

論文

企業価値モデルと目標・施策展開
特にステークホルダー間の利害調整を重視した適用について

浜田和樹

<論文要旨>

企業価値を高めるためには、全てのステークホルダーを満足させ、継続的な協力関係を維持しながら、複数の目標間のバランスをとりつつ環境の変化に適切に対応することが必要である。企業価値を表す指標の一つとして経済的残余利益の指標があるが、その指標にもステークホルダーの要求を反映したコストを考慮に入れる必要がある。本稿では具体的な企業価値を高める戦略決定法として、単年度のそのような経済的残余利益目標をクリアしつつ、プロジェクトの実行による割引キャッシュフロー最大化モデルを立てて調整する方法を提案した。そして、このモデルの解をもとにして、目標・施策展開による実施法について考察した。

<キーワード>

経済的残余利益, キャッシュフロー, 企業価値モデル, 目標・施策展開

A Corporate Value Model and the Goal-Means Deployment
Adjustment of interests among stakeholders

Kazuki Hamada

Abstract

To increase corporate value, it is necessary to satisfy all stakeholders, maintain the continuous collaboration with them and cope with the change of situation suitably while keeping a balance among several goals. One of the corporate value indicators is economic residual income. But I think it is necessary to involve the cost caused by satisfying stakeholders' requirements in the calculation. As a concrete method of strategic decision-making to increase corporate value, I propose the method of the maximization model of discounted cashflow from the projects, by which the goal of the above-mentioned economic residual income is satisfied for each period. Then I consider the implementation method, the goal-means deployment method based on the model's solution

Key Words

Economic residual income, Cashflow, Corporate value model, Goal-means deployment

2003年11月20日 受付
2004年3月14日 受理
西南学院大学商学部

Submitted 20, November 2003.
Accepted 14, March 2004.
Faculty of Commerce, Seinan Gakuinn University

1. はじめに

近年における直接金融の増加，安定株主構造の崩壊，内外の機関投資家の多数株式保有等による企業価値重視の経営の必要性から，EVAなどの経済的残余利益の指標が考え出された。しかし，経済的残余利益の算定において，十分な考慮が払われるのは，各種ステークホルダー関係のコストのうち，株主の要求を示す自己資本コスト（株主の期待収益）のみであり，それ以外のステークホルダーの要求はあまり考慮に入れられていない。また，現実企業の実践や研究においても，目標とする経済的残余利益がプラスであればよいということのみが主張され，長期的展望の下で，その目標値を理論的に決定する方法についての考察は，あまりなされていない。

それ故，本稿では，その点を考慮に入れた戦略決定・実施法について考察することが目的である。本稿の特徴は，

- ① 経済的残余利益の算定において，長期的視点からみて，ステークホルダーとの協力を得るために必要となる各種のコストを織り込むことが必要であると主張していること
- ② 企業価値最大化モデルを作成して，単年度の経済的残余利益の額を，モデルを解くことにより決定するための理論的フレームワークを提示していること
- ③ 具体的実施のための目標・施策展開の方法について考察していること

である。

2. ステークホルダーの要求を加味した企業価値モデルの必要性

2.1. ステークホルダーの要求を加味することの必要性と経済的残余利益

会社は，株主や顧客等の一部のステークホルダーを重視した経営を行いがちであるが，このような方法では最適な企業価値を実現できない。というのは，ステークホルダー間で長期的には利害が一致することが多いが，短期的には利害が対立することがよくあるからである。長期的な企業価値を高めるためには，全てのステークホルダーを満足させ，継続的な協力関係を維持しながら，複数の目標間のバランスをとりつつ環境の変化に適切に対応することが必要である。財務省財務総合研究所[2003]はコーポレート・ガバナンスについてアンケート調査をし，その中の企業が重視しているステークホルダーについての調査（2項目まで選択可能）では，回答企業総数に対する回答項目の割合は，一般顧客(50%)，取引先企業(44.1%)株主(31.3%)，従業員(28.5%)，取引先銀行(16.6%)，系列企業集団(8.5%)である。そして株主の中でも，近年，個人投資家を重視する割合が増えているという結果を報告している。また近年，経済同友会[2003]は，企業のステークホルダーへの社会的責任（Corporate Social Responsibility：CSR）とコーポレート・ガバナンスの2軸をもとに，評価指標の提案を行っている。

以上のように，ステークホルダーを考慮に入れた経営が必要であり，長期的価値向上の一つの方法として，協力関係を引き出すために必要とされる種々のコストを控除した後で計算される最終的株主分配額が目標値を上回ること，あるいは最終的株主分配額を最大化することを志向した経営が考えられる。

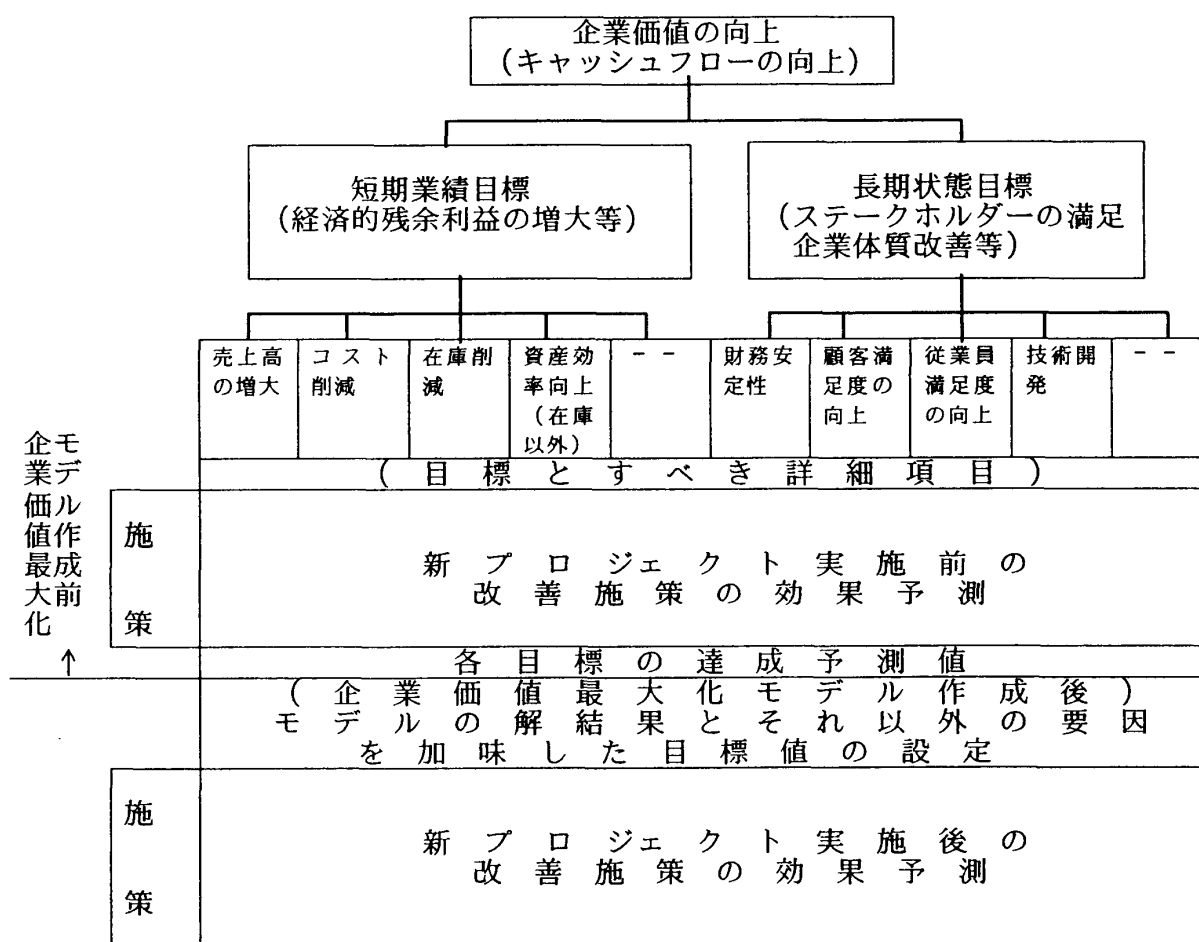
このような観点からの経済的残余利益の元になる営業利益の算定には，株主の期待収益のほかに，

企業価値モデルと目標・施策展開
特にステークホルダー間の利害調整を重視した適用について

- ① 従業員のための、十分な賃金・給与，退職給付引当金繰入額，教育訓練費等の従業員関連コスト
- ② 顧客関係，サプライヤー関係を維持するための，価格に見合った品質コスト，十分な顧客・サプライヤー関係コスト
- ③ R&D，設備投資などの将来に備えての十分な支出額
- ④ 環境保全のために必要になるコスト

等が差し引かれていなければならない。差し引くコスト項目とその見積り額を得るためには，バランスト・スコアカードや図1のような目標・施策の展開図であるTP図表（秋庭[1994]）が有用である。図1は，経済的残余利益に関するところだけでなく，後で説明することになる本稿のテーマである企業全体の目標からの目標・施策展開をも示している。

(図1) 企業価値最大化のための目標・施策



2.2. 数理計画法による企業価値モデルのタイプ

2.1 で述べたようなコストを考慮して算定された経済的残余利益は，ステークホルダー全体の目標値をクリアした値となる。そして理論モデルとして，それを用いた企業価値モデルが作成できる。数理計画モデルに限定しても，モデル化の方法として，

- ① ある特定の目標を最大化し，他の全ての目標を制約条件とする方法。（単一の目的関

数からなる通常の数理計画問題)

- ② 各目標水準からの偏差に対して、不満足度（ウエイト）を前もって決めておき、このウエイトで評価した偏差の加重合計を最小化する方法。（目標計画法）
- ③ 複数の有効解を求め、この中から経営者の判断によってある政策を選ぶというような方法。有効解とは、どれか一つの解（目標）の値を高めるためには、他の解（目標）の値を減ずることなく実行できないような状態にある解のこと。（多目的計画法）
- ④ 全ての目標を制約条件の形で表し、その制約条件を満たす任意の実行可能解を求める方法。（シミュレーションによる方法）
- ⑤ 各目標に関する値を一つの値として設定するのではなく、各目標について区間を設定し、調整する方法。（区間計画法）

が考えられる。具体的モデルについて考察する前に、利害調整、目標決定への管理会計の機能について考察してみる。

3. 利害調整、目標決定への管理会計の役割

ステークホルダー間の利害の調整は管理会計の重要な役割であるが、これについてはすでに考察した。それ以外のことについて考えてみることにする。短期的観点からの経済的残余利益の最大化を志向した経営は、必ずしも長期の企業価値を最大化することにはならないことがよくある。というのは、長期利益（長期企業価値）を犠牲にして短期利益の最大化が行われることがあるからである。それ故、これらの中に整合性をもたせるよう目標を調整することは、管理会計の重要な役割である。

長期計画となると個々のプロジェクトの計画が重要となる。管理会計ではプロジェクトの経済性評価に、会計上の利益ではなくキャッシュフローが用いられてきた。キャッシュフロー利益と会計上の利益は、個々の会計年度ごとにみれば大きな相違があるにしても、計画期間全体でみれば両者の利益の合計は一致する。しかし戦略計画において、全期間のトータル利益だけを重視するわけにはいかない。

以上から考えて単年度の評価には、経済的残余利益が望ましい。しかし、個別計画等の計画を総合化して全体年度を見る場合には、キャッシュフロー利益を中心とするほうがわかりやすい。また、期間計画利益を最適にするという意図でプロジェクトを選択すると、大規模なプロジェクトは敬遠される傾向になる。

それ故、単年度の経済的残余利益目標をクリアしつつ、プロジェクト実行による割引キャッシュフロー最大化モデルを立てて計画を調整することが望ましい。このモデルも企業価値最大化を志向したモデルである。（厳密には、企業価値最大ということであれば、割引フリーキャッシュフローの最大化モデルにする必要がある）。現実企業における調査では、キャッシュフロー予測を必要とする投資プロジェクトのタイプとして、新規設備投資、施設の拡張投資、近代化投資、研究開発投資等があり、キャッシュフローを見積もるための標準的手続きをもっている企業もかなりあると報告されている（鳥邊[1997], p.45）。ただ、投資プロジェクトの決定に数理計画法を採用している企業は少ないとの調査結果もある（山本[1998], p.14, p.16）。

理論的には終期までの計画を考慮に入れる必要があるが、現実企業では、調査から予測可能な3から6年くらいの計画期間を対象にすることが実践的であるようである。多期間のキャッ

企業価値モデルと目標・施策展開
特にステークホルダー間の利害調整を重視した適用について

シュフローの正確な予測は難しいが、ある程度の正確性をもった値で行うとしても解決の糸口になると思われる。

モデルの解が求めれば、これを達成すべく企業の階層組織の中で、実行可能な目標に落とし込むことになる。モデルの解が財務数値のみであったとしても、財務的側面と非財務的側面の両者の関係を考慮しながら、落とし込むことが必要である。これはまた、管理会計の重要な機能の一つである。その際、図1のような展開図や、バランスト・スコアカードの手法が有用である。

4. 企業価値最大化モデル（割引キャッシュフロー最大化モデル）

4.1. モデルの特徴と前提条件

本稿で以下に示すモデルはプロジェクトを考慮に入れた企業価値最大化の財務モデルであるが、財務目標は、企業を取り巻くステークホルダーの要望を反映したものであり、利害調整は完全ではないにしても、かなりの部分、最終的には財務目標間の整合性の達成を通して実現されると思われる。ただ図1などをもとにして、財務モデルの背後にある非財務要因との関連を考慮することが必要である。また経済的残余利益の計算過程において、ステークホルダーを満足させる各種のコスト（支出）が差し引かれていなければならない。

図1では前節までの議論をもとにして、企業価値を最大化するためには、経済的残余利益の増大等に係わる短期業績目標と、ステークホルダーの満足や企業体質改善に係わる長期状態目標の両者を考慮に入れる必要があることを示している。そして、短期業績目標と長期状態目標が、各個別目標に詳細に展開されることになる。この個別目標をもとに施策が検討され、その施策を実行した場合の効果が予測されることになる。その効果予測にもとづいて、各目標の予測値が見積もられることになる。これらのことや制約条件を考慮しながら、全体モデルが作成されることになる。これらの一連の手順を示した図が、図1の上半分である。

モデルの前提条件は、以下の通りである。

（目的関数）

プロジェクトの採用による増分で計算された割引正味キャッシュフローの最大化とする。

（ただし、計画期間末に残っている債権、債務と、それから生ずる利子等の現在価値も、目的関数に含めて定式化する。）

計画期間は T 期間（ただ、キャッシュフローは N 期間まで生じる。 $T < N$ ）である。

J 個のプロジェクト案がある。

（制約条件）

経済的残余利益目標の制約

負債比率の制約

資金調達に関する制約

顧客・従業員等の満足度改善プロジェクトに関する制約

（その他の条件）

企業外部からの資金調達として、長期借入金による調達と自己資本による調達がある。

期末に残った資金は、次年度期首に短期貸付金として貸し出すこともできる。

長期借入金は計画期間の間に返済しないが、短期貸付金は各期末に返済を受ける。

長期借入利率、短期貸付利率は、1種類で、一定とする。
 利益は配当金、役員賞与として社外に流出、残額は自己資本として積み立てられる。
 税金を考慮に入れないし、逐次的なプロジェクト決定でもないとする。
 CAPMにより算定した自己資本コストも一定とする。

4.2 モデルの表記

繰り返し述べるが、以下に示す利益、キャッシュフロー等のパラメータには、ステークホルダーとの協力に必要な十分なコストが控除されていることが前提となる。

(係数, 制約値)

p_{tj} - - - j プロジェクトの採用により新たに生ずる t 期の利益 (ただし, 新プロジェクトのための借入金の利息と余剰資金の貸付の利息を除く)

($j=1$ から J , $t=1$ から T)

P_t - - - 新プロジェクトを行わなくても得られる t 期の利益 ($t=1$ から T)

G_0 - - - 計画時より前に得られている利益

a_{tj} - - - j プロジェクトの採用により, 新たに生ずる t 期のキャッシュフロー

($j=1$ から J , $t=1$ から T)

$a_{tj} > 0$ - - - キャッシュインフロー

$a_{tj} < 0$ - - - キャッシュアウトフロー

g - - - 経済的残余利益の目標増加率

Q_t - - - 現有状態での活動から得られる t 期の資金利用額 (ただし, 配当金, 役員賞与の支払は考慮に入れていない.) ($t=1$ から T)

B_0 - - - 新プロジェクトを行う前の負債

B_t^* - - - t 期における新プロジェクトの長期借入金による調達の限度額 ($t=1$ から T)

E_0 - - - 新プロジェクトを行う前の自己資本

E_t^* - - - t 期における新プロジェクトのための自己資本による調達限度額

($t=1$ から T)

u_{tj} - - - t 期における j プロジェクトによる顧客・従業員満足改善効果

($j=1$ から J , $t=1$ から T)

m - - - 負債比率の目標値

U_t - - - t 期における顧客・従業員満足改善目標値 ($t=1$ から T)

r - - - 短期貸付金の利率

i - - - 長期借入金の利率

c - - - 自己資本に対する期待収益率

ν - - - 利益に対する社外流出の割合

d - - - 現在価値に割引くための割引率

(変数)

x_j - - - j プロジェクトを採用するかどうかを示す変数 ($j=1$ から J)

$x_j = 1$ - - - j プロジェクトを採用する.

$x_j = 0$ - - - j プロジェクトを採用しない.

企業価値モデルと目標・施策展開
特にステークホルダー間の利害調整を重視した適用について

L_t - - - t 期における余剰資金の短期貸付額 ($t=1$ から T)

B_t - - - t 期における新プロジェクトのための長期借入金による調達額 ($t=1$ から T)

E_t - - - t 期における新プロジェクトのための自己資本による調達額 ($t=1$ から T)

l_t - - - t 期における短期貸付金の利息 ($t=1$ から T)

b_t - - - t 期における新プロジェクト採用による長期借入金の利息 ($t=1$ から T)

V_T - - - 計画期間以後に生ずるキャッシュフローを T 期の値に割引いた額

G_t - - - t 期における利益 ($t=1$ から T)

K_t - - - t 期末における自己資本 ($t=1$ から T)

R_t - - - t 期末における負債 ($t=1$ から T)

$(RI)_t$ - - t 期における残余利益 ($t=1$ から T)

4.3. モデルの構造

(利益)

$$G_t = P_t + \sum_{j=1}^J p_j x_j + l_t - b_t \quad (t=1 \text{ から } T) \quad (1)$$

$$l_t = rL_t, \quad b_t = i \sum_{k=1}^K B_k \quad (t=1 \text{ から } T) \quad (2)$$

よって

$$G_t = P_t + \sum_{j=1}^J p_j x_j + rL_t - i \sum_{k=1}^K B_k \quad (t=1 \text{ から } T) \quad (3)$$

(CAPMが反映された経済的残余利益)

$$(RI)_0 = G_0 - cE_0 \quad (4)$$

$$(RI)_t = G_t - cK_t \quad (t=1 \text{ から } T) \quad (5)$$

(経済的残余利益に関する制約)

$$(RI)_t \geq (1+g)(RI)_{t-1} \quad (t=1 \text{ から } T) \quad (6)$$

(自己資本額)

$$K_t = E_0 + \sum_{k=1}^t E_k + \sum_{k=1}^t G_k - v \sum_{k=1}^t G_{k-1} \quad (t=1 \text{ から } T) \quad (7)$$

(負債総額)

$$R_t = B_0 + \sum_{k=1}^t B_k \quad (t=1 \text{ から } T) \quad (8)$$

(負債比率目標制約)

$$\frac{R_t}{K_t} \leq m \quad (t=1 \text{ から } T) \quad (9)$$

$$R_t - mK_t \leq 0 \quad (t=1 \text{ から } T) \quad (10)$$

(資金調達制約)

$$-\sum_{j=1}^J a_{1j} x_j + L_t \leq B_t + E_t + Q_t - vG_0 \quad (11)$$

$$-\sum_{j=1}^J a_{2j} x_j + L_t \leq B_t + E_t + (1+r)L_{t-1} - i \sum_{k=1}^{t-1} B_k + Q_t - vG_{t-1} \quad (t=2 \text{ から } T) \quad (12)$$

$$B_t \leq B_t^* \quad (t = 1 \text{ から } T) \quad (13)$$

$$E_t \leq E_t^* \quad (t = 1 \text{ から } T) \quad (14)$$

(顧客・従業員満足の改善プロジェクトの目標制約)

$$\sum_{j=1}^J u_j x_j \geq U_t \quad (t = 1 \text{ から } T) \quad (15)$$

(目的関数)

$$\sum_{t=1}^T \sum_{j=1}^J \frac{a_{jt}}{(1+d)^t} x_j + \frac{1}{(1+d)^T} \{ V_T + (1+r)L_T - (1+i) \sum_{t=1}^T B_t \} \quad (16)$$

ただし

$$V_T = \sum_{i=T-1}^N \sum_{j=1}^J \frac{a_{ji}}{(1+d)^{T-i}} x_j \quad (17)$$

以上から企業価値最大化モデルを求めれば、以下の通りになる。

$$\text{Max} \quad \sum_{t=1}^T \sum_{j=1}^J \frac{a_{jt}}{(1+d)^t} x_j + \frac{1}{(1+d)^T} \{ V_T + (1+r)L_T - (1+i) \sum_{t=1}^T B_t \} \quad (18)$$

(制約条件)

$$(RI)_t - (1+g)(RI)_{t-1} \geq 0 \quad (t = 1 \text{ から } T) \quad (19)$$

$$R_t - m K_t \leq 0 \quad (t = 1 \text{ から } T) \quad (20)$$

$$-\sum_{j=1}^J a_{1j} x_j + L_1 - B_1 - E_1 \leq Q_1 - v G_0 \quad (21)$$

$$-\sum_{j=1}^J a_{tj} x_j + L_t - (1+r)L_{t-1} - B_t + \sum_{i=1}^{t-1} B_i - E_t + v G_{t-1} \leq Q_t \quad (t = 2 \text{ から } T) \quad (22)$$

$$B_t \leq B_t^* \quad (t = 1 \text{ から } T) \quad (23)$$

$$E_t \leq E_t^* \quad (t = 1 \text{ から } T) \quad (24)$$

$$\sum_{j=1}^J u_j x_j \geq U_t \quad (t = 1 \text{ から } T) \quad (25)$$

$$x_j = 0, 1 \quad (26)$$

(定義式)

$$G_t = P_t + \sum_{j=1}^J p_j x_j + r L_t - i \sum_{i=1}^t B_i \quad (t = 1 \text{ から } T) \quad (27)$$

$$(RI)_0 = G_0 - c E_0 \quad (28)$$

$$(RI)_t = G_t - c K_t \quad (t = 1 \text{ から } T) \quad (29)$$

$$K_t = E_0 + \sum_{i=1}^t E_i + \sum_{i=1}^t G_i - v \sum_{i=1}^t G_{i-1} \quad (t = 1 \text{ から } T) \quad (30)$$

$$R_t = B_0 + \sum_{i=1}^t B_i \quad (t = 1 \text{ から } T) \quad (31)$$

$$V_T = \sum_{i=T-1}^N \sum_{j=1}^J \frac{a_{ji}}{(1+d)^{T-i}} x_j \quad (32)$$

上記モデルに対して、割引率に関する問題がある。というのは、割引率は内生的に決まる限界的投資機会を反映した利率とすれば、モデルの最適解が求まって初めて決定されるというこ

企業価値モデルと目標・施策展開
特にステークホルダー間の利害調整を重視した適用について

とになるからである。また、WACC（加重平均資本コスト）がそれを反映しているかどうかの問題もある。WACCに反映されるとすれば、上記モデルでは負債と自己資本の割合が求められるので、それを用いた計算式をモデルに含めればよい。ただモデルは複雑になる。しかし、本稿では、割引率は必ずしも内生的な要因のみによって決定されるのではなく、リスクや政策等の外部要因をも総合的に考慮に入れた時間選好率であるとして、モデルを作成している。実際企業が割引率に何を使用しているかについては、WACCを用いている企業と同時に、現在の資本利益率を用いている企業、公社債の利回りで計算している企業もある(西澤[1995], p.255)。

5. 数値例

プロジェクト案が4種類あり、それぞれのプロジェクトから4期間の間、キャッシュフローが発生するとする。しかし、計画の対象期間は3期間であるとする。表1は、各プロジェクトから予想されるキャッシュフローの額である。また表2では、各プロジェクトから予想される第3期までの利益の増分である。ただし、この増分の中には、プロジェクトを採用することによる支払利息と受取利息の増減が含まれていない。

(表1) プロジェクトから予想されるキャッシュフロー (a_{ij}) (単位: 百万円)

	第1期	第2期	第3期	第4期
第1プロジェクト案	-35	30	10	-
第2プロジェクト案	10	-20	20	-
第3プロジェクト案	-20	15	-10	30
第4プロジェクト案	-	-30	50	10

マイナスの値 - - - キャッシュアウトフロー
プラスの値 - - - キャッシュインフロー

(表2) プロジェクトから予想される利益（追加利息考慮前）の増分 (p_{tj}) (単位: 百万円)

	第1期	第2期	第3期
第1プロジェクト案	-8	5	4
第2プロジェクト案	3	8	-2
第3プロジェクト案	5	10	-5
第4プロジェクト案	-	-6	10

その他の係数値 (u_{tj} は除く) は、次の通りであるとする。

$$G_0 = 18$$

$$E_0 = 110, B_0 = 100$$

$$P_1 = 15, P_2 = 20, P_3 = 35$$

$$Q_1 = 11, Q_2 = 8, Q_3 = 10$$

$$B_1^* = 20, B_2^* = 20, B_3^* = 5, E_1^* = 15, E_2^* = 15, E_3^* = 5$$

$$r = 2\%, i = 8\%, \nu = 50\%, d = 10\%, c = 11\%, g = 20\%, m = 80\%$$

$$U_1 = 20\%, U_2 = 50\%, U_3 = 70\%$$

各プロジェクトから予想される顧客・従業員関係の改善効果は、表3の通りである。数字は、現在からの伸びで表されている。

(表3) プロジェクトから予想される顧客・従業員関係の改善効果 ($u_{t,j}$) (単位: %)

	第1期	第2期	第3期
第1プロジェクト案	10	15	25
第2プロジェクト案	5	20	30
第3プロジェクト案	10	15	30
第4プロジェクト案	20	20	25

表1より割引率を用いて、各プロジェクトの各期ごとの現在価値を計算したものが、表4である。

(表4) キャッシュフローの割引現在価値 $a_{t,j}/(1+d)^t$ (単位: 百万円)

	第1期	第2期	第3期
第1プロジェクト案	-31.8	24.8	7.5
第2プロジェクト案	9.1	-16.5	15.0
第3プロジェクト案	-18.2	12.4	-7.5
第4プロジェクト案	-	-24.8	37.6

モデルを解いて得られた計算結果は、

最大値 66.02(百万円)

$x_1=0$, $x_2=1$, $x_3=1$, $x_4=1$

$V_3=36.40$

$L_1=7$, $L_2=0$, $L_3=58.34$

$B_1=0$, $B_2=16.43$, $B_3=0$

$E_1=15$, $E_2=15$, $E_3=5$

$G_1=23.14$, $G_2=30.69$, $G_3=37.85$

$K_1=139.14$, $K_2=173.26$, $K_3=200.77$

$R_1=100$, $R_2=116.43$, $R_3=116.43$

$(RI)_1=7.83$, $(RI)_2=11.63$, $(RI)_3=15.77$

であり、それをまとめたものが表5である。この計算結果より、採用されるプロジェクトは、第2、第3、第4のものであり、それによって生じる増分キャッシュフローの現在価値は、66.0(百万円)であることがわかる。第3期までのキャッシュフローの現在価値は、表5に示されており、第1期-9.1(百万円)、第2期-28.9(百万円)、第3期45.1(百万円)である。利益は、第1期23.1(百万円)、第2期30.7(百万円)、第3期37.9(百万円)であり、経済的残余利益は、第1期7.8(百万円)、第2期11.6(百万円)、第3期15.8(百万円)となる。また負債比率も顧客・従業員満足の改善度も、制約条件を満足しているのがわかる。

企業価値モデルと目標・施策展開
特にステークホルダー間の利害調整を重視した適用について

(表5) 計算結果の要約

	第1期	第2期	第3期
増分キャッシュフローの現在価値	-9.1	-28.9	45.1
新プロジェクトを実施しない場合の利益	15.0	20.0	35.0
新プロジェクト実施後の利益付加分(追加利息考慮前)	8.0	12.0	3.0
利益(追加利息考慮前)	23.0	32.0	38.0
受取利息増加分	0.1	0	1.2
支払利息増加分	0	1.3	1.3
利益	23.1	30.7	37.9
新プロジェクト実施前の自己資本	110.0	110.0	110.0
新プロジェクトの増資分	15.0	30.0	35.0
新プロジェクト実施後の累積利益	23.1	53.9	91.7
新プロジェクト実施後の累積外部流出額	9.0	20.6	35.9
自己資本	139.1	173.3	200.8
自己資本コスト	15.3	19.1	22.1
経済的残余利益	7.8	11.6	15.8
新プロジェクト実施前の負債	100.0	100.0	100.0
新プロジェクトによる負債の増加分	0	16.4	16.4
負債	100.0	116.4	116.4
負債比率	72%	67%	58%
新プロジェクトによる顧客・従業員満足の改善度	35%	55%	85%

6. 戦略実施のための目標・施策展開

モデルの解が求まると、実施するプロジェクトと、そのプロジェクトを実施した場合の利益やキャッシュフロー等の主要財務目標が決まる。そしてこれらの目標をもとに、それらを達成するための非財務的要因、さらにはモデルには明確に示されなかったそれら以外の考慮すべき要因の目標値を設定し、それらの目標値を達成するための施策を選択することになる。その際、効果が予測され、目標値を満足するかどうかの検討が行われることになる。この手順は、図1の下半分に係わっている。必要であれば、具体的な実施目標と施策を徐々に下位に落としこんでいくことになる。落とし込んでいく手法として、方針管理、図1のような展開図が有用である。

展開図を用いることで、目標と施策の関係がよくわかり、組織目標をバランスよく達成できる。また、企業価値の最大化をもたらす長期戦略目標から現場の目標までを論理的に考察でき、首尾一貫性が保たれることになる。モレも少なくなる。プロジェクト相互間の関係もよくわかる。さらに、従業員が何をすべきかよくわかるので、全体目標に向かうよう動機づけられ、具体的な目標・施策を実行するための有効な組織編成も可能になる。

R. S. Kaplan & D. P. Norton([2001], pp.100-104)はステークホルダー・スコアカードとKPIスコアカードを、バランスト・スコアカードとまったく似て非なるものとしている。というのは、両者のスコアカードは、ビジョンや戦略と明確に関係づけられていないからとしている。ステークホルダー・スコアカードは、株主、顧客、従業員、サプライヤー、コミュニティなど

の構成者等のステークホルダーの各々の目標を定義し、それに関する尺度や目標値をもつスコアカードのことである。KPIスコアカードは、実施上、重要な業績評価指標の数多くの指標をカテゴリーごとに分類したようなスコアカードのことである。

しかし、戦略立案にはステークホルダーを考慮することが必要であるので、戦略とリンクしたステークホルダー・スコアカードが必要であるし、戦略実行のためには戦略とリンクしたKPIスコアカードが必要である。それ故私は、そのようなスコアカードは、バランス・スコアカードであると考えている。

7. おわりに

本稿では、企業の長期的発展（企業価値の向上）のためには、ステークホルダーとの協力が重要であると考え、そのような点を重視した戦略決定と、戦略にもとづいた施策決定について考察した。

そして戦略決定のために、各種のステークホルダーの要求を考慮した増分で計算した企業価値最大化モデル（割引キャッシュフロー最大化モデル）を提示した。このモデルは1例であり、他の数理計画手法による定式化ももちろん可能である。ステークホルダーの要求も、大幅に簡略化している。財務モデルは、ステークホルダーの利害の全てを表していないが、重要な要因を反映していると思われる。ただ、財務モデルを作成するときも、背後にある非財務要因を考慮することが必要である。このモデルの最大の特徴は、単年度の経済的残余利益の最大化は、必ずしも長期的な企業価値の最大化にならないという点を考慮したことである。そのため、キャッシュフローと利益の2つの異なる概念を、モデルに導入したことである。

戦略にもとづいた施策決定において、財務目標の達成のみでは不完全であり、財務目標を補うものとして、非財務目標を考慮する必要があると考えた。財務目標と非財務目標の関係の考察も必要である。それ故、本稿では、それらのことを考慮した目標・施策展開の手法を考察した。

謝 辞

本稿は、関西学院大学で開催された日本管理会計学会 2003 年度全国大会における統一論題（テーマ「戦略経営と管理会計」）での報告を加筆修正したものである。座長の上総康行先生、ディスカッサントの櫻井通晴先生、そのほか多数の先生方から貴重なコメントをいただきました。また本稿の作成にあたり、匿名のレフェリーの先生、編集委員長の小倉昇先生に貴重な改善のコメントをいただきました。ここに記して感謝の意を表します。

参考文献

- 秋庭雅夫．1994．『TPマネジメントの進め方』日本能率協会マネジメントセンター．
 浅田孝幸．2002．『戦略的管理会計——キャッシュフローと価値創造の経営』有斐閣．
 Arnold, G. & M. Davies. 2000. *Value-Based Management : Context and Application*, John Wiley & Sons.
 Atkinson, A. A., J. H. Waterhouse & R. B. Wells. 1997. "A Stakeholder Approach to Strategic

企業価値モデルと目標・施策展開
特にステークホルダー間の利害調整を重視した適用について

- Performance Measurement”, *Sloan Management Review*, Spring.
- 伏見多美雄. 1992. 『経営の戦略管理会計』中央経済社.
- 池田和明. 2000. 「キャッシュフロー重視の経営」管理会計学, 第8巻, 第1・2号.
- Kaplan, R. S. & D. P. Norton. 2001. *The Strategy Focused Organization*, Harvard Business School Press, (櫻井通晴監訳. 2001. 『キャプランとノートの戦略バランス・スコアカード』, 東洋経済新報社).
- 上總康行. 2001. 「企業価値創造経営のための管理会計システム——EVA 評価法の登場」大阪市立大学経営学会経営研究, 第51巻, 第4号.
- (社)経済同友会編. 2003. 『「市場進化」と社会的責任経営——企業の信頼構築と持続的な価値創造に向けて (第15回企業白書)』.
- 小林啓孝. 2002. 「投資意思決定とDCF法の拡張」企業会計, 第54巻, 第4号.
- 小林啓孝. 2001. 『事業再編のための企業評価』中央経済社.
- 昆 誠一. 2003. 「米国における株主価値経営の失敗——過度な自己統治と情報の非対称性の意図的拡大」九州産業大学経営学論集, 第13巻, 第4号.
- 門田安弘. 1987. 『D S S会計の理論と実際』第三出版.
- 門田安弘. 2003. 『組織構造と管理会計』税務経理協会.
- 門田安弘. 1980. 「目標調整に関する管理会計の機能」会計, 第118巻, 第1号.
- 門田安弘. 2002. 「事業評価と管理者評価への日本的特色の導入」会計プロGRESS, 第3号.
- 門田安弘, 浜田和樹, 李 健泳編著. 2001. 『組織構造のデザインと業績管理』中央経済社.
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編. 2001. 「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果」(調査報告).
- 西村慶一, 鳥邊晋司. 2000. 『企業価値創造経営』中央経済社.
- 西沢 脩. 1995. 『日本企業の管理会計——主要229社の実態分析』中央経済社.
- 櫻井通晴. 2003. 『バランス・スコアカード——理論とケーススタディ』同文館.
- 佐藤紘光. 1971. 「個別計画と期間計画との統合」企業会計, 第23巻, 第2号.
- 柴川林也. 1979. 『新版投資決定論』同文館.
- 杉山善治. 2002. 『投資効率を高める資本予算』中央経済社.
- 杉山善治. 2002. 「伝統的投資評価技法の限界とその克服——BSCモデルの提唱」会計, 第164巻, 第2号.
- 小倉 昇. 2002. 「割引現在価値を利用した企業価値モデル」企業会計, 第54巻, 第4号.
- 田中隆雄. 2002. 「会計観の進化と割引現在価値の意義」企業会計, 第54巻, 第4号.
- 高田橋範充, 鈴木一功. 2003. 「企業価値評価とキャッシュフロー」会計, 第164巻, 第2号.
- 鳥邊晋司. 1997. 『企業の投資行動の理論』中央経済社.
- Weingartner, H. M.. 1963. *Mathematical Programming and the Analysis of Capital Budgeting Programs*, Prentice-Hall.
- 山本昌弘. 1998. 「日本企業における経営戦略的投資決定法(1)——資本予算の評価技法」経理情報, 第840号.
- 財務省財務総合政策研究所編. 2003. 『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生』(調査報告書).