

【新たな経営目標設定 のための企業評価を考える】

はじめに

昨年4月発行の9号で中小企業における格付けについて報告したが、今回は企業の評価を別の観点から整理してみた。

つまり、あの会社は良い会社だとか、業績がすごい会社だとか、安定した会社だとかの評価方法には、

規模的には売上高や利益の金額、市場占有率などの大きい会社

効率的には売上高経常利益率、総資産利益率、資産回転率などの大きい会社

投資家的には株主資本利益率、経済付加価値、キャッシュフローなどの大きい会社等々、色々な評価の仕方があるが、種々の客観的評価指標を整理して、どの様な企業を目指すべきかの参考に資したいと考えた。

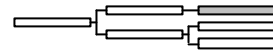
日本にはすごい数の企業がありいろいろな事業を展開している。建設業だけでも50数万社があると言われている。従って、これから述べることについては内容的には該当しないところも多いかも知れないが、いずれは株式を公開する企業をめざしてもらいたいと言う気持ちで、上場している企業を対象にしたまとめ方となった。

昨年、突然のナスダックの日本上陸宣言で大きな反響があったが、日本はまだまだ規制緩和も必要であるし、ベンチャー企業が育つ風土や土壌の醸成も必要ではないかと思う。

金融のビッグバンが進む中、昨年6月に突然、全米証券業協会(NASD)とソフトバンクが「ナスダック・ジャパン」構想をぶち上げた。今年の秋にも、投資家が米店頭株式市場(ナスダック)の全銘柄を日本で直接売買でき、かつ日本のベンチャー企業が株式を公開できるというモノである。

日本はペリーの黒船来航による開国要求以来どうも外圧に弱い面?がある様に思うが、日本を活性化させる(特に、旧来のシステムに固執している機構には大いなる刺激になったのではないかと思うが)点では、ナスダック・ジャパン構想は、日本の既存市場を揺るがしたモノといえよう。

日本でも株式公開をしたいと考えている企業が多いはずであるが、規制が緩和されたと言っても準備する企業から見るとまだまだクリアしなければならない課題が多いし時間も



費用もかかる。一般投資家が安心して株を売買できる様にと言うことではあろうが...

また、業界によっては審査の対象にさえならない（取引所が受け付けない？）ところもある。事業としてはそれなりの影響力がある業界であるのに。本音と建前がある日本の独特の論理かも知れないが。今のままなら、市場から資金を調達して事業を発展させたいと考えている経営者は、アメリカで会社をつくって株式を公開して（創業から期間が短くても有望な企業にはそのチャンスがある）資金調達をし、日本の自社に再投資することが当たり前になるかも知れない。

ところで、以下の株主（一般の投資家）問題を考える前に、1つの企業評価としての上場について考えてみたい。会社四季報（2000年1集/新春号）によれば、1999年12月6日現在で東証・大証・名証の各1部2部に上場している企業の総計は、約2,400社（重複上場企業は1社として）あり、証券会社の店頭で売買されている店頭銘柄は約900社である。従って、株式を公開している会社はわずか数千社しかない事になる。

つまり、上場企業というのは間違いなく一定の基準をクリアしたそれなりに客観的な評価をされる企業なのである。

・客観的に高く評価される上場企業

上場企業数はバブル崩壊や不況に直面しながらもほぼ右肩上がりに増え続け、1970年の約1.5倍の規模になっているそうである。97年の大蔵省法人企業統計によると全国の企業数は約240万社で、売上高は約1,500兆円である。

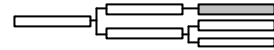
大和総研調べでは97年の上場企業の売上高合計は約450兆円であり、企業総数における上場企業数の割合は2,400社 / 2,400,000社で0.1%にもかわらず、売上高では450兆円 / 1,500兆円で30%にもなると言うことである。

東京、大阪、名古屋以外にも札幌、新潟、京都、広島、福岡の地方証券取引所があり、地方単独で上場している企業も80社近い。しかし、インターネット時代を迎え広島、新潟は3月に東証と合併することになっている。

・株式公開会社の企業評価について

1. 株主にとっての企業価値を高める経済付加価値（EVA）

アメリカのコンサルタント会社のスターン・スチュアート社が考案したEVA（**economic value added**）は、株主への貢献度を尺度とする新しい経営指標であり、ソニーや花王などが導入し、配当や株価の値上がりなどで投資家の期待に応えた上で利益の上積みを目指している。



また、松下電器産業、松下電工、HOYA、旭硝子、TDK、オリックスなどもEVA的経営指標を導入した。

企業活動の成果を判断する尺度として売上高・利益の絶対額や収益性だけでなく、株主から預かった資本をどれだけ有効活用したかが注目されてきている背景がある。

また、欧米企業との共通の経営指標を取り入れることで外国人投資家の評価を高める狙いもある。

経済付加価値 (EVA) = 税引き後営業利益 - 資本コスト

注) 資本コストは、株主など投資家の期待する収益 (配当と株式の値上がり益) と負債の支払金利などの合計

EVAは前述のように表され、投資家や債権者の期待に応えたいうで設備投資や合理化などにより、どれだけ利益を上積み出来るかを示す。

また、EVAは企業が毎期生み出す価値を通貨単位で表す点で会計上の利益と似ている。ただ、企業のコストについて税金や金利と共に、「投資家がリスクを冒してもその企業に株式投資する価値があると想定できる収益」を含めるところが大きく異なる。EVAの極大化を目標に掲げる企業は、むやみに規模の拡大を追うのではなく、利益率の高い事業を厳選して投資するよう迫られる。

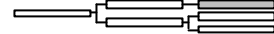
ちなみに、日本経済新聞社と米コンサルティング会社のスターン・スチュアート社共同の日本企業ランキング (97.4 ~ 98.3期財務データによる) では、トヨタ自動車が1位で1,805億円、2位が本田技研工業の1,670億円、3位がソニーの1,593億円となっている。

EVA経営は、ここ数年日本企業の間で高まっている「株主を向いた経営」と「連結決算中心の時代を迎えて会計上の利益では表せない真の実力を示す経営」という2つの目標を併せ持ったモノである。

株主重視経営は、企業が株主資本の金額に対してどれだけの利益を稼いだかを示す株主資本利益率 (ROE) や、株主資本と負債の合計である総資本に対する利益率の総資本利益率 (ROA) を指標とするケースが多い。一方、企業の裸の収益力を表す指標としては、会計処理の方法次第で変化する会計上の利益より、キャッシュフローに注目する考え方が広がっており、EVAは両方の要素を含んでいる。

EVAを求めるには、別の言い方をすれば営業利益から利息、税金、株主の期待収益という3つの費用を差し引くことになる。株主の期待収益率は銀行からの借入金利や社債の利息より高い。企業経営が破綻した場合、債権者に比べて株主には何の権利もない。立場が弱い株主に企業は債権者に対するよりも多くのモノを与えなければならないわけである。

それを企業に課せられた「コスト」と見なす分だけ、EVAは会計上の利益よりも小さい。経営者にとってのハードルは高く、これを乗り越えて初めて「株主に十



分報している」といえる。具体的には期待収益率は株式市場全体の動きと企業の株価の動きの関係などから計算する。

EVAの計算に使う営業利益は、厳密には会計上の利益ではなく、キャッシュフローの方式に基づいて修正する。

2. 株主価値を測る市場付加価値 (MVA)

株式会社の實力(評価)は、売上高や従業員数では分からない。そこで企業が長期に株主のためにどれだけの富を創造したのかを1つの指標とする動きがある。

MVAは、**market value added** の略であり、投資家が株式や社債の購入などを通じて企業へ払い込んだ元金の総額と投資家が保有する債券や株式の時価総額の差額を、企業が事業活動によって付加的に生み出した価値(MVA)をいう。

MVAが長期の富の累積を示すのに対して、その年度に新たに生み出される富を測る指標が前述したEVAである。

$$MVA = \text{市場価値} - \text{投下資本}$$

注) 投下資本は株主資本と有利子負債などの合計。市場価値は株式時価総額と有利子負債などの合計。

米コンサルティング会社のスターン・スチュアート社の作成による96年12月期のアメリカ企業のMVAランキングによると、1位はコカ・コーラで124,894百万ドル、2位はGE社で121,874百万ドル、3位がマイクロソフト社で89,957百万ドルである。ちなみに、日本企業のトップはトヨタで500億ドル程度でコカ・コーラ、GEの半分以下である。会計基準が異なるなど単純比較は出来ないがアメリカ企業のランキングで言えば10位くらいになる。

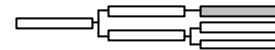
3. 市場や株主を強く意識した株主資本利益率 (ROE)

ROEは、米国が発祥の経営概念であり日本企業でも経営指標として採用する動きが広がっている。トヨタの目標は5%~6%のROEを10%以上に高めることにあるし、多くの企業がこの経営指標を採用している。

ROEは株主から預かった資金を使ってどの程度利益を上げたかを見る指標であり、具体的にはその会計年度の最終利益を株主資本で割って算出する。

上場企業の98年度のROEは、前年度より2.5ポイント低下して0.2%であり、戦後最低(戦後の混乱期を除いて)と見られている。対照的に、昨年の米企業のROEは、S&P500種ベースで過去最高の23%となっている。

グローバル競争が激しくなり、メインバンク制度の弱体化で企業の資金調達が変わる中、市場や株主を向いた経営の重みは増加する。



ROEに関心が集まるのは自然の流れであるが、ROEの改善や株価上昇に気を配るあまり、必要以上に自社株買いを進め、目先だけの経営に走るのではという投資家からの懸念もある。

また、最終利益をベースにするROEは、企業の会計処理によって数値が左右されやすい。

会計制度や税制は国により違おうし同じ国でも償却方法などは企業によって異なるなど、同じROE 10%でも内容は大きく異なる可能性がある。

ソフト開発企業などのROEは、他の業種より高めに表示されているとの見方がある。研究開発費やソフトなどは長期に利用され、収益を生み出すから資産と見るべきだが、通常の会計処理では開発費はコストに分類される。投じた資金を費用として一括処理するのと、資産として何年かに分けて償却する場合は、費用にした方がROEの見通しは大幅に高くなる。

ROEを良く見せようとして会計がゆがむ場合もある。つまり、日本でも導入が増えているストックオプション（自社株購入権）は、給与を引き上げるかわりにストックオプションを用いると、その時点での賃金コストは抑えられるので、利益は見かけ上は大きくなる。後に、社員が権利行使すると利益確定の売りで株価が下落するため、結局、会社は資金を投じて自社株を買い戻すことになり、コストは遅れて発生する。

また、ROEは、経営努力の結果、分子にあたる利益が増えて高まっていくことは望ましいが、分母の株主資本が減少しても数値は上がる。このため、不必要な自社株買いが増えるとの懸念がある。

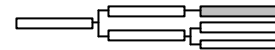
しかし、諸々の問題点はあっても、今の株式市場はROE重視の姿勢を好材料と受け止めているし、ROEが高いことはそのまま買いにつながる。

米国でROEが注目されるようになったのは80年代であり、90年代に入って年金など株主の発言力が強まるのに伴い、投資指標としての重みも増した。最近ではROEの問題点を補うため、EVAや税制、償却の違いによる影響を除くEBITDA（税引き前償却前利益）といった新しい概念も開発、導入されている。

4. 投資家の評価を反映する株価・時価総額

一時の株安から持ち直し日経平均株価は18,542円（2000.1.5現在）と18,000円台になっている。この評価はダウ計算の225種の有力銘柄の平均株価であり、市場の流れをつかむには最適な指標である。

しかし、この225種は昭和20年代終わりに定められたモノであり、その当時の人気銘柄を集めたモノだから、この中には当然雲行きが怪しいモノもあり、中には倒産して無くなったモノ、合併により1つになったモノ、新たに追加されたモノ等があって、当然修正などの見直しはなされているが、いずれにしても勝ち組、元氣印ばかりであるわけではない。



そこで、個々の株価が投資家の評価といえる訳であるが、株価が500円の企業（A社）と同じ業種で5,000円の株価の企業（B社）がある場合、現時点の企業経営に対して、どちらが投資家から高い評価を受けているかを判断すると、当然、B社（株価5,000円）の方が高い評価だと判断し勝ちであるが、最近では企業の優劣を比較するモノとして時価総額が重視されるようになっている。時価総額は次のように計算される。

$$\text{時価総額} = \text{株価} \times \text{発行済み株式数}$$

従って、A社の発行済み株数が2億株、B社のそれが1千万株だとすると、時価総額はA社が1,000億円、B社が500億円となり、投資家はA社の方を評価していると言える。

時価総額は将来の成長力や経営戦略の先見性などに対する総合的な評価を敏感に反映する指標と考えられている。米国では98年の段階でソフト関連のマイクロソフトの時価総額がGEを抜いた。日本でも99年の時価総額1位は98年度末の4倍強となったNTTドコモで3兆7,337億円、2位がNTTで2兆7,603億円、3位がトヨタの1兆8,152億円である。

しかし、株価はかなり変動する。現にNTTドコモは1年前から3倍以上になっているし、値上がり率で言えばトップは急成長の光通信の2.8倍強の高値である。

また、話題のソフトバンクは1.3倍強であり、逆に、取り立てが問題となった商工ローンの日栄は75%値下がりしている。

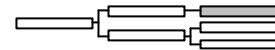
従って、時価総額を常に高いレベルに維持するということはかなりの経営努力が必要なのである。

5. グループとしての業績評価である連単倍率

競馬の配当率のような表現になっているが、連結純利益が単独税引き利益の何倍あるかを示すのが連単倍率である。もともと核となる企業単独の業績が評価の中心であったモノが会計基準の国際化の方向に沿って連結決算が中心となってくる。

つまり、以前は核となる企業の不良部分を関連会社に押しつけるなどで体面を保ってきた企業にとっては、そのようなごまかしが通用しなくなったわけである。現に、単体では立派な業績であるのにバブル時に進出した海外子会社を含めた連結決算では債務超過に陥るため更生法の適用を申請し上場廃止になった企業もある。

株式公開会社は2000年3月期決算から連結決算が主体となりグループとしての業績が重要視される。従って、従来とは逆の評価になることも起こる。つまり、本体企業は業績が悪くなくてもグループ会社が好業績であればグループ全体としては業績が良く、グループの評価が高くなることが考えられるし、そのような企業も多い。



ニッポン放送は単独の税引き利益は62%の大幅減益であるが子会社であるフジテレビジョンの利益が好調なため予想連単倍率は10倍となる。また、古川電工は持ち分法適用会社である米の光通信関連部品製造会社JDSユニフェイズの業績が急拡大し、株式の売却益を計上するなどで連単倍率は1倍未満から3倍以上になっている。

いずれにしても、単独の評価よりもグループ（連結対象）企業としての評価が全面に出てくるのは間違いない事である。

6. 株価の水準を判断する投資尺度としてのPER（株価収益率）

ある企業の株価を見ても、それだけでは割高かどうかはわからない。このための物差しとしてPER（price earnings ratio）が用いられる。

PERは現在の株価が1株あたりの税引き利益の何倍まで買われているのかを示す指標で、株価収益率と呼ばれる。通常は当期の利益予想で算出する。発行済み株式数が1億株のA社が当期100億円の税引き利益を出す見通しである場合、A社の株価が1,000円ならPERは10倍である。つまり、

$$PER = \text{株価} / (\text{当期税引き利益} / \text{発行済み株式数})$$

で計算できる。

この倍率が高いほど株価は割高感が強まっているとされる場合が多い。しかし、PERが高いかどうかは、過去のPERの推移、同業やライバル企業の水準との比較などを見る必要がある。なお、上場会社全体のPERは40倍強（2000.1.5現在）である。

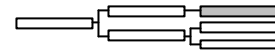
また、PERが高いことが一概に割高と言えない場合もあり、それは、PERは将来の利益成長に対する投資家の期待が大きいということになるからである。ハイテク企業や成長過程にある新興企業などは、鉄鋼、造船などの重厚長大企業に比べるとPERが大きくなる傾向にある。

最近のように、グループ全体の収益動向が重視されると、連結決算の1株純利益を基にした連結PERが投資尺度として用いられるようになってきている。

企業姿勢の評価

外にも企業評価については色々な考え方があると思うが、事業そのものが社会に受け入れられ、かつ社会に貢献できなければ、企業は継続して存在しないわけであるから、事業内容及び、その結果としての業績が評価されなければならないのは当然である。

しかし、業績が良かったら、よい結果が全てというモノでもないだろうと考えている。



人に人格があるように企業にもその事業姿勢なり基本的な価値観が評価されるべきではないかと、ちょっと違った観点の企業評価をまとめた。

1 . 地球にやさしい経営を指向する企業の評価としての環境経営度

環境によい会社とか環境に配慮した経営とかは、今に始まった評価ではないが、地球規模で取り組まなければならない時代になっていることは確かである。

2001年度施行の特定家庭用機器再商品化法（家電リサイクル法）や地球温暖化ガス削減への対応を迫られる電機・自動車関連の企業は、当然環境対策に進んで取り組んでいるのは当然であろう。日本は物が豊かになった段階で使い捨てが当たり前というか、物を大切にしなくなった嫌いがある。先年ベトナムへ行ったときに錆びたボルト・ナットを売っているのを見て感心したが、タイでも日本の中古品（建設機械であったと思うが）を再生して十分に成り立つというか、それが当たり前のように見聞きした記憶がある。

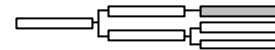
一人一人が環境を大切にす行動をとることが必要だと思うが、厳しさを増す環境規制は将来の企業負担増加につながると見られ、環境経営への取り組み姿勢の違いが収益力格差に結びつく可能性もあると考えられている。

また、環境問題に積極的な企業は評価される傾向にあり、エコファンドはそのような企業へ投資をしようとするようである。10年ほど前に日経ビジネス誌が行った優良企業へのアンケート調査方式による「環境によい会社」のランキングでは、製造業ではクボタ、非製造業では三菱商事がトップであった。評価のポイントは、再生紙利用や環境ビジネス発掘などの基礎的な面、事業の環境への影響を自己チェックする能力及び企業理念の明確化などであり、環境によい会社と上位にランクされた企業に共通するのは、環境への配慮が事業を成功に導く先行投資と位置づけていることだと分析されている。つまり、地球環境問題の高まりの中で、企業に要求される社会的コストはますます増えるが、この経営課題を先取りした企業が評価されたわけである。

ちなみに、製造業の2位は日本IBM、3位サッポロビール、以下リコー、日本電気、旭化成工業と続く。フジタ（20位）、大林組（27位）、熊谷組（28位）と建設業もランクされている。

最近の日経新聞の「環境経営度調査」によると、製造業ではリコーが2年連続してトップであり、横河電機が135位から2位に躍進したとある。上位には電機・自動車関連の企業が並んでいるのは前述した規制による影響であろう。

10年前と大きく変わっているのは、環境対策にかかったコストや効果を明示する環境会計や化学物質の管理、ライフサイエンス・アセスメント（設計から廃棄までの全工程の環境負荷を管理するモノ：LCA）など、情報開示などの制度面と実際の環境負荷低減策の両面からの評価となっていることである。



松下通信工業は108位から7位にランクアップしたが、横河電機と共に事務所部門を含め全事業所で環境管理の国際規格であるISO14001の認証取得、廃棄物の排出量に厳しい削減目標を設定しそれをほぼ達成している。また、ゼロエミッション（事業所内で排出し埋め立て処分する廃棄物をなくす）工場を達成した富士ゼロックス、キリンビール、本田技研工業などもランクアップした。廃棄物処分場の不足を見越し先手を打った企業である。

環境会計の導入、環境報告書の作成、化学物質の使用量や排出量を自主的に公表など、環境経営の評価ポイントは、環境会計やゼロエミッションなど具体的な成果部分に移ってきている。

いずれにしても今後環境問題により積極的に取り組む企業の評価が高まるのは必然であろう。

2. 企業福祉度

最近、日本の人事制度も欧米並に近づいているが、日本的経営の良さが全て無くなるわけではなく、また、日本の風土にあった経営が指向されてしかるべきであると思う。ちょっと現状と逆行するかも知れないが、あえて企業の福祉度を企業評価の1つとして考えた。

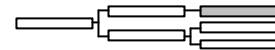
日本経済が成長期にあって日本的経営がもてはやされていた時代に日本的経営の特徴と言われた終身雇用制度、年功序列制度、企業別労働組合と言う「三種の神器」があったが、今この制度が崩壊しつつある。このような環境下では、福利厚生制度も日本的経営の施策の特徴の1つであった。最近は特に人件費負担の増加で多くの企業が福利厚生制度も切り捨てる（支給される賃金・賞与で個人が負担していく）か、選択型福利厚生制度（カフェテリアプラン）を導入するなど企業は増大する福利厚生費用をコントロールしようとしている。

しかし、大企業はまだまだこの費用を負担する力がありこの福利厚生制度の充実度は中小企業と比べるとかなり高いモノがある。

ちょっと古いが産業労働研究所が作成した企業福祉度チェックリストによると、企業の福祉対策を財産形成、健康・体力づくり、生活安定支援、生きがい形成、高齢退職者支援の5分野に分けて、それぞれを10項目の合計50項目からチェックしている。満点は250点である。

これを東京都内の企業にアンケート方式で調査し、回答のあった企業を採点しランキングした結果、平均点が約80点で、特に生きがい支援、高齢者対策が遅れていると言うことが目立っている。その中で、旭化成工業が140点で1位、リコーが2位、3位が東急百貨店などとなっている。

日本の就業形態が欧米（特にアメリカ）並のモノになって、1つの企業にとどまることが少なくなる傾向になっても、就業者がほとんど同一の単一民族である間は企業風土なり、労働観はそんなに変わらず企業福祉についてもそれなりに評価され



るモノと思う。

最近の福利厚生は人件費抑制の方向にはあるが、住宅補助や自己啓発など多様であり、従業員はそこから選択出来る。育児関連（育児休暇など）、介護関連（ホームヘルパー費補助、介護休暇など）、生活支援（住宅利子補給など）、健康づくり（人間ドック補助など）、社会貢献制度（ボランティア休暇など）、自己啓発関連（通信教育奨励金など）など様々ある。

また、株式を公開している企業或いは公開しようとしている企業では、ストックオプション制度が導入され業績貢献型賃金制度への移行と併せて、財産形成を支援する取り組みを行っている。

3 . 企業のこれからが期待できるかどうかの会社の年齢

日本経済新聞社が毎年調査している会社の年齢を1つの企業評価としてとらえた。それによると日本のこれまでの基幹産業は老化が進んでいるということである。

これは企業の活力や成長性を示す指標として日本経済新聞社が企業の単独財務データを基に算出しているモノで、97年度はバブル経済崩壊後の日本経済の長期低迷が背景にあるためか、企業の成長力は著しく鈍化し、自動車産業が平均で50歳代、電機が40歳代後半になるなど、かつての牽引役だった基幹産業に衰えが目立っているということである。その一方で、流通・サービス分野で勢いのある若年企業も登場し産業構造の変化が見られる。

会社年齢の算出は、設立年月日の新しい会社群、古い会社群を選び、2つの企業群の違いを示す5年間の平均増収率、従業員の平均年齢、設備年齢の3指標を決め20歳から80歳までの年齢に換算している。

決算の財務データを基に算出し、増収率が高く、従業員年齢や設備年齢が若いほど「会社の年齢」は若くなる。金融関係を除く株式公開会社3,000社あまりを対象に計算した97年度の全企業平均は49歳で90年度から比べて6歳年を取った計算になるらしい。

1位?は新日本製鐵で63.6歳、鹿島が62.2歳と年齢が高いが、鹿島は91年度が43.6歳であるから急激に老化したことがわかる。ソニーが41.5歳、京セラが37.2歳であるが、NTTドコモ27.5歳、ソフトバンク23.1歳、エイチ・アイ・エスは21.3歳と非常に若いことがわかる。

日本は人口構成も高齢化が進み若年層を増やさなければならぬが、企業もどんどん若い成長を期待できるモノが増えてこない、21世紀には世界から取り残された存在になりかねない。

以上、3つの側面から企業評価を考えたが何かの目標設定になれば幸甚である。