

〈論 文〉

## 経営戦略と利益計画の連携\* —存続と持続可能な成長に向けて—

柴 川 林 也

SHIBAKAWA Rinya

2008年9月15日のリーマン・ショックを契機に、震源地の米国をはじめ日欧諸国やBRICsに経済危機が波及し、金融機関は勿論のこと産業会社も経営業績が急激に悪化した。こうした経営状況下において、企業の経営戦略は「選択と集中」に特化し、長期的な選択と集中戦略と短期的な利益計画との双方向的な連携を強化するビジネス・モデルが構築されなければならないと考える。本稿では、この両者の関係について具体的に考察していく。

キーワード 選択と集中戦略、利益計画、損益分岐分析、固定費管理、EVA

### I. 利益計画のリバイバル

#### 1. 問題提起

2008年9月、信用力の低い個人向け住宅融資(サブプライムローン)の証券化商品で高収益を上げた米国の金融機関は、住宅バブルの崩壊と証券化商品の暴落による巨額の損失が発生し、リーマンブラザーズの倒産により、連邦政府及びFRB(連邦準備銀行)は多くの投資銀行や商業銀行の救済のために公的資金の注入を余儀なくされた。投資銀行のゴールドマン・サックスなどが銀行持ち株会社に転じ、保険や銀行の大手は事実上政府の管理下に入った。

---

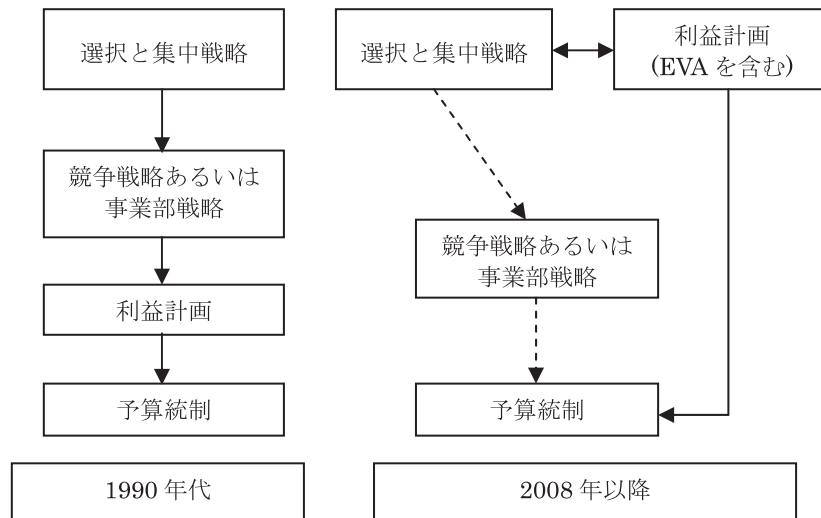
\* 本稿は2009年2月17日に行われた「学内研究会」での発表をさらに発展させたものがある。 $\beta$ とEVAの計算については、金玉仙専任講師に協力いただいたことに謝意を表したい。

このリーマン・ショックを契機に、危機は欧州や新興国にも波及し、金融機関のみならず産業会社も景気後退の影響を受け、経営業績が急激に下降するに至った。米国に大量に流入するドルがアメリカ国民の過剰消費をもたらし、借入りに頼って低所得階層にも住宅の取得が広がった。しかし、バブルの崩壊によって一挙に金融機関の損失の拡大と実体経済の悪化によって、アメリカは最大の経済危機に直面している。

一方、日本においても、トヨタは2009年3月期の最終損益が4,369億円の赤字に加えて、世界販売台数も対前年比14%減の757万台となった。その原因は、米国での大型車専用工場をつくるなど市場の変化に対応しにくい構造と需要予測の見誤りにある。殆どの大企業はいま、設備投資の規模拡大を見直し、これを先延ばしにするか、あるいは中止に追い込まれざるを得なくなっている。まさに「選択と集中」の経営戦略が企業戦略の中心を占めることになったのである。この結果、コスト削減が喫緊の経営課題となり、人員削減あるいはリストラの波は派遣社員の解雇に加えて、正規社員の希望退職を募る会社が増えてきている。

こうした経営状況の中で、企業の経営課題は企業の存続(サバイバビリティ)を賭けて、利益の獲得に最大限の努力を傾けなければならなくなっている。第1図を見ると分かるように、1990年代以降は、企業は全社的に「選択と集中戦略」に特化し、かつ事業部門レベルの競争戦略あるいは事業部戦略ではコスト・リーダーシップ戦略と差別化戦略に引き継がれ、そして利益計画と予算統制によって実行計画が遂行されることとされていた<sup>1)</sup>。

しかし、21世紀の現在の状況は一変して、選択と集中戦略を堅持しつつ利益計画との相互関係を強めつつ、目標利益を達成することがトップ・マネジメントの責任とされる時代となった。企業は中長期を見据えた経営全体の中で適正な資源の配分を図り、多様なステークホルダーズ(利害関係者)間で生産調整を応分に負担するのである。従って、雇用調整と称して、非正規雇用者の削減に直ちに手をつけるのは公正さを欠くといわねばならない。



第1図 経営戦略と利益計画の関係図

第1図の右側図面に示すように、長期的な「選択と集中戦略」と短期の利益計画とは水平の矢印で描かれ、その相互関係が緊密になったことを端的に表していることに注意しなければならない。これに対して、1990年代のビジネス・モデルの特徴は、選択と集中戦略から垂直的に競争戦略を経て、利益計画と予算統制に引き継がれていく。しかし、リーマン・ショックに端を発する世界経済危機によって経営業績の悪化がさらに続くものとすれば、コスト・価格の引下げ競争を回避する新しいビジネス・モデルが構築されなければならないであろう。それは長期的な目標利益を織り込んだ新しい「利益計画」が構想されるべきことを意味する。まさに、利益計画の復権である。この意味を考察するために、1929年に勃発した金融恐慌後に登場したネッペルの「利益管理論」を改めて点検し、まずその意義と限界を考えてみたい。これが本稿の問題意識である。

## 2. 利益計画の展開

利益管理に関する研究は、ネッペル(C.E.Knoeppel)によって初めて提唱されたことは広く知られている。1933年の著書“Profit Engineering, applied economics in making business profitable”であるが、彼の名を広く世に知らしめた書物は、1937年の著書“Managing for Profit, working method for profit planning and control”である。

ネッペルは学者というよりは経営者であった。特に1929年以降に企業倒産が続出したのであるが、その倒産した会社の会社更生人として名前が広く知れ渡っていた人物で

ある。米連邦破産法第11条、すなわちチャプター・イレブンによれば、倒産した会社は、いち早く裁判所に破産法11条の適用申請を申し出ることになっている。これが受理されると裁判所はその会社を管理下に置き、管財人を指名する。

管財人は会社の更正あるいは再生に向けて、会社建て直しの計画を裁判所(倒産裁判所)に提出しなければならない。アメリカの制度を取り入れた日本の会社法も、同様に倒産手続きは殆ど同じであるが、その決定に至るまでの日数が長い。もうひとつ違う点は、日本の場合、会社が倒産すると、債権者会議を開催して経営者は社長をはじめとしてトップが全員責任を取って辞任する。ところが、アメリカの場合は、40日以内までに再建計画書を現在のトップ経営者が作成し、これを裁判所に提出して承認されると再建あるいは再生に取り組むことができる<sup>2)</sup>。

ネッペルは会社更生人として、多くの倒産会社の事例(ケース)を見てきたのである。従って、その経験が「利益管理論」の考え方に鮮明に反映されているとみることができる。利益管理は、目標利益を実現するための企業活動の総合的な管理方式である。ネッペルによれば、その当時、トップ経営者によって様々な総合管理が行われていた。例えば、売上高中心の管理、操業度あるいは製造数量中心の管理、製品中心の管理、価格中心の管理である。そのどれもが、その会社の置かれた状況によって違いがあり、一義的にどれがいいとはにはわかには言えない。しかし、ネッペルはこれらのすべての管理方式は誤りであると断言するのである。

何故ならば、あらゆる企業の経営活動は、利益という「レンズ」を通してモニターされる必要がある。売上高中心の管理は、疑いもなく企業活動の要であることは否定できない。だが、売上高を伸ばし得たとしても、それに比例して原価すなわちコストが増大すれば利益は減少する。これは製造高あるいは製品中心の経営方式についても然りである。だから、ネッペルはあらゆる企業活動は利益というレンズを潜り抜けなければならないというのである。換言すれば、企業の総合管理のために設定される利益計画は、企業の統一目標である目標利益を実現するのに必要な製造、販売、購買及び財務その他の各経営活動は、これを相互に密接な関係を持つように明確に示さなければならない。

具体的には、この利益計画に織り込まれる利益、収益、費用の3要素の相互関係は、次のような3つの方程式に示すことができる。すなわち、

$$1. \text{ 予定収益} - \text{予定費用} = \text{予定利益} \quad (1)$$

$$2. \text{ 予定収益} - \text{予定利益} = \text{予定費用} \quad (2)$$

### 3. 予定費用+予定利益=予定収益 (3)

である。

第一式は、予定収益及び予定費用の結果として予定利益は算出される。ネッペルはこの方式は会計恒等式の延長に過ぎないという。すなわち、会計恒等式とは、損益計算書の借方は費用、貸方は収益であるから、その左右対称の結果として損益が確定する。収益が費用を上回るならば、利益が計上される。逆の場合は、損失が発生する。これが期間損益の計算であり、会計の損益計算は過去1年後の業績の結果の表示である。第一式はこの会計の計算を将来(1年先)に延長して計算するものに他ならない。

これに対して、第二式と第三式は、まず予定利益すなわち目標利益を予め設定して、その相互関係において予定収益と予定費用が見積もられる。それでは、第二式と第三式の違いはどこにあるのか。第三式は見てもすぐ分かるように、損益計算書の借方には、費用と利益が、貸方には収益が計上される。従って、実質的に会計恒等式の延長に他ならない。たとえ、内容がまず予定(目標)利益を決めて、それに見合うように費用を調整し予定収益も同様に決まるといっても、ほとんど第一式と変わりはない。

だから、ネッペルの考え方はむしろ第二式にある。それはまず予定利益すなわち目標利益を決めた上で、その目標利益に到達するには予定(目標)収益はどこまで上げなければならないか、また費用についても目標利益との関係で許容される費用はどこまでかが自ずから明確になるのである。

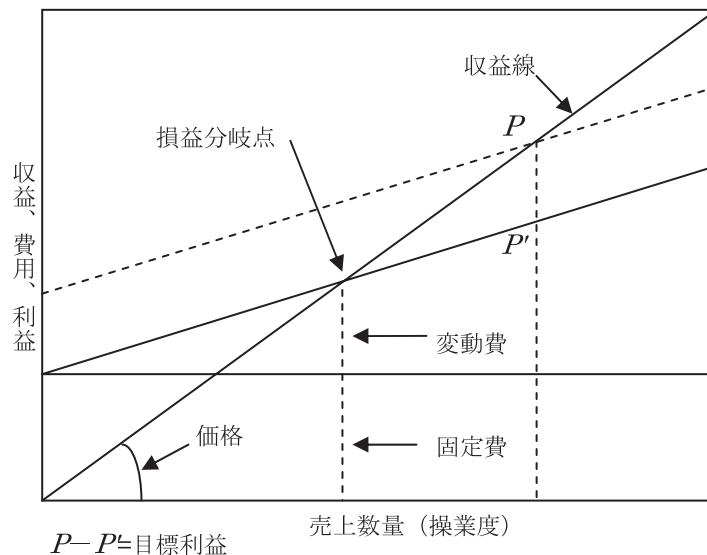
要するに、企業の利益計画は、こうした意味での費用-収益-利益の相互関係において理解されなければならない。ネッペルは、Cost-Volume-Profit Relationshipの頭文字をとって、これをCVP関係と呼ぶ。

それでは、具体的にこのCVP関係をどのように表すことができるか。ネッペルの最大の貢献は、総費用を操業度と関係付けたことである。ここに操業度とは、企業の活動を具体的に表す尺度のことである。例えば、売上高あるいは売上金額、売上数量、製造数量、製造高(金額)、機械運転時間などである。この操業度に総費用を関連付ければ二つの性質の異なる費用が発生する。操業度すなわち売上高が増えれば、それに比例して増える変動費と、操業度の増減に無関係に一定の費用すなわち固定費である。変動費には直接労務費(直接人件費)すなわち例えば派遣労働者の人件費、直接材料費などがあり、固定費は間接労務費(人件費の殆どは固定費である)、光熱水道料金、金利、減価償却費などがある。

これまでの損益計算では、税金を無視して考えると、総売上高から総費用を控除し

て、当期利益を算出する。しかし、総費用をネッペルのように操業度に関係づけることによって、変動費と固定費に分けることができ、その結果、損益分岐分析が発案されたのである。

第2図に示すように、横軸に操業度として売上数量そして縦軸には収益、費用そして利益が表示される。損益分岐点は、費用と収益が等しくなる操業度(横軸にその時の売上数量)を示し、損益が存在しない均衡点を意味する。利益計画では、この損益分岐点を上回るところに目標利益を設定する。いま、 $p-p'$ が目標利益として示す。すると、この目標利益を実現する操業度すなわち売上高と許容される費用すなわち変動費と固定費とが決まる。



第2図 損益分岐点と利益計画

売上高と利益には次の関係がある。すなわち、

$$\text{売上高} - \text{変動費} - \text{固定費} = \text{利益} \quad (4)$$

また、売上高から変動費を差し引いたものを限界利益という。

$$\text{限界利益} = \text{売上高} - \text{変動費} \quad (5)$$

この限界利益を売上高で割ったものを限界利益率という。すなわち、

$$\begin{aligned} \text{限界利益率} &= \text{限界利益} / \text{売上高} = \frac{\text{売上高} - \text{変動費}}{\text{売上高}} \\ &= 1 - \text{変動費} / \text{売上高} \end{aligned} \quad (6)$$

よって、利益は次のようになる。

$$\text{利益} = \text{限界利益} - \text{固定費} \quad (7)$$



損益分岐点は利益がゼロになる時の売上高なので、

$$\text{利益} = \text{売上高} \times \text{限界利益率} - \text{固定費} = 0 \quad (8)$$

それ故、損益分岐点での売上高は次のように求められる。すなわち、

$$\text{損益分岐点売上高} = \text{固定費} / \text{限界利益率} = \text{固定費} / (1 - \text{変動費率}) \quad (9)$$

### 3. 回帰分析による費用構造の分析

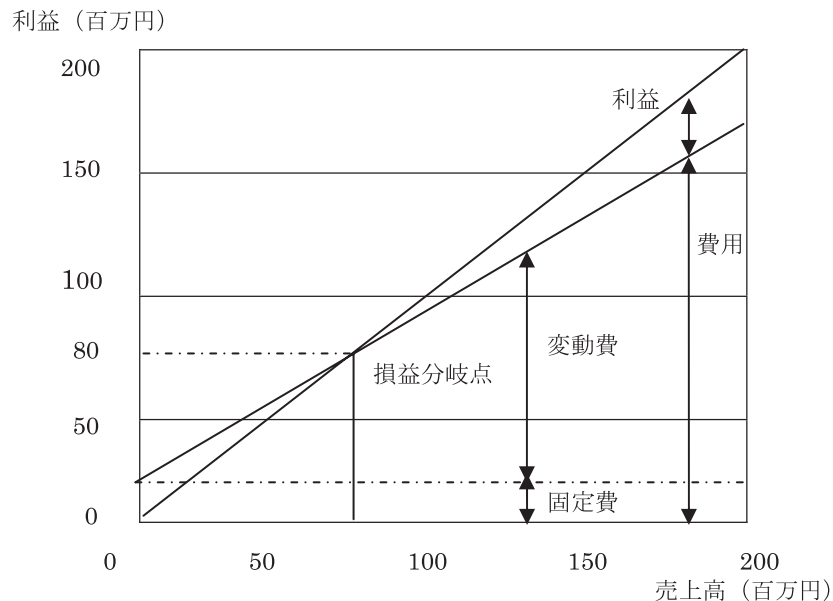
ある会社の費用構造が次のようになっている場合の損益分岐点を求める。

売上高(収益)	100百万円
変動費	75百万円
限界利益	25百万円
固定費	20百万円
経常利益	5百万円

この場合、この会社の損益分岐点売上高と安全率は次のようになる。すなわち、

(9)式に値を代入して、80百万円である。安全率は損益分岐点売上高を現在の売上高で割った値(損益分岐点売上高／現在の売上高)であるから、それぞれの値を代入すると、安全率は80%となる。

図解でこの会社の損益分岐点を示すと、次のようになる。すなわち、



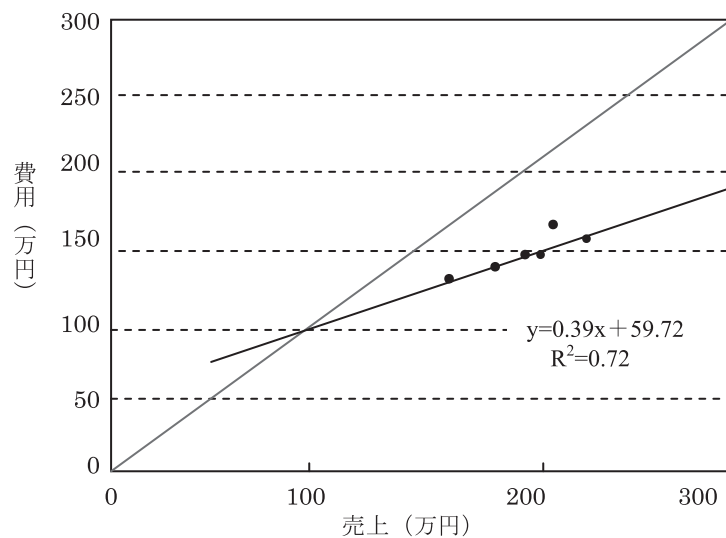
第3図 損益分岐点と利益目標

先の仮説例は変動費も固定費も確実な値を仮定しているが、実際には不確定であるから過去の売上高と費用の関係から近似的に変動費と固定費を分解する方法を使うことにする。

ある会社の月ごとの売上高と費用の関係が次のようになっているとしよう。

	売上高(万円)	費用(万円)
7月	180	130
8月	220	148
9月	230	159
10月	225	146
11月	245	150
12月	209	137

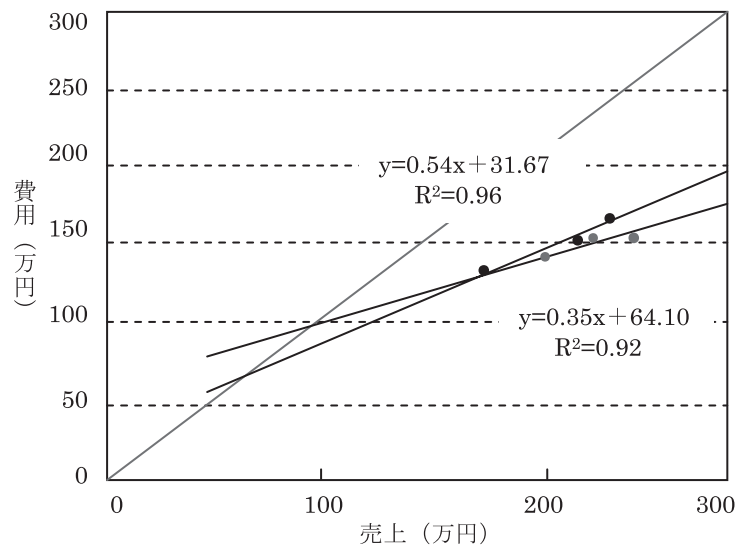
これを回帰分析で売上高と費用の関係を図で示すと次のようになる<sup>3)</sup>。すなわち、



第4図 回帰分析による損益分岐分析

回帰分析によると、変動費率は39%、固定費は約60万円になる。 $R^2$ は0.72であるから信頼性はあるといえる。さらに、この会社の売上高対費用の関係を7～9月と10月～12月に分けて回帰分析をした結果が第5図に示されている。





第5図 回帰分析による費用構造の影響分析

これを見ると、この会社は10月から変動費率が54%から35%に下がって、固定費が32万円ほど上がっていることが分かる。これは、これまでこの会社は従業員の一部をアウトソーシングしていたのを自社で抱える、すなわち正規社員を雇って外注していた仕事を自社で賄うようになったことを意味する。

さて、損益分岐点比率を使って、企業の業績の良好・不良を見分けることができる。例えば、

$$\text{損益分岐点比率} = \text{損益分岐点売上高} / \text{現在の売上高}$$

で表されるので、この比率は一般的には企業の業績の判断資料として考えるヒントを提供する。

損益分岐点比率	企業の体質
70%以下	超優良企業
80%以下	優良企業
80%以上	やや注意の企業
90%以上	危険な企業
100%以上	赤字企業

#### 4. 利益計画の目標利益

利益計画における目標利益は、単に目標利益に対する収益と費用だけの関係で決まるものではない。利益を実現するのは、それ以外に投下資本が大きく関係していることに注意

を要する。それゆえに、目標利益の指標は、一定期間に実現を計画する期間利益と、その使用資本との相互関係を表わす資本利益率が適当と考えられる。

例えば、ある企業が計画期間に1億円の投下資本を予定していると仮定する。そして、目標資本利益率は10%であるとする。すると、目標利益( $x$ )は、

$$\frac{x}{10,000} = 10\%$$
$$x = 10,000 \times 0.1 = 1,000$$

1,000万円である。この10%の資本利益率から導き出される目標利益1,000万円を実現するためには、予定収益と予定費用に関する相互関係が検討されなければならない。

ここでは、とくに予定費用すなわち変動費と固定費について考察することにしよう。変動費は操業度例えば売上高に比例して増加するから、もしも売上高が何らかの原因で減少するなら、人件費や材料費などで操業度に比例して増加する費目については削減の対象になる。例えば、非正規労働者や研究費はこのような事態が生じると、解雇ないしは削減の対象になりやすい。直接材料費についても同じことが言え、取引先が真先に影響を蒙ることになる。

サブプライムショックによるトヨタの営業利益の下方修正は当期の予想より約3分の1の減少になると報じられた。その結果、非正規労働者なかでもブラジル人を含む外国人労働者の解雇が大きな話題となった。

## Ⅱ. 固定費管理の重要性

### 1. 拘束固定費と管理可能固定費

固定費には拘束固定費(committed costs)と管理可能固定費(managerial costs)の2種類がある。拘束固定費とは、減価償却費や金利などのようにいったん設備投資の採用が決まると、一定額の固定費が継続的かつ自動的に発生し、企業の経営を拘束する。しかしながら、サブプライムショックの発生によって、設備投資の繰り延べや延期が多くの企業で実施されていることは周知の通りである。従って、環境の激変によって拘束固定費といえども、経営者の柔軟な意思決定によって、そのかなりの部分が削減の対象となり得ることが分かる。

一方、管理可能固定費とは経営者の決定のいかんによって、固定費の水準が操作可能となることを意味する。広告宣伝費や試験研究費はそのいい例であるが、売上高の減退によってその何%かが切り下げられることがある。いずれにしても、こうした管理可能固定

費を含めて、拘束固定費も削減可能であることを考えると、企業は損益分岐点を下方に引き下げることができる。ということは、目標利益の実現がそれだけ企業努力によって容易になるということである。もちろん、目標利益の下方修正もなされ得るが、それについては妥当な根拠を示さなければ、株主をはじめとする企業の利害関係者の理解は到底得られないであろう。

## 2. ホテルの経営分析

1964年、東京で初めてオリンピックが開催された。この準備に向けて各種競技場やそれに付随する主要幹線道路とりわけ東海道新幹線の完成など、高度経済成長期の一大イベントが走り出したのである。オリンピック開催ともなると、首都東京へ海外から沢山の旅行客が来ることが予想され、東京周辺のホテルのキャパシティの不足が関係者の間で当時心配された。しかし、東京周辺のホテルが増えるのはいいが、オリンピック終了後にホテルの宿泊客が減って客室利用率が急減することはホテル経営者にとってさらに心配の種であった。

日本ホテル協会はこうした事情を踏まえて、一橋大学産業経営研究所(現在は一橋大学イノベーション研究センター)にその調査を依頼した。古川栄一教授と松本雅男教授(いずれも故人)とわたしの3人で1ヵ月掛けて、都市型ホテル、地方ホテル、長期滞在ホテル、リゾートホテルに分けて日本全国の主要なホテルをいくつか選んで、あらかじめ質問事項を送付した上でインタビュー調査を行った<sup>4)</sup>。

まず、訪問したのは東京の帝国ホテル(現在の帝国ホテル東京)、ホテルオオクラ、第一ホテル(現在の第一ホテル東京)、大阪新阪急ホテル(現在は東急阪神第一グループに属する)である。帝国ホテルの犬丸徹三支配人は一橋大学の卒業生でわれわれの質問に率直に答えてくれた。帝国ホテルは1887年に渋沢栄一、大倉喜八郎ら日本を代表する財界人の支援を得て創立されたホテルである。帝国ホテルの経営理念には十カ条がある。その第一条は、『親切、丁寧、迅速、この三者は古くて新しい私共のモットーであります』とされている。われわれが訪問した時に既にこうした企業理念があったかどうか分からないが、質問の第一に訊ねたのは、「貴社の経営理念は何ですか」であった。それに対して、犬丸氏は「サービスがモットーです」と即答されたことが記憶に残っている。明治新政府が樹立され、海外から政府の要人などが東京に来ると、きまって帝国ホテルに宿泊したのであるから、まさに西洋式のホテルのサービスが取り入れられたことは想像に難くない。客室はも

とより、食堂やフロントの事務ならびに料理を作る場所にも紹介された。さすがは一流のホテルだけのことはあると感心したものである。

第一ホテルもまた歴史のある有名なホテルであるが、ビジネスホテルの先駆となるホテル経営を目指して、革新的なホテル事業が展開された。すなわち、客室は帝国ホテルなどとは違い、寝泊りするだけの広さの客室が提供されており、都心に近い場所である新橋駅前にある。そして、宿泊以外に結婚式場やセミナーや各種会議のための会議室が用意され、ホテルの付帯事業の先鞭を作ったホテルの一つとして当時注目されたのである。

大阪では、東京オリンピックの年に開業したばかりの大阪新阪急ホテルを訪問した。帝国ホテルの時と同じような質問を支配人にしてみた。それに対する答えは、「儲けがあって、はじめてサービスができます」とのことであった。今では当たり前になっているが、ホテルに宿泊して、目を覚ますと、ドアの下から新聞が差し入れてあるのが目に付く。新阪急ホテルでは、各階のエレベーターの前に各種の新聞が入った箱が置いてあり、宿泊客が自分の読みたい新聞を手に取り、食堂であるいは部屋に持ち帰って読む。また、大概のホテルでは、ゲストが到着すると、フロントで名前を記入し鍵を受け取ると、ホテルのボーイがゲストのバックを持って、部屋まで案内してくれる。こうしたサービスはその当時からすでにこのホテルにはなかった。まさに利益を上げて初めてお客へのサービスができるという支配人の言葉通りであった。これが大阪商人のやり方かとも思い、大阪新阪急ホテルは、阪急電鉄(株)傘下のホテルであるので、その経営スタイルをホテルにそのまま導入したものと理解できたのである。

次に、リゾート地区のホテルとして、和歌山県南紀の白浜にあるホテル白浜館(大正の頃に創業)を訪れた。ホテルを出ると、海水浴場のプールがあって海が一望に見渡せる風光明媚な場所にある。そこでは、リゾートホテルの特徴をいろいろ伺った。リゾートホテルは季節に左右されるから、5月、7月頃から11月までが最盛期である。だから、宿泊客はこの時期に集中する。リゾート地区で大切なのは、ホテルの料理のうまさ宿泊客の最大の関心事であろう。料理が美味しくなければ客は来ない。それと、リゾート地区であるから、部屋から眺める景色がお客にとっては魅力である。

われわれが宿泊したホテルは和風の畳敷きの部屋で個室であった。座って外の景色を見ようとして驚いた。せっかくの景色が窓の枠に遮られて、立たないとよく見えないのである。どうしてこんな設計をしたのだろうかと思った。ホテルの経営はその建築段階でできる。いったん完成したら後から直せないことはないが、それには多額の出費が必要とな

る。まさに拘束固定費なのである。だから、設計の段階で、設計図を見ながら設計士とホテルの支配人とがホテル建築についてきめの細かい相談をしておかなければならない。さらに、このホテルで感じたことは、厨房から出来上がった料理をレストランに運ぶまでのルートが長いことであった。これも設計上の問題点と推察したものである。

地方ホテルとしてわれわれは仙台ホテルを訪問した。仙台ではもっとも古い格式のあるホテルである。当時は、国鉄が東京と仙台間の鉄道の運営に当たっていたが、現在はJR東日本鉄道に変わった。そのせいか、国鉄のOBがホテルだけでなく、お土産売り場の品物の斡旋あるいはそこで働く職員を派遣していたようだ。

これらの特色あるホテルを訪問後に、ホテル経営について議論を重ねた。思うに、ホテル業経営は倉庫業経営と同じ系列に入る。すなわち、倉庫業は、場所を提供して依頼者の品物を預かり、品物が蔵出しされるまで保管料などを取るのである。ホテルの場合は、決まった料金（価格）で客室をお客に売る商売である。お客は客室を利用してそのサービスに満足して帰ることができれば、またの機会にホテルを利用しようと思い、アポイントメントを取るであろう。客室利用率がホテル経営の場合の操業度である。例えば、都市型ホテルだと、当日申し込んでも予約できないかもしれない。その都市型ホテルでも、損益分岐点は75%から80%だといわれている。満室ではないことがある。これを上回らなければ、利益を上げることはできない。

ホテルが利益を上げるにはどうすればいいか。客室利用率を上げて操業度を高めるか、経費の節減である。固定費を抑制し、人手の掛かるものはお客様自身にやってもらうか、派遣社員にやらせるのである。仙台ホテルで聞いたとき、なるほどと思ったことは、食堂やボーイなどに、農閑期の農婦とか学生アルバイトを使って、固定人件費を変動費にかえて費用を節約するのである。むろん、これらの従業員には教育訓練が必要であろう。お客に農婦や学生アルバイトと見破られないように職場の訓練が必要なのである。

リピート客を増やすのには、都市型ホテルは別として、地方ホテルやリゾート地区のホテル、また長期滞在ホテルの場合には、そのホテル特有の美味しい料理や、帝国ホテルの企業理念の十ヵ条の最初にある「親切、丁寧、迅速」を地でいくようなサービスが求められるであろう。



### Ⅲ．経済付加価値と利益計画

#### 1. 自己資本コストとシステマティック・リスク

雇用の安定と従業員の福祉を第一義とする日本的経営の特色は、今後も大きく変わらないにしても、企業の存続が問われるような経営状況に見舞われたときに、米国の企業の場合、経営者が一番懸念するのは、株価が下がり、M&Aのターゲットになるということである。マーケットはいち早くシグナルを流すから、経営者は機関投資家や株主の動向に無関心ではいられなくなる。

グローバル企業を目指す会社は、なおさら利益の追求を一段と強化していかなければなるまい。その具体的な尺度として、これまでROE (Return on Equity) すなわち株主資本利益率、あるいは自己資本利益率の意義が強調され、かつ日本を代表する会社のROEの低下が欧米の優良会社と比較して目立つことが指摘されてきた。だが、そうした警鐘が経営者の覚醒を促すところまでいかなかったのは、何故なのであろうか。実は、その経営指標自体に問題があったからなのである。つまり、この尺度の問題点とは、資本すなわちストックが簿価で表示されていることである。

欧米の経営者や投資家は、会計方法により人為的影響を受けやすい期間損益の概念の代りに、「キャッシュフロー」に基づき測定した価値または時価に基づく市場価値を、価値創造や投資判断の基準として用いている。その一つの尺度がこれから述べる経済付加価値 (Economic Value Added, 以下EVA略称) である。これはスターン・スチュワート (Stern Stewart) というアメリカのコンサルティング会社が開発した概念である。EVAの測定について述べる前に、その基礎概念である自己資本コストとシステマティック・リスクについて述べておこう。

前節でも述べた通り、利益計画の設定の際に目標利益は、資本利益率の目標値を参考にして決める。但し、この場合、利益計画は短期の目標利益でなく、長期の目標利益すなわち資本コストをベースに設定することに注意が必要である。換言すれば、企業に資本を投下している投資家すなわち株主が要求する最低収益率を上回る利益水準を上げることが前提条件となる。

ところで、投資家は単に期待リターン (投資収益率の期待値) の最大化を目標にするのではなく、期待リターンの分散すなわちリスクとの兼ね合い (トレードオフ) によって自分の効用 (満足度) を最大化することが株式保有すなわちポートフォリオ選択の理論 (Portfolio

Selection)によって明らかにされた。

つまり、期待リターンのリスク、とくに当該証券のリスクは、ポートフォリオ(複数証券を組合せ)の保有によって相対的に重要でなくなり、一般的市場の変化に関連する共通的変動性がポートフォリオのリスクに大きく影響することが明確に認識されるようになったのである。前者の企業固有のリスクはアンシステマティック・リスク(unsystematic risk)、後者はシステマティック・リスク(systematic risk)あるいは市場リスク(market risk)という。それ故、株主資本あるいは自己資本の資本コスト(必要最低収益率)はこのシステマティック・リスクに見合う収益率と言い換えることができる。

シャープとリントナーによる資本資産の市場価格の決定モデルによれば、資本市場が均衡状態にある場合には、個々の証券の期待収益率あるいはリターン $E(\tilde{R}_i)$ は、その証券のシステマティック・リスク( $\beta_i$ )に関係する<sup>5)</sup>。すなわち、

$$E(\tilde{R}_i) = R_F + [E(\tilde{R}_M) - R_F] \beta_i \quad (10)$$

$R_F$  = 無危険利子率

$E(\tilde{R}_M)$  = 市場ポートフォリオの収益率

$\beta_i$  = 証券iのシステマティック・リスク(ベータ)

(10)式が示す通り、システマティック・リスクだけが証券の投資収益率の決定要因である。何故ならば、固有のリスクすなわちアンシステマティック・リスクは投資家の効率的な分散投資によって除去できるからである。

さて、システマティック・リスク( $\beta$ )の指標は、株式市場で直接観察することはできない。もっとも一般的に用いられる推定方法は、過去の投資収益率の時系列データから当該証券と市場のリターンの投資収益率の代理変数である日経平均あるいはTOPIXデータとの最小二乗法による回帰分析によって $\beta_i$ を求めるのである。 $i$  銘柄の投資収益率を $R_i$ 、市場インデックスを $R_M$ とすると、

$$R_i = \alpha_i + \beta_i(R_M) + e_i \quad (11)$$

$\alpha$ と $\beta$ は回帰係数で $e_i$ は誤差項である。

一方、(10)式右辺第2項の $[E(\tilde{R}_M) - R_F]$ は期待超過収益率あるいは市場リスク・プレミアムという。市場ポートフォリオの収益率が無リスク利子率を上回るリターンであるから、市場リスク・プレミアムというのである。一般に、これは次のように測定される。すなわち、



$$\text{市場リスク・プレミアム} = \text{TOPIX 年間上昇率} - \text{国債利回り} \quad (12)$$

である<sup>6)</sup>。

こうした基礎データが計算できれば、自己資本コストが推計できる。従って、EVAの測定は以下のように行う。すなわち、

(1) 株主が企業に投資している金額の時価総額を推定する。すなわち、

$$\text{株式の時価総額} = \text{株価} \times \text{発行済み株式数} \quad (13)$$

(2) 企業の税引後利益から「必要株主利益」を控除した差額がEVAである。すなわち、

$$\text{EVA} = \text{税引後利益} - \text{必要株主利益} \quad (14)$$

$$\text{但し、必要株主利益} = \text{株式の時価総額} \times \text{自己資本コスト} \quad (15)$$

(14)式で表されるEVAは、これがプラスであれば、株主は株式に投資した要求収益率以上の超過利益を得ることになる。しかし、株主は事業に伴うリスク(ビジネス・リスク)を負担するから、株主が受け取るであろう利益は毎期変動する。それ故に、必要利益は、多期間を通しての平均利益である。だから、単独の期間で見れば、EVAはプラスになる場合もあればマイナスになることもある。ということは、長い期間をとった時、平均あるいは合計のEVAは、プラスであることが望ましいということに十分注意を要する。

実は、このことがEVAを適応する場合の問題だといえよう。短期的な期間損益に比較される株主の必要利益は、長期の利益であるから、たとえ一期間でEVAがマイナスになったからといって、直ちに人員削減とか資産売却というドラスチックなリストラの手段を採るべきではないのである。80年代にアメリカ企業が業績不振に陥ったとき、大方の批判は、株主あるいは株価重視に見られる短期的視野にその批判の矛先が向けられた。その後が開発されたEVAは、より長期的に企業の業績を評価しようとするものであり、またこれによって配当の支払いや経営者・従業員への報酬システム、さらには自社株買いにも適応しようとするものにほかならない。

## 2. 広義の利益計画と目標利益

EVAはネッペルの利益管理を長期計画目標(資本コスト)あるいは経営戦略との整合性を図るべく拡張した目標利益の概念といえよう。すなわち、目標利益について、一方で株主の要求利益率を考慮に入れるべく短期の目標利益との調整を図るとともに、他方では景気の後退によって業績の低迷に見舞われた場合には、条件反射的に雇用削減をして人件費を削減することはあり得るとしても、長期の目標利益率との調整を図ることを先ず検討す

べきであろう。第2に、トヨタが現在進めている「太陽電池で車を走らせる」次世代型自動車の開発計画が注目される。また、経済危機下の経営戦略として省エネ、温暖化防止といった環境技術の研究開発にも手を抜かないことである。そのためにも、必要な内部留保の蓄積が必要であり、これを目標利益に組み入れなくてはならない。まさに、それは短期利益計画の拡張ということができる。

データとしては古いが、日本企業のなかにもEVAを企業業績の基準に利用する会社が増えてきた。ソニー、東芝、日立などがそうである。先進的な経営戦略を採ることで知られる花王は、新たな経営改革を目指して、日本企業としては始めてEVAの導入に踏み切った。その導入の契機について、花王の渡辺正太郎元副社長(故人)は次のように述べている。「海外で投資家向けの広報活動(インベスター・リレーションズ、IR)について、経営方針や財務内容などを説明していると、外国のアナリストから『花王は何を目標に経営をやっていますか』との質問を受けた。とっさに、『増収増益です』と答えたが、それはどこまでも国内では通用しても、ヨーロッパやアメリカのグローバルな市場ではそれだけでは通用しないことがわかった。これから国際的な競争に生き残っていくには、競争力の中身が問われる。それは、最終的には利益の競争力に収斂される。それが、EVAを導入した理由だ」と。

第1表 時価総額とEVA

(単位億円)

	97年売上高	ROE	株式時価総額	EVA
P&G	43,376	28.6	127,630	666
ユニリーバ	58,515	21.8	99,997	720
ロレアル	14,495	14.3	55,304	411
コルゲート	10,574	41.9	26,130	59
花王	9,072	6.1	15,000	154

(出所:「実業の日本」、1999年4月号)

第1表を見て気が付くことは、花王とアメリカの同業種のコルゲートとを較べると、ROEおよび株式時価総額に大きな格差があるが、EVAでは花王のほうが優っていることである。しかし、P&Gをはじめユニリーバ、ロレアル社と比較すると、いずれの経営指標でも花王のパフォーマンスの劣位は明白である。また、第2表は東洋経済新報社が試みたEVAランキングであり(2004年度)、これはいうなれば「勝手付け」に当るもので、ここに挙がっている会社に依頼されて格付けしたものではない。とはいうものの、第1位

のトヨタを筆頭に、日本を代表する優良企業の名前が挙がっていることは、決して偶然とはいえないであろう。

ところが、世界経済危機発生直前の2008年3月、2007年度EVAランキングを計測したところ、日本電信電話を筆頭にトヨタは第2位、ホンダや日産がEVAは5位以内に入り、ソニーは2004年度最下位(25位)から2007年度は6位に躍進したことが注目される。

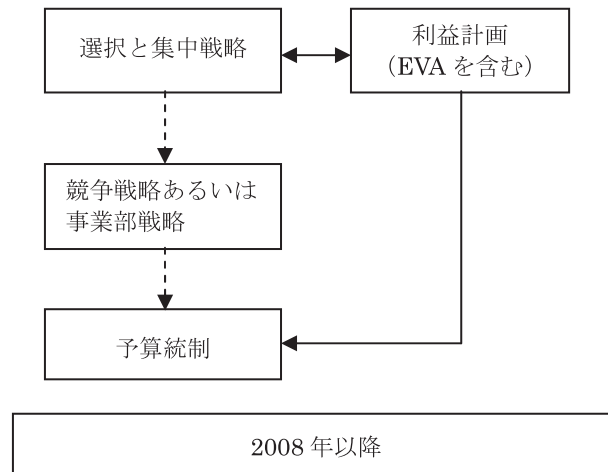
第2表 2004年度と2007年度のEVA比較

(単位億円、▲はマイナス)

2007 順位	2004 順位	企業名	経済付加価値 2004 (EVA)	経済付加価値 2007 (EVA)	2007 順位	2004 順位	企業名	経済付加価値 2004 (EVA)	経済付加価値 2007 (EVA)
2	1	トヨタ自動車	5,548	4,535	14	14	花王	546	▲164
4	2	日産自動車	3,467	2,545	17	15	任天堂	508	▲413
3	3	ホンダ	2,652	2,847	13	16	HOYA	418	▲134
15	4	キャノン	2,210	▲269	19	17	信越化学工業	380	▲930
7	5	武田薬品工業	2,027	1,023	25	18	ヤフー	294	▲3,935
10	6	JFE ホール ディングス	1,922	406	22	19	ファナック	228	▲1,734
1	7	日本電信電話	1,623	6,313	23	20	三菱地所	211	▲1,915
5	8	東日本旅客鉄道	1,415	1,887	20	21	キーエンス	211	▲956
8	9	東海旅客鉄道	1,380	803	16	22	日本電産	174	▲283
9	10	NTT ドコモ	1,061	413	11	23	楽天	26	39
24	11	東京電力	944	▲3,187	12	24	ソフトバンク	▲699	19
21	12	デンソー	782	▲1,159	6	25	ソニー	▲1,325	1,400
18	13	KDDI	619	▲557					

出所：2004年度は、週刊 東洋経済 2005年12月3日号より引用。2007年度は筆者の作成。

第6図は第1図に示した右側半分を掲載したものであるが、その上段に示す「選択と集中戦略」と「利益計画」との相互関係は、その含意として現在直面する経済環境及び経営状況に照らして、短期利益計画のほうから経営戦略の全体すなわち全社戦略と競争戦略の見直しと、EVAの要因である資本コストの再検討などを通して設備投資計画の延期、縮小、中止などの対応措置が必要となる。



第6図 EVAによる企業評価モデル

これはまさに、純現在価値法の問題点(不確実性、不可逆性、柔軟性の欠如)を克服するものとして登場したリアルオプションと同様に、今日の世界同時不況下にあっては、短期利益計画からの設備投資計画や経営戦略の修正を迫るものであり、その評価法である伝統的な純現在価値法もまた有効に機能しうると解することができる。先にも述べたように、長期経営計画のフレームワーク(理論的枠組み)のなかで、リアルオプションはNPV法で決定・採択されたプロジェクトを経営状況の変化を見ながら柔軟に変更できる方法であり、それ自体有効かつ有意義な方法である<sup>7)</sup>。しかし、筆者の考える広義利益計画は、目標利益の設定を長短期の両方の視点から相互にチェックして、目標利益や資本コストの変更を通じて長期計画や経営戦略の修正、再構築を図るものである。

#### IV. 結びにかえて

米ソ冷戦終結のさきがけとなった1989年の「ベルリンの壁」崩壊から今年で20年になる。旧ソ連の社会主義経済体制は終焉を迎え、これを契機に東欧諸国は資本主義体制に移行した。そして、1990年代以降は、IT革命を経てアメリカが経済の覇権国となり、ブッシュ政権のもとに世界の政治、経済、軍事の一極支配の時代となった。ところが、イラク戦争の泥沼化から抜け出せないアメリカは、2008年9月の世界的金融危機の発端をもたらすことになった。これは資本主義体制の危機を未来に暗示する予感すら与える。

ブッシュ政権下で泥沼化した対テロ戦争や世界的金融危機などにあえぐ世界は、「変革」を掲げるオバマ米大統領に新時代の幕開けを期待するところが多い。すなわち、彼が大統領候補に正式に選ばれてから、米国の経済危機を克服する一つに、グリーン・ニュー

ディール政策によって500万人の雇用を創造すると公式に発言したことが注目された。すなわち、今後10年で太陽光や風力発電など再生可能エネルギーに約1,500億ドルを投じて、雇用創出を目指す構想である。地球温暖化対策という長中期的な課題と目先の景気浮揚策の両方を目指すのである。

「好況よし、不況さらによし」。パナソニック(旧松下電器産業)を創業した松下幸之助はこんな言葉を残した。危機こそ新たな製品や技術を生み出す好機だというのである。百年に一度といわれる金融危機と世界同時不況の時代に突入したいま、古い価値観を見直し、新しいパラダイムへの転換が求められている。サステナビリティ(持続可能性)よりもサバイバビリティ(存続)が問われる時代になって、国家も、企業も、個人も多様化した価値観がふるいにかけられる。特に、企業の場合には、ゆるぎない成長を謳歌してきた会社が世界同時不況にあって経営戦略や経営目標の見直しが急を告げている。

日本のリーディング産業は長い間自動車などの輸出型製造業だったが、急激な円高と米国の景気の減速によって、これに代わる新産業の出現が期待されている。環境関連や医薬品事業は成長余力が大きく、こうした分野に資金が流れる仕組みが考えられなければならないだろう。本稿では、特に利益計画の復権(リバイバル)に焦点を当てて所見の一端を述べた。

## 【注】

- 1) ハーバード大学ビジネス・スクールのマイケル・E. ポーターによれば、戦略とは他社と違うことをやり、競争に勝ち抜くことである。それには、業界の競争要因すなわち「新規参入の脅威」「代替商品の脅威」「顧客の交渉力」「供給業者の交渉力」「競争業者間の敵対関係」の5つから身を守り、自社に有利なようにその要因を動かせる位置を業界内にみつけることである。言い換えると、自社は業界のなかで適切に位置づけること(ポジショニング)が重要である。Michael E. Porter (1980), *The Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York, Free Press. (土岐坤ほか訳『競争戦略』、ダイヤモンド社、1982)。ポーターは競争戦略として、コスト・リーダーシップ戦略と差別化戦略を上げている。コスト・リーダーシップ戦略は、業界全体の幅広い市場をターゲットにして、他社よりも低いコストと価格に重点を置いて競争に勝つ戦略である。一方、差別化戦略は製品の品質や流通チャンネル、またはメンテナンス・サービスの違いなどの面で他社との違いを生み出し、競争に勝つ戦略である。
- 2) 2000年4月1日から民事再生法が施行された。会社更生法と違って、倒産しかかった会社の経営者(債務者)が事業を続けながら事業の再生を行えることである。そして、民事再生手続きの開始の認可がおりるのは、申し立てから5ヶ月程度と短くなった。申し立てをすると、直ちに財産保全(処分)の発令が出され、強制執行や差し押さえなど債権者が個別に債券回収することが禁止される。民事



再生手続き開始が決定したら、監督委員が選任され不動産の処分、金銭の借入れなど財務内容に影響しそうな行為の監督をする。

- 3) 回帰分析とは、2つの変数の間に原因となる数字に対して、結果となる数字がどのような関係を持っているかを調べる際に用いる。例えば、原因となる数字をXとし、結果となる数字をYとすると、 $Y = aX + b$  の線で表される。 $a = 0.8774$  値とは、ある現象がその回帰式で表される確率であり、この場合だと9割方は回帰式で説明が付くということになる。
- 4) その結果は『わが国ホテル経営の実態分析と課題』(古川栄一・松本雅男・柴川林也著、日本ホテル協会、1967年)として出版された。
- 5) バルーク・レブ、柴川、寺田訳、1978、pp.212-220参照。
- 6) <http://sun-investor.com/beetatisansyutu.html>
- 7) 金、柴川、2007、pp.109-118を参照されたい。

## 【参考文献】

- Baruch Lev, Financial Statement Analysis: A New Approach, Prentice-Hall Inc., 1974, バルーク・レブ、柴川林也、寺田徳訳、現代財務諸表分析、東洋経済新報社、1978.
- B.B. Howard and M. Upton, Introduction to Business Finance, McGraw-Hill, 1953
- C.E.Knoeppel, Profit Engineering: Applied Economics in Making Business Profitable, McGraw-Hill, 1933
- C.E.Knoeppel, Managing for Profit, Working Method for Profit Planning and Control, McGraw-Hill, 1937
- 古川栄一、松本雅男、柴川林也、ホテル経営の実態分析と課題、日本ホテル協会、1967.
- 古川栄一、経営分析、同文館、1969.
- 古川栄一、経営学通論、5訂第43版、同文館、1979、255p.
- F. V. Gardner, Profit Management and Control, McGraw-Hill, 1955
- G.A. Welsch, Budgeting ; Profit-Planning and Control, Prentice-Hall, 1957 ( 諸井勝之助訳、企業予算、日本生産性本部、1961.
- 平坂敏夫編、花王情報システム革命、ダイヤモンド、1996.
- J.L. グラント著、兼広崇明訳、EVAの基礎—マーケットの新しい投資尺度、第2刷、東洋経済新報社、1998、210p.
- 国弘員人、経営分析、ダイヤモンド、1953.
- 金玉仙、柴川林也、石油資源開発とリアルオプションの適用—ベトナム事業を中心に—、アジア経営研究、2007、no. 13、pp.109-118.
- 西野嘉一郎、経営分析、中央経済社、1954.
- 西野嘉一郎、経営分析の理論、中央経済社、1978.
- 柴川林也、財務管理、第8版、同文館、1977、265p.
- 柴川林也、新版 投資決定論、同文館、1979.
- 柴川林也、経営理念の転換と起業支援システム、上武大学ビジネス情報学部紀要、2007、vol. 6、no. 2、pp. 17-33.

田宮寛之.第2特集 2005年版 EVAで見る企業の価値.週刊 東洋経済.2005,12,3,pp.118-131.  
渡辺正太郎.(花王副社長に聞く) EVA導入で大競争時代を生き残る.実業の日本.1999, Vol.102,no.4.  
[http://www.nssprit-cashf.com/logical/kaiki\\_bunseki.html](http://www.nssprit-cashf.com/logical/kaiki_bunseki.html)  
[http://www.nsspirit-cashf.com/manage/soneki\\_bunki.html](http://www.nsspirit-cashf.com/manage/soneki_bunki.html)  
[http://www.nssprit-cashf.com/inv\\_st/eva\\_mva.html](http://www.nssprit-cashf.com/inv_st/eva_mva.html)  
<http://sun-investor.com/beetatisansyutu.html>