

株主価値経営の意義と課題

豊田尚吾

1. 株主価値経営の理念

株主価値経営とは、企業価値最大化が企業の最終的な目的であり、それは結局株主価値の最大化に帰結するとの考え方のもと、企業を経営することである。株主価値経営では、企業価値は株式の価値と負債の価値の合計と考える。そこで株主と負債の債権者を比較すれば、会社法によって、企業の所有権者が株主と規定されている、負債の価値は金利水準に影響を受けるが、株式と比べて変化幅が少なく、金利は経営者にとって外生変数である。これらのことから、経営者にとって、企業価値の最大化はほぼ株式価値を最大化することに等しい。一言で言えば、企業価値最大化 = 株主価値最大化 = 株価最大化である。

以下、本節では、株主価値経営の理念を支える基本的態度を明らかにした上で、3つの特徴を論ずる。株主価値経営がとる基本的態度とは、徹底的に「資本」の立場に立って考えることである。はじめに「企業価値 = 株式の価値 + 負債の価値」と述べたが、これは企業を資本の固まりと捉え、ひとつの「資産」として見ていることを意味する¹。そしてその資産にどれだけの貨幣価値（値段）があるかを問題とする。そこでは、企業という資産が生み出す価値を受け取る権利（財産権）は、債権者と株主のみにあるという考え方が基本にある。言い換えれば、企業が生み出す価値とは、獲得した収益から原材料費の他に「人件費」を控除したものであり、あくまで「資本」の取り分（のみ）を考察の対象にしているということである²。

このように資本の論理が基本にあることを前提とした上で、株主価値経営の第一の特徴を言えば、それは株主資本コストの概念を提示したことである。株主価値経営においては、企業の生み出す「付加価値」とは何かという考え方が従来と異なる。付加価値とは「アウトプット - インプット」である。一般に経済学的な理解では、インプットとは原材料費などを指し、付加価値は（経済用語としての）「利子と賃金」である。そしてそれらは資本と労働に還元されると考える。しかし株主価値経営では賃金はもちろんのこと、（賃金を控除した残りは会計的にいえば営業利益にあたる）、負債に対する利子としての資本コスト（これを控除すれば経常利益）、さらには株主の要求するリターンも「株主資本コスト」という費用であると考えられる。それらを全て控除してなお残ったものこそが、企業の生み出す付加価値と定義するのである³。しかし賃金、負債利子は契約等により確定できる⁴が、株主資本コストは自明のものではない。そこで株主価値経営においては、株主資本コストを顕在化するために、市場の効率性を仮定し、それを利用する。つまりポートフォリオ理論を用い、ベータ値とリスク・フリーな資産の収益率をもとに、株主の要求する収益率を推計し、株主資本コストを算出するのである。逆に言えば、市場の効率性が信頼できなければ、株主価値経営はその理論的支柱が危うくなるというリスクを持っている。

第二の特徴は、付加価値（上で定義したもの）の所有権の問題である。株主価値経営では、これを全て株主に帰属するものと考えられる。確かに会計上の利益の最終的な処分を決定

する権利を持っているのは、議決権を持つ株主であり、その限りでは法律的に何ら問題はない。株主価値経営の考え方では、配当は無論、内部留保⁵も株主のものである。人件費は、あくまで賃金として支払われるべきものであり、賃金が控除された残りの付加価値を使うことは許されないというのが株主価値経営の理念である⁶。一方で内部留保をなんらかの方法で従業員に還元する企業があることも事実である⁷。現実として日本の企業の多くには、伊丹(2000)の言うような「従業員主権」的な考え方があり、内部留保の一部は従業員のものという理念があるように思える。それを認めず、明確に人件費と付加価値を切り離して考えるという点に、株主価値経営の特徴がある。

特徴の第三は、キャッシュフローを現在価値に置き換えることである。具体的には資産の価値を、その資産が生み出すキャッシュフローの割引現在価値として定義する。ある資産が生み出すキャッシュ・インフローとキャッシュ・アウトフローの差をフリー・キャッシュフローとし、それを時系列的に求める。これを資産に応じた期待収益率を用いて割引いたものを合計することで、理論的な資産価値を算出する。従来、企業経営は財務会計の数値を指標としていたが、近年、キャッシュフロー割引法が企業経営全般に応用されるようになり、株主価値経営においても、株式の理論価値を含め、この手法を基本に理論が組み立てられている。これにはメリットもあればデメリットもある。メリットは多様な経営の現実を、貨幣を単位に表現できることである。その結果、複数の選択肢の比較が可能になり、経営判断に役立つという点が挙げられる。例えば、ある資産の価格が理論価値よりも安ければ、購入の理由となり、高ければ売却の理由となる。現在価値で統一的に表現可能であるから、複数の投資案件の比較も可能である。一般に、経営判断は、将来の動向を見通した上で行わなければならないため、将来の期待とリスクを含めて表現できる「現在価値」の考え方は利便性が大きい。逆にデメリットは、論理展開の過程で持ち込まれるキャッシュフローの見通し、期待収益率のコンセプトが頑健でないという点である⁸。例えば井手・高橋(2000)p400の[例1]でフリー・キャッシュフロー・バリュエーションによる企業評価が示されているが、5年間の(丁寧な)キャッシュフローを見通した割に、それが企業価値に占める割合は23%程度にすぎない(企業価値1,293億円のうちのわずか300億円)。後の77%は6年目以降の非常に都合のよい仮定(純投資額0、NOPAT一定)に基づいた「継続価値」から算出されている。これは極端な例としても、結局、将来を見通すためにはかなり無理をせざるを得ないという事情は変わらず、むしろFCVなどの専門用語にその非頑健性が隠されてしまう恐れがあることに注意しなければならない。

2. 株主価値経営に沿った評価尺度⁹

株主価値経営の実現のためには、その理念に沿った評価尺度が必要である。前節で述べた理念に整合的な評価尺度として、代表的な4つを紹介する。重要なことは、当該尺度が企業の価値創造の度合いを適切に測れるかどうかである。

- (1) フリー・キャッシュフロー・バリュエーション(FCV: Free Cashflow Valuation)
フリー・キャッシュフロー・バリュエーションとは、割引キャッシュフロー法の原理を

企業価値に適用したものであり、「企業の価値は、その企業の生み出すキャッシュフローの期待値を企業の資本コスト（加重平均資本コスト¹⁰）で割り引いた現在価値」と考える。その意味で、前節で述べた株主価値経営の理念をそのまま反映した評価尺度である。具体的には、ある期間のフリー・キャッシュフロー、それ以降の継続価値の予測、加重平均資本コストの推計を行った上で、加重平均資本コストでフリー・キャッシュフロー、継続価値を割引、合計したものが企業価値となる。さらに負債の価値を減じれば、株式の価値が求められる。要点は、フリー・キャッシュフローの求め方であり、一般に

フリー・キャッシュフロー = 事業からのキャッシュフロー - 投資のキャッシュフロー
= 税引き営業利益 + 減価償却 - 設備投資 - 運転資本需要
という形で求める¹¹。

この評価尺度の特徴は、企業を、キャッシュフローを生み出す一つの資産として、その価値を算出できる点にある。これにより、経営者にとって、ある企業戦略の採否による企業全体の価値の変化がわかり、結果として企業価値を最大化するための経営を実施する指針となる。また、事業や企業そのものの現在価値（いかにどの対価にふさわしいか）がわかれば、買収や子会社売却などという経営判断も容易になる。投資家にとっては、より厳密な株価評価や会計基準が異なる企業間比較が可能になる。ただし、フリー・キャッシュフローや継続価値、資本コストなどを適切に予測・推計することは容易ではない。

（２）EVA（経済付加価値：Economic Value Added）

EVAとは財務会計ベースの利益から資本コストを除いた残りを、企業の単年度の価値創造と定義する評価尺度である。財務会計ベースのコストである原材料費、人件費、金利コストなど以外に、株主資本コストを明確に位置づけた上で、それらを除いた上で得た利益こそが「経済的付加価値」と定義する点で、株主価値経営の理念を反映した評価尺度だと言える。具体的な計算方法としては、

$EVA = \text{税引営業利益 (NOPAT)} - (\text{投下資本} \times \text{加重資本コスト})$

とする¹²。投下資本は正味運転資本と固定資産の合計値である。固定資産を設備投資の累計と考えれば、投下資本は投資のキャッシュ・アウトフローに対応する概念と考えられる。

EVAは各年度の企業成果について、負債コストを含めた各コストに加え、株主が必要とする株主資本コストも考慮した上で、企業が正味の付加価値を創造したかどうかを判断することを可能にする評価尺度である。単年度の価値創造の評価尺度であるため、長期にわたるフリー・キャッシュフローの見通しを立てる必要がないというメリットがある代わりに、単年度の数値を見るだけでは、長期的な投資を行っている企業に対する評価が低くなるなどの問題点もある。

（３）MVA（市場付加価値：Market Value Added）

MVAとは、企業の「市場価値」から投下資本を差し引いた額のことであり、企業全体の正味現在価値を示している。企業の市場価値とは、株式の時価総額と負債の時価総額を合計したものである。企業の市場価値を企業のFCVに近いものと考え、これは将来生み出されるフリー・キャッシュフローの現在価値である。投下資本を短期借入金 + 固定

負債 + 株主資本と考えると、これらは当然貸借対照表上に記載された金額であり、「原資」として投下された資本を表す。結局、この差額は企業が正味持っている価値に他ならない。ただし「企業の市場価値 - 企業のFCV」が常に成り立つわけではないので、注意は必要である。

MVAは、ある仮定の下でEVAと関係づけることができる。企業が事業の拡大を行わない、安定した状態にあるとき、投資額が減価償却と等しくなりフリー・キャッシュフローとNOPATが等しくなる。このときMVAは将来のEVA期待値の現在価値になる。EVAが、企業が創造した正味の付加価値（短期）だとすれば、その将来にわたる期待値の現在価値が正味の企業価値と考えることができる。

(4) キャッシュフロー投資収益率 (CFROI : Cash Flow Return on Investment)

投資プロジェクトの判断基準に、正味現在価値 (NPV) 法と内部収益率 (IRR) 法があるように、企業活動全体にもIRRを計算し、そのパフォーマンスを評価しようというものである。具体的には企業が現在保有している資産が、残存期間内にどれだけのリターンをあげられるかを計算するものである。そのためには既存資産の平均使用年数の推計、営業キャッシュフロー、投下資本などを計算した上で、

$$- \text{投下資本} + \text{営業キャッシュフロー} - \text{今期} / 1 + r + \dots + \text{営業キャッシュフロー} - \text{最終期} / (1 + r)^n = 0$$

を満たす r を求める。基本的には r と加重平均資本コストを比較して、前者が後者よりも大きければ企業が価値創造していると判断する。しかし、井手・高橋(2000)第7章にもあったように、フリー・キャッシュフローの発生の方によっては判断が逆になる場合があるため、注意が必要である。

3. 株主価値経営の実際

今まで述べた理念と、それを反映する評価尺度は、実際の企業経営に大きな影響を与えている。それを一言で言い表せば、今や聞き慣れた「選択と集中」という経営理念に行き着く。株主価値経営は、資本に注目し、それが最大限のパフォーマンスを示すように、必要収益率 (株主資本コスト) の概念とキャッシュフロー評価手法を駆使する。これらにより、個々のプロジェクトはもとより、継続的な事業、最終的には企業そのものも「現在価値」という概念で統一的に把握することができるようになった。その結果、第一に、事業に優先順位がつけられるようになった。事業戦略の優劣が比較可能になるとともに、低収益事業の撤退のルールが確立した。ともすれば既存事業はよほどの (会計的な) 赤字でなければ撤退という選択はなしえなかったが、株主価値を最大化するという目的のもとでは、低収益の既存事業は、価値を破壊していると見なされ、存続は許されない。また、事業ごとの評価可能性は、既存事業や子会社の合併、買収、売却という形でM & Aを機動的に行うことを容易にした。いずれも稀少な資源である資本を有効に使うため、企業価値を高める事業に集中して資本を活用することを促す。第二に、キャッシュフローの概念は、個々の事業をいかに組み合わせるべきかという経営課題に対する指針を与えている。例えば成長性は高いがキャッシュフローを必要とする事業に、成熟産業ではあるが潤沢なキャッシ

ュフローが見込める新規事業を組み合わせるなどの戦略策定が可能になった。第三に、株主の経営に対する評価基準を提供している。価値を創造しているかどうかの評価尺度は経営のパフォーマンスを高める圧力として機能する。他にも財務戦略、組織戦略、インセンティブ制度など広範な経営マターに対して株主価値経営の理念と方法が応用されている¹³。

4．株主価値経営の評価（意義と問題）

株主価値経営の意義は前節までに再三述べてきた。今一度まとめて見れば、株主価値経営論の最大の貢献は、企業価値に関する体系的な理論を、「資本の効率的利用」という立場から確立したことにある。この考え方は、企業が資本から成り立っているという事実から出発したこと、会社法など法律との整合性という点で、かなりの汎用性が認められている。特に株主資本コストの概念、キャッシュフロー割引現在価値の手法は、経営者に対しては、事業戦略、ファイナンス戦略、コーポレートガバナンスなどの現実的な経営マターに関して、意志決定の指針を与えた。株主をはじめとする投資家に対しては、当該企業の経営の巧拙、即ち、企業活動が付加価値を生んでいるのか、価値を破壊しているのかについての判断基準を与えた。これは投資家の意志決定に大きな影響を与える。

一方で課題としては、第1節で述べたように、割引現在価値算出に際しての頑健性の問題がある。特に継続価値はかなり非現実的な仮定で求める一方、FCVにおける重要性は格段に大きい¹⁴。このような不安定な数値をどの様に、実際の経営課題に適応していくかということは大きな問題である。さらに、より本質的な問題としては、伊丹(2000)が指摘するように、企業の評価は資本の面から捉えることもできれば、組織(人)の面から捉えることもできるという点である。井手・高橋(2000)では、「株主価値経営を正しく行えば、それは普遍的な意味での人本主義経営の実現にも繋がる」と理解しているが、これについては疑問がある。詳細に論じる紙幅はないものの、資本主義・市場主義という大枠については株主価値経営も、人本主義経営も共有しており、その意味で両者は絶対的に相反するものではない。しかしながら、株主価値経営が、人件費を雇用契約に基づいたコストと考え、企業の創造する付加価値の権利は全て株主にあると考える以上、企業の主権はメインが従業員、サブとして株主が担うとの考えに基づいた企業経営を是とする人本主義とは、やはり異なるものと考えざるを得ない。どちらがより望ましいという議論はここでの目的ではない。むしろ、ここで強調すべきなのは、株主価値経営は「資本」というお金の面から企業を捉えた理論モデルの体系であり、それ自体は整合性があるものの、一方で組織(人)から企業を捉える方法などのオルタナティブの存在というものを意識しなければならないのではないかということである。つまり企業のパフォーマンスを高める理論としては様々なものがあり、株主価値経営はあくまでその有力なものの一つであるとの相対化が心構えとして必要であろう。その上で、現実直面している課題が株主価値経営的判断に適しているのであれば、これを用いるという態度が必要である。そうすれば株主価値経営の考え方は企業の経営者、株主のみならず、広く利害関係者全般にとって、有効な指針を与えてくれるはずである。

参考文献

井手正介・高橋文郎(2000)「ビジネスゼミナール経営財務入門」日本経済新聞社
伊丹敬之(2000)「日本型コーポレートガバナンス」日本経済新聞社

-
- ¹ 井手・高橋(2000)p18の図1-3にその考え方があらわれている。P17「企業を負債資本(D:Debt)と株主資本または自己資本(E:Equity)からなる、資本増殖のためのブラックボックスという形に、抽象化、単純化してとらえている」とし、調達すべき経営資源として、技術、設備機会、原材料とともに「人材」を挙げている。
- ² これは一見何でもないことのようにだが、株主価値経営の理念を表す最も基本的な考え方である。
- ³ 従って、会計上の利益はあげていても、それが株主資本コストを上回る利益をあげられない場合、企業は価値を創造しているのではなく、価値を破壊していると見なす。
- ⁴ キャッシュ・アウトフロー(流出)を伴うとともに、会計上も原価ないしは費用と認識される。井手・高橋(2000)p372
- ⁵ 理論的には最後に株主の配当原資となるという意味。
- ⁶ 業績が好調である時に「賃金」を増やすことは問題ない。株主価値経営では、利益を資本と労働が取り合うという見方はしない。効率的な労働市場が存在し、賃金においても合理的な水準が決定でき、それは当然の費用として収益から控除すべきだと考える。ただし、それ(合理的水準)以上の追加的報酬を払う必要はないという意味で、賃金と付加価値は明確に切り離されている。
- ⁷ もちろん従業員に報いるのが株主の意向であれば問題ないが、そのような例は希であろう。
- ⁸ 一言で言えば、理論値はロバストネスに欠ける。
- ⁹ 本節で取りあげたものの他にもTSR(総株主リターン)、TBR(総ビジネス・リターン)などがある。井手・高橋(2000)によれば、企業評価尺度の流れは大きく、発生主義会計 キャッシュフロー・ベース評価の流れと、内部経営管理尺度 株価評価尺度の流れがある。歴史的には(キャッシュ、外部) (会計、外部) (会計、内部) (キャッシュ、内部) (キャッシュ、外部) (MVA、EVA)へと進化・統合されつつあるとしている。
- ¹⁰ 加重平均資本コストとは、負債コストである金利と株主資本コストで歩きたい収益率を資産額のシェアで按分して求められるものである。一言で言えば、その企業にとって、資金調達に必要な平均的費用を利率の形で表したものである。
- ¹¹ 継続価値は一定成長配当割引モデルを応用して求め、加重平均コストは、負債の金利とベータ値などを利用して得た株主資本コストを、時価ベースの負債・株式総額で按分して求める。
- ¹² 実際のNOPATは、会計的な営業利益から、資本コストに計上すべき諸項目について修正した営業利益から支払ベースの法人税を控除して求める。
- ¹³ より具体的には、キャッシュフローをどう活用すべきか(株価償却、借入金返済など)という財務戦略、企業グループをいかに運営すべきか(持ち株会社、事業部制など)という組織戦略、ストックオプションなどの従業員に対するインセンティブ制度などである。
- ¹⁴ 継続価値が少し変化するだけでFCVが5%や10%などすぐに変化してしまう。