

財務報告の変革と価値創造プロセス

尾畑 裕◇一橋大学大学院教授

◆ Summary ◆

伝統的財務報告による企業価値説明能力が低下している。企業価値創造と破壊プロセスを組み込んだモデルを開発して、モデルベースの財務報告をめざすべきである。

《はじめに》

この小論は、日本会計研究学会平成19・20年度特別委員会『財務報告の変革に関する研究』（委員長：広瀬義州教授（早稲田大学））（以後特別委員会と略称する）の中間報告・最終報告にて提示した主張をもとにしている。なお、特別委員会の中間報告・最終報告の内容は、本年、広瀬義州編著『財務報告の変革』（中央経済社刊）として出版されているので、引用については『財務報告の変革』の該当ページを引用することとする。

I 企業価値の定義

まず、特別委員会における企業価値の定義を示しておきたい。企業価値の定義はさまざまであるが、特別委員会では、次のように定義している。

「企業が創出する価値の総計であり、具体的には将来にわたって生じる期待キャッシ

ユ・フローの現在価値額である。⁽¹⁾あるいは「企業が創出する価値の総計であり、具体的には将来にわたって生じる期待残余利益の現在価値額に純資産簿価と有利子負債の時価を加えたものである⁽²⁾。」

企業価値といった場合、株主および債権者の観点から定義する場合と、企業をとりまくあらゆるステークホルダーの立場から企業価値を定義する場合とがある。ひとつの規範論として考えると、企業価値を後者のようにさまざまなステークホルダーからみた価値の総体として定義するという方法もありえないわけではない。ただ、その場合、定義にしたがって測定したものが企業価値であると主張することはできるが、その企業価値の妥当性について実証研究により確認することができなくなる。定義どおりに測定されているので「正しい」としかいいようがなく、トートロジーに陥る。

特別委員会では、実証研究により企業価値への影響を確認することが重要であると考えたので、企業価値を株主および債権者の観点から定義した。当然、他のステークホルダーも存在しているのであるが、株主は、他のステークホルダーの立場も斟酌して行動するので、株主の立場からの価値のなかに他のステ

ークホルダーの視点も含まれると考えることもあながち間違っていない。企業価値を株主および債権者の観点から測定するという基本的なスタンスをとりつつも、必要に応じて、他のステークホルダーにとっての価値も独立して認識して、それを理論値の構成要素として企業価値推定のモデルのなかに組み入れることにした。

II 企業価値が注目される理由とEFR

近年企業価値にたいする関心が高まっている背景には、企業価値のなかで、有形資産の価値で説明できる部分が少なくなっているという事情がある。これは伝統的な財務報告の企業価値説明能力の低下をもたらす。知的資産、ブランド、人的資産などさまざまなインタンジブルズの増加が影響している。環境にたいする企業意識なども企業価値に影響を与えるようになってきている。

特別委員会では、このような伝統的な財務報告の企業価値説明能力の低下という問題意識のもと、測定システムと報告システムを一体化する独自の財務報告を、EFR (Enhanced Financial Reporting) として提唱した。特別委員会は、EFR の基本目的を次のように規定している。

「EFR は、現在および将来の投資者その他の情報利用者（以下、「情報利用者」という）が合理的な投資その他の類似する意思決定を行うのに有用な情報を提供するものでなければならない。ここで提供される情報は、企業価値の創造・向上プロセスを正しく理解し、また情報に精通して利用しようとする者にと

って理解できるものでなければならない（基本目的）⁽³⁾。」

この基本目的にしたがい、EFR は企業価値の創造・向上プロセスを正しく理解し、企業価値を推定するのに有用な情報、すなわち企業価値に影響を及ぼすバリュー・ドライバーについての情報を提供しなければならないとしている⁽⁴⁾。

さまざまな推定、仮定をふまえて企業価値を見積もることになる。投資者は、なんの情報もなければ、企業価値を見積もることはできないので、そのために必要な情報を企業が財務報告として提供することが求められる。

III 企業価値プロセスを説明するモデルの必要性

企業価値をどう評価するかは最終的には投資者の責任であるが、企業は、企業価値を評価するための判断材料を提示する必要がある。とはいっても、投資者が企業価値を推定するために、企業がもっている情報をなんでも出せということではない。雑多な情報をいくらもらっても投資者はその情報を有効に活用することはできない。企業価値を評価するための判断材料は断片的な事実の羅列ではなく、ひとつの因果関係、ストーリーについての仮定に基づいて提供されなければならない。その情報がどういう意味をもっているのか、企

Profile

おばた・ひろし◇一橋大学大学院商学研究科教授。博士（商学、一橋大学）。日本原価計算研究会常任理事。主要著書：『ドイツ原価理論学説史』中央経済社、2000（日本会計研究学会太田黒澤賞受賞、日本原価計算学会賞受賞）。（岡本清・廣本敏郎・挽文子と共著）『管理会計第2版』中央経済社、2008。

業価値にどういふメカニズムで影響を及ぼすのかといった情報とセットになってはじめて情報は生きてくるといえる。

企業価値に影響を及ぼすバリュー・ドライバーについての情報には2種類あるといえる。将来の事象についての情報と、その事象がなぜ企業価値に影響を及ぼすのかを説明するモデルである。モデルの仮定がなければ、企業価値の説明は不可能である。事象についての情報とモデルの両方が必要なのである。

それでは、そのようなモデルは誰が用意するのか。本来的にいえば、企業価値の推定は投資者の責任であるので、企業価値の推定のモデルは投資者が各自もっているといえる。その意味では、企業はモデルにインプットするための事象についての情報のみを提供すればよいという考えもあるかもしれない。しかしながら、どのような情報が必要であるかはモデルに依存する。したがって、モデルが決まらなると提供すべき情報も決まらな。その意味で企業価値推定のためのモデルと事象についての情報はセットである。

発行体は、事象についての情報の提供のみならず、モデルについても言及する必要がある。発行体自体がモデルを作る必要はない。複数の企業価値推定モデルのなかから、各企業が適切と思うモデルを選んで、それを前提として事象についての情報を提供するという形が考えられよう。

IV 企業価値推定モデルとしての コックピット・モデル

企業価値を推定するモデルは、どうすれば企業価値が創造されるのかのみならず、どう

すると価値が破壊されるのかについての仮定をも含む必要がある。

企業価値を推定には、伝統的な財務報告、すなわち GAAP による外部財務情報も必要であり、それが企業価値の重要な部分を構成していることは否定できない。しかしそれだけでは、企業価値の推定には不十分であることもまた事実である。

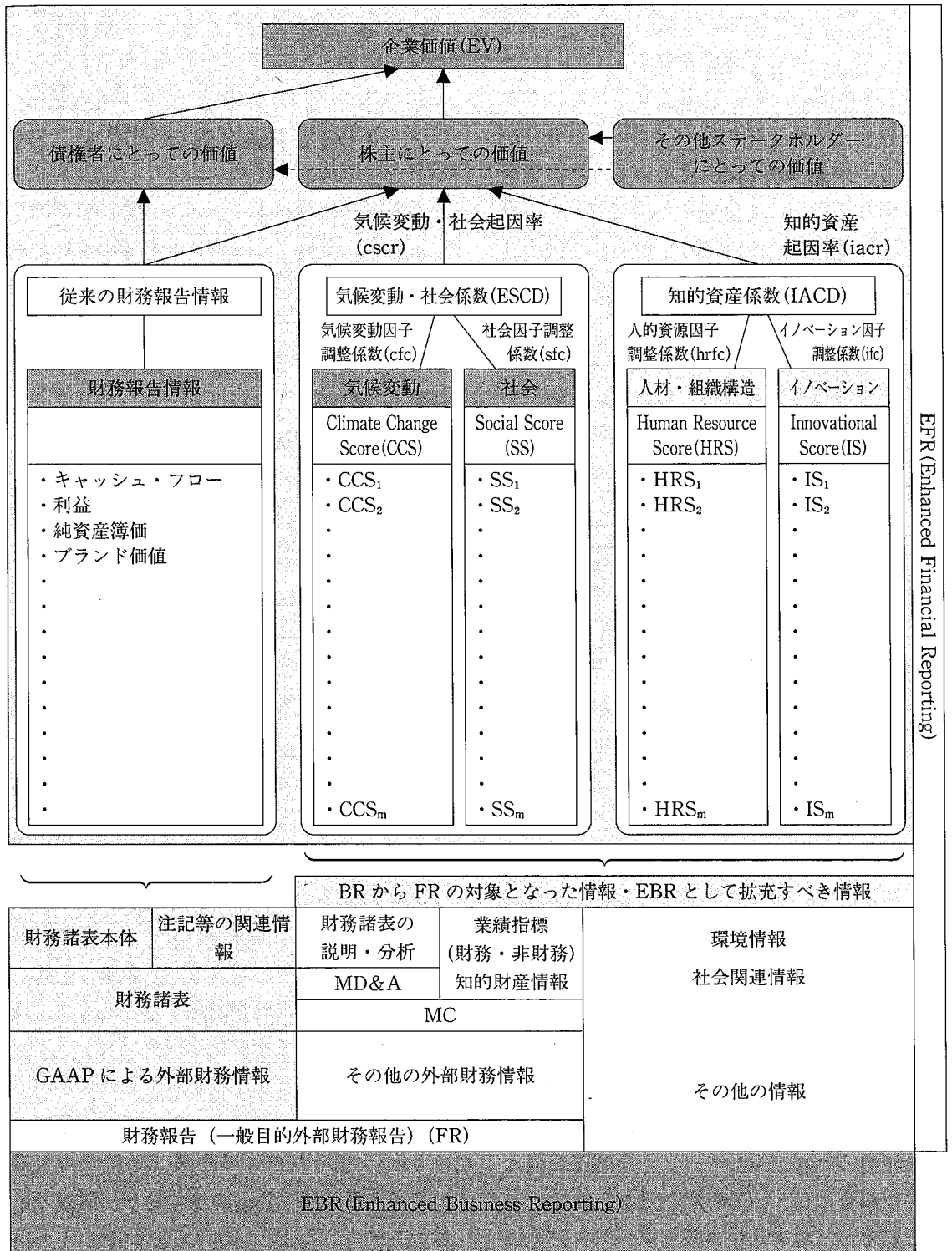
コックピット・モデルの考え方は、図に示したとおりである。図は、特別委員会の基本的考えを示すものである。気候変動因子のみならず、イノベーション因子、人的資源因子、社会因子が将来の企業価値に影響を及ぼす重要な要因と考え、伝統的な財務報告から導出される企業価値を調整するのである。

V CO₂排出量と企業価値についての関係の実証研究のインプリケーション

コックピット・モデルは、伝統的な財務報告を補足する因子として、気候変動因子、イノベーション因子、人的資源因子、社会因子を考慮する予定であるが、特別委員会では、そのなかでも近年注目されている気候変動因子をとりあげて、実証研究を行っている。CO₂排出量の多い企業ほど企業価値が低くなる。

「CO₂排出量データを用い、企業価値の説明変数として一般的な変数を所与としてもなお、CO₂排出量データが追加的な説明力を有しているか否かについて検証した。その結果、純資産簿価、当期利益および次期予想利益を所与としても CO₂排出量が追加的な負の説明力を有していることを確認したが、純資産

〔図〕 コックピット・モデルと企業価値



(出所：広瀬義州編著『財務報告の変革』中央経済社，2011，195頁)

簿価およびブランド価値を所与とした場合には、CO₂排出量が追加的な説明力を必ずしも有していないことが確認された。⁶⁾

CO₂の削減のために設備投資をし続けるとすると、その分正味のキャッシュ・フローが減少し、企業価値が減少するのではという予想もありえたが、実証研究の結果は、CO₂を多く出す企業は、それだけ企業価値を減少させると市場が判断していることになる。

なぜそのようになるかであるが、環境対策に熱心な会社というイメージが企業イメージのアップにつながるという側面もあるが、やはりCO₂排出量が多いことが将来のリスク要因と市場に認識されているのではないかとと思われる。企業価値に影響を及ぼすのは今後行われるかもしれない温室効果ガスにたいする政府の施策である。京都議定書の第1拘束期間の終了が近づくとつれて、排出量取引制度の導入も現実味をおびてきた。排出量取引とは、温室効果ガスの限界削減費用が異なる企業間あるいは国家間で削減コストの安い国または企業と、削減コストの高い国または企業が排出権を取引することにより費用効率的に温室効果ガスを削減しようとするものである。平成22年3月12日閣議決定され、5月18日衆議院通過後、参議院を通過前に国会会期終了により廃案となった地球温暖化対策基本法案では、キャップ・アンド・トレード方式による国内排出量取引制度を創設すること、そのために必要な法制上の措置について、基本法の施行後1年以内を目途に成案を得ることを定めていた。もしそのような制度が導入された場合には、CO₂削減の努力をしていないでいると、将来的に多額のコスト負担を強いられることとなる。株式市場は、そのよう

なりリスクを織り込んでいるのではないかと考えられる。

VI コックピット・モデルをどのように財務報告に利用するか

財務報告におけるモデルの重要性はすでに強調した。投資者からの開示要望の多い非財務情報を最大公約数的に集めてきても、前提となるモデルがなければ、断片的な情報にすぎない。また、同じKPIをとっていても、情報の提供側と受け手側とでまったく違う解釈をしている可能性もある。どのようなコンテキストで、どのような意味をもつ指標としてそのKPIを位置付けているのかという解釈について、情報の提供側と受け手側が共通の理解をもつことが重要である。そのためにベースになるモデルをもとに、情報を開示することが意味をもつのである。これをモデルベースの財務報告といってもよい。因果関係を重視した財務報告、ストーリーのある財務報告、コンテキストのある財務報告、プロセス指向の財務報告などよんでもよいかもしれない。

管理会計の領域で近年注目を集めているBSC (Balanced Scorecard) は、財務、顧客、業務プロセス、学習と成長の4つの視点のもとに、戦略目標を設定するとともに、成果指標を設定し、パフォーマンスドライバーを設定し、戦略を実現するためのストーリーにそってKPIを設定している。BSCにおけるKPIはそれぞれの企業ごとにその企業にて考えた戦略実行の道筋であり、仮説である。このようなBSCの考え方がそのまま財務報告に応用可能であるわけではない。財務

報告において問題となるのは、各企業に限定的・個性的なローカルな因果関係ではなく、ある程度の普遍性をもった因果関係である。

各発行体がそれぞれバラバラに、価値創造プロセス、価値破壊プロセスを説明するモデルを仮定したのでは、利用者は混乱し、比較可能性も損なわれる。とはいえ、ただひとつのモデルがあればよいというわけでもない。唯一絶対的なモデルなど構築することは不可能であろう。

ストーリーをもって財務報告を行うことを目的としたモデルが複数開発されることは健全なことである。当初は非常に多くのモデルが開発されるかもしれない。しかし、モデルは、発行体側からと情報利用者からの厳しい選択眼により選択される過程のなかで淘汰されていき、いくつかの主要なモデルに集約がなされていくことになろう。コックピット・モデルも、そのような主要な説明モデルのひとつの候補となることを目指している。

このようなモデルベースの財務報告は、モデル自体をひとつに絞ることができないこともあり、強制開示にはなじまない。モデルベースの財務報告を支援するビジネスが介在することにより、強制開示でもない、完全な自主開示でもない、第三の道をめざすのが望ましいように思われる。

VII 今後の課題

コックピット・モデルは、いまだ完成していない。気象変動因子について、その企業価値推定モデルへ組み込むことの有効性について示唆を得たところである。その意味で、方向性を示したにすぎないともいえる。コックピット・モデルにおいては、気象変動因子のほかに、イノベーション因子、人的資源因子、社会因子などを組み込んで、価値創造プロセス・価値破壊のプロセスを明らかにしようと構想している。気象変動因子のみならず、イノベーション因子、人的資源因子、社会因子などを組み込む必要がある。

気象変動因子についても、伝統的な財務報告から推定される企業価値にたいして、どのような調整を行うべきかといった調整係数の設定についてはさらに検討を要するところである。気象変動因子、イノベーション因子、人的資源因子、社会因子が、具体的な企業価値に、どのように、どれだけの影響を及ぼすのかについてモデルをさらに精緻化する必要がある。それは今後の課題である。

(注)

- (1) 広瀬義州編著『財務報告の変革』中央経済社、2011、197頁。
- (2) 同上。
- (3) 広瀬義州編著、前掲書、253頁。
- (4) 広瀬義州編著、前掲書、256頁。
- (5) 広瀬義州編著、前掲書、229頁。