

## 《研究ノート》

## ボーダーレス競争状況下での日本企業の業績 および経営財務上の課題

小 山 泰 宏

本レポートの目的は、国の内外におけるボーダーレスな競争状況下、日本企業の、①90年代以降の業績、財務内容の推移および②海外における事業展開および国内における合理化の状況について把握し、内在する問題点を分析し、さらに②今後、日本企業にとって必要となる経営財務戦略上の課題について検討し、その方向性を示すことである。

### I. 2002年度の日本企業の業績・財務内容の推移と企業価値

財務省が毎年定期的に実施している「法人企業統計」により、日本企業の収益、財務内容、キャッシュフローの推移を分析してみよう。対象企業は金融・保険を除く営利法人で、上場・非上場企業、株式会社、有限会社、合名会社、合資会社等を含んでいる。総数23,840社（内、製造業7,638社、非製造業16,202社）であり、いわば「日本株式会社」全体の業績・財務内容を表わしている集計数字といっても間違いではないであろう。

#### 1. 収益性について

##### 日本株式会社の損益計算書

日本株式会社の1995年から2002年度までの損益の推移は（表I-1-1）のとおりである。

（表I-1-1）日本株式会社の損益計算書

単位：兆円

	売上高	営業利益	営業外利益	経常利益	特別損益	特別損失	税前利益	当期利益	役員賞与	配当金
80年	820	29	14	20	4	-4	20	9.2	0.5	2.3
90年	1,428	50	28	38	8	-8	38	17.6	0.9	4.2
95年	1,485	35	30	26	-3	-13	23	7.7	0.9	4.1
96年	1,448	35	21	28	-4	-17	24	8.9	0.9	5.5
97年	1,467	34	19	28	-5	-16	23	8.3	0.8	4.2
98年	1,381	25	19	21	-9	-21	12	-0.5	0.8	4.4
99年	1,383	29	19	27	-14	-28	13	2.2	0.6	4.2
00年	1,435	38	19	36	-15	-34	21	7.9	0.8	4.8
01年	1,338	30	17	28	-21	-32	7	-0.5	0.6	4.4
02年	1,327	32	17	31	-12	-27	19	6.2	0.9	4.7
02/01年	0.99	1.08	0.99	1.10	0.56	0.83	2.71	14.50	1.59	1.07
02/95年	0.89	0.90	0.57	1.18	3.66	2.05	0.83	0.81	1.05	1.15

特徴としては、95年以降について見てみると、

- 1) 売上高は減少傾向にあり、たとえば、対95年度比で2002年度は11%減少している。
- 2) 営業利益、経常利益は低迷している。たとえば、営業利益はバブル経済が弾ける前の90年度は約50兆円であり、80年度は約30兆円であった、最近の営業利益は30兆円程度であり、80年度のレベルまで低下したことになる。他方、資産のリストラ、すなわち土地・設備等の処分に伴い約10~30兆円と多額の特別損失を計上している。これは、1980年、1990年の金額と比較すると一桁大きな数字である。特に、アジア金融危機が生じた1998年、および営業利益が著しく悪化した2001年度は、税後の損益ベースでは赤字決算となった。税前利益より税金支払が多い年があるのは集計上の結果であり、全体で赤字でも個別の黒字会社には課税されているためである。2002年度は営業利益が改善し、特別損失は2001年度比では大きく減少したため、税後利益は黒字をなんとか計上した。

同表でわかるとおり、90年代後半は、日本株式会社の経常利益は、毎年発生する特別損で相殺されていたが、今後は日本企業の資産面でのリストラが仮に一段落したものとすれば、経常利益が税後の利益に直結するかどうか、日本株式会社の収益性が本格的に回復したことを評価する上での鍵となるであろう。

### 日本株式会社の利益率

日本株式会社の総資本利益率、自己資本利益率、自己資本比率の推移を（表 I - 1 - 2）で、見てみよう。

企業の収益性を評価する場合には、損益の絶対額ではなく、企業が使用している資本に対する損益額の比率で計算し、使用資本の効率性でもって評価するのが一般的である。

- 1) 総資本事業収益率（ROA）は、営業利益に受取配当金・金利を加算し、総資本で割ることにより求められ、資本構成にかかわらず、企業の営業面および金融面を加えた企業の固有の収益性を

（表 I - 1 - 2）日本株式会社の利益率

	ROE (自己資本利益率)	ROA (事業収益率)	i (金利)	Debt / Equity (有利子負債比率)	Equity Ratio (自己資本比率)	自己資本配当率
80年	12.1%	13.8%	10.4%	3.06	24.6%	2.52%
90年	8.0%	10.1%	6.6%	2.52	28.4%	1.42%
95年	3.0%	7.2%	3.5%	2.56	28.1%	1.95%
96年	3.4%	6.4%	3.0%	2.36	29.7%	2.42%
97年	3.2%	6.1%	2.6%	2.38	29.6%	1.94%
98年	-0.2%	5.0%	2.8%	2.52	28.4%	2.03%
99年	0.8%	5.6%	2.4%	2.01	33.2%	1.69%
00年	2.4%	6.4%	2.4%	1.60	38.4%	1.67%
01年	-0.1%	5.6%	2.1%	1.68	37.4%	1.58%
02年	1.8%	5.8%	2.1%	1.50	40.0%	1.65%
注記	1) 自己資本比率は悪化傾向 2) 2002年度は改善	1) 総資本利益率は悪化傾向 2) 2002年度は改善	1) 負債比率は低下傾向	1) 負債比率は低下傾向	1) 自己資本比率は増加傾向	1) 自己資本配当率は悪化傾向 2) 2002年度は改善

表わす指標といえる。80年度、90年度はそれぞれ10%以上であったが、95年度以降は毎年低下傾向にあり5～6%台で推移している。2002年度は前年比で少々改善している。

次に、税後利益を自己資本額で割った自己資本利益率（ROE）は、株主に対する利回りであり、配当余力を表わす。1980年度は12%で1990年度は8%であった。しかし98年度以降は特に低迷が目立ち、98年度と01年度はマイナスであり、借入金利率が2～3%台で推移しているため、自己資本利益率は借入金利率をも下回っている（また、過去11年間で、自己資本利益率が借入金利率を上回ったのはわずか2回のみで、実に残りの9回は下回り、1回は同じ利回りであった）。本来、自己資本は株主資本ともいわれ、企業の最終リスクを負担するリスク・キャピタルであり、金利率と比較すれば、リスク料の分だけ高くなければ投資家には不十分なわけで、この逆転現象が長く続くことは異常な状態で、この間株価が低迷していたのも肯ける。

2) なお、2002年度については、総資本事業収益率は若干ではあるが改善し、自己資本利益率も同様に約2%台に回復した。日本株式会社の収益性が下げ止まり、今後回復するかどうか、2003年度の数字が注目される<sup>1)</sup>。

## 2. 日本株式会社の利益処分（配当政策）

日本企業の96年度以降の、利益処分の推移は、（表I-2）のとおりである。

1) 自己資本に対する配当金は、95年度以降も毎年4兆円以上の配当を行っており、また自己資本配当率も、表I-1-2のとおり業績如何にかかわらず1.5%以上の配当率で推移している。業績の悪かった2001年度ですら1.3%の配当率であった。これは日本の企業経営者が、「自己資本に対しては、一定額の配当は維持する」という方針をとっていることを物語っている。このことは経営財務の観点からは、企業価値向上を意識した配当政策とは必ずしもいえない。企業に資金需要があるときには、資金は極力内部留保した資金を、成長のための投資に充当することが企業価値を向上させることにつながり、かりに成長のための投資機会に恵まれていない企業の場合には、配当を増額す

（表I-2）日本株式会社利益処分

単位：兆円

	税引後利益	役員賞与	配当金	配当性向
95年	7.7	0.9	4.1	53.6%
96年	8.9	0.8	5.5	61.5%
97年	8.3	0.8	4.2	51.1%
98年	-0.5	0.7	4.4	n.a.
99年	2.2	0.6	4.2	195.4%
00年	7.9	0.8	4.8	60.9%
01年	-0.5	0.6	4.5	n.a.
02年	6.2	0.8	4.7	75.7%

1) 本レポート執筆時では、法人企業統計による2003年度企業業績は公表されていない。日本経済新聞（2003年12月11日）によると、2003年度の前予想では日本株式会社のROEは6.6%とのことである。ただし対象企業は上場1,510社であり、非上場企業も含む企業統計とは異なる。

るとか、自己株式の買い取りで株主に現金を還元することが理論的には妥当な配当政策である。なお、業績が回復してきた2002年度は配当額が増加している。

- 2) 業績の如何を問わず一定額の配当を行うということは、いわば企業が自己資本についても借入金と同様な取り扱いをしていることになる。すなわち日本企業の経営者は自己資本に対しては、一定の配当金額を支払ってきたということは、借入金利と類似の資金コストという認識をしていることを示しており、リスクを反映した資本コストという認識は希薄であることを物語っている。

### 3. 日本株式会社の財務内容

日本株式会社の貸借対照表の推移は、(表 I-3) のとおりである。

- 1) 財務内容については、総資産(総資本)は減少傾向にあり、95年比では8%減少している。内訳を見ると、流動資産が21%減少しており、受手は45%も減少しており、売掛金も16%減少している。また在庫も33%と大きく減少した。これは取引先の与信不安に対する回収期間の短縮化、および企業の在庫削減努力を物語っている。固定資産については、95年度比では土地の残高は若干増えているが、償却資産(設備機械)残高は8%ほど減少しており、遊休あるいは不採算の設備機械の処分というリストラがなされていることを示している。ただし、固定資産はネットの残高で表示されているため、設備投資については毎年どれほどであったかは、キャッシュフローを見なければわからない(後述)。
- 2) 負債については、流動負債も当然のごとく減少、95年比では22%と大きく減少した。特に減り方が大きいのは支払手形45%であり、これは企業が資金手当のために手形を積極的に換金してきたこ

(表 I-3) 日本株式会社の貸借対照表

単位：兆円

	流動資産	現預金	受手	売掛	棚卸資産	有価証券	その他	固定資産	土地	建設仮	償却資産	無形固定資産	投資有価証券	その他	繰延資産	総資産
95年	689	143	65	201	150	37	94	653	152	22	308	11	73	86	3	1,344
96年	650	130	59	187	141	45	88	655	157	19	304	12	80	85	3	1,308
97年	646	135	55	187	147	35	89	665	162	19	306	12	78	88	3	1,314
98年	632	133	49	177	135	33	106	678	162	16	320	18	75	87	3	1,313
99年	588	135	45	179	116	31	82	694	170	16	310	15	88	95	3	1,285
00年	601	131	47	191	112	19	91	705	172	16	293	17	108	99	4	1,310
01年	548	130	43	173	104	14	83	690	158	16	299	15	107	95	5	1,243
02年	542	133	36	169	100	13	89	690	166	16	284	15	107	101	3	1,235
02/01年	0.99	1.03	0.83	0.98	0.97	0.94	1.07	1.00	1.05	1.03	0.95	0.99	1.00	1.07	0.53	0.99
02/95年	0.79	0.93	0.55	0.84	0.67	0.36	0.95	1.06	1.09	0.73	0.92	1.33	1.47	1.17	0.92	0.92

	負債	流動負債	支払手形	買掛	短期借入	引当金	その他	固定負債	社債	長期借入	引当金	その他	資本	準備金	任意準備金	割手残	総資本
95年	1,091	627	87	131	269	10	140	464	57	324	26	58	254	118	135	27	1,344
96年	1,047	603	78	131	248	10	147	444	56	311	26	51	260	121	139	22	1,308
97年	1,052	596	78	127	243	10	147	457	56	322	27	52	261	125	136	23	1,314
98年	1,060	576	66	139	230	9	142	484	59	346	27	51	252	129	123	18	1,313
99年	998	535	60	123	217	8	136	463	58	302	32	71	287	138	149	17	1,285
00年	973	544	62	137	200	8	146	429	55	285	37	53	336	143	193	18	1,310
01年	929	509	53	122	200	7	134	420	52	273	39	56	313	146	168	14	1,243
02年	896	486	48	122	187	7	121	410	50	270	37	52	338	148	190	12	1,235
02/01年	0.96	0.96	0.90	1.00	0.94	1.00	0.90	0.98	0.95	0.99	0.94	0.93	1.08	1.01	1.13	0.85	0.99
02/95年	0.82	0.78	0.55	0.93	0.70	0.70	0.86	0.88	0.88	0.83	1.45	0.90	1.33	1.25	1.41	0.44	0.92

とを物語っている。借入金については景気低迷による資金需要の低下にともない、企業が余剰資金を借入金返済に積極的に充当してきたため、短期借入残は30%、長期借入残は17%、社債残は12%減少してきた。他方で自己資本は95年度比で33%増加している。この間の転換社債、新株引受権付社債等のエクイティー・ファイナンスの自己資本化も寄与しているものと思われ、日本株式会社の自己資本比率について、負債は有利子負債のみとして計算してみると、(表I-1-2)でわかるとおり40%に改善してきた。

#### 4. 日本株式会社の資産回転率

日本企業の資産の回転率は(表I-4)のとおりである。

- 1) 固定資産のリストラは進んではいるが、売上高自体の減少もあり、有形資産の回転率は2002年度には2.92となり3回転を下回り、あまり改善していない。
- 2) 棚卸資産および売上債権の回収期間(手持月数)は、それぞれ改善してきており、在庫の回転期間は1.17ヶ月、売上債権は1.89ヶ月に短縮してきており、後者については、与信不安に対する企業の対策として企業間信用の短縮化を促進してきたことを示している。

(表I-4) 日本株式会社の資産回転率

	売上高	有形資産回転率		棚卸資産回収期間		売上債権回転期間	
		全産業	製造業	全産業	製造業	全産業	製造業
95年	1,485	3.26	3.49	1.20	1.26	2.09	1.91
96年	1,448	3.18	3.60	1.17	1.23	2.02	1.86
97年	1,467	3.18	3.59	1.22	1.27	2.01	1.87
98年	1,381	2.88	3.30	1.22	1.33	2.03	1.90
99年	1,383	2.89	3.34	1.04	1.24	1.95	1.82
00年	1,435	3.09	3.52	0.94	1.18	1.94	1.81
01年	1,338	2.93	3.25	0.96	1.24	2.01	2.62
02年	1,327	2.92	3.31	0.93	1.17	1.89	2.47
02/01年 前年比	99% ほぼ同じ	100% 同じ	102% 改善	97% 改善	94% 改善	94% 改善	94% 改善

#### 5. 日本株式会社の資金調達と運用

日本株式会社の資金調達および資金運用については、次頁の(表I-5)のとおりである。

- 1) 99年から2002年度の数字を見ると、資金調達は社債、借入等の外部返済が進み、減価償却費、内部留保が主たる資金調達源で、資金運用面では設備・土地投資が減少、特に2002年度は固定資産投資額29.4兆円と減価償却費39兆円をも下回り、設備投資意欲は減退した。運転資金も減少し、在庫投資が減少し、企業間信用も負債の方が資産を上回り、ネットではマイナスになっている。この間、日本株式会社は固定資産の投資を抑制し、在庫、取引与信の削減を図ったため資金需要が減退し内部調達額をも下回り、生じた資金余剰はもっぱら社債や借入金の返済に充当されてきたことがわかる。固定資産処分、運転資本減少という資産面のリストラ、過剰負債の削減が進捗している。
- 2) 日本株式会社の今後の課題は、前向きな設備投資が本格的に回復するかどうかであろう。

(表 I - 5) 日本株式会社の資金調達と運用

単位：兆円

		1999	2000	2001	2002
資金調達	外 部 調 達	-9.8	-10.5	-6.7	-23.5
	増 資	2.7	4.4	-0.1	-4.3
	社 債	-1.1	-3.3	-2.2	-1.8
	借 入	-11.4	-11.5	-4.4	-17.4
	内 部 調 達	55	67.7	39.9	41.2
	内 部 留 保 増 減	15	26.0	-0.7	2.2
	減 価 償 却 費	40	41.7	40.6	39.0
	調 達 計	45.3	57.2	33.1	17.7
資金需要	固 定 資 産 投 資	45.4	43.3	40.7	29.4
	設 備 投 資	35.8	38.9	36.5	29.7
	土 地	6.8	3.0	4.0	-0.3
	無 形 固 定 資 産	2.7	1.5	0.2	-0.04
	運 転 資 金	-6.4	0.5	-3.2	-3.3
	在 庫 投 資	-8.4	-1.3	-5.8	-5.3
	企 業 間 信 用 差 額 <sup>2</sup>	-	1.5	-	-
	そ の 他	2.0	0.4	2.6	2.0
	資 金 需 要 計	39.1	43.9	37.4	26.1
	資金運用	現 金 ・ 預 金	-0.2	-0.5	-3.3
有 価 証 券		3.3	10.8	-7.1	-5.0
そ の 他 投 資		3.2	3.0	6.1	2.6
資 金 運 用 計		6.3	13.3	-4.3	-8.4

## 6. 日本株式会社のキャッシュフロー分析

日本株式会社の95年度以降の、キャッシュフローの推移は次頁の(表 I - 6 - 1)のとおりである。

- 1) 日本株式会社の、営業キャッシュフロー自体は低迷している。2001年度に61兆円と大きく増加したが、これは運転資金の削減が寄与したためであり、収益性向上を示す営業キャッシュフローの増加はみられない。また2003年度は、引当金その他の減少により、営業キャッシュフローは減少し、日本株式会社としての企業価値の向上にはつながっていない。
- 2) 財務キャッシュフローは、負債についてはマイナスの項目が多く、これは負債が減少してきていることを示している。

<sup>2</sup> 企業間信用(受手+売掛+割手-支手-買掛)が負の場合には内部留保に含め計算されている。

(表 I-6-1) 日本株式会社のキャッシュフロー分析①

単位：兆円

	営業キャッシュフロー								投資キャッシュフロー			フリー・ キャッシュ フロー
	税後利益	償却費	引当金他	計	流動資産 (除、現金)	流動負債 (仕手・ 買掛)	計	合計	固定資産	繰延資産	計	
95年	8	40	17	64	38	-20	31	33	13	0	13	20
96年	9	40	0.1	49	-25	-9	-16	65	2	-0.2	2	63
97年	8	41	2	51	-8	-3	-5	56	10	0.2	10	47
98年	-1	41	-8	33	-14	1	-14	47	14	-0.4	13	34
99年	2	40	18	59	-45	-21	-24	83	16	0.1	16	67
00年	8	41	-3	46	17	17	-0.3	46	10	1	12	34
01年	-0.5	40	-6	33	-52	-24	-28	61	-15	1	-13	75
02年	6.2	39	-19	26	-10	3	-13	39	-0.3	-2	-2	41
02-01年	6.7	-1.3	-12.7	-7.3	42.0	26.5	15.6	-22.9	15.1	-3.8	11.3	-34.2

	財務キャッシュフロー						現金
	短期借入	社債	長期借入	配当・ 役員賞与	資本金増	計	
95年	21	-2	-1	-5	3	16	36
96年	-21	-1	-13	-5	3	-37	26
97年	-5	0	11	-6	4	3	50
98年	-13	3	25	-5	4	13	48
99年	-13	-1	-44	-5	9	-55	12
00年	-17	-4	-17	-5	6	-38	-3
01年	0	-2	-12	-6	3	-16	59
02年	-13	-2	-3	-5	2	-21	20
02-01年	-13	0	9	1	-1	-5	-39

## 3) 早期事業再生ガイドライン

経済産業省が公表した「早期事業再生ガイドライン案」(2003年2月)では、事業の変調を早期に把握する指標として早期関連指標群と称し、キャッシュフロー対有利子負債比率、インタレスト・カバレッジ・レシオ、自己資本比率等を取り上げている。これら指標の推移を見てみると次頁の(表 I-6-2)のとおりであり、債務償還年数(債務の返済の所要年数を表す)については2002年度13.2年、インタレスト・カバレッジ・レシオ(キャッシュフローの金利負担力を表す)は4.5で、01年度比ではそれぞれ悪化しており、自己資本比率(負債は総負債)は27.4%で、前年度比で改善している。

## 7. 日本株式会社の人員面での合理化

95年度以降の、日本株式会社の人員面での合理化の推移は次頁の(表 I-7)のとおりである。2000年度までは役員数は増加傾向にあり、従業員数も増加傾向であった。2001年度以降は両方とも減少してきている。人員面でのリストラが進んでいることを示しているが、仔細に見ると役員数の減少のほうが従業員の減少数よりも少なく、現場での人員減少が目立っている。

(表 I-6-2) 日本株式会社のキャッシュフロー分析②

単位：兆円

	債務償還年数 (有利子負債 CF 倍率)			インタレスト・カバレッジ・レシオ					自己資本比率		
	有利子 負債	営業 CF	倍率	営業利益	営業外 収 益	計	金利等	比率	自己資本	総資産	比率
95年	650	33	19.6	35	30	65	23	2.81	254	1,344	18.9%
96年	615	65	9.4	35	21	56	19	2.93	260	1,308	19.9%
97年	621	56	11.0	34	19	54	17	3.15	261	1,314	19.9%
98年	636	47	13.4	25	19	44	18	2.44	252	1,313	19.2%
99年	577	83	6.9	29	19	49	14	3.38	287	1,285	22.3%
00年	539	46	11.7	38	19	56	14	4.16	336	1,310	25.7%
01年	525	61	8.6	30	17	47	12	4.01	337	1,243	27.1%
02年	507	39	13.2	32	17	49	11	4.499	338	1,235	27.4%

## 8. 日本株式会社の損益分岐点

(表 I-7) 日本株式会社の人員面で合理化

単位：千人

95年度以降の、日本株式会社の損益分岐点の推移は(表 I-8)のとおりである<sup>3</sup>。固定費としては、減価償却費、人件費、金利、租税公課等を合計した。2001年度、2002年度と、主として人件費の削減により固定費が減少したため、日本株式会社の「損益分岐点売上高」は大きく低下し、売上高が増加すれば、収益が改善する余地ができてきている。ただし、限界利益率自体は、22～23%で推移しており、製品の高付加価値化は損益分岐点の観点からは余り見えてきておらず、今後の課題といえる。

	役員数	従業員数
95年	5,716	37,891
96年	5,589	36,757
97年	5,632	37,571
98年	5,772	37,983
99年	5,782	38,562
00年	5,957	39,412
01年	5,888	36,950
02年	5,845	36,241

(表 I-8) 日本株式会社の損益分岐点

単位：兆円

	売上高	変動費	変動費率	限界利益率	固定費	BEP 売上	安全余裕度
95年	1,485	1,154	78%	22%	305	1,367	8%
96年	1,448	1,126	78%	22%	295	1,324	9%
97年	1,467	1,140	78%	22%	300	1,343	8%
98年	1,381	1,056	76%	24%	304	1,291	7%
99年	1,383	1,063	77%	23%	293	1,267	8%
00年	1,435	1,092	76%	24%	307	1,285	10%
01年	1,338	1,031	77%	23%	279	1,215	9%
02年	1,327	1,020	77%	23%	275	1,193	10%

3 正確に固定費、変動費の仕訳を行うことは、法人企業統計の数値からは困難であり、(表 I-8)の区分けは、ごく大雑把な計算である。



## 9. ま と め

以上の95年度以降の、日本株式会社の財務分析の結果より、以下の点を指摘できる。

- 1) 日本企業の全体の業績回復の傾向は、2002年度に改善が見られるものの、これは主として90年代から始まった資産面でのリストラ、および2001年頃より始まった人員面でのリストラの結果である。これは80年代後半に生じたバブル経済に起因する過剰設備、過剰労務、過剰負債の整理が90年代を通じ継続、さらに経済のグローバル化の進捗による日本企業の海外企業との厳しい国際競争の出現、また低コストを求めての、あるいは海外市場を求めての日本企業の海外投資の積極展開が行われたことを物語っており、基本的には国内事業はリストラ、整理・統合が進んでいるものと考えられる。
- 2) しかしリストラで終わる限り、日本企業全体の成長は期待できない。今後一層の業績の改善、成長の実現のためには、なお一層の不採算部門のリストラを促進すると同時に、限られた経営資源の「選択と集中」の徹底、および商品、サービスの高付加価値化等を通じての抜本的な事業構造の改革が実現できるかどうか、個々の日本企業および日本経済全体にとって重要な課題である。
- 3) これは、グローバル経済に適合するよう、日本企業の伝統的な経営戦略や経営財務政策の転換を要請し、またそれを実現するグローバル時代のコーポレート・ガバナンス体制の確立に加え、人材の確保、育成も要請されることになる。

## II. わが国企業の海外投資活動と国内再編成および外資系企業の活動

### 1. 海外事業活動基本調査概要

- 1) 経済産業省が毎年実施している日本企業の海外事業活動に関する調査の内、第32回「2002年度海外事業活動基本調査」結果では、調査会社1,886社についての現地法人数は、2002年3月末時点では12,476社である。

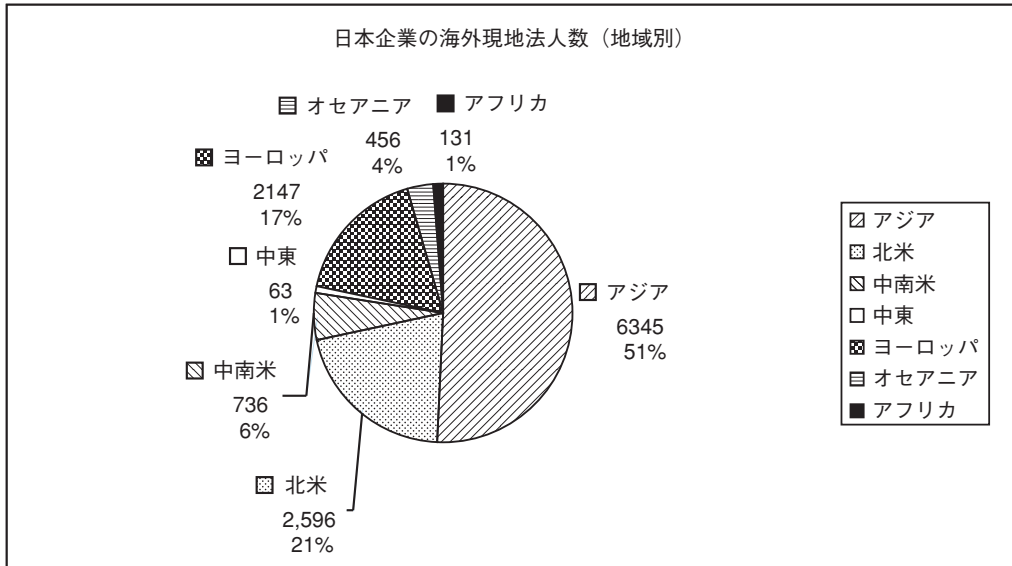
日本企業の地域別の現地法人数では、次頁の(表Ⅱ-1-1)のとおり、アジアが6,345社(内、中国2,220社、アセアン2,225社、NIES1,605社)、北米が2,596社(内、アメリカ2,397社)、欧州2,147社、中南米736社、オセアニア456社、アフリカ131社、中東63社となっており、現地法人の数ではアジアが51%の比率を占め圧倒的に多く、北米21%、ヨーロッパ17%となっている。

- 2) 業種別の傾向では、輸送機械が増加、電気機械は減少し、その他の業種にはあまり変化はない。

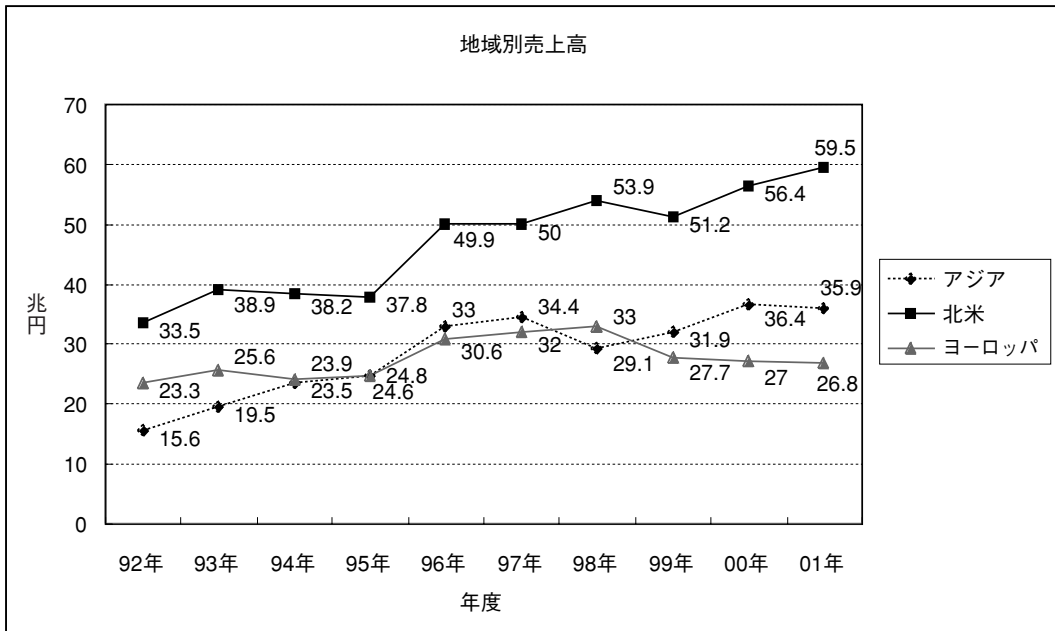
しかし、地域別の現地法人売上高で見ると、次頁の(表Ⅱ-1-2)のとおり、2001年度では北米が59兆円、アジア36兆円、欧州27兆円と、米国の比率が高くなっており、米国における一社あたりの売上高が大きいことを示している。

- 3) 現地法人の販売先別で見ると、①北米現地法人では、現地販売が92%、第三国向け輸出が7%、日本向けが1%で圧倒的に現地マーケットでの販売比率が高い。②中国の現地法人では現地国内販売が35%、日本向け販売が34%、第三国向け輸出が31%で、日本向けの販売比率が高くなっている。他のアジア地域では、③アセアン4カ国は、現地販売が40%、日本向け24%、第三国向け輸出が36%であり、④NIES3カ国は現地国内販売が53%、日本向け販売が15%、第三国向け輸出が32%

(表Ⅱ-1-1) 日本企業の海外現地法人数



(表Ⅱ-1-2) 地域別現地法人売上高



で、現地販売の比率が高くなる。⑤欧州の現地法人では74%が現地販売、25%が第三国向け輸出、日本向け1%である。したがって、北米と欧州における海外投資の狙いは、現地販売が主目的で、アジアにおいては、NIESは現地販売の比率が増えてきているが、中国、アセアンにおいては現地販売に加え、日本向け輸出の比率が高い。この観点から、海外での新規投資案件の評価および既存案

件の業績を評価する場合には、アジアの現地法人については、当該法人のみでなく、日本側の親会社の直接・間接の経済的メリット（たとえば、低コストでの中間製品の輸入）も配慮し評価しなければならないことになる。

- 4) 従業員数は海外全体で314万人であり、地域別にはアジア190万人（内、中国65万、アセアン92万、NIES23万）、北米68万、欧州35万である。1998年度では、アジア154万、北米65万、欧州35万であったので、アジアが大きく増加し、北米は微増、欧州は変らなかったことになる。
- 5) 海外での生産比率は、過去最高の16.7%で、90年代から続いて増加傾向にある。売上高は135兆円で、前年度比4.6%増加、輸送機械、北米が特に増加した。
- 6) その反面、利益自体は減少し、経常利益は2.3兆円で27.7%減少した。製造業も非製造業も共に減少し、業種としては電気機械の利益が減少したが輸送機械は増加している。
- 地域別には北米、ヨーロッパ、アジア共に減少した。
- 7) 撤退企業数は431社であり、新規企業数340社を数の上では2年連続で上回った。海外拠点での再編・集約化、経営資源の集中化が続いているものと思われる。注目されるのは、撤退企業が95年度以降、基本的には増加傾向にあり、2000年度には696社とピークになり、2001年度は434社と撤退件数自体は減少した。撤退比率<sup>4</sup>は（表Ⅱ-1-3）のごとく、全産業では3.3%になっている。

（表Ⅱ-1-3）地域別撤退比率の推移

	1998	1999	2000	2001
全 地 域	3.2%	2.8%	4.6%	3.3%
北 米	4.9	4.2	5.9	5.2
ア ジ ア	2.4	2.0	3.9	2.1
中 国	3.6	2.5	4.3	2.0
ASEAN	2.1	1.4	2.8	1.9
NIES	2.0	2.3	4.6	2.6
欧 州	2.9	2.6	4.7	3.6

なお、撤退の原因としては、次頁の（表Ⅱ-1-4）のとおり、拠点の統廃合が32.5%で一番多く、需要の見誤り17.1%、短期的事業目的の完了が10.2%で、以下、競争激化が7.3%と多い。需要の見誤りと競争の激化は、いずれも販売不振の原因と思われ、両方あわせると24.4%となる。また拠点の統廃合自体も業績不振の結果としてなされている点も少なからずあるのではないかと推測され、海外現地法人の業績悪化による整理・統合が進んできていることを物語っている。また2002年度以降の撤退予定比率は、全地域4.5%であり、北米は5.5%と特に多く、アジアは3.5%、ヨーロッパは5.4%で、アジアに比較して、現地販売を主目的としている先進国での現地企業が、景気の低迷、競争の激化により業績面で悪影響を受け事業性なしと判断され撤退していることがわか

4 撤退比率＝撤退企業数÷（現地企業数＋撤退企業数）

る。なお、参考まで、3.3%の撤退比率を債券の格付けにおける倒産確率<sup>5</sup>と比較してみると、BBB（投資適格の最低ランク）の場合、5年以内の撤退比率は約1.46%であり、BB（非投資適格の最高ランク）では7.81%であり、海外投資は非投資適格の債券と同様なりリスクがあることになる。

(表Ⅱ-1-4) 海外事業からの撤退の原因

	全地域	北 米	ア ジ ア	中 国	ASEAN	NIES 3	ヨーロ ッ パ
需 要 の 誤 り	17.1	17.0	19.4	19.8	22.0	12.6	14.2
競争激化 (対現地企業)	3.9	2.5	5.8	6.6	3.4	5.3	1.1
競争激化 (対日本企業)	0.8	0.7	1.2	0.0	2.5	1.1	0.6
競争激化 (対三国企業)	2.6	2.5	2.4	0.9	2.5	4.2	4.5
為 替 変 動	1.6	0.4	2.1	0.0	5.9	0.0	1.7
収 益 悪 化	1.0	0.0	1.5	2.8	0.8	1.1	0.6
拠点統廃合(組織再編等)	32.5	35.0	29.7	33.0	22.0	36.8	38.6
拠点統廃合(域内関税自由化等)	1.6	0.0	1.2	0.0	2.5	1.1	5.1
短期事業目的	10.2	11.9	7.6	2.8	11.9	8.4	9.1
資金繰り悪化	1.6	0.0	1.2	1.9	1.7	0.0	5.1

8) 日本企業の現地法人の経営支配度（出資比率）については、毎年行われる経済産業省の海外事業活動調査の対象にはなっていない。最近では99年度の29回目の調査が行われ、98年度の時点での状況は（表Ⅱ-1-5）のとおりである。100%出資（既存企業買収を含む）は、北米が77.1%、欧州75.8%、アジア35.6%、中国37.8%であり、50%を超える出資比率では、北米93.2%、ヨーロッパ91.2%、アジア68.5%、また中国は76.6%であった。これは北米、ヨーロッパという先進国では100%出資や50%を超える出資比率、すなわち経営支配型の出資比率が高いが、アジア、中国では100%出資、50%を超える出資比率がそれぞれ30%台と他地域に比較して少なく、50%以下の出資比率が20%台で他地域に比較して多い。これはアジア、中国における海外投資は、現地企業あるいは第三国企業との合弁事業、少数資本参加という、いわゆる戦略的提携での進出形態が多いことを示しており、経営権がない形での資本参加の場合、いわゆる親会社と現地子会社との間でのシナジー効果が発揮できず、また事業の継続性の面でもマイナスに働く懸念がある。

(表Ⅱ-1-5) 日本企業の現地法人の経営支配度（出資比率）

日 本 側 出 資 比 率	新規設立			買 収		
	100%出資	50%以上出資	50%未満出資	既存企業買収	50%以上 資本参加	50%未満 資本参加
全 産 業	47.8%	22.4%	16.9%	6.2%	2.8%	3.9%
北 米	65%	13.2%	5.1%	12.1%	2.9%	1.7%
ヨーロ ッ パ	62.4%	12.4%	18.4%	13.4%	3%	3.2%
ア ジ ア	34.2%	30.1%	26.4%	1.4%	2.8%	5%
内) 中 国	36%	36.1%	20%	1.8%	2.7%	2.9%

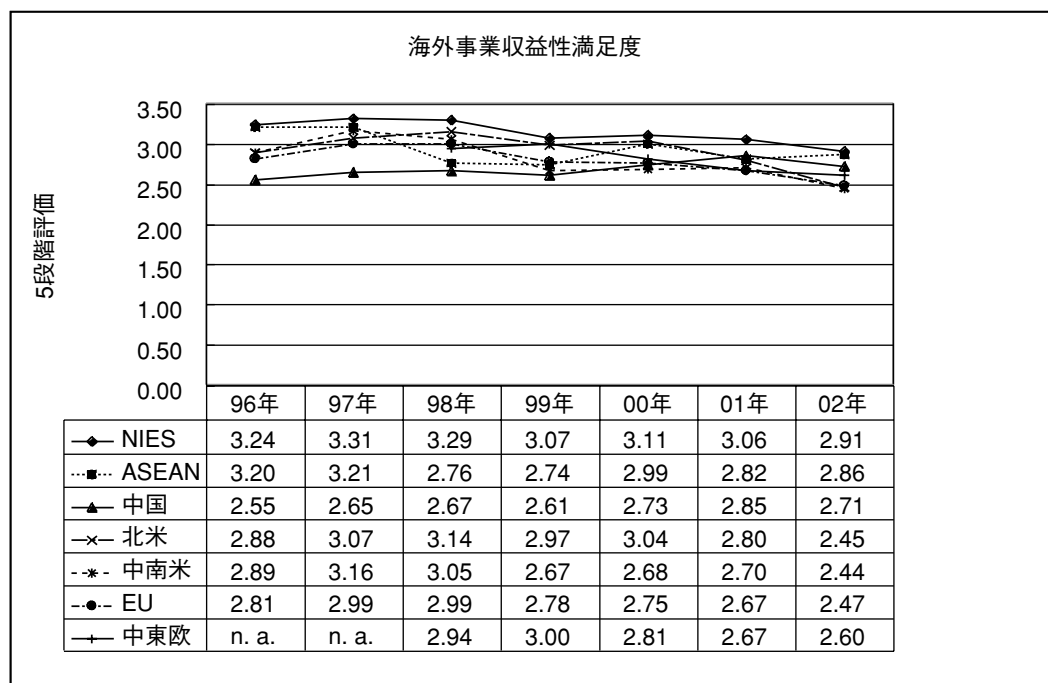
5 E. I. Altman, with N. Hukkawala & V. Kishore, "Defaults and Returns on High Yield Bonds: Analysis through 1999 and Default Outlook for 2000 - 2002," New York University Salomon Center, January 2000.

また合弁事業が多いということは、日本側親会社が、出資目的が達成済みとなり、あるいは達成できないことが判明し、合弁事業を継続する意味がなくなった時点で撤退を図るとき、自分の単独では意思決定できず、提携先との交渉が必要になることを意味している。あらかじめ設立時あるいは資本参加の時点で、しっかりとした合弁契約書で撤退の条件も含め、詳細な条件を取り決めておく必要性が高いことを意味している。

## 9) 海外事業投資の満足度評価

開発金融研究所による2002年度の海外直接投資アンケート調査結果（第14回）によると、（表Ⅱ-1-6）および（表Ⅱ-1-7）のとおり、わが国企業の海外事業における収益性と売上高の満足度は、それぞれ2002年度は2001年度に続き低下し、2001年度には上昇していた中国でも低下した。原因は、①中国、中南米では、販売先確保が困難である（他社との激しい競争）が主要因で、②北米、EU、中・東欧では「景気変動による市場規模縮小」との回答が増加した。全地域で満足度評価の中間値の3を下回った<sup>6</sup>。

（表Ⅱ-1-6）海外事業収益性満足度

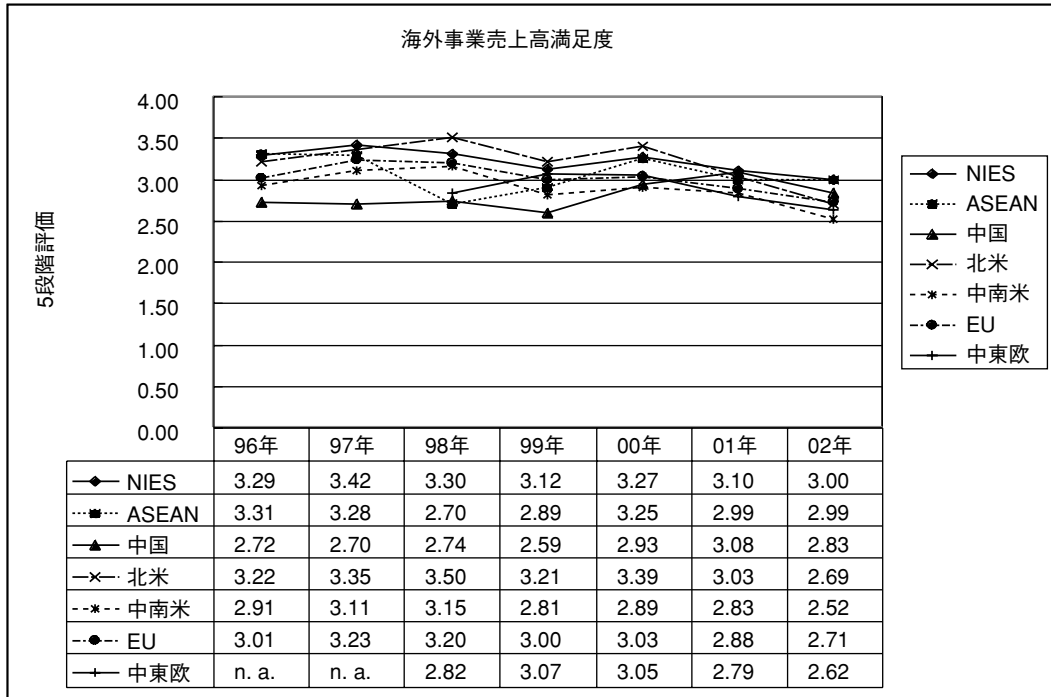


## 2. 外資系企業の国内での活動状況

経済産業省が毎年度実施している「外資系企業動向調査」から、2001年度末のわが国に進出済みの外国資本企業の活動状況を見てみよう。集計企業は合計1,678社である。

<sup>6</sup> なお点数は、「1.不十分, 2.やや不十分, 3.どちらとも言えない, 4.やや満足, 5.満足」を表わしている。

(表Ⅱ-1-7) 海外事業売上高満足度



1) 外資の概要については、業種別では、製造業556社、非製造業1,122社であり、業種としては、製造業では、化学6.1%、一般機械4.4%、電気機械3.4%、精密機械3.3%、情報通信機械2.5%、その他製造業8.5%である。非製造業では、卸売業41.7%、情報通信・運輸業10.6%、サービス業10.1%、小売業3.6%である。

国別では、ヨーロッパ系682社、40.6%、米国系企業666社で39.7%、アジア系237社で14.1%、その他は5.5%である。

2) 外資の経営支配度、出資比率については、2001年度については、100%出資企業は72社、50%を超えて100%未満は41社、50%は9社、3分の1を超え50%未満は13社である。100%出資企業が53%、50%を超える経営権を取得している外資系企業が30.4%で、両方をあわせると約84%となる。したがって、外資系企業は、日本へ進出する場合、外資が経営権を握って進出する例が圧倒的に多いことを示している。この点では、前述の日本企業のアジアへの進出の形態とは大きく異なる。

外国資本の出資比率が増えた理由として、たとえば、持分が3分の1以上を超えたのは、新規設立の場合が82.4%、買収の場合が8.4%、合併の場合が2.5%であり、買収・合併を合計すると10.9%であった。93年から98年までは買収・合併の合計した比率は10%以下であったが、99～2001年では合計の比率は13.4%に増加してきており、わが国の企業再編の受け皿に、外資系企業になる比率が高くなってきていることを示している。

3) 業績に関しては、外資系企業の収益率を、売上高経常利益率で見ると、次頁の(表Ⅱ-2-1)のとおり、日本企業に比較しての外資系企業の利益率の高さがわかる。

自己資本利益率（ROE）については、外資系企業は95年度以降、97年度まで10%以上のROEであったが、（表Ⅱ-2-2）のとおり98年度は8.9%で、99年度は（6.2）%のマイナスになったが、2000、2001年度と連続してROEが回復し10%台に戻りつつある。日本の全法人企業のROEは低迷しており、2001年度は（0.2）%のマイナスになっている。

（表Ⅱ-2-1）外資と日本企業の売上高経常利益率

	1998	1999	2000	2001
外資系企業	3.8%	3.7%	4.7%	4.8%
アメリカ	4.4	4.8	6.4	5.8
アジア	0.5	0.6	0.6	-0.3
ヨーロッパ	3.0	2.5	3.3	4.3
日本の全法人企業	1.5%	1.9%	2.5%	2.1%
製造業	2.3	2.9	3.9	2.8
非製造業	1.2	1.6	1.9	1.8

（表Ⅱ-2-2）外資企業の自己資本利益率

	1998	1999	2000	2001
外資系企業	8.9%	-6.2%	2.4%	9.3%
製造業	6.7	-9.4	0.7	10.2
非製造業	17.2	9.2	7.6	6.6
アメリカ	10.4	9.0	6.7	11
アジア	-0.6	2.3	0.5	-10.4
ヨーロッパ	5.6	-25.2	-2.7	8.7
日本の全法人企業	-0.2%	0.8%	2.5%	-0.2%
製造業	-0.8	1.2	3.2	0.2
非製造業	-1.5	0.3	1.9	-0.5

4) 従業員については、外資系企業の従業員数は、次頁（表Ⅱ-2-3）のとおり、日本全体の従業員の内、約0.8%の比率を占めているに過ぎずウエイトは低い。また外資系企業で要求する人材には専門性が要求される場所でもあり、日本企業でリストラされた人員の直接的な受け皿となることは期待できない。米国系と欧州系企業の雇用比率が比較的高く、アジア系の雇用比率は低い。外資系企業の雇用者数は増加してきてはいるが、2001年度は前年度比で（0.5）%ほど減少した。日本の全法人企業の従業員数は、長期的に低減傾向にあり、2001年度は前年度に比較し0.5%ほど減少した。

5) 撤退比率に関しては、2001年度の外資系企業の撤退比率は、設立時期と比較すると、2000年～2001年に設立された企業の撤退比率は6.2%で、95～99年度は6.5%、90～94年度は5%、80年代に設立された企業はわずか2%台、70年代はさらに少なく1%であった。したがって撤退する企業は10年以内に設立された企業で撤退する比率が高く、10年以上存続した企業では極端に少なくなるのが

(表Ⅱ-2-3) 雇用従業員数

単位：千人

	2000	2001	前年度比%
外資系企業	331	329	-0.5
製造業	240	232	3.4
非製造業	90	97	7.4
アメリカ	170	163	-0.4
アジア	4	6	68.4
ヨーロッパ	134	138	2.8
日本の全法人企業	43,026	42,839	-0.4
製造業	9,921	9,499	-4.3
非製造業	33,105	33,340	0.7

わかる。国別に見ると、アメリカ系企業が5.3%と最も多く、アジア系は4%で、ヨーロッパ系は3.4%で、アメリカ系企業の撤退比率が高く、ドライに見切りをつけて撤退することがわかる。この傾向については、(表Ⅱ-2-4)のとおり、毎年あまり変化がない。日本企業の海外投資における撤退比率(2001年度で3.3%)と比較すると、外資系企業の日本国における撤退比率が非常に高いことを示しており、企業の整理が外資系では、迅速に行われていることを物語っている。

(表Ⅱ-2-4) 外資系企業の撤退比率

	1998	1999	2000	2001
世界計	6.0%	8.8%	7.0%	5.6%
アメリカ系企業	3.9	10.2	7.6	5.3
ヨーロッパ系企業	4.1	8.5	4.9	3.4
アジア系企業	4.0	4.6	7.9	4.0

6) スtock・オプション制度の導入状況は、導入済みの外資系企業の比率は全体で16.8%、製造業では14.1%、非製造業では10.4%であり、以下に説明する日本企業よりは高い導入比率を示している。

### 3. 日本企業の国内での合理化、再編の状況

経済産業省の「平成14年企業活動基本調査」から、日本企業の、アウトソーシング、リストラ、関連会社、派遣社員の活用等による合理化、再編状況について見てみよう。

1) 外部委託の状況(アウトソーシング)については、日本企業で、外部委託を行っている企業の比率は、2001年度で74.7%であり、2000年度と比較すると3ポイント上昇している。外部委託の拡大を検討している企業は31.4%であり前年度比1.8ポイント上昇している。外部委託する場合は多い分野は、物流関連、環境および防犯関係の分野で割合が高い。今後外部委託される可能性が高い分野は、情報処理関連、物流関連、従業員教育等で比率が高くなっている。



- 2) 企業におけるリストラと企業パフォーマンスの関係については、日本企業の6,814社を対象にし、1994年から2001年度までの雇用と生産性の関係を分析し、リストラと企業パフォーマンスについてまとめた結果が紹介されている。従業員を削減した企業の比率は、1994～97年までは50%台以下であったが、98年度以降は（2000年度の58%を除き）60%台に上昇してきている。2001年度には68%であり、ほぼ70%台に近づいてきており、大幅な雇用調整がなされていることを示している。他方で、生産性（付加価値額÷従業員数）の向上した企業の比率は、年度により異なり、1995年度の61%以降は30%～50%台で低迷しており、2001年度は39%であった。ここで、2001年度に、従業員を削減したにもかかわらず生産性が増加した企業は31%であったが、逆に、生産性が低下した企業は37%であり、2000年度はリストラにより39%が生産性増加し、低下した企業は19%にあったのと比較すると、大幅に悪化している。過去、リストラにより生産性は増加している企業の方が多かったが、近年リストラにもかかわらず生産性が減少している企業が増えている結果になっている。日本ではそろそろリストラ効果による生産性の向上が限界に達してきていることを示している可能性がある。
- 3) 子会社と関連会社の保有数は、従業員を増加させた企業について見ると、94年度から平均して5～6社で、98年度以降は毎年減少し2001年は5.99社となり6社を下回った。他方、従業員を減少させた企業の子会社・関係会社の保有数は、94年以降9～10社であり、2001年度は9.7社であり、2000年度の8.34社を上回っており、子会社や関連会社が上記の従業員の雇用調整の受け皿となり、全体としてのリストラによる生産性の向上の効果を減殺している可能性がある。
- 4) 雇用形態については、2000年度と2003年度で見ると、派遣社員の比率は、生産性を向上させた企業では、それぞれ7.4%、6.8%であり、生産性を低下させた企業ではそれぞれ5.8%、6.6%で推移しており、生産性を高めた企業の方が、派遣従業員の比率が高く、派遣社員の起用が、企業の生産性の向上に貢献している結果になっていることが窺われる。
- 5) ストック・オプション制度の導入状況は、回答した企業の5%の1,298社でストック・オプション制度は導入済みであり、2000年度に比較し241社増加し、急速に増加してきている。ストック・オプションを付与した相手は、役員と一般幹部社員が一番多く62.8%であり、つぎに役員・全社員が28%、全役員のみ4.6%、一部役員が4.6%であった。ただし外資系の企業の比率に比較すると低い。

#### 4. ま と め

以上の分析結果をまとめてみれば以下のとおりである。

##### 1) 日本企業の海外投資の実績

経済のグローバル化を反映し、日本企業の海外への生産移転が進み、海外での生産依存度は毎年増加傾向にあり、2002年度調査結果では日本全体の生産における海外での生産比率は16.7%と過去最高になっている。また海外事業を実施している企業に限って見ると、海外での生産比率は3分の1を超えている。業績については、経常利益は、2.3兆円であり、前年度比で27%減少した。日本企業は、海外事業の収益性については、必ずしも満足できる状態ではない。撤退比率は、全世界で

は年度により2～4%台であり、2001年度は3.3%であった。地域別では、北米は4～5%台と高い比率で、アジアは2%台と低く、欧州は2～4%と年度により異なる。撤退の原因は、現地での販売競争の激化、それに伴う整理統合の場合が多い。

## 2) 外資系企業の国内での実績

外資系企業の業績は、たとえば自己資本利益率は9.3%(2001年度)であり、国内企業全体の-0.2%に比較すると、遥かに高い利回りを実現している。また、撤退比率は2001年度5.6%であり、資本の論理に従い収益が思わしくない場合には迅速に撤退していることを物語っている。またストック・オプション制度の導入比率も高い。ただしわが国の雇用の受け皿としての役割は低い。

## 3) 日本企業の国内での人的合理化状況

日本企業の業務の外注(アウトソーシング)が増加傾向にある。従業員のリストラは増加傾向にあり、2001年度は約70%の企業でリストラを行った。しかし、リストラによる生産性向上の効果には限界が出てきている。雇用調整の受け皿としては、子会社、関係会社での受け入れに頼る場合が多く、結果的に全体での生産性の低下の一因になっている。派遣社員の活用も増加傾向にあり、それによる生産性の向上が見られる。ストック・オプション制度は、急速に増加してきている。

# Ⅲ. グローバル時代の日本企業の経営財務戦略

上記、Ⅰ、Ⅱでの分析結果からわかることは、日本企業の業績は、国内で事業活動を行っている外資の子会社の業績に比較すると劣っている。また、日本企業の海外投資先からの撤退比率も、外資の子会社からの撤退比率と比較すると低い。彼我の業績の差を見れば、必ずしも日本企業の海外投資先の業績が良いから、日本企業の海外事業からの撤退比率が低いとはいえず、その原因としては日本企業と外資系企業、特に米国企業の意味決定のスピードの差を示していると解釈した方が素直であろう。90年代に入り、経営目標として、「企業価値の向上」を標榜する日本企業の数が増えてきており、それにともない企業価値向上実現のためのサブシステムとして経営戦略および財務戦略の見直しも要請される。ここでは主に企業価値向上のために必要な財務戦略につき、その現状および今後の課題や変化の方向性について検討してみることにしよう。参考までに次頁の(表Ⅲ-1)で全体像をまとめてある。以下、各項目につきポイントのみ簡単に説明してみよう。

## 1. 企業目的

高度成長期以降、80年代までは多くの日本企業に見られた経営目標は、たとえば市場シェアの拡大、輸出の促進、従業員の雇用維持等であろう。多くの日本企業は、経済成長という外部環境にも恵まれ、積極的に設備投資を行い量的な拡大を図り、生じた量産効果により低コストを実現し、価格競争力を武器に国内での販売シェアの拡大を図り、海外市場への参入を果たしてきた。当時の日本企業の具体的な経営財務目標としては、売上高、経常利益額等の量的指標が多く、総資本利益率等の資本の効率あるいはROE(株主資本利益率)等の、株主の投資効率に関連した指標を重視する企業は必ずしも多くはなかった。しかし90年代に入り、経済の成熟化により量的拡大自体が困難となり、ま

(表III-1) 企業目的と経営財務政策 (変化の方向)



たグローバル化に伴う内外の厳しい競争に遭遇し、日本企業は経営目的としては企業価値の向上を、また具体的財務指標としてはROE, EVA, キャッシュフロー等を重視するようになってきた<sup>7</sup>。しかし、企業価値の向上と一言でいっていても、その具体的な意味内容においては、日米企業間では差異がある。たとえば、米国では「企業価値＝株主価値」とみなし、配当および株価の向上という株主に対する利益貢献度で企業あるいは企業経営者の業績を評価するのが普通である。他方、日本では、90年代に入り、株主に対する貢献度も重視されてくるようになってきてはいるが、依然として複数のステーク・ホルダー（株主以外に、債権者、従業員、顧客、仕入先、地域、国等の利害関係者）への貢献度で評価する考えが根強く残っており、従業員の雇用維持<sup>8</sup>、系列企業との取引関係も重視されている。最近では、米国におけるエンロン、ワールドコム事件等の行き過ぎた株主至上主義に対する反動もあり、日本企業も米国型の株主資本主義の考え方とは一定の距離を置くようになり、最近では企業の社会的責任にウエイトを置いた見方も出てきている<sup>9</sup>。ところで企業目的の妥当性が重要であることは疑いないとしても、個々の企業にとってそれに勝るとも劣らず重要なのは、その企業目的を実現するための具体的な経営戦略が存在し、またそれを実行に移す強いリーダーシップが存在することであろう。企業内での経営資源の入れ替えは、必ず人の問題につながる。元来、日本企業では、従業員の雇用問題、取引先との関連、地域社会への配慮等のステーク・ホルダーとの社会的しがらみも存在し、不採算事業であっても経営者が事業の手仕舞い、売却等の抜本策を講じることには根強い抵抗があり、また社会通念として日本の企業経営者には雇用維持が経営責任であるとの意識も強く、全社経営戦略の観点からの積極的な既存事業からの撤退は必ずしも迅速にはなされてこなかった。しかし、グローバルな競争の激化にともない、限られた経営資源を調達し有効に活用し、成長を維持するためには、企業は競争優位性の確立、超過収益の実現、企業価値の向上を図ることが要請され、そのためには適切な経営戦略を評価し、選択し、実行することが必要条件となる。たとえばボーダーレスな競争を展開している企業では、経営戦略として海外事業投資、M&A投資、戦略的提携等の展開が、また国内においても既存事業の見直し、整理・統合の果敢な推進、限りある経営資源の最適配分を図るポートフォリオ戦略の推進が要請されている。財務戦略としては、「資本コストを認識した経

7 たとえば、1999年度経済同友会「第14回企業白書」の記載内容を見ると、わが国企業経営者の考え方の推移が、比較的良く分かる。「第14回企業白書」では、「個の競争力向上による日本企業の再生（経営者の能力が問われる時代）」として、「①資本効率を重視した戦略経営への転換、②企業競争力の鍵は経営者とホワイトカラーの活性化が重要とし、とくに経営者の使命は企業収益の確保と向上であり、経営者は企業業績に対して責任を負わねばならず、経営者の出处進退は企業業績によるべきである」、「経営者はROE、キャッシュフロー、EVA、株価などの収益性指標をより明確な経営目標として位置づけ、その達成度・成果によるべきである」としている。経営者、従業員を問わず業績評価については、成果主義が謳われている（米国流の株主資本主義の取り入れによる業績回復を志向した提言になっている）。

8 たとえば、キャノン御手洗社長の発言、エコノミスト（2004年3月2日）p28。

9 2003年度の「第15回企業白書」では、「市場の進化と社会的責任経営」（企業の信頼構築と持続可能な価値創造にむけて）というタイトルで、企業の社会的責任について論じている。21世紀の環境変化、米国および日本で頻発した企業不祥事、欧州における「持続可能性」の追求による効率と公正の両立の動き等を考慮し、企業の社会的責任をとりあげ、新しい企業基準を提唱している。ここで市場（持続的な価値創造と新市場への取り組み、顧客に対する価値の提供、株主に対する価値提供、自由・公正・透明な取引・競争）、環境、人間、社会という評価軸とコーポレート・ガバナンスという評価軸での企業評価が提唱されている。米国型資本主義については、その行き過ぎや不完全な部分を是正して行く必要があるとし、問題は企業と社会のガバナンスの問題と認識し、より良い仕組みの再構築にむけ、直ちに具体的な制度改革に取り組んだ米国の姿勢に学ばねばならないとしている。

営]、「キャッシュフローを反映した投資意思決定方法」,「資本コストの低下を実現するための最適資本構成」や「配当政策」,さらには「最適な資源再配分に指針を与える業績評価制度」や「インセンティブ」等の導入が経営課題となっている。

## 2. 海外での事業展開

グローバル経済の浸透に伴い、低付加価値事業の海外移転、あるいは海外市場での直接販売を狙った事業展開等、日本企業にとって海外事業戦略が重要になってきており、海外での投資活動、事業活動をいかに成功させるかが生き残りの鍵になっている業界もある。理論的には企業にとって、海外投資は分散投資の一種であり、リスク分散の観点からはリスク低減の効果が期待できる。投資家が企業の海外投資のリターンを評価する際には、国内市場との相関度が低い場合、そのマーケット・リスクは低くなり、したがって資本コストも低下し、海外投資の評価の観点からは有利に働く。他方で、海外投資の金額が巨額な場合、その投資案件固有の個別リスクを無視するわけにはいかず、期待キャッシュフローの見積もりにおいて個別リスクを反映した控除を行うことが必要になる。過去、米国での大型 M&A 案件には多くの失敗例が目立っており、海外事業の撤退比率も低くはなく、一歩間違えると企業価値は大きく減少することになり経営問題ともなるであろう。したがって、

- 1) 新規の投資案件においては、事前の慎重な調査 (feasibility study) が必要であり、また事業投資である以上ある程度の失敗のリスクをこうむることは不可避でもあり、むしろ最悪撤退に追い込まれた場合の予想損失の極小化の観点から、合弁契約等で適切な契約の停止あるいは解除条件を交渉し締結しておくことが必要となる。合弁事業や戦略的提携の場合には、交渉相手もあることゆえ交渉事になる。リアル・オプション<sup>10</sup>の考えによれば、フェアな撤退条件が確保できれば、一種の「撤退オプション」の取得として、それ自体で投資の経済的な価値の増加を創出することになり、適切な評価に基づきペナルティー金額を事前に合意できれば、双方にとって経済価値の増加が期待できることになる。
- 2) 既存案件については、実施後の適切な管理・運営、優秀な現地経営者の確保および適切な incentive の供与、パフォーマンス (業績) のフェアな評価等が要請され、定期的な事業の継続あるいは撤退の見極め、また撤退の場合にはその迅速、果敢な実行が求められる。

## 3. 国内事業の整理・統合

日本企業の一層の企業価値の向上を図るためには、国内における事業分野の見直し、迅速かつ適切な経営資源再配分の実施が求められている。

- 1) 限られた経営資源の有効活用を図るために、遊休資産の処分、不採算事業の整理・統合、人材の戦略分野へのシフト等、経営資源の選択と集中の迅速な徹底が要請され、海外企業との競争に生き残るためには、国内においてはコア事業部門への資源集中による高付加価値経営を実現し、海外における低付加価値事業との棲み分けを図ることが重要である。

10 オプションは主に金融資産を対象に導入された考えではあるが、最近では実物資産の評価にも活用され、リアル・オプションと呼ばれている。

2) 日本企業も一時の最悪期は脱し回復基調にはあるものの、外資系企業に比較し、その回復のスピードは遅い。外資系企業と日本企業の撤退比率の差を見てもわかるとおり、事業の整理統合のスピードの差が大きい。日本企業は意思決定のスピードが遅く、緩やかな整理統合、ソフト・ランディングに頼りがちで、外資系企業のような、迅速な意思決定と行動とは対照的である。後述の業績見直し、資源再配分のメカニズムの導入が必要となる。

### 3) 子会社、関連会社による事業展開

上記経営戦略の推進に伴い、日本企業は国内・海外を問わず、子会社、関連会社の設立、管理・育成、および整理・統合といった展開が今後とも増えるであろう。その場合には、従来機能してきた、日本企業特有の相互監視のガバナンスが機能しないリスクがあり、適切な経営意思決定体制およびグループ企業を含むコーポレート・ガバナンス体制の確立という課題が生じる。

## 4. 資本コスト

市場経済においては、企業は、経営資源の所有者から、それぞれの所有する資源の提供を受け、経営を継続する限り、各所有者が期待するリターンを還元することが要請される。企業が適切に報いない限り、資本、従業員は、より有利な投資機会を求めその企業からの逃避を図り、取引先との取引も打ち切られるであろう。日本企業には、もともと機会原価<sup>11</sup>の考え方にもとづく資本コストの考えは希薄であった。たとえば自己資本に対しては、銀行借入金についての金利と同様に、額面に対し一定額の配当支払いを維持してきたという点で、実質的にリスクキャピタルである自己資本に対しての配当は借入金に対する金利と同じような経営者の認識であったといえる（本レポート I-2 で説明したとおり、日本企業では、赤字の企業ですら一定額の配当を実施することが経営責任と考えられている）。これは「資金コスト」という考えであり、リスクに見合った投資家の期待利回りという意味での「資本コスト」の考えではない。

日本型企業では、資本金に対し業界平均の配当金を支払えば、言いかえると資金コストを負担していれば経営責任は果たしていると評価されるかもしれない。このことが、日本企業が低い ROE に安住している一つの原因であるともいわれている。他方、グローバル型企業では、ステーク・ホルダーとしての経営資源の所有者が、それぞれ期待するリターン以上の超過収益を計上して、初めて経営責任は果たしていると評価される。企業は株主、金融機関等のステーク・ホルダーが期待するリターンを、資本コストとして認識し、投資の最低の評価基準として位置づけ投資を評価することになる。後述のとおり、資本コストは、投資を評価する場合の、期待キャッシュフローを現在価値に割引く際の割引率として活用される。そのため企業経営者は、損益がプラスであっても必ずしも十分とはいえず、資本コストを控除した超過利益の最大化を目指すような新規の投資案件の発掘、選別および推進が求められることになる。既存事業についても、単に会計上の利益を計上していれば済むわけではなく、キャッシュフローの一層の量的・質的向上を図り企業価値の向上を目指すことになる。過去のしがらみにとらわれず、経営資源の大胆なシフトが求められており、ダイナミックな企業再編が促進さ

11 機会原価とは、経営資源というものは、同様なリスクであればより高いリターンが期待できる他の投資機会に移るので、逆に他の投資機会が期待できるリターンが企業にとってコストになるという考え方である。

れることになる。

ここで、資本コストは国債の利回りで表されるリスクフリー・レートを最低利回りとし、それに一定のリスク料を加算して求められる。リスク料は、具体的にはキャッシュフローのリスクの性格・程度により異なり、また、①マーケット・リスクと、②プライベート・リスクに分け、前者のリスクについては投資家が分散投資を行っても削減できないリスクとしリスク料を加算することになり、具体的には統計的に見積もり計数化するのが、米国では最近の主流の考えである<sup>12</sup>。以下、参考までにCAPMで資本コストを計算してみよう。

前提)

国債利回り ( $r_F$ ) : 5%, 市場ポートフォリオ利回り ( $r_M$ ) : 10%, 資産・事業自体の  $\beta_U$  (Unlevered  $\beta$ ) : 1.2, 負債額  $B$  (時価) : 600億円, 負債金利 ( $r_B$ , 負債のコスト) : 6%, 自己資本額  $S$  (時価) : 400億円, 法人税率 ( $T$ ) : 40%, 資産自体の投資家の期待利回り ( $r_A$ ), 自己資本コスト ( $r_S$ ), 加重平均資本コスト ( $r_{WACC}$ ), 負債導入した場合の資産・事業の  $\beta_L$  (Levered  $\beta$ )。

計算結果)

1) 全額自己資本で資金調達している場合の企業の資本コスト (基本式)

$$r_A = r_F + \beta_U (r_M - r_F) = 5\% + 1.2 \times (10\% - 5\%) = 11\% \cdots \textcircled{1}$$

2) 一部負債を導入している場合の企業の資本コスト

i) キャッシュフローが一定で継続する場合 (永久年金型) で、かつ資本構成上、負債比率も毎年度一定の場合<sup>13</sup>の自己資本コスト  $r_S$  および  $r_{WACC}$  の求め方

$$\begin{aligned} r_S &= r_A + (r_A - r_B) (1 - T) \frac{B}{S} \\ &= 11\% + (11\% - 6\%) \times (1 - 50\%) \times \frac{600}{400} = 15.5\% \cdots \textcircled{2} \end{aligned}$$

$$r_{WACC} = r_S \times \left( \frac{S}{S+B} \right) + r_B \times (1 - T) \times \left( \frac{B}{S+B} \right) = 8.36\% \cdots \textcircled{3}$$

ii) キャッシュフローが不特定又は有限な場合<sup>14</sup>の自己資本コスト  $r_S$  および  $r_{WACC}$  の求め方

$$r_S = r_A + (r_A - r_B) \left( 1 - \frac{T \times r_B}{(1 + r_B)} \right) \left( \frac{B}{S} \right) = 18.33\% \cdots \textcircled{4}$$

$$r_{WACC} = r_S \times \left( \frac{S}{S+B} \right) + r_B \times (1 - T) \times \left( \frac{B}{S+B} \right) = 9.49\% \cdots \textcircled{5}$$

12 Graham / Harvey, Journal of Financial Economics, 60 (2001) の調査結果 (2001) では、米国企業では資本資産評価モデル (CAPM) により資本コストを見積もっている企業が74.49%であり圧倒的多数を占めている。

13 通常の投資では、このようなパターンのキャッシュフローは例外的な場合に限られるであろう。

14 通常の投資のキャッシュフローのパターンであり、投資の評価に際しては、キャッシュフローのパターンに応じて資本コストが異なることを考慮する必要がある。詳しくは、小山泰宏、「DCF 企業評価」(2000)、中央経済社、p103-108

## 5. 投資の評価

企業価値の向上といいながら、日本企業の投資評価手法は依然として予想損益計算書、予想貸借対照表等の財務諸表の数値の分析手法に依存しているのが実態である。経済産業省の調査<sup>15</sup>によれば、投資評価の際に日本企業がよく用いる評価手法は、1位が財務諸表分析で48.9%、第2位は回収期間法で48.4%である。グローバルな評価手法である内部利益率法やDCF法は11%で第3位である。この辺が日本企業の迅速な意思決定を遅らせている一因ともなっている。

グローバル型企業の評価方法は、企業価値向上が目的関数であり、企業価値は将来の企業が生み出すキャッシュフロー（フリー・キャッシュフロー）を、そのキャッシュフローのリスクを反映し一定のリスク料を加味した割引率、すなわち資本コストで、現在価値に割り引くDCF系の評価方法が一般的である。米国での調査結果<sup>16</sup>によると、米国ではDCF系の内部利益率法（IRR）を採用している企業は75.61%、正味現在価値法（NPV）は74.93%に達し、回収期間法は56.74%、切捨率は56.94%、割引回収期間法29.45%、調整現在価値法10.78%、収益性指標法11.87%等にのぼっている。また70年代、80年代はDCF系でも内部利益率法がもっとも米国企業で頻繁に採用されていたが、現在価値法を使用する企業が増加してきているとのことである。ここで、期待利益ではなく期待キャッシュフローを重視するのは、それが企業価値に直接的に影響を与える要因であり、また、キャッシュフローを重視する限り、その回収のタイミング、再投資の運用利率も考慮して評価するというDCF系の評価方法が要請されるのも当然である。

## 6. 業績評価

ここで企業の業績を図る指標について概括してみよう。企業価値向上を経営目的にするといっても、まず企業価値あるいは企業業績を適正に図る基準、尺度が明確になっていなければならない。さらにはその評価基準に基づき経営者の業績が評価されなければならない。さらには既存事業や部門の業績評価の結果が、企業の経営資源の「選択と集中」につながるものでなければ、経営戦略上は意味をなさない。すなわち不採算部門からの撤退、成長部門への優先的な資源の投入といった経営資源の再配分にまで結びつくことが企業価値との関連では極めて重要である。日本企業の場合、既存事業の整理・統合、撤退については、さまざまな障害もあり、必ずしも容易ではない。リーダーシップが要請され、また社内における明確な基準の設定、コンセンサス、監視体制の確立等の制度的保障も必要となる。しかし一部の日本企業を除き、企業価値向上の観点から、業績評価の基準、撤退基準等の制度が確立している企業数はまだ限られているようである<sup>17</sup>。

ここで業績価値に関連した財務指標・基準について概括してみよう。

### 1) 会計上の指標とキャッシュフロー上の指標

15 経済産業省：設備投資調査結果（2003年7月）

16 Graham / Harvey, *Journal of Financial Economics*, 60 (2001) p187-243によれば4,440社の米国企業のCFOに頼り、392社から回答があり、回答率は9%であった。

17 このような役割は企業のCFOに期待される役割でもあるが、日本CFO協会の調査によれば、財務部門のミッションとして「企業価値向上」を選択した企業は55%で、「全社的事業計画の財務的検証」をあげた企業も49%であり、相対的に低い比率にとどまっている（ソース：「CFO FORUM」(2002.9)の財務マネジメント・サーベイ2002より）。



企業実務では、当然のことながら利益が重要な指標になっており、その絶対額の大きさと評価する方法と、使用資本と利益との比率、すなわち資本の効率性で評価する方法に、大別される。日本型の企業経営者では、前者の方法で、たとえば「経常利益」、「純利益」、「営業利益」等を指標にしている企業が多い。最近ではROE、キャッシュフロー、ROA、EVA、EPS、EVA、MVAといった指標を、企業価値と関連つけて導入する企業も増えてきており、株主等の投資家を意識した経営が重視されてきていることを示している。ところで、利益という概念は、会計処理方法次第で恣意的に変化し得る数字であり、会計ルール自体もいくつかの処理方法の選択を容認しているため、いわば合法的に複数利益を作り出すことが可能であり、業績評価に関連する場合、恣意的に操作される可能性があるという欠点が指摘されている。この観点からはキャッシュフローの方が客観的な数字であり、利益と異なり恣意性の入り込む余地も少なく指標としては優れていることになる<sup>18</sup>。

## 2) EVAについて

EVAは基本的には利益ではなくキャッシュフローを業績評価のデータとして活用し、かつ負債金利に加え、自己資本に対する資本コストも考慮し、投資家の期待リターンを経営資源に対するコストとして把握し、それを上回る「超過収益」を計算し、企業あるいは事業経営者の業績を評価する手法である。MVはEVAの現在価値の累計であり、投下資産の簿価を加えれば、企業の総価値が求められる。EVAは資本コストを考慮している点では、伝統的会計指標に比較し優れており、その企業独自のバリエーションも含め、日本の有力企業、たとえば、ソニー、花王、三菱商事等でも取り入れられてきている。しかしながら、短期的にEVAを向上させるため、経営者が短期的な利益の捻出を図り、極端な資産整理を行い、他方で長期的な企業価値向上に役立つような先行投資の努力を怠たり、あるいは経営者のそのような先取りの努力を適切に評価できないのではないかといった問題点も指摘されている<sup>19</sup>。

## 3) 経済的所得について

キャッシュフローの現在価値で求められる毎年度の企業価値の低下を経済上の減価償却と考え、毎年のキャッシュフローより控除し経済的所得も求める方法である<sup>20</sup>。会計上の指標やEVA計算では、毎年のリターン額は、設備投資、研究開発、営業権等の償却に依然として影響され、そのため先行投資の努力が阻害されるという問題点が指摘されているが、経済的所得の考え方により業績評価を行う場合には、それらの問題を理論的には克服できる可能性があり、適切な運用方法次第ではより適切な業績評価が可能となることが期待できる。しかし予測にすぎない将来のキャッシュフローを業績評価に取り込むことに伴う問題をどう解決するかは今後の研究課題といえるであろう。

## 7. 投資の意思決定の柔軟性の評価

財務管理の観点から企業価値向上を主たる目的関数とした場合に、前述のとおり期待キャッシュフ

18 キャッシュフローについても、例えば支払いをずらせることにより意図的に変更することは不可能ではない。

19 Ross / Westerfield / Jaffe, (2002), "Corporate Finance", 6th ed, McGraw-Hill Higher Education, p335  
Damodaran, A. (2002). "Investment Valuation", 2nd. ed, Wiley & Sons, Inc., New York, p871-878

20 Brealey / Meyers (2000), "Principles of Corporate Finance", 6th ed, McGraw-Hill Higher Education, p335-340

ローを把握し、そのリスクを反映した割引率で評価する方法が一般的である<sup>21</sup>。その場合に注意しなければならない点は、企業の個別案件の投資意思決定を行う場合、その個別案件が、企業全体および将来の持続的な競争力に与えるプラスの影響についても慎重に考慮しなければならないという点である。その案件の直接的な収益・費用あるいはキャッシュフローだけで個別的に評価するのではなく、他の既存事業部との間での販売面、オペレーション面、財務面等で相乗効果が生じる場合にはその適正な評価を行うことが必要である。逆に企業が「選択と集中」という経営方針に基づき、特定の事業部門の整理・売却を行う場合、その事業部を手放すことにより他の事業部との間でどのようなマイナスの影響を与えるかについての検討も必要になる。

他の事業部と関連性の無い事業の売買は、stand alone ベースで比較的容易に評価できようが、関連性のある事業部門の買収あるいは売却については、創出される、あるいは失われる相乗効果についても極力計数化を図ることが求められ、それぞれのキャッシュフローのリスクの性格に応じ相応しい割引率で評価することが要請される。さらには、企業は投資の意思決定に際しては、短期的に評価するのではなく、将来、その投資がもたらす増設、新商品創出等の可能性、最悪の場合でも、撤退のオプションがある場合はその機会も評価する等、投資の意思決定の柔軟性についての経済的評価を慎重に行うべきであり、その計数化の方法も研究され、企業でも利用され始めてきている<sup>22</sup>。

## 8. 資本構成

企業価値を向上するためには、企業は先行投資を行わねばならず、その必要資金としては、従来はもっぱら銀行借入による間接金融であった。日本の金融機関は、企業の土地、株式等を抵当にとり、低金利での積極的な貸し出しを行ってきた。金融機関の企業に対する貸し出しの基準も、企業の土地、株式等の担保価値、含み益であり、経済が成長している限りは、キャッシュも回り、資産も含み益が生じ、回収のリスクも少なく、際限なく貸し出すことが出来た。その場合、事業が生み出すキャッシュフローについて、金融機関は貸し出しにあたりそれほど重視する必要性はなかった。したがって最適資本構成といった点についての議論はあまりなされなかった。しかし、90年代からはデフレにより資産価値も低下し、含み益を前提にした担保主義の間接金融の役割が減少し、金融機関自体、顧客のキャッシュフローを頼りにし、また貸付先の財務内容に応じた信用リスクを評価し貸付金利を変えてきている。企業側にとってもキャッシュフローをベースにした直接金融の活用も重要になってきており、企業価値向上の観点からは、適正な資本構成の実現による資本コストの低下が課題になってきている。

たとえば、一般的には金利の節税効果を考慮すると借入金の方が自己資本よりもコストは低く、したがって負債が増加すると加重平均資本コストは減少し、企業価値も増加することになる。しかし市

21 確実性等価でキャッシュフロー自体を把握し、リスクフリー・レートで割り引いても結果は同じである。

22 リアル・オプションにより柔軟性戦略を評価する点については、米国の代表的経営戦略の教科書でもとり上げられてきている。ジェイ B. バーニー「企業戦略論(中)」第9章、ダイヤモンド社。

リアル・オプションの手法を用い、不確実性下での投資意思決定の柔軟性を考慮し投資や取引を評価する企業が出てきている。Graham / Harvey, *Journal of Financial Economics*, 60 (2001) p197。

場は完全ではなく、企業が倒産すると色々な倒産コストを債権者が負担することになる。たとえば、倒産すると弁護士費用の負担、顧客の喪失が生じ、企業価値は減少し、債権者の回収できる取り分は減少する。また株主およびその意向を反映した経営者は、株主が有限責任を活用して起死回生のリスクな投資を行うリスクがある。このように負債が増加すると、倒産の可能性が増すため、そのリスクを反映し、債権者の金利が上昇し、株主のリスク料も増加し、加重平均資本コストも増加し企業価値は減少することになる。以上のとおり負債が増加すると、一定限度までは加重平均資本コストは減少するが、その限度を超えると倒産の可能性が高まり、負債金利および自己資本コストも増加するので、企業価値も低下する。

一定の負債限度の維持が企業の加重平均資本コストを最低にするという意味では最適な資本構成が存在することになり、日本企業も真剣に資本構成の検討を要する環境になってきているといえる。

## 9. 配当政策

前述のとおり、日本企業は企業の業績の良し悪しにかかわらず、一定金額の現金配当を行う定額配当政策が一般的である。その結果、企業の業績により、結果的に配当性向は大きく変動することになる（表I-2参照）。しかしながら、最近では、配当性向を重視した配当政策を取り入れる企業も増えてきており<sup>23</sup>、また、資金余剰のある場合、自己株を積極的に買い戻す企業も増えてきている。財務管理では、市場が完全であれば、理論的には企業の投資政策が一定であるとの前提を置く限りは、配当政策は企業価値には影響を与えない。しかし現実の市場は税制<sup>24</sup>、取引費用等の制度的要因に起因する差異もあり、コストは異なる。たとえば、内部留保と新株式発行は、資金調達面では同じ自己資本ではあるが、後者には発行費用がかかるだけ、その分だけ資本コストは割高になり企業価値にも影響を与えることになる。その意味では投資資金として必要な場合には内部留保を優先すべきであり、新規の投資の資金手当てのために、配当をしながら増資を行うという配当政策は勧められない。

また、企業によっては低成長の業界に属し有望な投資機会に恵まれない場合には、余剰資金を内部留保し、安易に海外投資、M&Aに振り向けるのではなく、株主に還元し株主による運用を図ることが、市場全体としての最適な経営資源の活用の観点から促進されるべきである。以上より配当政策も極めて企業価値に関連した課題であるといえる。

本稿は平成16年度科学研究費補助金（基盤研究(C)(2)）課題番号16530252による研究の一部である。

23 日本経済新聞（2004年5月7日）によれば、「利益水準に応じて配当を決める成果主義の動きが広がってきており」、具体的には「配当性向に数値目標を設定する企業も出てきている」との記事が掲載されている。

24 株主が企業の場合には、益金不算入の制度があり、株価譲渡益に対する課税の方が配当課税より税務コストは高いが、個人投資家の場合には、2003年度証券税制改正により、配当税率はキャピタルゲイン税率と同一（一律20%、暫定的には10%）となった。ただし、課税のタイミングを考えると配当の方が不利益であるともいえる。