

外部企業評価指標の基本要素と含意

梶 浦 昭 友

I 企業評価観の変革 ―はじめに―

わが国において、近年、企業評価に対する関心が高まり、企業評価のための指標の議論や見直しが進んでいる。わが国において企業評価指標に関する議論の契機となった要因は多様であろうが、ここではいくつかを指摘しておく。

まず、基本となるのはコーポレート・ガバナンス (corporate governance) 観の変容であろう。コーポレート・ガバナンスの意義については各種の見解があり、ここではそれ自体は考察の対象としないが、企業評価の視点からはとくに株主価値志向の台頭を指摘できよう。公開企業や将来の公開を意図する企業において、資金調達のスキームが多様化し、資本市場における資金調達に際して、投資者からの企業評価の監視も強まっている。そのうちでも、リスク資本としての株式投資者による、リスクに見合うリターンを志向する方向が強まれば、企業も投資者へのリターンを意識せざるをえない。これは、ガバナンス観の変化と同時に、企業評価観の変化でもある。そのため、このような変化に対応した評価概念が出現している。

また、連結・グループ情報への移行、キャッシュ・フロー情報の導入、時価（公正価値）評価への部分的な移行の三つに代表される会計基準の改訂がある。基準の改訂は、企業評価そのものの変革を意図したものではなく、国際的な潮流に合わせる方向性が強いものであるが、経営者の視点の変化をも

たらしめている。後述するように、会計情報には制約も存在しており、経営の視点は、本来、会計数値の捻出を志向するべきではないと考えられるが、実際には昨今の基準改訂が影響を与えていることも事実であろう。その意味では、会計基準の改訂が、企業評価に対する経営者の視点の変化の誘因となった側面もあると考えられる。

さらに、景気の悪化に伴う企業ビジョンの混乱と再確認である。景気の悪化が一時的なのか持続的なのか、また、企業評価の本質に景気の悪化それ自体がかかわるかどうかは考察外としても、企業は営利組織体であるという当然の前提の再認識が企業評価の重要性を浮き彫りにしている。営利組織体を維持する基盤としての競争優位の後退、いわゆるデフレの進行による売上高や利益の逡減といった収益性に関連する事項だけではなく、格付けによる信用リスク判定の定着、さらには株価による審判といわれるような企業評価観の変革によって、企業評価の視点自体に相当の混乱が生じており、評価指標の再認識と見直しが迫られていると考えることができる。

そこで本稿では、とくに外部分析の視点から、基本的な外部企業評価概念を検討している Pamela P. Peterson and David R. Peterson による研究¹⁾を基礎として、代表的な概念の特徴を整理し、あわせて分析上の操作可能性を検討することにしたい。

II 伝統的な企業評価概念

1. 会計数値に関する留意事項

本稿で取り上げる企業評価概念は、基本的には米国で生成・発展したものである。ところが、わが国の会計基準は部分的には調和化の方向にあるとしても、多くの部分で米国との相違が見られる。そこから財務諸表数値の内包

1) Peterson, P. P. and D. P. Peterson, *Company Performance and Measures of Value Added*, The Research Foundations of the Institute of Chartered Financial Analysts, 1996. なお、出版社に Chartered という語が見られるが、米国における出版物であり、Chartered Financial Analyst (CFA) は米国財務アナリスト協会 (The Institute of Chartered Financial Analysts) 認定のアナリスト資格である。

が異なるばかりか、財務諸表の形式も異なっている。貸借対照表もそうであるが、とくに損益計算書に大きな形式上の相違がある。わが国において財務分析概念や指標を取り上げる場合、この点が度外視されてきた傾向にある。そこで、以下で留意点に触れておこう。

わが国においては、損益計算書で各種利益の区分計算表示を行うのに対し、米国では部分的な区分計算の事例はあるが、多くはいわゆる一括計算方式を採り、わが国における売上総利益、営業利益、経常利益に該当する利益計算区分が常に存在するわけではない。したがって、分析の観点からは、わが国の損益計算書には、解釈上の内包をあらかじめ想定した利益概念があるといえる。企業評価の領域では、近年、例えばNOPAT (net operating profit after tax : 税引後純営業利益) という利益数値が各種の分析側面で用いられるが、この数値が米国の損益計算書に表示されているわけではない。このような数値は分析者側での再集計が必要である。わが国においては、従来から既定の利益概念等を用いる傾向が強いが、再集計で新たな分析利益概念等を抽出する観点も必要になっている。

また、貸借対照表においても、わが国のような流動資産、固定資産、繰延資産という資産区分を米国では採らない。また、資本の構成要素のうち、資本金の基礎となる株式に関しても、わが国は普通株式が中心であるのに対し、米国では優先株式の割合も多い。優先株式の一部には恒久負債的な性格のものもあり、資本コストの算定の際などには負債に準じた取り扱いをするほうが適当と考えられる場合もある。

したがって、米国で生成した企業評価概念をわが国に適用しようとする場合には、前述のような財務諸表上の概念の内包および形式の双方についての相違に留意する必要がある。また、再集計を考慮した計算構造にも及んだ検討を要する。

2. 資本（資産）利益率群

そこで、会計数値を基礎とした伝統的な概念を整理しよう。基本的には

ROA (ROI)、ROEに代表される「資本利益率 (資産利益率)」群を挙げる
ことができる。

伝統的収益性指標である資本 (資産) 利益率は「資金 (資本) を投下して
利益を稼得する」という営利組織体としての企業の基本モデルに適合する指
標群である。モデル解釈から、伝統的に資本利益率と総称されるが、実際の
利益稼得資源が資産であることから、資産利益率という用語を用いる場合も
ある。本稿では特定の概念を除いて、資本利益率とする。

(1)資本利益率の基本類型と特徴

①総資産経常利益率

わが国においては「業績利益」として、従来、経常利益を用いるのが通例
化しており、この場合は総資産経常利益率(return on assets: ROA)と呼
称される場合が多い。総資本経常利益率に該当するのはROI(return on
investment)であろうが、会計的な計算構造は同じである。ROIは、投資収
益率とされる事例が増えているが、分子は収益ではなく利益である。米国に
おいては、ROAに該当するのは総資産税引後利益率である²⁾。これは利益内
容の相違を除いて、わが国でいえば総資産当期純利益率に相当する。

ただし、米国で資本利益率を取り上げる場合、基本収益力比率(basic
earning power ratio)として総資産利子税引前利益率が提示され³⁾、これは
わが国の総資産営業利益率に相当する。わが国では、営業利益と経常利益と
いう二つの有力な業績利益概念が存在しており、営業外事項、とくに金融損
益の割合が高い企業の場合には、それが主たる業績を構成するか否かについ
ての判別を要する。例えば製造業であっても、連結で大きな金融損益を有す
る場合には、主たる業績と判断するのが適当な場合もあろう。

②株主資本利益率

ROAは総体としての企業モデルの観点から資金・資産効率を見るが、株主

2) Cf. *Ibid.*, p.7.

3) *Ibid.*

資本利益率(return on equity: ROE)は、株主価値志向でのコーポレート・ガバナンス観を取る場合、伝統的指標では基盤概念となる。この指標は、構造的には日米で相違はないが、既述のとおり、資本、とくに資本金の構成や利益概念の相違は存在している。

(2)資本利益率群の長所

資本利益率群に属する伝統的収益性指標に関しては、いくつかの長所を指摘できる。まず、収益性指標に限らず、伝統的分析体系の指標群は、公表財務諸表項目の中でも主要な数値を計算要素としており、それらの数値は要旨だけの情報開示の際にも公表されるのが通例である。また、会計情報だけでなく株価情報等に及ぶ指標が存在するが、それらも公表された情報を利用しており、データ入手の容易性を特質として挙げることができる。それを前提とすれば、計算構造的にも単純に指標が得られるから、操作可能性に優れているし、理解可能性も高いといえる。

また、概念としての定着度を挙げることもできよう。DuPont方式で知られる要因分解〔例：資本（資産）利益率＝売上高利益率×資本（資産）回転率〕は、開発当時には外部指標としてではなく、内部管理のための指標として用いられた。したがって、外部分析と内部分析を接合する指標としての地位も定着しているのである。現在でも資本利益率群を用いた分析体系は一定の地位を確保していると見ることができる。

(3)資本利益率群の短所

資本利益率群は基本的に伝統的な会計情報を基礎とした分析指標である。そのため、会計情報に付随する恣意性や歪みの影響を受けることになる。

まず、会計方針の選択問題がある。継続性を条件とすれば政策的な考慮が緩和されるとしても、例えば会計上の減価償却は経済的実態を描写しない。また、完全時価主義を前提としない一部でも取得原価主義を適用する評価が混在した状況では、異なった時期の異なった貨幣価値に基づく数値の集計によるデータを利用することになり、概念を計算的に支える会計数値に一意性がない。さらに、企業間で選択する会計方針に差異があるから、会計利益の

要素が企業間で異なる⁴⁾。

また、公表会計情報は過去情報である。ただし、この点はたびたび指摘されることではあるが、会計情報の限界というよりは特性であるというべきである。保証された将来数値は存在しがたいから、例えば投資がもたらす将来の成果の推測は、分析者の主観的判断によるしかない。企業が直面するリスクや不確実性要因の評価についても分析者の判断に委ねられる。しかし、前述の会計情報に固有の歪みの可能性や情報の過去性から、会計情報が将来の判断には有効ではないと一方的に位置付けるのは適当ではないであろう⁵⁾。

また、とくに企業評価観の変革・進展の契機となった株主・投資者志向の視点からは、企業の将来の利益稼得能力やキャッシュ・フロー創造能力が喧伝される。わが国にもキャッシュ・フロー計算書が財務諸表の一つとして導入され、そこからキャッシュ・フロー重視の観点も生じてきてはいる。ところが、損益計算書が財とサービスのフローを表現するに対し、対価となる反対方向のフローとしてのキャッシュのフローを表現する計算書がわが国では存在しなかったという点が、キャッシュ・フロー計算書が必要とされる根源的な理由であろう。キャッシュ・フロー計算書も、損益計算書と同様に過去情報であり、情報自体が将来のキャッシュ・フローを表現するものではない点に留意しておく必要がある。

4) Martin, J. D. and J. W. Petty, *Value Based Management*, Harvard Business School Press, 2000, p.39.

5) 例えば、『日本経済新聞』2001年11月25日朝刊「立ちすくむ企業-5-」では、『『指標経営』に市場冷淡』として、「数値はワキ役」と記している。また、セコムの意思決定案件に関し、「経営計画に数値目標は一切登場しない」とも記されている。たしかにセコムは事業報告書等で計画を数値で示すことを行っていない。しかし、決算短信においては、求められている業績予想を表示している。これは予想と表記されていても計画数値の一端であると考えることができる。予想数値あるいは計画数値の表明は、情報利用者の判断形成に有用ではあるが、その実現が保証されない限り、目安としての役割しか果たしえないし、楽観的あるいは悲観的な数値の公表は必ずしも適当ではない。しかし、企業内部での経営計画では、数値計画目標がないという事例はないといっても過言ではないであろうし、数値はワキ役という指摘も、本来、数値は目標あるいは結果の一つの表現に過ぎない。ただし、このことは数値の無用性・無効性を意味するものではないと考えるべきである。

3. トービンのq

さて、Peterson and Petersonは、伝統的な数値にも依拠しながら、マーケット・パワー、営業権、品質管理、将来投資機会、等の無形資産を包含する指標として「トービン(Tobin, James)のq」(Tobin's q)⁶⁾を引き合いに出している⁷⁾。トービンのqは株価を基礎とする投資理論として知られているが、起源的にはマクロ経済の視点での金融・財務関連の投資理論に属する領域で取り上げられるのが一般的であり、これまで会計の視点からの考察で取り上げられている事例は多くない⁸⁾。

トービンのqは、ミクロの視点に援用すれば、主にオフ・バランスの無形資産の価値を算入した企業評価指標との位置づけが可能である。q値の基本計算構造は第1式のようになる⁹⁾。

$$q = \frac{\text{企業資産の市場価値}}{\text{企業資産の取替原価}} \quad \text{[第1式]}$$

ミクロの視点でのq値は、インフレーションの影響等を除去した実質ROIに関連する指標であり、実質ROIが高まれば、q値も高まるとされる。この点が、市場価値概念を取り入れながら、Peterson and Petersonがq値を伝統的指標の範疇に位置づける理由であろう。彼らはq値を、将来のキャッシュ・フロー創造能力と創造機会を示す指標と解している。分子は基本的に企業に対する市場からの評価価値であり、分母は企業が有する資産ストックの価値である。そこで、q値が1を上回れば企業に対する市場評価が企業資産ストック価値を上回っていることになり、1を下回れば過剰資産ストックが存在するものと解釈できる。この考え方は、企業が限界投資を行う際の投資

6) トービンのqに関してはトービン自体がいくつかの論説を残しているが、基本となっているのは、以下の文献である。Tobin, J., "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.1, No.1, pp.15-29.

7) Peterson and Peterson, *op.cit.*, pp.8-10.

8) 井上良治教授が、井上良治著『財務会計論』新世社、1995年において「4-3 時価情報」の箇所でもトービンのqを時価情報や財務会計理論との関連で考察しておられるが、この書物のように独立した章節としてトービンのqを取り上げる会計書の事例は乏しい。本稿では、企業評価指標としての位置づけを考察する。

9) 以下の展開は、Peterson and Peterson, *op.cit.*, p.9 を基礎としている。

評価理論を構成している。

ところが、 q 値を実際の個別企業あるいは連結企業集団に適用して操作可能にするためには、分子は例えば時価総額を一つの変数として適用するとしても、分母の取替原価 (replacement cost) の集計に困難を伴うのである。そこで Peterson and Peterson は、操作可能性のある q の代替値として第 2 式を提示する。

$$q^* = \frac{\text{負債簿価} + \text{優先株式清算価値} + \text{普通株式市場価値}}{\text{総資産 (簿価)}} \quad [\text{第 2 式}]$$

ここでは代替値を q^* で表記する。負債は時間価値を考慮後の数値であるが、基本的に簿価である。また優先株式の清算価値も簿価に相当する。したがって、この両者は分母にも包含されている。そのため、 q^* に実効性のある数値は普通株式市場価値であり、普通株式市場価値が普通株式簿価を上回れば q^* は 1 を上回り、簿価を下回れば 1 を割ることになって、 q と類似した解釈が可能である。トービンの q あるいは代替値 q^* は、単純化して既成の概念を当てはめれば、株価純資産倍率 (price book-value ratio: PBR) にも結びつく。基本的にはストックの簿価と市価を対比する思考である。

したがって、株式市場価値、例えばストックの時価総額と簿価総額の対比は、資本市場の当該企業に対する将来リターンの評価を伴うものであり、トービンの q は資本利益率群等の伝統的な会計的指標から、次に述べる経済的指標への接合指標と位置づけることができる。また、とくに q^* については、ROA 等と同様、計算要素を構成するデータは伝統的な会計情報および市場情報から容易に得られるし、操作可能性もある。しかし、基本思考にキャッシュ・フロー志向があるとはいえ、 q^* の範囲では、計算上はキャッシュ・フロー情報は利用せず、伝統的情報の利用に留まっている。また、単独の企業評価指標としての意味あいには乏しいので、指標性よりも、会計的思考を経済的思考へ結節し、転換するに当たっての媒介思考と考えるのがよからう。

10) *Ibid.* に加筆。

Ⅲ 経済利益と会計利益

1. 経済利益と会計利益の相違

近年における経済利益(economic profit)概念¹¹⁾の出現の契機となっているのは、会計利益(accounting profit)に対して指摘される限界の克服という観点だけではない。そこで、経済利益概念と会計利益概念の基本的な相違点を整理しておこう¹²⁾。

既述のとおり、会計利益には会計方針の選択による歪みが存在する場合があります、経済利益はこれらの選択による歪みを除去するものであるという主張がある。例えば減価償却や棚卸資産に関する会計方法の選択が代表例である。たしかに会計方針の中には、必ずしも経済的実態を反映しない人為的な計算を伴うものがある。ところが、後述するように、現状での経済利益は、経済利益そのものを固有の計算書等で算出するものではない。一意の経済利益概念が存在するわけでもない。会計利益の歪みの除去で経済的実態を描写することが可能になるのかどうかには疑義がある。

また、会計利益が発生ベースであるのに対し、経済利益はキャッシュ・ベースであるともいわれる。たしかに会計利益は発生ベースで計算されているが、純粋なキャッシュ・ベースでの成果計算書はない。したがって、経済利益は会計利益を基礎として、会計方針の選択による歪みの除去および発生ベースからキャッシュ・ベースへの変換による調整計算で算出されている。

経済利益と会計利益の最も根源的な相違は、経済利益は会計利益が算入しない資本コストを算入することであろう。代表的な経済利益は、後述のとおり、キャッシュ・ベースに調整した利益を基礎として、資本コストを加味して算出される。従来 of 会計利益計算では有利子負債のコストは算入されていたが、株主資本コストは利益処分項目を構成しており、コストとしての認識

11) スターン・スチュアート社(Stern Stewart & Co.)の登録商標であるEVA[®]は、経済利益に関する概念の代表例である。ただし、経済付加価値(economic value added)は一般用語であると解される。

12) Cf. Peterson and Peterson, *op. cit.*, pp.11-12.

は乏しいと考えられる。株主等の資本関係者に対する分配を企業の観点からはコストと考える場合でも、会計利益計算上ではコストと捉えることはなかった。いわば、分配計算時の事後的なコスト認識であったということが出来る。株主資本は、投資者の視点からは、有利子負債に比べてリスク・プレミアムが高い。これが株主志向のガバナンス観から認識され、経済利益が強調されるようになる思考に結びつく。この観点からは資本コストは、第3式のような総使用資本(all capital used)について算定される。つまり、会計利益が認識した資本コストは有利子負債コストであるに対し、経済利益は株主資本コストをも加えた総使用資本コストを認識するのである。

$$\text{総使用資本} = \text{有利子負債} + \text{株主資本} \quad [\text{第3式}]$$

ここから、会計利益および経済利益の基本計算構造は、それぞれ第4式および第5式のようになる¹³⁾。

$$\text{会計利益} = \text{売上高} - \text{売上原価} - \text{営業費用} - \text{利子費用} - \text{税金} \quad [\text{第4式}]$$

$$\text{経済利益} = \text{売上高} - \text{売上原価} - \text{営業費用} - \text{税金} - \text{総使用資本費用} \quad [\text{第5式}]$$

第5式のうち、 $[\text{売上高} - \text{売上原価} - \text{営業費用} - \text{税金}]$ の部分が税引後純営業利益(net operating profit after tax: NOPAT)の基本概念である。したがって、第5式は第6式のように書き換えることができる。

$$\text{経済利益} = \text{NOPAT} - \text{総使用資本費用} \quad [\text{第6式}]$$

ここにおける総使用資本費用(charge for all capital used)が、経済利益計算上の資本コストである。

2. 経済利益とEVA[®]

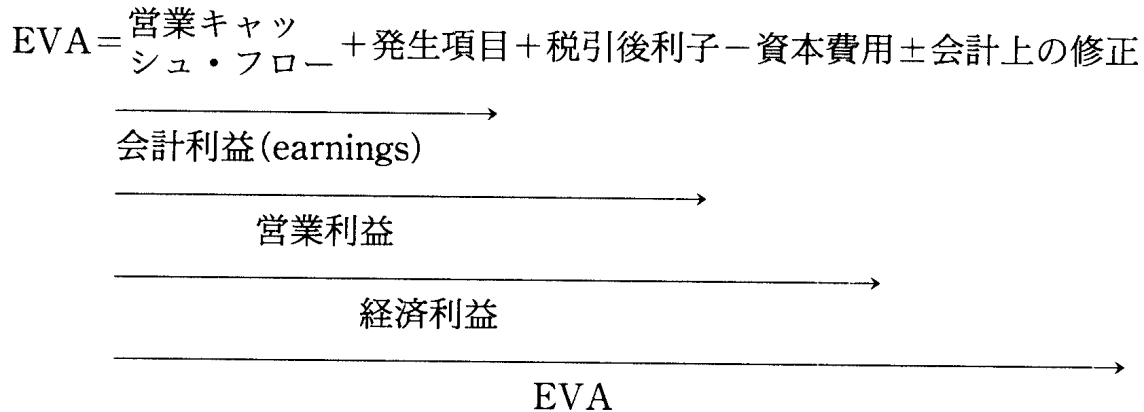
経済利益とEVA[®]は類似の思考である。Peterson and Petersonは経済利益の計算をEVA[®]の発案者であるStewartから導いて、同様のものとしている¹⁴⁾。ところが、Martin and Pettyは、EVA[®]と経済利益には差があると

13) Martin and Petty, *op. cit.*, pp.80-81.

14) Peterson and Peterson, *op. cit.*, p.13. Stewart, G. B., III, *The Quest for Value: A Guide for Senior Managers*, Harper Business, 1991, 1999 (本稿では1999年版による), pp.136-137.

し、表1のように示している¹⁵⁾。

表1 利益概念の範囲



EVA[®]はスターン・スチュアート社が各クライアント企業に対するコンサルティングを行い、経済利益について各企業に適合するような会計上の修正を行ったものである。この修正がEVA[®]が商品として存在する根拠の基礎をなしていると考えられる。ただし、個別の修正の実態は明らかではない。そのため、その他の機関のみならず、企業自体が経済利益の思考を基礎とした多様な指標を独自に開発している。したがって、本稿では基本的に経済利益に関して検討している。

IV 経済利益の計算要素

そこで、経済利益の基本的な計算要素を整理しておこう。

1. 経済利益の構成

前述のとおり、経済利益はNOPATから総使用資本コストを控除して求められる。総使用資本コストは総使用資本額と資本コスト率の積であるから、経済利益は第7式のようになり、また、第8式のようにも表現できる。第8式でいう総使用資本利益率の要素となる利益はNOPATである。

15) Martin and Petty, *op. cit.*, p.87に加筆。

$$\text{経済利益} = \text{NOPAT} - (\text{総使用資本} \times \text{資本コスト率}) \quad [\text{第7式}]$$

$$\text{経済利益} = (\text{総使用資本利益率} - \text{資本コスト率}) \times \text{総使用資本} \quad [\text{第8式}]$$

したがって、経済利益の計算上、NOPAT、総使用資本、資本コスト率の三つが基本要素となる。

2. NOPATの構成

NOPATの計算に関して、Peterson and Petersonは、売上高を出発点として計算するトップ・ダウン方式と、償却後営業利益を出発点として計算するボトム・アップ方式の二つに類別している。これらの基本計算構造はそれぞれ表2および表3のようになる¹⁶⁾。

表2 トップ・ダウン方式のNOPAT計算

売上高
+LIFO引当金増加額
+オペレーティング・リース利息相当額
+その他の収益
-売上原価
-販売費・一般管理費
-減価償却費
=税引前修正営業利益
税引前修正営業利益
-営業現金税額
=NOPAT

16) Peterson and Peterson, *op. cit.*, p.14を加工。なお、Peterson and Petersonは、Stewart, *op. cit.*に依拠していると付記しているが、計算表の枠組みはPeterson and Petersonによるものである。

表3 ボトム・アップ方式のNOPAT計算

償却後営業利益
+オペレーティング・リース利息相当額
+LIFO引当金増加額
+営業権償却
+貸倒引当金増加額
+純資本化研究開発費増加額
=税引前修正営業利益
税引前修正営業利益
-営業現金税額
=NOPAT

前述の「売上高－売上原価－営業費用－税金」という計算構造に該当するのはトップ・ダウン方式である。両方式に共通するLIFO引当金増加額は売上原価を経済実態に沿って調整するものであり、オペレーティング・リース利息相当額は非資本化リースを資本化リースと同等とみなして算定した現在価値に対する利息相当額である。トップ・ダウン方式の減価償却費は、NOPATの計算上、控除される。NOPATのNetは減価償却費控除後を指している。ボトム・アップ方式の営業権償却は営業権の持続性の観点から足し戻される。貸倒引当金増加額はキャッシュ・ベースへの調整であり、資本化研究開発費増加額は会計上で費用化された研究開発費を経済利益計算上、足し戻すものである。また、営業現金税額は、営業利益に賦課されると想定される税額である。

実際上のNOPATの計算には複雑性や多様性があるが、基本的には会計利益をキャッシュ・ベースに置き換える視点と、経済的実態を反映する視点から調整する思考である¹⁷⁾。

3. 総使用資本の構成

総使用資本の計算は、総資産または正味営業資産を出発点とする資産アプ

17) 別の視点からの計算構造は、例えば、Martin and Petty, *op.cit.*, pp.92-93を参照されたい。

ローチと、普通株資本金を出発点とする資金源泉アプローチの二つに類別できる。これらはそれぞれ表4および表5のような基本計算構造になる¹⁸⁾。

表4 資産アプローチによる総使用資本の計算

正味営業資産
+LIFO引当金
+正味設備資産
+その他の資産
+営業権
+営業権償却累計額
+オペレーティング・リース現在価値
+貸倒引当金
+資本化研究開発費
+特別項目相殺累計額
=総使用資本

表5 資金源泉アプローチによる総使用資本の計算

普通株式資本
+優先株式資本
+少数株主持分
+繰延税金引当金
+LIFO引当金
+営業権償却累計額
+有利子短期負債
+長期負債
+資本化リース債務
+非資本化リース現在価値
=総使用資本

ここで、正味営業資産は、現金預金、市場性ある有価証券、売上債権、棚卸資産およびその他の流動資産の合計である営業流動資産から、仕入債務、

18) Peterson and Peterson, *op. cit.*, p.19に加筆した。なお、Martin and Petty, *op. cit.*, p.93では、ここでいう資産アプローチをオペレーティングの視点、資金源泉アプローチをファイナンスの視点とし、資産アプローチに関しては、総資産から計算を始めている。両者は必ずしも整合的ではないが、近似する。

未払税金および発生債務を控除した額である。LIFO引当金と営業権償却累計額は資本相当項目とされる。資産アプローチでは、資本相当項目および正味設備資産に加えて、オフ・バランスのインビジブル資産に該当する項目が算入される。資金源泉アプローチでは、リースは資本化リース債務、非資本化リース現在価値が同等のものとして加算される。

総使用資本も、会計上の資産あるいは負債・資本の観点ではなく、経済実態に応じた項目の再認識をも含めて算定される。ただし、次に述べる資本コストとの関連では、資金源泉アプローチのほうが概念的には操作可能性が高いし、経済利益算定上の適合性も優れていると考えられる。

4. 資本コストの構成

NOPATおよび総使用資本の概念に比べて、資本コストの概念は整理されている。基本的に資本コストは、負債コスト、優先株式資本コストおよび普通株式資本コストの加重平均資本コスト (weighted-average cost of capital: WACC) として算定される¹⁹⁾。なお、ここでいう資本コストは、資本コスト率である。

(1) 負債コスト

負債コスト (r^*_d) は、第9式のように表現できる。

$$r^*_d = r_d \times (1 - t) \quad \text{[第9式]}$$

ここで、 r_d は類似の信用リスクによる負債の利率を意味し、 t は限界法人税率である。したがって、負債コストは、利息の節税効果を加味して修正した実効負債コストである。ただし、負債自体の構成は一様ではないので、類似の信用リスクが存在しない場合等、問題点は存在しているし、負債の種別ごとの資本コストを算定し、その上で負債コストを加重平均負債コストとして求めるような調整を要する。

(2) 優先株式資本コスト

優先株式資本コスト (r_p) は、第10式のように算定される。優先株式資本コストには節税効果はないが、負債に近い属性を有する場合もある。

$$r_p = -\frac{D_p}{P_p} \quad [\text{第10式}]$$

ここで、 D_p は一株当たりの永続的な優先配当額であり、 P_p は一株当たりの優先株式現在価値を意味する。

ところが、優先株式の現在価値を求めるための割引率自体が一種の資本コストに当たるため、資本コストを求めるために資本コストを用いるという問題が生じる。したがって、操作可能性のある代替的な優先株式コスト(r_p^*)を認識すれば第11式のようにになる。ここで P_p^* は優先株式の一株当たり時価である。

$$r_p^* = -\frac{D_p}{P_p^*} \quad [\text{第11式}]$$

(3) 普通株式資本コスト

普通株式資本コスト(r_e)については、ファイナンスにおいて、第12式のように説明されることが一般である。

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad [\text{第12式}]$$

ここで、 r_f はリスク・フリー利子率、 r_m は市場期待収益率、 β はCAPMベータを指している。近年は β の入手可能性が高まったので、市場期待収益率の設定が明確にできれば、操作可能性は高まる。しかし、市場期待収益率には幅があると想定できるから、一意に決定できるものではない。ただし、株主志向のガバナンス観からは、とくに普通株式資本コストを認識することが重要であり、普通株式投資者が受けるべきリターンについて、第13式のように把握しておくのがよい。

$$r_e = \text{貨幣の時間価値に対する報酬} + \text{市場リスクに対する報酬} \quad [\text{第13式}]$$

(4) 加重平均資本コスト

以上の三つの資本コストが算定可能であると仮定すると、加重平均資本コスト(WACC)は第14式のように求められる。

$$WACC = w_d r_d^* + w_p r_p + w_e r_e \quad [\text{第14式}]$$

19) Cf. Peterson and Peterson, *op.cit.*, pp.49-54.

ここで、 w_d 、 w_p および w_e はそれぞれ負債、優先株式資本および普通株式資本の金額構成比である。右辺第2項は操作可能性の視点からは $w_p r^*_p$ となる。

V 経済的企業評価指標の含意 —むすびにかえて—

本稿では、経済利益を用いた企業評価指標を導出するための基礎概念を整理した。各種の概念の骨子だけを述べているので、それぞれの内包の詳細については、別の機会に検討を続けることとしたいが、この段階で、今後、経済的企業評価指標をとくに外部評価の観点から展開するための留意点に触れておこう。

伝統的な資本利益率は、例えばNOPATと総使用資本の概念を用いて、第15式のように経済利益を視野に入れて展開できる。

$$\text{総使用資本経済利益率} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{総使用資本}} \quad [\text{第15式}]$$

ここでNOPATは経済利益そのものではないが、会計利益に固有の歪みを除去しようと試みる利益概念を用いる点で、会計的な資本利益率から経済的な資本利益率への橋渡しが可能となるのである。

現状では、とくに外部評価の観点からは、有効性が定着した企業評価指標が存在するとはいえない状況であろう。それでもEVA®をはじめとする経済利益概念は台頭してきている。ここでは経済利益を用いた企業評価指標の代表例として、市場付加価値(Market Value Added: MVA)に触れておこう。市場付加価値は第16式のように算定される。

$$\text{市場付加価値} = \text{負債および株主資本の市場価値} - \text{総使用資本} \quad [\text{第16式}]$$

ここにおいては、負債の市場価値の算定が課題となるが、基礎的な経済利益要素で市場付加価値を算定できる余地はある。市場付加価値は実際の企業評価においては、年度間の限界市場付加価値が限界総使用資本を超過したときに企業価値は上がったと評価する期間間評価概念として用いられる。追加投資を上回る追加経済利益を企業が上げたかどうかの評価であり、また、株主資本に関する期待収益率の思考を企業経営者が認識することにもつながる。

このような企業価値の変化に対する継続的な監視を通じて、資本コストを明示的に考慮したガバナンス観への移行に結びつくと考えられるのである。

経済利益による企業評価は、計算構造的には資本要素の評価を中心に据えるものである。ところが経済利益の向上は、本来的には投下資本の生産性や効率だけではなく、企業が経済的な観点での付加価値を総合的に創造する能力にもかかわってくるであろう。企業評価指標は企業活動の結果を表すが、将来を保証するものではない。企業の側でも、外部評価指標の内部化によって、経済利益を総体的に創造するための方策・戦略を探ることが必要であり、この点に関しても、会計利益から経済利益に転換する際に基礎概念となる資本コストの認識が重要になってくると考えられる。

(筆者は関西学院大学商学部教授)