

〔研究論文〕

戦略的コーポレートマネジメントに関する研究  
—新たな物差しとしての企業価値創造に向けての企業価値分析(2)—

小林 謙二

〔Article〕

**A Study of Measuring the Strategic Value of  
Corporate Management  
— Analysis of Current Measurements for the Creation of Valuable  
Companies (2) —**

Kenji KOBAYASHI

## Abstract

For a company, **valuation** is the process of measuring the potential market value of financial attributes such as assets or liabilities. Valuations can be done on assets (for example, investments in marketable securities such as stocks, options, business enterprises), on intangible assets (such as patents and trademarks, etc.) or on liabilities (e.g., bonds issued by a company). Valuations are required in many contexts including mergers and acquisitions (see my paper, *An analysis of M&A Risk with Respect to the Strategic Growth of Venture Companies — Case Study of Failure and Success — 2008*), investment analysis, capital budgeting, financial reporting, taxable events to determine the proper tax liabilities, and in litigation.

**A valuation** of financial items (i.e. assets and liabilities) is expressed using several terms, with common phrase for the value of assets and liabilities being “fair market value”, “fair value”, and “essential value”. First of all, the most common phrase in use today is probably “fair market value” which is defined as being the cash price an item, could be sold for or bought for as negotiated between a willing buyer and willing seller, assuming they both have proper knowledge of the relevant condition about the items. Secondly, “fair value” is also used in accounting and law. Especially in accounting, the term is used as part of generally accepted accounting principles (GAAP) in financial reporting. In this case, fair value is as defined in the accounting literature or in the law, respectively. As for the third valuation, it is said that a fractional interest in business may be valued for various purposes such as mergers and acquisitions, sales of securities, and taxable matters. An accurate valuation of privately owned companies and public companies is determined through a CPA audit.

One of main business valuation methods is the discounted cash flows method which estimates the value of an asset based on its expected future cash flow, which is discounted to the present (i.e. the present value). This concept of discounting future money is commonly as the time value of money commonly.

The fourth valuation models can be used to value intangible assets such as patents,

trademarks, copyrights, software, and customer relationships. Since few sales of benchmark intangible assets can be observed, one often values these kinds of assets by using either the present value model or by estimating the costs required to recreate it. Usually stock markets indirectly provide a forecast of a company's intangible asset value.

Finally, asset pricing models are now seen in modern portfolio theory.

(1) Analysis models: There are three types of analysis models used, strategic fundamentals analysis, strategic management analysis, and strategic accounting analysis.

(2) Valuations models: Valuations are applied to the three models, which are securities market value model, the company valuation model, and the capital cost and risk model.

We will examine cash flow analysis, break-even point analysis, fundamentals analysis, and so forth.

**Cash flow** refers to the cash receipts from sales less the actual cash expenditures required to obtain those sales. The term cash flow can also be used in a broader sense to indicate a company's sources and uses of cash during an accounting period. Cash flow can be presented in a cash flow statement that shows a listing of cash receipts and disbursements.

The cash flow statement can help users of financial statements understand the effects of cash flows, especially as they relate to the income-generating, investing, and financing activities of an enterprise. Such statements also provide insights into the liquidity, financial flexibility and risk, and operating capability of an enterprise.

**The break-even point** is the volume of sales at which total costs equal total revenues. Profits equal zero at the break-even point. A sales volume below the break-even point results in a loss; a volume above the break-even point results in a profit. Break-even analysis is a technique for studying the relationship between profits and sales volume. The formula used to compute the break-even point is as follows:

$$\text{Sales at break-even point} = \text{Variable Cost} + \text{Fixed Expenses}$$

**Strategic fundamentals analysis includes the following two types.** Return on equity (ROE) is the rate of return on the shareholders' equity of common stock owners. It is a measurement of a firm's efficiency at generating profits from every unit of shareholders' equity. ROE shows how well a company uses investment funds to generating earnings growth.

The formula used to compute ROE is as follows: 
$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Income after tax}}{\text{Shareholder Equity}}$$

ROE is equal to a fiscal year's net income divided by total equity expressed as a percentage. However not all high ROE companies comprise good investments.

Some industries have high ROE since they no assets, another industries require. Thus, just like some other financial ratios, ROE is best used to compare companies in the same industry.

The return on assets (ROA) percentage shows how profitable a company's assets are in terms of generating revenue. The formula used o compute ROE is as follows:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Net Income} + \text{Interest Expenses} - \text{Interest Tax Saving}}{\text{Average Total Assets}}$$

Return on assets gives an indication of the capital intensity of the company, which will depend on industries. Companies that require large initial investments will generally have a lower return on assets. Return on assets is an indicator of a profitable company, and it is compared with a company in the same industry. Return on assets is not useful for comparisons between industries due to their specific capital requirements.

I would like here to clearly indicate that the purpose of this research paper is to analyze the advantages and limitations of corporate financial analysis carried out on hospitality and other companies and to clarify, through case studies, the various factors that are analyzed in their corporate financial statements.

## 1. はじめに

企業の経営分析をする場合には、数字で表現される企業の実態をみる定量分析と定性分析と呼ばれる分析手法がある。この2つの手法を併用することで、より会社の実態に近づくことができる。

定量分析は貸借対照表や損益計算書そしてキャッシュフロー計算書などの財務諸表をもとに分析し数字に表れた企業の姿を見る手法である。この数字を分析する情報源として、有価証券報告書、決算短信などのIR情報として企業が公開する財務数値がある。

これに対して、定性分析とは経営者の資質や、商品の魅力分析など会社の数字にあらわれない部分を分析するものである。この分析の情報源は新聞、雑誌や各社の営業報告書から読み取れる。この2つの組み合わせから企業の真の姿に迫ることが可能となる。このことは、それぞれ、異なる視点からのアプローチでその企業を深く知ることができるのである。

定性分析のポイントは企業の「ヒト」や「モノ」を読み取る手法のことであり、過言ではない。この定性分析は我々、誰でもが無意識に行っている行動である。この定性分析を具体的にいうと、財務諸表に記載されている数字ではなく、経営者の資質や経営戦略など数字に表れにくい部分でその企業を見るもので、テレビのニュースやCMを見たり、新聞や雑誌などの記事を読むことで無意識のうちに得られる情報で判断をしたりしているのである。

雑誌や新聞などのマスコミの情報やインターネット等の情報、会社が投資家等に企業情報を提供するIR情報や会社が発行する営業報告書などから企業情報を収集し、企業の現状と内実を把握し分析するものである。経営に対してどのようなビジョンを持った経営者なのか、新商品の開発はどうか、必要な事業構築(re-structuring)を行っているのか等、「経営者の資質」、「経営戦略・財務戦略」、「成長戦略」、「事業構築」「ブランド力」の企業戦略を窺い知ることができる。これにより経営内容の健全性や企業の収益面への好影響が導出されるのである。

はじめに「経営者の資質」であるが、企業の経営者は強力なリーダーシップを発揮しているのかどうかという視点である。それは、企業の経営理念やビジョンを踏まえて従業員のベクトルを合わせることでもある。また、経営者がメディアへの登場で知名度が上がり時として株価に反映されることもあり、自己資本増強というケースもある。

2番目として、順調に事業運営をしているかをはかる経営戦略や財務戦略である。これは利益を上げる効果的な方法にリストラとコスト削減があるが、事業規模の縮小を実施することでは売上増加も望めない。持続的な成長を続けるために既存商品や製品のライフサイクルを考えて次期新商品開発などの事業展開を戦略として考えることが必要である。

3 番目には既存製品ではマーケット・シェアの拡大も望めないため、新商品をマーケットに送り込むため「商品開発力」の強化である。斬新な商品を常に市場に提供しつづける企業、「カネ」をかけて設備投資や研究開発投資を行い、財務的な指標の一つである安定性指標が一時的に悪くなくてもそれを将来十分カバーできる商品力により売上の増加が見込めるような成長戦略をとることである。

最後に、企業の独自の価値観としての「ブランド力」である。これは、日本経済新聞等で毎年そのランキングが発表されているもので、企業や商品に対する信頼性、知名度、人気度などの諸要素である。この上位にランクされた企業は、財務内容の優れたものが多い。

決算書等の財務情報を見ることなく、マスコミや新聞等で「よく話題に上る」、「よく見かける」、「なんとなくこの会社の商品を買ってしまう」などで企業の成長が期待できると判断される。これに対して、「社長はだれですか」、「何を作る会社?」、「評判が悪い」、「役員の数が他社に比べ多い」などの企業は成長の可能性もあまり多く期待できないという判断がなされる。このように定性分析は個人の感性に依存する面が多々見受けられるが、企業や商品を判断するメンタルな特徴をもち合わせるが、この要因は定量的な分析の論理的・理性的判断とともに車の両輪として企業の分析には欠かせないツールである。

財務分析では定量的分析と定性的分析は車の両輪のようにどちらが欠けてもその機能を果たせないのであるが、定性的分析の事例研究は別の機会に行うことにして、本稿では定量的分析のうち代表的な分析手法であるキャッシュフロー計算書分析、損益分岐点分析、株主資本利益率 (ROE)、使用総資本利益率 (ROA)、負債純資産倍率 (Debt Equity Ratio)、配当性向 (Dividend Propensity)、経済付加価値 (EVA) について事例をもとに検討するものである。

## 2. キャッシュフロー計算書の分析

キャッシュフローとは日本語で現金収支といい、資金の出と入りを意味する言葉である。企業活動は資金を必要とし、さまざまな資金の動きを伴う。キャッシュ (cash) は文字通り資金 = 現金 (小切手や商業ペーパー、そして3か月以内の定期預金などの現金同等物も含む)<sup>注1)</sup> のことで、フロー (flow) とは流れをいうことから、キャッシュフローは現金の流れを示し、企業が必要とする資金がどのように増減したかを明確にするものである。

従来は、売上高や利益などに関心が集まりキャッシュフローはあまり注目されていなかった。その理由は日本の経済成長に合わせて企業が必要とする資金は金融機関からの借入という資金調達の方法が主流であったためである。しかしバブル崩壊後、金融機関の貸出に対する考え方が変わり、貸借対照表や損益計算書では企業を判断する物差しでは十分でなくなってきた。そこで登場してきたのがキャッシュフロー計算書 (2000年3月から上場企業に開示が義務付けられ) である。損益だけを重視していると資金の流れが分からなくなる。例えば、減価償却費は、企業が設備投資時に一括して支出し、耐用年数に応じた期間に費用配分する。この費用配分とは耐用年数が5年であればその期間に亘って均等額 (定額法の場合) に費用化 (減価償却費計上) する。企業の収益性を表す損益計算書には毎期計上の減価償却費は収益に影響を与えるが現金支出をとみなさない項目である。企業の損益を計算する会計基準は費用については発生主義を収益については実現主義を採用しているため、現金収支とずれが生じる。ここに、利益が計上されていても資金が不足するような現象が表れるため、黒字倒産などが生じるのである。

キャッシュフロー計算書<sup>注2)</sup>の仕組みは現金の流れを営業、投資、財務と三種類の活動に分けて開示することとしている。営業活動におけるキャッシュフローは主要な営業取引により生じたキャッシュの増減を見る区分で、具体的には売上や仕入れ、販売費などのキャッシュの増減活動のみをみるものである。

- ① 営業活動の対象となった取引によるキャッシュフロー
- ② 営業活動に係る債権債務から生じるキャッシュフロー
- ③ 投資活動及び財務活動以外の取引によるキャッシュフロー

すなわち、営業活動によるキャッシュフローは企業が事業でどれだけの現金を稼いだかを示すもので、いわば本業による現金の総収入といえる。

投資活動におけるキャッシュフローは設備投資などや子会社株式の購入など投資に関するキャッシュの増減を見る区分で、既に稼いだ現金をどのような投資に使ったかの資金用途を示す。

財務活動におけるキャッシュフローは借入金などの財務的な要因によるキャッシュの増減をみる区分で、営業活動と投資活動の2つのキャッシュフローの過不足を調整するのが財務活動におけるキャッシュフローである。

これによって「営業活動によるキャッシュフロー」でキャッシュを増加させて、それに「投資活動」を行い、余剰となったり、不足したら「財務活動で」運用や調達を行うという流れを把握することが可能な計算書である。

それぞれのキャッシュフローが意味するところのものは何か？

#### 1. 営業活動によるキャッシュフロー

- ① 事業活動に関連してキャッシュの増減を示すもので、この部分がマイナス表示になると危険信号である。
- ② 棚卸資産（在庫）や売上債権が増加するとマイナス要因となる。

（注）減価償却費などキャッシュの支出がない費用は会計上の利益に加算。

#### 2. 投資活動によるキャッシュフロー

設備や有価証券の売買などでキャッシュの増減が把握できるので、成長企業は設備投資などに関連してキャッシュアウトとなり通常はマイナスとなる。

（注）工場や店舗、本社ビルなど設備投資はマイナス要因、設備の売却はプラス要因。有価証券の取得はマイナス要因、売却はプラス要因。

#### 3. 財務活動によるキャッシュフロー

資金調達のキャッシュフローでプラスが可かマイナスが不可か一概に言えない。

（注）借入金や社債の増加はプラス要因、返済はマイナス要因。自己株式の取得や配当金の支払いはマイナス要因。

#### 4. フリー・キャッシュフロー（FCF=純現金収支）

営業活動によるキャッシュフローと投資活動によるキャッシュフローを合計したもので、企業が自由に使える資金を示している。プラスがいいかマイナスがいいかは状況による。FCFがプラスなら借入金の返済に回す。マイナスなら借入等で調達する。

注1) キャッシュ=資金の範囲は(1)現金—①手元現金（紙幣、貨幣、小切手）と②要求払預金（当座預金、普通預金、通知預金等）、(2)現金同等物—①容易に監禁可能で価値変動について僅少なりリスクしか負わない短期投資（期間3カ月以内の定期預金、譲渡性預金、コマーシャ



ルペーパー、売渡し条件付き現先、公社債投信など)

注2) キャッシュフロー計算書とは、企業会計の一会計年度のキャッシュ・フロー（資金の流れ）の状況を活動区分別に報告するために作成するものである。

表1 キャッシュフローの6つのパターンで企業の状況を理解

ケース	営業活動によるCF	投資活動によるCF	財務活動によるCF
①	+	-	-
	◎本業で大いに稼いでいるので投資をするとともに借入金を返済した。		
②	+	-	+
	◎本業では稼いでいるが、投資により資金が減少して借入金で調達した。		
③	+	+	-
	◎本業で稼いでそのうえ資産売却により資金が増加して借入金を返済した。		
④	-	-	+
	◎本業で資金が減少したうえ投資もしているので借入金を補填した。		
⑤	-	+	+
	◎本業で資金が減少したが資産売却と借入金を補填した。		
⑥	-	+	-
	◎本業で資金が減少したので資産売却し借入金も返済した。		

日本経済新聞 2009年2月22日朝刊より作成

### 3. 損益分岐点分析

損益分岐点分析は利益を生み出すために必要な売上高を求めるものである。損益分岐点とは収支が均衡するところの売上高をいう。売上高が損益分岐点を上回ると企業は利益を確保することになる。しかし、売上高が損益分岐点に到達しない場合には赤字を強いられることになる。

損益分岐点を算出するには、すべての費用を固定費と変動費に区分する必要がある。ここで固定費とは、売上高に対応する増減に関係なく発生する費用で、人件費や労務費、家賃、減価償却費、支払利息などが主たる費用項目である。これに対して、変動費は売上高に対応して増減し発生する費用で、メーカーであれば原材料や外注加工費など製造に直接関係する原価であり、物品販売業であれば商品仕入原価などがある。損益分岐点は固定費プラス変動費の和であり、この固定費と変動費の合計を上回る売上があってはじめて企業は利益を確保できるのである。

損益分岐点を売上高で徐して100を乗じたものがパーセントで表した損益分岐点比率である。収支均衡の時を100%としてこの100%を下回れば利益が、100%を上回れば損失が発生する。この損益分岐点を引き下げるには売上を増加させるか費用を減少させるかのどちらかである。日本企業の場合には、製造業を中心としてバブル期に活発な設備投資を行い、売上高の拡大を図る戦略をとったため、バブル崩壊とともに売上高の減少により過剰設備となり、減価償却費という固定費の負担が増大したために、損益分岐点比率が急上昇した経緯がある。近年では増収増益が見込めない状況で、固定費削減の方策として、リストラという名のもとに固定費である人件費の削減により、損益分岐点比率の引き下げを戦略として実施する企業が多くなってきている。こういった固定費である人件費も経営戦略上は一種の変動費としての扱いとなってきている。

たとえば、パソコンだけを製造・販売するベンチャー企業A社が1台10万円の売上単価のうち材料費・加工費などの変動費が1億円とし、A社の1か月の固定費が3億円とする。1カ月でパソ

コンが5千台売れると売上高は5億円となり、売上高5億円から変動費1億円と固定費3億円を差し引くと利益1億円算出される。

この場合に、1カ月のパソコン販売台数が3750台とした場合にA社の損益分岐点はどのようになるのか。

売上高は (10万円 X 3750台 =) 3億7500万円

変動費は20%で 7500万円

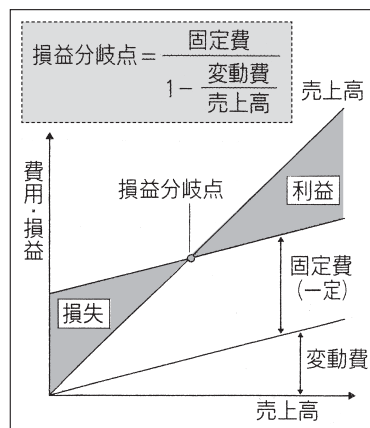
固定費は 3億0000万円

損益 0円

となり、売上高と総費用(変動費+固定費)は一致して、損益はイーブンとなる。このことから、A社にとっての損益分岐点は3億7500万円となり、1か月に3750台以上の販売があれば利益が確保できるということになる。

損益分岐点を売上高で割ってパーセントで表したものが損益分岐点比率という。損益が均衡するときに100%となり、100%を割り込めば利益が、100%を上回れば損失が発生することになる。

表2 損益分岐点分析



#### 4. 戦略的ファンダメンタル分析 (ROE、ROA)

##### (1) 株主資本利益率 (ROE)

企業の投資価値を判断する場合に利益にばかり目を奪われることなく収益性、効率性、安全性、成長性などで見極めが必要となる。このほかに株式市場で重要視される指標として、株主資本利益率 (ROE=Return on Equity) がある。これは、株主が投資した出資 (株主資本) でどれだけ利益を生み出したかを表す指標である。税引後利益を株主資本で除して算出する。企業経営者は株主に対する経営責任を負っているため、この数値目標を明言することが多くなってきた。

株主資本利益率は、株主持分という視点に立って、資本の総合的な収益性を判断するための指標として位置付けられ、会社が所有するすべての調達した資本により、その資本を運用することで、すべての損益を通して、どれだけ利益を生み出したかを見るための手法である。

自己資本利益率は、当期純利益を自己資本で除したものを百分率にして算出するものである。自己資本とは、貸借対照表の純資産の部で、自己資本とは会社が保有する資本のことで、株主に帰属するから、株主資本ともいわれている。これに対して当期純利益とは税引き後の当期純利益で、損益計算書で表示されている5つの利益の最下段に表示される利益である。投資家にとってROEが高い場合に高配当や株価の上昇が期待でき投資意欲が旺盛となる。これに対してROEが低い場合には低配当や株価低迷が予想され投資意欲が削がれる原因にもなる。

売上高利益率は最終利益を売上高で割って収益力の高さを表している。費用の削減や主力商品などの採算性の高い製品・商品などの販売を増やすことで売上高利益率は上昇させることができる。

ROEは売上高利益率、使用総資本回転率、財務レバレッジの3つに分解できる。多くの企業はこの手法を企業業績の分析に用いて、それぞれを高めることによりROEの改善を図っている。

表3 ROE分解式

$$\begin{aligned}
 \text{ROE} &= \frac{\text{最終利益}}{\text{株主資本}} = \frac{\text{最終利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{使用総資本}} \times \frac{\text{使用総資本}}{\text{株主資本}} \\
 &\quad (\text{売上高利益率}) \\
 &\quad \times (\text{使用総資本回転率}) \times (\text{財務レバレッジ})
 \end{aligned}$$

- 1) 売上高利益率は最終利益を売上高で割って、収益力の高さを表している。費用の削減や主力商品などの採算性の高い製品・商品などの販売を増やすことで売上高利益率は上昇させることができる。
- 2) 使用総資本回転率は売上高を使用総資本で割った数値で、効率性を表している。外部から調達した借入金などの資金（負債）と株主からの出資による株主資本の合計が使用総資本である。外部と内部から調達した一定の資本でどれだけの上昇が上げられるかが問われる指標である。
- 3) 財務レバレッジとは使用総資本を株主資本で割ったものである。レバレッジとは槌子（テコ）を意味する英語で、負債をテコに高い収益を上げることをレバレッジ効果という。
- 4) B社は使用総資本として株式で1千億円を調達し100億円の営業利益を計上したとする。借入金という負債がないので支払利息は発生しないため、実効税率を40%とした場合に当期利益は60億円となり、株主資本が1千億円なのでROEは6%となる。使用総資本1千億円を株主資本と借入金それぞれ50%として調達した場合に、借入金の金利を3%と仮定し、営業利益100億円を稼いだとしたら、支払利息15億円を差引経常利益は85億円となる。実効税率40%とすると最終利益は51億円となり、株主資本500億円に対してROEは10.2%と先述よりも66%も上昇し、レバレッジ効果が出たことがみてとれる。
- 5) 使用総資本利益率が有利子負債利率を下回る場合には、レバレッジ効果は生まれない。むしろ株主資本が減ることによる効果よりも支払利息の増加により利益の減少という負の影響が大きくなる。このことから多額の借入金を抱える企業は負債の削減を急務として、レバレッジ効果を狙う以前の問題である。
- 6) 株主資本が厚みを失うと、経営の安定性が損なわれる。負債と株主資本構成のバランスを図ることが重要な経営判断となる。

表4 ROE ランキング

順位	証券コード	会社名	ROE	業種	決算月
1	4800	オリコン	56.32	サービス業	2009/3
2	6937	古河池	51.70	電気機器	2009/3
3	3843	フリービット	47.08	サービス業	2009/4
4	2928	健康HD	42.01	食品	2009/3
5	5566	中央電	40.01	鉄鋼業	2009/3
6	9637	オーエス	39.40	サービス業	2009/1
7	2371	カカクコム	38.81	サービス業	2009/3
8	8889	アパマンション	37.09	不動産	2009/9
8	9449	GMO	36.32	通信	2009/12
10	2432	ディーエヌエス	36.06	サービス業	2009/3

出典 <http://markets.nikkei.co.jp/ranking/keiei/roe.aspx>

表4はROEランキングでジャスダックに上場している企業の上位10位をリストしたもので、社名は2010年3月5日現在のものを掲載している。第1位のオリコンは56.32%と最も高く50%超が2社となっている。3位から5位までが40%以上、10位までは36%を維持している。参考資料1に掲げた日米の主要財務比率（1993年度）の日本（1.9%）と米国（10.6%）と比較しても群を抜



いてROE比率は高いものになっている。企業が資本をいかに効率的に運用して利益を創出しているかを証明しているものである。

(2) 使用総資本利益率 (ROA)

企業の収益力を測る代表的な指標として使用総資本利益率は、ROA=Return on Assets ともいわれている。企業が保有する資金総額を活用して利益をどれだけ稼いだかを示す指標である。税引き後利益を使用総資本で除して算定する。このROAの数値が高ければ投下資本に対して多くの利益を上げていることになる。

使用総資本利益率は表に掲げるような計算式で表され、使用総資本回転率と売上利益率に分解される。この手法は多くの企業で事業部門での収益管理に使われており、一般投資家にとっても企業分析に用いると効果的である。この計算式から分かることは、企業の使用総資本率を高めるには使用総資本回転率ないし売上高利益率を高めることが必要とされるということである。

ここで使用総資本回転率とは売上高を使用総資本で除した値で、1年間に使用総資本が何回転したか、つまり企業が使っている全資金に対して何倍の売上高があるかを表している。使用総資本回転率を上げるには売上高を増やすか使用総資本を減らすかである。使用総資本は総資産のことなので、資産を減少させるということは売掛金の回収を早めたり、棚卸資産を圧縮することでこの数値は改善する。これに対して、売上高利益率は税引後当期利益を売上高で除した値である。この利益率を高めるためには、売上の増加か人件費等の経費削減が必要となる。

表5 ROA 計算式

**使用総資本利益率の計算方法**

$$\begin{aligned} \text{使用総資本利益率} &= \frac{\text{最終利益}}{\text{使用総資本}} \\ &= \text{売上高利益率} \times \text{使用総資本回転率} \\ &= \left( \frac{\text{最終利益}}{\text{売上高}} \right) \left( \frac{\text{売上高}}{\text{使用総資本}} \right) \end{aligned}$$

表6 ROA ランキング

順位	証券コード	会社名	ROE	業種	決算月
1	2432	ディーエヌエス	45.88	サービス業	2009/3
2	3835	eBASE	41.05	サービス業	2009/3
3	4689	ヤフー	39.02	サービス業	2009/3
4	2685	ポイント	38.15	小売業	2009/2
5	4924	Dr シーラボ	37.81	化学	2009/7
6	3770	ザッパラス	36.29	サービス業	2009/4
7	2413	エムスリー	36.21	サービス業	2009/3
8	5566	中央電	35.55	鉄鋼業	2009/3
8	2371	カカクコム	35.17	サービス業	2009/3
10	1605	国際石開帝石	34.45	鉱業	2009/3

出典 <http://markets.nikkei.co.jp/ranking/keiei/roe.aspx>

表6のROAランキングでは第1位のディーエヌエスは45.88%と第2位のeBASEとともに40%超を維持し、第3位のヤフー以下第10位の国際石油開発帝国石油まで34.45%を以上となっている。

ここでも参考資料1に掲げた日米の主要財務比率（1993年度）の日本（3.3%）と米国（7.5%）と比較しても群を抜いてROA比率も高いものになっている。このことは企業の総資金を活用して利益をいかに稼得したかを表している。また、この中でROEベスト10にランクされていた中央電やカカコムも含まれている。ROEの率が高い企業はROAも高く経営の効率化を実践していることがうかがわれる。

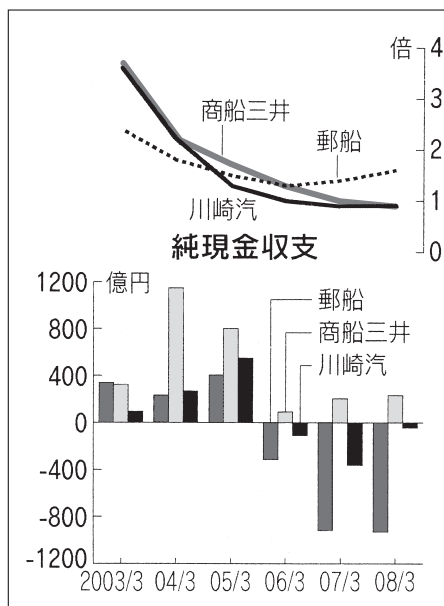
### (3) 負債純資産倍率（Debt Equity Ratio）

負債純資産倍率は企業の安全性を測定する有効な指標でデット・エクイティ・レイシオともいわれている。この指標は有利子負債（デット）が純資産（エクイティ）の何倍になっているかを表すものである。有利子負債残高を純資産（株主資本）で割って算出する。純資産が厚い状態であれば他企業と比較して有利子負債が多くとも数値は低くなる。それに対して倍率が高い場合には純資産と比べて有利子負債が多いという現象になる。純資産とは株主が払込みをした資本金と過去の利益の蓄積の総計に対してで、有利子負債とは長期や短期の借入金と社債など社外調達による資金である。資金の安定度からいうと純資産の方が高いため、負債純資産倍率の数値が低ければ低いほどその企業の財務の安定性は高くなり、借入金や社債の利払いや元本の償還などの財務におけるリスクが少ないといえる。

表7は海運大手の商船三井、日本郵船、川崎汽船の負債純資産倍率と純現金収支と負債純資産倍率支を示したものである（2003年から2008年）。現金収支との関係でみると商船三井が黒字で日本郵船と川崎汽船は赤字で三社に差がでた。現金収支の残高が多い年度は負債純資産倍率が高く、倍率が低くなると現金収支が悪化するということを示している。世界的な造船需要で船舶発注を前倒しで行っている中で、郵船は低金利で集中投資、商船三井は投資が一巡し財務の改善を推進していることがうかがえる。

この指標は企業の格付けなどにも用いられ、有利子負債キャッシュフロー倍率などとともに、社債の元本償還の確実性や利払能力の高さを表す指標で重要視されている。格付けを引き上げるためには負債純資産倍率の改善が必要で、この倍率の低い企業は総じて財務安定度が高いとして格付けのプラス要因となる。そのためには、分母の純資産を充実させるためには剰余金の増加や分子となる有利子負債の削減が効果を生む。

表7 海運大手3社の負債純資産倍率



出典：日経新聞（2008年7月4日朝刊）より

### (4) 配当性向（Dividend Propensity）

配当性向とは企業の最終利益のうち占める株主に対して支払う配当金の比率である。企業の株主に対する利益配分で1事業年度に稼得した利益をどの程度株主に振り向けるかという姿勢を表したものである。

配当性向は配当金総額を企業の最終利益で割った数値に100%を乗じて算出する。配当性向は30%前後を目安にする企業が多いといわれていて、配当性向は高すぎず低すぎないことが適正と言われている。配当性向が低い場合にはその分内部留保する利益が増加し、企業財務の強化に繋がるが、その反面内部留保が増えすぎると企業は株主に利益を積極的に還元していないという批判が起きる。一方で配当性向を高くすると利益の大部分が社外流失してしまい、極端に多い場合には株主資本の充実などに支障がでるケースもある。

配当性向を理解するための方法として日米の配当政策を比較し検討することも必要とされる。

表8は2006年の上場企業の配当性向ランキングで上位29社をリストしたものである。トップの王子製紙は70.1%と群を抜いた配当性向を示している。2位の北陸電力以下11位の凸版まで10社は50%超の配当性向を維持している。12位のローソン以下25位の大日本印刷までの14社は40%超をキープしている。NTTドコモの26位以下29位の日本製紙まで4社は37.1%の配当性向である。ステークホルダーである株主や投資家にとって配当性向の高い企業は、投資の対象として注目されることになる。

近年では、ファンドなどの投資家や物言う株主の出現により欧米の企業のように高い配当を要求する傾向が現れてきて、企業経営者に対する評価が厳しくなってきたことを示している。

従来、日本企業は配当を一定割合に抑え安定的な配当を続けてきた。このように配当額があまり変化しない前提で考えると、企業の業績が上向きとなり、配当の原資である利益が増えれば配当性向は当然低くなり、反対に不況などの影響で企業業績が落ち込み利益が減少すると配当性向は高くなる。

すべての企業が配当性向を意識した経営を行っているわけではないが株主利益を重視する動きが出てきている中で企業の配当政策も変化しつつある。株式市況が低迷する中で短期的な株式の値上がり益のみでなく、配当による利益を期待する株主や投資家が増えてきている。企業が配当性向に対する明確な考え方を打ち出しすることで企業価値を高め将来の投資家を取り込むことが大きな課題となっていると思われる。

### (5) 経済付加価値 (EVA=Economic Value Added)

経済付加価値とは企業が投資家から調達した資本をベースにどれだけの付加価値を生み出したかを表す指標である。英語で Economic Value Added といひEVAと略されている。これは、経営資源の効率的な配分や成熟したコア事業の継続や撤退のための判断材料としての指標として使用している。

表8 2006年配当性向ランキング

順位	コード	社名	配当性向 (%)	配当性向増減率 (ポイント)	決算期
1	3861	王子紙	70.1	14.1	2007/03
2	9505	北陸電	62.0	7.6	2007/03
3	6501	日立	60.9	▲ 37.3	2007/03
4	9506	東北電	56.3	5.6	2007/03
5	5012	東燃ゼネ	54.2	▲ 110.5	2006/12
6	4911	資生堂	52.2	▲ 33.5	2007/03
7	4535	大正薬	52.2	26.4	2007/03
8	9502	中部電	51.8	13.7	2007/03
9	4568	第一三共	51.0	30.1	2007/03
10	7974	任天堂	50.6	▲ 0.1	2007/03
11	7911	凸版	50.5	▲ 36.9	2007/03
12	2651	ローソン	49.7	8.0	2007/02
13	9504	中国電	49.1	8.8	2007/03
14	4523	エーザイ	48.3	7.7	2007/03
15	9783	ベネッセ	47.8	0.4	2007/03
16	4676	フジテレビ	46.3	▲ 43.6	2007/03
17	9766	コナミ	45.7	14.0	2007/03
18	4519	中外薬	43.3	8.2	2006/12
19	9508	九州電	43.1	6.1	2007/03
20	4536	参天薬	42.9	3.0	2007/03
21	9507	四国電	42.5	▲ 2.2	2007/03
22	6592	マブチ	42.5	▲ 7.6	2006/12
23	5201	旭硝子	41.7	12.5	2006/12
24	7011	三菱重	41.2	▲ 3.8	2007/03
25	7912	大日印	40.8	12.5	2007/03
26	9437	NTTドコモ	38.3	9.1	2007/03
27	9503	関西電	37.6	3.0	2007/03
28	3382	セブン&アイ	37.1	7.4	2007/02
29	3893	日本紙	37.1	▲ 12.5	2007/03

出典 : <http://markets.nikkei.co.jp>

EVAは税引き後の事業利益から資本コストを差引算出する。企業が事業に投下するはただでなく株主には配当金の支払いとして、銀行などの債権者には利息を支払うことで発生する一定のコストのことを資本コストという。

企業の資金調達先にこれらの資本コストである対価を提供して、さらに本業からどれだけの価値を創出したかを金額で表すのがEVAである。プラスのEVAは資本コスト以上の付加価値を生み出したことになる。資本コストが高い場合には、会計上の利益は黒字計上でもEVAが赤字になるケースもある。

たとえば、ある事業の税引後利益が10億円それに要した資金が百億円とし、この企業が設定した資本コスト率が15%とする。資本コストは15億円なので、黒字企業でもEVAはマイナス5億円の計算になる。このケースでは企業価値を損なっているとして当該事業から撤退するなどの検討が必要となる。

資本コストの構成は負債コストと株主資本コストの合計で、この資本コストには株主が期待する利回りである配当金や株価の上昇に伴う売却益などの期待値を含めて考えるのがEVAの特徴である。従来から多くの日本企業は株主資本の調達コストに対する意識が希薄であったため使用資本利益率などの指標も利益と投下資本を比較したものであるため株主の期待収益率をコストに含めていなかった。このため企業が間接金融から直接金融を重視する考え方に変わってきたことにより、キャッシュフローや株主を重視するEVAの経営指標が注目されるようになった。そして、EVAはその絶対額以上に株主価値を意識した経営が求められるようになってきた。

資本コストは株主資本と負債の構成比に基づき、株主資本と負債コストを加重平均して算出する。資本コスト率は企業が決める主観的な数値であるがため有利子負債の金利よりも株主資本のコストの方が高く設定されるケースが多いのは債権者よりも株主はハイリスク・ハイリターンを期待することからである。

## 5. おわりに

本稿では、国際学部紀要第20巻1号に続き、企業経営に必須とされる財務分析の手法として、定量的分析のうちキャッシュフロー、損益分岐点分析、そして戦略的ファンダメンタル分析としてのROE,ROA,負債純資産倍率、配当性向、EVAを取り上げその事例分析を通して経営指標の重要性を明らかにした。

これらの分析手法は企業のトップに必須なものであるばかりでなく、投資家、債権者、従業員にも多用されるものである。そして、企業経営の現場で最も重視されている証左を以下に物語るものである。有力企業の経営トップが最も重視する経営指標が株主資本利益率(ROE=Return on Equity)である。これは今から10年ほど前に日本経済新聞社(2000年2月25日と2001年1月31日)が主要上場企業3百社の社長を対象に実施した調査での結果<sup>註3)</sup>である。この特徴は規模より効率性を重視する経営が主流となっていることを窺わせるものであり、前年の調査(2000年)と比べキャッシュフローへの関心度も高まっている。現在でもコーポレートマネジメントにとって必要な

表9 EVAの計算式

<b>EVA(経済付加価値)の計算方法</b>	
EVA =	$\left( \begin{array}{c} \text{資本コスト率} \\ \text{資本利益率} - \text{または加重平均} \\ \text{資本コスト率} \end{array} \right)$
	× 投下資本
	= 税引き後事業利益
	- 投下資本 × 資本コスト率
(注) 投下資本 = 有利子負債 + 株主資本	

分析手法と考えられている。

注3) この調査によれば調査対象である経株価指数300対象の300社のうち221社の社長からの回答を得た結果である。ROEを最も重視する経営指標（複数回答）として上げ（51%）、次いで1株利益（22%）、キャッシュフロー（17%）、経済付加価値（7%）などである。

## 参考文献

- ・ Glenn L. Johnson and James A. Gentry, Jr. FINNY AND MILLER'S Principles of ACCOUNTING INTRODUCTORY, PRENTICE-HALL, INC.1972.
- ・ CHARLES J. WOELFEL, The Desktop Encyclopedia of Corporate Finance & Accounting, PROBUS PUBLISHING COMPANY, 1987.
- ・ JAN R. WILLIAMS, MILLER GAAP GUIDE 1994, Harcourt Brace & Company, 1994.
- ・ Tom Copeland / Tim Koller / Jack Murrin / Mckinsey & Company, Inc. VALUATION Measuring and Managing the Value of Companies, John & Wiley & sons Inc. 1994
- ・ 伊丹敬之・加護野忠男『ゼミナール経営学入門』日本経済新聞社、1996年
- ・ アーサーアンダーセン『株主価値重視の企業戦略』東京経済新報社、1999年
- ・ 伊藤邦雄訳、『企業評価と戦略経営・新版—キャッシュフロー経営への転換—』改定新版 日本経済新聞社、2001年
- ・ ジェフリー・A・ティモンズ [著]、千本倅・金井信次 [訳] 『ベンチャー創造の理論と戦略』ダイヤモンド社、2001年
- ・ 伊藤邦雄『ゼミナール現代会計入門』日本経済新聞社、2001年
- ・ 伊藤邦雄『ゼミナール企業価値評価』日本経済新聞出版社、2007年



参考資料

1: キャッシュフロー計算書雛形参考資料

キャッシュ・フロー計算書 (単位: 百万円)

項目	事例	算式
<b>I 営業活動によるキャッシュ・フロー</b>		
(1)当期純利益(+)	70	33
<b>(2)非資金の費用項目</b>		
1.減価償却費(+)	20	34
2.諸引当金の増加(+)/減少(-)額	11	23+27-9-17
<b>(3)回収・支払サイト</b>		
1.受取手形の増加(-)/減少(+)	-10	-3
2.売掛金の増加(-)/減少(+)	-5	-4
3.棚卸資産の増加(-)/減少(+)	-5	-5
4.その他の流動資産の増加(-)/減少(+)	-1	-8
5.支払手形の増加(+)/減少(-)	-10	19
6.買掛金の増加(+)/減少(-)	-15	20
7.前受金の増加(+)/減少(-)	-10	22
8.その他の流動負債の増加(+)/減少(-)	5	24
9.その他の固定負債の増加(+)/減少(-)	5	28
10.利益処分による役員賞与の支払(-)額(注)	-5	30
<b>(Iの計)</b>	<b>50</b>	
<b>II 投資活動によるキャッシュ・フロー</b>		
1.有価証券の購入(-)/売却(+)	10	-5
2.短期貸付金の貸付(-)/回収(+)	0	-7
3.土地の購入(-)/売却(+)	0	-10
4.減価償却資産の増加(-)/減少(+)	-30	-11-34
5.建設仮勘定の増加(-)/減少(+)	0	-12
6.無形固定資産の増加(-)/減少(+)	-5	-13
7.投資有価証券の購入(-)/売却(+)	-5	-14
8.長期貸付金の貸付(-)/回収(+)	-10	-15
9.その他の固定資産の増加(-)/減少(+)	5	-16
10.繰延資産の増加(-)/減少(+)	10	-18
<b>(IIの計)</b>	<b>-25</b>	
<b>フリーキャッシュ・フロー (I+II)</b>	<b>25</b>	
<b>III 財務活動によるキャッシュ・フロー</b>		
1.短期借入金の増加(+)/減少(-)	-20	21
2.長期借入金の増加(+)/減少(-)	10	25
3.社債の増加(+)/返済(-)	0	28
4.増資(+)	0	29+30
5.自己株式の取得(-)/処分(+)	0	31
6.剰余金の配当の支払(-)額	-5	33
<b>(IIIの計)</b>	<b>-15</b>	
キャッシュの増加・減少額 (I+II+III)	10	
キャッシュの期首残高	40	11
キャッシュの期末残高	50	21
検算 (貸借対照表の現金及び預金)	50	
	0	

2: 主要上場 300 社 社長アンケート

株価と経営指標に関するトップの回答  
 (回答221社に占める比率、%。問1、問2は設問に答えた企業数に占める比率、%。株価の基準は2000年調査は2月25日、2001年調査は1月31日)

2000年 2001年

**【問1】自社の株価にどの程度注意を払っていますか**

1 毎日2回以上は株価を確認する	79	81
2 毎日1回株価を確認する	21	19
3 週に2、3回株価を見る	0	0
4 週に1回程度	0	0

**【問2】自社の株価は市場で正当に評価されていると思いますか**

1 妥当な株価である	8	18
2 高すぎる	1	0
3 安すぎる	62	64
4 その他	30	18

**【問3】何と比較して株価が高い安い判断をしていますか(複数回答可)**

1 一株配当(配当利回り)	19	16
2 一株純資産(株価純資産=PBR)	45	46
3 一株利益(予想株価収益率=PER)	42	41
4 株主資本利益率(ROE)	24	24
5 一株当たり現金収支(キャッシュフロー)	9	14
6 経済付加価値(EVA)	9	—
7 意識している指標はない	2	3
8 同業他社の株価	37	45
9 その他	28	14

**【問4】経営指標として最も重視しているのは何ですか(一部企業が複数回答)**

1 一株配当	7	5
2 一株純資産	4	2
3 一株利益	20	22
4 株主資本利益率(ROE)	59	51
5 一株当たり現金収支(キャッシュフロー)	11	17
6 経済付加価値(EVA)	11	7
7 重視している指標はない	1	1
8 その他	36	29

(注) —は設問に入れず

出典: 日経 (2001年2月22日)

参考資料 3: 日米企業の主要財務比率

指標	日本 (サンプル数: 304社)			アメリカ (サンプル数: 283社)		
	1991年度	1992年度	1993年度	1991年度	1992年度	1993年度
ROA (注): %	5.6	4.1	3.3	7.5	7.3	7.5
売上高利益率 (注): %	5.9	4.4	3.6	8.1	7.7	8.1
総資産回転率: 回	0.95	0.93	0.91	0.94	0.92	0.93
ROE: %	5.7	2.8	1.9	7.6	1.5	10.6
売上高当期利益率: %	1.8	0.9	0.6	2.5	0.4	3.0
総資産回転率: 回	0.95	0.93	0.91	0.94	0.92	0.93
財務レバレッジ: 倍	3.32	3.31	3.25	3.21	3.69	3.8
売上高総利益率: %	24.7	24.2	23.9	29.4	29.5	30.0
売上高営業利益率: %	4.6	3.5	2.8	8.4	8.5	9.3
売上高利益率 (注): %	5.9	4.4	3.6	8.1	7.7	8.1
売上高当期利益率: %	1.8	0.9	0.6	2.5	0.4	3.0
売上債権回転期間: 日	76.8	75.9	76.1	59.7	53.2	58.1
在庫回転期間: 日	70.4	68.4	67.7	61.1	58.3	57.3
自己資本比率: %	30.2	30.2	30.8	31.2	27.1	26.3
流動比率: %	127.3	124.4	126.5	108.3	105.8	113.7
固定比率: %	146.8	152.4	154.5	203.2	238.1	236.2

注) 利益としてはEBIT (Earning Before Interest and Tax) を用いた  
 出所: 通商産業省政策局「世界の企業の経営分析1995年版」に加筆修正

参考資料4: 米国 ROE 上位ランキング表

順位	会社名	ROE	売上高	当期純利益	業種
1	Wal-Mart Stores Inc	20.5%	36.5兆円	1.2兆円	小売業 (Discount, Variety Stores)
2	BP PLC	16.3%	22.1兆円	1.4兆円	石油・石炭 (Major Integrated Oil & Gas)
3	China Petroleum & Chem	9.1%	19.3兆円	3,964億円	石油・石炭 (Independent Oil & Gas)
4	Toyota Motor Corp	-4.3%	20.5兆円	-4,369億円	輸送用機器 (Auto Manufacturers - Major)
5	General Electric Co	16.6%	16.6兆円	1.5兆円	(Conglomerates)
6	Petrochina Co Ltd	14.5%	14.2兆円	1.5兆円	石油・石炭 (Major Integrated Oil & Gas)
7	ArcelorMittal	17.0%	11.4兆円	8,578億円	鉄鋼 (Steel & Iron)
8	AT&T Inc	12.3%	11.0兆円	1.1兆円	情報・通信業 (Telecom Services - Domestic)
9	Total SA	21.6%	10.8兆円	7,154億円	石油・石炭 (Major Integrated Oil & Gas)
10	Hewlett-Packard Co	18.9%	10.3兆円	6,922億円	情報・通信業 (Diversified Computer Systems)
11	Bank Of America Corporation	2.3%	10.3兆円	3,658億円	銀行業 (Money Center Banks)
12	Citigroup Inc	-1.1%	9.7兆円	-1,444億円	銀行業 (Money Center Banks)
13	Verizon Communications Inc	8.8%	9.6兆円	3,284億円	情報・通信業 (Telecom Services - Domestic)
14	McKesson Corp	13.3%	10.4兆円	805億円	卸売業 (Drugs Wholesale)
15	Nippon Telegraph and Telephone Corp	7.4%	10.4兆円	5,385億円	情報・通信業 (Telecom Services - Foreign)
16	Honda Motor Co Ltd	3.4%	10.0兆円	1,369億円	輸送用機器 (Auto Manufacturers - Major)
17	Hitachi Ltd	-75.0%	10.0兆円	-7,872億円	機械 (Farm & Construction Machinery)
18	JPMorgan Chase & Co	3.4%	9.2兆円	5,115億円	銀行業 (Money Center Banks)
19	Cardinal Health Inc	13.2%	9.6兆円	1,112億円	卸売業 (Drugs Wholesale)
20	Wells Fargo & Co	11.0%	8.8兆円	1.1兆円	銀行業 (Money Center Banks)
順位	会社名	ROE	売上高	当期純利益	業種

ROE 上位 (749 位中 1 - 20 位) 日米市場 日本市場 米国市場

順位	会社名	ROE	売上高	当期純利益	業種
1	Permian Basin Royalty Trust	11,100.0%	102億円	101億円	証券・先物 (Diversified Investments)
2	BP Prudhoe Bay Royalty Trust	5,020.0%	230億円	229億円	石油・石炭 (Oil & Gas Refining & Marketing)
3	Sabine Royalty Trust	1,271.4%	83億円	81億円	証券・先物 (Diversified Investments)
4	Mesabi Trust	875.0%	31億円	31億円	証券・先物 (Diversified Investments)
5	San Juan Basin Royalty Trust	794.4%	132億円	130億円	証券・先物 (Diversified Investments)
6	Mesa Royalty Trust	200.0%	12億円	12億円	証券・先物 (Diversified Investments)
7	Pre-Paid Legal Services Inc	187.5%	423億円	54億円	サービス業 (Personal Services)
8	Terra Nitrogen Co LP	185.9%	824億円	385億円	水産・農林業 (Agricultural Chemicals)
9	Cross Timbers Royalty Trust	182.3%	28億円	28億円	証券・先物 (Diversified Investments)
10	Lorillard Inc	140.6%	3,837億円	809億円	食料品 (Cigarettes)
11	Avon Products Inc	129.6%	9,757億円	798億円	その他製品 (Personal Products)
12	GT Solar International Inc	107.3%	529億円	86億円	情報・通信業 (Semiconductor - Specialized)
13	Williams Partners LP	93.6%	581億円	174億円	化学 (Specialty Chemicals)
14	Osi Pharmaceuticals Inc	82.3%	345億円	429億円	医薬品 (Biotechnology)
15	Bridgepoint Ed Inc	78.8%	198億円	23億円	サービス業 (Education & Training Services)
16	Colgate-Palmolive Co	73.5%	1.3兆円	2,060億円	その他製品 (Personal Products)
17	Rue21 Inc	72.2%	352億円	11億円	小売業 (Apparel Stores)
18	Primoris Services Corp	65.5%	555億円	32億円	機械 (Heavy Construction)
19	Alliance Resource Partners LP	60.0%	1,107億円	172億円	非鉄金属 (Industrial Metals & Minerals)
20	Accenture Plc Ireland	55.1%	2.2兆円	1,541億円	サービス業 (Management Services)
順位	会社名	ROE	売上高	当期純利益	業種

出典 : <http://markets.nikkei.co.jp>

