

調査レポート

企業経営の新潮流 ～ 経営規模重視から企業価値重視へ～

戦後日本経済の発展とともに日本企業は右肩上がりの成長を続けてきました。しかしバブル崩壊以降、企業を取り巻く経営環境は極めて厳しくなっており、日本企業は従来の経営スタイルの見直しを迫られています。こうした中、企業が重視する経営指標も変化しており、最近ではキャッシュフローへの注目度が一段と高まっているほか、EVA(経済付加価値、Economic Value Added)といった新しい経営指標も登場してきています。そこで今回は、企業が重視する経営指標の変遷を辿り、それぞれの特徴を時系列で整理・検討することで、新しい企業経営の流れを探ってみました。

1. 成長期の日本企業

日本は、戦後の復興期を経て高度経済成長の波に乗り、オイルショックなど幾多の困難を乗り越え、順調に経済発展を遂げてきました。その間の日本企業の成長は目覚ましく、バブル期には世界を席巻するまでに至りました。この背景として、欧米企業を模倣し、その生産システムの一部に改良を加えることで、低価格且つ高品質のものを大量に生産し、販売するといったキャッチアップ戦略が奏功したこと、米ソ冷戦という二つの巨大国が相互に牽制し合う国際政治情勢が長く続いたことで、日本企業が世界を舞台に活躍する機会が広がっていたこと、などが挙げられます。

この間の企業の経営目標は売上高の伸長や市場シェアの拡大でした。経済規模が大きく拡大する中で、日本企業は人件費など諸コストの伸びを遙かに上回る売上増加の達成が可能であり、売上増加がそのまま利益の増加に結び付いたことから、規模の拡大を最も重視し、経営を推進してきたといえます(図表1)。

このように日本企業が規模重視の経営姿勢をとることができたのは、日本企業独特の経営スタイルに依るところが大きかったとみられます。この日本企業の経営スタイルの特徴としては大きく次の三点が挙げられます。第一は日本型雇用慣行で、終身雇用、年功序列、企業別組合がその代表です。終身雇用制の下で従業員は基本的に定年までの雇用が約束され、年功序列制の下で勤続年数を重ねるにつれて昇進、昇給が保障されていました。また、労使は企業別組合制の下で長期間に亘り、安定した雇用体制を維持しました。すなわち、企業は

図表1 従来企業が経営計画策定の際に重要してきたポイント

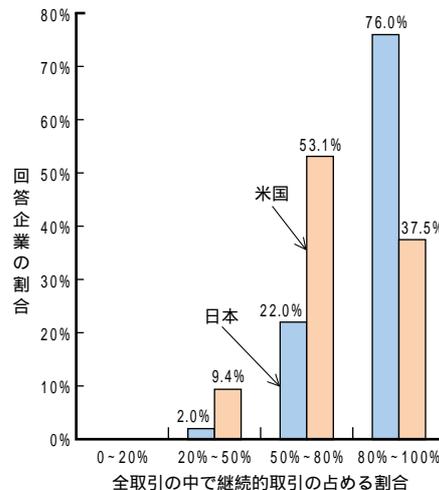
順位	項目	得点
1	売上、利益などの規模	416
2	コスト削減	307
3	財務体質の改善・強化	233
4	商品サービスの開発	217
5	ROE、ROAなど	184
6	新規事業の開拓	154
7	国際化戦略	148
8	市場シェアの拡大	140
9	連結重視のグループ経営	139
10	人材育成	89
11	採用、人員合理化、早期退職優遇などの雇用対策	49
12	環境・資源問題への取り組み	46
13	人事処遇制度の改革	33
14	コーポレートガバナンス	18
15	社会貢献	4

従業員を家族のように大切に扱い、従業員は会社に対して高いロイヤリティを持つというように、強い結束をもった労使関係が生まれました。第二は経営者や管理者を含めた従業員主体のコーポレートガバナンス（注1）です。とりわけ上場企業などでは、企業が相互に株式を持ち合うことで、本来株式会社のコーポレートガバナンスの中心となる株主からの干渉が少なくなり、株主の発言

力が非常に弱いシステムとなりました。第三は長期的・継続的な企業間取引の重視です。日本企業の多くは原材料・部品の調達先や販売先の企業と資本関係を持っているほか、営業面でも米国と比較すると長期的、継続的な関係を維持している割合が高いなど、総じて系列取引を重視してきました（図表2）。

こうした日本企業の経営スタイルには、労使が協調し一体となって業務に取り組むことにより、労働生産性が高まること、長期・継続的な企業間取引を前提とした長期的な視点で経営戦略を構築できること、など規模重視型の経営を続けるうえで大きなメリットがありました。

図表2 1991年の日米における継続的取引の割合



図表1
 (資料) 日経産業新聞 1998年1月5日「中期経営計画アンケート」
 (注) 主要企業219社の経営計画部門責任者に対し、1997年12月中旬アンケート方式で実施されたもの(有効回答率72.1%)。得点の集計方法は、15項目のうち最も大事だと考える項目から順に5つを選択したものに対して、1位を5点、2位を4点、3位を3点、4位を2点、5位を1点として計算されている。

図表2
 (資料) 通産省「平成4年通商白書」三菱総合研究所
 (注) 三菱総合研究所が1991年2月から3月にかけて、日米の加工組立型産業の主要企業を対象に調査した。回答企業数は日本50社、米国32社。

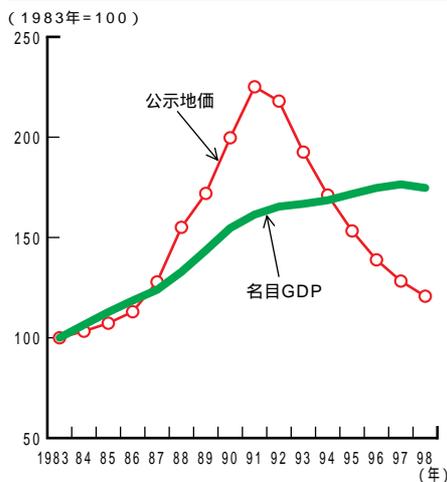
(注1) 企業の経営にかかわってチェック機能をはたすこと。企業統治。

2. バブル崩壊と経営効率重視

1980年代の半ば以降、日本企業は円高を契機に活発に海外進出し、バブル期には大いに拡大経営を推進した結果、世界におけるプレゼンスが高まり、キャッチアップ戦略とともに、日本企業の経営スタイルが評価された時期がありました。しかし、バブル経済の崩壊とともに土地などの資産価格が低下の一途を辿ったほか(図表3) 企業は売上高の減少を余儀なくされたことから、一転して

大規模なリストラを迫られるようになりました。この結果、右肩上がりの成長を前提とした売上高重視及び規模拡大重視の経営に代わって、いかに効率よく収益を確保するかが重視されるようになりました。すなわち、企業は unnecessary コスト削減による利益の増加を図り、利益率を重視するとともに、バブル期に投機目的で購入した土地やゴルフ会員権といった収益を生み出さない不稼働資産を処理し、投下資本に対する効率を重視する経営への転換を図っています。こうした中、企業が重視する経営指標は、利益率や株主資本に対する収益力を表すROE(株主資本利益率)、総資産に対する収益力を表すROA(総資産利益率)(注2)へとシフトしてきています(図表4)。

図表3 公示地価(全国・商業地)と名目GDPの推移



図表3

(資料) 国土庁、経済企画庁

(注) 公示地価、名目GDPともに1983年を100として指数化したもの。名目GDPは年度ベース。

図表4 今後企業が経営計画策定の際に重視するポイント

順位	項目	得点
1	ROE、ROAなど	316
2	連結重視のグループ経営	314
3	売上、利益などの規模	295
4	財務体質の改善・強化	199
5	商品サービスの開発	192
6	新規事業の開拓	186
7	国際化戦略	159
8	コスト削減	146
9	市場シェアの拡大	79
10	人材育成	78
11	環境・資源問題への取り組み	77
12	コーポレートガバナンス	62
13	人事処遇制度の改革	42
14	採用、人員合理化、早期退職優遇などの雇用対策	19
15	社会貢献	14

(注2) ROE、ROAの算出方法は図表8を参照。

図表4

(資料) 日経産業新聞 1998年1月5日「中期経営計画アンケート」

(注) 図表1と同じ。

3. 企業金融の変化

戦後の企業金融は間接金融主体で、エクイティファイナンスが活発化したバブル期など一時期を除いて、基本的には、新しく会社を興したり、事業規模を拡大するための大きな投資を行う際には、金融機関からの融資に頼らざるを得ませんでした。

しかし、このところ直接金融をめぐる新たな動きが注目を集めるようになってきました。それは、既存の店頭市場が株式公開基準を緩和したことに加え、東京証券取引所が上場基準を緩和した「マザーズ」を新設したり、全米証券業協会とソフトバンクなどが「ナスダック・ジャパン」の設置を計画するなど、ベンチャー企業向けの新しい株式市場が創設されていることです。これにより、一定の基準はあるものの(図表5) 株式公開が以前より容易になります。今後は大企業だけでなく中小企業にとっても株式公開が身近なものとなり、徐々に直接金融のウエイトが高まっていくものとみられます。

一般的には企業が株式を公開する場合、公開前と比較して株主数が増加する上、企業関係者以外の株主が大きく増加することから、株主に対する経営責任がより一層高まります。また、株主は株価の水準に敏感で、株価動向によっては株主の離反を招き、企業経営そのものが大きな影響を受けることも考えられます。こうしたことから、企業は株価をにらみながら、株主を重視した経営を行っていく必要があり、そのための新しい経営指標が注目されています。そこで以下では、株主が企業の情報開示を求める中で数値の客観性・透明性が高い指標であるキャッシュフロー、株主が期待する収益をコストとして織り込んだ指標であるEVA(経済付加価値)(注3)を取り上げ、その特徴や足下の普及状況についてみることにします。

(注3) EVAは米国のStern Stewart & Co.の登録商標。

図表5
(注) 店頭市場は2号基準。

図表5 主なベンチャー企業向け市場の上場・公開基準

	店頭市場	マザーズ	ナスダック・ジャパン(案)
株主資本	なし	なし	4億円以上
時価総額	5億円以上	5億円以上	50億円以上
税引前利益	なし	なし	75百万円以上
株主数	300人以上(発行済み株式数が1,000万株未満の場合)	上場時の公募または公募・売り出しで新たに300人以上の株主をつくる	300人以上
設立経過年数	10年以下、または事業の企業化に要する費用が売上高の3%以上	なし	1年以上または時価総額50億円以上
最低公開株式数	50万株	100万株	50万株

4. 株主重視時代の経営指標

(1) キャッシュフロー

キャッシュフローとは「企業の一会計期間における資金(現金および現金等価物)の収支」のことで、言い換えれば、企業の決算期間中におけるお金の出入りのことをいいます。

従来から企業の儲けを示す指標は、損益計算書で示される会計上の利益でした。会計上の利益は発生主義を採用しているため、実際の入出金とは時間のズレが生じる上、いくつかの会計処理方法が認められていることから、各企業が採用する会計処理方法により、数字が異なります。一方、キャッシュフローは、現金主義に基づき企業の儲けを実際の資金の流れで表すため、企業間で基準が統一され、数字の客観性、透明性が高いという特徴を有しています。

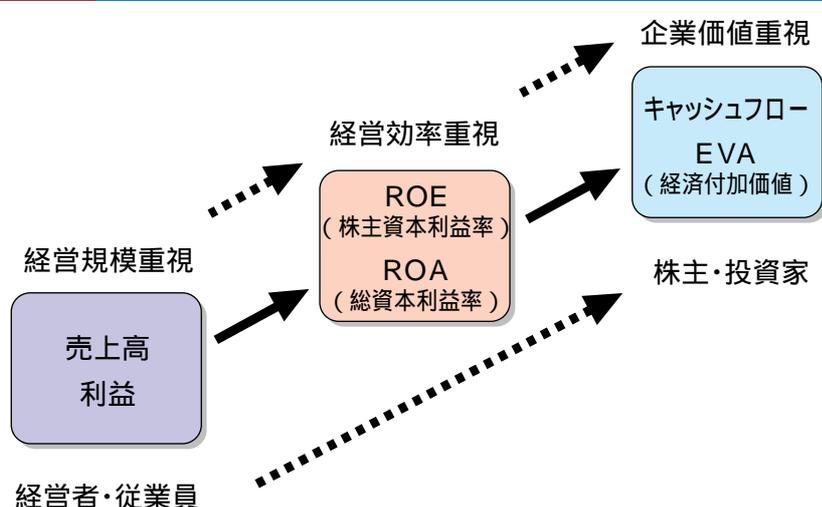
このため、キャッシュフローは企業の収益性を測る有効な指標として注目されており、とりわけ企業価値を判断する有効な基準として重視されています。従来、企業価値は過去からの実績の蓄積である実物資産価値を意味する純資産額であるという考え方でしたが、現在では、企業が将来にわたって獲得できるキャッシュフローの全額を現在価値に置き換えたものであるという考え方に変化しています。こうしたことから、キャッシュフローはM&A(注4)を行う際の企業価値判断の基準として利用されるほか、株式投資の基準としても活用されています。

また、経済のグローバル化が進み、会計基準の国際的統一が図られている中で、日本でも新しい会計基準が導入され、1999年4月1日以降開始する事業年度から、株式公開企業は連結ベースでのキャッシュフロー計算書の作成が義務づけられます(注5)。このように、キャッシュフローはますます重要な経営指標となりつつあり、今後、資金収支の検討やプロジェクト投資の判断など様々

(注4) Merger and Acquisition 企業の合併・買収のこと。企業の多角化や体質改善、競争力強化のための重要な企業戦略とされる。

(注5) 決算期でみれば、2000年3月末の本決算から義務づけられる。

図表6 企業が重視する経営指標の変遷



な用途で利用される機会が増加するとみられるため、キャッシュフロー計算書が貸借対照表や損益計算書と同様に企業の重要な財務諸表の一つとなることが予想されます。

(2)EVA（経済付加価値）

EVA（経済付加価値）とは、簡単にいえば、企業が生み出す収益から、株主が要求する最低のリターンを差し引いたあと企業に残る収益のことです。では、株主が要求する最低のリターンとは何でしょうか。

株主は手持ちの資金の一部を割いて企業に出資しています。出資の理由は様々ですが、基本的には出資者は他で運用するよりも株式に投資することで、より多くの運用益が得られると考えているはずで、言い換えれば、出資している企業の価値が増大することによって、多くの配当を得るか、若しくは株価上昇のかたちで、保有する株式の価値が増加することを期待しているわけです。一方、株主が期待する最低限の配当を行ったり株価を上昇させたりするには、配当分及び株価上昇分を織り込んだ収益が生み出されていることが必要です。これが株主の要求する最低のリターン（株主の期待収益）です。視点を変えてみれば、株主を満足させるために最低限必要な収益は株主資本にかかるコストともみることができるため、これは株主資本コストと呼ばれます。企業にとって、EVAを計上できれば、株主の期待する以上の収益を確保していることとなります。

日本企業が株主重視の経営を志向しつつある中で、株主資本コストを勘案した経営指標であるEVAは、企業内の事業部門毎に業績を評価する手段、管理職などの人事・業績考課の手段、プロジェクトに投資する際の経営判断の基準など、企業運営の様々なところで当てはめることが可能だともいわれており、今後EVAによる経営管理システムを導入する企業が増加するとみられています。

最近では、ソニー、花王、旭化成などといった日本を代表する企業がEVAによる経営管理システムを導入し、株主重視型の経営を目指しています。

図表7 EVAの概念



5. 今後の日本企業の課題

以上みてきたように、日本企業は経営環境に合わせて経営目標を変えてきました。この間目標とする経営指標も進化してきており、最近では株主を重視してキャッシュフローやEVA（経済付加価値）以外にも様々な経営指標を取り入れながら（図表8）、成果主義人事制度の導入や中途採用の拡大など新しい労務環境の整備、財閥の枠を越えた提携・合併に代表される系列取引の解消やグローバル化に伴う新しい企業間取引の構築など、単に従来の経営スタイルの改革に止まらず、積極的にディスクローズを拡充しIR（注6）活動を強化しています。

しかし、株主重視型の経営スタイルは、株主の意向を重視するあまり、従業員など株主以外の利害関係者を軽視しがちであるため、企業内部のモラルが低下する懸念があること、株式市場に敏感となるため、短期志向の経営が行われ、経営に長期ビジョンを欠く懸念があること、などの問題を内包していると指摘する声もあります。

今後、日本企業に求められるのは、高い生産性の確保や長期的な視点による経営など日本企業が造り上げた経営スタイルの良さを残しつつ、欧米流の株主重視型経営をうまく取り入れ、グローバル時代の新たな競争に勝ち残ることができるよう、新しい経営スタイルを構築していくことと言えるでしょう。

福田 将之

（注6）Investors Relations 企業経営者が自社株の投資価値を株主や投資家に訴えて、円滑な資金運営を図るために行う宣伝広報活動のこと。

図表8 主要な経営指標

指標名	和名	算出方法
ROE	株主資本利益率	当期利益 ÷ 株主資本
ROA	総資産利益率	当期利益 ÷ 総資本
PCFR	株価キャッシュフロー倍率	株式時価総額 ÷ キャッシュフロー
EV/EBITDA	EV/EBITDA倍率	企業価値 ÷ (営業利益 + 減価償却費等非資金費用)
DCF	ディスカウント・キャッシュ・フロー	将来のフリーキャッシュフローの割引現在価値
EVA	経済付加価値	キャッシュベースの税引後営業利益 - (有利子負債コスト + 株主資本コスト)