

企業価値重視、効率化経営の時代到来へ

五十嵐雅郎

日本大学大学院総合社会情報研究科

The Era of Emphasis on Corporate Economic Value and Management Efficiency.

IGARSHI Masao

Nihon University, Graduate School of Social and Cultural Studies

The Japanese businesses used to set management goals on attaining a certain rate of increase in sales or increasing the share in the domestic industry, but they have finally begun to place emphasis on return on equity (ROE), which is an indicator of how efficiently shareholders' equity is being used. Calls for more rigorous corporate governance from domestic and foreign institutional investors are behind this shift. The new trend is expected to accelerate innovations in the Japanese companies' management system as well as in management control measures. In fact, high-growth companies have been adopting economic value added (EVA) or market value added (MVA) as their management benchmarks in increasing numbers.

キーワード： 企業価値、効率化、株主資本、PER、ROE、EVA、MVA

1. 時価総額ランキングで見た日本企業

毎年7月中旬になると、米国ビジネスウイーク誌が「グローバル1000」を発表する。これはビジネスウイーク誌が、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル(MSCI)のデータを加工・編集して公表するもので、世界主要23株市場における上場企業全社のうち、時価総額の大きいものから順に1000社をランキングするものである(注1)。ここではトップから20社と日本の上位企業を紹介しているが(表1)同表に見られるよう第1位はGE、次いでマイクロソフト、IBM、インテル、シスコシステムなど電子機器・部品、ソフトウェア分野の大企業が並んでいる。石油ではエクソン・モービル、ロイヤルダッチ・シェル、BPが上位をしめ、このほか医薬品のファイザー、ジョンソン&ジョンソン、メルク、グラクソスミスクライン、金融ではシティグループ、HSBC(香港上

海銀行グループ)などが出てくる。

20位までに入っている企業を改めてグループ分けすれば、(1)電機エレクトロニクス・コンピュータ、(2)石油、(3)医薬品の順となる。他方、これまでランキングの上位を占めていたテレコミュニケーション分野の企業は、ボーダフォンを例外としてランクを下げている。

この資本主義経済体制においては、企業経営者は企業のオーナーである株主のために働き、その企業価値を高めて出資者である株主の期待に応える義務がある。もしその義務を果たさなければ、当然責任を問われることになる。そして、その企業価値は「株主が期待する利益」をあげることによって生み出されるものである。言い換えれば、企業価値の創出は、株主資本コストを上回る投資リターンを生み出すことによるのみ生み出されるわけで、したがって経営者は、企業価値を表す株式価値、すなわち株式時価総額の増大を目指して日夜努力することになる。

そして、この株式価値は一株当たり株価と発行済み

株式数の積で表されるため、株価の上昇、株式時価

表1 時価総額世界ランキング

ランク		社名	時価総額(億米ドル)	
2003年	2002年		2003年	2002年
1	1	GE	2,861.0	3,094.6
2	2	マイクロソフト	2,639.9	2,757.0
3	3	エクソン・モービル	2,449.3	2,712.3
4	6	ファイザー	2,448.9	2,167.8
5	4	ウォルマート	2,322.2	2,409.1
6	5	シティグループ	2,108.6	2,230.4
7	9	J&J	1,613.6	1,869.4
8	7	ロイヤル・ダッチ・シェル(英・蘭)	1,584.8	1,945.5
9	8	BP(英)	1,532.4	1,921.2
10	11	アメリカン・インターナショナル	1,509.7	1,749.9
11	13	IBM	1,448.0	1,377.2
12	27	ボーダフォン・グループ(英)	1,479.9	1,029.5
13	10	インテル	1,360.4	1,846.7
14	22	HSBCホールディングス(英)	1,289.7	1,163.4
15	15	メルク	1,248.1	1,286.8
16	16	グラクソミスクライン(英)	1,189.6	1,262.7
17	21	プロクター&ギャンブル	1,188.8	1,163.8
18	23	シスコ・システムズ	1,151.7	1,155.3
19	17	ノベルティス(スイス)	1,130.9	1,239.3
20	12	コカ・コーラ	1,129.7	1,380.0
23	14	NTTドコモ(日)	1,053.1	1,358.6
26	28	トヨタ自動車(日)	863.2	997.0
60	41	NTT(日)	555.8	737.1
89	124	キャノン(日)	366.7	337.7
94	130	日産自動車(日)	356.1	320.7
100	92	本田技研(日)	351.1	416.1
101	95	武田薬品(日)	348.7	400.6

(注) 上位20社および上位日本企業、()は国名、国名のないのは米国企業
(出所) ビジネスウィーク誌「グローバル1000」2002年7月15日号および2003年7月14日号

総額の増大、企業価値の増加は、殆ど同義語となる。それゆえに時価総額ナンバーワンのGEは、株主資本主義のもとでの世界最優秀企業として、賞賛されるのである。

このビジネスウィーク誌のランキングは、1986年から毎年発表されているが、ランキング自体はそれぞれの企業が上場している各国株式市場の動向に大きく左右される。そのため当時から、個々の企業の実力を評価しようにも、その国の株式市場の状況によってバイアスが掛かるとの意見が出ていた。たしかに1989年当時、日本の株式市場がバブルで大活況を呈し、その年の「グローバル1000」発表に際しては、日本のみで先進国株式市場時価総額全体の48%を占めたことがあった。その後、1990年代後半に入ってから米国内部が長期的

成長を持続し、それをバックにニューヨーク市場の株価が高値を維持してきた。その結果、最近米国企業がランキング上位をほぼ独占し、「グローバル1000」にランクインしている米国企業が2003年の時価総額全体の56%のシェアを占めるまでになっている。

また毎年ランキングに使用される株価は、5月30日の終値を同日の為替レートでドル換算して表示されることから、「本国通貨価値の高い国の企業が、ランキングの上位に並ぶことになる」との不満も出ている。しかし、こうした問題の出ること自体、国際比較調査では避けられないことであるからして、多少の不都合を念頭において、この調査結果を活用すべきであろう。

かつて世界企業といえば石油のエクソン、自動車のゼネラル・モーターズ、食品・タバコ分野のコカ・コーラ、フィリップ・モリスなどオールド・エコノミー型大企業が並んでいたものだが、今や、情報化時代を代表して電子機器・部品、ソフトウェア関連のニュー・エコノミー企業がこれに割り込んできている状況にある。しかし従来からのオールド・エコノミー企業群の中でも電機、石油、医薬品、小売、金融などは、資源や市場を独占すべく国境を越えるM&Aを行い、グローバル化を進めている。例えば小売ウォルマートは、米国内のみならずカナダ、メキシコ、ブラジル、ドイツ、韓国、中国に進出している位だ。こうして見ると「グローバル1000」の上位企業は、その事業分野がニュー・エコノミー、オールド・エコノミーに関係なく、文字通りグローバルに事業を展開している事実が理解されよう。この中での日本企業の動向だが、情報関連でNTTドコモとNTT、自動車でトヨタ自動車、日産自動車、本田技研、電機エレクトロニクスでソニー、キャノン、松下電器、小売でセブン・イレブン・ジャパン、医薬品で武田薬品などが100位位に止まっている。最近ランクを上げているのは日産自動車とキャノンで、いずれも業績向上に伴う株価上昇に助けられている。「強い魚は、流れに逆らって泳ぐ」というが、日本経済が長期不況に苦しみ、産業自体の国際競争力低下が云々され、株式市場が株価ピーク

の4分の1の低水準のもと、逆境の中で世界時価総額
表2 主要経営指標と株価指標

1. 収益性指標	
株主資本利益率 (ROE) (%)	当期純利益 ÷ 株主資本 × 100
総資本利益率 (ROA) (%)	当期営業利益 ÷ 総資産 × 100
売上営業利益率 (%)	当期営業利益 ÷ 売上高 × 100
総資本回転率 (回)	売上高 ÷ 総資本
2. 安全性指標	
流動比率 (%)	流動資産 ÷ 流動負債 × 100
固定比率 (%)	固定資産 ÷ 固定負債 × 100
株主資本比率 (%)	資本金計 ÷ 負債 + 資本金計
インタレスト・カバレッジ (倍)	営業利益 ÷ 支払い金利額 (ネット)
3. 株価指標	
株価収益率 (PER) (倍)	株価 ÷ 一株当たり純利益
配当利回り	配当金 ÷ 株価
株価キャッシュフロー倍率 (PCFR) (倍)	株価 ÷ 一株当たりキャッシュフロー (税引利益プラス減価償却)
株価純資産倍率 (倍)	株価 ÷ 一株当たり純資産
一株当たり利益 (EPS) (円)	当期利益 ÷ 発行済み株式数
一株当たりキャッシュフロー (円)	キャッシュフロー ÷ 発行済み株式数
一株当たり純資産 (BPS) (円)	資本金計 ÷ 発行済み株式数

(注) 2003年3月期より連結キャッシュフロー計算書の作成が義務づけられている。キャッシュ流入・流出を発生様態別に示すので、それだけキャッシュが重視される方向

表3 電機エレクトロニクス・情報関連主要企業業績比較

社名	世界 ランク (一位)	時価総 額(億米 ドル)	株価 (米ドル)	年間株 価変動 (%増減)	株価変 動率 (%増減)	株価収 益率 (PER) (一位)	配当 利回り (%)	売上高 (億米 ドル)	利益 (億米 ドル)	資産 (億米 ドル)	株主資 本利益 率(ROE) (%)
GE	1	2,861.0	29	-8	4.3	19.2	1.5	1,317.0	151.3	5,752.4	22.5
IBM	11	1,488.0	88	9	6.2	27.2	0.7	811.9	53.3	964.8	22.8
インテル	13	1,360.4	21	-25	3.8	44.3	0.4	267.6	31.2	442.2	8.7
シスコシステムズ	18	1,151.7	16	4	4.2	34.9	0.0	189.2	18.9	378.0	11.9
マイクロソフト	2	2,639.9	25	-3	4.7	27.7	0.3	283.7	76.3	676.5	17.1
オラクル	45	682.0	13	64	12.2	33.4	0.0	96.7	22.2	108.0	36.6
ソニー	149	246.2	27	-56	1.3	25.4	0.8	624.9	9.7	689.9	5.1
キャノン	89	368.7	42	5	2.8	23	0.6	245.8	16.0	246.0	12
松下電器	161	222.7	9	-37	0.8	-136.9	1.2	618.9	-1.6	655.1	
日立製作所	284	131.2	4	-50	0.9	56.3	1.3	684.9	2.3	851.1	1.5
シャープ	318	122.1	11	-18	1.6	44.8	1.2	167.5	2.7	167.6	3.6

(注) 米企業は2002年12月期末の数値。日本は2003年3月期。株価、現地通貨の対ドル価格は2003年5月30日のもの。

(出所) ビジネスウィーク誌「グローバル1000」、2002年7月15日および2003年7月14日

額ランキング順位を上昇させているこれら企業こそ、わが国を代表する優良成長企業といえよう。

2. 国際比較で見た日本企業

この時価総額ランキングに使われている産業・企業の経営指標、特に株価との関連での経営指標は、

株価純資産倍率 (Price Asset Ratio)、 株価収益率 (Price Earning Ratio- P E R)、 配当利回り (Dividend Yield)、 株主資本利益率 (Return on Equity- R O E) の4種類である。多くの経営指標の中で特に重要視されているのが 株主資本利益率 (R O E) であるが、これは「株主資本に対して企業はどれだけの利

益をあげているか、投下資本の効率性を示す指標」であり、「株主に帰属すべき利益を生み出した実績、および今後利益を生み出す潜在能力」を意味しているのである (経営指標、投資尺度と計算式は、表2参照)。企業経営者が R O E を高めれば高めるほど投資家の期待は高まり、それが株価および株式時価総額を押し上げることになる。投資家が株式を購入するのは、その企業の成長に参加し、株価の上昇 (キャピタル・ゲイン) と配当の増加 (インカム・ゲイン) の双方を期待するからである。

しかし、表3の日米電機エレクトロニクス・情報関連企業の業績比較に示されるように、日本における「株主資本に対するリターン (R O E)」は外国のそれと比べて極めて低く、「日本株への投資家は、高い P E R が示すように多大の期待を抱いて株式を購入したが、大方は裏切られて今日に至っている」のが実状である。ちなみに「グローバル1000」にランクインしている米国企業の平均 R O E は、不況の1993年においても14.9%であり、2000年には22.7%、2003年は30.8%と上昇している。他方、ランクインしている日本企業の平均 R O E は93年7.3%、2000年7.5%に止まっている。

それでは、日本企業の R O E の低さは何に起因するのだろうか。これはよく言われてきたことだが、日本企業はつい最近まで総資本利益率 (Return on Assets- R O A) や R O E などまったく考えず、売上高伸び率、業界シェアといった量的な規模拡大を第一に経営を行ってきたためである (R O E のコンセプトについては、表4を参照のこと)。

大多数の日本企業は、資本市場が十分に機能しなかったこともあって、最近まで資金需要の殆どを金融機関からの融資に頼ってきた。このため我が国企業は金融機関との関係強化に努力し、金融機関へ自社株式の保有を要請する位であった。所謂、我が国におけるメインバンク制度の定着である。長期安定的な取引を望む企業経営者は、取引先にも関係強化を求めて、株式持ち合いを積極的に推進した。その結果、企業にとって銀行、取引先といった所謂ステークホルダー (利害関係者) が重要な存在となり、

一般株主は一顧だにされなかった。この動きに拍車をかけたのが、1980年代後半のバブル経済の出現である。

この時代の日本企業は、過剰流動性に助けられて低い資金コストで融資を受ける事が出来たのである。日銀の低金利政策により株式市場は活況が続き、このとき高株価を利用して時価発行増資も盛んに行なわれた。ここで、我が国企業の多くが金融、資本市場の双方を利用して資金を大量に調達し、事業規模の拡大と事業多角化に走ったものである。それが過剰設備、過剰負債、過剰雇用の原因を作り出し、その結果が平成大不況における企業業績の大幅低下、不良債権の急増、倒産と失業の増加となって現れたのである。

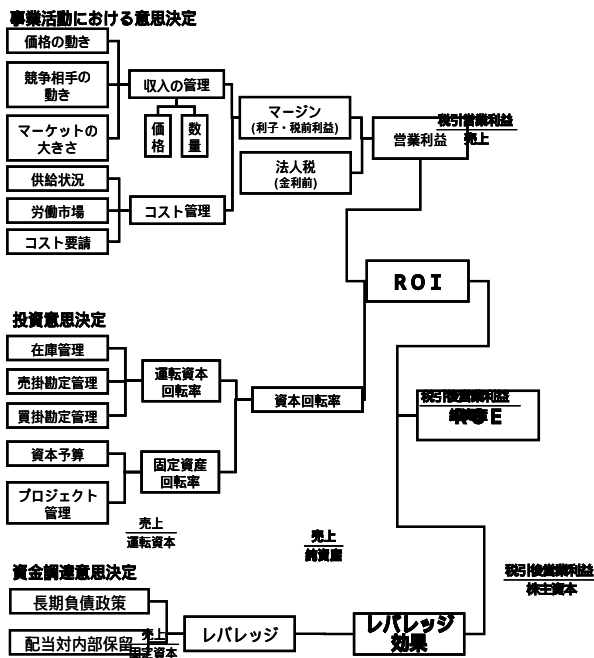
繰り返すが、過去にわが国の企業経営者が、ステークホルダー（利害関係者）に関心を払いつつ経営を行い、他方、株主に配慮することなく効率的経営を軽視してきたことが、ROE低下の最大のポイント

トである。好況時の企業には投資チャンスが数多く存在し、積極的な経営を行うのが普通である。当時のわが国企業は売上増加とシェア拡大を目的に設備投資やM & Aに熱中し、財務内容の改善など全く考えなかったのである。

勿論、一部の企業で経営評価基準としてROAやROEを考えていたことは間違いないとしても、それが主流になることは全く無かったのである。実際、当時の証券アナリストの産業・企業レポートにおいて、ROEに言及したものは少なかったにせよ、ROAおよびそれを構成する売上高利益率、資本回転率などは、大いに使用されていた。

しかし、バブル期の経営者の大多数は、企業評価の基本的な尺度である株主資本の効率性について頭で考えることはあっても、ROEを真剣に考え実際の事業活動に生かすことなく、この採用を先送りしたのである。

表4 経営管理の重要指標



3. 株主重視の経営に転換

このROEがようやく注目されるに至った理由は、第一に「会社は株主のものである」との考えが、漸く我が国に定着したためである。1980年代まで日本企業は高度成長に支えられて、全体として業績も良く、株主へのリターンも値上がり益（キャピタル・ゲイン）中心に比較的高かったため、株主は株価さえ上がれば文句は無く、企業業績や経営戦略について注文を付けることもなかった。前節で述べたように経営陣も得意先、金融機関など利害関係者の意向を見ながら経営していれば良かったし、そこでは多少の業績低下があってもメインバンクからのバックアップ融資が期待できたのである。

しかし平成バブルの際、多くの企業が不動産関連分野への多角化に走り、その失敗の後遺症から依然今日でも過剰設備、過剰人員、過剰負債を抱えて動きの取れない状況にある。他方、金融機関は不良債権の累増で体力を失い、公的資金を導入して漸く当座を凌ぐ始末である。この事態が、株主をして投資先企業の経営に対する危機感を募らせ、投資先企業

(注) これはデュボンのROE計算式と呼ばれ、企業、カンパニー、独立事業部などにおける経営管理のシステムを図示すると同時に、投資に対し、株主資本のみならず他人資本をも利用して、運用効果を高めるシステムをも図示している。

(出所) Enrich A. Helfert, *Techniques for Financial Analysis* (Second Edition), IRWIN, 1997

の収益性・成長性・安全性について改めて注意するようになったのである。

株主重視経営の第二点は、我が国株式市場における機関投資家、特に外資系機関投資家のシェア拡大がある。機関投資家は自己の投資先企業の業績をチェックし、問題によっては投資先企業の経営戦略の変更、さらには経営者の交代までも要求するようになった。機関投資家は自社ポートフォリオの価値を最大化するため懸命であり、そのための措置ということになるが、同時に企業経営者にとっては株主・投資家を強く意識しなければならなくなった訳である。

そして第三点は、個人投資家をも含めた投資家全体の投資スタンスの変化である。近年、投資家は、自らの調査を基に、「株主の期待に応える優良成長企業」を探し出し、株式投資を行う方針を固めているよう見受けられる。ちなみに「日本経済新聞の決算公告の読まれ方調査(1999年)」によれば、決算公告に載っている項目を使って投資指標を計算する場合、その計算する指標の第一が「株主資本利益率(ROE)」、第二が「株価収益率(PER)」、第三が「自己資本比率」であって、何れも個別企業の利益、株主資本、株価を念頭に置くようになったことを伺わせる。

ここまで、投資家サイドにおける株主意識の高まりを述べたが、同時に企業サイドにおいてもROE重視、株主重視のスタンスが見られるようになった。1990年代初頭からの平成大不況においても、これまでの好業績に自信を持った我が国企業は、当初これまで通りの積極経営を行い、高品質化、多品種少量生産化を目指したのである。そして、ほとんどの日本企業が、既に人件費上昇で高コスト体質に移行しているのに拘らず、シェア確保のため低価格競争を繰り広げて、ますますその傷口を大きくした。当然、この高コスト体質下での低価格政策は、当然わが国の産業・企業は国際競争力を弱めることに繋がった。その具体的な例は、半導体市場における韓国および台湾の競争力強化とそれに伴う日本製品のシェア低下である。ここでは輸出の鍵を握る為替レートが、1993年以降再度円高に向かい19

95年春に1ドル80円まで上昇し、輸出産業の足を引っ張ったことにも影響されている。

ここで、追い詰められた我が国製造業は、輸出主力の加工組み立て産業(電機・エレクトロニクス、機械、輸送用機器、精密機器)を中心に強力なリストラを展開、これ以上の事態の悪化を食い止めようとした。その対策は、従来型のシェア至上主義から脱却し、コスト削減、投資効率を高めて利益の出る企業体質への転換、この二つである。米国企業なら徹底的な人員カットが可能であるが、日本ではそれは無理で年功序列型賃金制度の手直しとボーナス削減からスタートし、次第に職務給・職能給、そして成果給へ移行するなどの措置がとられた。

投資効率を高めて利益の出る企業体質への転換においても、総合化、ワンセット主義、シェア至上主義に固執する守旧派経営者からの反対は強かった。しかし米国のIT関連企業、例えばマイクロソフト、デル、シスコ・システムズなどのビジネス・モデルが次々に日本に紹介され、その成功しているモデルがいずれも「ROE改善」を目標としているところから、この「投資効率重視」の考え方が、我が国企業に急速に普及し、経営戦略の中核となってきた。

例えば、かつて自動車生産においては、大量生産によるコスト削減効果が大きく作用したものが、今日では製品情報の伝達スピードが早く、生産コスト低下を上回るスピードで製品価格が低下する状況も珍しくない。こうした事態に対処して、自動車メーカーは情報ネットワークを利用して自社のスペックに合った部品の国際調達を開始するなど、外部調達比率を高めて一層のコスト削減を行うなど、効率性即ちROEを念頭に入れた経営戦略を採用するようになっている。

こうした動きは、電機・エレクトロニクス業界において特に著しい。電機業界は、総合電機、通信機器、AV機器、汎用コンピュータ、パソコン、OA機器、半導体などのセクターに分けられる。しかし日立製作所、東芝、三菱電機など総合電機は、コンピュータ、半導体・家電、重電の各分野へ多角化しているものの、それぞれのセクターでのトップシェア製品が殆ど無く、経営資源の分散が見られる。同

分野の競争は、成長性が高いゆえに特に激しい。各社ともヒット商品の開発にしのぎを削っているが、どの分野もハードだけでなくソフトやネットワーキングが競争力の決め手となる分野である。更に問題なのは、「ハードの製造業は、規模が大きくなると生産効率が限界になる『収穫逡減の法則』に支配されるが、情報の世界で一度作ったソフトは何回コピーしてもソフト資源は減ることはない『収穫逡増の法則』が働く」ことである。(注2)

我が国の大企業でも、こうしたハードからソフトまでの広い範囲での競争優位を自社の経営資源のみで作り上げることは難しく、それぞれの分野で先端技術を持つ企業との提携が必要になる。特に電機エレクトロニクス、情報通信、精密化学の分野は、みな技術革新が早い分野だけに、かりに一時的にトップシシェアを獲得しても、その競争優位が長く続く保証は全く無い。

こうした自動車や電機・エレクトロニクス業界の動きを見ても、最近の産業・企業をめぐる競争環境は、グローバル化、情報化、規制緩和によって大きく変化している事が理解されよう。グローバル化により海外企業との競争が激化し、日本企業は競争優位に立つためにも相手のビジネス・モデル(自社の製品・サービスをいかなるプロセスを通じて顧客に提供するか、その事業の仕組み)をつねに検討し、自社の経営革新の参考にすることが不可欠となる。また、情報化によりインターネットがビジネス社会に普及し、新しい事業分野の開拓が活発に行われるようになった今日、これまでのような旧来型のビジネス・モデルに固執している企業が競争力を失うのは不可避になってこよう。

同様に、規制緩和が進めば、他業種からの新規参入が可能となって国内での競争が激化すると同時に、従来からの業界秩序が破壊される事態が出てくる。したがって企業は「短期的な損益を無視して、長期安定的な顧客作りを考える」といった長期計画でなく、「これまで以上の競争優位を維持するため、十分な利益を確保する事業展開を図る」といった経営戦略を採用しなければならない。そして各企業が実行した経営戦略の適否は、一定期間後に必ず企業業績

に現れ、株主、投資家、融資金融機関の評価の対象となる。いまや経営陣もROA、ROEを十分意識しなければならない時代が到来したのである。

4. ガバナンス強化で経営体制の変革へ

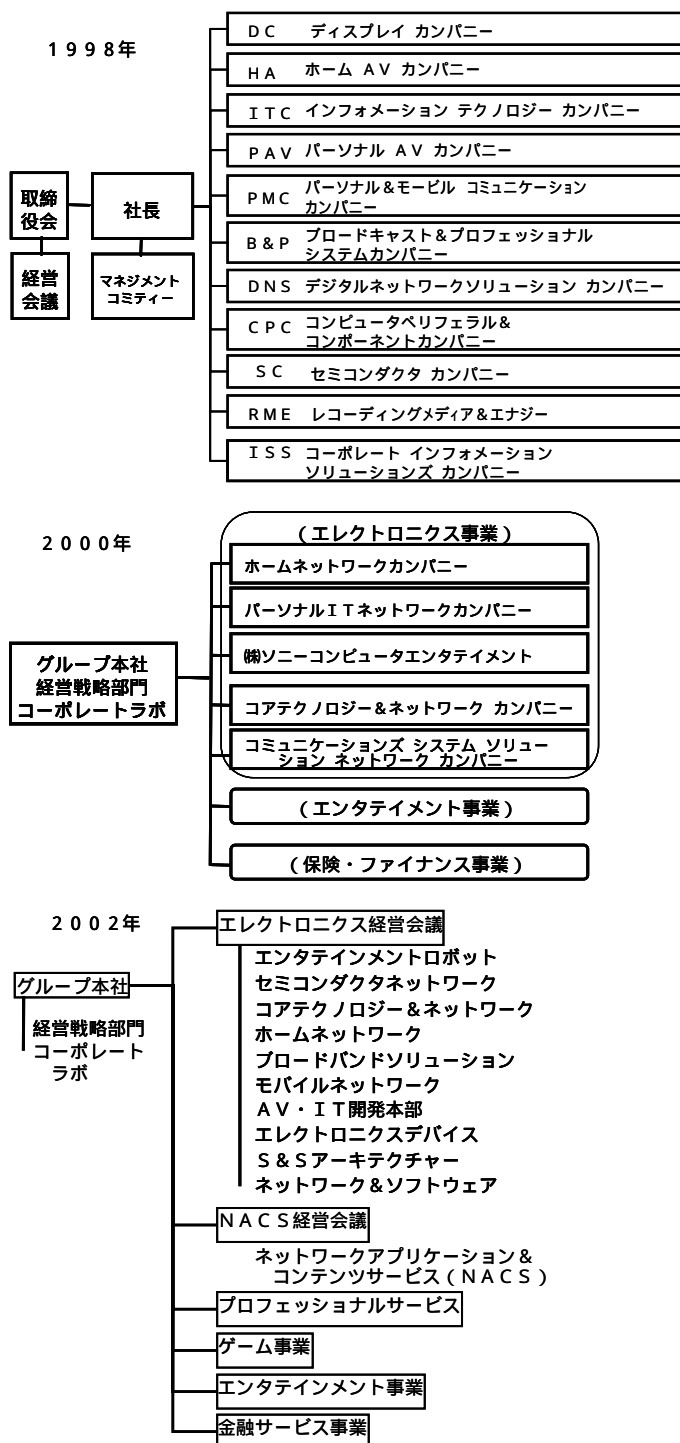
「企業は株主のものである」として、ここ数年コーポレート・ガバナンスが話題になっているが、これは「株主が経営者を如何にコントロールするのか」の意味であるのを忘れてはならない。今日の企業が殆ど株式会社形態を取り株主も多数になったため、株主は専門的管理者を選んで当該企業の経営者に任命し、その結果として所有と経営が分離した様相を呈している。これからコーポレート・ガバナンス(企業統治)とは、企業経営そのもので、「経営者の経営における行動規範」と解釈されがちであるが、その本質は統治者が株主、統治されるのが経営者であることを再認識しなくてはならない。

コーポレート・ガバナンスの構成要素は、経営者が株主の為に経営する仕組み、経営者が株主のため働いているのかを監視する仕組み、株主に対するアカウンタビリティ(説明責任)以上の三つである。ここでは「株主のため」だけでなく、取引先、従業員、地域社会、政府機関など他のステークホルダーについても同様とする考えが無いわけではないが、株主を最重要視すべき点に変わり無い。

経営者は、経営資源(人、物、金、情報)を駆使して長期安定的な収益を確保し、企業価値、株主資本の増大を目指す。その経営者を選び、動機付けし、監視し、説明責任を果たさせるための仕組みが、これがコーポレート・ガバナンスである。コーポレート・ガバナンスが特に云われるようになった理由は、前節で述べたように、外国機関投資家、とくに年金運用機関が株主・投資家の利益を守るため積極的に経営に口を出すようになった事が理由であるが、其の背景には、銀行を中心とした金融機関の不祥事の多発がある。

其の典型的な例は、1995年の大和銀行ニューヨーク支店での巨額な為替損失事件である。本支店の管理能力の不足が原因だが、銀行自体が情報開示

表5 ソニーの組織イメージ



を充分行わず、金融当局、当時の大蔵省がそれを黙認した咎めが、その後の株主代表訴訟ブームの引き金となり、わが国のコーポレート・ガバナンス運動

を後押ししたことは否めない。

ここでコーポレート・ガバナンス重視の実例として、ソニーの経営体制の変革を見てみよう。先ず、ソニーは1994年4月にカンパニー制の導入と、それに伴って執行役員制の採用を決めた。そこでソニーは組織を本社(経営戦略部門)とカンパニー(事業執行部門)にわけ、前者の経営は取締役、後者の経営は執行役員が担当することに決めたのである(表5)。ソニーは更に1999年の組織改正において、経営戦略部門と執行部門の分離を一段と進めること、本社はアクティブ・インベスターとしてグループ企業価値最大化に向けての経営資源再配分を行うこと、を明言している。

このソニーの改革は、これまでの不完全な事業部制を改革し、本来の事業部制を採用することを目的とした。ソニーは、「それぞれの事業部長が自己の部門の企業的責任が十分発揮するためには、事業部の活動全体に市場経済メカニズムを導入することが必要」と考えた。そして「自社の事業部間の取引は、市場価格を前提にする」との考え方を具体化しようと試みたのである。ソニーは、各カンパニーに製造・販売・製品開発の基本的機能を持たせる、各カンパニーに損益計算書、貸借対照表を作成させ独立会社として経営させる、スピード経営実践のため設備投資の意思決定で大幅な権限を与える、などの措置をとっている。

その後もソニーは小幅の組織変更を繰り返して、本社の経営戦略機能の強化を図っているが、現代の経営者には、「大量の情報のなかから時代の変化の方向を見抜き、変化をチャンスとして捉えてゆくセンス」とスピード感覚が要求される。このソニーの動きは、我が国の多くの大企業が、自ら事業部門を持ちながら同時に事業子会社を所有する、所謂事業持ち株会社となっている状況を、一歩進めたものとして、大いに評価される。

持ち株会社のメリットは、第一に戦略と事業運営の分離が可能になることである。第二は、事業の再編が容易になることである。例えば、事業会社が他の会社を買収する場合、買収サイド、被買収サイド双方の経営システムの調和を図る必要があるが、そ

れには多大なコストが発生する。しかし、持ち株会社の傘下に入る形で買収を行えば、余分なコストを負担することなく、スムーズに両者を融合させることが出来る。さらに持ち株会社は、傘下子会社の事業の収益性を客観的に把握しており、傘下子会社売却による不採算事業からの撤退も、これからは容易になることが考えられる。第三のメリットは、持ち株会社であれば傘下企業の給与体系を別に作ることが可能となり、人事評価においても事業内容に応じたものを設計出来ることである。

他方、デメリットとしては、間接費が増える危険である。持ち株会社は、その支配下にある各傘下企業がそれぞれスタッフを持つのを認めているが、持ち株会社自身も連絡調整と称して多くのスタッフを持つようになれば、間接部門が一層肥大化する恐れがある。したがって、本社及び参加企業双方のスタッフをどうスリム化するかが、問題になる。これは特に最近の都市銀行の合併に際して問題になりそうである。米国の銀行純粋持ち株会社の収入源は、子会社即ち銀行からの配当金だけであり、その限度内での効率化が図られているのを参考にする必要がある。ともかく、複数事業子会社を持つ持株会社の業務は、子会社の事業ポートフォリオの選択（戦略機能）、インセンティブ・システムの構築とグループ幹部人事の決定、その他サービス機能、以上の三つに限定されよう。

こうした経営体制下での企業活動をモニターしてゆく機能は、かつては監査役、取締役、公認会計士にあると考えられていたが、これらは何れも制約の中に置かれ、その機能を十分果たしていなかった。監査役と取締役は、取締役会の任命で社員OBから選出される為、まず中立の判断は無理であった。公認会計士は、客観性はあるが判断を下すために十分な内部情報を持っていない憾みがある。これら内部スタッフ中心のモニタリングでは、トップマネジメントの経営能力をチェックするのは、まず無理である。これは良く知られた事実であるが、それを承知でこれまで対策を先送りしてきたのが日本の経営であり、その咎めが今出ているのである。

そうした中で、ソニーの社外取締役、執行役員制

採用は、新しい時代を示すものとして注目された。ソニーの本社役員は人事、財務、技術、生産のトップからなり、彼等は専門家の意見を聞きながら、迅速にデシジョン・メイキングができる態勢を作り上げようとしている。さらにソニーは、同時に社外取締役を受け入れ、彼等のチェック機能を利用して経営の質を高めようとしてきたのである。

その他サービス機能として、コーポレート・コミュニケーション機能が上げられる。今日のわが国企業においては、企業と顧客、企業と投資家、企業と従業員、企業と金融機関などに対し適切な情報開示戦略を行うべく、体制を整備することが絶対に必要である。具体的には、投資家に対してはインベスターズ・リレーション部門（IR）、顧客にはカスタマー・サテスファクション部門（CS）やコンプライアンス（法規遵守）部門の設置である。ソニーは、これらの分野においても他社より一歩も二歩も進んでおり、特にIR活動では、事業別・地域別のセグメント情報についても1978年から公開しているくらいである。更に、同社は自社に不利な情報も迅速かつ継続的に開示するのを基本方針としており、これが投資家の信頼感を高めることにつながっている。

こうしたソニーの組織改革をみると、ソニー自体の海外売上比率が高く、外国人株主も多く、更には早くからニューヨーク証券取引所に上場していたこともあって、米国的な経営体制の良さを十分理解していたことが認められる。特に、当社のトップが米国大企業の社外重役をやっていた経験もあって、それで米国型経営体制の長所を経営に取入れようと考えたのかも知れない。また、ソニーはGEの組織について、長期間細かく研究してきたように見受けられる。

しかし、コーポレート・ガバナンスを良くすれば、会社が栄えることにはならない。ガバナンスは、これからのグローバル化時代での企業存続の最低必要条件であって、十分条件ではないからである。十分条件に出来るかどうかは経営者次第である。経営者が、経営目的、経営理念にもとづいて戦略を立て、経営資源を効率的に配分し、各事業部門、各職能部

門で実績を挙げて、株主・投資家の評価を得なくてはならないのである（表6）。

しかし、きわめて緩やかであるが、コーポレート・ガバナンス強化に関連して商法、会計基準などその関連インフラに改善が見られるようになった。例えば1999年度（2000年3月期）の決算発表からは、連結決算中心に企業グループ全体の収益状況の発表義務付けられたのが、それである。確かに、今日の大多数の企業は多角化戦略を採用し、それを子会社形態で行っているものが多い。同様、海外進出においても子会社形式が主流となっており、グループ全体の活動を把握するには、連結ベースの数値が絶対に必要であるからである。

また連結決算のルールも改訂され、連結される子会社の範囲は従来のような持株比率によるのではなく、実質的にその会社を支配しているかどうかの「支配力基準」を採用する事に変更された。この「支配力基準の採用」により、これまでのように持株比率を変更させて関係会社を連結対象から外して決算操作を行う事など全く出来なくなり、企業グループ全体の活動が「より明確に把握出来る」ことになった。

れるという。ソニーなどすでに海外証券市場に上場し、現地で資金調達をおこなっている企業は、これまで内外二通りの基準で決算書を作成しなければならなかったのである。コーポレート・ガバナンスにおいてもグローバル化が次第に浸透し、わが国企業のデスクロージャーが一層進むことを期待したい。

5. 新しい経営指標・投資尺度、EVAの開発へ

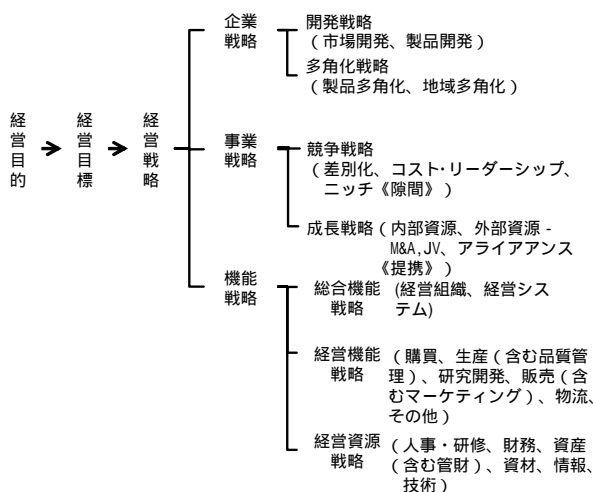
株主・投資家の立場から、株式保有目的で良い会社を選ぶとすれば、業績が向上する企業を見つけ出すことから始めなければならない。企業経営は数字が全てであり、経営陣は企業業績によって評価される。過去の実績が株主・投資家の経営陣への信頼感を高めることに繋がっているのは確かであるが、さらに重要になるのは「将来の1株当たり利益やROEがどの位上昇するか」といったリターンに対する期待である。

一口に企業業績の上昇といっても、それが一般景気の恩恵によるものと、自らの経営戦略の成功によるものとは、投資家の評価は異なる。同じ産業セクターに所属しながら、強い企業は新製品・新技術を出し、同業他社を上回る業績を確保して投資家から高い評価を受ける。しかし、経済全体が好況で株式市場全体が活気にあふれている場合は、その企業は高く評価されやすく、「普通の会社、景気循環株」でも「良い会社、成長優良株」に見えてしまう。従って、「株主の期待と満足度」を示すEPSやROEは、同業他社と比較して相当程度高いことが不可欠の条件である。

欧米企業は「株主から資金を預かっている以上、ROEは高くて当たり前」として、ROEの向上に注力している。しかし、最近わが国でも「ROEは、適正値が幾らなのか判断しづらい」として、より具体的な経営指標、経済的付加価値（Economic Value Added-EVA）の採用に踏み切る企業が増えてきている。

EVAは、「企業が一定期間に資本を元手にどれだけの付加価値を生み出したかを示す指標」で、資本

表6 経営戦略の体系



(注) 経営戦略は経営計画として予算化され、実行される。実行は各部門で効率的に管理されつつ行われる。

さらに近い将来、日本企業も「国際会計基準に準拠して決算をおこなっても良い」との方針が発表さ

投下利益と資本コストの差の絶対額で現される。先ず、投下資本利益は「金利、税金、減価償却費を支払う前の営業利益」で、資本コストは「投下資本に加重平均資本コストを掛け合わせた数値」が採用される。資本コストには、株主資本コスト即ち株主に対する期待リターンと、他人資本コスト即ち金融機関からの有利子負債に対する支払金利（金利は損金参入されるため1マイナス法人税率で計算される）があり、その加重平均の数値である。（注3）

このEVAは、1990年代に入って米国大企業内部で経営戦略の評価手法として採用されたもので、この4-5年間にソニー、キリン、HOYA、花王、ダイキン、旭化成、アドバンテスト、オムロンなどに導入されている。現在、我が国企業の多くは、有利子負債が大きいことから株主資本コストを差し引く前の利益計上すら難しく、経営面で四苦八苦している状況にあるが、その中でまだ少数ながらEVAを導入して改革に取り組み、株主を満足させる高水準の利益を目指す企業が増えてきたことを評価すべきであろう。

我が国へのEVAの導入は、1999年3月ソニーの「企業価値創造経営宣言」に始まっている。ソニーは、本社機能をグループ経営のための戦略策定と戦略実施に必要な資金調達に集中させ、事業部門はそれぞれ損益計算書と貸借対照表を備えたカンパニー制に改組して、各カンパニーに大幅な執行権限と収益責任を持たせることにした。そのソニーの広い事業領域を公平に評価するためには、資本コスト、税金を常に認識した経営指標の採用がどうしても必要であった。各カンパニーがEVAの数値を上げるには、高採算事業への投資、売掛金・在庫の削減、不採算事業からの撤退が不可欠である。したがって、EVAを採用した企業において、その役員・従業員は「自ら会社業績への貢献度を把握し理解できるメリット」が与えられる。このためEVAは、本社の経営戦略目標として使用されると同時に、各カンパニー・各事業部門の経営評価基準として業務改善にも利用できるメリットを持つ。

現在EVAは事業会社の内部管理指標として多用されているが、少しずつ株式投資の尺度として外資

系証券のアナリスト・レポートにも多く登場するようになった。EVA/EBITDA倍率がそれで、分母は支払利息、税金、減価償却費を差し引く前の営業利益、分子は事業価値として使われている。これは株価キャッシュフロー倍率、即ち分母がキャッシュフロー（税引き利益から配当、役員賞与を差し引き減価償却費を加えたもの）分子が株価の評価尺度の方式とよく似ており、実際株価キャッシュフロー倍率の改良型と言われる。例えば、株価キャッシュフロー倍率は、株価が無ければ比率が計算出来ないため公開企業に限られるのに対し、これは未公開企業に対しても、又同一企業グループ内のカンパニーそれぞれに対しても適用出来るからである（表7）。

6. 市場付加価値（MVA）も登場

EVAは、キャッシュフローをベースに、資本コストの考えを取り入れることによって、株主・投資家を一層意識した評価尺度として広く受け入れられるようになったが、これまでの数値をベースにして将来の数値を予測してEVAを計算するとなると、例えば2001年から2010年までの長期収支を毎年計算するなど手数がかかり、大変である。これをある程度可能にするのは、言うまでも無くコンピュータの利用と情報技術の進歩であるが、EVA計算が各年のキャッシュフロー・ベースの変化を重視しているのに対し、ストック・ベースを重視する市場付加価値（Market Value Added-MVA）を評価尺度とする考え方が出てきた（表8）。

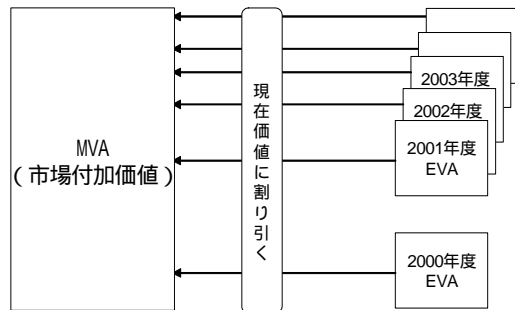
表7 ソニーのE B I T D A倍率を使用した適正価格の推測

	3/96	3/97	3/98	3/99	3/00	3/01	3/02 予	3/03 予	3/04 予	3/05 予	3/06 予	年平均成長率 (3/01 - 3/06 予)
営業利益	235.3	370.3	525.7	348.2	223.2	225.3	380.0	555.0	700.0	830.0	800.0	28.8
エレクトロニクス	193.3	239.2	317.3	131.1	101.4	248.7	280.0	345.0	435.0	545.0	640.0	20.8
ゲーム	-8.9	57.0	116.9	136.5	76.9	-51.1	45.0	147.0	200.0	215.0	85.0	
音楽	40.1	45.2	52.1	36.6	28.3	20.5	33.0	35.0	30.0	28.0	25.0	4.0
映画	23.9	28.9	37.0	43.0	35.9	4.3	20.0	25.0	30.0	35.0	40.0	56.2
保険	7.1	19.1	20.3	18.0	20.9	17.9	20.0	23.0	26.0	28.0	30.0	10.9
その他	-6.1	-1.4	-7.0	-4.5	-9.9	-11.3	-12.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	
相殺	-14.1	-17.8	-11.0	-12.5	-30.3	-3.7	-6.0	-10.0	-11.0	-11.0	-10.0	
減価償却費	227.3	266.5	301.7	307.2	306.5	348.3	410.0	430.0	450.0	445.0	430.0	4.3
エレクトロニクス	162.6	188.0	197.4	218.6	212.3	203.0	240.0	260.0	280.0	285.0	290.0	7.4
ゲーム	2.2	3.7	12.5	3.9	13.4	37.0	50.0	50.0	49.0	38.0	16.0	-15.4
音楽	22.3	28.7	30.9	34.5	32.8	34.0	28.0	27.0	26.0	25.0	25.0	-6.0
映画*	10.6	13.3	16.7	11.3	10.5	11.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	1.8
保険	9.9	15.9	22.4	21.1	23.7	40.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	6.6
その他	16.7	14.1	17.5	15.4	10.8	-18.0	20.0	22.0	24.0	26.0	28.0	9.2
相殺	3.0	2.8	4.1	2.3	3.0	5.3	5.0	4.0	4.0	4.0	4.0	-5.5
営業キャッシュフロー	462.6	636.9	827.4	655.4	529.7	573.6	790.0	985.0	1,150.0	1,275.0	1,230.0	16.5
エレクトロニクス	355.9	427.3	514.7	349.7	313.7	451.7	520.0	605.0	715.0	830.0	930.0	15.5
ゲーム	-6.7	60.8	129.5	140.4	90.3	-14.1	95.0	197.0	249.0	253.0	101.0	
音楽	62.5	73.9	83.0	71.1	61.1	54.5	61.0	62.0	56.0	53.0	50.0	-1.7
映画	34.5	42.2	53.7	54.3	46.4	15.3	32.0	37.0	42.0	47.0	52.0	27.7
保険	17.0	35.0	42.7	39.1	44.6	57.9	75.0	78.0	81.0	83.0	85.0	8.0
その他	10.6	12.7	10.5	10.9	0.9	6.7	8.0	12.0	14.0	16.0	18.0	
相殺	-11.1	-15.0	-6.8	-10.2	-27.3	1.6	-1.0	-6.0	-7.0	-7.0	-6.0	
EBITDA 倍率	6.8	6.8	6.8	6.9	11.3	8.6	9.5	10.0	10.0	9.8	9.0	
エレクトロニクス	6.0	6.0	6.0	6.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	
ゲーム	8.0	8.0	8.0	8.0	13.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	
音楽	10.0	10.0	10.0	10.0	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	
映画	12.0	12.0	12.0	12.0	25.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	
保険	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	
その他	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	
相殺	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	
事業価値	3,148.9	4,338.2	5,603.7	4,549.7	6,003.0	4,916.4	7,542.5	9,855.0	11,505.0	12,527.5	11,095.0	15.9
エレクトロニクス	2,135.5	2,563.6	3,088.5	2,098.2	2,509.4	3,613.6	4,160.0	4,840.0	5,720.0	6,640.0	7,440.0	21.5
ゲーム	-45.8	413.3	880.4	954.7	1,174.1	-211.5	1,425.0	2,955.0	3,735.0	3,795.0	1,515.0	26.4
音楽	562.8	691.4	758.5	645.7	1,069.4	953.8	1,067.5	1,085.0	980.0	927.5	875.0	-2.8
映画	413.7	506.5	644.0	651.9	1,159.2	229.5	480.0	555.0	630.0	705.0	780.0	-9.5
保険	85.0	174.8	213.7	195.4	223.0	289.5	375.0	390.0	405.0	415.0	425.0	13.2
その他	53.0	63.6	52.7	54.5	4.5	33.5	40.0	60.0	70.0	80.0	90.0	77.9
相殺	-55.4	-75.1	-34.2	-50.8	-136.5	8.0	-5.0	-30.0	-35.0	-35.0	-30.0	-23.8
純負債額	1,109.5	826.8	504.2	431.8	289.1	496.8	616.7	304.6	-97.5	-549.6	-1,061.8	
適正時価総額	2,039.4	3,511.4	4,999.5	4,117.9	5,713.9	4,419.6	6,925.8	9,550.4	11,602.5	13,077.1	12,156.8	18.0
発行済株数(百万株)	373.9	374.1	398.2	410.4	453.6	915.1	915.1	915.1	915.1	915.1	915.1	15.1
適正株価(円、A)	5,454	9,386	12,555	10,034	12,597	4,830	7,569	10,437	12,679	14,291	13,285	17.8
So-net 加入者(千人)	20	150	310	630	1,200	2,000	3,000	4,000	5,000	6,000	6,000	
加入者一人あたりのネットワーク事業における価値(千円)	640	640	640	640	640	500	450	400	350	300	300	
ネットワーク事業価値(十億円)	13	96	198	403	768	1,000	1,350	1,600	1,750	1,800	1,800	
ネットワーク事業価値/一株あたり(円、B)	34	257	498	982	1,693	1,093	1,475	1,748	1,912	1,967	1,967	
A + B(円)	5,489	9,643	13,053	11,016	14,290	5,923	9,044	12,185	14,592	16,258	15,252	

*3/01 期業績には映画部門の会計処理変更の影響があった。

(出所) メリルリンチ証券東京支店調査部アナリスト・レポート「ソニー(電機業界)2000年5月17日」

表8 EVAとMVAの関連図



(注)市場付加価値(MVA)は将来生み出される経済付加価値(EVA)の現在価値

これは、先ず営業活動から生み出される営業キャッシュフローの割引現在価値を計算しておく。次いで、その企業の一定時点(例えば決算期末)の使用総資本(他人資本と株主資本の合計)から他人資本を差し引いて、株主資本の数値を求める。営業キャッシュフローの割引現在価値は、長い目で見れば「均衡的な価格」即ち「1株当たり株価に発行株数を乗じた時価総額」で示される。ちなみに市場価値のもう一つの要素、他人資本とその運用である金融資産キャッシュフローは、企業価値への影響は少ないので(他人資本の簿価と時価の差はほとんど無い)考慮しないでよく、時価総額と貸借対照表上の株主資本との差が市場付加価値(MVA)となる。以上から、MVAは時価総額から株主資本を差し引けば良いため、投資家なら誰でも感単に測定でき、現時点で有効な投資尺度として使用できるメリットがある。

これまでの投資尺度としては、利益成長重視の投資尺度としてはPERと株価キャッシュフロー倍率(Price Cash-flow Ratio)があり、資産価値重視の投資尺度としては株価資産倍率と配当利回りがあって、それぞれ良く使用されてきた。しかし、同時に企業内部の経営管理指標として利用できるものは、EVA、MVAに限られる。従ってこれからは、この二つの指標を中心に色々な新しい経営管理指標が開発され、わが国企業の効率化経営のために利用されるものと期待される。

参考文献：

日向直明『図解デジタル家電が産業のトップになる』中経出版、1999年
 テイシー/シャーマン『ジャック・ウエルチのGE革命』東洋経済新報社、1994年
 コリンズ/ボラス『ビジョナリー・カンパニー』日経BP、1995年
 菊池敏夫・平田光弘『企業統治の国際比較』文真堂、2000年
 スチュワート『EVA創造の経営』東洋経済新報社、1998年
 Erich A. Helfert, *Techniques for Financial Analysis* (Second Edition), Irwin 1997
 その他当該企業の会社出版物

2004年3月08日受理

2004年3月29日採録

五十嵐 雅郎

日本大学大学院総合社会情報研究科 教授

(注1)「グローバル1000」では、1998年以降毎年時価総額ランキングを発表している。世界23主要市場1000社およびその他世界エマージング市場の上位200社につき、それぞれ時価総額順にランキングするものである。

(注2)日向直明『図解デジタル家電が産業のトップになる』中経出版、1999年、P.30

(注3)投下資本利益は、税引後営業利益マイナス 資本コスト額である。加重平均コストの計算方法については、先ず株式資本7000億円、その期待リターンが10%とすれば、其の10%が株式資本コストとなる。負債の場合、負債総額が3000億円で、その利率率が3%で法人税率が50%、とすれば、他人資本コストは1.5%、株主資本コストが10.0%となり、加重平均資本コストは7.45%と計算される。従って マイナス で、税引き営業利益が資本コストを上回ればEVAはプラスとなり、その企業はそれだけの価値を生み出したことになる。