

日本産業経済学会 第21回全国大会 自由論題報告

# 企業のショートターミズムに関する一考察 —トヨタ的管理会計からの示唆—

2024.9.6

(於: 立教大学)

今井 範行

(名古屋国際工科専門職大学、元トヨタ)

silverstone@mta.biglobe.ne.jp

## 本報告の内容

1. 本報告の主旨
2. 株主価値経営の生成と展開
3. 株主価値経営とショートターミズムとの関係性
4. ショートターミズムに対する公的部門の対応
5. トヨタ的管理会計からの示唆
6. 本報告の総括

## 1. 本報告の主旨

・米国のエンロン、ワールドコム、日本のカネボウ、東芝など、近年、地域、業態、企業規模を問わず、企業の業績管理をめぐる会計不正ないし利益操作（アーニングスマネジメント）が後を絶たない。その背後に、いわゆる企業のショートターミズム（短期利益主義）があることは、いうまでもない。

・企業のショートターミズムについては、これまで公的部門を中心に、いかにこれに対抗し、企業の会計不正ないし利益操作に歯止めをかけるか等の視点から、さまざまな議論が交わされ施策が展開されてきた。しかしながら、なぜ企業においてショートターミズムが生成し進展するのか、あるいは、公的部門ではなく当事者である企業自身が、いかにして管理会計をはじめとした経営システムを変革しショートターミズムを脱するか、といった視点からの解明や検討が十分に実践されてきたとはいえない。

・本報告では、企業においてショートターミズムが生成し進展する背景の一つとして、資本市場における株式価値評価の理論と実務をベースとした株主価値経営の概念を認識し、企業経営における実務視点から企業のショートターミズムの意味を解釈する。そのうえで、トヨタ的管理会計の事例を通して、企業がショートターミズムを脱するうえでの示唆について考察する。

## 2. 株主価値経営の生成と展開

- ・Sharpe (1964) のCAPM (Capital Asset Pricing Model: 資本資産価格モデル):

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}[E(r_m) - r_f]$$

$E(r_i)$ : 資産*i*の期待リターン

$r_f$ : 安全資産の利子率

$\beta_{im}$  (ベータ値): 市場全体のリターンに対する資産*i*のリターンの感度  
すなわち、 $\beta_{im} = \text{Cov}(r_i, r_m) / \text{Var}(r_m)$

$E(r_m)$ : 市場全体の期待リターン

- ・投資家にとっての特定銘柄*i*の株式の期待リターン  $E(r_i)$ 
  - = 当該銘柄*i*の企業にとっての株主資本のコスト
  - = 当該銘柄*i*の企業が株主資本の活用によって獲得しなければならない最低限の利益率
  - 最低限の利益率を実際の利益率が下回れば、当該銘柄*i*の企業は株主価値を毀損

## 2. 株主価値経営の生成と展開

・Rappaport(1986)は、上記の考え方を株主価値理論として、広く実際の企業経営のなかに適用することを提唱

→株主価値経営の概念が生成

(20世紀末の米国で企業経営の表舞台に登場)

→株主価値経営が世界の企業経営のなかに浸透

(背景:資本市場のグローバル化、金融の自由化と規制緩和、間接金融から直接金融へのシフト、経済成長にともなう資本の蓄積、株式市場規模の拡大、機関投資家の台頭、金融の情報化、M&Aの興隆、ストックオプション制度の普及等)

### 3. 株主価値経営とショートターミズムとの関係性

- ・株主価値経営とは、換言すれば、株価重視の経営

- そもそも株価とはどのように決まるのか(株式の価値をどのように評価するのか)、その前提となる株式市場をどのように捉えるのか、というところから考えていく必要あり

- ・Fama(1970)のEMH(Efficient Market Hypothesis: 効率的市場仮説):

- 多数の投資家が参加する合理的な株式市場においては、株価に影響を与えるすべての情報が効率的(即座かつ完全)に株価へ反映

- 特定の投資家だけが株式市場全体を超える投資リターンを継続的に確保することは不可能

### 3. 株主価値経営とショートターミズムとの関係性

・1980年代以降、EMHのもとでは説明がつかない市場アノマリー現象 (Anomaly) が、ファイナンス領域で多数報告

→最も代表的な市場アノマリー現象が、①割安株効果、②サプライズ効果、の二つ

・①割安株効果:

PER (Price Earnings Ratio: 株価収益率 = 株価 / 翌期の1株当たり純利益の予想値) の低い銘柄で構成された株式ポートフォリオが、高い投資リターンを生み出す現象

・②サプライズ効果:

株式市場の期待値を上回る好決算を発表した企業の株式が、高い投資リターンを生み出す現象

→市場アノマリー現象が株式市場において実際に観察されることにより、運用能力の優れた機関投資家は、株式投資によって株式市場全体を上回る投資リターンを追求する機会を得ることが可能

### 3. 株主価値経営とショートターミズムとの関係性

・株式の本源的価値を評価するための絶対価値評価モデルは、大きくは、①配当割引モデル、②残余利益モデル、の二つ

・①配当割引モデル: 
$$V = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

V: 株式の本源的価値     $D_n$ : n期の配当    k: 割引率

・②残余利益モデル: 
$$V = B_0 + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E_n - kB_{n-1}}{(1+k)^n}$$

V: 株式の本源的価値     $B_n$ : n期末の純資産     $E_n$ : n期の純利益    k: 割引率

→①②とも、株式の本源的価値のドライバーとなる将来の配当金や純利益の流列を予測することには、実務上、困難な側面あり

(企業の配当政策、資本政策、経営環境、業界動向、事業戦略等の変化の影響大)



### 3. 株主価値経営とショートターミズムとの関係性

- ・絶対価値評価モデルに代えて、株式価値評価指標を用いた相対価値評価モデルが多用
  - 資本市場の実務で、実際に採用されている株式価値評価指標の大半は、短期の純利益(予想値)をベースとしたPER(=株価/翌期の1株当たり純利益の予想値)
  - 実際に資本市場で発行されたアナリストレポートの調査分析を実施して確認
    - 対象機関: グローバルに事業展開する大手投資銀行
    - 対象者: 株式アナリスト20名
    - 対象物: 株式個別銘柄の調査レポート1,400件
    - 調査結果: 投資判断において、短期の純利益(予想値)をベースとしたPERが株式価値評価指標として採用された割合は、全体の90%

### 3. 株主価値経営とショートターミズムとの関係性

#### ・株主価値経営とショートターミズムとの関係性の構図：

機関投資家（ファンドマネジャー⇒株式投資の運用成績で評価）

↓  
日常的な投資行動

↓  
①割安株効果の期待銘柄  
（翌期増益→PER低下）

②サプライズ効果の期待銘柄  
（当期好決算を発表）

を探し求めて、日々、株式売買

↓  
無言の圧力

「もっと当期、翌期の業績を上げよ」  
「もっと株価を上げよ」

↓  
投資先企業（株主価値経営を実践⇒ショートターミズムに）

↑  
投資家との良好な相互関係の構築と維持

↑  
↑  
↑  
投資家との双方向コミュニケーション活動

↑  
↑  
↑  
IR (Investor Relations)

↑  
↑  
↑

## 4. ショートターミズムに対する公的部門の対応

- ・2002年、米国のサーベンスオクスリー法(SOX法):

21世紀初頭の米国において、企業の業績管理をめぐる会計不正ないし利益操作が相次いたことから、企業の厳格な内部統制が義務化

- ・2012年、英国のケイレビュー(Kay Review):

2008年の世界金融危機を経て、企業が過剰な金融化に巻き込まれ、短期的な利益を志向していることに対する憂慮を提示

- ・2014年、日本の伊藤レポート:

- ①企業のショートターミズムが企業自身の持続的成長を阻害する第1要因であること、
  - ②企業のショートターミズムが資本市場の短期志向と強くリンクしている可能性があること、
- の二点を指摘

- ・今日に至るまで、四半期報告の廃止を含む財務報告の改革等、公的部門による具体的な対策が順次進められてきている

#### 4. ショートターミズムに対する公的部門の対応

- ・一方、企業自身の努力によるマイオピア(Myopia: 近視眼的思考)からの脱却は、いまだ緒に就いたばかり
- ・まずは、基本的な対応として、環境や社会の変化を踏まえた長期の経営戦略の策定、明確な事業の成長軌道の提示、持続的で蓋然性の高い価値創造のストーリーの展開は必須
- ・くわえて、企業自身が、いかにして管理会計をはじめとした経営システムを変革しショートターミズムを脱するか、との視点からの検討が必要
- ・以下では、ショートターミズムを回避するトヨタ的管理会計の事例を通して、企業がショートターミズムを脱するうえでの示唆について考察

## 5. トヨタ的管理会計からの示唆

- ・トヨタ的管理会計の顕著な特徴は、①源流管理、②活動管理、の二点  
→この二つの顕著な特徴がもつ潜在機能(事前に意図せざる結果)として  
トヨタではショートターミズムが回避

### <①源流管理>

- ・一般に、企業のビジネスプロセスは、大きくは、上流の企画開発段階と下流の量産量販段階とで構成
- ・一方、企業の管理会計は、その目的に応じて、コストマネジメント(Cost Management)とレベニューマネジメント(Revenue Management)に大別
- ・企業のショートターミズムとは、事業年度の概念が直接的にともなう量産量販段階における、コストマネジメントとレベニューマネジメントをめぐる短期利益主義
- ・事業年度の概念が直接的にはともなわない企画開発段階における、コストマネジメントが原価企画、レベニューマネジメントが収益企画

## 5. トヨタ的管理会計からの示唆

### <①源流管理>

・トヨタは歴史的に原価企画と収益企画の双方に最も注力

←量産量販段階よりも企画開発段階の方が、管理会計上の取り組みの利益向上に対する効果がはるかに大(トヨタ自身の経験知)

・原価企画:

製品原価の8割以上が確定する製品開発において、原価の発生する源流に遡り、原価発生のメカニズムを徹底的に分析し、製品原価を大幅に低減させ、利益向上に大きく貢献(加登, 1990)

・収益企画:

商品企画(市場サイドからの企画)において、新コンセプトの創造(カーデザイン、画期的・革新的な魅力づけ)、新規搭載機能の発掘、現地での徹底した市場調査とコンジョイント分析等を通して、対競合車種の観点から、投入時期・投入地域(国)にくわえ、より優位となる企画台数(モデルライフ全体での目標販売台数)と目標価格を導出(今井, 2024b)

## 5. トヨタ的管理会計からの示唆

### <①源流管理>

・原価企画と収益企画、すなわち、①源流管理にトヨタが最も注力するのは、これらの活動がトヨタ自身の利益向上に大きな効果をもたらすから

→①源流管理の顕在機能(事前に意図する結果)は利益向上

・ビジネスプロセス上流の企画開発段階における①源流管理には、事業年度の概念が直接的にはともなわない

→事業年度の概念が直接的にともなう量産量販段階における、短期利益主義(ショートターミズム)を脱することが可能

→①源流管理の潜在機能(事前に意図せざる結果)はショートターミズムの回避

## 5. トヨタ的管理会計からの示唆

### ＜②活動管理＞

・量産量販段階における利益管理については、伝統的な管理会計論では、利益管理の責任をもつ本社（経営者や経営管理者）が、トップダウンで製造現場のコストや営業現場のレベニユーの絶対値（Absolute Value）をコントロールする、という形式の利益管理が強調

→量産量販段階における伝統的な形式の利益管理は、計数（Figures）の管理

・トヨタの量産量販段階における利益管理では、前期までの事業活動から想定されるよりも保守的な前提条件にもとづき、成行き利益を測定し、その社内開示により従業員の間に危機感を喚起することによって、製造現場や営業現場でのカイゼン（Kaizen）をダイナミックに誘発

→カイゼンという活動から生成する利益向上の効果額（Delta Value）を、ボトムアップで利益管理システムを通して本社に集約することにより、恒常的な利益改善（好業績）を実現

→量産量販段階におけるトヨタの利益管理は、計数の管理ではなく、カイゼンという活動（Activity）の管理



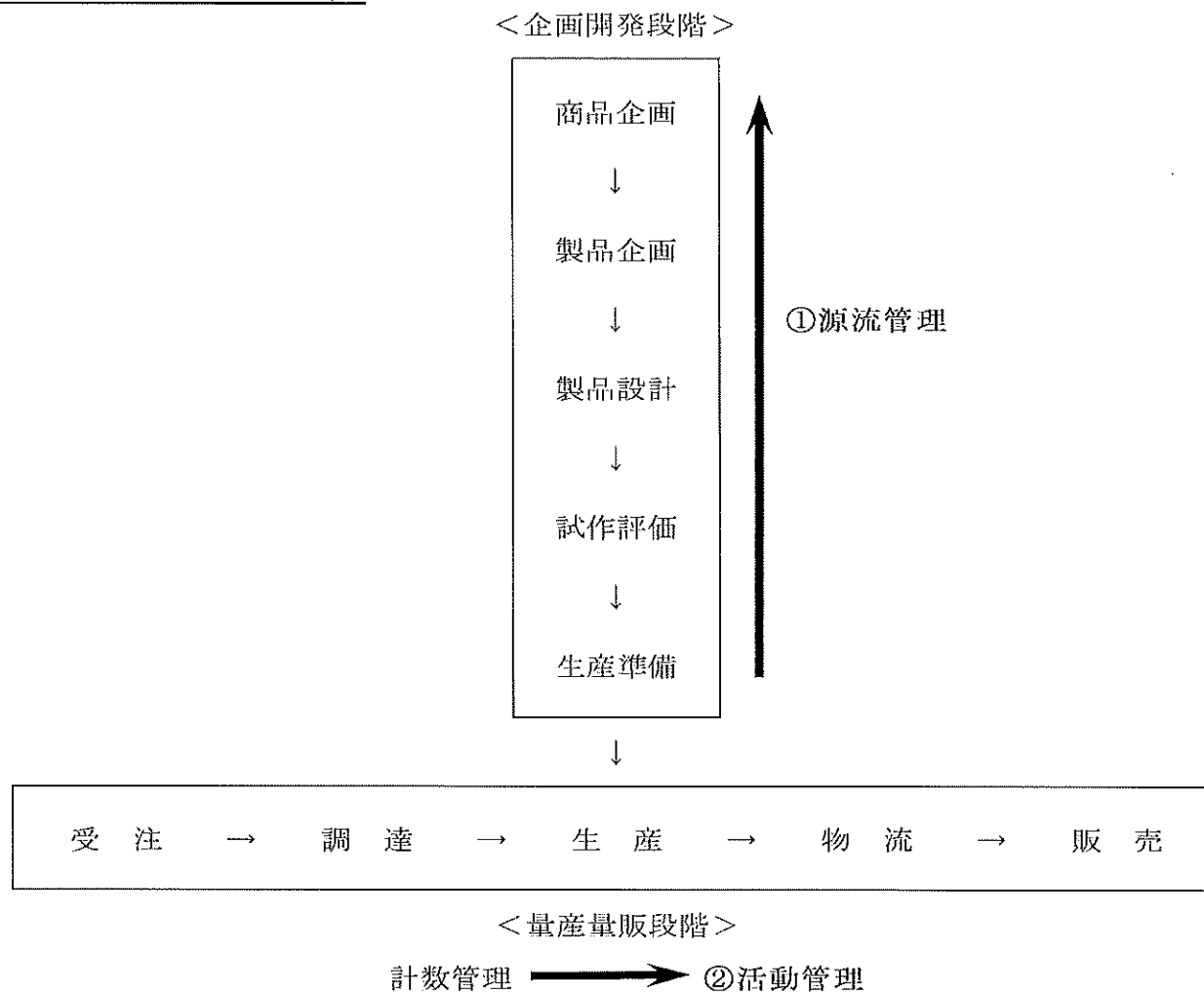
## 5. トヨタ的管理会計からの示唆

### ＜②活動管理＞

・トヨタの量産量販段階における利益管理の特性を端的に象徴するのは、その取り組みの態様が②活動管理であるという点

- 伝統的な管理会計論では、量産量販段階における利益管理の態様として、計数管理がいわば所与の条件の一つとしてつねに認識（企業のショートターミズムの土壌）
- トヨタでは、量産量販段階における利益管理を、計数管理ではなく②活動管理によっておこなうことにより、潜在機能（事前に意図せざる結果）としてショートターミズムが回避

## 5. トヨタ的管理会計からの示唆



## 6. 本報告の総括

・本報告では、近年、企業の業績管理をめぐり会計不正や利益操作が生起する背後に、企業のショートターミズムとその要因を捉え、公的部門を中心としたこれまでのショートターミズムへの対応を概観したうえで、企業がショートターミズムを脱するうえでの示唆について、トヨタ的管理会計の事例を通して考察した。

・そこから見えた、企業がショートターミズムを回避するための要諦は、事業年度毎の業績計数への固執を超えて、原価や収益が発生する源流プロセスやカイゼン等の利益向上のための活動など、事業年度という期間概念に制約されない業績改善の実体へと管理会計の視点の重心を移行することの意義と重要性であった。

・但し、①トヨタ的管理会計以外の事例の検証を通じた、企業がショートターミズムを脱するうえでのより広範な示唆の獲得、②企業がショートターミズムを回避するためのIRのあり方に関する考察、の二点については、本報告の今後の課題である。

## 参考文献

- Fama, E. F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*. 25: 383-417.
- 今井範行. 2015. デュアルモード管理会計と資本市場—利益管理の短期化に関する一考察—. 管理会計学. 23 (2): 33-44.
- 今井範行. 2021. トヨタ生産システムに整合するトヨタ的成本低減の考察. 日本経営診断学会論集. 20: 32-37.
- 今井範行. 2024a. 管理会計の潜在機能に関する一考察—トヨタの原価企画を手がかりに—. 経営情報科学. 18 (2): 1-11.
- 今井範行. 2024b. レベニュー・マネジメントのフロント・ローディング. 産業経済研究. 24: 11-19.
- 加登豊. 1990. 原価企画活動の新展開: ダイハツ工業の事例. 会計. 138 (4): 46-62.
- 小林英幸. 2017. 原価企画とトヨタのエンジニアたち. 中央経済社.
- 日本会計研究学会. 1996. 原価企画研究の課題. 森山書店.
- 西村 明・大下丈平. 2007. ベーシック管理会計. 中央経済社.
- Rappaport, A. 1986. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investor*. Free Press.
- Sharpe, W. F. 1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk. *Journal of Finance*. 19: 425-442.
- Simons, R. 1999. *Performance Measurement and Control Systems for Implementing Strategy*. Prentice-Hall.
- 田中雅康. 1995. 原価企画の理論と実践. 中央経済社.