

企業能力評価の伝統的諸方法

鈴木 一 道

I はじめに

企業を対象とした評価^①は企業が発生した当初からさまざまな機関や個人によって素朴な形であれ、行なわれていたに違いない。出資者や取引先さらには金融機関は先ず、外部評価として企業主および他の出資者の人柄や能力、製造している製品の品質、あるいは建物の大きさや敷地等の規模を通して、当該企業の信頼度を観察していたかもしれない。また、企業主も管理目的で、諸業務の能率や管理制度のあり方について、いわゆる内部評価を行っていたであろう。

外部による企業の組織的評価は、企業が規模的にも量的にも増加し、社会に対してある一定の影響力を有するようになってから行なわれることになる。この段階で、企業の評価は社会的に必須のものとなり、制度化されることになる。

このような制度化は、主として企業からの情報の提供という形で実施される。企業が提供する情報とは会計情報に他ならず、したがって企業の評価は会計制度の発展と歩調を合わせて、会計的評価として、発展してきたのである。

しかしながら、近時、企業の社会に対する影響力が一段と高まり、企業と社会の関係が一層複雑になるとともに、経営者および利害関係者による企業評価の意義は大きくなり、また目的も多様化してきた。このことは必然的に企業評価の方法を多様化させ、質的な向上を要求することになる。

本稿では、まず評価の意義、目的、諸形態について一定の整理を行なった後に、伝統的な会計的評価方法について、その特質、限界を考察し、このような会計的方法を総合評価に応用したものとして、Wall&Duningの指数法を検討する。また会計的方法を利用している債券および株式の格付けを検討する。最後に定性的要因を評価要素に取り込み、また評価プロセスに数学を利用する最近の方法について考察する。このような企業能力評価に関する伝統的諸方法の整理・検討を今後評価モデルを構築するための基礎としたい。

II 企業能力評価の意義

1 評価の意義

広辞苑によれば、「評価」とは「①品物の価格を定めること。また評定した価格。②善悪・

美醜・優劣などの価値を判じ定めること」である。こうした定義からすれば、評価の目的、評価の対象、評価の要素、評価の方法が「評価」を実施する場合に考慮されなければならない。例えば、入学試験は評価行為の代表的なものである。ここでは、評価の目的は相対的に優れた学生、あるいは入学後に必要になる学力を備えた学生を選抜することにある。評価の対象は学生であり、評価要素は学力であり、入試学科目がサブ評価要素となる。そうして、評価の方法としてペーパー試験が採用される。

ただし、評価の目的、対象、要素は極めて密接な関係にあり、特に評価要素は重層的に構成される。また、評価の方法は評価の目的、対象、要素と関係を有しているものの、通常いくつかの代替的方法が存在するとともに、新規に開発されることもある。また評価の方法が新しく開発されることにより、逆にそれが新しい評価目的を創造することもある。いずれにしても、評価を行なううえで、最も大切なことは何のために評価を行なうのかという目的を明確に認識することである。評価の目的を明確に規定しない限り、満足な評価結果は得られない。

2 企業能力評価の主体および目的

企業能力評価はその評価の主体および目的によって、内部評価と外部評価とに分類することが出来る。

内部評価は当該企業の経営者が経営意思決定および業績管理の目的をもって、自己評価として実施するものである。例えば設備投資や新規事業への進出に際して、意思決定を行なう際の情報を得ようとして行なったり、日常の生産、販売などの諸業務の改善、合理化をねらった原価管理あるいは予算管理のための情報を得ようとして行なうものである。この内部評価としての企業評価は管理会計の重要な課題のひとつである。

外部評価は企業の外部者による評価である。外部評価はその主体が多様であるので、それに応じて、その目的も多様である。企業に融資する金融機関はその企業の債務返済能力を知るために評価を行なう。投資家や証券会社は株式や社債投資の判断基準を得るために評価を行なう。他企業の合併、買収を検討している企業も適切な買収価額を決定するために当該企業の評価を行なう。またこのような情報の提供を目的とする新聞社、出版社、研究所はそれぞれ独自の評価要素を設定して、大規模かつ継続的に企業能力評価を行なっている。

3 企業能力評価の諸形態

ここでは、企業能力の評価の方法について評価要素の数と認識方法を基準にして整理しておく。

先ず評価を行なう場合、評価要素が単一であるか、複数、場合により評価の対象の総体をカバーしているかによって、個別的評価と総合的評価とに分けることが出来る。前者は、

例えば企業の伝統的な債務返済能力あるいは最近見られる「日本マーケティング大賞」（日経ビジネス）、「女性活用」（日経ウーマン）、「環境によい会社」（日経ビジネス）などの評価の場合がそれである。後者は、文字通り企業の全体的能力を総合的に評価しようとするものである。ここには債務返済能力も、営業力も、環境の保護ないしそれとの調和努力も含まれると理解してよい。ただし、企業の全体的能力が何を意味するか、どのような要素が含まれるかは時代により、地域により異なり、常に一定であるというわけではない。例えば、「良い会社」（日経ビジネス）は最近の総合的評価の代表的なものといえる。

次に、評価要素を量的に認識するか、質的に認識するかによって、定量的評価と定性的評価とに分けることができる。前者は、企業の評価要素を定量的に測定し評価結果を数量によって表現する方法であり、従って、評価結果はこれを数量の大小ないし多少の順に配列することができる。後者は企業がいかなる体質を有しているかを分析するものである。この場合には、ある性質ないし条件を具備しているか否かを判断することが目的であって、どの程度それらを具備しているかは原則として問題にならない。評価が定量的に行なわれるか、定性的に行なわれるかは本来、評価要素自体が計量可能か否かによって決定される。

今日の企業能力評価の課題のひとつは定性的な評価要素をいかに計量し、評価結果を数量によって表現するかということにある。この場合、定量的な評価要素に翻訳して定量化する方法と定性的な要素そのものを主観的評価によって定量化する方法がある。一般に定性的評価は相対評価であり、定量的評価は絶対評価であるが、この課題は相対評価を絶対評価に翻訳することであるといえる。このために、アンケート調査や数学的手法が利用されている。

Ⅲ 会計的評価の方法

1 会計的評価の生成

従来、企業能力評価という課題を担ってきたのは経営分析ないし財務分析の分野であった。このことは企業能力評価の必要が、先ず信用分析目的のために生じたことと無縁ではない。すなわち、今世紀の初頭のアメリカにおいて、企業より借入の申し込みを受けた銀行は貸借対照表の提出を求め、それを分析することによって融資の可否の判断を行なったのである。²⁾ この判断の基準は債務返済能力の存否に求められ、具体的には貸借対照表上の2つの項目の比率として算定された。これが銀行家比率とも呼ばれる流動比率である。

流動比率は貸借対照表借方の流動資産を貸方の流動負債によって除すことにより求められる。当時からアメリカではこれは200%をもって満足すべき基準としていた。1年以内に返済期日の到来する流動負債の支払準備として、流動資産をその2倍保有していれば、たとえ流動資産のなかに不良債権や不良在庫が混在していても、債務返済能力を維持できるとの

考えがここにある。

ここでは債務返済能力の判断が運転資金額等のような絶対的な金額ではなくて、流動比率等のような比率によってなされることに注目すべきである。この方法によることにより、企業能力が指数によって表現されることになり、企業規模の大小を超越した相対的な企業比較と趨勢法による期間比較を可能にしたのみならず、その後の企業能力評価の体系化に道を拓くことになったのである。

また、1920年代頃より、企業内部でも大規模企業を管理することになった専門経営者は競争の激化と利益率の低下に対処するために経営過程の合理化を推進する目的で原価管理、予算管理を導入した。これらは標準の設定と標準・実績比較および差異分析からなっている。このような手続きは経営管理を計数管理によって科学化し、評価を客観化するものとなり、経営管理者にとっては経営過程を改善・合理化するための諸方策の実施に対して、説得力ある根拠を与えた。

2 会計的評価の意義

財務会計は、企業の行なった経済活動を貨幣を公分母として測定、記録し、一定期間毎に整理して損益計算を行なうとともに、経営成績と財政状態を財務諸表に要約し、利用者に提供する技術である。この技術は社会的制度として機能しているのであるが、このことは会計の提供する情報が社会的に有用である事を意味している。しかしながら、この会計はそれのもたらす情報が社会の利害関係者のうちの誰に、どのように有用であるかまでは予定していない。通常、その情報は今日の支配的な考え方によれば、投資家を第1次的利用者と考えるはいるものの、基本的には同一の計算原理と手続きによって作成された情報がすべての利害関係者に対して提供されるのである。この意味で、財務会計情報は高い汎用性を有しているといえる。

したがって、それぞれの利害関係者が自己の意思決定のために財務会計情報を利用する場合、その汎用性の高い情報を適当に組み替え、あるいは抜き出して利用することとなる。しかしながら、財務会計情報は企業の経済活動のうち貨幣単位によって測定できるものは全てこれを包含しているので、生産、販売、財務等の全ての活動の結果が集約されており、会計情報を読むことによって、企業の経済活動の内容、およびそれがもたらした結果を把握することができる。しかし、汎用性が高ければ高いほど、また全ての領域をカバーしていればいるほど、特定目的に利用する場合には、全体の中から目的適合的な情報を選択し、これに加工を行なう作業が必要となる。この作業が経営分析ないし財務分析に他ならない。

これに対して、会計情報のなかでも管理会計情報は経営管理者が経営管理すなわち意思決定や業績管理に利用することを目的に作成されるものである。とりわけ意思決定のための会計情報は「異なる目的には異なる原価を」という文言が示すように、特定の意思決定に対する関連情報であることを求められる。したがって、財務会計情報に比べると、管理会

計情報は基本的に汎用性を有するとは言えない。

業績管理に利用される会計情報は財務会計情報を含むものであるが、これが管理会計システムに導入されるときには標準ないし予算に対応される実績を表示する情報として、特定の目的を付与されているのであって、この情報は管理会計情報の一部であるとみなさなければならない。

原価差異分析、予算差異分析は予定の会計情報によって実施される。要するに、管理会計情報は特定の目的を予定して用意されるものである。とはいえ、意思決定の場合には既に存在する会計情報のなかから関連情報を探求し、これによって、分析を実施することになる点で、外部の経営分析に似ている。

3 会計的評価の限界

会計的評価、すなわち会計情報に依拠した企業の評価にはいくつかの限界がある。大別すると表示能力の限界、時間の限界、環境の限界の3つになる。これらについて先ず外部評価の側面から整理しておこう。

先ず、財務諸表の表示能力の限界であるが、これは会計が企業の経営成績、財政状態を表示するうえで、一定の限界を有しているということである。今日の会計は取得原価主義に立脚しているので、資産は費用配分の手続きにより、その資産原価のうちの一部が毎期費用化され、残りの部分が次期に繰越される。したがって、棚卸資産や土地を除く有形固定資産の貸借対照表価額は再調達価額でも、取替原価でも、売却時価を表しているのでもない。また土地は取得原価で継続される。したがって、資産価額によって債務返済能力を判断することは困難である。また、会計手続きは複数のものからの自由選択適用が認められているが、この場合選択した手続きの継続的採用が不可欠である。さもなければ、経営成績、財政状態の期間比較が妨げられることになる。この状態が、悪意によってもたらされた場合、粉飾となる。粉飾は経営成績、財政状態を誤解させることを目的とした行為である。以上の限界は表示の計算構造に関わる実質的限界である。

また、財務諸表の表示能力の限界はさらに、形式的部分にも存在する。これは損益計算書が経営成績を、貸借対照表が財政状態を表示するうえで、重要性、区分、配列等の問題から、必ずしも誤解を与えないとは限らないということである。

次に、時間の限界である。評価のための情報は出来るだけ新しいものでなければならないことは言うまでもない。しかしながら、とりわけ外部の利害関係者に提供される会計情報は企業の過去の経済活動を要約、整理したものであって、情報として提供された時には既に過去のものとなっている。しかも、その過去情報が制度的に提供されるのは決算終了後2ヵ月を要する。重要な後発事象については財務諸表に注記されるとはいえ、評価の対象となる企業の実態に変化が生じていないとは限らない。すなわち決算終了2ないし3ヵ月後の情報を利用していることになる。ただし、過去の情報を分析するというこの時間の問題は

それほど決定的なものではないという意見もある。⁶⁵⁾

最後に、会計情報は当該企業が経験した経済活動のみを取り扱うことから、それ以外の景気の変動、産業構造の変化、国際政治の動向などの環境的要因は当然のことながら取り扱いの範囲外となる。さらに、会計情報は貨幣評価の可能な経済活動のみを取り扱うことから、貨幣評価の不可能な活動はやはり範囲外となる。経営者の企業努力、経営組織、人材等がこれにあたる。すなわち、企業能力評価に必要な要因でありながら、会計情報にもりこまれていないものは多い。

内部評価については以上の外部評価とは若干の相違がある。管理会計情報は実質的にも形式的にも制度的な規定が存在しない。目的に適うさまざまな時価情報や会計制度外の原価、利益概念を利用でき、必要に応じて、適切に区分表示することができる。外部環境や企業の定性的要因は貨幣的測定という性質から会計情報によってフォローすることはできない。

4 WallとDuningの指数法

信用力の判定は「勘」に頼るのではなく、体系的な分析法に基づくべきであるとし、経営分析の体系化を計ったのがA. WallとR. Duningである。彼等はその共著⁶⁶⁾において、貸借対照表と損益計算書の各項目について解説を加えた後、経営分析のさまざまな手法を紹介、検討している。すなわち、比較分析、百分率貸借対照表、静態比率、動態比率、補助比率、信用力の指数化、比率分析のための基準、要約などである。

彼等の業績のなかで、最も著名で、有意義なものは、指数を利用した企業の評価法である。彼等は比率分析指標のうち、流動比率、固定比率、負債比率、売上債権回転率、商品回転率、固定資産回転率、資本回転率の7つの静態、動態比率に、彼の長年の経験に基づいてウェイトを与え、総合的な一つの指数を編成した。また、各項目に対して、多数企業の財務諸表から求められた数値の算術平均、最頻値（並数）、中位数を求め、それをさらに算術平均して基準比率を求める。

特定企業の各項目の比率、すなわち実際比率が求められたら、各々について基準比率によって除して、それにウェイトを乗じて評価値を求める。各項目の評価値の合計が当該企業の総合的な評価値となるのである。⁶⁷⁾

WallとDuningは静態比率3項目に65%、回転率4項目に35%の重要性を与えている。彼の目的が信用分析にあることから、静態比率の重視は当然のことともいえるが、むしろ、回転率に約3分の1のウェイトを置いていることに注目すべきである。また、固定比率と固定資産回転率に25%、すなわち4分の1のウェイトを置いている。これは製造業を念頭に置いているため、固定資産を多く使用していない業種では、これらに割り当てられたウェイトを他の項目に割り当てたり、酸性試験比率などの比率を設けて、これに割り当てても良いとしている。⁶⁸⁾

このようなWallらの企業評価方法に対していくつかの欠点が指摘されている。古川栄一に

図表1 WallとDuningの指数法

比 率	ウェイト	基準比率	当 社	関係比率	評 価
流動比率	25%	200%	220%	110%	27.50
固定比率	15	250	220	88	13.20
負債比率	25	150	160	106	26.50
売上債権回転率	10	600	500	83	8.30
商品回転率	10	800	600	75	7.50
固定資産回転率	10	400	400	100	10.00
自己資本回転率	5	300	240	80	4.00
指数合計	100%				97.00
				基準を下回る分	3.00

出所 A.Wall&R. W.Duning, "Ratio Analysis of Financial Statements"1928
p.161

よれば、⁷⁾第1に、各比率のウェイトが信用分析的観点に立脚しているため、内部分析には適用できない。第2に、各種の比率が企業の全体的批判に役立てられるにふさわしい代表的な比率であるかどうか検討の必要がある。第3に、選択されなかった比率のうちにかえて必要な比率が除外されていないかどうか検討の必要がある。要するに、「……、なお企業の財務状態および経営成績の総合的批判のための方法としては、それは多数の比率のうちから、たんに恣意的に選択された各種比率の総合方法にすぎないと批判しなければならない。⁸⁾」という。また、標準比率を求めるためのサンプルの採り方が主観的である点にも批判がある。それにもかかわらず、信用分析目的に限定しても、回転率を含む複数の比率に対して、主観的であれウェイト付けを行い、また3種の代表値の算術平均から標準比率を求める方法は科学的である。このような方法によって、彼等の業績がその後の総合的企業評価の先駆となったことは高く評価できる。

さらに、彼らの経営分析の視野が広いことも評価に値する。すなわち、彼らは信用状態に影響を及ぼす要素は財務的要素、人的要素および景気循環要素の3つに分類できるという。言うまでもなく、経営分析はその内の1つに関係するのであるが、信用状態の判定にはそれぞれ40%、40%、20%の割合で相互に関係しているという。信用分析という範囲ではあったが、会計的要素以外の定性的要素、環境的要素を斟酌する必要を認識していたのである。⁹⁾

IV 債券および株式格付け

1 債券の格付け

アメリカでは、社債券の発行による資金調達のためから、20世紀初頭より債券格付けが

試みられていた。この債券格付けはわが国では、アメリカに比して大幅に遅れていたが、1987年の市場開設に先立つ1985年から格付機関が設立され徐々に浸透しつつある。債券発行の適債基準等に使用できる格付けは、日本格付研究所、日本インベスターズサービス、日本公社債研究所、Moody's社、S & P社、Fitch社より取得したものでなければならないとされている。

もとより、債券の格付けは、債券投資の判断材料を提供する目的で特定債券の元利払いの確実性、すなわち債券発行者の当該債券に対する債務履行能力を評価するものであって、企業それ自体を評価するものではない。その意味では、企業能力のごく一部を、その返済期限に限って評価するものであるといえよう。

しかしながら、この能力の評価にあたっては、いずれの格付機関も幅広くデータを収集し、多角的にこれを分析している。また、長期債の場合、10年以上に亘って元利払いの確実性が検討されるので、債務履行能力の評価要素は必然的に多様化せざるをえない。したがって、この社債の格付けを企業の総合評価のひとつとしてみなして、利用することは理由のないことではない。ただし、言うまでもないことであるが、格付けにあたり、評価要素が多様化しているとはいえ、それらが同一のウエイトを与えられているわけではない。評価のポイントはあくまでも、債務履行能力にあるのである。

以下、いくつかの格付機関の格付要素と表示方法をまとめておこう。まず、日本格付研究所では、当該債券の元利金の支払確実度を以下のように等級化する。

図表2 債券格付けの定義

Aaa	元利金の支払いの確実性が最も高い。	B	元利金の支払いの確実性に乏しく、将来に懸念がある。
Aa	元利金の支払いの確実性は非常に高いが、Aaaの債券より劣る要素がある。	Ccc	元利金の支払いについて、現在においても不安な要素があり、債務不履行に陥る危険性がある。
A	元利金の支払いの確実性は高いが、経済的・政治的情勢等環境の悪化による影響を被りやすい面を持っている。	Cc	上位等級に比べて、なお不安な要素が大きい。
Bbb	元利金の支払いの確実性は認められるが、上位等級に比べて、将来、元利金の支払いの確実性が低下する可能性を含んでいる。	C	債務不履行に陥る危険性が最も高いもの。
Bb	元利金の支払いの確実性は当面問題ないが、将来、安全であるとは言えない。	D	債務不履行に陥っており、元本・利息の一方または両方が延滞、不払いとなっている。

出所 株式会社 日本格付研究所「債券格付け」3ページ

この格付けにあたっては先ず企業収益力を重視する。債券の元利金の支払確実度を判断す

るに当っては企業の解散価値をもってする考え方があるが、ここでは企業がゴーイング・コンサーンである以上、債務は将来の利益から返済されると考え、元利金を余裕をもって支払ってゆくに足る高く安定した収益力を企業がもちうるかどうかという視点に立っている。この企業収益力評価はその企業が所属する業種が成長産業か停滞産業か、製品や原材料の市況に業績が左右され易いかどうかという所属産業の特性が検討される。次に業界における地位と競争力が検討される。次に企業の特性が色々な観点から検討される。すなわち、ここでは経営多角化、企業グループ、設備投資や企業買収の計画、経営組織や経営陣、経営理念や経営方針が俎上に乗せられる。最後に業種によって異なるが営業利益率、使用総資本事業利益率、利払能力、キャッシュフロー比率、総キャッシュフロー比率、キャピタリゼーション比率、総キャピタリゼーション比率、自己資本比率などが中心となる。なお、これらの分析は原則として連結決算によっておこなう。

また日本インベスターズサービスでは、長期債務の履行能力に関して、次のように10ランクに分類し、場合によりさらに(+)、(-)を付する。⁽¹⁰⁾

AAA AA A BBB BB B CCC CC C D

格付けの際の検討事項としては、業界環境、経営力、事業構成と事業展開力、収益動向、財務状況、財務面の耐久力、および特約条項、発行条件である。主要な財務指標としては、利益の状況を表すものとして売上高経常利益率、使用総資本事業利益率、インタレスト・カバレッジ・レシオが検討され、資本の構成を表すものとして自己資本比率、長期負債対キャピタリゼーション比率、キャッシュ・フローと資金収支に関して長期負債対キャッシュ・フロー比率、流動比率、経常収支比率が算出されるが、この他利益の絶対額、事業部門別利益なども検討の対象となる。

これらのなかで、キャッシュ・フローをもたらず収益性が重視されていることに注目したい。元利払い能力の評価といいながら、その対象は収益性である。すなわち、「社債投資では、元本および金利は企業の将来の収益(フロー)から支払われることを想定しており、その企業の資産価値をあてにして、将来、資産(ストック)の取崩しによって支払われることを想定してはいない。すなわち、継続価値を前提としているのであって、清算価値を前提としているのではない」。⁽¹¹⁾

また、多くの格付機関では格付けに当って非財務的要素および内部情報をも考慮している。しかしながら、数値に現れておらず、実証されていないものは格付けを左右する要素とはなりえないこと、また内部情報には統一的基準がないこと、内部情報を用いた場合、内部情報にふれずにその格付理由を投資家に説得力をもって説明することが不可能なこと、さらに情報内容に対する情報提供者の責任の所在や重さが、公表情報とは異なることを理由にそれをあえて無視するという考えもある。⁽¹²⁾

2 株式の格付け

債券の格付けほど制度化されておらず、また一般化してはいないが株式についても格付けの試みがなされている。これを行なっている機関には、例えば東洋経済新報社や実業之日本社などがある。

前者はこの株式の格付けについて投資家が妙味株を効率よく正確に発掘するための指針であって、企業が株主に出す事業報告書や決算短信をベースに企業の資産内容、収益力を分析し、さらに成長要素、市場での人気を加味して、同一基準で投資妙味の判定を行なうものであるという。⁽¹⁹⁾ ここでは、量的要素15項目、質的要素3項目を格付項目としているが、中心となる量的要素は企業活動要素、成長要素、市場要素からなる。格付項目および格付要素の算出方法は以下の通りである。

図表3 格付要素の算出方法

<p>自己資本比率 = 自己資本 ÷ 使用総資本 × 100 1株当たり純資産額 = 自己資本 ÷ 期末発行済み株式数 総資本回転率 = 当期売上高 ÷ 使用総資本 × 100 売上経常利益率 = 当期経常利益 ÷ 当期売上高 × 100 1株当たり利益 = 当期税引利益 (年間換算) ÷ 期末発行済み株式数 配当性向 = 当期配当金 ÷ 当期税引利益 × 100 内部留保率 = (利益準備金 + 任意積立金 + 次期繰越利益) ÷ 当期末処分利益 × 100 株価変動率 = (月間高値 - 月間安値) ÷ 月間平均株価 × 100 を算出し、90年7月～12月までの平均をとる 出来高比率 = 月間出来高合計 ÷ 発行済み株式数 × 100 を算出し、同上平均をとる</p> <p><注> 自己資本は、貸借対照表の資本合計。使用総資本は貸借対照表の「負債の部合計」と「資本合計」と「資産の部の貸倒引当金」を合計したもの。</p>
--

出所 実業之日本社『投資相談』3月増刊号'91. 3, 14ページ

図表4 格付項目

量的要素	企業活動要素	<p>売上高 期末発行済み株式数 } 企業規模 自己資本比率 1株当たり純資産額 } 資産内容 総資本回転率 売上経常利益率 } 収益力 1株当たり利益 配当性向 } 配当力 内部留保率 } 蓄積状態</p>
	成長要素	<p>1株当たり 利益予想増加率 } 成長性 売上高予想増加率 経常利益予想増加率</p>
	市場要素	<p>株価変動率 } 市場性 出来高比率</p>
質的要素		<p>株主優遇度 } 数字で表 企業の安定成長力 } 現 市場人気 } 企業の実力評価</p>

出所 同左

算出された量的要素の各数値はその企業が所属する業界のなかでどのレベルに位置しているかを明らかにするために、偏差値をだす。これらはAからKまでの11のランクに分けられ各々に得点が与えられる。つぎに、3つの質的要素について記者間の討議によってAからEまでの5段階にランク付けをおこなう。

各々の項目の得点の合計が各企業の評点(ポイント)となる。この評点は同一業界内の企業の相対評価であって、異業種間比較は不可能である。比較的優良な企業であっても、好業績の業界に属している場合にはこの評点は低くなる傾向がある。これを調整するために、

個別銘柄の評価と同じ手順で業界間の格付けを行なう。平均値で算出された業種の評点は業種間で偏差され、業種の評点が算出される。これを業種平均点で割ったものが各業種の業種指数で、これを各銘柄の粗評点に掛けることによって、格付評点がもとめられる。この方法では量的要素と質的要素のウエイトのバランスや質的要素が主観的にランク付けされている点が問題である。これらの要素の一覧から解ることは当然といえば当然のことであるが、収益性、配当力に重点がおかれ、安全性あるいは流動性の要素が比較的軽視されていることである。また、大事なことは評点の高い銘柄を選択すべしということではないことである。その時の相場の性格によって場合により低いものを、場合により高いものを選択したほうが効果的となることがある。さらに、時により財務内容を重視したり、成長力を重視したりという具合に、重点の置き所を代えて選択しなければならないこともある。

以上のような、株式の銘柄を評点によって表す方法に対して、実業之日本社では債券格付けと同じアルファベットの記号による表示を行なっている。すなわち、AAからEまでの6段階をおこない、これを投資魅力度としている。⁽¹⁴⁾

この投資魅力度を構成する要素は出来高回転率と企業力評点の2つである。出来高回転率は市場人気のバロメータである出来高を過去3年分算出し、A, B, Cの3ランクに分ける。

企業力評点は成長性、安定性、収益性の観点から、それぞれにつき予想データを含む時系列の評価を算出している。各要素の内容は以下の通りである。

成長性 = 純資産 売上高 営業利益 経常利益など

安定性 = 総資産 自己資本比率 1株当り純資産 金利支払能力 経常利益安定成長度など

収益性 = 総資産経常利益率 売上高業務利益率 1株当り純利益 1株当り経常利益など

記号で表示された出来高回転率と数値で表示された成長性、安定性、収益性を総合して前述の6段階評価が行なわれるのである。この方法では異業種間比較が不可能な点、定量的要素のみで評価が行なわれているなどの問題がある。

V 総合的評価の諸方法

1 PIMS総合経営力調査

この調査(Profit Impact of Marketing Strategy)は事業経営上の業績を説明、予測する方法を見つける目的で、1960年にGEの社内プロジェクトとして発足した。現在は戦略計画研究所(Strategic Planning Institute)が引き継いでいる。1880年現在で200企業、2000事業所を対象として、戦略要因、競争要因、業界環境度要因、企業成果など約100項目に及ぶアンケート調査を実施している。

PIMSは主として事業所を対象としており、事業戦略を中心とし、数値によって回答させ

る項目が多く、純然たる定性要因は少ない。

また企業成果としての被説明変数として、ROIとキャッシュフローの2つの財務指標を用いている。そうして、これらの財務指標に単独で貢献する各経営要因をそれぞれ説明変数とする単純回帰分析を分析手法として使用している。⁽⁴⁵⁾

2 通産省総合経営力調査

通産省では、1973年より調査・分析を行い、その結果を1976年以来毎年、『新しい経営力指標』として、1987年以降は『総合経営力指標』⁽⁴⁶⁾として公表している。この調査では原則として、東京、大阪の上場企業を対象として、トップ・マネジメント要因、組織要因、製品戦略要因、財務要因、経営関係要因、海外子会社要因といった広範な経営要因99項目について、アンケート調査を行なっている。

この調査が採用している分析手法は、QAQF (Quantitative Analysis for Qualitative Factors) である。この方法の分析手順は3つのプロセスからなっており、概略以下の通りである。先ず、第1段階は各経営要因の実態分析のための単純集計分析であって、アンケートの作成とその1次集計である。アンケートの項目は毎年一定しているわけではないが、トップ・マネジメント要因、組織要因、製品戦略要因、財務要因、経営関係要因など約100項目からなっている。第2段階は各経営要因の企業経営への貢献度を分析するためのD値分析であって、ここでは被説明変数の作成、カテゴリー修正、F検定、D値の算定がおこなわれる。被説明変数としては収益性と成長性が重要であって、これらが業績評点となる。さらにモラルと柔軟性が加えられ、総合経営力評点となる。

総合経営力評点 = 業績評点 (成長性評点 + 収益性評点) + モラル評点 + 柔軟性評点
D値は各経営要因の企業成果への貢献度を表している。したがって、この値の大きい項目の経営方法を採用することによって、経営改善を行なうことができる。ちなみに、新鋭設備比率、売上高研究費比率、稼働率がベスト3となっている。

第3段階はダミー変数による重回帰分析であって、ここでは、総合的な企業評価が行なわれる。すなわち、複数の経営要因が組み合わされた場合、それが全体として、どのくらいの成果を企業にもたらすかを予測するものである。

この方法は定性的要因を定量的に評価しようと試みるものであり、また、経営改善のための具体的な指針を与える点に特徴がある。

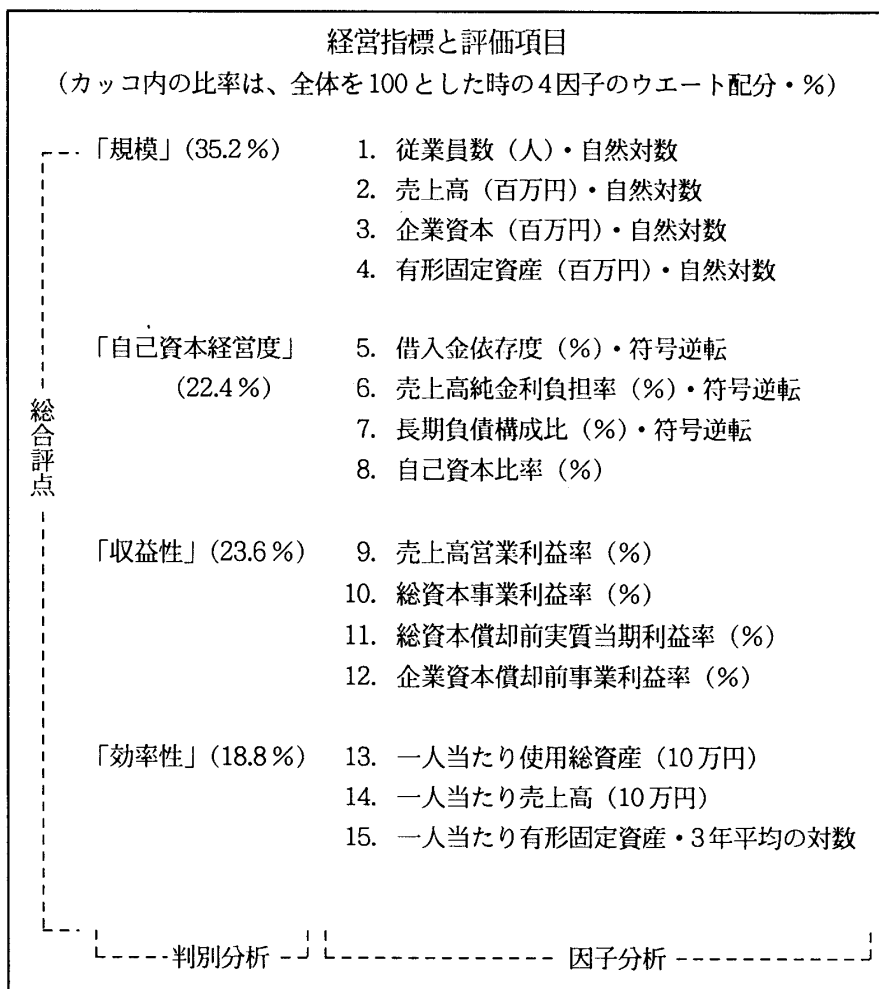
3 NEEDS・CASMA

日本経済新聞社は1979年以降、アンケート調査と統計的手法を組み合わせた手法NEEDS・CASMA (多変量解析法による企業評価システム) によって毎年優良企業のランキングをおこなっており、その結果を新聞ならびに日経テレコンを通じて公表している。⁽⁴⁷⁾

この方法は6つのプロセスからなっている。第1に、経済担当記者にアンケートを行い、

現在の経済環境のもとで、優良企業にふさわしい企業とふさわしくない企業とを選出するとともに、その理由の記述を求める。第2にこのような区別をするうえでどんな基準を用いるのがよいかについて集約し、その結果を集計、分析し、優良・不良企業像を明確にするとともに、評価基準に合致しそうな財務指標を選択する。91年の場合、別掲の15本の指標が選択された。第3に因子分析により、選択した指標をいくつかの因子に集約する。例えば89年の場合、規模、健全性、成長性、収益性、90年の場合、規模、自己資本経営、成長性、収益性であり、91年の場合、規模、自己資本経営、収益性、効率性である。このようにその年度の外部環境によって評価要素を変更していくのがこの調査の特徴である。第4にこれらの因子を評価項目として、企業の評点を算出する。第5に重回帰分析による判別分析によって、優良・不良企業を判別できる総合評価式を設定する。最後にこの式に各企業のデータをあてはめ、総合評点を算出し、ランキングを行なう。

図表5 NEEDS・CASMAの評価構造



出所 日本経済新聞 1991年8月17日

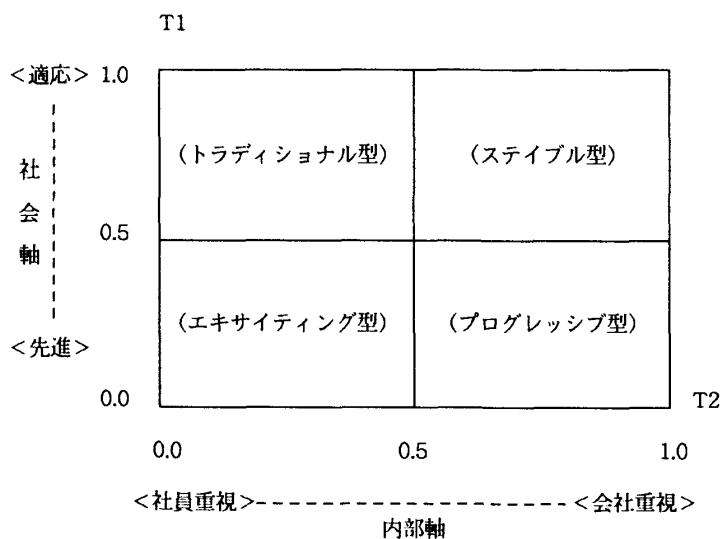
NEEDS・CASMAは経済担当の記者を対象とするアンケートを基礎にして、評価基準を選択するのであるが、それらは財務指標に翻訳される。したがって、予想売上高経常利益率、予想増収率も反映させているとはいえ、過去のデータによる評価という限界を有する。また、定性的要因についても、視野に収めておらず、経営環境が不透明な時代には、満足できるものではない。また、毎年評価要素を新規に選択するため、新しい環境に即応した柔軟な評価システムであるといえるが、同一尺度による継続的比較が不可能である。しかしながら、この調査の趣旨があくまでもその時点における優良企業を選出するという目的をもって実施されているのであるから、決定的な欠陥とはいえない。大規模な総合的企業評価として意義を認めることが出来る。

4 日経産業消費研・企業評価研究会

企業環境等の激変のなかで、企業の先行きを見通すことが難しくなっている。そうした中で企業評価を行なう場合、過去のデータ、特に財務データのみを基にして現在の企業の評価をするのでは限界がある。当研究所は「そこから一步踏み出して現在時点の評価ではなく、5年程度先を見た企業の評価ができないかという問題意識を持ち」⁽¹⁸⁾、1987年4月当研究会を発足させた。具体的には、企業活動を研究から販売までの流れとしてとらえ、さらに社内、社外との関わりにおいて捕捉する製造業の新しい評価手法の開発を目的としている。

当研究会は研究開発力、生産力、営業力、企業活力を対象とする4つの部会からなっており、最終的には、これらを総合して総合指標を作成する予定である。現在のところ研究開発力と営業力について、2本ずつの報告書が作成されている。⁽¹⁹⁾ 以下では、この2分野における新しい2番目の研究の内容を中心に検討する。

図表6 企業の研究開発構造



出所 企業評価研・研究報告書Ⅲ（1990年）13ページ

研究開発力に関する第1回目の報告書ではこの研究生産性、ベンチャー度、戦略性、ニーズ対応力、技術蓄積度、環境整備面（ソフト面）、〃（ハード面）、やりがい度、開放度などの項目について、アンケートに対する回答を基にして評価を行なったのであるが、第2回目には、まったく異なるアプローチを採用している。

すなわち、各企業の研究開発姿勢を質的に類別し、評価を行なった。ここでは縦軸の社会軸として、＜適応＞的か、＜先進＞的か、横軸の内部軸として、＜社員重視＞か、＜会社重視＞かを問う選択肢方式のアンケートを実施して、下記のようなマトリックスに各企業を位置付けた。

各企業はこれら4つの型のいずれかに属する。ここでは企業の質的な評価は確かに行なわれているが、絶対的な意味でも、相対的な意味でも企業の優劣は明らかにされていない。それにもかかわらず、研究開発姿勢を社会軸と内部軸とによって分類することは巧妙な、説得力ある方法であるといえる。

次に営業力については、コミュニケーション力 80（ブランド力 40 広告宣伝力 40）、販売力 210、ニーズ把握力 50、営業活力 90（合計400）の各々の視点について評価を行なった。質的な質問に対しては10点（ないし5点）から1点刻みで1点まで与え、広告宣伝費や売上高などのような数値によるものは最上位企業に10点、以下8、5、3、1点を与えた。データを入手できない場合には平均以下の得点を与える。このような点数による評価は優劣の判定に便利であるが、各視点への配点が適切であるか否かが問題である。しかしながら、ランキング上位の企業はバランスよく得点していることからすると、この配点は適切と判断してよいかもしれない。ただし、外資系企業や生産財メーカー等のデータを公表していない企業や一般に馴染みの薄い企業には不利な評価方法であるといえる。⁽²⁰⁾

VI おわりに

企業能力評価方法の発達はその体系化の歴史として把握できる。この体系化は会計的評価として行なわれた。しかしながら会計的評価の固有の限界の認識および社会的要請、新技法の開発によって、これは極めて多彩になっている。こうしたなかで、一般的な傾向をあげると、評価要素への定性的なものの導入を指摘できる。定性的評価要素は定性のまま表現されることもあるが、なんらかの方法で、計量して順位を付したり、加減乗除をはじめ数学的処理を施される。このようにして、従来の定量的要素の評価に加えて定性的要素の評価が盛んになったことがあげられる。次に、上記の定性的評価が個別的評価として行なわれることもあるが、定性的要素の定量化に対応して、総合的評価として行なわれるようになってきたことが注目される。定性的要素の定量化や総合化がコンピュータの発達によって可能となったことは言うまでもない。また個別的評価についても企業の社会貢献度

の観点から行なわれるものが多いことも指摘できる。

(注)

- (1) 経営分析の領域，とりわけ経営管理目的を志向する場合，「企業評価」は「企業能力評価」と表現したほうがよいと考える。その理由は，企業はその潜在的能力を考慮することによって未来的観点から評価できることと，企業評価という用語が「企業価値の評価」を意味する場合が多いことからである。本稿ではしたがって，「企業能力評価」という用語を原則的に用いている。
- (2) Myer, J. N., "Financial Statement Analysis; Principles and Technique", 2nd., 1952, P. 6, 西野嘉一郎・海藤隆次共訳『J.M.マイヤー財務諸表分析』(中央経済社, 1957) 8ページ。
- (3) 日本公認会計士協会東京会編『企業〔総合力〕診断』(ダイヤモンド社, 1989) 5ページ。
- (4) Wall, A. & Duning, R. W., "Ratio Analysis of Financial Statements," 1928, 野本梯之助・野瀬新蔵訳著『企業財政の比率分析』(森山書店, 1934)
- (5) ibid., p. p. 152~161. 邦訳169~179ページ。
- (6) ibid., p. p. 158~159. 邦訳176~177ページ。
- (7) 古川栄一著『経営分析－改訂版－』(同文館, 1969) 82~85ページ。
- (8) 前掲書, 84~85ページ。
- (9) Wall&Duning, op. cit., p. p. 13~15, 邦訳16~17ページ。
- (10) 株式会社日本インベスターズサービス『債券の格付について』(1990)12ページ。
- (11) 児玉万里子著『社債格付け 投資家のための利用法』(中央経済社, 1991) 55ページ。
- (12) 前掲書, 62~64ページ。
- (13) 「株式格付けの見方と利用法」『投資相談』(実業之日本社, 91年上期版) 13ページ。
- (14) 『オール投資』(東洋経済新報社, 90年上期版) 24ページ。
- (15) 日本証券経済研究所編『経営分析ハンドブック』(日本経済新聞社, 1987) 152~153ページ。
- (16) 通産省産業政策局企業行動課編『平成2年度版 総合経営力指標』－製造業編および小売業編－(大蔵省印刷局, 1991)
- (17) 日本経済新聞 1991年8月17日。
- (18) 日経産業研究所 企業評価研究会「企業の研究開発ポテンシャル評価」1989, 1ページ。
- (19) 上記以外の既刊の報告書は次の通りである。
「企業の営業力評価」1990。
「企業の研究開発ポテンシャル評価」1990。
「企業の営業力評価 2」1991。
- (20) 「企業の営業力評価 2」9ページ。