又は「従業員を株主価値の向上をもたらす活動に集中するよう仕向ける業績評価・報酬システムの一環を成すサブシステム」(ともに Martin & Petty, 2000)のほかに、「主要な経営管理プロセスを整合させる意思決定によって価値の創造をはかろうとするマインドセット」又は「価値の創出を目的とする投資およびオペレーションの意思決定に係る継続的な変革プロセス」(ともに Knight, 1997)、「企業内の主要なプロセスおよびシステムの全てを株主価値の創出へと方向づける活動」(Arnold & Davies [2000], Young & O'Byrne [2000]), 「長期的な株主の富の最大化を主たる目的とした戦略, オペレーション, 組織に関わる経営管理のアプローチ」(McTaggart, Kontes, & Mankins [1994], Arnold & Davies [2000])等があり、必ずしも画一的ではない。一方、株主価値経営 (maximizing shareholder wealth; creating shareholder value) というのは、その名が示している通り「株価の上昇を通して経営者の利益と株主の利益を連携させるアプローチ」のことである。両者の主張が近似しているのは明らかである。そこで、本節では、株主価値経営とVBMは基本的には同義であるという仮説の検証を試みるべく、まず、株主価値経営、VBM双方の系譜についてレビューを実施し、両者の共通点と相違点を明らかにする。

1 株主価値概念：その生成と展開

株主価値 (shareholder value) という用語を初めて文献のタイトルに取り上げたのは、1979年のFruhan¹⁾の著書 *Financial Strategy: Studies in the Creation, Transfer and Destruction of Shareholder Value* (Irwin) であるとする説が最も有力である(祇園, 2006等)。なお、1979年は、株主価値経営の開祖の呼び声高いRappaport²⁾が、財務コンサルティング/ソフトウェア会社のAlcar Group, Inc³⁾を立ち上げた年にあたる。Rappaport自身は、その後の1981年の論文⁴⁾で初めて株主価値を論点に据えている。他方、実業界では、当時General ElectricのCEOだったJack Welchが同じ年にニューヨーク市のホテルで行った歴史的な演説(題名: "Growing fast in a slow-growth economy")が株主価値経営の幕開けであったとされている。

Rappaportは、その後、1986年の著書⁵⁾で「株主価値法 (shareholder value approach)」及び「株主価値ネットワーク (shareholder value network)」を提唱し、FCF法に依拠した株主価値経営の指南を本格化させた。しかしながら、同じ年には、Alcar社より3年遅

れて登場した同業企業の Stern Stewart & Co⁶⁾ の Bennett Stewart がその刊行物⁷⁾の中で、Rappaport のフレームワークに酷似した FCF 法の応用法を論説するとともに、FCF と表裏一体の企業評価モデルとして、EVA (economic value added; 経済付加価値)⁸⁾法をすでに訴求していた。なお、FCF 法の発展に関しては、McKinsey & Co. の貢献も広く認識されており、株主価値経営の起源には諸説がある。

その後、株主価値経営関連の理論・指標は、HOLT Value Associates が生み出した CFROI (cash flow return on investment; キャッシュ・フロー投資収益率) や、Boston Consulting Group による TBR (total business return; 事業総合利回り)/CVA (cash value added; 現金付加価値)、Stern Stewart の MVA (market value added; 市場付加価値)、LEK/Alcar³⁾ の SVA (shareholder value added; 株主付加価値)、さらには、EVA の変型である A. T. Kearney の Economic Earnings や McKinsey 社の EP (Economic Profit) 等に加え、さながら戦国模様⁹⁾の様相を呈しながら、今日まで発展を続けてきている。

2 VBM の生成と展開

一方、VBM を初めて論じたのは、Reimann¹⁰⁾ の1989年の著書 *Managing for Value: A Guide to Value-Based Strategic Management* (Blackwell) だったという説が有力である。彼は同書の中で、各種の財務的評価手法とポートフォリオ・プランニング、競争戦略分析の手法の合体を提唱し、それを“Value-Based [Strategic] Management (VSM)”と称した。彼が唱えた手法の本質は、「株主価値創出のための戦略的マネジメント・プロセス」であり、業績評価と報酬制度のあり方についても言及していた。こうしたことから、同書はまさしく VBM の指南書であった。Reimann がその中で、「この分野の先駆者は Rappaport であり、彼の1986年の著書⁵⁾が(後世に)古典書と呼ばれることになるだろう」と語っていることは、当時既に、株主価値経営と VBM は同義だという認識が一般的だったことを強く示唆している。さらに、彼が Alcar のソフトウェアよりも強力で柔軟性がある競合商品として Stern Stewart 社の“FINANSEER”を挙げたことは、両者が相並んで株主価値経営の先駆者と目されていた事実を裏付けるものであるといえよう。

その後、Copeland et al.¹¹⁾ が McKinsey 社の企業評価の指南書の初版(1990年)で“value management”ないし“managing value”という表現を用い始めた後、第2版(1994年)で“value based management”及び“VBM”という用語を初めて用いた。また、同年には McTaggart et al.¹²⁾ もその著書で VBM を謳っている。実際に VBM の用語がそのまま標題になったのは Knight (1997)¹³⁾ が恐らく最初であり、VBM の伝道は、その後 Donovan, Tully, & Wortman (1998)¹⁴⁾, Mills (1999)¹⁵⁾, Martin & Petty (2000)¹⁶⁾, Arnold & Davies (2000)¹⁷⁾, Young & O’Byrne (2000)¹⁸⁾ 等へと続いていく¹⁹⁾のである。このようにして VBM

は、企業の経営を企業価値ないしは株主価値の創出に向かわせる一連の経営管理ツールの総称、またはそのための影響システムやプロセス、マインドセット（思考態度）を意味するものとして体系化されていった。長期的な株主の富の最大化を主たる目的とするVBMアプローチは、増大する不確実性の下で、株価の最大化に邁進する大競争時代の経営管理者に新たな戦略策定・業績管理のための包括的なフレームワークを与えたのである。

数あるVBM関連の文献の中で最もVBMの体系化に貢献したのは、Martin & Petty (2000)¹⁶⁾であろう。その理由は、彼らがVBM出現の歴史的背景に遡って、VBMを代表する手法を3つの指標のグループに区分したうえで、それらの理論の関係性と応用法を整理し、さらに経験的証拠をも提示したからである。また、Arnold & Davies (2000)¹⁷⁾は、価値指標の分類こそ企業内部の尺度と外部の尺度に大別するといった簡素なものであったが、VBMの生起から四半世紀近くが経過したのを機に20名の学識者の叢智を結集してVBMの系譜を整理した。VBMの妥当性・意義・功績と限界・問題点等を理論的・経験的に検証しようとした彼らの2000年の編著は、VBMの発展史において最も大規模かつ包括的な研究業績集の1つである。その他、Knight (1997)¹³⁾は、業績指標を、①利益、②現金、③投資率、④価値の4つに分類したうえで、④を期間業績の測定尺度と企業価値の測定尺度に区分している。Mills (1999)¹⁵⁾は、VBMの観点から評価指標を、①投資家観点（外部）の尺度と②企業観点（内部）の尺度の2つのグループに大別した。なお、Young & O'Byrne (2000)¹⁸⁾は、業績指標を5つに分類したうえで、VBMの最も重要な尺度としてEVAとCFROIをあげている。

このように、VBMは、狭義には測定・評価を焦点とする株主価値経営と同義であるが、広義の解釈をとった場合は、やや焦点は拡大し、長期的な株主価値の創造を目的にマインドセットの涵養を図る影響システムの構築やプロセスの統合化を重視するアプローチ、と表現できよう。以上より、本論文では、株主価値経営とVBMは基本的に同義であるという前提に基づいて検証を進めていく。

3 事業活動に係る企業価値の概念とは

一般的には、「企業価値経営」または「株主価値経営」という場合、会社全体として創造する価値や株主の富の総額や増分または割合を指すのが通常であり、各事業単位がそのうちのどの部分を、どのように創出するのかということが厳密に議論されるということはあるまい。そこで、本項においては、多角化企業における一般的な分権的組織形態である事業部の目標・評価尺度として適格な価値の指標は何なのかということを追究する。

(1) 企業価値と事業価値、株主価値の関係

ところで、企業の市場価値、ならびに企業価値、事業価値、株主価値といった企業の価

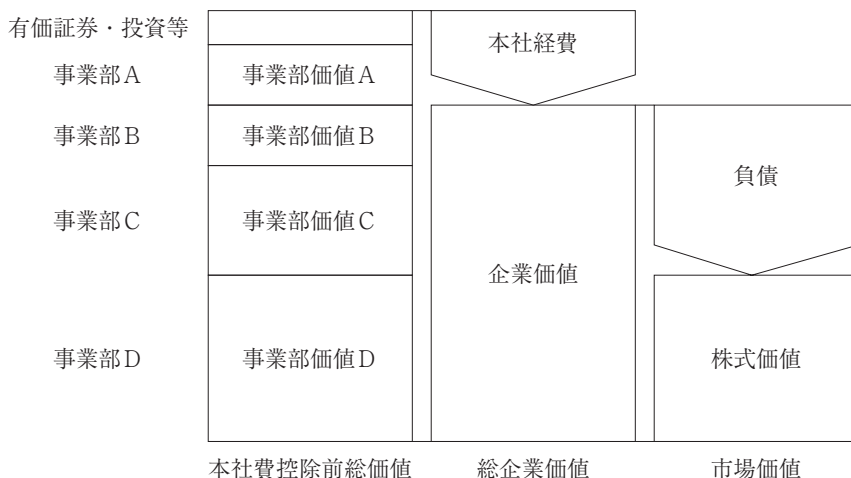
値を表現する用語・指標は、それぞれが概念的・理論的には全く異なるものを指しているにも関わらず、条件次第で同じ数値になるということも手伝って混同して用いられることが少なくない。第一に、事業から創出される価値は「事業価値」すなわち事業の価値(①)であり、それは事業に投入されている資産(=事業資産)の公正価値の総計と同義である。事業価値は、会社の超過収益力等を示すのれんや簿外の無形資産並びに知的財産の価値を含んだものである。第二に、企業に対する投下資本が、事業資産のみならず遊休資産や投資等(=事業外資産)にも振り向けられている場合は、「企業価値」すなわち企業全体の価値(②)は、①の事業価値と事業外資産の価値の合計額となる。第三に、企業の普通株主は、会社の資産から優位の請求権をもつ短期および長期の債権者の取り分を除いた資産(=残余持分)に対する請求権しかもたないので、②の企業価値から負債を差し引いた残りが、普通株主に帰属する価値すなわち「株主価値」(③)となる。したがって、効率的市場においては株主価値と株式の時価総額は同値となる。また、企業の市場価値(④)は、負債(社債等)と株式の両方が資本市場で効率的に値付けされている場合には企業価値と等しくなる。

こうした企業の価値の概念づけそのものについての異論は少ないが、呼称は様々である。例えば、Stern Stewart社(1986)は、①を“value of the company's total capitalization”と表現し、これに non-operating capital (事業外資産/非経営資本)の価値を加えた②を“value”又は“value of company”, これから負債の価値(通常は簿価と等しいと仮定する)を控除した残額である③を“value of common equity”と呼んだ。Rappaport(1986, 1998)では、②は“corporate value”, ③は“shareholder value”である。また、Copeland et al.(1990)は、①を“value of operations”, ②を“company value”, ③を“equity value”と呼んでいる。その他、Mills(1996)は、①を“business value”, ②を“corporate value”, ③を“strategic value”と呼称した。一方、Martin & Petty(2000)は、①を“economic value”または“strategic value”, ②を“firm value”としている。さらに、Damodaran(2002)では、②は“value of firm”, また③は“value of equity”である。

(2) 部門経営の目標・評価尺度：事業部価値の増分

VBMを志向する経営においては、常に資本市場を意識しつつ、企業の全活動・取組みを企業価値向上に向けて整合させていかなければならない。そこで、トップ・マネジメントとしては、部門経営にも株主価値にリンクした尺度を導入できればよいのであるが、資金調達権限(すなわち資本市場へのアクセス)をもたない事業部長をはじめとする事業単位責任者の業績を直接株価に関わらせて評価することは理論的・技術的に困難である。しかしながら、株主価値向上の前段階としての企業価値向上の源泉は事業価値の増大であるから、VBMのための部門経営の目標は、事業部制組織を例にとった場合、結局のところ、

図表2 多角化企業の企業価値と事業部価値の関係図



出典) 上埜進『管理会計——価値創出をめざして——』196頁(税務経理協会, 第1版, 2001). ([図表8-1: 多角化企業の企業価値]を一部修正)
 Copeland et al. (1990). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (1st ed.). New York: John Wiley & Sons. (Exhibit 4.2 Component valuation of a multi-business company [p. 99]を一部修正)

各事業部がどれだけ全社の事業価値の創出および長期的な成長に貢献できるかという点に尽きるということになる。理論的には、各事業部の期末の価値から期首の価値を差し引いた差額部分の価値(=期間中の事業価値の増分)がその事業部の業績となる。

図表2は、複数の事業部で構成される多角化企業の経済的価値(企業価値)が、それぞれの事業部が創出する部分的な事業価値(本稿ではこれを、事業単位の価値(business unit value)の事業部制に該当する場合の名称として「事業部価値」(division value)と呼ぶ)の合計額(すなわち事業価値)に、事業外資産である有価証券・投資などの価値を加算し、本社費を控除した残額であるという関係を示している。なお、経済モデルに従えば、事業部価値は、それぞれの事業部が生み出した使途が自由なキャッシュ・フローであるFCFをその事業リスクを反映した資本コストで割り引くことによって求められる。

このように、VBMを志向する部門経営においては、戦略計画や投資決定といった主要な経営判断の基準となるべき指標は、期間の差額利益としての事業部価値の増分であるから、トップ・マネジメントは、各事業部の期間業績を事業部価値の創出能力という観点から評価しつつ、正の事業部価値を生む事業(価値創出事業)に価値ならびに成長の源泉であるキャッシュ資源であるFCFを集中的に投入していくことになる。したがって、各事業部の責任者は自らが担当する事業部の事業部価値の成長をトップ・マネジメントに要求されることになるので、事業計画を策定する際にはそれぞれのバリュー・ドライバーがど

のように事業部価値に影響を与えるのかを考慮のうえ、それらをシナリオに反映させていく必要がある。

(3) その他の企業価値指標

その他、企業の価値の全部又は一部を表す代表的な指標には、前述の SVA や MVA の他に FGV (future growth value; 将来の成長価値)、ROV (real option value; リアル・オプション価値) 等があるが、それらの中に上記の「期間業績の評価」および「事業部価値の算定」という部門経営における業績評価の基本的な要件をクリアするものはあるのだろうか。SVA は、ある期間の現金ベース NOPAT の増分の資本化額の現在価値と同期間の増分投資の現在価値の差額として求められる、シナリオがもたらした価値創造額を指す概念であり、上記の企業価値、事業価値ならびに株主価値の議論を期間業績評価の観点から補強する概念であるから、明らかに適格である。この点については、「Ⅲ-3-12」で詳細に触れることにする。

一方、MVA、FGV、ROV の 3 者は非適格である。まず、企業の市場価値と投下資本簿価の差額を指す MVA は、投資家 (外部) 観点から企業が創出した富としての会社全体の NPV を測定する価値指標である。価格が売買取引において成立した値段であるのに対し、価値は創出された経済的便益を意味する。経済学上は (売却) 価格 = 資産の価値 と捉えるため、ファイナンス理論では「企業の市場価値」を、資本市場での売買の結果としての企業の株式の価格の総額 (= 株式の市場価値) と社債の価格の総額 (= 負債の市場価値) の合計額として測定する。すべての投資家が同様に知的であり、企業と同じ情報が同時かつ同質的に理解される効率的市場 (Fama, 1970) を前提とする限りにおいて、企業の市場価値と企業内部で計算された企業の価値は等しくなる。MVA は、効率的資本市場では、企業内部で計算された全ての将来の EVA (クリーン・サープラス会計 (clean surplus accounting) の成立を含む一定の条件の下では経済的利益や残余利益をも含む) の現在価値合計とは同値となるが、強法則 (strong form) の効率的市場が存在しないということは、既に理論研究および実証研究で明らかになっている。なお、MVA を「富の創造の蓄積の尺度」と呼ぶ向きもあるが、期間中の株主への分配と株主からの拠出を考慮していないため、そうした主張は正しくない (Young & O'Byrne, 2000)。

また、FGV は、対象企業の総市場価値と現時点における EVA 法で計算した事業価値との差額であり、株価に織り込まれている EVA の改善レベルを示す。MVA や FGV は本源的価値の計算モデルではなく市場ベースの指標であるため、上場企業の場合にしか入手できないことに加えて部門レベルでは測定できないという欠点がある。もとより事業価値が計算できることを前提としているので、本稿における本質的な事業価値の創出の議論でこのモデルを別途取り扱う必要性は低いといえる。

ROVは、安定的な事業展開を行っている企業の企業価値が既存事業のFCFの現在価値と将来事業のFCFの現在価値の合計で測定できるのに対し、ベンチャー企業のように将来の可能性や方向性について不確実性が大きい場合には状況に応じた様々な事業展開の選択肢が存在するというリアル・オプションの理論フレームワークを企業評価に導入し、企業価値を、FCFの現在価値とROVの2つの構成要素に分解した場合の后者を指す。本研究が対象としている大規模製造業には、成長企業の場合でも既に確立した事業を有しているものが多いほか、成熟企業に至っては、将来の事業展開の幅が限られているケースが多いため、このような場合には非常に小さいものとなるROVを本稿の議論の対象とする意義は乏しい。

III 事業部価値の評価手法としての企業価値評価法の妥当性の検討

前節までに、本稿の研究課題である「部門経営の目標・評価尺度である事業部価値の増分は、いかなる手法によって最も合理的・客観的に測定・評価できるのか」に取り組むに際し、検討すべき文献を確認した。本節では、この研究課題を解決するために、各企業評価手法の本質を明らかにした上で、企業評価理論の原則と部門経営の評価（事業単位の業績評価）の要件を基準に、それぞれの手法の優劣を比較し、事業部が創出する価値の最適な評価手法を検討する。

企業評価の方法論については、日本公認会計士協会（JICPA）経営研究調査会が平成19年に公表した『企業価値評価ガイドライン（報告32号）』^{20）}（以下、「ガイドライン」と称する。）に沿って議論を展開することが有用であろう。同「ガイドライン」は、近年の企業価値評価ニーズの高まりに対応するべく、文字通り、公認会計士が行う企業価値評価業務の実務上のガイドラインとして、我が国における評価実務をまとめたものである。実際には、「ガイドライン」は、VBM関連の重要な理論の多くを網羅しておらず、さらには、各手法の理論上の優劣等には踏み込んでいない、複数の評価法による算定値の重複レンジの採用（併用法ないし重複併用法）や各手法の算定結果の加重平均値の採用（折衷法）などを許容・提唱しているといったこともあり、学術的な議論に耐え得るものであるとは言い難い。しかしながら、株主に帰属する価値（＝株主価値）ならびに企業が継続的に事業活動を行うことで獲得される価値（＝継続価値）の算定を対象とするという点において、本稿の議論と深い関わりを有しているから、同「ガイドライン」に則して議論を展開する。

ところで、企業評価においては、企業の本質的・本源的な価値というものは1つしかないが（一物一価）、異なる取引目的を有する売り手や買い手にとっての価値は多面的なものとなる（一物多価）という点を理解することは第一義的に重要である。というのは、本

稿は、企業が継続的に事業活動を行う中で生み出される本質的・本源的な価値の評価を対象としているのであって、情報が非対称な M&A 等の相対取引における当事者の立場を反映した企業価値・株主価値の算定を議論の対象とするものではないためである。

いうまでもなく、株式が株主の持株比率に応じた残余持分の所有割合を証するものであるという意味において、総株式価値の算定と純資産価額の時価評価は同義であり（評価・調整項目等がない場合、株主資本＝自己資本＝純資産）、特定の事業資産の価値はそれが生み出す将来の収益によって形成されるという点で、事業資産ないしプロジェクトの束である企業の総資産価値の評価（遊休資産及び投資勘定がない場合）と当該企業の事業の収益力の評価もまた同義である。こうした前提に立てば、一企業の本質的又は本源的な価値は1つしか存在しないわけなので、理論的には、使用する評価方法が合理的なものである限り、それがどれであるかということに関わらず、同じ価値を算出できる（徳崎，1990）。評価実務においては、評価の目的や対象企業の固有の性格（配当支払いの有無等）、データの制約等の理由によって様々な評価法が用いられるが、算定結果が客観的かつ合理的なものであるかは、結局のところ、合理的な評価法が正しく使用されたかどうかということに依存するのである。

さて、「ガイドライン」は企業評価のアプローチを、対象企業の純資産の価値を評価するネットアセット・アプローチないしコスト・アプローチ（静態的評価アプローチ）、類似する会社や事業、取引事例との比較を基に相対的な価値を推定するマーケット・アプローチ、会社の期待利益ないしキャッシュ・フローに基づいて価値を算定するインカム・アプローチ（動態的評価アプローチ）の3つに大別している。VBMにおける企業評価の基本原則は、「企業の価値は将来の期待 FCF を資本コストで割り引いた現在価値合計と等しい」というものである。本節では、各評価手法の本質を明らかにするとともに、図表3の(a)「継続価値の考慮」及び(b)「DCF 法への依拠」という VBM のための企業価値評価手法の基本的要件と、(c)「企業価値の算定」、(d)「事業価値の算定」、(e)「株主価値の算定」の全て又はいずれかを直接的に算出するという技術的要件、さらに、管理会計の重要テーマである(f)「期間業績の評価」及び(g)「事業部価値の算定」という部門経営の業績評価の2つの要件を基準に、各手法の優劣を比較することによって、事業部が創出する価値の最適

図表3 最適な事業部価値評価法の選定基準

区 分	基 準		
基本的要件	(a) 継続価値の考慮	(b) DCF 法への依拠	
技術的要件	(c) 企業価値の算定	(d) 事業価値の算定	(e) 株主価値の算定
管理会計要件	(f) 期間業績の評価		(g) 事業部価値の算定

な評価手法を検討する。

1 ネットアセット・アプローチ（コスト・アプローチ）

「ガイドライン」は、本カテゴリーにおいて、簿価純資産法、時価純資産法（修正簿価純資産法）として再調達時価純資産法と清算処分時価純資産法、および超過収益法（のれんを評価する方法）を取り扱っている。

(1) 簿価純資産法

会計上の純資産額を株主価値とみなす方法。そもそも公正価値（時価）を反映しないために企業評価には適さず、基本的要件、技術的要件、管理会計要件のいずれも満たさない。

(2) 時価純資産法

必ずしもすべての資産・負債を時価評価するわけではなく、土地や有価証券等の含み損益の時価評価に限定することが多いことから、修正簿価純資産法とも呼ばれる。例え、全ての有形資産を時価評価した場合でも、資産の評価においては無形資産の価値を認識しきれないことが多い。継続企業としての企業の価値は暖簾（営業権）を除いた資産の価値を上回っているのが通常²¹⁾であり、また、それゆえに事業を営んでいるともいえるため、この方法は「再調達時価」を用いるか（再調達時価純資産法）、「清算処分時価」を採るか（清算処分時価純資産法）に関わらず、特定の事業外資産の評価や清算価値の算定以外の目的には馴染まない。清算価値と継続価値の高い方を公正価値（＝時価）と見なすという資産（事業）評価の原則に則れば、企業を予見しうる将来にわたって事業活動を継続するゴーイング・コンサーンと捉える場合には、評価の対象は事業の継続価値に絞られることになるので、対象企業が将来に獲得する利益ないしキャッシュ・フローから生み出される価値の測定が重要となる。再調達時価純資産法の場合はある程度(a)には対応しうるが、清算処分時価純資産法の場合には解散を前提とした評価になるため、そもそも継続企業の事業資産の評価には向かないのである。その他の基準への適応は、(1)簿価純資産法と同様である。

(3) 超過収益法

有形資産と暖簾を全体で評価して企業価値を算定する手法。対象企業の正常利益ならびに超過利益を算出する際にインカム・アプローチ的手法を用いるので、その本質はむしろインカム・アプローチである。基準(a)に適応するが、(b)、(c)、(d)、(e)への適応は限定的である。(f)、(g)は充足しない。(なお、「ガイドライン」では、同法は正常利益から純有形資産に帰属する投資利回りを控除して超過利益を算出するとしているため、後述の割引超過利益モデル（オールソン・モデル）とは異なる。)

これらの理由により、ネットアセット・アプローチは、本稿における企業の本質的価値、

とりわけ事業部価値の評価に関する議論の対象外となる。

2 マーケット・アプローチ

「ガイドライン」は、このカテゴリーでは、市場株価法、類似上場会社法（倍率法／乗数法）、類似取引法、取引事例法（取引事例価額法）を取りあげている。

(1) 市場株価法

証券市場に上場している企業同士の合併比率や株式交換比率を、両社の市場価格を基準に評価する方法。株式取引の相場価格自体を基準に評価を行うという点では最も客観性があるといえるものの、非上場企業の株主価値の算定という企業評価の目的には適していない。(a)のみ充足。

(2) 類似上場会社法

マーケット・アプローチの中核的手法であり、発生主義会計によって計算されたデータを非上場会社の評価に使用する「会計モデル」の代表格である。倍数法、乗数法とも呼ばれる。具体的には、上場企業の中から、事業内容や主要財務指標に基づいて複数の上場類似企業を抽出したうえで、PER²²⁾、株価対 EBIT²³⁾ 比率、株価対 EBITDA²⁴⁾ 比率、株価対売上高比率、PBR²⁵⁾ 等の財務数値を、対象非上場会社の指標に掛け合わせることで対象企業の株価を推定するといったやり方をとる。しかし、評価対象企業と事業構造や財務構造が同一の類似上場企業を特定することは不可能に近いうえに、株式の流動性の欠如に対するディスカウントを調整する際に主観が入り込むために完全な客観性・合理性はもち得ない。そもそも会計モデルで使用される会計的指標は、情報インダクタンス（情報による送り手の行動の特定方向への誘導）に弱く、取引の構築や決算数字の操作といった利益数字の作り込みを許容する（上埜，2001ほか）。したがって、(a)には則しているものの、(e)への適応は限定的であり、その他の基準は満たさない。

例えば、最も一般的な PER による評価の場合には、これらの問題点に加えて、①分母の EPS²⁶⁾ は株主資本コストを控除しておらず、財務レバレッジにも影響される、②成長のために必要な投資を勘案していない、③対象企業の優れた収益力に対する評価を反映して分子の株価が高くなっている場合だけでなく、異常な要因による収益力の低下によって分母の EPS が一時的に低下している場合にも高い数値となる、といった非合理性が存在する。さらに、PER には、④金利水準が低下すると株式の必要収益率が低下して株価が上昇するために高くなる、⑤業績の変動性（リスク）が低い企業の株式は投資家が相対的に低い収益率しか要求しないので高くなる、⑥高 ROE²⁷⁾ 企業が利益の一部を内部留保する場合は内部成長率が高まる結果として高くなる、⑦ ROE が株式の必要収益率より高い企業は投資の NPV が正になるために配当性向を下げると高くなる、といった特性がある。

このように、PER は多くの要因によって変動するものであって、特定の産業或いは企業に固定的な水準の PER が存在するわけではない。そのため、例え事業リスク及び財務リスクにおいて酷似する類似企業を特定することができたとしても、一時点の数値に基づいた比較からは正確な評価は望めないのである。

(3) 類似取引法

類似の M&A 取引の売買価格と評価対象会社の財務数値に関する情報に基づき対象会社の株式の価値を算定する方法。支配権の取得に対するプレミアム（コントロール・プレミアム）を盛り込んでいるため、企業の本質的な価値の算定には適さない。各基準への準拠は、(2)類似上場会社法と同様である。

(4) 取引事例法

取引事例価値法ともいう。評価対象会社に株式の売買実績がある場合に、それを基に現在の理論株価を推定する方法。各基準への適応は、基本的には(2)類似上場会社法及び(3)類似取引法と同じであるが、取引事例価値が DCF 法等の合理的な方法で評価されたものである場合には、限定的ながら(b)に則しているといえる。しかしながら、その場合でも、評価時点以後の環境変化を数値化することは極めて困難であるため、企業評価に用いる意義は乏しい。

このように、マーケット・アプローチによる企業評価は推定値のレンジを把握するための簡便法としての意味合いが強く、企業の本質的な価値の算定という目的のためには、理論的裏付けが脆弱であるといわざるを得ない。かくして、マーケット・アプローチもまた、本稿における企業の本質的な価値、とりわけ事業部価値の評価に関する議論の対象外となる。

3 インカム・アプローチ

「ガイドライン」では、FCF 法、調整現在価値法、残余利益法、配当還元法、ゴードンモデル法（定率成長配当割引モデル）、利益還元法（収益還元法）のほかに、間接的な表現で、フロー・ツー・エクイティ法、経済的利益法、EVA 法、オールソン・モデル、リアル・オプション・アプローチを取り扱っている。つまり、「ガイドライン」では、Rappaport (1986, 1998) が正しい VBM の手法として挙げた SVA 法、差額残余利益法、増分 EVA 法や、Martin & Petty (2000) が主要な VBM の手法であるとした CFROI/TBR 法や CVA 法は網羅されていない（「ガイドライン」に記載していない手法は*印で表示）。

(1) FCF 法

Miller & Modigliani (1961) の理論フレームワークを精緻化した手法であり、投資評価の代表的手法である DCF 法（discounted cash flow method; 割引キャッシュ・フロー法）

を FCF に適用したものである。企業活動を資金の動きとして捉え (cash-on-cash basis), どれだけの資金が経営活動のために投下された結果として, いくら資金が得られたのかを測定する「経済モデル」の基本的・代表的な手法であり, 条件(a), (b), (c), (d), (e)を満たしている。事業部の資本コストが計算できる場合には(g)も計算できる。FCF 法の VBM における意義は, Mills (1999) の「DCF 法に依拠した価値創出戦略から価値創出計画が立案され, VBM として実行される」という言葉に集約されている。期間 FCF の算定が投資額の一括控除の影響を受けるために成熟企業の場合は正に, 成長企業の場合は負になりやすいという計算上の制約に加え, ある期間の FCF には, 将来のキャッシュ・フローを得るための投資額 (キャッシュ・アウトフロー) と過去の投資のリターンとしての回収額 (キャッシュ・インフロー) が混在しているので, 個別のかつ期間的な対応関係が成立しない (安酸, 2008)。このため, 条件(f)に合致しない。したがって, VBM の根幹を成す評価フレームワークではありながらも, VBM における期間業績の評価には使えないという限界がある。以下は, FCF 法と各評価法の異同である。

FCF 法において見積計算の仮定となる企業価値に影響を及ぼす要因 (バリュー・ドライバー/価値作用因) は, Rappaport (1998) の改訂後の株主価値ネットワークでは, マクロ・バリュー・ドライバーを売上成長率, 営業利益率, 法人税率, 運転資本投資, 固定資本投資, 資本コスト, 価値成長持続期間の 7 つに区分した上でそれぞれの構成要素としてのミクロ・バリュー・ドライバーを示している。一方, Stern Stewart 社の EVA 評価モデル (後述) では, マーケティング EVA ドライバー, 製造 EVA ドライバー, スタッフ EVA ドライバー, R&D EVA ドライバーという 4 つのマクロ・バリュー・ドライバーの各々に対してミクロ・バリュー・ドライバーが示されている。また, Martin & Petty (2000) では, 売上成長率, 営業利益率, 実効税率, 正味運転資本対売上高比率, 有形固定資産対売上高比率, その他の長期資産 (無形固定資産+投資その他の資産) 対売上高比率のそれぞれの予想値などとなっているが, こちらも表現の仕方が異なるだけで根本的な違いはない。

Stern Stewart 社の EVA 評価モデルならびに表裏一帯のモデルである FCF 評価モデルは, 発生主義の歪みを取り除き, 正味キャッシュ・フローを生むために投入した様々な資源の真の価値の近似値としての“経済的簿価”を貸借対照表に再表示するとして, “equity equivalents” (株主資本等価項目) による資本調整を含む 164 もの調整項目を提示している点が特徴的である。一方, Rappaport のフレームワークにおいては, 調整項目の特段の議論はなく, 幾分の異なりを見せているが, FCF の計算に減価償却費控除後の NOPAT²⁸⁾ から減価償却費控除後の純投資額 (運転資本投資と純設備投資との合計額) を控除することによって FCF を算出している点を含め, 両者の主張は酷似している。

なお、継続企業を前提とする終価（ターミナル・バリュー）の算定には、①予測期間以降の毎期の FCF を一定と捉える定額永久年金の考え方、②期待インフレ率で成長するというインフレ調整を加味した永久年金の考え方、③一定の成長率で永続的に成長とする考え方の3つの仮定がある（どの手法を採用すべきかは、予測期間すなわち価値成長期間の終了時点における被評価会社の競争上の地位による）。Stern Stewart 社も Rappaport も 1986 時点では①だけに触れていたが、Rappaport (1998) では②が加えられている。Martin & Petty (2000) は③のみを取り上げている。また、Damodaran (2002) は③又は④純利益・売上高・簿価純資産等の乗数としたが、④はマーケット・アプローチそのものであるから、先述のとおり客観性・合理性を欠いているといわざるをえない。なお、「ガイドライン」では、①と②だけを取り上げている。

(2) フロー・ツー・エクイティ法

普通株主に帰属するキャッシュ・フローを株主資本コストで割り引く手法はフロー・ツー・エクイティ法 (flow-to-equity approach) と呼ばれる。予測が整合的である限り、FCF 評価モデルと同じ株主価値を直接的に計算できるが、企業の存続期間を通じて負債比率が安定的でなければならぬといった制約がある (Brealey, Myers, & Allen, 2006) ため、経営者の財務政策によって財務レバレッジが変化することが通常である一般的な企業の評価には適さない。(a), (b), (e)は満たすが、(c), (d)の算出は間接的なものになる。(1) FCF 法と同様の理由で(f)には適さず、さらに事業部は自己資本を有さないため、(g)にも対応できない。

(3) 調整現在価値法

負債がゼロの場合の事業価値に借入に伴う支払利息の節税効果の現在価値を加えた調整現在価値 (adjusted present value) によって事業価値を計算する方法。全社の事業価値の計算については、将来における資本構成や税率の大幅な変更に対応できるというメリットがある。(a), (b), (c), (d), (e)を満たすが、一般には事業部は資金調達権限をもたないことが多いため、通常の実業部の価値 (事業部価値) の算定(g)には適さず、(f)も充足しない。

(4) 利益還元法 (収益還元法)

(1) FCF 法や(2)フロー・ツー・エクイティ法と同様に分子を一定の割引率で割り引くことによって株主価値を計算する方法である。分子に会計上の純利益を用いるという点では会計モデルであり、割引率に類似企業の数値を借用する場合にはマーケット・アプローチの類似上場会社法の変型となる。そのため、類似上場会社法の場合と同様に、企業の本質的な価値の評価には適さない。なお同法は、分子の純利益と株主に帰属するキャッシュ・フローが等しくなり、分母に株主資本コストを用いる場合に限り(2)フロー・ツー・エクイ

ティ法と整合的になり、財務レバレッジが長期にわたって安定的である場合には(1) FCF法とも算定結果が一致する。したがって、(a)は企図されているものの、(b)、(e)への適応については条件付きということになる。もとより、(c)、(d)は間接的である。また、(2)フロー・ツー・エクイティ法と同じ理由で(f)、(g)への適応は否である。

日本では、この手法の代表的なものとして、年間配当額を中短期の債券利回りを還元率として求めるもの（配当還元方式）と将来発生する純利益を長期の債券利回りで割って求めるもの（収益還元方式）が長く用いられてきたが、割引率に長期国債等の安全資産の利回りを用いることには合理性がない。割引率に用いられる資本コストは、「投資家が同等のリスク・レベルの投資案件から得ることのできるリターン」と等しくなければならない。資本コストが国債の利回りと等しい企業への投資は無リスクということになるが、負債がない場合には財務リスク（financial risk）はゼロとなるが、事業リスク（business risk）がなくなるわけではない。リスクを伴わない企業経営は存在しないからである。

(5) 配当還元法

将来の配当支払額の現在価値合計を株主価値とする手法。配当支払いのシナリオは不定（配当還元モデル）、固定（永久定額配当還元モデル）、定率成長（定率成長配当還元モデル／ゴードンモデル法）、変動成長（変動成長配当還元モデル）の4者に大別される。理論的には、どのタイプの配当還元法も(a)、(b)を満たしているが、(2)フロー・ツー・エクイティ法と同様に(c)、(d)への対応は間接的である。(f)、(g)は充足しない。

株主にとっての直接的な現金受取額である配当金の期待値を割り引いて株主価値を計算するので、(1) FCF法の計算で必要な負債の控除は必要ない。原式は配当利回りとキャピタルゲインの両方を織り込んでいるが、継続企業を前提とする場合は数式上 FCF法のそれと同じ様式となるため、配当性向が100%でない限りは過小評価に陥ることが多い。そのため、一部のベンチャー企業に代表される無配企業はもちろん、欧米企業に比して配当性向が低いことが多い一般的な日本企業の株主価値の算定への適用は、通常は困難であるという意味において、(e)への適応は限定的である。

(6) 経済的利益法

会計上のコストに加えて、事業に投下した資産の機会費用を差し引くことによって企業の価値を計算しようとする方法。エコノミック・プロフィット法、EP法とも呼ばれる。まず税引後営業利益から期首投下資本に加重平均資本コスト（WACC）を掛け合わせた資本費用を控除して各期の経済的利益を算出し、将来の予想経済的利益の流列を WACC で現在価値に還元したうえで、評価時点（第1期首）の純資産の簿価を加えて株主価値を求める。残余利益の定義次第では、(7)残余利益法と同一となる。(a)を企図しているが、基本的には(e)を目的とするものであるために、(c)、(d)への対応は間接的である。また、クリー

ン・サープラス会計の成立をはじめとする一定の条件が満たされた場合には(e)に加えて(8)も充足し、(7)残余利益法や(8)EVA法と（さらには(12)SVA法、(13)差額残余利益法、(14)増分EVA法とも）同じ価値²⁹⁾を計算する。部門レベルでの測定が可能なために、(f)の要件も満たしているといわれることがあるが、予想期間の各年の付加価値の配分（事業の価値創造あるいは破壊）について整合的な答えが出せない²⁹⁾という点において、(f)を充足しているとはいえない。この点は、(7)残余利益法および(8)EVA法とも共通である。

同手法と残余利益法、EVA法の3者が期間業績の評価という目的（基準(f)）に十分に応えられない第1の理由は、これらの手法は価値の創造を株主価値と期首の簿価純資産の差額として認識するため、期首簿価純資産に割り当てられた額によって総付加価値額が変わってくる（期首簿価純資産の過小評価が総付加価値額の過大評価に直結する）という点である。簿価純資産は、減価償却等の会計上の費用配分の結果としての埋没原価の累積額にはほかならないから、将来のキャッシュ・フローには関連しておらず、したがって真の株主価値とはリンクしていない。

第2に、これら3つの手法では、資本費用として「期首簿価総資産×資本コスト」を差し引いているが、この場合の資本費用は過去の投資に基づく非現金支出項目といえるものであって、業績評価期間の実際の投資を反映していない。このことによっても、評価対象期間における付加価値の認識額は過大になったり過小になったりすることになる。

第3に、これらの3つの手法は、当期の会計上の税引後営業利益ないしNOPATの増分を資本化するということはせずに、予想期間の終了後に価値の多くを割り当てている。これは、予想期間の各年に達成された税引後営業利益又はNOPATの水準は維持されないと仮定する一方で、予想期間終了時点の税引後営業利益又はNOPATの水準に限って永続する（或いは一定のペースで成長し続ける）と仮定していることを意味しており、理論的な矛盾がある。

第4に、これらの3つの手法では、税引後営業利益ないしNOPATの増分（の資本化額）ではなく、税引後営業利益又はNOPATの額そのものを、各期間の価値創出額として取り扱っている。そうした取り扱い、価値の創出が実際にはないにも関わらず付加価値の創出を計上することにつながるため、企業価値評価の原則に反している。理論的には、投資がゼロで税引後営業利益又はNOPATの成長がゼロであるならば、価値の創出もゼロであるという結論になるはずである。

このように、(6)経済的利益法、(7)残余利益法、および(8)EVA法における計算は、厳密にはキャッシュ・フローのパフォーマンスに依拠していないために(b)を満たしていない。これらの3つの手法はいずれも部分的に簿価に含まれている過去の投資額の影響を受けるため、事業の経済的実態よりは会計数値によって算定結果が歪められてしまい、過去の価

値創出の結果と事業の将来の見込みについて、総合的な結論を出すことができない。

(7) 残余利益法

「ガイドライン」における残余利益法は、営業残余利益 (residual income) を、「t 期の税引後営業利益－期首営業資産簿価×加重平均資本コスト」で計算したうえで、各期の営業残余利益の期待値を加重平均資本コストで還元した価値の合計額に、評価時点 (第 1 期首) の総資産の簿価合計を加えることによって評価時点の事業価値を計算している。この計算法は、実質的に経済的利益法と同じものであり、一定の条件の下では、予測が整合的である限りにおいて、(6)経済的利益法や、(8) EVA 法 (ならびに(12) SVA 法、(13)差額残余利益法、(14)増分 EVA 法) はもちろん、(1) FCF 法とも同額の事業価値を算出する。(a)~(g)の基準への適応については、(6)経済的利益法と全く同様²⁹⁾ である。

なお、「ガイドライン」では、各期の税引後純利益から直前期首の純資産簿価に株主資本コストを掛け合わせたものを控除した t 期の株主に帰属する残余利益の期待値を、株主資本コストで割り引いた評価時点 (第 1 期首) の価値の合計額に、同時点の純資産簿価を加えて、評価時点の株主価値を計算している。これは、伝統的モデルと異なり、むしろ(11)超過利益評価モデルにおけるオールソン・モデルと同じであることに注意したい。

(8) EVA 法

EVA は Stern Stewart 社が残余利益に独自の調整を施して開発した尺度であり、経済的利益の特殊形態である。同手法は、Miller & Modigliani (1961) の理論フレームワークを精緻化したものであり、同社の FCF 評価モデルとは表裏一帯の関係を成していることから、調整項目は基本的には同じである。しかし、EVA 法では設備投資の影響は減価償却を経由するため、(1) FCF 法と異なり、投資の一括控除の影響にさらされない。あるプロジェクトの FCF の正味現在価値は常にその EVA の現在価値に等しい。(a)~(g)の基準への適応度合については、(b)に改善がみられる点を除き、(7)残余利益法と同様²⁹⁾ である。

(1) FCF 法が投下資本のプロジェクト全体での価値評価を行うのに対して、この方法は、期間業績の株主価値観点からの把握・評価に優れているといわれることがあるが、EVA は減価償却による投資の帳簿価額の減少により計算上増加するため、各年の EVA をそのまま新規投資の期間業績の評価に用いることには実は問題がある。同法は、減価償却法の選択によって投下資本ベースが変化するので、同等のパフォーマンスの企業同士でも EVA が大幅に異なってくるという欠点がある (Young & O'Byrne, 2000)。

EVA 法が用いる所謂“経済的簿価”は、発生主義会計の歪みをかなりの程度取り除いているという意味において、財務会計上の簿価よりは改善された事業への投下資金の代替価値であるといえるが、やはり歴史的原価に基づく埋没原価の尺度であるという点で、(6)経済的利益法や(7)残余利益法における簿価と同じ欠陥を有している。財務会計上の簿価も経

済的簿価も投資家がリターンを測定する際のベースにはならない。投資家の企業への投資の機会費用は、あくまでも現在の市場価額または現時点における株主価値の推定値に対して測定された期待収益率でなければならない (Rappaport, 1998)。

(9) CVA 法*

CVA は、営業キャッシュ・フローから減債基金減価償却費 (sinking fund depreciation) を控除した残額 (“維持可能なキャッシュ・フロー” ともいう) から、事業への総投下資本に会社の資本コストを乗じて求めた資本費用を差し引いて計算されたキャッシュ・フロー・ベースの経済的利益指標ないしキャッシュ・ベースの EVA である。減債基金償却は、経済償却法 (economic depreciation) 又は年金償却法 (annuity depreciation) とも呼ばれる。会社の CVA は投資プロジェクトの CVA の総計であり、プロジェクトの全経済命数の CVA の現在価値合計はそのプロジェクトの NPV に等しい。会社の将来の全ての CVA の現在価値合計である MCVA (multi-period CVA) は、会社全体の NPV に等しい。EVA が減価償却による投資の帳簿価額の減少により計算上は毎年増加することから生じる(f)におけるバイアスは CVA では緩和されていることに加えて、(b), (e), (g)への整合化がはかられている。

キャッシュ・ベースの CVA と会計利益ベースの EVA との根本的な違いは、CVA が減価償却費込みであるのに対し、EVA は減価償却費控除後である点である。したがって、通常は、CVA の値は減価償却費の分だけ EVA よりも大きくなる。CVA には減価償却法の影響を排除できるというメリットがあるが、それがゆえに残余利益の指標としては EVA に劣るともいわれる (Young & O’Byrne, 2000)。なお、CVA の減少と(15) CFROI/TBR 法における CFROI の低下とは同方向に変化する。

(10) リアル・オプション・アプローチ

将来の FCF を適切に予測できる場合に、時間の経過とともに不確実性が解消して戦略的な意思決定が可能となるという ROV (すなわち企業経営の柔軟性の価値) を、二項モデルやブラック・ショールズ・モデルといった金融オプションの評価技法を実物投資に応用することにより事業価値や株主価値を推定する。「II-3-3」でも述べた通り、事業基盤が整っていないベンチャー企業への投資は不確実性が大きい為に企業価値に占めるオプション価値の割合が大きくなるが、本研究が対象とする大規模製造業には事業基盤が確立されているものが多く、将来の事業展開の幅が限られているケースでは ROV は小さくなるため、本稿では取り扱わない。理論的には、基本的要件である(a)と(b)、技術的要件である(c), (d)及び(e)を満たすほか、条件次第では管理会計要件のうちの(g)も充足する。ただし、(f)には適さない。

(11) 超過利益評価モデル

Feltham & Ohlson (1995, 1999) の割引超過利益モデル (discounted abnormal earnings model; 所謂「オールソン・モデル」) が、株主資本価値を株主資本簿価と将来の期待超過利益の現在価値の合計額として表現するのに対して、その変型である Palepu, Bernard, & Healey (1996) の割引超過 ROE モデル (discounted abnormal ROE model) では、将来の ROE から株主資本コストを控除した将来の超過 ROE をベースに企業評価を行う。同等かつ表裏一体の関係にあるモデルである両者を総称して「超過利益評価モデル」と呼ぶ。

経済モデルの支持者達が、「人為的な会計処理の影響を受ける会計数値からは企業価値や株主価値を直接的に推定できない」と断じて、DCF 法の精緻化に取り組む一方で、オールソンらは、すべての株主資本の変動が損益計算書を経由することを所与とするクリーン・サープラス会計を前提とするという制限つきながらも、会計数値をベースにおく企業価値評価法によっても DCF 法と同等の株主資本価値の推定値の計算が可能であるということ論証した。会計システムのファイナンス理論から見た一貫性の確保に大いなる貢献をした彼らの研究は会計モデルの中で異彩を放つものであるという意味で、本稿では「ネオ会計モデル」と呼んでいる。なお、「ガイドライン」では、割引超過 ROE モデルには触れていない。両手法の(a)~(f)への適応度合は、(6)経済的利益法、(7)残余利益法と同様である。(8)には適していない。

(12) SVA 法*

SV (shareholder value; 株主価値) が予測されるシナリオから生じる経済的価値の絶対額を指すのに対し、SVA すなわち株主付加価値はシナリオによってもたらされた価値創造額又は予測期間を通しての価値の変化額を示す (基準(a)に準拠)。SV は予測期間開始直前の水準のキャッシュ・フローの資本化額 (“ベースライン価値” ともいう) と SVA の合計額である。ベースライン価値 (baseline value) は、新たな価値が創出されないと仮定した場合の対象事業の現時点における価値を意味する。

SVA は、NOPAT の増分の資本化額の現在価値から投資の増分 (incremental investment; 増分投資) の現在価値を控除した残額として計算される。その意味するところは、営業キャッシュ・インフロー又は現金ベースの NOPAT が増分投資を超えて増加する場合にのみ価値が創出されるということである。例えば、 t 期の SVA は、 t 期までの FCF (= 現金ベース NOPAT - 運転資本投資 - 純設備投資) の現在価値累積額に、 t 期末における残存価値 (t 期の現金ベース NOPAT の永久定額年金の考え方による資本化額) の現在価値を加えたものから、同様のやり方で計算した $t-1$ 期の数値を引いた残額となる。この計算では、予測期間終了時点における残存価値の現在価値と予測期間中の FCF の現在価値累計額との合計が事業価値と等しくなり、これに事業外資産を加えると企業価値、そこ

から負債を差し引くと株主価値が算出できるので、SVA法が理論的にはFCF法と表裏一体の関係にあることがわかる ((c), (d), (e)を充足)。また、同様の計算は、事業単位ごとに行うこともできる ((g)に適応)。SVA法の主たる特長²⁹⁾は以下の通りである。

第1に、SVA法は、総付加価値(価値創造額合計)を、株主価値とその期首値との差額として認識する。年間のSVAは、当期の営業キャッシュ・フローに年末のベースライン価値を加えたものから、年初のベースライン価値を差し引いた残額である。すべての価値創造が適切に予測期間の各年に帰属され ((f)に準拠)、総付加価値は期首の簿価純資産に割り当てられた金額によっては変わらない。ベースラインは、事業の将来キャッシュ・フローに基づいているので、株主価値に正当に関連づけられる。キャッシュ・フローのパフォーマンスに厳格に依拠している ((b)に準拠) ことによって、財務会計上の取扱いや簿価に含まれている歴史的な投資に影響されることがないため、価値創造額を正確に算定することができる。

第2に、SVA法では資本投資額をそれが実行された年に差し引くため、SVAは業績評価期間における実際の投資額に基づいて計算されている。したがって、ある期間の価値創造額が過大に評価されたり、過小に評価されたりするといったことは起こり得ない ((f)を充足)。投資とNOPATの成長がともにゼロであれば、価値の創出はゼロであると正しく結論づけるため、経済モデルの企業価値評価の原則に沿った予測期間の各年の価値創造額(付加価値の配分)を算出できる。

第3に、SVA法は、達成されたNOPATの水準は将来にわたって維持可能であると仮定し、各年のNOPATの増分を資本化する。予測期間の各年に達成されたNOPATの水準をその後も維持できると仮定するとともに、予想期間の終了時点のNOPATの水準についても永続を仮定しているわけなので、理論的な整合性がある。

このように、過去の価値創出結果と事業の将来の見込みに関して整合的な解答を示すことができるSVA法は、(a)~(g)のすべての基準を見事に充足する。

(13) 差額残余利益法*

差額残余利益(change in residual income)は、税引後営業利益の増分から、投下資本の変化額と資本コストの積を控除した残額と表現することができる。整合的に計算された場合、投下資本の増加額はSVA法の増分投資と同じになるので、同関係性を資本コストで割れば、経済モデルの企業評価の原則に則した年間の価値創造額を算出するSVA法と同じ³⁰⁾ものとなる。このように、差額残余利益はSVAと資本コストの積にほかならないので、差額残余利益の最大化を企図する意思決定は、理論的にはSVAの最大化をもたらすはずである。もっとも、残余利益は、税引後営業利益をベースとしているため、営業キャッシュ・フローないし現金ベースのNOPATとの整合が確保されるためには、クリーン

・サープラス会計の成立を含む一定の条件が満たされる必要がある。そのため、同法は、SVA法と同様に(a)~(g)の基準を満たすものの、(f)の充足度については後者よりは若干劣るといえよう。

(14) 増分 EVA 法*

残余利益が会計上の税引後営業利益を用いているのに対し、EVAはキャッシュ・フローに影響を与えない取引を除いたNOPATを用いている。また、残余利益の計算における資本コスト（又は計算利子率）の計算は簿価ベースであるが、EVAの計算におけるWACCの計算は時価ベースである。さらに、残余利益の計算では株主資本コストの一般的な計算式は「配当支払額÷株主資本簿価」であるが、EVAの計算に使用される株主資本コストはCAPM（資本資産評価モデル）で推定されたものである。このような違いはあるが、計算が整合的である限り、EVA法は残余利益法ひいてはSVA法と同じ価値評価額を算定するわけであるから、増分EVA（change in EVA）法と差額残余利益法、SVA法の関係もまた同様となる。したがって、基準(a)~(g)への適応度合は(13)差額残余利益法のケースと同様である。Rappaport（1998）の「絶対額ベースの残余利益だけでなく、EVAも業績評価の基準やインセンティブのベースに採用してはならない」との指摘に対しては、EVAの産みの親であるBennett Stewartもその1994年の論文³¹⁾の中で、同様の結論を述べている。

(15) CFROI/TBR 法*

CFROIは会社の将来のキャッシュ・フローの現在価値と会社の現金支出投資額の総計が等しくなる利回りであり、様々な資産に投下された資金に占める各年度に企業が生み出す「維持可能なキャッシュ・フロー」（定義は(9)CVA法を参照）の割合（投下資本利益率）を求める。投資評価におけるプロジェクトIRR³²⁾の考え方を会社全体に適用して、パフォーマンスの経済的実態を反映する。財務諸表に多くの調整を加えて評価期間の毎年について計算、会社が資本コストを上回る利回りをあげているかどうかをインフレ調整後の資本コストと比較して判定する。市場観点の指標であるTSR（total shareholder return；株主総合利回り）改善のための企業内尺度の管理指標であるTBR算定のベースとなる。企業価値評価および企業業績評価のフレームワークであり、事業単位のレベルでも計算できる。バリュー・ドライバーは、投下資本利益率（収益性）、新規投資の成長率、FCFの3つである。

計算手順は、①保有資産の平均残存耐久年数の計算、②平均残存耐久年数内における年次別のキャッシュ・フローの算出、③平均残存耐久年数内における年次別投下資本額の計算、④平均残存耐久年数経過後の非償却資産の合計値の計算、⑤CFROIの計算、と複雑である。多期間アプローチ（multi-period approach）と1期間アプローチ（single-period

approach) があるが、両者の解は再投資率が資産の IRR と等しい (プロジェクトの NPV が 0) の場合にしか一致しない。また、ディスクロージャーで詳細が開示されない償却資産の平均耐用年数を推定する必要性や、定額法以外の減価償却法を使用している場合や有形固定資産の多くが償却済みであって除却されていない場合には数値に歪みが生じるといった技術上の難点がある。(a)~(g)のすべてに適應するが、パーセンテージ指標のため投資評価における IRR 法 (内部利益率法) 同様に、期間中の価値創造額を直接把握する目的には沿いにくい。このため、VBM における(f)への役立ちは、(12) SVA 法、(13)差額残余利益法、(14)増分 EVA 法等の絶対額尺度には劣るといえる。

IV 議論の展開と今後の研究の方向性

本節では、まず、ここまでの論点を整理・要約し議論を展開する。そのうえで、それぞれの研究成果ごとに学術的・社会的貢献を明らかにするとともに、今後の展開の必要性に言及する。

1 議論の展開

Rappaport, Stern Stewart 社といった VBM のチャンピオン達が強調しているように、継続的価値の評価は DCF 法によって測定することが、理論的には正しい。しかし、DCF 法に依拠した経済モデルは、FCF 法だけではなく、いくつもの派生手法で構成されている。加えて、事業部等の事業単位の業績を直接株価にリンクさせることはできない (Rappaport, 1998) ため、事業部の目標・評価尺度の話はいく分複雑になってくる。図表 4 は、前節までの考察に基づいて、これらの多様な企業価値評価法の中で、企業価値や株主価値を計算でき、「期間業績の評価」および「事業部価値の算定」(すなわち部門経営の評価) という重要な管理会計の目的に資するという、厳しい条件に適格な手法の絞込みを行った結果をまとめたものである。

上記のデータから、第一に、これらの企業価値評価手法の中で、ファイナンス理論に整合的に事業が生み出す価値を算定でき、そのうえで期間業績および部門経営の評価という管理会計上の目的に最も高いレベルで応え得る (全ての項目が○である) ものは、SVA 法、増分 EVA 法、差額残余利益法の 3 者であるということ、第二に、それらの中でも各期間の企業 (事業) 価値の変化額について最も信頼性の高い推定値を算出することができる SVA 法が最適な手法であるということが明らかになった。

このように、分権管理の代表的な形態である事業部制を前提におく場合の部門経営の目標となるべき指標は事業部価値の増分であり、その算定を、SVA 法、増分 EVA 法、差額

図表 4 企業価値評価法の VBM・部門経営との整合性の分析

	手法の名称	共 通		会 社 全 体			事 業 単 位	
		継続価値 を考慮	DCF 法 に依拠	企業価値 の算定	事業価値 の算定	株式価値 の算定	期間業績 の評価	事業部価 値の算定
ネット アプローチ	薄価純資産法	×	×	×	×	×	×	×
	時価純資産法							
	再調達時価	△	×	×	×	×	×	×
	清算処分時価	×	×	×	×	×	×	×
	超過収益法	○	△	△	△	△	×	×
マー ケット・ ア プ ロ ー チ	市場株価法	○	×	×	×	×	×	×
	類似上場会社法	○	×	×	×	△	×	×
	類似取引法	○	×	×	×	△	×	×
	取引事例法	○	△	×	×	△	×	×
イン カム・ ア プ ロ ー チ	FCF 法	○	○	○	○	○	×	○
	フロー・ツー・ エクイティ法	○	○	△	△	○	×	×
	調整現在価値法	○	○	○	○	○	×	×
	利益還元法	○	△	△	△	△	×	×
	配当還元法	○	○	△	△	△	×	×
	ゴードン・モデ ル法	○	○	△	△	△	×	×
	経済的利益法	○	×	△	△	△	×	△
	残余利益法	○	×	△	△	△	×	△
	EVA 法	○	△	△	△	△	×	△
	CVA 法*	○	○	△	△	○	△	○
	リアル・オプショ ン・アプローチ	○	○	○	○	○	×	△
	オールソン・モ デル	○	×	△	△	△	×	×
	SVA 法*	○	○	○	○	○	◎	○
	差額残余利益法*	○	○	○	○	○	○	○
増分 EVA 法*	○	○	○	○	○	○	○	
CFROI/TBR 法*	○	○	○	○	○	△	○	

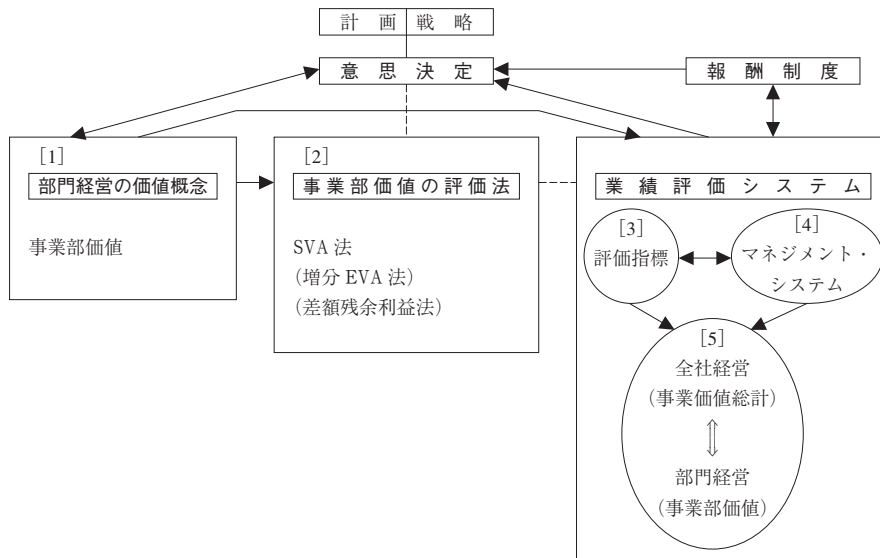
注) ◎は最適 ○は準拠・適応 △は条件付/間接的準拠・適応 ×は不準拠・不適応

*は「ガイドライン」に網羅されていない評価手法

残余利益法のいずれかで行うことが管理会計目的に適うのである。Rappaport (1986, 1998) によれば、競争上の優位性の確保と SVA の創出とは同義であり、その要は生産性にある。これらの3つの手法の中でも最適なのは SVA 法であるが、いずれの手法を採用するかは組織内における実施（測定）の容易さが鍵になる。これらの結論を整理すると、図表5のようになる。

本稿では、VBM と部門経営の関係性についての考察の前半部分として、分権制組織と

図表5 VBMと事業マネジメントの整合性の概念図



注) → は一方向的な作用 ↔ (⇔) は相方向的な作用 — は直接的な関係
 ---- は間接的な関係

りわけ事業部制組織において経営指標となるべき価値の概念と、その評価のための手法との関わりについて検討してきた。

VBMにおいては、全社（経営者）レベルの計画、意思決定、業績評価、報酬制度の基準が株主価値であるのに対し、部門経営（事業部長）レベルの戦略の策定や投資の決定といった主要な経営判断の基準となるべき指標は事業部価値の増分である。したがって、事業戦略の策定においては、財務的意思決定と企業の価値を結びつけるバリュー・ドライバーのそれぞれが事業部価値にいかに関与するかを熟慮したうえで、資本コストを上回るリターンをもたらす投資機会をシナリオに反映させる必要がある。事業部価値の増大には、キャッシュ・フローならびに株主価値の最大化をもたらす最大の期待SVAを示す戦略の選択が勧められるが、戦略はあくまでも計画であって、価値は戦略が実施されて初めて実現するものである。戦略の実施を支援する最も強力なツールの1つが業績評価であり、経営管理プロセスを網羅して正しい業績指標を統合的に用いるならば、管理者達に「価値創出」という強力かつ一貫したメッセージを伝えるとともに正しい意思決定へと導くことができる（Knight, 1997）。そのための最適な目標・評価尺度が、SVA等の長期的な価値をベースとする業績指標なのである。

Mills (1999) は、「VBMの主たる目的は価値創出のために全社レベルの戦略と部門管理者の業績評価をリンクさせることである」と述べている。また、業績評価においては、会

社全体の価値指標と部門の価値指標は同じではないということも強調している。VBM の使命とは、結局のところ戦略を株主の富の創出へと至らしめることであり、富の創造プロセスを維持するために、株主価値創造に直結する指標である事業部価値については SVA に基づいて経営管理者の業績評価を行う必要があるのである。この点において、価値ベースの業績指標と報酬制度との結合こそが VBM プログラムの中核であるとする Martin & Petty (2000) の見解と意見を共有するものである。事業部価値の創出と業績評価システムとの関係については、本稿に続く第二稿で追究したい。

2 今後の研究の方向性

本研究の成果は以下の3点にまとめることができるだろう。

1点目の研究成果は、VBM と株主価値経営の系譜を整理したことである。これは、画一的な定義がないといわれる VBM のドメインの明確化ないしコンベンショナル・ウィズダムの体系化に役立つはずである。

2点目の研究成果は、企業価値の諸概念と実務で使用されている様々な企業評価手法とのリンクを、ファイナンス理論との整合性の見地から包括的に整理したことにある。わが国の会計職業人を代表する JICPA の『企業評価ガイドライン』でさえも、企業評価法の羅列・概説に留まっている現状に鑑みれば、本研究が今後の日本の会計プロフェッションにおける企業評価業務の高度化に資する可能性は高いといえよう。

3点目の研究成果は、①分権管理の代表的な組織形態である事業部制組織における正しい経営目標の指標は事業部価値の増分であり、②その評価に SVA 法、増分 EVA 法、差額残余利益法との3つが適しているということ、また、その中でも SVA 法が最適であることを理論的に明らかにしたことである。

以上の研究成果を踏まえ、最後に、今後の展開の必要性に言及しておきたい。

第一に、本稿では、紙幅の制限もあり、VBM と部門経営（特に事業部制マネジメント）の関係性の考察に関して、業績評価システム（とりわけマネジメント・システム）との関わりを包括的に整理することができなかった。この点に関しては、次稿で整理したい。

第二に、本稿では、分権的組織管理における組織形態の違いをほとんど分析の対象とすることができなかった。分権制における事業単位の設定が、事業部や事業本部、SBU、カンパニー（社内分社）の場合と、分社化により子会社となったケースや持株会社方式による分権的組織管理の場合とでは、最適な評価尺度やマネジメント・システムも異なったものになる可能性がある。

第三に、本稿では、企業ないし事業のライフサイクル上の位置の違いに十分に踏み込めなかった。例えば、成熟事業と成長事業では、同様に事業部価値の創出をめざしている場

合であっても、利益管理や原価管理への取組みが、本質的に異なったものになる可能性がある。筆者の直観的な推定は、前者の場合には、より戦略的コスト・マネジメントへの取組みに重点が置かれるというものである。

第二・第三の点に関しては、実態調査研究などによる検証が必要であるから、今後のさらなる研究課題としたい。

なお、本稿では、業績評価システムと報酬制度の関わりに深く踏み込んではいないが、Stern Stewart 社が、1986年以降に一貫してその EVA 理論に関する文献の中で、業績評価と報酬制度のリンクの重要性を強調し続けていることを引き合いに出すまでもなく、「組織の成員は評価尺度で表現された業績に基づいて報酬を受けるべきである」との主張は、管理会計の分野では所与の事項ともいえるものであり、既に多くの先行研究も存在しているので、この点が本研究の意義を薄めることになるとは考えていない。

注

- 1) William E. Fruhan, Jr. は、Harvard Business School の Professor である。
- 2) Alfred Rappaport は、J. L. Kellogg Graduate School of Management at Northwestern University の Professor Emeritus である。
- 3) 1993年にコンサルティング及び教育事業を LEK/Alcar Consulting Group, LLC. に移管した。
- 4) Rappaport, A. (1981). Selecting strategies that create shareholder value. *Harvard Business Review*.
- 5) Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. New York: Free Press.
- 6) チェース・マンハッタン銀行出身の Joel M. Stern と G. Bennett Stewart が1982年に設立。当時は、主として財務コンサルティングや企業評価ソフトウェアの販売を手掛けていた。
- 7) Stewart, G. B. (1986). *Stern Stewart corporate finance handbook*. New York: Stern Stewart.
- 8) “EVA” は Stern Stewart 社の登録商標である。
- 9) 著名ジャーナリストの Randy Myers は指標・尺度を巡るこうした論争を “Metric Wars” (*CFO*, October 1996) という言葉で表現した。
- 10) Bernard C. Reimann は実業界出身で、現在は Cleveland State University の Professor Emeritus。
- 11) Thomas E. Copeland は UCLA Business School の Professor から McKinsey & Co. の Principal に就任した。該当する書は、Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. による *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (John Wiley & Sons) の第1-4版 (1990, 1994, 2000, 2005)。第4版 (2005年) では、VBM の定義を「Stern Stewart 社と Rappaport が1970年代終盤に唱えた株主価値の創出と経営を強くリンクさせた業績管理のアプローチ」と紹介しており、VBM のルーツが Stern Stewart 社と Rappaport だということを追認している。なお、Copeland 自身は第4版の著者陣からは外れている。
- 12) James M. McTaggart は国際経営コンサルティング・ファームの Marakon Associates の

Chairman である。また、Peter W. Kontes と Michael C. Mankins は、それぞれ同社の President と Vice President である。

McTaggart, J., Kontes, P., & Mankins, M. (1994). *The value imperative: Managing for superior shareholder returns*. New York: Free Press.

- 13) James A. Knight は Boston Consulting Group の元幹部職員で、その後には戦略コンサルティング・ファームである SCA Consulting の Managing Partner に就任した。Knight は、本書の表題を Value based management としたが、文中においては“value management”という表現を用いている。

Knight, J. (1997). *Value based management: Developing a systematic approach to creating shareholder value*. New York: McGraw-Hill.

- 14) John Donovan, Richard Tully, Brent Wortman は、いずれも Deloitte Consulting の Partner である。

Donovan, J., Tully, R., & Wortman, B. (1998). *The value enterprise: Strategies for building a value-based organization*. New York: McGraw-Hill. (本書は、文中で“VBM”の用語を使用しているが、特段の定義づけは行っていない。)

- 15) Roger W. Mills は、Henley Management College の Professor of Accounting and Finance である。

Mills, R. (1999). *Managerial finance, shareholder value and value based management*. Lechlade, UK: Mars Business Associates.

- 16) John D. Martin と J. William Petty は、共に Baylor University の Professor of Finance。

Martin, J. & Petty, J. (2000). *Value based management: The corporate response to the shareholder revolution*. Boston: Harvard Business School Press.

- 17) Glen Arnold は英国の Aston Business School の Lecturer で、コーポレート・ファイナンス分野の優れた研究・教育で知られる。Matt Davies は元 Aston Business School の教員で、現在は財務教育／コンサルティング会社の ATC Limited の Director。

Arnold, G. & Davies, M. (2000). *Value-based management: Context and application*. Chichester, UK: John Wiley & Sons.

- 18) S. David Young は INSEAD の Professor でコンサルタント。Stephen F. O’Byrne は、Stern Stewart & Co. の前の Vice President で、後に Shareholder Value Advisors Inc. の President に就任した。

Young, S. & O’Byrne, S. (2000). *EVA and value-based management: A practical guide to implementation*. New York: McGraw-Hill.

- 19) この間、Rappaport は、1998年に *Creating shareholder value*³⁾ の続編を刊行して、株主価値経営の確立と浸透にさらなる貢献をしている。

Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value: A guide for managers and investors, revised and updated*. New York: Free Press.

- 20) 日本における企業価値評価ガイドライン作成の起源は、国税庁が相続、遺贈又は贈与により取得した株式等の財産の課税目的の評価を定めた昭和39年の「財産評価基本通達」である。取引目的の評価や裁判目的のガイドライン作成については、日本公認会計士協会・経営研究調査

会が平成5年に公表した「株式等鑑定評価マニュアル」（平成7年に同マニュアルの「Q&A」を公表）が最初の試みといえるものであったが、同マニュアルは、株式の評価の一般的な手続（手順、手続、記載内容、様式等）を記すに留まり、価格の算定式を示すことはしなかった。同調査会の活動は、その後の平成16年の「財産の価額評定等に関するガイドライン」及び「知的財産評価を巡る課題と展望」を経て、平成19年の株式等鑑定評価を含めた企業価値の算定を網羅した本ガイドラインの公表という形で結実を見た。これはM&Aや事業再編、会社法上の裁判所による株式の価格の決定等の企業価値評価ニーズの高まりに対応するべく、公認会計士が行う企業価値評価業務の実務上のガイドラインとして日本における評価実務をまとめたもので、M&A等の非対称情報環境下における企業の任意の行為ないしは相対取引においては、評価目的によって評価額は変わる（理論的に取引価格を定めることはできない）とする一物多価の企業評価を取り扱ったものである。客観的で合理的な価格（価格＝評価額）即ち一物一価の企業評価を追求したものではなく異なる評価額の算出を許容しているため、企業価値評価を実施する上で準拠すべき基準という性格のものではない。また、当ガイドラインの対象は、継続的な事業活動から生み出される価値（＝継続価値）の評価、とりわけ株主に帰属する価値（＝株主価値）の算定であり、課税目的の評価や処分目的での評価（＝清算価値の評価）等は対象外となっている。

- 21) 2009年1月29日現在の東証500種平均PBR²⁵⁾は0.96であり、1.0未満となっている。効率的資本市場を前提とした場合、このことは日本を代表する大半の大企業の株価が解散価値を下回っているとのシグナルと解し得るが、市場では、現在の株安の原因を米国を震源地とするサブ・プライム問題が引き起こした一時的な悪影響（アノマリー；市場の不規則性）に求める向きが多い。
- 22) PER…price earnings ratio（株価収益率）
- 23) EBIT…earnings before interest and taxes（利払前・税引前利益；税引前営業利益）
- 24) EBITDA…earnings before interest, taxes, depreciation and amortization（利払前・税引前・償却前利益）
- 25) PBR…price to book-value ratio（株価純資産倍率）
- 26) EPS…earnings per share（1株当たり当期純利益）
- 27) ROE…return on equity（自己資本利益率）
- 28) NOPAT…net operating profits after taxes（発生主義会計の歪みを取り除いた税引後純営業利益）
- 29) Rappaportは、その1998年の書の中で、残余利益法（経済的利益法）、EVA法、SVA法、増分EVA法、差額残余利益法のすべてが一定の条件のもとでは同じ価値を計算できることを、計算事例を用いて解説したうえで、残余利益法（経済的利益法）はもちろんEVA法でさえも、SVA法のように期間業績の評価に関して整合的な解答を算出できないということを論証した。その詳細、ならびにSVA法と増分EVA法、差額残余利益法の関連性の議論については、下記の文献を参照されたい。

Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value: A guide for managers and investors, revised and updated*. New York: Free Press, Chapter 7.

$$30) \frac{\text{差額残余利益}}{K} = \frac{(\text{NOPAT の変化額})}{K} - (\text{増分投資}) = \text{SVA} \quad \text{注) } K = \text{資本コスト}$$

したがって、SVA の現在価値は、

$$\text{SVA (PV)} = \frac{(\text{NOPAT の変化額})}{(K)(1+K)^{t-1}} - \frac{\text{増分投資}}{(1+K)^t}$$

31) Stewart, G. B. (1994). EVA™: Fact and fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance* (Summer), 78 における Bennett Stewart の記述は次の通り。

“簿価を用いているのは、歴史的原価の使用がもたらす問題を除去できる方法を発見したからである。例えば、経営者の報酬を EVA の絶対額ではなくて、EVA の年間の変化額に結びつけるというのがそれである。……(中略)…… EVA システムは財務パフォーマンスの継続的な改善に焦点を当てた手法である。経営者達に EVA の改善額に基づき報いる場合には、資産にいくら価値を割り当てるかということは関係なくなる。”

32) IRR…internal rate of return (内部利益率)

参 考 文 献

【外国文献】

- Arnold, G. & Davies, M. (2000). *Value-based management: Context and application*. Chichester, UK: John Wiley & Sons.
- Bierman, H. (1988). Beyond cash flow ROI. *Midland Corporate Finance Journal* 5 (4), 36-39.
- Black, A. (2004). *Questions of value: Master the latest developments in value-based management, Investment & regulation*. London, UK: Financial Times Management.
- Boston Consulting Group. (1994). *Shareholder value management: Improved measurement drives improved value creation* (Book 2). Boston: BCG.
- Boston Consulting Group. (1996). *Shareholder value metrics* (Booklet 2). Boston: BCG.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2006). *Principles of corporate finance* (8th ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (1990). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (1st ed.). New York: John Wiley & Sons (伊藤邦雄訳『企業評価と戦略経営』日本経済新聞社, 1993).
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (1994). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons (伊藤邦雄訳『企業評価と戦略経営——キャッシュフロー経営への転換』日本経済新聞社, 1999).
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (3rd ed.). New York: John Wiley & Sons (マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳『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).
- Copeland, T. (2003). Valuation in practice, Luc Keuleneer & Willem Verhoog. (2004). *Recent trends in valuation: From strategy to value*. New York: John Wiley & Sons, Chapter 3.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*

- (2nd ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Davies, M. & Arnold, G. (2000). *Value-based management: Context and application*. New York: John Wiley & Sons.
- Desjardins, J. (1998). *The measurement of shareholder value creation*. Canada: The Canadian Institute of Chartered Accountants.
- Donovan, J., Tully, R., & Wortman, B. (1998). *The value enterprise: Strategies for building a value-based organization*. Whitby, Canada: McGraw-Hill Ryerson (デロイト・トーマツ・コンサルティング戦略事業部訳『価値創造企業』日本経済新聞社, 1999).
- Ehrbar, A. (1998). *EVA: The real key to creating wealth*. New York: Al Ehrbar and Stern Stewart (河田剛訳『富を創造するEVA経営』東洋経済新報社, 1999).
- Ehrbar, A. (1999). *Stern Stewart's EVA: The real key to creating wealth*. New York: John Wiley & Sons.
- Ehrhardt, M. C. (1994). *The search for value: measuring the company's cost of capital*. Boston, MA: Harvard Business School Press (真壁昭夫・鈴木毅彦訳『資本コストの理論と実務——新しい企業価値の探究——』東洋経済新報社, 2001).
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance* (25), 383-417.
- Feltham, G. & Ohlson, J. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research* 11 (2), 689-731.
- Feltham, G. & Ohlson, J. (1999). Residual earnings valuation with risk and stochastic interest rates. *The Accounting Review* 74 (2), 165-183.
- Fruhan, W. (1979). *Financial strategy: Studies in the creation, transfer and destruction of shareholder value*. New York: Irwin.
- Hubbell, W. (1996). Combining economic value added and activity-based management. *Cost Management* (Spring), 20-29.
- Ittner, C. & Larcker, D. (1998). Innovations in performance measurement: Trends and research implications. *Journal of Management Accounting Research* (10), 205-238.
- Ittner, C. & Larcker, D. (2001). Assessing empirical research in management accounting: A value-based management perspective. *Journal of Accounting and Economics* (32), 349-410.
- Knight, J. (1997). *Value based management: Developing a systematic approach to creating shareholder value*. New York: McGraw-Hill.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (4th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Lazonick, W. & O'Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. *Journal Economy and Society* 29 (1), 13-35.
- Madden, B. 1999. *CFROI valuation: A total system approach to valuing the firm*. Oxford: Butterworth-Heinemann.
- Martin, J. & Petty, J. (2000). *Value based management: The corporate response to the shareholder revolution*. Boston, MA: Harvard Business School Press.

- McTaggart, J., Kontes, P., & Mankins, M. (1994). *The value imperative: Managing for superior shareholder returns*. New York: Free Press.
- Michael, B. & Walkert, M. (1998). Residual income: Past and future. *Management Accounting Research* 9 (4), 391-419.
- Miller, M. & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business* (34), 411-433.
- Mills, R. (1998). *The dynamics of shareholder value: The principles and practice of strategic value analysis*. Lechlade, UK: Mars Business Associates (前田俊一訳『SVA 戦略価値分析による企業価値評価法』東洋経済新報社, 2002).
- Mills, R. (1999). *Managerial finance, shareholder value and value based management*. Lechlade, UK: Mars Business Associates.
- Neely, A. (2002). *Business performance measurement: Theory and practice*. Cambridge, UK: Cambridge University Press (清水孝訳『業績評価の理論と実務』東洋経済新報社, 2004).
- Neely, A. (2007). *Business Performance Measurement: Unifying theories and integrating practice* (2nd ed.). Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Ohlson, J. (1990). A synthesis of security valuation theory and the role of dividends, cash flows, and earnings. *Contemporary Accounting Research* (7), 1-19.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (2), 661-687.
- O'Hanlon, J. & Peasnell, K. (1998). Wall Street's contribution to management accounting: The Stern Stewart EVA[®] financial management system. *Management Accounting Research* 9 (4), 53-95.
- O'Hanlon, J. & Peasnell, K. (2000). Residual income and EVA[®]. *Economic and Financial Computing* (Summer), 53-95.
- Palepu, K., Bernard, V., & Healy, P. (1996). *Introduction to business analysis and valuation*. Boston, MA: South-Western (齊藤静樹監訳『企業分析入門』東京大学出版会, 1999).
- Penman, S. (2004). *Financial statement analysis and security valuation* (2nd ed.). Boston, MA: Irwin/McGraw-Hill.
- Prahalad, C. (1994). Corporate governance or corporate value added?: Rethinking the primacy of shareholder value. *Journal of Applied Corporate Finance* 6 (4), 40.
- Rappaport, A. (1981). Selecting strategies that create shareholder value. *Harvard Business Review*.
- Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. New York: 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).
- Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value: A guide for managers and investors, revised and updated*. New York: Free Press.
- Reimann, B. (1989). *Managing for value: A guide to value-based strategic management*. Cambridge, MA: Basil Blackwell.
- Reinbergs, I. (2000). *Vyaderm Pharmaceuticals*. Boston: Harvard Business School Publishing.
- Stewart, G. B. (1986). *Stern Stewart corporate finance handbook*. New York: Stern Stewart.

- Stewart, G. B. (1991). *The quest for value: The EVATM management guide*. New York: Harper Collins
 (日興リサーチセンター／河田剛・長掛良介・須藤亜里訳『EVATM 創造の経営』東洋経済新報社, 1998).
- Stewart, G. B. (1994). EVATM: Fact and fantasy. *Journal of Applied Corporate Finance* (Summer), 78.
- Tully, S. (1993). The real key to creating wealth. *Fortune* (September), 38-50.
- Wallace, S. (1998). EVA[®] financial systems: Management perspectives. *Advanced Management Accounting* (6), 1-15.
- Young, S. & O'Byrne, S. (2000). *EVA and value-based management: A practical guide to implementation*. New York: McGraw-Hill.
- Zimmerman, J. (1997). EVA and divisional performance measurement: Capturing synergies and other issues. *Bank of America Journal of Applied Corporate Finance* 10 (2), 98-109.

【日本文献】

- フータウ・パトリックほか「価値創造経営における EVA の経済的意義と業績評価指標としての有効性」企業会計51巻12号31-36頁 (1999)
- 祇園みどり『株主価値創造経営と会計情報』(桃山学院大学大学院経営学研究科, 博士論文, 2006)
- 浜谷喜信「企業価値創造型経営を支援する会計: EVATM コンセプトについての考察」関西学院大学マネジメント・レビュー 6号149-164頁 (2001)
- 平岡秀福「企業・事業の財務的評価モデルに関する研究——EVATM を中心に——」産業経理61巻1号68-76頁 (2001)
- 平岡秀福「EVATM に基づく事業評価と管理会計」門田安弘『組織構造と管理会計』第2章(税務経理協会, 2003a)
- 平岡秀福「企業価値評価モデル間の数理的関係」創価経営論集27巻2・3号81-89頁 (2003b)
- 井出正介・高橋文郎『ビジネス・ゼミナール 経営財務入門』(日本経済新聞社, 第3版, 2006)
- 伊藤邦雄「企業価値経営革新に向けて」伊藤邦雄『企業価値を経営する』第一章(東洋経済新報社, 1999)
- ジョセフ・P・オグデンほか(徳崎進訳)『アドバンスト・コーポレート・ファイナンス: 政策と戦略——財務戦略策定者のためのファイナンス理論』(ピアソン・エデュケーション, 上巻(2003), 下巻(2004))
- 北地達明・鳥野仁『M&A 入門』(日本経済新聞社, 1999)
- 小林哲夫「キャッシュフロー管理会計——VBM についての1つの覚え書き——」桃山学院大学経済経営論集44巻3号127-150頁 (2002)
- 小林哲夫「企業価値創造におけるフロー・キャッシュフロー概念——管理会計的な見方——」会計プロGRESS 4号11-19頁 (2003)
- 久保田敬一『よくわかる ファイナンス』(東洋経済新報社, 2007)
- 楠由記子「EVA[®]採用における経営者行動の考察」名古屋商科大学 NUCB journal of economics and information science 51巻2号95-106頁 (2007)
- 門田安弘『管理会計——戦略的ファイナンスと分権的組織管理——』(税務経理協会, 2001a)
- 門田安弘「企業価値重視の経営に関する理論と実務——西洋のベストに対する東洋のベストの主

- 張——」企業会計53巻1号134-143頁(2001b)
- 日本公認会計士協会『企業価値評価ガイドライン(経営研究調査会報告第32号)』(JICPA, 2007)
- 西村慶一・鳥邊晋司『企業価値創造経営』(中央経済社, 2000)
- 野村総合研究所『経営用語の基礎知識』(ダイヤモンド社, 初版, 2001)
- 小倉昇「企業評価と管理会計情報」会計159巻4号45-58頁(2001)
- 小椋康宏「経営環境とステークホルダー: 企業価値創造との関連で」東洋大学経営論集55号59-73(2002)
- 櫻井通晴「企業価値創造に役立つ管理会計の役割」企業会計53巻2号18-25頁(2001)
- 櫻井通晴『企業価値を創造する3つのツール EVA®・ABC・BSC』(中央経済社, 2002)
- 徳崎進「ターゲット企業の評価——理論と実践」監査法人トーマツ会計情報1990年11月号45-55頁(1990)
- 徳崎進『ファイナンシャル・マネジメント・ハンドブック』(東洋経済新報社, 2002)
- 内山哲彦「成果主義における納得性と会計的業績尺度の測定と選定」千葉大学経済研究20巻4号703-723頁(2006)
- 上埜進「利益管理の今日的課題: 企業価値創出経営」原価計算研究23巻1号12-24頁(1999)
- 上埜進「現在価値法による企業価値の推定とVBM」甲南経営研究40巻2・3合併号1-35頁(2000)
- 上埜進「業績指標と企業価値——管理会計の視点——」会計160巻7号27-38頁(2001)
- 上埜進『管理会計——価値創出をめざして——』(税務経理協会, 第1版[2001], 第2版[2004], 第3版[2007], 第4版[2008])
- 八重倉孝「業績指標と株価——キャッシュ・フロー, EVA™, および Ohlson モデル——」管理会計学53巻1号110-112頁(2001)
- 安酸建二「Value-Based Management の観点からの業績指標の考察——実証研究のレビュー」管理会計学14巻1号19-38頁(2005)
- 安酸建二「企業価値の評価モデルにおけるフリー・キャッシュフローと経済的利益——クリーンサープラス関係を中心に——」流通科学大学論集 流通・経営編19巻3号55-68頁(2007)
- 安酸建二「経済的利益の経営管理上の有用性——価値創造額の測定をめぐる考察——」管理会計学16巻1号19-39頁(2008)