



MBS Review

木村哲教授退職記念号

定年退職のご挨拶	木村 哲	1
税引き後WACCでなく本来のWACCを利用する DCFモデル体系の提唱	木村 哲	3
シードマネー投資における優先株とJKISS方式の考察	木村 哲	13
米国基準・日本基準・IFRS基準の財務諸表の比較分析 —トヨタ・日産・ホンダの企業分析2006年から2019年—	山口 不二夫	25
サービス化社会に求められる共創価値指標	戸谷 圭子	67
Meiji Business School and English Education in Academic Settings	Evelyn J.#Naoumi	75
持続可能な経営と企業の社会的責任に関する一考察	藤岡 資正	85
アジア新興国が直面する中所得国の罨と経済のサービス化の 進展が企業経営に及ぼす影響に関する一考察	藤岡 資正	97
Issues regarding Family Firms and Internationalisation	Yu-Hsu Sean Hsu (許佑旭)	111

Number 16
March 2020

定年退職のご挨拶

私の退任に当たり、この度は定年退職記念号をだしていただき心から感謝申し上げます。2004年4月に明治大学グローバル・ビジネス研究科が設立されたと同時に奉職して16年経過致しました。あっという間ですが、当初のことを思い出せないくらい年月が経った実感もあります。1200名を超える卒業生を日本経済社会に送り出してきたMBSの発展に少しでも関与できたことを嬉しいことと考えています。16年間の前半は、自分としてコーポレートファイナンス理論を深くまで研究することに注力していた記憶があります。また、哲学まで含めて落ち着いて学習できる時間を得ました。特に研究しなかったのは倒産リスクと株式価値の関係です。人間というものは不思議な能力を持ち、数式を一切知らずして、多要素の非線形な複雑系で支配される価値を考える能力があります。しかし数式で計算する体系は非常に複雑なものになってしまう。今もって、去年の自分はこんなことも無知だったと思う日々ですが、この年でも勉強できる人生は有難い。



16年間の後半は、研究科の役職を仰せつかることが多くなり、いつからか青井先生と一緒に、MBSの国際認証を取得する努力をすることになりました。サバティカルでカフォスカリ・ベネチア大学の研究員として着任しても、ほとんど国際認証制度の勉強に明け暮れました。ベネチアで青井先生急逝の報に接した後は、落合研究科長はじめ皆様の協力の基に認証取得の準備を推進することができ、幸い2018年にEPAS国際認証を取得できて青井先生の遺志を果たして安堵しました。MBSの今後のイングリッシュトラックも含め、国際的発展に貢献する布石を打つことができました。研究科長として仕事をしているうちに理解できましたのは、シュンペーターの言う通り、社会を発展させているのは経済学ではなく、ビジネスモデル開発だということです。専門的知識教育を横断的に学習し、ビジネスモデル開発力を向上させるビジネススクールは、一定年齢層に達した全国民のリカレント教育として発展させるべき教育体制であると確信しています。

私の人生は、幸いなことに技術革新時代の人生でした。子供の時にテレビが生まれ、月着陸、パソコン、ゲーム、インターネット、携帯、AI、太陽光発電、植物工場、蓄電池、自動運転、ロボット、とようやく全人類が幸福を得られるはずの技術レベルまで到達したと思います。しかし、一方、世界は所得再配分ルールを実現できず、米国が石油利権をめぐって戦争を仕掛ける前時代的感性も続いています。また日本の巨額な財政赤字問題は考えたくもない状況が続いています。幸い先日、東京大学元総長の小宮山さんの講演で、そろそろ世界人口の頭打ちが見えてきて、必要資源が一定になるプラチナ社会が見えてきたと聞いて希望が見えました。科学技術の発展度合と資源奪い合いの人間感覚とのギャップがちょっとおかしいと理解され始めてきたかと思います。MBSは、この感覚の変化を先取りし、明治大学の名門ビジネススクールとして、ビジネスモデル開発のみならず、世界視野をもった良い人間社会を築いていくための哲学的見識を含めた人材育成のために、さらに発展していただきたいと思います。皆様ありがとうございました。

木村 哲

税引き後 WACC でなく本来の WACC を利用する DCF モデル体系の提唱

Propose to stop using after tax WACC and use the original WACC in DCF calculation.

明治大学専門職大学院グローバル・ビジネス研究科 木村 哲

(要約)

投資家にとっての企業価値の計算における DCF 法は、本来 CAPM 理論まで遡る必要があり、理論的に複雑であるが、現在、その利用において WACC という名称で、税引き後 WACC が、企業の獲得する将来キャッシュフローの割引率として利用されている。しかし、この税引き後 WACC は、あたかも無負債企業とみなしたときのアンレバード・フリーキャッシュフローを割り引いて企業価値を計算するときの割引率として利用するとき限り、正しい利用法となる。にも拘わらず、その関係を知らずして利用しているケースが散見される。筆者は、現在パソコンで、容易に、予想 B/S、予想 P/L、予想 C/F が作成できる時代においては、予想 C/F による予想フリーキャッシュフローを、本来の加重平均資本コストである WACC を利用して企業価値を計算することの方が、理論的にも、実務的にも望ましいと考えている。本論文は、その理論的展開を示し、有用性を考察したものである。

(キーワード)

DCF 法、本来の WACC、税引き後 WACC、企業価値、予想キャッシュフロー計算書

(論文の前提となる記号一覧)

企業価値：V

株主価値時価：E

負債価値（借入額）：D

株主資本コスト（株主が期待するリターン）： R_E

負債コスト（=借入金利）： R_D

支払利息 = 負債 × 金利： $D \cdot R_D$

税率： t

事業利益（営業外利益がなければ事業利益。）： $EBIT^1$

減価償却前、金利支払い前、税金支払い前キャッシュフロー： $EBITDA$

年間投資額（運転資金投資や固定資産投資等全ての投資を含む）： I

減価償却： Dep

年間投資純増分： ΔI （=投資額 - 減価償却 = $I - Dep$ ）

フリーキャッシュフロー（企業が投資家に返済できるキャッシュフロー）： FCF

負債フリーキャッシュフロー： $FCFD = \text{支払い利息} = D \cdot R_D$

税金キャッシュフロー： CFG

株主フリーキャッシュフロー： $FCFE = (\text{事業利益} - \text{支払い利息})(1 - \text{税率}) - \text{投資純増}$
 $= (EBIT - D \cdot R_D)(1 - t) - \Delta I$

無負債時 FCF（アンレバード FCF）： $UFCF = \text{事業利益} \times (1 - \text{税率}) - \text{投資純増}$
 $= EBIT(1 - t) - \Delta I$

有負債時 FCF（レバード FCF）： $LFCF = \text{株主 FCF} + \text{負債 FCF}$
 $= FCFE + FCFD$
 $= (\text{事業利益} - \text{支払い利息})(1 - \text{税率}) + \text{支払利息} - \text{投資純増}$
 $= (EBIT - D \cdot R_D)(1 - t) + D \cdot R_D - \Delta I$
 $= \text{事業利益}(1 - t) + \text{支払利息} \times \text{税率} - \text{投資純増}$
 $= EBIT(1 - t) + D \cdot R_D \cdot t - \Delta I$
 $= \text{アンレバード FCF} + \text{支払利息} \times \text{税率}$
 $= UFCF + D \cdot R_D \cdot t$

1 税引前、利子支払い前の利益。Earnings before interest and tax \Rightarrow EBIT

税引き後 WACC (加重平均コスト)

$$\text{税引き後 WACC} = \frac{E}{V}R_E + \frac{D}{V}R_D(1-t)$$

本来の WACC (加重平均コスト)

$$\text{WACC} = \frac{E}{V}R_E + \frac{D}{V}R_D$$

1 章 問題意識と先行研究

1.1 問題意識と先行研究

通常の企業価値の計算において、DCF 法が利用されるが、その時に利用される総資本コストは、下記の2式で表現され、一般的に上の定義式は、WACC 或いは税引き後 WACC と呼ばれる割引率である。本論文ではこれ以降この定義式の名称について、明確に税引き後 WACC という名称を用いる。また、その下の定義式による本来の WACC を本論文では WACC という名称を用い、明確に区別する。この区別が本論文のポイントの一つである。

$$\text{税引き後 WACC} = \frac{E}{V}R_E + \frac{D}{V}R_D(1-t)$$

$$\text{WACC} = \frac{E}{V}R_E + \frac{D}{V}R_D$$

この税引き後 WACC は、M.H.Miller and F.Modigliani の1963年論文“Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction,” American Economic Review 53 (June 1963), pp433-443と1966年論文“Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry: 1954-1957,” American Economic Review 56 (June 1966), pp333-391により理論展開された。この時の理論展開で、永久に一定額に維持された負債の存在を所与とすれば、負債があるときの企業価値(元論文記号 V)と無負債時総資本コスト(元論文記号 ρ)と事業利益或いは EBIT(元論文記号 X)の関係は、負債額(元論文記号 D)と税率(元論文記号 t)を利用して下記のように表現できることが示されている。

$$V = \frac{X(1-t)}{\rho} + tD = \frac{X(1-t)}{\rho(1-\frac{D}{V}t)}$$

$$= \frac{\text{計算上の無負債時税引き後事業利益}}{\text{仮想総資本コスト}}$$

上記式の内容は、一般的な負債を持つ企業の企業価値は、計算上の無負債時税引き後事業利益を仮想総資本コスト

で割ったもので表現できるというものである。この仮想総資本コストは、内容としては税引き後 WACC と同じであるものである(税引き後 WACC 導出過程確認は末尾参考 1 参照)。この式の仮想総資本コストが、我々の知る前記の税引き後 WACC の式で表現できることを明示したのは、1974年の Stewart C. Myers “Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions - Implications for Capital Budgeting” “The Journal of Finance, Vol. 29, No. 1. (Mar., 1974), pp. 1-25である。

この税引き後 WACC 式は、パソコンが普及していない1970年代においては、予想貸借対照表(以下記号 B/S)と予想損益計算書(以下記号 P/L)と予想キャッシュフロー計算書(以下記号 C/F)を作成するのが難しかったことから、事業利益予想だけで企業価値が計算できる事が注目され、実務でも活用されるようになったと考えられる。このように、税引き後 WACC の内容は、DCF 法において、分子に無負債時アンレバード・フリーキャッシュフロー(記号以下 UFCF。定義式は下記の通り。2章で詳述。)を利用して、企業価値を求める際の割引率として研究されたものである。なお、有負債時レバード・フリーキャッシュフロー(記号以下 LFCF)の定義式は下記の通り(2章で詳述)。

$$\text{DCF 法で利用する LFCF} = \text{事業利益} \times (1 - \text{税率}) + \text{支払利息} \times \text{税率} - \text{投資純増}$$

$$\text{DCF 法で利用する UFCF} = \text{事業利益} \times (1 - \text{税率}) - \text{投資純増}$$

通常の DCF 法の形式で企業価値を表現すると下記のようなになる。念のために付記すると、このキャッシュフローは不確実な確率変数であり、 $UFCF_t$ は確率分布の期待値であるが、期待値記号を省略している。

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{UFCF_t}{(1 + (\text{税引後 WACC})^t)}$$

これはある種の簡便法である。本来は、一般的な有負債時のレバード・フリーキャッシュフローを本来の総資本コストで割り引く形が自然である。本来の総資本コストは、株式価値と負債価値の単純加重平均(本論文ではこ

れを WACC と呼ぶ) であるので、次のようになる。

$$WACC = \frac{E}{V} R_E + \frac{D}{V} R_D$$

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{LFCF_t}{(1+WACC)^t}$$

パソコンがない時代には、簡便法の意味が大きかったと思われる。また、理論的に、企業の価値を無負債企業価値から考えることには意味があった²。しかし、現在は PC で LFCF を、予想キャッシュフロー計算書から簡単に作成できる。それならば、簡便法を利用することはやめて、予想キャッシュフロー計算書を利用すべきではないだろうか。

もう一つの問題は、簡便法であるということよりも、世の中の多くの学者や実務家が、上記関係を自分で証明したことがないがゆえに、LFCF を分子で利用しながら、分母で税引き後 WACC を利用して割り引いていることが散見されることの問題である。誤解を解消する意味でも、簡便法をやめて、予想キャッシュフロー計算書による LFCF と本来の総資本コストである WACC を利用することを提唱したい。

1.2 LFCF と予想キャッシュフロー計算書 (予想 C/F) の問題

しかし、予想 LFCF を計算するには、B/S と P/L と C/F の予想表を作成しなければならない。この予想 C/F を作成するのが通常難しいと誤解されている。これが、LFCF と WACC を利用する DCF 法の実用を妨げている大きな理由の一つと思われる。会計学のテキストをみると、C/F の作成方法について、項目毎の詳しい議論が述べられていて、基本的な作成原理の構造が書かれていないことが多い³。特に、DCF 法で利用する程度の C/F の作成であれば、間接法の主要項目で構成される C/F が作成できれば十分で、項目毎の詳細な議論は不要である。後の本文で紹介する C/F の構造の理解程度で十分と思われる。

ただし、注意が必要な点がある。会計基準の実務指針をみると、C/F の作成において、2通りの方法が記載さ

れている。末尾(参考4)を参照されたい。ポイントは、会計基準においても、支払利息が、第1法として営業キャッシュフローに分類される場合と、第2法として財務キャッシュフローに分類される場合と二通りあるということである。通常は第1法が多いと思われる。自分が計算するとき、どちらを採用しているか意識する必要がある。

実は、LFCF を計算するうえで、もう一つ注意しなければならない問題がある。それは、日本実務界では、だれが普及したのか定かではないが、C/F の営業キャッシュフローから投資キャッシュフローを差し引いたものをフリーキャッシュフローと呼ぶ慣習が定着してしまっていることである⁴。これは、ほぼ株主が受け取ることのできる株主フリーキャッシュフローである。ただし、ここでは、借入額は一定で、借入返済を考えないと仮定する。借入返済は、将来の株主フリーキャッシュフローを増加させ、株主価値を増加させるが、議論が複雑になるので、ここでは考えないこととする。

DCF 法で利用する FCF の定義は、コーポレート・ファイナンスの教科書にある定義であり、UFCF にしても LFCF にしても、それは、日本の慣習のフリーキャッシュフローと異なっている⁵。再掲すると

$$\text{DCF 法で利用する LFCF} = \text{事業利益} \times (1 - \text{税率}) + \text{支払利息} \times \text{税率} - \text{投資純増}$$

$$\text{DCF 法で利用する UFCF} = \text{事業利益} \times (1 - \text{税率}) - \text{投資純増}$$

であるので、

$$\begin{aligned} \text{日本の慣習の FCF} &= \text{「営業 CF (第1法) - 投資 CF} \\ &= \text{当期利益} + \text{減価償却} - \text{投資} \\ &= \text{当期利益} - \text{投資純増} \\ &= (\text{事業利益} - \text{支払利息}) (1 - \text{税率}) - \text{投資純増} \\ &= \text{事業利益} (1 - \text{税率}) - \text{支払利息} + \text{支払利息} \times \text{税率} \\ &\quad - \text{投資純増} \\ &= \text{LFCF} - \text{支払利息} \\ &= \text{UFCF} - \text{支払利息} + \text{支払利息} \times \text{税率} \end{aligned}$$

結果として、LFCF を日本慣習の FCF との関係で表現

2 MM 第一命題に示されたように、無税であれば企業の価値は本来資本構成に依存しないところが、理論的に重要である。無負債を仮定したときの企業価値の理論は、信用リスクと負債の節税効果を考慮しないで済むので検討しやすいことから、理論展開の基礎となる。

3 一部の会計の本や会計事務所のサイトには記載されている。例えば、(<https://cfsnas.net/commentary/cfspractice/>) > キャッシュフロー計算書 (CFS) の作成原理

4 計算上の税引き後事業利益を、会計上の税引き後当期利益の意味と勘違いしたと推測される。

5 LFCF は、日本慣習の FCF に負債フリーキャッシュフローである支払利息を加算したものと一致する。従って、予想 C/F を作成するとき、日本の慣習に従って、一度日本慣習のフリーキャッシュフローの欄をつくって、その後 LFCF の欄をつくることで誤解を少なくする方法の一つと思われる。

すると、以下のようになる。

$$\text{LFCF} = \text{日本慣習の「営業 CF (第 1 法) - 投資 CF」} \\ + \text{支払利息}$$

2 章 レバード・フリーキャッシュフローと本来の WACC の利用を提唱

2.1 MM 理論⁶とフリーキャッシュフロー

MM 理論は、企業価値を評価する方法として、将来の企業の生み出すフリーキャッシュフローの期待値に、割引率を適用して現在価値を計算する方法を提示した。とりあえずここでは、その割引率を総資本コストと呼ぶことにする。MM 理論第一命題により、無税で、信用リスクがなければ、その時の総資本コストは、資金調達手段によらず決まる。税金がある場合で信用リスクが無視できて、負債の額が一定であるならば、MM 理論第一命題(税金付き)により、企業の価値は、無負債を仮定したときの企業価値に、負債の節税効果⁷を加算した価値になることが示された。また、MM 理論第二命題(税金付き)により、節税効果と負債コストが低い金利であることを理由にして、総資本コストは、負債比率によって変化することが示されている。本論文ではこの本来の総資本コストのことを WACC と呼ぶ。

念のためにここで、資本コストの概念の本質の意味を確認しておく。資本コストは、不確実性を持つ価値に対して、事業家や投資家が最低水準として要求する要求リターンである。要求リターンは、無リスク金利に、キャッシュフローの不確実性に対するリスクプレミアムが加算されている。経営者にとって、投資家に対する実現リターンは要求リターンを上回る必要がある。

株主資本コストを CAPM 理論のベータ値から求めるのは均衡状態を仮定していることになる。負債コストは借入金利を利用することが多いが、本来長期の投資家を前提にしているので、10年程度の社債の金利を利用したが、通常は簡単に観測できないという問題点もある。これに対しては、別途実務的に、信用リスクを考慮した

数値を適当に作成して対応することになる。

後述議論のために、基本的な用語と関係式を確認する。企業の生み出す税引前キャッシュフローをここではベーシックキャッシュフロー(以降 BCF)と呼ぶことにする。BCF は、 $\text{EBITDA}^8 - \text{投資額} = \text{事業利益} - \text{投資純増}$ である。この BCF は、支払い利息と税金と株主配当に分解される。注意すべきは、この BCF は、税金のあるなしによって変化しないことである。例えば、支払い利息一定として税率が上昇すると仮定すると、その分株主配当額が減るので株価は下がる。

ファイナンス理論の世界では、負債のある企業の生み出す民間投資家が受け取るキャッシュフローの全体をレバード・フリーキャッシュフロー(以降 LFCF)と定義する。その内容は下記の通りである。(前述のように日本実務界では、キャッシュフロー計算書の営業キャッシュフローから投資キャッシュフローを差し引いた値が日本慣習のフリーキャッシュフローと定義されている。)なお、下記式の事業利益は、営業外利益を無視できる場合、営業利益と読み替えることができる。

$$\text{ベーシックキャッシュフロー BCF} = \text{EBITDA} - \text{投資} = \text{事業利益} - \text{投資純増}$$

$$\text{負債の FCFD} = \text{支払い利息}$$

$$\text{税金キャッシュフロー CFG} = (\text{事業利益} - \text{支払い利息}) \times \text{税率} = \text{税金}$$

$$\text{株主の FCFE} = (\text{事業利益} - \text{支払い利息}) \times (1 - \text{税率}) - \text{投資純増}$$

$$\text{LFCF} = (\text{事業利益} - \text{支払い利息}) \times (1 - \text{税率}) - \text{投資純増} + \text{支払い利息}$$

$$= \text{事業利益} \times (1 - \text{税率}) + \text{支払い利息} \times \text{税率} - \text{投資純増}$$

$$\text{簡便法の DCF 法で利用する UFCF} = \text{事業利益} \times (1 - \text{税率}) - \text{投資純増}$$

6 Modigliani-Miller theory の略称。F・モディリアーニと M・H・ミラーにより1958年に発表された企業金融に関する理論。ノーベル賞対象理論。

7 ただし、実は、この負債の節税効果というのは、現実的にはかなり問題がある。例えば、

- ① 実際には倒産リスクすなわち信用リスクがあるので、負債にはマイナスの倒産リスク効果がある。
- ② 赤字決算の年及びその後の繰り延べ期間には、納税義務がなくなるので負債の節税メリットがない。
- ③ 海外子会社に適用される法人税率は国内の法人税率と一般的に同じでない。
- ④ 転換社債のような社債の場合には、負債の金利はほとんどゼロに近い。

といった要素がある。筆者の実感としては、実際の節税効果は半分もないと考えている。

8 EBITDA：金利支払い前、税金支払い前、減価償却前、のキャッシュフロー

前述したが、本来は、企業価値計算で LFCF と本来の WACC を利用すべきであるが、通常、簡便法である UFCF と税引き後 WACC が利用されていることが多い。

2.2 企業価値計算における税引き後 WACC と WACC の導出

通常、企業価値を求めるときに、簡便法として、無負債と仮定したときに株主が受け取るキャッシュフロー（以後アンレバード・フリーキャッシュフローという）を、税引き後 WACC で割り引くという方法が提唱されている⁹。しかし、1章で述べたように、税引き後 WACC で割り引く対象は、「(事業利益¹⁰ × (1 - 税率)) : アンレバード・フリーキャッシュフロー」でなければならないことを知らないで利用している人が多い。この章では、本来の WACC の導出過程の確認と税引き後 WACC の導出過程を確認する。

企業価値と総資本コストの理論的枠組みを確認しよう。MM 理論同様、まず負債を有する一般的な企業のフリーキャッシュフローであるレバード・フリーキャッシュフロー (LFCF) に関する次の均衡関係式を仮定している。

$$\begin{aligned} \text{「株主価値 (E) } \times \text{ 株式期待リターン (R}_E\text{)}\text{」} &= \text{「株主の受け取るキャッシュフロー (FCFE)」} \\ \text{「負債価値 (借入額 D) } \times \text{ 金利 (R}_D\text{)}\text{」} &= \text{「銀行の受け取るキャッシュフロー (FCFD)」} \\ \text{「企業の価値 (V)」} &= \text{「株主価値 (E) + 負債価値 (D)」} \\ \text{「トータルのフリーキャッシュフロー (LFCF)」} &= \text{「FCFE + FCFD」} \\ \text{「LFCF」} &= \text{「企業の価値 (V) } \times \text{ 総資本コスト (WACC)」} \end{aligned}$$

本来の WACC の計算におけるプロセスは、株主資本コストを CAPM 理論から求め、負債コストは信用リスクを考慮しつつ借入金利を決めて、それらを、株式時価総額と有利子負債額で次の式により加重平均して求めることができるはずである。ただし、ここでの仮定として、企業成長をないものとして、投資額は減価償却と同額とする。また、利益の内部留保はなしで、キャッシュフローは永久に一定と仮定する。借入額も一定であると仮定する。すると、WACC の関係式が得られる。

$$\begin{aligned} \text{レバード・フリーキャッシュフロー (LFCF)} \\ = (\text{EBIT} - D \cdot R_D)(1 - t) + D \cdot R_D \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} &= \text{EBIT}(1 - t) + D \cdot R_D \cdot t \\ &= E \cdot R_E + D \cdot R_D \end{aligned}$$

企業価値 (V) と WACC と LFCF の関係から

$$\begin{aligned} V \cdot \text{WACC} &= E \cdot R_E + D \cdot R_D \\ \text{WACC} &= \frac{E}{V} R_E + \frac{D}{V} R_D \end{aligned}$$

次に税引き後 WACC を導出してみる。税引き後 WACC の式の導出詳細は末尾参考にあるが、整理すれば次のようになる。

$$\begin{aligned} \text{アンレバード・フリーキャッシュフロー} &= \text{UFCF} \\ &= \text{EBIT} (1 - t) \end{aligned}$$

ここで税引き後 WACC を、アンレバード・フリーキャッシュフロー UFCF を利用して企業価値 V を計算する資本コストとすると

$$\begin{aligned} \text{税引き後 WACC} \cdot V &= \text{EBIT}(1 - t) \\ \text{税引き後 WACC} \cdot V + D \cdot R_D \cdot t &= E \cdot R_E + D \cdot R_D \\ \text{税引き後 WACC} &= \frac{E}{V} R_E + \frac{D}{V} R_D (1 - t) \end{aligned}$$

筆者は、企業価値計算に関する DCF 法において、税引き後 WACC の利用はやめて、LFCF と WACC を利用することを提唱したいと考えている。

LFCF を計算するには、財務諸表のキャッシュフロー計算書 (以降 C/F) を作成する必要がある。営業キャッシュフローの実務指針第 1 法を前提に考えると、予想 C/F において、

$$\text{LFCF} = \text{「営業キャッシュフロー} - \text{投資キャッシュフロー} + \text{支払い利息」}$$

で求められる。書き換えれば下記のようにも表現できる。

$$\begin{aligned} \text{LFCF} &= \text{「(事業利益} - \text{支払い利息) } \times \text{(1} - \text{税率)} + \text{減価償却} + \text{支払い利息} - \text{投資」} \\ &= \text{「(事業利益} - \text{支払い利息) } \times \text{(1} - \text{税率)} + \text{支払い利息} - \text{投資純増」} \end{aligned}$$

この準備ができると、企業価値の計算として、以下の式を利用できる。

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \frac{E}{V} R_E + \frac{D}{V} R_D \\ V &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{LFCF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \end{aligned}$$

9 例えば、リチャード・ブリーリー他、藤井真理子他訳「コーポレートファイナンス第10版上」第19章

10 営業外利益がない場合には、営業利益になる。

3章 キャッシュフロー計算書の作成方法の確認

3.1 キャッシュフロー計算書の構造

2章において、予想の C/F を作成できれば、LFCF が計算できることを示した。しかし、実務家には、これが難しいと思われる。会計学のテキストや会計基準をみると、大変細かい議論がなされている。しかし、ネットのキャッシュフロー計算書普及サイト (<https://cfsnas.net/>) で示されているように、DCF 法で利用する LFCF の計算程度であれば、簡単に C/F を作成できる。その為には、C/F の構造を理解する必要がある。ここでは、本論文の理論面と離れるが、実務的に企業価値を DCF 法で計算する場合、計算プロセスとして大変重要なので、キャッシュフロー計算書普及サイトの解説を利用して、計算ステップを紹介する。(3.2で図表を示しているのが同時に参考にされたい。)

- ① C/F は、B/S の現金の前期比差分の増減要因分析表であることを理解する。
- ② 2 期間の B/S を用意する。
- ③ B/S の全項目の差分を計算しておく。
- ④ 差分を Δ で表現すると、「 Δ 現金 + Δ 現金以外の各資産項目 = Δ 借入 + Δ 純資産 + Δ その他各負債項目」が成立する。
- ⑤ Δ 固定資産 $\Rightarrow \Delta$ 固定資産 + 減価償却に置き換える。
- ⑥ Δ 純資産 $\Rightarrow \Delta$ 純資産 + 減価償却に置き換える。⑤と⑥で資産側と負債資本側の合計の等式が維持される。
- ⑦ Δ 純資産 \Rightarrow (当期利益 - 配当等) で置き換えて、内容がわかるようにする。
- ⑧ 上記式の現金以外の資産項目を右に移項し、「 Δ 現金 = Δ 借入 + Δ 純資産 + Δ その他各負債項目 - Δ 現金以外の各資産項目」と考える。この右辺の項目を、営業的な部分と、投資的な部分と財務的な部分に分けるのが C/F の基本構造である。

3.2 キャッシュフロー計算書の構造の図表説明

第一ステップ：貸借対照表の前期比差分計算 (Δ を差分の記号として利用)

Δ 現金	Δ 買掛金	
Δ 売掛金	Δ 短期借入金	
Δ 短期有価証券	Δ その他流動負債	
Δ 棚卸資産	Δ 長期借入金	
Δ その他流動資産	Δ その他固定負債	
Δ 固定資産	Δ 負債合計	= 当期利益 - 配当等
	Δ 純資産	
Δ 資産合計	Δ 負債資本合計	+ 減価償却

第二ステップ：資産側と負債資本側の合計は等しいので、現金の増減を、他の項目で表現する。資産側項目は、すべて右側に移項してマイナス項目になる。また同時に Δ 純資産項目と Δ 有形固定資産について次の 2 点を修正する。(無形資産に償却があれば同様)

Δ 純資産 \Rightarrow 当期利益 - 配当等 + 減価償却

Δ 固定資産 $\Rightarrow - (\Delta$ 固定資産 + 減価償却)

に置き換える。 Δ 固定資産への減価償却加算は、資産項目であるので、マイナスになる。

Δ現金＝	＋Δ買掛金
－Δ売掛金	＋Δ短期借入金
－Δ短期有価証券	＋Δその他流動負債
－Δ棚卸資産	＋Δ長期借入金
－Δその他流動資産	＋Δその他固定負債
－（Δ有形固定資産＋減価償却）	＋Δ負債合計
－Δ無形固定資産	＋（当期利益－配当等＋減価償却）

第3ステップ：営業CFと投資CFと財務CFに並べなおす。この並べなおしは、自分の分析目的に合わせて、並べることができる。

営業キャッシュフロー	＋当期利益
	＋減価償却
	＋Δ買掛金
	＋Δその他流動負債
	＋Δその他固定負債
	－Δ売掛金
	－Δ短期有価証券
	－Δ棚卸資産
	－Δその他流動資産
投資キャッシュフロー	－（Δ有形固定資産＋減価償却）
日本式FCF	営業CF－投資CF
DCF法のためのLFCF	営業CF－投資CF＋支払利息
財務キャッシュフロー	＋Δ短期借入金
	＋Δ長期借入金
	－配当等
合計	Δ現金

4章 LFCFとWACCにおける企業価値計算体系の確認とLEVA表現展開の確認

3章までに、LFCFと本来WACCの利用が企業価値計算において有用であることを解説してきたが、他の応用が理論的に展開できるのか心配になる向きもあると思うので、この章では、理論的展開が全く問題なく可能であることを示すために、EVA理論と同様にLEVA理論（ここでは、レバードEVA理論と呼ぶ）が展開できることを示す。

企業価値がUFCFと税引き後WACCで計算されるとき、企業価値を投下資本とEVAと税引き後WACCと

で表現することができた。LFCFと本来WACCで企業価値が計算される場合、同じように、LEVAと本来WACCで表現できることを確認する。

記号として、 $LNOPAT$ と $LROIC_t$ と $LEVA_t$ を下記のように定義して利用する。

$$LNOPAT = \text{投資利益} = \text{当期利益} + \text{支払利息}$$

$$LROIC = \text{投下資本投資利益率} = \frac{LNOPAT_t}{C_{t-1}}$$

$$LEVA_t = LROIC_t - C_{t-1} * WACC$$

$$\begin{aligned} LNOPAT &= \text{事業利益} - \text{支払税金} \\ &= (\text{事業利益} - \text{支払税金}) \\ &\quad - (\text{事業利益} - \text{支払税金}) * \text{税率} + \text{支払利息} \\ &= \text{当期利益} + \text{支払利息} \\ &= EBIT - (EBIT - R_D * D)t \\ &= EBIT(1 - t) + R_D * D * t \end{aligned}$$

次に、LROIC を確認する。

$$LROIC_t = \frac{LNOPAT_t}{C_{t-1}}$$

従来の ROIC が、投下資本 NOPAT 利益率で定義されるが、NOPAT は仮想の数値である。これに対し LNOPAT は、当期利益 + 支払い利息で P/L から確認できる。その LNOPAT を本論文では、投資利益と呼ぶことにする。LROIC は、投下資本 LNOPAT 利益率であるので、日本語で投下資本投資利益率と呼ぶことができ、B/S と P/L から計算できるメリットがある。このメリットは、DCF 法が使いづらいと思われていることの要因への対応策になると思われる。

次に LEVA を定義し、企業価値の LEVA 表現を確認する。

$$\begin{aligned} LEVA_t &= LNOPAT_t - C_{t-1} * WACC \\ LEVA_t &= (LROIC_t - WACC)C_{t-1} \end{aligned}$$

ここで LFCF を LEVA に変換する式を考える。

$$\begin{aligned} LFCF_t &= LNOPAT_t - \Delta I \\ &= LNOPAT_t - (C_t - C_{t-1}) \\ &= LEVA_t + C_{t-1} * WACC - (C_t - C_{t-1}) \\ &= C_{t-1} * (1 + WACC) + LEVA_t + C_t \end{aligned}$$

これで LFCF の LEVA 変換式を得られた。これを利用すれば次のように、企業価値を LEVA で表現することができる。

$$\begin{aligned} V &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{LFCF_t}{(1+WACC)^t} = C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{LEVA_t}{(1+WACC)^t} \\ V &= C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(LROIC_t - WACC)C_{t-1}}{(1+WACC)^t} \\ V &= C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(LROIC_SPREAD_t)C_{t-1}}{(1+WACC)^t} \end{aligned}$$

これにより、LFCF と WACC と LROIC は、従来の UFCF と税引き後 WACC と ROIC の関係と全く同じ理論展開ができることが確認できた。

5章 まとめ

本論文の趣旨は、企業価値計算で利用されている従来の UFCF と税引き後 WACC の利用を、LFCF と本来の WACC の利用に置き換えることを提唱するものである。いままで、確かに実務的にメリットがあった簡便法であるが、パソコンを利用して、予想 B/S、予想 P/L、予想 C/F を計算すれば、LFCF と本来 WACC により企業価値が容易に計算できるようになることが確認できる。また、従来の ROIC = 投下資本 NOPAT 利益率で定義されるが、NOPAT は仮想の数値である。これに対し LNOPAT は、当期利益 + 支払い利息で P/L から確認できる。その LNOPAT を本論文では、投資利益と呼ぶことにした。LROIC は、投下資本 LNOPAT 利益率であるので、日本語で投下資本投資利益率と呼ぶことができ、B/S と P/L から計算できるメリットがある。このメリットは、DCF 法が使いづらいと思われていることの要因への対応策になると思われる。今後はさらにいろいろな観点から、この LFCF と本来 WACC による DCF 法の理論展開をすることが可能になると考えている。

(参考文献)

1. リチャード・ブリーリー、スチュワート・マイヤーズ、フランクリン・アレン著、藤井真理子他監訳、「コーポレート・ファイナンス 第10版上・下」(2014)、日経 BP 社
2. Damodaran Aswath, 「Investment Valuation」, Third Edition, 2012, Wiley Finance
3. James A. Miles; John R. Ezzell. "The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets, and Project Life:A Clarification" *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 15, No. 3. (Sep., 1980), pp. 719-730.
4. Modigliani, F., and M. Miller. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction." *American Economic Review*, Vol. 53 (June 1963), ~ p. 333-391.
5. M.H. Miller and F. Modigliani, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review* 53 (June 1963), pp. 433-443
6. M.H. Miller and F. Modigliani, "Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry: 1954-1957," *American Economic Review* 56 (June

1966), pp333-391

7. Nantell, T. J. and C. R. Carlson. "The Cost of Capital as a Weighted Average." *Journal of Finance*, Vol. 30 (December 1975), pp. 1343-1355.

(参考1) 税引き後 WACC の導出の確認

資産価値の基本関係式として、次の式が成立することを前提とする。

$$\begin{aligned} \text{企業価値 (民間)} &= \text{株主価値} + \text{負債価値} \\ V &= E + D \end{aligned}$$

均衡状態において、投資家の要求キャッシュフローと、企業の生み出すフリーキャッシュフローは等しい。また、価値保存の法則により、企業の生み出す、フリーキャッシュフローは、株主の期待キャッシュフローと債権者の期待キャッシュフローに分解されるはずである。ここでは、簡便化のために、キャッシュフローは一定で、投資純増は0と仮定する。

(記号)

EBIT (EARNINGS BEFORE INTEREST AND TAXES) : 支払利息前税引き前利益 ÷ 事業利益 (営業外収入の受取り利息・配当金を EBIT に入れるか入れないかは、現金有価証券が、事業資産か非事業資産かによる。もし事業資産であれば、EBIT に入れるのが整合的な考え方。)

レバード・フリーキャッシュフロー LFCF は、次のように表わされる。

$$LFCF = EBIT(1-t) + t \cdot R_D D - \Delta I = R_E E + R_D D$$

従って、アンレバード・フリーキャッシュフローは次のようになる。

$$UFCF = EBIT(1-t) - \Delta I = R_E E + R_D D - t \cdot R_D D$$

WACC の定義は、アンレバード・フリーキャッシュフロー UFCF の現在価値が企業価値 V になるような資本コストであるので、 $\Delta I = 0$ として次のように WACC の定義式が導かれる。

$$\begin{aligned} WACC &= \frac{UFCF}{V} = \frac{EBIT(1-t)}{V} \\ &= \frac{R_E E + R_D D - t \cdot R_D D}{V} \\ &= \frac{E}{V} R_E + \frac{D}{V} R_D (1-t) \end{aligned}$$

この式は、後述するように、無負債株主資本コストとの関係から導くこともできる。

$$\begin{aligned} V &= \frac{UFCF}{R_U} + D \cdot t \\ \frac{UFCF}{V} &= R_U \left(1 - \frac{D}{V} \cdot t\right) = WACC \end{aligned}$$

(参考2) MM 理論第二命題 (税金付き) の確認

今、投資純増はない即ち企業成長はないものと仮定する。株主資本コストの均衡式から

$$\begin{aligned} R_E &= \frac{(EBIT - R_D D)(1-t)}{E} \\ &= \frac{EBIT(1-t) - R_D D(1-t)}{E} \end{aligned}$$

ここで MM 第一命題税金付きにより

$$\begin{aligned} EBIT(1-t) &= V_U R_U \\ V_U &= V_L - Dt \end{aligned}$$

であるから

$$\begin{aligned} R_E &= \frac{V_U R_U - R_D D(1-t)}{E} \\ R_E &= \frac{(V_L - Dt)R_U - R_D D(1-t)}{E} \\ &= \frac{(E + D - Dt)R_U - R_D D + R_D Dt}{E} \\ &= \frac{ER_U + DR_U - DtR_U - R_D D + R_D Dt}{E} \\ &= R_U + \frac{D(R_U - tR_U - R_D + R_D t)}{E} \end{aligned}$$

よって次の MM 第二命題税金付きが証明される。

$$R_E = R_U + \frac{D}{E} (R_U - R_D) (1-t)$$

一方、この式を、 R_U について解くと

$$R_U = \frac{R_E}{1 + \frac{D}{E}(1-t)} + \frac{\frac{D}{E}(1-t)R_D}{1 + \frac{D}{E}(1-t)}$$

無負債株主資本コストは、有負債株主資本コストの修正分だけでは表現できず、負債コストの修正分も影響することがわかる。

(参考3) 税引き後 WACC と WACC と無負債株主資本コスト R_U の関係式確認

$$\begin{aligned} \text{税引後WACC} &= \frac{E}{V}R_E + \frac{D}{V}R_D(1-t) \\ &= \frac{E}{V}(R_U + (R_U - R_D)\frac{D}{E}(1-t)) + \frac{D}{V}R_D(1-t) \\ &= \frac{E}{V}R_U + \left(\frac{E}{V}(R_U - R_D)\frac{D}{E}(1-t)\right) + \frac{D}{V}R_D(1-t) \\ &= \frac{E}{V}R_U + \frac{D}{V}(R_U - R_D) - \frac{D}{V}(R_U - R_D)t + \frac{D}{V}R_D(1-t) \\ &= \frac{E}{V}R_U + \frac{D}{V}R_U(1-t) - \frac{D}{V}R_D(1-t) + \frac{D}{V}R_D(1-t) \\ &= \frac{E}{V}R_U + \frac{D}{V}R_U(1-t) = R_U - \frac{D}{V}R_U t = R_U(1 - \frac{D}{V} \cdot t) \end{aligned}$$

再掲すると

$$\text{税引後WACC} = \frac{E}{V}R_E + \frac{D}{V}R_D(1-t) = R_U(1 - \frac{D}{V} \cdot t)$$

つまり総資本コストの本質は R_U であることがわかる。

税引後 WACC から R_U を求める場合には、

$$R_U = \frac{1}{(1 - \frac{D}{V} \cdot t)} \text{税引後WACC}$$

この関係式は、MM 第二命題と WACC の定義式からも求められる。

また、本来の WACC と税引き後 WACC と R_U の関係

は、以下の通り。

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \frac{E}{V}R_E + \frac{D}{V}R_D = \text{税引後WACC} + \frac{D}{V}R_D t \\ \text{WACC} &= R_U - (R_U - R_D)\frac{D}{V} \cdot t \end{aligned}$$

(参考4) キャッシュフロー計算書作成基準「利息及び配当金の表示区分」

11. 作成基準では、利息及び配当金の表示区分について次の二つの方法の選択適用を認めているが、選択した方法は、毎期継続して適用しなければならない。

- ① 受取利息、受取配当金及び支払利息は、「営業活動によるキャッシュフロー」の区分に記載し、支払配当金は「財務活動によるキャッシュフロー」の区分に記載する方法
 - ② 受取利息及び受取配当金は、「投資活動によるキャッシュフロー」の区分に記載し、支払利息及び支払配当金は「財務活動によるキャッシュフロー」の区分に記載する方法
- 現金及び現金同等物の運用から生じる受取利息等は、他の受取利息等と区分して把握することが実務的に困難であるから、上記受取利息に含めることとし、負の現金同等物に関連して支出する支払利息も同様に上記支払利息に含めることとする。なお、利息の受取額と支払額は、相殺せず総額で表示する。

シードマネー投資における優先株と JKISS 方式の考察

Consideration of preferred stock and JKISS method in seed money investment

明治大学専門職大学院グローバル・ビジネス研究科 木村 哲

(要約)

本論文は、最近活用されるベンチャー企業へのエンジェル投資のシードマネー投資家にとって、成果配分の公平さを意識した出资方式として最近利用されるようになってきた資金提供（資金調達）手法のなかで、通常の優先株と通常の JKISS を取り上げ、その中でも特に JKISS のリターン構造を分析することが主目的にしたものである。考察の結果確認できた点は、

- ・通常の優先株と通常の JKISS において、パフォーマンスでは一概にどちらが有利とはいえない。事業化が不調になる可能性が高い場合には、JKISS 方式が有利であるが、順調な場合には優先株の方が有利になる場合が多い。
- ・JKISS は株式ではなく新株予約権であることに注意が必要
- ・JKISS のキャップ方式には、事後的な要素はなく、プレマネバリューと資金調達額で出資比率を配分する方式であることが確認できた。
- ・JKISS のディスカウント方式の株価は、連立方程式を解くことにより、数式で計算できることが確認できた。
- ・JKISS でキャップ方式が採用されるかディスカウント方式が採用されるかの分岐点は、シリーズ A 時点のプレマネバリューが、シード時点のポストマネバリュー（時価総額）の1.25倍であり、それ以下であると、Discount 方式の株価が選択されることがわかった。

(キーワード)

シードマネー、ベンチャーキャピタル、エンジェル投資、起業のファイナンス、優先株、JKISS

1 章 投資成果配分に関するシードマネー投資の問題点

シードマネー投資とはベンチャーに対する出資の第一段階で、事業が開始になった直後のステージで、通常創業者にとって、初めての比較的小さい資金調達である。数千万円から数億円程度の金額が通常である。アーリーステージのさらに前のステージで出資することをいう。投資家は、エンジェル投資家といわれるような個人投資家、或いは、ベンチャーキャピタルでもエンジェル投資を得意とするベンチャーキャピタルがシードマネーを提供する。

シードマネー出資において、投資家は、当然将来得られる成果配分額は、創業者と公平に配分されるイメージでなければ投資したくないだろう。しかし、その公平な成果配分の考え方が実は難しい。次のような事例で考える。

- ・創業者は1千万円の自己資金で起業し、ある技術の特

許をとり、事業化を考えている。手元資金はそれほどない。

- ・商品サンプルを作成するのに設備投資として2千万円必要である。商品サンプルを作成できれば、この段階で、ビジネス現在評価額として1億円程度の時価総額と評価されることが分かっている。
- ・シードマネー投資家が2千万円出資した。ここでは通常の普通株式の考え方を踏まえ、株式持ち分は20%であると仮定する。
- ・1年後の可能性は二つあると仮定する。一つ目は成功シナリオで、アーリーステージの資金調達を実施して事業化規模の拡大が予想され、時価総額が3億円に評価される。二つ目は不調シナリオで、時価総額5千万円で M&A 売却する。予想確率的には50%ずつとする。
- ・創業者は1千万円自己資金投資して80%株式を保有しているため、成功シナリオの時は、2.4億円 - 1千万円 = 2.3億円の利益状況。不調シナリオの時は4千万円 - 1千万円 = 3千万円の利益状況である。一方シード

マネー投資家は、成功シナリオのときは20%株式所有であるので、6千万円の持ち分で、6千万円-2千万円=4千万円の利益状況。しかし不調シナリオの時には、1千万円の持ち分で、1千万円-2千万円=1千万円の損の状況。(下図表参照)

ここで、問題が明らかになる。このままであれば、創業者とシードマネー投資家の損益状況が一致しないので意思決定においてコンフリクトが生ずる。創業者がM&Aで安く売却しても十分な利益が得られるのに対し、シードマネー投資家が損してしまう。創業者が経営の意思決定をしているので、シードマネー投資家のことは無視してしまう可能性がある。

	好調シナリオ 1年後時価総額3億 円	不調シナリオ 1年後時価総額5千 万円
創業者損益 (投資額1千万円) 持ち分80%、8千 万円	(2億4千万円-1 千万円) 2億3千万円の利 益	(4千万円-1千 万円) 3千万円の利益
シードマネー投資 家損益 (投資額2千万円) 持ち分20%、2千 万円	(6千万円-2千 万円) 4千万円の利益	(1千万円-2千 万円) 1千万円の損失

このままでは、投資家にとって、数学的な期待値としては利益があるものの、創業者が過剰にM&Aで安く事業を転売するリスクを負ってしまう。いくら創業者のアイデアが優れたものとしても、サンプル商品を作成できたことが以後の事業を可能にする。創業者が利益を取れるときに、シードマネー投資家が損することは公平を欠いた配分という議論がありうる。このままでは投資家が簡単に現れないことが予想される。

そこでシードマネー投資家の配分を多くするために考察された出資形態の代表が、優先株とJKISSである。内容のポイントは不調シナリオの時に、シードマネー投資家を創業者よりも有利に扱う配分案を取り入れることである。

2章 ベンチャーファイナンスにおける ポストマネバリューとプレマネバ リュー

優先株とJKISSの議論をする前に、ベンチャーファイナンスで利用される業界用語を理解しておく必要があ

る。この章で、基本的な用語と計算概念を紹介する。

2.1 ポストマネバリューとプレマネバリューの 概念と定義式

シードマネー投資家にとって、ベンチャー企業(以降VC)に投資した時点での投資額の株式価値は投資額そのものであるが、次回(及び今後)の資金調達時点での株式価値がどのように変化するかが重要である。今後の資金調達時点ごとの、株式時価総額、必要資金調達額、株価、株式比率等を考えることになる。その際の重要な概念として、プレマネバリューとポストマネバリューという概念がある。プレマネバリューとポストマネバリューの定義は次のようになる。

ポストマネバリュー=時価総額

プレマネバリュー=[ポストマネバリュー]-[新規投資額
(新規資金調達額)]
=新規投資時点の株価×既発行株式
数

ポストマネバリュー= $\frac{\text{将来の株式価値}}{(1+IRR)^{\text{years}}}$

ポストマネバリュー=プレマネバリュー+新規投資
額

株価からポストマネバリュー・プレマネバリューをみれば次の関係がある。

プレマネバリュー=新規投資時点の株価×既発行株
数

ポストマネバリュー=新規投資時点の株価×最終総
株数

2.2 普通株方式の株式価値と新規発行株数計算 と株価の計算方法について

ここで、通常の普通株を利用した際の、VCにおける出資比率、新規発行株式数、株価の計算に関するポイントを整理して紹介する。まず、前提となる基本定義式を示す。

発行後全体株式数=既存株式数+新規発行株式数

出資比率= $\frac{\text{新規発行株式数}}{\text{発行後全体株式数}}$

新規発行株式数=発行後全体株式数×出資比率

発行後全体株式数=既発行株式数+新規発行株式数

出資に関する数値には、将来企業価値(将来株式価値)、現在株主価値、必要資金調達額(投資額)、調達時株価、期待収益率(割引率)、新規発行株式数、出資比率、発行後全体株式数、がある。これらの数値は相互に関連しており、計算の順番があることに注意する必要がある。

最初に考えるべき点は、現在の企業価値の計算方法である。ハーバード大学 Sahlman の BasicMethod 方式が一般的であると考えられるので整理して紹介する。

- ① 5年後の当期利益を予想する。
- ② 5年後の株主価値を、予想当期利益倍率10倍~15倍を利用して決定する。
- ③ 5年間の倒産確率まで考慮した期待収益率(年率割引率)を決定する。
- ④ 5年後の株主価値を期待収益率で割り引いて、現在の株主価値を決定する。

以上であるが、実務的には、DCF法の結果だけ利用して、5年後或いは、3年後の当期利益の1~3倍程度の株主価値を直観で評価することが多い。

上記の株主価値計算の方法を前提にして、全体的なプロセスに進むが、ここでは、資金調達が1回だけと仮定する。最初の段階でわかっている数値は、既発行株式数である。次に考える必要があるのは投資額(資金調達額)と現在株式価値(株式時価総額)と期待収益率の3つの数値である。期待収益率は独立して決定できるが、厳密に考えれば、投資額が決まらなければ将来当期利益は決まらず、将来当期利益の見通しがなければ投資額が決まらないというトートロジーの問題を含む。しかし、実務的には3つの数値を試行錯誤しながら同時に決めなければならない。投資額と将来当期利益と期待リターンが決まれば、出資比率を計算できて、新規発行株式数と発行時点の一株当たり株価を決めることができる。通常の場合の計算の順番は次のようになる。

- ① 既発行株式数の確認
- ② 将来予想株式時価総額を計算するための予想将来当期利益の予想株価倍率を検討して決定
- ③ 将来株式時価総額の計算
- ④ 投資段階を判断しリスクを踏まえた期待リターンの決定
- ⑤ 現在株式価値の計算
- ⑥ ベンチャー企業の資金計画より、必要資金調達額(投資額)の時期と金額の決定

- ⑦ 現在株式価値と投資額と既発行株式から投資時点の株価と新規株式数を同時計算(ここが一番重要)
- ⑧ 投資額の期待将来価値の計算
- ⑨ 出資比率の計算
- ⑩ 取得後全体発行株式数の計算

理解のため次のように仮定し、計算事例を示す。

- ・投資対象ベンチャー企業：ME社とする。
- ・現在既発行株式数：1,000,000株
- ・5年後のME社予想当期利益：2.5億円
- ・5年後の予想PERの決定：15倍
- ・5年後の株式価値：37.5億円
- ・投資家の5年間の年平均期待リターン：年率50%
- ・新規資金調達額(投資額)：1回で3.5億円調達
- ・投資期間：5年
- ・新株発行は今回のみで今後予定なしと仮定する。(Dilutionなしのケース)
- ・求めたい変数は、新規発行株価、新規発行株数

上記事例を利用すると、5年後の株式価値は、5年後予想当期利益に倍率をかけて

$$2.5億 \times 15 = 37.5億円$$

と求める。期待リターンは50%なので、現在の株式価値は次のように求まる。

$$現在株式価値 = \frac{5年後株主価値}{割引率} = \frac{37.5億円}{(1+50\%)^5} = 4.9億円$$

新規発行時にかかわる株価については、資金計画から新規資金調達額(投資額)が決まっていれば、既存株主部分の株価に注目し、現在株式価値から投資額を引き、既存株主の持ち分としての既存株主価値(つまりプレマネバリュウ)を求め、それを既存株式数で除して求めることができる。

$$\begin{aligned} 新規発行株価 &= \frac{現在株式価値}{既発行株式数 + 新規発行株数} \\ &= \frac{プレマネバリュウ}{既発行株式数} \\ &= \frac{(4.9 - 3.5)億円}{1000000株} = 143.8円 \end{aligned}$$

次に投資家に何株渡せば良いかという問題になる。すなわち新規発行株数である。既発行株式数と新規資金調達額と現在株式価値が既知の場合の、新規発行株数を求める方法を考える。この計算のためには、現在株式価値が必要になる。

$$\text{新規資金調達額} = \text{株価} \times \text{新規発行株式数}$$

前述の式を利用すると

$$\text{新規資金調達額} = \frac{\text{現在株式価値}}{\text{既発行株式数} + \text{新規発行株式数}} \times \text{新規発行株式数}$$

整理すると

$$\text{新規発行株数} = \frac{(\text{新規資金調達額} \times \text{既発行株式数})}{\text{プレマネバリュウ}}$$

或いは株価が計算されている場合には

$$\text{新規発行株数} = \frac{\text{新規資金調達額}}{\text{株価}}$$

ME 社の計算事例で再確認する。

$$\begin{aligned} \text{投資家にとって必要将来価値} &= (1+0.5)^5 \times 3.5 \text{億円} \\ &= 26.6 \text{億円} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{株式の将来価値} &= \text{PER} \times 5 \text{年後 PER} = 15 \times 2.5 \text{億円} \\ &= 37.5 \text{億円} \end{aligned}$$

$$\text{株式現在価値} = 37.5 / (1+0.5)^5 = 4.9 \text{億円}$$

$$\text{必要出資比率} = 26.6 \div 37.5 = 70.9\%$$

ME 社への投資家にとって、期待リターンが50%で、3.5億円を投資する場合の出資比率は、5年後に、企業価値37.5億円のうちの26.6億円を獲得する必要があるので、必要出資比率70.9%が必要になることがわかる。この出資比率計算では、株価及び新規発行株式数は利用しなくても計算できる。

ME 社の事例で確認すると、既発行株式数1,000,000株であるので、株式現在価値4.9382億円を前提にして3.5億円投資する場合の新規発行株式数とその後の全体発行株式数は、

$$\text{新規発行株数} = \frac{3.5}{4.9382 - 3.5} \times 1,000,000 = 2,433,476 \text{株}$$

この新規発行株数がわかれば、株価は、次のように投資額を新規発行株数で割ることによってでも求められる。

$$\text{株価} = \frac{\text{新規投資額}}{\text{新規発行株数}} = \frac{3.5 \text{億円}}{2,433,476 \text{株}} = 143.8 \text{円}$$

全体発行株数が分かれば次の関係式でも株価が計算できる。

$$\begin{aligned} \text{株価} &= \frac{\text{株主価値現在価値}}{\text{全体発行株数}} \\ &= \frac{37.5 \div (1+0.5)^5 \text{億円}}{3,433,476 \text{株}} \\ &= \frac{4.9382 \text{億円}}{3,433,476 \text{株}} = 143.8 \text{円} \end{aligned}$$

なお、投資家が戦略的に必要な出資比率を求めたい場合がある。必要出資比率の計算は以下ようになる。まず予想将来当期利益から将来株式価値を計算する。次に投資家にとっての期待リターンを利用して投資額についての将来の必要株式価値を計算し、その比率から必要出資比率を計算する。或いは、期待リターンを利用して、現在株式価値を計算し、投資額との比率を求めて、出資比率を計算することもできる。

$$\begin{aligned} \text{必要出資比率} &= \frac{\text{投資家にとっての必要将来株式価値}}{\text{将来株式価値}} \\ &= \frac{(1 + \text{IRR})^{\text{years}} \times \text{投資額}}{\text{将来株式価値}} \\ &= \frac{(1 + \text{IRR})^{\text{years}} \times \text{投資額}}{\text{PER} \times \text{将来当期利益}} \\ &= \frac{\text{投資額}}{\text{将来株式価値} / (1 + \text{IRR})^{\text{years}}} \end{aligned}$$

出資比率が分かっているならば、新規発行株数を次の式でも求められる。

$$\text{新規発行株数} = \frac{\text{出資比率}}{1 - \text{出資比率}} \times \text{既発行株式数}$$

以上が一連の計算例であるが、状況により、どのパラメータ数値が先に決まるかはケースバイケースであり、関連の数式を利用して必要なパラメータ数値を計算していくことになる。

3章 優先株の概要

3.1 優先株の概要¹

1章の問題点を踏まえ、近年、ベンチャー企業においては、優先株を発行して資金を調達する事例が数多くある。優先株式とは、会社法上剰余金の分配（残余財産と配当）において、普通株より有利な権利が付与されている株式である。種類株の一つである。優先株には、配当について、所定の優先株主配当金以外に普通株主配当を受けられる参加型と、所定の優先株主配当しか受けられない非参加型とがある。

1 参考文献は、磯崎哲也「起業のエクイティファイナンス」

典型的な優先株の例は、

- ① 企業売却時に残余財産に関して投資額と同額(1.0倍)を優先受領できる優先分配権を持つ。
- ② 配当参加型で、順調に企業拡大している場合には普通株主と同様、株式持ち分により配当を受けることができる配当分配権をもつ。

こうした優先株式が使われることにより、シードマネー投資家がリスクの高いベンチャーにより高い株式価値を付けて投資がおこなうことが可能になり、ベンチャー企業はより大きな額の資金調達が可能となる。

3.2 その他の優先権

優先株式の権利は、剰余金の配当や、残余財産の分配の場面で、普通株に優先して配当や分配を得られるキャッシュフロー権であるが、さらに、優先株主としての権利を守るために、株主間契約により経営コントロール権を付ける場合がある。例えば、経営陣による一定の新株発行を防止するための規程、取締役選任権、拒否権、先買権、希薄化防止条項等の多様な契約がある。優先株式は、普通株と異なる権利がついているため、普通株よりも少ない株数で高い価格で発行することが可能となる。同じ資金を調達した場合に、起業家の持ち分の希釈化を防止できる点もメリットとなる。また、ストックオプションの行使価格が高額とならないようにするため、優先株を発行して普通株の価値を落とすケースも有る。事務手続きの費用を考えると、ある程度の大きな調達をする場合には優先株式を、小さい資金調達の場合には普通株による調達をするという考え方が一般的である。

3.3 優先株の問題点

優先株の問題としては、優先株発行には条件の交渉を含めて大きな手間と弁護士費用がかかることに加えて、通常の株主総会の他に優先株主総会を開くことも必要になり、会社運営上もコストがかかることにある。

資金調達を行う起業家側からは、できるだけ少ないコストで調達したいという要請と、投資家側の権利の保護の要請とを両立する方法が必要であることから、米国では、この問題点を回避すべく、シードラウンドでは優先株ではないが類似した性質を持ち、また、後に優先株でのファイナンス時に優先株に転換されるような投資手法として、「Convertible Note」、「Convertible Equity」が開発されている。

4章 JKISS の概要

優先株と同様に、1章で述べたシードマネー投資家の成果分配問題に対する方法として開発されたシードマネー用の出資方式(資金調達方式)の一つにJKISSがある。JKISSとは、米国で開発された契約体系のKISSの日本版である。最近日本のエンジェル投資のスキームとして普及してきているので、理解しておくことが必要である。

4.1 JKISS の概要

シードマネー投資家に対する成果分配の問題に対し、米国ではVCにシードマネーをファイナンスする手法として、KISSやSAFEなど様々な「Convertible Equity」が開発された。それぞれのベンチャーキャピタルが作っているために違う名前が付いているが、概念的には同様のものである。J-KISSは日本で500 Startups Japanがオープンソースとして無償公開し、のちにCoral Capitalが運営を行っている「シード投資のための発行企業と投資家の間の契約書及びその契約体系全体」をいう。米国において2014年7月に500 Startupsは、KISS(Keep It Simple Security)というシード投資のための標準ドキュメントを公開した。その後、普及が進み、Y Combinatorが公開したSAFEと並んでシリコンバレーにおけるシード投資契約のデファクトスタンダードとなっている。J-KISSは、森・濱田松本法律事務所の増島雅和弁護士により設計され、KPMG税理士法人による税務面からのレビューを経て、2016年4月に公開された、日本の規制や実務に合わせる形で設計された「Convertible Equity」型のシードステージにおける資金調達のための標準契約書体系のことを言う。詳細は末尾別添資料(投資契約書、発行要項)参照こと。

J-KISSはシード期の資金調達に合うように各種工夫がされた新株予約権の形をとっている。新株予約権とはその会社の株式の交付を受けることができる権利であり(会社法2条21号)、将来的に株になる可能性のある「潜在株式」である。新株予約権を有償で発行し、その後、資金調達ができた場合に当該株式へ転換される。特徴はシンプルに資金調達するための投資契約書となっていて、優先株式に比べて発行に関するコストが低く、また負債にならない点で、シード期の資金調達手法として適している。加えて、後述するように、契約時には企業価値を計算しないで、次回資金調達時の段階で株式シェアが決定されるという特徴がある。このような観点から、

起業家にとっては有利となりやすい資金調達手法と言える。

JKISS において利用される 2 種類の株価評価方法を事前に理解する必要がある。投資家は、18 か月内のうちに、シリーズ A の資金調達に成功した場合、以下の 2 種類株価評価方法のうち、事後的に有利な方を選択できる。

- ① Cap 方式：JKISS 発行時のプレマネバリューを合意し、プレマネバリューとシードマネー出資額の比率で、株式の出資比率を決める。株価はプレマネバリューを創業者保有株式数で除した金額となる。
- ② Discount 方式：シードマネー投資家はシリーズ A 資金調達時の株価の 80% の割引株価で JKISS 時の株式を取得する。

事後的に、最悪でも Discount 方式を選択できるので、企業価値全体が上昇しなければ、シードマネー投資家に優先的に分配できる。結果的に、シードマネー投資家に最低 25% のリターンを保証する方式。この二つの方式の境界条件は、6 章で述べる。

Cap 方式のプレマネバリューを合意するにあたって、出資額は既知だとすると、時価総額の評価が問題となるが、創業者は、プレマネバリューを高く評価して、シードマネー投資家に与える株式比率を小さくしたい。一方、シードマネー投資家は、プレマネバリューを低く評価して、獲得できる株式数を大きくしたいということになる。この双方の立場から合意点を見つけることになる。

Discount 方式については、創業者は、シリーズ A の

資金調達において時価総額が増加しないと、株価が低迷してしまい、その 80% の株価でシードマネー投資家に株式を渡すので、創業者の株式保有比率を大きく減少させることになる。創業者にとって、経営努力が重要となる。

4.2 「J-KISS」の仕組み

ここでは、J-KISS の発行後の転換の仕組みを下記図表の 3 パターンの場合にそれぞれどのように転換されるかを解説する。

(1) J-KISS 発行後、18 か月期限内にシリーズ A に到達した場合

シリーズ A に際して以下①②のうち、いずれか有利なつまり低い株価に基づき決定される。

- ① Cap 方式
- ② Discount 方式

(2) J-KISS 発行後、18 ヶ月以内に買収された場合

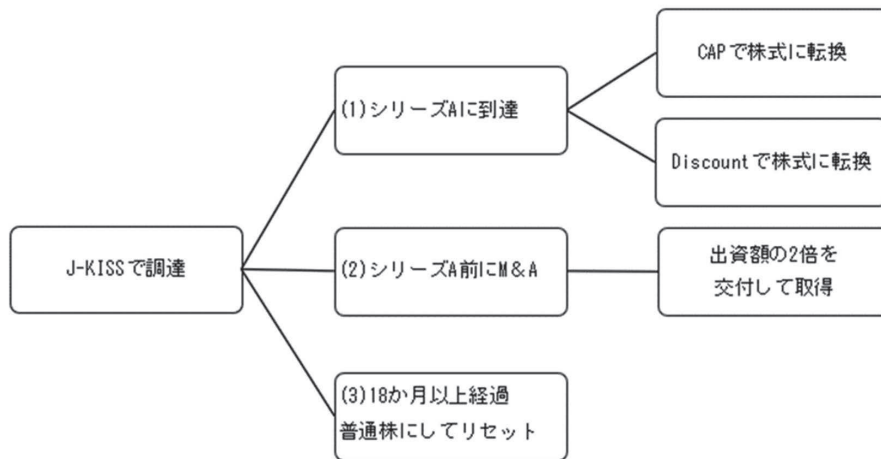
シリーズ A 前に M & A が行われた場合、J-KISS のひな形では、投資家は優先的に出資額の 2 倍の金額が得られるように設計されている。

(3) 所定期間内にシリーズ A も M & A も起こらなかった場合

J-KISS の投資家と合意した期間内（ひな型では J-KISS 発行後 18 か月経過）にシリーズ A も M & A も起きなかった場合、J-KISS 型の新株予約権は、バリュエーションキャップを基準に普通株に転換されるように設計されている。

4.3 「J-KISS」の問題点

NEDO STS (Seed-stage Technology-based



(出所：CoralCapital 社 web サイトより引用)

Startups.)等の助成金やエンジェル税制の優遇措置を受けようとした場合にそれらの適用要件が「株式による出資」が必要な為、J-KISSは現在のところ、対象外となっている。

5章 「優先株」と「J-KISS」のシードマネーのリターン構造

5.1 普通株のシードマネーのリターン構造分析式の検討

前章までで、優先株とJ-KISSの内容が理解できたが、資金調達手法の違いがどのように投資家と創業者にとって影響するのかをより深く分析することが必要である。そのためにはシードマネーのリターンが諸条件によりどのように決まってくるかを理解するための構造式、さらには優先株の数理的構造とJ-KISSのキャップの意味とディスカウント方式の意味、および株価の決め方の構造について研究する必要がある。そのために、最も簡単な前提をおいて、計算体系を検討することとしたい。

(前提)

シードマネーを普通株で資金調達すると仮定する。所定の期限内にシリーズAに到達し、シリーズAの資金調達が行われると仮定する。この前提のもとに、シードマネー投資家が、シードマネーを投資してから次のシリーズAにおいてベンチャーキャピタルから資金調達をした直後までの期間におけるパフォーマンスを分析する。また、シードマネー投資家は、シリーズAには参加しないこととする。

5.2 シードマネーのリターン構造式の計算

シードマネー資金調達とシリーズA資金調達の2回の資金調達において、シードマネー投資家の出資比率及びリターンを分析するための構造式を考える。ただしここでは、期間が一定でないことと計算の簡便性から、リターンを倍率で測定する。

(記号)

当初創業者株式数： S_1^S

シードマネー投資時点創業者株式数： S_1^S

シードマネー投資時点シードマネー投資家株式数： S_1^N

シードマネー投資時点全株式数： $S_1^T = S_1^S + S_1^N$

シードマネー投資時点時価総額 = シードマネー投資時点
ポストマネバリュー： V_1

シードマネー投資時点株価： P_1

シードマネー投資時点シードマネー投資額： N_1

シードマネー投資時点プレマネバリュー： $V_1 - N_1$

シードマネー投資時点創業者出資比率： X_1^S

シードマネー投資時点シードマネー投資額出資比率：
 X_1^N

シードマネー投資時点シードマネー投資家の時価総額：
 V_{1-1}^N

シリーズA投資時点創業者株式数： S_2^S

シリーズA投資時点シードマネー投資家株式数： S_2^N

シリーズA投資時点時価総額 = シリーズA投資時点ポ
ストマネバリュー： V_2

シリーズA投資時点株価： P_2

シリーズA投資時点シードマネー投資額： N_2

シリーズA投資時点プレマネバリュー： $V_2 - N_2$

シリーズA投資時点創業者出資比率： X_2^S

シリーズA投資時点シードマネー投資額出資比率：
 X_{1-2}^N

シリーズA投資時点シードマネー投資普通株リターン
倍率： $R_{普通}^N$

シリーズA投資時点シードマネー投資優先株リターン
倍率： $R_{優先}^N$

シリーズA投資時点シードマネー投資J-KISSリター
ン倍率： R_{JKISS}^N

シリーズA投資時点シードマネー投資家の時価総額：
 V_{1-2}^N

上記によりシリーズA投資時点シードマネー投資リター
ン倍率 (R_2^N) を説明する式を求める。まず基本的な関
係式を整理する。

$$P_1 = \frac{V_1 - N_1}{S_1^S} = \frac{N_1}{S_1^N}$$

$$X_1^N = \frac{N_1}{V_1}$$

$$P_2 = \frac{V_2}{S_2^S + S_2^N} = \frac{(V_2 - N_2)}{S_2^S} = \frac{N_2}{S_2^N}$$

$$X_{1-2}^N = \frac{N_1}{V_2}$$

次に、シードマネー投資家のシリーズA投資時点での
時価総額を求める。これは、シリーズA投資時点での
プレマネバリューの中の、シードマネー投資時点の出資
比率部分であるので

$$V_{1-2}^N = \frac{N_1}{V_1} (V_2 - N_2)$$

次にシードマネー投資時点でのシードマネー投資額時価

総額は、シードマネー投資額に等しいので

$$V_{1-1}^N = N_1$$

よって、シリーズ A 投資時点シードマネー投資リターン倍率 (R^N) は、

$$R_{\text{普通}}^N = \frac{V_{1-2}^N}{V_{1-1}^N} = \frac{\frac{N_1}{V_1}(V_2 - N_2)}{N_1} = \frac{(V_2 - N_2)}{V_1}$$

この式が、普通株の場合のシリーズ A 投資時点シードマネー投資リターン倍率 (R^N) を決める構造式であり、シードマネーにおける普通株投資、優先株投資、J-KISS 投資の分析を可能にする式が求められた。なお、証明は省略するが、このシードマネー投資家のリターン倍率は、シリーズ A 時点の株価をシード時点の株価で除したものと一致する。

$$R_{\text{普通}}^N = \frac{(V_2 - N_2)}{V_1} = \frac{P_2}{P_1}$$

5.3 リターン倍率構造式から理解できるシードマネーパフォーマンスの特徴

ここで、普通株投資を前提にしたシードマネー投資家のリターン倍率構造式からわかることを整理してみると

- ・シリーズ A 時点の時価総額が、シード時点での時価総額に比してより大きいとリターンがより高い。
- ・シリーズ A 時点の資金調達額が、シード時点での時価総額に比してより小さいとリターンがより高い。
- ・まとめると、シリーズ A 時点のプレマネバリュウが、シード時点での時価総額に比してより大きいとリターンが高い。
- ・シード時点での時価総額が小さいとリターンが高い。したがって、シードマネー投資家は、シード時点の時価総額を低めに評価したい。

5.4 「優先株」におけるリターン構造式

本章は、1 回目の資金調達が優先株で、2 回目の資金調達が普通株での資金調達である場合のリターン倍率の構造式を確認する。そのほかの前提は、6.2 と同じとする。優先株は多様な条件が考えられるが、ここでは典型的な 1 倍までの優先分配権とそれ以上の価値の場合には普通株比率で分配される参加権がついているとする。優先株或いはみなし優先株を利用する場合、シリーズ A 時点でのプレマネバリュウ ($V_2 - N_2$) が創業者とシードマネー投資家の持分の合計価値である。従って、その合計価値が、両社の持分により、どのように配分されるかを意識する必要がある。その配分は本来の普通株であ

ば次のようになる。

$$(V_2 - N_2) \begin{cases} \text{創業者持分} = (V_2 - N_2) \frac{(V_1 - N_1)}{V_1} \\ \text{シード投資家持分} = (V_2 - N_2) \frac{N_1}{V_1} \end{cases}$$

5.2 の記号と表現を利用すると、つぎのような場合分けが必要になる。

① ($V_2 - N_2 < N_1$) の場合、すなわちシリーズ A 時点のプレマネバリュウがシード時点の資金調達額より小さい場合には、優先分配権から、シードマネー投資家が得られるものはシリーズ A 時点のプレマネバリュウ全体であるので、優先株のリターン倍率式 $R_{\text{普通}}^N$ は、以下の式になる。

$$R_{\text{普通}}^N = \frac{(V_2 - N_2)}{N_1}$$

・この式の上限は仮定により 1.0 倍である。

② ($V_2 - N_2 \geq N_1$) の場合、すなわちシリーズ A 時点のプレマネバリュウがシード時点の資金調達額より大きい場合には、上回る部分について配当参加権により株式比率で分配されるので、優先分配のシードマネー投資額部分を合わせた合計価値を投資額で除してリターン倍率になるので、 R^N は以下の式になる。

$$R_{\text{普通}}^N = \frac{(V_2 - N_2 - N_1) \times \frac{N_1}{V_1} + N_1}{N_1}$$

・参加権付き優先株のリターン倍率の特徴を見るためにこの式を変形すると、

$$\begin{aligned} R_{\text{普通}}^N &= \frac{(V_2 - N_2) \times \frac{N_1}{V_1} - N_1 \times \frac{N_1}{V_1} + N_1}{N_1} \\ &= \frac{(V_2 - N_2) \times \frac{N_1}{V_1}}{N_1} + \left(1 - \frac{N_1}{V_1}\right) \end{aligned}$$

ここで普通株のリターン倍率式を再掲すると

$$R_{\text{普通}}^N = \frac{\frac{N_1}{V_1}(V_2 - N_2)}{N_1}$$

であるので、優先株リターン倍率は、

$$R_{\text{優先}}^N = R_{\text{普通}}^N + \left(1 - \frac{N_1}{V_1}\right)$$

と表現できる。この式から、優先株の配当参加権付き・残存優先分配 1 倍型の場合は、($V_2 - N_2 \geq N_1$) の場合、リターン倍率で普通株のリターン倍率に比較して、必ず

$(1 - \frac{N_1}{V_1})$ 倍だけ高いことがわかった。優先株の有利さが確認できた。

5.5 「J-KISS」におけるリターン構造式

5.2の構造式をみれば、シードマネー投資家のリターン倍率を一定以上確保するためにはどうしたらよいかを考えることができる。これを展開して、J-KISSの契約内容から、JKISSにおけるシードマネー投資のリターンを考える。JKISSの特徴は、最悪でもディスカウント方式の選択により、事後的に株価を決定し、25%のリターンを確保できることになる。この事後的な株価の決定方式の効果を分析する必要がある。確認のために普通株のリターン倍率構造式を再掲すると

$$R_{普通}^N = \frac{(V_2 - N_2)}{N_1}$$

5.6 Cap 方式について

リターン倍率を上げるためには、まず、 V_1 を小さくする必要があるのである。その数値を決めるのに、シードマネー投資時点の株価を考える。株価はプレマネバリューを株数で割ることにより求まるので、株価は次のようになる。

$$P_1 = \frac{(V_1 - N_1)}{S_1^S}$$

この式を利用して株価を低くするには、 $(V_1 - N_1)$ を小さくすることが必要になることがわかる。この式を理解すると、J-KISSのキャップの額は、まさにシード時点のプレマネバリューを意味していることが確認できた。従って、キャップを利用した株価はシリーズ A 時点を持たずして求めることができる。

5.7 Discount 方式について

次に、 $R_{普通}^N$ の最低リターン確保戦略を考えたい。

$$P_2 = \frac{V_2}{S_2^S + S_1^N} = \frac{(V_2 - N_2)}{S_2^S} = \frac{N_2}{S_2^N}$$

を利用すると

$$R_{普通}^N = \frac{(V_2 - N_2)}{V_1} = \frac{(V_2 - N_2)}{S_2^S} \frac{S_2^S}{V_1} = \frac{P_2}{P_1}$$

よって、シリーズ A 資金調達時の株価を基準にシードマネー調達時の株価を決めることができれば、リターン倍率を確保できる。これが J-KISS においてディスカウント方式が採用される意味であることが分かった。

ただし、この時の株価をどのように決定するかという問題がある。普通株ならば、シリーズ A 資金調達時のプレマネバリューを（創業者の株数+シードマネーの株式）で除して求める株価であるが、シードマネーの株式

数が決まらなければシリーズ A 資金調達時の株価も決まらない。

J-KISS では、この問題に対しシリーズ A 資金調達時の株価を先に決める方式を開発した。この株価は、実務的には、エクセルの収束計算で求めることができるが、下記の計算を行えば、未知変数に対し 4 本の連立方程式が成立し、株価算定式を求めることができる。

(既知の変数): S_1^S 、 V_1 、 N_1 、 V_2 、 N_2

(未知の変数): P_1^{Discount} 、 $P_2^{\text{JKISS設定}}$ 、 S_1^N 、 S_2^N

得られる関係式は以下の 4 本であるので、連立方程式で、4 個の未知変数は解ける。

$$P_1^{\text{Discount}} = \frac{N_1}{S_1^N}$$

$$P_2^{\text{JKISS設定}} = \frac{(V_2 - N_2)}{S_1^S + S_1^N}$$

$$P_2^{\text{JKISS設定}} = \frac{N_2}{S_2^N}$$

$$P_1^{\text{Discount}} = P_2^{\text{JKISS設定}} * 0.8$$

この式を解くと次の式が得られた。

$$\begin{aligned} \text{シリーズA時点JKISS収束株価} &= P_2^{\text{JKISS設定}} \\ &= \frac{1}{S_1^S} ((V_2 - N_2) - 1.25 * N_1) \end{aligned}$$

なお、1.25は、20%はディスカウントした80%の逆数の意味である。

5.8 Cap による株価と Discount による株価の比較

上記株価算定式を利用して、J-KISS の Cap による株価とディスカウントによる株価の低い方を採用する関係を表現してみる。

$$P_2^{\text{JKISS設定}} = \frac{1}{S_1^S} ((V_2 - N_2) - 1.25 * N_1)$$

$$\begin{aligned} P_1^{\text{Discount}} &= P_2^{\text{JKISS設定}} * 0.8 \\ &= \frac{1}{S_1^S} ((V_2 - N_2) - 1.25 * N_1) * 0.8 \end{aligned}$$

この株価と、次の Cap による株価を比較して、小さい方を採用する。

$$P_1^{Cap} = \frac{(V_1 - N_1)}{S_1^S}$$

従って、J-KISS 方式のリターン倍率を求める式をまとめると次のようになる。

$$R_{JKISS}^N = \frac{P_2^{JKISS設定}}{MIN(P_1^{Discount}, P_1^{Cap})}$$

$$= \frac{\frac{1}{S_1^S}((V_2 - N_2) - 1.25 * N_1)}{MIN(\frac{1}{S_1^S}((V_2 - N_2) - 1.25 * N_1) \times 0.8, \frac{(V_1 - N_1)}{S_1^S})}$$

ここで、 $MIN(P_1^{Discount}, P_1^{Cap})$ のどちらが選択されるのか、その境界条件を求めてみる。

Discount が選択される条件を求めると次の式を満たす状況である。

$$\frac{1}{S_1^S}((V_2 - N_2) - 1.25 * N_1) \times 0.8 < \frac{(V_1 - N_1)}{S_1^S}$$

変形すると次のようになる。

$$(V_2 - N_2) * 0.8 - N_1 < (V_1 - N_1)$$

$$(V_2 - N_2) < 1.25 * V_1$$

従って、シリーズ A 時点のプレマネバリュエーションが、シード時点のポストマネバリュエーション（時価総額）の1.25倍以下であると、Discount 方式の株価が選択されることがわかる。

6章 まとめ

本論文は、最近活用されるベンチャー企業へのエンジェル投資のシードマネー投資家にとって、成果配分の公平さを意識した出资方式として最近利用されるようになってきた資金提供（資金調達）手法のなかで、優先株と JKISS を取り上げ、その中でも特に JKISS のリターン構造を分析した。確認できた点は以下のような点である。

- ・通常の優先株と JKISS において、パフォーマンスでは一概にどちらが有利とはいえない。事業化が不調になる可能性が高い場合には、JKISS 方式が有利であるが、順調な場合には優先株の方が有利になる場合が多い。
- ・JKISS は株式ではなく新株予約権であることに注意が必要
- ・JKISS のキャップ方式は、事後的な要素はなく、プレマネバリュエーションと資金調達額で出資比率を配分する方式である。
- ・JKISS のディスカウント方式の株価は、連立方程式を解くことにより、数式で計算できることが確認できた。

- ・JKISS でキャップ方式が採用されるかディスカウント方式が採用されるかの分岐点は、シリーズ A 時点のプレマネバリュエーションが、シード時点のポストマネバリュエーション（時価総額）の1.25倍であり、それ以下であると、Discount 方式の株価が選択されることがわかった。

以上

(参考文献)

- ・Sahlman, William A., and Daniel R Scherlis. "A Method For Valuing High-Risk, Long-Term Investments: The " Venture Capital Method". Harvard Business School Background Note 288-006, July 1987. (Revised October 2009.)
- ・磯崎哲也「起業のエクイティ・ファイナンス」ダイヤモンド社
- ・磯崎哲也「起業のファイナンス」日本実業出版社
- ・一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター「ベンチャー白書2018」
- ・一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会「スタートアップエコシステムの現状および官民ファンドの貢献について」
- ・株式会社ジャパンベンチャーリサーチ「国内スタートアップ資金調達動向」JAPAN STARTUP FINANCE REPORT 2018
- ・木村哲、「ベンチャー企業の株式価値評価のための期待リターンと資本政策の研究」、2019年度3月、明治大学グローバル・ビジネス研究科紀要 MBSReview No15、P 1～P14
- ・経済産業省「我が国における健全なベンチャー投資に係る契約の主たる留意事項」
- ・高見茂雄、蜂谷豊彦「ベンチャー企業の企業価値評価」
- ・中小企業庁「2019年版小規模企業白書」
- ・中小企業庁「2019年版中小企業白書」
- ・立命館大学三谷ゼミナール（行松班）「日本のベンチャー企業における資金調達について」
- ・（コーラルキャピタル）<https://coralcap.co/>
- ・（フェムトパートナーズ）<https://femto.vc/>
- ・（Angel Capital Association）<https://www.angelcapitalassociation.org/>
- ・（AZX 総合法律事務所）<https://www.azx.co.jp/>
- ・（日本政策金融公庫）<https://www.jfc.go.jp/n/finance/start-up/index.html>
- ・（国立研究開発法人 新エネルギー・産業技術総合開発機構）<https://www.nedo.go.jp/>
- ・（Pitch Book）<https://pitchbook.com/partners/nvca>

・(独立行政法人 中小企業基盤整備機構) http://www.smrj.go.jp/supporter/fund_investment/index.html

<別添1>

[発行会社名称]

第[1]回 J-KISS 型新株予約権
投資契約書

第2.1条 (本新株予約権の割当及び引受け)

本契約の定めるところに従い、本払込期日において、本投資家は本新株予約権のうち[●]個(以下「引受新株予約権」という。)を引き受け、本新株予約権1個あたり[1,000,000]円を本会社に対し払込み、本会社は引受新株予約権を本投資家に割り当て発行するものとする。

第2.2条 (クロージング)

1. 本投資家は、本払込期日において、第2.1条に基づき引き受けた引受新株予約権につき払い込むべき金額の全額(以下「本払込金額」という。)を、本会社によって指定される払込取扱場所となる金融機関口座に振込送金する方法により払い込むものとする。
2. 本会社は、本払込期日において、前項に定める払込みの後速やかに、本会社の新株予約権原簿に引受新株予約権の発行に係る事項を記録または記載した上、本投資家に対して、会社法第250条第1項に定める新株予約権原簿記載事項証明書を交付するものとする。

第5.2条 (主要投資家の権利)

(2) 優先引受権

(b) 本会社は、本株式等を引き受けまたはその付与を受ける者の募集(次回株式資金調達における募集またはそれまでに行われる募集を含むが、ストックオプションの発行を除く。)をしようとする場合、割当の決定を行う日の10営業日前までに、書面により、当該募集がある旨及び当該募集に係る本株式等の払込金額ならびに当該募集の条件を、主要投資家に対して通知するものとする。この場合、主要投資家は、当該募集に参加する他の投資家と同一の条件により、本号に基づき引き受けまたはその付与を受けた本株式等に係る払込金額の総額が参加上限額に充つるまで、一または複数の募集において本株式等を引き受けまたはその付与を受ける権利を有する。

(3) 主要投資家としての権利

本会社は、本契約締結日以後に発行される本株式等に係る発行要項、本株式等の発行または付与を受けた者が締結する投資関連契約その他の書面において、主要な投資家またはこれに類する者に対して付与される権利(情報請求権、優先引受権を含むがこれらに限られない。)を本投資家に対して付与するものとする。

第5.9条 (投資関連契約の締結)

次回株式資金調達において発行される株式に関して、かかる株式の株主及び/または本会社の間で、当該株式の上場努力義務、新株引受権、共同売却権、先買権、優先交渉権及び議決権の行使等に関する事項を含む投資関連契約(投資契約、株主間契約その他名称を問わない。)が締結される場合、本投資家は、本新株予約権の行使または転換対象株式への転換に際して、当該契約を締結するものとする。

第5.13条 (各契約の独立及び変更等)

1. 本会社と各本シリーズ投資家の間の契約及び本シリーズ新株予約権の各本シリーズ投資家に対する発行は別個独立しており、各本シリーズ投資家は本投資家に対する債務を連帯しないものとする。

第5.14条 (順位)

引受新株予約権に基づき本会社が負担する債務は、本契約締結日に存在し、または将来発行される他の本シリーズ新株予約権に基づき本会社が負担する債務及び転換社債その他の本会社が一般債権者に対して負担する債務と同順位とする。

<別添2>

第[1]回 J-KISS 型新株予約権
発行要項

第[1]回 J-KISS 型新株予約権(以下「本新株予約権」という。)の募集要項は以下のとおりである。

1. 発行会社 [発行会社名称] (以下「当会社」という。)
2. 新株予約権の数 [●]個
3. 払込金額 新株予約権1個あたり[100]万円(以下「本新株予約権の発行価額」という。)
4. 割当日・払込期日 20__年__月__日(以下「割当日」という。)

5. 新株予約権の内容

(1) 新株予約権の目的である株式の種類及び数

本新株予約権の目的たる株式の種類（以下「転換対象株式」という。）は当会社の普通株とする。但し、次回株式資金調達において発行する株式が普通株以外の種類株式である場合には、当該種類株式とする。

本新株予約権の行使により**当会社が転換対象株式を新たに発行し、又はこれに替えて当会社の保有する転換対象株式を処分する数は、本新株予約権の発行価額の総額を転換価額で除して得られる数とする。**

(2) 転換価額

(a) 「転換価額」とは、以下のうちいずれか低い額（小数点以下切上げ）をいう。

(x) 割当日以降に資金調達を目的として当会社が行う（一連の）株式の発行（当該発行に際し転換により発行される株式の発行総額を除く総調達額が[100,000,000]円以上のものに限るものとし、以下「次回株式資金調達」という。）における1株あたり発行価額に[0.8]を乗じた額

(y) _____円（以下「評価上限額」という。）を**次回株式資金調達の払込期日（払込期間が設定された場合には、払込期間の初日）の直前における完全希釈化後株式数で除して得られる額**

(3) 本新株予約権の行使に際して出資される財産の価額又はその算定方法

各本新株予約権の行使に際して出資すべき価額は1円とする。

(4) 本新株予約権を行使することができる期間

各本新株予約権は、割当日の翌日以降、いつでも行使することができる。

(5) 本新株予約権の行使の条件

(a) 本新株予約権は、次回株式資金調達が発生することを条件として行使することができる。但し、次回株式資金調達が転換期限までに発生しない場合、又は次回株式資金調達の実行日若しくは転換期限以前に支配権移転取引等を当会社が承認した場合はこの限りではない。

(b) 前(a)号にかかわらず、次回株式資金調達が転換期限までに発生しない場合における本新株予約権の行使は、本新株予約権（転換価額の定めを除き本新株予約権と同一の条件を有する新株

予約権を含む。以下本(b)号において同じ。）の発行価額の総額の過半数の本新株予約権の保有者がこれを承認した場合に限り行うことができる。

(6) 株式を対価とする本新株予約権の取得条項

(a) 当会社は、次回株式資金調達を行うことを決定した場合、当該取引の実行日までの日であって当会社の株主総会（当会社が取締役会設置会社である場合には取締役会）が別に定める日において、その前日までに行使されなかった本新株予約権をすべて取得するものとし、**当会社は本新株予約権を取得するのと引換えに、当該本新株予約権の発行価額をその時点における転換価額で除して得られる数の転換対象株式を交付する。**なお、上記の転換対象株式の数の算出にあたって1株に満たない端数が生じたときは、会社法第234条の規定に従って金銭を交付する。

(b) 前(a)号の定めにより本新株予約権を取得する場合、当会社は、取得日の2週間前までに本新株予約権の保有者に対して、その旨及び転換対象株式の内容その他当該次回株式資金調達における株式発行の条件を書面にて通知するものとする。

(7) 金銭を対価とする本新株予約権の取得条項

(a) **当会社が支配権移転取引等を行うことを決定した場合、当該取引の実行日までの日であって当会社の株主総会が別に定める日において、その前日までに行使されなかった本新株予約権をすべて取得するのと引換えに、各本新株予約権につき本新株予約権の発行価額の2倍に相当する金銭を交付する。**

(8) 譲渡制限

譲渡による新株予約権の取得については、株主総会（当社が取締役会設置会社である場合には取締役会）の承認を要する。

(9) 資本金および資本準備金に関する事項

(a) 新株予約権の行使により株式を発行する場合において増加する資本金の額は、会社計算規則第17条第1項に従い算出される**資本金等増加限度額の2分の1の金額**とし、計算の結果端数が生じたときは、その端数を切上げるものとする。

(b) 新株予約権の行使により株式を発行する場合において増加する資本準備金の額は、上記(a)記載の資本金等増加限度額から同(a)に定める増加する資本金の額を減じた額とする。

米国基準・日本基準・IFRS基準の財務諸表の比較分析 —トヨタ・日産・ホンダの企業分析2006年から2019年— Comparative Analysis of Three Types of Financial Statements: IFRS Honda, US-GAAP Toyota and J-GAAP Nissan

山口 不二夫

目 次

- I はじめに 本稿の目的
 - II 資料の比較検討：日本基準・米国基準・IFRS基準による有価証券報告書
 - 1. トヨタの米国基準による財務諸表
 - 2. ホンダの国際財務報告基準による財務諸表
 - 3. 特別損益項目をどう考えるか
 - III トヨタ・日産・ホンダの財務諸表分析
 - 1. 経営基本指標：第1表
 - 2. 損益計算書の推移：第2表
 - 3. 貸借対照表資産の推移：第3表
 - 4. 貸借対照表負債・純資産の部の推移
 - 5. キャッシュフロー計算書の推移
 - 6. 経営分析比率による比較と分析
 - (1) 収益性：第6表
 - (2) 利幅の検証：売上高諸利益率・費用率の分析 第7表
 - (3) 回転率：第8表
 - (4) 財務安定性：第9表
 - IV むすびにかえて
- 注
資料

I はじめに 本稿の目的

わが国の上場企業や社債券の発行を行っている企業が作成を義務付けられている有価証券報告書は、現在わが国の基準（以下、日本基準）に基づいているが、そのほかに米国会計基準¹⁾、国際財務報告基準（IFRS）²⁾に

よる作成が容認されている。本稿の目的は、以上3基準によって作成された有価証券報告書の財務諸表を相互に比較することが可能であるか、可能ならばどのような点に注意すべきか、比較可能でない点はどのような点であるかを明らかにすることである。

以上の課題に応えるための事例として、わが国の自動車産業の主要な3社にあたるトヨタ自動車株式会社（以

献辞

本稿を木村哲教授に捧げたい。木村教授は2004年の本研究科設立時からのメンバーであり、長らく執行部として研究科の発展に多大な貢献があった。とくに本研究科が国際化を図りEPASという国際認証を取得する際には献身的な活動を行ってくださった。その間も研究科に必要なファミリービジネスに関する科目を含め、多くの新規科目を担当され、しかもそれらの科目はどれも学生を惹きつけるものであった。心から感謝するとともに、今後のさらなる活躍をお祈りいたします。

トヨタと略称)、日産自動車株式会社(以下日産と略称)、本田技研工業株式会社(以下ホンダあるいは本田技研と略称)のわが国の有価証券報告書の財務諸表を取り上げ比較を行う。トヨタの財務諸表は米国基準、日産は日本基準、ホンダは国際財務報告基準に準拠して作成されている。2006年から2019年3月期までに期間を限定し³⁾、3社を比較可能な形にするために財務諸表のすり合わせ・調整が必要となる。そのうえで3社の分析をおこない、2006年から2019年の13年間に3社がどのような経営を行い、特徴点や問題点はどこにみられるかを明らかにする。本稿により、わが国の上場企業で観察される代表的な3つの基準の財務諸表を比較する際の、問題点や注意点が浮かび上がってくるはずである。

本稿では3基準の財務諸表の比較方法を考えるが、これらの基準の、それぞれの特徴や問題点を指摘することになる。また、異なった財務諸表を互いに比較する際に、どのような点に注意しなくてはいけないかという、より普遍的な課題に対する考察でもある。

II 資料の比較検討：日本基準・米国基準・IFRS基準による有価証券報告書

企業分析をおこなうときは、同業他社や業界平均との比較を行うことが必要である。その理由は、1社のみでの分析では、その企業に生じた変化がその企業に特有なものなのか、業界や経済の趨勢によるものであるのかを峻別できないからである。ここでは有価証券報告の内容のうち連結財務諸表(連結貸借対照表・連結損益計算書・連結キャッシュフロー計算書に相当するもの：以下、本稿で貸借対照表・損益計算書・キャッシュフロー計算書と呼ぶ場合は、いずれも連結のそれを指す)に限定し、必要な限りにおいて附属明細書や注記事項に触れる。日本基準による財務諸表は既知のものと考え、他の2基準の財務諸表と日本基準の財務諸表を比較する形をとりたい。比較に当たっては2006年3月期決算(以下、2006年決算、あるいは2006年、単に06年と略称、他の年次も同様)から2019年3月期決算の3社・3基準の財務諸表を共通する表に要約する作業(巻末第2表から5表)を通じて、3様式の統一把握の方法を考察する。以下でトヨタとホンダの財務諸表の比較を行うが、例示する財務諸表は直近の2019年3月期のものである。

1. トヨタの米国基準による財務諸表

巻末の第2表から5表は日本基準の財務諸表では、ほぼそのままの勘定科目の数値を入力すればよいように作

成されている。以下では巻末に掲載したトヨタ自動車の連結財務諸表の特徴と、日本基準へ組み換える場合は、どのような点に注意すべきかを述べる。

連結貸借対照表

受取手形及び売掛金においては、貸倒引当金の控除後の金額が記載されている。貸倒引当金の残高も記載されているので、日本基準に合わせることも可能であるが、その金額は受取手形及び売掛金金額の1%程度であるので、表では控除前の金額に直さなかった。手間がかかることと、手を入れすぎると原財務諸表と金額が異なり読解者に不信感を抱かせるからである。もちろん貸倒引当金の金額が大きくなったときは、加算の必要があるであろう。

固定資産の分類が日本基準と大きく異なっている。日本基準では有形固定資産・無形固定資産・投資その他の資産という分類であるが、トヨタでは長期金融債権・投資及びその他の資産・有形固定資産という分類である。長期金融債権は割賦販売による自動車ローンについての債権と推定されるので、投資有価証券とは考えない。ここで最大の問題は、無形資産・のれんについての勘定科目がない点である。トヨタが企業買収をほとんど行わないのか、行っても連結調整勘定は非常に小さく「その他の資産」に含まれているのか、即時償却をしているのか、そのどれかであろうがここではわからない⁴⁾。

負債の部は、短期借入債務は短期借入金、長期借入債務は長期借入・社債を適宜分類すればよく、日本基準と異なる分類の困難な項目はない。

純資産の部は大きな問題がある。中間資本という項目が存在することである。2015年5月にAA型種類株という議決権のある譲渡制限株式が発行され、それが中間資本に分類されたからである。トヨタは低燃費エンジン・燃料電池自動車・安全技術とモビリティといった次世代技術、製品の企画から製造販売に至る事業サイクルに合わせた研究開発投資の原資として、研究投資が自社の業績に寄与するまでの期間と投資家の投資期間を出来るだけ合わせ、投資家の中長期での保有を前提とした議決権のある譲渡制限付き種類株式を発行したのである⁵⁾。

米国ではこのAA型種類株は資本の範疇に入らないので、発行にあたってROEを低下させないというメリットがある。他方、日本では純資産の部の範疇に分類されるので、資本とは別項目の中間資本という項目を作ったのである。その他、「契約債務及び偶発債務」という科目が大科目として純資産の中にあることが注目される。

連結損益計算書

トヨタの損益計算書は営業利益段階までは、大科目の立て方が売上高・売上原価並びに販売費及び一般管理費と、日本基準と若干異なるが、販売費並びに一般管理費が中科目で示されているので、ほぼ同じと見てよい。営業利益の後は、その他の収益・費用を差し引いて税金等調整前当期純利益が算出される。つまり日本基準では示される営業外損益・経常利益・特別損益の科目に分類されていない。その他の収益・費用には内訳項目が示されているので、日本基準に合わせる場合は、その内訳項目を営業外損益・特別損益に分類する必要がある。具体的には、

受取利息及び受取配当金⇒営業外収益

支払利息⇒営業外費用

為替差益⇒営業外収益

未実現持分証券評価損益⇒特別損益

が理論的には正しいと思う。しかし本稿の第2表bでは、営業外損益の項目をあえて金利項目だけに限定した。為替差益を特別項目に入れた。その理由は為替項目は人為的に調整できる項目ではないので、臨時異常で特別な損益を表す特別項目のほうがより適切と考えたからである。つまり営業外損益は金利項目に限定したほうが経常利益の意味が、本業の利益に財務パフォーマンスを加えた利益として、より明確になると考えたからである。

その他、連結包括利益計算書については、特に相違点はない。連結株主持分計算書は重要であるが、本稿の対象企業では特に大きな資本変動はないので、本稿では扱わない。連結キャッシュフロー計算書の様式は日本基準と変わらない。

2. ホンダの国際財務報告基準による財務諸表

ホンダは1977年2月に米国預託証券をニューヨークで上場して以来、米国基準で財務諸表を作成していたが、2013年4月から国際財務報告基準に移行している。

連結貸借対照表

ホンダの連結貸借対照表の資産は、流動資産と非流動資産に分類されている。流動資産の項目では営業債権は日本基準の売上債権であろう。金融サービスに係る債権という科目は割賦販売による貸付けと考えられるが、非流動資産にも同じ科目が発見される。トヨタは長期金融債権と流動資産に金融債権という勘定科目があるのに対応すると推定する。日本基準の日産では流動資産の販売金融債権のみなので比較するには不都合である。その他の金融資産という科目は、日本基準の有価証券に対応

する科目と考えられる。貸倒引当金はトヨタや日本基準と異なり計上されていない。

非流動資産科目では有形固定資産と無形資産は確認できる。日本の固定資産勘定の分類は、有形固定資産・無形固定資産・投資その他の資産なので。残りの項目をすべて投資その他の資産に入れることになる。すなわち、持分法で会計処理されている投資・金融サービスに係る債権・その他の金融資産・オペレーティングリース資産・繰延税金資産・その他の非流動資産である。経営分析的には、この中から投資に関する金融資産部分を引き抜いたほうが良い。金融資産に相当するのは、その他の金融資産と持分法で会計処理されている投資であると考えられる。

負債の部流動負債では、営業債務は買入債務にあたる。資金調達に係る債務は短期借入金に相当すると考えられる。非流動負債ではやはり資金調達に係る債務が長期借入金・社債に相当する。資本では、その他の資本の構成要素は、そのほかの資本内の勘定科目がすべて存在することから、その他の包括利益に相当すると推定する。

連結損益計算書

営業費用が売上原価・販売費及び一般管理費・研究開発費に分類されている。販売費及び一般管理費のなかに研究開発費が含まれず、独立して掲記されていることが注目される。よって第2c表では比較可能にするため、販売費及び一般管理費に研究開発費を加えた金額とした。

米国基準の場合と同じように、営業利益の後は経常利益や特別項目がなく税引前利益が算出される。その中間の項目を日本基準と比較可能とするためには、

持分法による投資損益⇒営業外収益

受取利息⇒営業外収益

支払利息⇒営業外費用

その他（純額）：プラスの時⇒営業外収益、マイナスの時⇒営業外費用

に加えた。日本基準の特別項目に相当する勘定は発見できない。

3. 特別損益項目をどう考えるか

米国基準や国際財務報告基準と比べた時、日本基準の財務諸表の最大の問題点の一つは、特別損益の存在であろう。特別損益項目があるがために、経常利益と純利益という二つの利益概念を必要とし、金額が異なってしまう。米国基準や国際財務報告基準を採用する企業では特別項目は存在しないが、特別項目に該当する事象は生じ

ているであろう。すなわち臨時異常な事象、日本基準での前期損益修正、長期資産の処分による売買損益、そのほかの臨時異常な損失である。これらの事象は米国や財務報告基準を採用している企業では、他の収益費用項目に包含されているとしか考えられない。しかし、その金額がどの程度であるのか、どのように各期に費用化・収益化しているのかを観察することはできない。その処理の当否については、会計担当者と内部監査と外部監査を信頼するしかない。日本基準の特別項目はしばしば粉飾の一種であると非難される。確かにその計上のタイミングには恣意性が入っている可能性が高いが、少なくとも財務諸表で確認できる。そしてその特別損益の計上は、ある種の経営者のメッセージとしてとらえることができる、という点で重要な情報なのではないかと考える。

以上、米国基準、国際財務報告基準による財務諸表を日本基準に合わせて比較可能な形にすることを試みた。それによって作成した表が第1表から第5表であり、それらから導かれた比率の表が第6表から第11表である。次に3社の経営を財務データから分析する。

Ⅲ. トヨタ・日産・ホンダの財務諸表分析⁶⁾

1. 経営基本指標：第1表

第1表では経営を観察するうえで重要な財務データを3社対照して示している。この表の目的は対象会社の経営の概要と問題点・特徴点の発見である。2社あるいは3社対照で行う理由は、業界や経済の趨勢を加味し、より客観的な判断をおこなうためである。まず、日産から検討する。この時期の日本経済には、以下のような出来事があった。2009年3月期は、前年のリーマンショックの影響で不況となった時期である。またリーマンショックから回復しかけた2011年には、3月に東日本大震災が起き、その影響を2012年3月決算期まで引きずってしまった。2009年から13年までの5年間は停滞の時期であった。これらは3社もしくは日本経済全体に当てはまる。

売上高をみると2006年から2019年の13年間にホンダは1.6倍、トヨタは1.44倍、日産は1.23倍増加している。しかし、経常利益はトヨタ、ホンダは1.4倍近くに増えているが、日産は0.65倍と減少している。他方、総資産は3社ともに2倍近くに大幅に増加している。つまりこの3つの科目の推移をみるだけでも3社に共通した資産の巨大化、それに比べて売上げは3社とも伸びず、利益率

はとくに日産が低下していることがわかる。

販売台数をみると3社とも13年前から1.1倍台の伸びであり、3社の販売台数は停滞していることがわかる。それなのに売上高が伸びているのは一台当たりの単価が伸びているからである。従業員数をみると3社で大きく異なる。ホンダの従業員数が13年間で1.5倍にも増加したにもかかわらず、日産は0.8倍と大きく減少している。日産の資産は巨大化しているが、従業員数は減っているのである。

第1表では各社のセグメント情報から自動車事業と販売金融事業の営業利益を掲記している。ホンダの場合は二輪事業もわかるようにしている。日産に大きな変化が生じていることがわかる。それは自動車からの儲けが小さくなり、販売金融の利益の比重が高くなっている点である。2006年には自動車事業の営業利益は7,630億円に対して販売金融部門の営業利益は700億円に過ぎなかった。その後、販売金融部門は順調に成長し、2019年には2,280億円を稼ぎだしている。それに対して自動車事業部門は、2019年660億円の営業利益へと大幅に減少している。販売金融部門すなわち自動車金融部門が伸長しているのは日産程ではないが、トヨタやホンダでも観察できる。この間わが国の3大自動車メーカーでは、自動車金融部門が大幅に拡張されたのである。この3社のメーカーは製造業であると同時に、金融部門を持つことになった。資産が急拡大したことに呼応していると推定される。このことは第3表貸借対照表の資産の推移で確認を行う。

さらに第1表で注目されるのは、ホンダの四輪部門の業績が低下している点である。営業利益が13年間で3分の1に減少している。それに対して二輪部門は13年間で2.6倍に成長し、四輪、販売金融部門より多額の営業利益を計上している。第1表の単独数値に関しては、連結と異なる特別な動きは発見できないので省略する。

2. 損益計算書の推移：第2表

日産自動車

第2a表を参照されたい。日産においてはリーマンショックと東日本大震災の影響は大きく、リーマンショックで2兆円を割り込んだ売上総利益が、回復するには2015年までかかる。その売上総利益の減少を償うように販管費の削減が行われ、それまでの1兆5千億円程度が、2010年からの4年間は1兆円台に抑制された。特に広告宣伝費が抑制されている。営業外項目では支払利息が減少している。これは貸借対照表の有利子負債が減少していることに対応する。支払利息から受取利息・

配当金額を差し引いた純金利負担は2019年で▲250億円、すなわち250億円の純金利収益がある。

特別項目では巨額な損益の計上は少ない。2000年のカルロスゴーン社長就任時一年目の決算で、日産は7千億円もの特別損失を計上するが、その時行ったいわゆるBig Bathという財務戦略はほとんど行われていない。リーマンショック一年後の2009年に、損失を計上する中で1千億円の特別損失を計上したのが、それに近いが、規模は小さい。

トヨタ自動車

トヨタ自動車においてもリーマンショックと東日本大震災の影響は大きく、2009年に138十億円の営業赤字を計上し、2012年まで業績は低迷していた。しかし回復は日産より1年早く、2014年には2兆円台の営業利益に回復している。この業績の低迷した期間は研究開発投資も低調であったが、それでも7千億円台は支出していた。現在はコンスタントに年間1兆円以上の研究開発投資を行っている。2019年日産の52百億円の2倍近くである。営業外の項目の金利損益（純金利負担）をみると、2006年にすでに720億円の純金利収益があったが、現在は1,970億円にまで拡大し、極めて優良な財政状況であることがわかる。30年ほど前からトヨタは地方銀行並みの財政力があるといわれてきたが、現在はそれ以上である。特別項目は2019年度に未実現持分証券評価損益を3,920億円、09年に1,890億円「その他の損失」を計上しているが、それ以外は特別損失に相当する項目は発見できない。

本田技研

ホンダにおいてもリーマンショックと東日本大震災の影響はあり、2009年に19百億円の営業利益に後退するが、損失を計上せずに利益であったことは特筆される。回復のテンポは速く、2011年には57百億円の営業利益を計上し、東日本大震災後も1年余りで回復している。この業績の低迷した期間でも、ホンダは研究開発投資をほとんど減らさずに継続している。2019年には8千億円に達しており、これは売上の5.08%に当たり非常に高率である。

営業外の項目の金利損益（純金利負担）をみると、2008年にすでに34十億円の純金利収益があったが、現在は35十億円とほとんど変わっていない。13年間のうち半分以上の期で6千億円以上の最終利益を計上しているのに、金利損益にほとんど変化がないのは、儲けを金融資産以外に投資していることが推定される。なお国際財務報告基準を採用しているので、2014年以降は特別損益に

相当する項目は発見できない。

3. 貸借対照表資産の推移：第3表

日産自動車

日産の資産の各勘定の推移をみてまず気が付くのは、販売金融債権の増加である。2019年には2006年の2.14倍の7兆6千億円に達している。投資その他、その中でも投資有価証券が13年間に3.3倍となり、大きく増加している。金融部門の比重が大きくなっている。

有形固定資産投資は一時減少して2011年には3兆6千億円になるが、その後増加し2015年に5兆2千億円に達し、その後停滞している。13年間で1.2倍しか増加していない。棚卸資産は13年間で比べると、売上の伸び1.23倍より少し大きい1.45倍である。無形固定資産は非常に少ない。企業買収を積極的に行っていないからと推定される。

トヨタ自動車

トヨタは2006年から2019年にかけて、売上高が1.44倍に増加している。資産の中で長期金融債権と販売金融債権という自動車金融部門が2倍近い増加を示している。投資有価証券も10兆円に達し2.06倍の増加、金融資産残高全体は16兆円に達し2.13倍の成長を示す。

製造部門は棚卸資産が1.8倍、有形固定資産が1.5倍の増加であり、製造部門を含めて安定的な成長を示している。資産の中でやや金融部門の比重が大きくなっていることが、資産の部でも確認できるのである。無形固定資産に関する科目は発見できない。

本田技研

ホンダの2006年から2019年にかけて売上高は1.6倍に増加している。資産の中で自動車金融部門である短期の金融サービス債権は1.5倍、長期の金融サービス債権は1.16倍しか伸びていない。投資有価証券も2.8倍の増加を示すが、トヨタの10兆円に対して1.1兆円である。短期の金融資産を含めた金融資産残高全体は3.7兆円で、3.36倍の伸びを示している。

製造部門は棚卸資産が1.53倍、有形固定資産が4.1倍の増加であり、設備資産への投資が著しいことがわかる。資産の中で金融部門の比重が大きくなっていることが資産の部でも確認できるのである。無形固定資産は7千億程度でこの8年間大きな変化はない。

4. 貸借対照表負債・純資産の部の推移

日産自動車

2006年からの13年間で売上高は1.23倍に成長していることはすでに確認した。それに対して総資産は2.01倍に成長し、これは売上高に直接貢献しにくい資産が増加していることを示している。これは販売金融を含む金融関係資産の増加であった。ここではその資金の調達、何で賄われているかを確認する必要がある。有利子負債は13年間で1.7倍、純資産が1.8倍、その中でも利益剰余金が2.34倍に増加している。金額では有利子負債が3兆3千億円、利益剰余金が2兆8千億円増加している。これらの資金が金融資産1兆8千億円、販売金融債権4兆円の増加に充てられたのである。

トヨタ自動車

トヨタでは2006年からの13年間で、売上高は1.44倍に成長した。それに対して総資産は1.8倍増加した。日産同様、売上高に直接貢献しにくい資産が増加していることを示しているが、その割合は日産より低い。日産のほうが金融資産の増加の割合が大きいのである。その資金の調達は有利子負債は13年間で1.94倍、純資産が1.84倍、その中でも利益剰余金が2.1倍に増加していることがわかる。金額では有利子負債が1兆7千億円、利益剰余金が1兆1千億円増加している。圧倒的に自己蓄積により賄っているのである。これらの資金が長期短期の販売金融債権4兆円の増加に充てられたのである。金融資産の増加は9千億にとどまり、有形固定資産は3兆6千億円増加している。金融資産の増加でなく、実物資産と販売金融資産に投資している状況がわかる。

本田技研

本田は2006年からの13年間で、売上高は1.6倍に成長した。それに対して総資産は1.92倍増加した。本田は実物資産への投資は13年間で4倍と、非常に大きな伸びを示していた。その資金の調達は有利子負債は13年間で2.27倍、純資産が2.08倍、その中でも利益剰余金が1.85倍に増加している。金額では有利子負債が4兆1千億円、利益剰余金が3兆6千億円増加している。自己蓄積と負債の双方により賄っているのである。これらの資金が有形固定資産5兆6千億円の増加と長期短期の金融サービス債権1兆2千億円の増加、金融資産の増加2兆6千億に充てられたのである。本田が実物資産投資に注力した状況がわかる。

5. キャッシュフロー計算書の推移

キャッシュフロー計算書では事業のキャッシュフローの状況や投資、財務戦略がわかり興味深い、すでに損益計算書と貸借対照表の分析で3社のそれらの戦略や状況は把握できている。それらの事業の状況や投資・財務戦略がキャッシュフローとして表れている。ここでは、特に貸借対照表の13年間の推移と、キャッシュフロー計算書の数値の推移を比較して不釣り合いな点を指摘しておきたい。

投資キャッシュフローは通常金融資産投資と実物資産投資の両者から構成されている。筆者は金融資産への投資と有形固定資産への投資は異なった性質があると考えている。そこで第5表では投資キャッシュフローの内訳項目として有形固定資産の売却購入差額を加えている。この項目が実物資産投資純額を示す。投資キャッシュフローとこの額の差額は、金融資産への投資ということになる。3社とも旺盛な投資を行っている様子がこれらの数値からわかるが、その中でホンダの実物資産投資は、各年4千億から6千億であることが多く、トヨタの1兆円から2兆円、日産の1兆円台の投資が多いことと比べると見劣りがする。それなのに貸借対照表ではホンダの有形固定資産の増加が、飛び抜けて増加しているのである。この点は疑問が多少残るのである。

6. 経営分析比率による比較と分析

(1) 収益性：第6表

収益性の比率群を見ると、3社ともリーマンショック前に比べて総資本経常利益率（ROA）が低下していることがわかる。3社の総資本経常利益率の低下を招いたのは、回転率の低下である。利幅に相当する売上高経常利益率は、トヨタとホンダはさほど低下していない。それに比べて日産の利益率の低下は著しい。その理由はすでに第1表の検討で自動車事業の利益率の低下であることを示した。その中でも回転率は2006年には1回転であったが、2019年までに大幅に低下して0.61回転となる。その理由は金融事業への投資が拡大したことによる。トヨタとホンダも総資本回転率は低下しているが、日産程ではない。とくにホンダは0.8回転を維持している。

ROE自己資本利益率は2018年までは、3社とも13から14%を示し、極めて優良であった。2019年になり3社とも低下した。日産とホンダは業績の低下によるものだが、トヨタは特別損失に分類した未実現持分証券評価損益を34百億円計上したからである。16年間のROAとROEを観察すると、負債が多くレバレッジを効かせる

分、ROEのほうが振れ幅が大きい。ROE向上を目途に経営を行ったり、配当を行うことは、経営に短期的な視点をもち込むことになる。

(2) 利幅の検証：売上高諸利益率・費用率の分析 第7表

ROA：総資本回転率は以下のように分解できる。

総資本経常利益率＝売上高経常利益率×総資本回転率

第7表は売上高経常利益率など利益率の利幅の源泉を知るために、売上高で損益計算書の各費用を割った表である。3社を比べると売上高販売管理費率はかなり異なる。これは原価と販管費の振り分けが、企業によってあるいは日本基準米国基準、国際財務報告基準によって異なるからと推定される。そこで確実に比較できるのは売上高純金利負担率、売上高減価償却費比率と売上高研究開発費比率である。

売上高純金利負担率のマイナス幅、すなわち金利収益率の大きいのはトヨタで、さらに拡大を続けている。日産も改善しているが、ホンダの改善のテンポは遅い。資金を金融資産でないもの、とくに設備投資のほうが優先されていると推定する。

売上高減価償却費比率はトヨタが6%に迫っている。次いでホンダの4.54%、日産が3.34%である。日産は設備の新規投資を躊躇している可能性がある。ホンダは13年前に比べると、大きく設備投資を行う企業へと変貌した。

売上高研究開発費比率はトヨタが一貫して高く5%台後半のことが多い。日産は4%半ば、ホンダは5%超を目指しているようである。売上の規模が大きいので研究開発費の実額は大きく、トヨタでは1兆円を超えている。ホンダは売上の規模は15兆円とトヨタの30兆円の約半分であるが、8千億円もの研究開発投資を行っている。

(3) 回転率：第8表

先ほどのROAの分解式の右辺のもう一つの項は、回転であった。回転率の比率は、この回転の状況を知るための表である。この中で設備の過多を知る方法として、有形固定資産回転率が有効である。日産の有形固定資産回転率は2012年がピークで低下をはじめ、現在は2.19である。ホンダは2006年には5回転以上あり、非常に効率的であった。その後低下を続け、一時2回転を割り込むが、現在2.13回転である。トヨタは長期にわたって3回転前後を維持し、2019年には2.89回転とずば抜けて高い。新規投資を行っても、その有形固定資産が売上に結びついているのである。

在庫の多寡を示す棚卸資産回転期日はトヨタが短く2019年で31日である。次いでホンダの35日、日産は40日を超え、在庫が多いことがわかる。借入金月商倍率は純借入高（有利子負債－現金預金－短期有価証券）を月商（1ヵ月の売上高）で割った値であるが、借入の多寡を売上と比べることで明らかにしようという比率である。日産の同比率は2006年には5.42倍であったが2019年には6.88倍にまで増加している。これは借入過多なのではなく、自動車金融事業のための資金調達である。ホンダも3.04回転から3.53回転へ、トヨタも4.64回転から5.69回転へ拡大している。

(4) 財務安定性：第9表

現代、経営分析上財務安定性の比率群の使い方は難しい。市販の多くのテキストはこれらの比率に対して当座比率は100%以上、流動比率は120%あるいは150%以上が望ましいなどと述べる場合があるが、このような記述はそのテキストの著者の経験不足を物語っている。これまで述べた比率の多くは、優良であるという基準を示すことができる場合が多かったが、この財務安定性の比率群は、現代では基準や標準を示すことが極めて難しい。むしろその理由を考えることが、現代の経営分析発展のための出発点になるかもしれない。本稿ではその点を突き詰めて考えることはしないが、手掛かりは次の二点にあると考えられる。一つは現代日本の資金需要の乏しさ、その結果としての金利の低さと長期と短期の金利差がほとんどないことである。この財務安定性の比率群の上半分は左の資産を右の負債・資本で割った比率である。その考え方の背景は、短期投資は短期資金で賄うべきである、長期投資は長期の資金で賄うべきである、という考え方である。資金需要が乏しく資金調達が容易な状況では、短期の投資は短期の資金、長期の投資は長期の投資という図式を守る必要はどこにもない。その時々で一番容易で低い金利の資金調達を選択すればよい。そうすると短期の投資は短期の資金、長期の投資は長期の投資という図式は崩れてしまうのである。

実際に当座比率から固定長期適合率までの3社の比率を観察していただきたい。明らかに素晴らしい財政状態のトヨタが、一番「よくない」比率を示している場合がある。このことこそ現代における、この比率群の有効性の乏しさを物語っている。ただ、同じ企業でこれらの比率の経年による変化は、ある種の意味を持つことはありえる。

負債比率、自己資本比率は自己資本と負債の関係の比率で、同じ意味を持つ比率である。D/Eratioは負債の

中で有利子負債にのみに限定して注目した比率である。これらの比率の3社ともに特徴的な点は、13年間大きな変化がない点である。ただ、借入金依存度においては日産は7%ポイントほど減少したが、トヨタは2%ポイントほど、ホンダは5%ポイントほど増加している点が一番の相違である。借入が大きいので日産は自己資本比率は26%と低めで、トヨタは2014年には35%を下回っていたが、現在は38%に達している。トヨタは長年、自己資本比率の上昇を抑制させているように観察されたが、これは先にみたように種類株の発行が、わが国では自己資本に含まれることも考慮して考える必要がある。ホンダは3社の中で一番高い40%の自己資本比率を示している。

蓄積面を観察すると金融資産の比率である余剰金比率は、トヨタが32%と圧倒的に高い。日産はこの13年間で5%ポイント以上上昇させ14%で、ホンダは13年間で6%ポイント以上上昇させたが13%である。資本の中の剰余金の比率である留保利益率について、日産は13年間で4%ポイント上昇させて26%、ホンダは13年前とほぼ変わらない39%、トヨタは6%ポイント上昇させた42%である。ここでもトヨタの留保利益の潤沢さが観察される。ホンダもトヨタに劣らず過去から剰余金を蓄積してきたが、それらの資金は実物資産に投資され、金融資産投資にはあまり回されていないのである。

第10表の百分比貸借対照表からは、各資産や各負債・資本の項目が、どのようなバランスを占めているかを観察することができる。この表の説明は、貸借対照表の推移や財務安定性の比率の分析のときの文言を、繰り返すことになるのでここでは行わない。

IV むすびにかえて

わが国の上場企業に作成・公開を義務付けられている有価証券報告書は日本基準のほかに米国基準、国際財務報告(IFRS)基準によつての作成も許されている。わが国の自動車産業の主要3社である日産、トヨタ、ホンダの財務諸表は、それぞれ日本基準、米国基準、IFRS基準で作成されている。本稿では、これらの財務諸表を比較し、財務諸表分析をおこなうことで、3つの基準による財務諸表の相違と経営分析上の問題点を考察した。

これら3基準の財務諸表を分析するにはまず、3基準で作成された特に損益計算書と貸借対照表を、同一の様式の表に統一することが必要である。キャッシュフロー計算書は比較的近年に制度化されたおかげで、相違はほとんどない。本稿では日本基準の財務諸表の有用性と日

本ではいまだ多数である点を考え、日本基準への統一を基本に考えた。その結果以下のような調整を必要とすることがわかった。

まず、米国基準では固定資産の分類が日本基準と大きく異なっている。日本基準では有形固定資産・無形固定資産・投資その他の資産という分類であるが、トヨタでは長期金融債権・投資及びその他の資産・有形固定資産という分類で、無形資産・のれんについての勘定科目がみられない。負債の部は日本基準と異なる点はあるが、分類の困難な項目はない。純資産の部は大きな問題がある。2015年5月にAA型種類株という議決権のある譲渡制限株式が発行され、それが中間資本として、わが国では純資産に分類されることになる。損益計算書の相違点は、営業利益の後の段階で、その他の収益・費用を差し引いて税金等調整前当期純利益が算出される。日本基準では営業外損益・経常利益・特別損益の科目に分類されるが、米国基準では分類されない。その他の収益・費用には内訳項目が示されているので、日本基準に合わせる場合は、その内訳項目を営業外損益あるいは特別損益に分類する必要がある

本田技研のIFRSによる財務諸表を日本基準に合わせるには、以下のような調整が必要である。非流動資産科目では、有形固定資産と無形資産は確認できる。日本の固定資産勘定の分類は、有形固定資産・無形固定資産・投資その他の資産なので、残りの項目をすべて投資その他の資産に入れることになる。損益計算書では、営業費用が売上原価・販売費及び一般管理費・研究開発費に分類されている。販売費及び一般管理費のなかに研究開発費が含まれず、独立して掲記されていることが注目される。

日本基準と米国基準、IFRS基準の財務諸表の最大の違いは、特別損益項目の存在である。特別損益を計上しない場合、その金額がどの程度であるのか、どのように各期に費用化・収益化しているのかを観察することはできない。その処理の当否については、会計担当者と内部監査と外部監査を信頼するしかない。日本基準の特別項目はしばしば粉飾の一種であると非難される。確かにその計上のタイミングには、恣意性が入っている可能性が高いが、少なくとも財務諸表で確認できる。そしてその特別損益の計上は、ある種の経営者のメッセージとしてとらえることができるという点で、重要な情報なのではないかと考える。

本稿ではさらに以上のような修正を加えた統一的な表で、2006年から2019年までの3社の財務諸表分析とその比較を行った。この時期はリーマンショックと東日本大

震災という日本経済に大きなショックを襲った期間であり、それらのショックを経て自動車産業が立ち直った過程であるが、3社ともに収益性の低下がみられた。さらに回復のスピードと度合いはトヨタ、ホンダ、日産の順であった。3社ともに自動車販売金融に多くの投資を行い、そこからの利益が大きくなっている。回復の仕方は3社で異なり、日産の利益は販売金融部門の比重が大きくなってきている。ホンダは二輪事業・販売金融部門が好調で、4輪事業の収益性が低下してきている。また投資の方法も異なり、日産は販売金融部門への投資、ホンダは有形固定資産投資と研究開発投資が非常に大きい。トヨタは投資も収益構造も3社の中ではバランスが取れており、金融資産も剰余金も潤沢である。

本稿は日本における3種類の公開財務諸表が混在するという、特殊な資本市場事情での特殊な研究とみられるかもしれない。しかし、経営分析には比較が欠かせず、そのためには財務諸表の同質性と比較できる様式が必要である。この同質性や財務諸表の様式の統一は実際は難しい。時代や地域、企業の個別の事情で実質的に様々の様式の財務諸表が混在することは、これからも変わらないであろう。そのような中で本稿は、異なった様式の財務諸表をいかに比較するかという試みのひとつなのである。また、そのような比較の試みの中で、採用する会計基準の問題点が明確になる。本稿では特別損益の意味がそれにあたる。これは日本基準のみならず、米国基準やIFRS基準という会計を再考する契機となるはずである。

本稿ではIFRS基準では最重要と言われる包括利益について扱わなかった。経営分析的には意味が乏しいからである。次の機会があるならば、包括利益が企業の分析や評価の点で使いにくい概念であることを明らかにする必要がある。ここでは、使えないものは無視するという姿勢をとってしまったことを明記しておく。

注記

- 1) 有価証券報告書は金融商品取引法 第24条を根拠とし、内容や提出様式は企業内容等の開示に関する内閣府令、によって定められている。米国会計基準とはアメリカ合衆国の財務会計に使用される規則集合体であり、米国版の「Generally Accepted Accounting

Principles」(一般に認められた会計原則)で、米国公認会計士協会(AICPA)、FASB(Financial Accounting Standards Board、財務会計基準審議会)等が主要部を策定し、米国証券取引委員会が規則を確定している。規則S-Xは財務情報で規則S-Kは非財務情報を規定している。

- 2) 国際財務報告基準(International Financial Reporting Standards、IFRS)とは、国際会計基準審議会((International Accounting Standards Board: IASB)によって設定される会計基準で国際会計基準(International Accounting Standards、IAS)、解釈指針委員会(Standing Interpretations Committee、SIC)解釈指針書等、国際財務報告基準書(International Financial Reporting Standard、IFRS)、国際財務報告基準解釈指針委員会(International Financial Reporting Interpretations Committee、IFRIC)解釈指針からなる会計基準群の総称である。国際財務報告基準の最大の問題点は、会計処理についての各論は基準として公開されるが、グランドセオリーがない点であった。その点を補うために国際会計基準審議会から概念フレームワークが(Conceptual Framework)2010年に示された(2018年に改訂されている)。
- 3) 2006年以降に限定した理由については、2006年までは拙稿「日産とトヨタの企業分析」『MBSレビュー』Vol.3、2007年3月、明治大学グローバル・ビジネス研究科で検討を行っているからである。本稿と合わせると24年余りの長期分析となる。
- 4) トヨタの単独の貸借対照表の資産の部の金額は17兆円余りであるが、やはり無形資産は計上されていない。
- 5) https://global.toyota/pages/global_toyota/ir/stock/share/commonstock_20150428_01_jp.pdf 2020年1月28日確認。
- 6) 企業分析、財務諸表分析の方法については、山口不二夫・由二・孝『企業分析』白桃書房2000年を参照されたい。企業分析の目的は企業の経営状況や企業価値を知ることとともに、企業のディスクロージャーの状況、公表データの有効性、会計の真実性、明瞭性のテストでもある。

単位：10億円

第1表 経営基本指標

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)
A 連結売上高	9,428	10,468	10,824	8,437	7,517	8,773	9,409	9,630	10,483	11,375	12,190	11,730	11,951	11,574
トヨタ	21,037	23,948	26,289	20,530	18,951	18,994	18,584	22,064	25,692	27,235	28,403	27,597	29,380	30,226
ホンダ	9,908	11,087	12,003	10,011	8,579	8,937	7,948	9,878	12,506	13,324	14,601	13,999	15,361	15,889
B 連結経常利益	846	766	766	▲173	208	538	535	504	527	694	862	865	750	546
トヨタ	1,951	2,322	2,390	▲369	192	530	433	1,397	2,388	2,875	2,976	2,124	2,552	2,665
ホンダ	690	780	890	162	395	602	254	558	934	806	636	1,008	1,115	980
C 連結総資本	9,428	10,469	10,824	8,437	7,517	10,737	11,072	12,805	14,703	17,046	17,374	18,421	18,740	18,952
トヨタ	28,732	32,575	32,458	29,062	30,349	29,818	30,651	35,483	41,437	47,730	47,428	48,750	50,308	51,937
ホンダ	10,631	12,037	12,616	11,819	11,629	11,571	11,788	13,635	16,048	18,426	18,229	18,958	19,349	20,419
D 連結従業員数 (百人)(期末)	162,099	165,729	159,227	155,659	151,698	155,099	157,365	160,530	142,925	149,388	152,421	137,250	138,910	138,893
トヨタ	285,977	299,394	316,121	320,808	320,590	317,116	325,905	333,498	338,875	344,109	348,877	364,445	369,124	370,870
ホンダ	144,785	167,231	178,960	181,876	176,815	179,060	187,094	190,338	198,561	204,730	208,399	211,915	215,638	219,722
E 連結販売台数 千台	3,538	3,700	3,698	3,138	3,159	3,888	4,456	4,533	4,058	4,113	4,169	4,409	4,329	3,974
トヨタ	7,973	8,525	8,914	7,567	7,237	7,486	7,531	8,871	9,116	8,972	8,684	8,971	8,964	8,977
ホンダ	3,391	3,652	3,925	3,517	3,392	3,512	3,137	3,408	3,530	3,513	3,634	3,683	3,689	3,748
日産														
株価	1,427	1,557	1,388	998	826	894	898	1,034	1,250	1,303	1,350	1,220	1,197	1,157
最高														
最低	1,025	1,133	786	261	357	600	614	639	824	856	923	893	996	835
営業キャッシュフロー	758	1,043	1,342	891	1,177	668	696	412	728	693	927	1,335	1,071	1,451
投資キャッシュフロー	▲1,113	▲1,115	▲868	▲574	▲497	▲331	▲685	▲838	▲1,080	▲1,022	▲1,229	▲1,378	▲1,148	▲1,134
財務キャッシュフロー	458	107	▲307	▲135	▲664	111	▲308	434	397	246	531	321	34	▲127
営業利益	763	648	662	199	226	425	392	362	318	375	540	535	336	66
自動車事業	70	76	77	33	78	100	140	146	165	195	232	184	215	228
販売金融														
連結子会社数	187	188	194	202	204	207	199	180	181	193	208	193	193	192
持分法適用会社数	18	15	16	16	19	24	25	26	29	31	33	30	30	32
単独売上高	3,896	3,609	3,923	3,053	2,899	3,433	3,734	3,526	3,738	3,516	3,493	3,729	3,751	3,644
(連単倍率)	2.42	2.90	2.76	2.76	2.59	2.56	2.52	2.73	2.80	3.24	3.49	3.14	3.19	3.18
単独経常利益	337	170	277	62	294	-7	-62	112	457	540	389	552	198	272
(連単倍率)	2.51	4.48	2.77	-2.79	0.71	-76.86	-8.63	4.50	1.15	1.29	2.22	1.57	3.79	2.01
単独総資本	3,845	3,804	3,936	3,967	4,131	4,241	4,215	4,060	4,726	4,993	4,961	5,138	5,074	5,124
(連単倍率)	2.45	2.75	2.75	2.13	2.13	2.53	2.63	3.15	3.11	3.41	3.50	3.59	3.69	3.70
単独従業員数(百人)	321.80	324.89	310.81	303.89	298.78	284.03	242.40	236.05	230.85	226.14	224.71	222.09	222.72	227.51
(連単倍率)	503.73	510.11	512.30	512.22	507.72	546.07	649.20	680.07	619.12	660.60	678.30	617.99	623.70	610.49

トヨタ	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)
株価														
最高	6,560	8,350	7,880	5,710	4,235	3,955	3,635	5,050	6,760	8,741	8,637	7,156	7,782	7,592
最低	3,790	5,430	4,810	2,585	3,140	2,800	2,330	2,795	4,610	5,314	5,710	4,975	5,695	6,079
営業キャッシュフロー	2,515	3,238	2,982	1,477	2,559	2,024	1,452	2,451	3,646	3,686	4,461	3,568	4,223	3,767
投資キャッシュフロー	▲ 3,376	▲ 3,814	▲ 3,875	▲ 1,230	▲ 2,850	▲ 2,116	▲ 1,443	▲ 3,027	▲ 4,336	▲ 3,813	▲ 3,183	▲ 2,970	▲ 3,660	▲ 2,697
財務キャッシュフロー	877	882	706	699	▲ 2,850	▲ 2,116	▲ 355	477	919	306	▲ 424	▲ 375	▲ 449	▲ 540
営業利益	1,694	2,033	2,172	▲ 395	▲ 86	85	21	945	1,939	2,325	2,449	1,693	2,011	2,039
自動車事業	156	158	87	▲ 72	247	358	306	315	295	362	339	222	286	323
販売金融	10,192	11,572	12,079	9,278	8,598	8,243	8,241	9,756	11,042	11,209	11,586	11,476	12,201	12,634
単独売上高	2,06	2,07	2,18	2,21	2,20	2,30	2,26	2,26	2,33	2,43	2,45	2,40	2,41	2,39
(連単倍率)														
単独経常利益	1,105	1,555	1,581	183	-77	-47	23	856	1,838	2,125	2,284	1,802	2,238	2,323
(連単倍率)	1.77	1.49	1.51	-2.02	-2.49	-11.27	18.73	1.63	1.30	1.35	1.30	1.18	1.14	1.15
単独総資本	9,909	10,661	10,436	9,164	10,351	9,593	10,613	11,235	13,610	15,129	16,100	16,592	17,209	17,717
(連単倍率)	2.90	3.06	3.11	3.17	2.93	3.11	2.89	3.16	3.04	3.15	2.95	2.94	2.92	2.93
単独従業員数(百人)	657.98	676.50	694.78	711.16	715.67	691.25	691.48	689.78	682.40	700.37	727.21	738.75	748.90	745.15
(連単倍率)	434.63	442.56	454.99	451.11	447.96	459.63	471.32	483.48	496.59	491.32	479.75	493.33	492.89	497.71
ホンダ														
株価														
最高	4,323	4,940	4,600	3,910	3,410	3,745	3,300	3,803	4,405	4,170	4,499	3,675	4,151	3,836
最低	2,894	3,410	2,610	1,643	2,300	2,470	2,127	2,294	3,350	3,239	2,726	2,417	3,000	2,733
営業キャッシュフロー	581	905	1,127	384	1,544	1,071	762	801	449	1,020	1,391	885	988	776
投資キャッシュフロー	▲ 700	▲ 1,131	▲ 1,686	▲ 1,133	▲ 598	▲ 731	▲ 673	▲ 1,070	▲ 921	▲ 840	▲ 875	▲ 651	▲ 615	▲ 578
財務キャッシュフロー	▲ 700	▲ 1,131	688	531	▲ 559	▲ 100	▲ 68	120	355	12	▲ 95	115	▲ 174	23
営業利益	114	10	151	100	59	139	143	110	177	192	182	171	267	292
二輪事業	628	600	662	25	127	265	▲ 77	286	461	280	153	501	374	210
四輪事業	91	116	118	81	195	186	170	158	183	203	199	178	196	236
販売金融	3,757	4,031	4,088	3,405	2,718	2,915	2,740	3,244	3,488	3,331	3,304	3,456	3,787	4,078
単独売上高	2,64	2,75	2,94	2,94	3,16	3,07	2,90	3,04	3,59	4,00	4,42	4,05	4,06	3,90
(連単倍率)	322	306	351	▲ 3	241	230	40	194	346	348	61	350	484	534
単独経常利益	2,14	2,55	2,54	-53.91	1.64	2,62	6,36	2,88	2,70	2,32	10.45	2,88	2,30	1,83
(連単倍率)	2,525	2,632	2,680	2,521	2,539	2,476	2,610	2,563	2,621	2,767	2,828	2,823	2,849	2,982
単独総資本	4.21	4.57	4.71	4.69	4.58	4.67	4.52	5.32	6.12	6.66	6.45	6.72	6.79	6.85
(連単倍率)	26,624	26,652	26,583	26,471	26,121	25,673	24,888	23,983	23,467	22,954	22,399	21,903	21,543	22,675
単独従業員数(百人)	5.44	6.27	6.73	6.87	6.77	6.97	7.52	7.94	8.46	8.92	9.30	9.68	10.01	9.69
(連単倍率)														

出典：各社の有価証券報告書をもとに山口が作成した。 第2表以下の出典も同様

第2a表 売上・損益の推移 (連結)

日産自動車

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)	16/09
売上高 (=営業収益)	9,428	10,468	10,824	8,437	7,517	8,773	9,409	9,630	10,483	11,375	12,190	11,720	11,951	11,574	1.23
売上原価	7,041	8,027	8,407	7,119	6,146	7,155	7,773	8,023	8,636	9,241	9,797	9,423	9,814	9,670	1.37
売上総利益	2,387	2,441	2,417	1,318	1,371	1,618	1,636	1,607	1,847	2,134	2,393	2,297	2,137	1,904	0.80
販売費・一般管理費 (営業費用のうち)	1,515	1,664	1,626	1,456	1,059	1,081	1,090	1,083	1,348	1,544	1,599	1,555	1,562	1,586	1.05
広告宣伝費	243	275	276	224	158	187	204	229	289	337	342	313	304	302	1.24
研究開発費 (注記から)	448	464	457	455	385	399	458	501	501	506	532	490	496	523	1.17
のれん償却費	5	6	8	7	6	6	5	5	2	2	5	2	1	1	0.22
営業利益	872	777	791	▲138	312	537	546	524	498	590	793	742	575	318	0.36
営業外収益	75	66	82	38	29	87	69	66	111	222	204	228	249	311	4.16
うち受取利息・割引料, 受取配当金	21	26	28	23	16	16	23	20	23	32	32	25	28	38	1.80
営業外費用	101	81	106	73	133	86	80	60	82	118	135	105	74	83	0.82
うち支払利息・割引料	26	31	36	34	29	28	26	27	29	29	25	14	13	13	0.51
経常利益	846	761	766	▲173	208	538	535	504	527	694	862	865	750	546	0.65
特別利益	82	74	88	62	21	28	56	24	27	44	42	137	13	28	0.34
特別損失	119	137	87	108	87	86	62	36	25	51	172	37	52	97	0.81
(退職給付関係損失)	7	32	21	44	13	7	0	0					3	39	5.69
(各種資産評価損・売却損)	60	85	33	57	62	26	21	22	15	26	60	30	31	32	0.54
税引前当期利益	809	697	768	▲219	142	480	529	517	529	687	733	965	711	478	0.59
法人税等および調整額、少数株主利益	254	212	263	37	107	132	151	147	115	197	180	264	▲53	136	0.53
当期純利益	555	485	505	▲256	35	348	378	370	414	490	553	701	764	342	0.62
うち親会社持分	518	461	482	▲234	42	319	341	342	389	458	524	663	747	319	0.62
包括利益(当期利益+評価換算差額等)	651	500	▲28	▲925	96	189	291	722	797	720	75	616	740	196	0.30
うち親会社持分	622	457	▲41	▲882	89	171	258	684	762	667	71	586	721	177	0.29
償却前営業利益 (簡易営業CF)	1,271	1,219	1,596	603	952	1,150	1,105	1,095	1,151	1,344	1,607	1,560	1,433	1,184	0.93
減価償却費(リース車両・長期前払費用含まず)	399	442	464	439	398	405	364	352	365	399	425	392	388	386	0.97
長期前払費用償却			25	26	21	20	21	19						31	34
リース減価償却			341	302	242	208	195	219	288	355	389	426	470	480	
純金利負担	5	5	8	11	13	12	3	7	6	-3	-7	-11	-15	-25	
平均月商	786	872	902	703	626	731	784	803	874	948	1,016	977	996	965	

(注) 減価償却費はキャッシュ・フロー計算書より記入

第3a表 資産の推移(連結)

日産自動車

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)	16/09
[流動資産]	6,022	6,493	6,294	5,279	5,580	6,346	6,610	7,597	8,609	10,317	10,748	11,463	11,530	11,613	1.93
当座資産	916	1,165	1,283	1,189	1,494	1,866	1,662	1,511	1,622	1,692	1,830	2,053	1,946	1,872	2.04
現金・預金	415	458	570	633	802	999	765	691	823	761	919	1,122	1,135	1,220	2.94
売上債権(売掛金、受取手形など)	489	679	688	429	641	709	820	712	786	889	838	809	740	512	1.05
販売金融債権	3,589	3,557	3,234	2,710	2,646	2,747	3,210	4,162	5,034	6,313	6,653	7,341	7,635	7,666	2.14
有価証券(流動資産内のみ)	12	28	25	127	51	158	77	108	13	42	73	122	71	140	11.67
棚卸資産	868	1,033	1,005	760	802	983	1,019	1,125	1,152	1,310	1,275	1,273	1,291	1,258	1.45
繰延税金資産	315	325	299	227	229	284	267	244	210	227	252	156	0	0	0.00
▲貸倒引当金	▲ 88	▲ 96	▲ 80	▲ 99	▲ 91	▲ 82	▲ 56	▲ 53	▲ 59	▲ 75	▲ 87	▲ 107	▲ 117	▲ 127	1.44
その他	246	317	393	294	318	384	396	502	532	700	651	533	541	690	2.80
[固定資産]	5,459	5,909	5,645	4,960	4,634	4,391	4,462	5,208	6,094	6,728	6,626	6,958	7,210	7,339	1.34
有形固定資産	4,438	4,877	4,627	4,110	3,858	3,637	3,731	4,363	4,758	5,266	5,217	5,275	5,266	5,306	1.20
▲(減価償却累計額)	4,078	4,349	4,356	4,182	4,273	4,260	4,252	4,597	4,765	5,254	5,267	5,125	5,372	5,485	1.35
無形固定資産	187	185	186	167	144	134	120	122	92	114	131	128	129	134	0.72
投資その他	833	847	832	683	632	620	611	724	1,244	1,348	1,278	1,555	1,815	1,899	2.28
(繰延税金資産)	164	157	94	113	134	70									0.00
[繰延資産]	1	0													0.00
【総資本＝総資産】	9,428	10,469	10,824	8,437	7,517	10,737	11,072	12,805	14,703	17,046	17,374	18,421	18,740	18,952	2.01
金融資産高	830	872	1,047	1,061	1,122	1,539	1,213	1,248	1,766	1,792	1,886	2,403	2,471	2,699	3.25
長期貸付金	19	26	25	23	11	17	6	13	14	15	8	16	13	14	0.76
投資有価証券	403	386	452	301	269	382	371	449	930	989	894	1,159	1,265	1,339	3.32

(注) 割引譲渡手形は有価証券報告書の注記、脚注から。

売上債権＝受取手形＋売掛金、期中平均＝(前年度＋今年度) / 2

第4a表 負債・資本の推移 (連結)

日産自動車

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)	16/09
[流動負債]	4,852	5,575	5,243	3,989	3,857	4,381	4,145	4,560	5,187	6,417	6,764	7,054	6,744	7,731	1.59
買入債務(買掛金、支払手形、電子記録簿等)	984	1,103	1,119	622	1,001	1,181	1,377	1,336	1,512	1,554	1,480	1,579	1,647	1,580	1.61
短期借入金	2,534	3,097	2,756	2,291	1,626	1,871	1,292	1,700	1,994	2,817	3,246	3,119	2,755	3,763	1.49
その他	1,334	1,375	1,368	1,076	1,230	1,329	1,476	1,524	1,681	2,046	2,038	2,356	2,342	2,388	1.79
[固定負債]	3,256	2,950	2,847	3,325	3,343	3,082	3,477	4,171	4,845	5,381	5,469	6,200	6,294	5,598	1.72
長期借入金	1,446	1,168	1,051	1,700	1,792	1,422	1,878	2,352	2,682	2,717	2,756	3,104	3,054	2,539	1.76
社債	708	730	773	595	507	641	585	679	919	1,096	970	1,493	1,887	1,692	2.39
退職給付引当金	268	194	181	187	177	183	159	165	217	336	424	369	353	379	1.42
その他	834	858	842	843	867	836	855	975	1,027	1,232	1,319	1,234	1,000	988	1.18
【負債合計】	8,108	8,525	8,090	7,314	7,200	7,463	7,622	8,731	10,032	11,798	12,233	13,254	13,038	13,329	1.64
資本金	606	606	606	606	606	606	606	606	606	606	606	606	606	606	1.00
資本剰余金	804	804	804	804	804	804	804	804	804	804	806	817	816	815	1.01
利益剰余金	2,117	2,403	2,727	2,416	2,457	2,733	3,009	3,254	3,527	3,811	4,151	4,349	4,922	4,962	2.34
自己株式	▲ 249	▲ 226	▲ 269	▲ 270	▲ 268	▲ 162	▲ 150	▲ 150	▲ 149	▲ 148	▲ 149	▲ 141	▲ 140	▲ 139	0.56
その他の包括利益	▲ 476	▲ 41	▲ 363	▲ 931	▲ 892	▲ 1,049	▲ 1,123	▲ 780	▲ 449	▲ 240	▲ 692	▲ 770	▲ 806	▲ 940	1.97
少数株主持分	286	329	343	298	305	330	301	338	330	411	419	305	304	321	1.12
【純資産の部】	3,088	3,877	3,849	2,926	3,015	3,274	3,450	4,074	4,672	5,247	5,141	5,167	5,702	5,624	1.82
期中平均買入債務	984	1,044	1,111	871	812	1,091	1,279	1,357	1,424	1,533	1,517	1,530	1,613	1,614	1.64
期中平均自己資本	3,088	3,483	3,863	3,388	2,971	3,145	3,362	3,762	4,373	4,960	5,194	5,154	5,435	5,663	1.83
有利子負債	4,688	4,995	4,580	4,586	3,925	3,934	3,755	4,731	5,595	6,630	6,972	7,716	7,696	7,994	1.71
純借入高	4,261	4,509	3,985	3,826	3,072	2,777	2,913	3,932	4,759	5,827	5,980	6,472	6,490	6,634	1.56

(注) 買入債務=支払手形+買掛金。

純借入高=長・短期借入金+社債+割引譲渡手形+現金・預金+有価証券

第5a表 キャッシュ・フロー推移 (連結)

日産自動車

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)	16/09
営業キャッシュ・フロー a	758	1,043	1,342	891	1,177	668	696	412	728	693	927	1,335	1,071	1,451	1.91
投資キャッシュ・フロー	▲ 1,113	▲ 1,115	▲ 868	▲ 574	▲ 497	▲ 331	▲ 685	▲ 838	▲ 1,080	▲ 1,022	▲ 1,229	▲ 1,378	▲ 1,148	▲ 1,134	1.02
うち有形固定資産の売却・購入差額 ^b	▲ 1,104	▲ 1,127	▲ 807	▲ 521	▲ 357	▲ 488	▲ 681	▲ 467	▲ 1,010	▲ 958	▲ 1,276	▲ 1,213	▲ 1,145	▲ 1,009	0.91
財務キャッシュ・フロー	458	107	▲ 307	▲ 135	▲ 664	111	▲ 308	434	397	246	531	321	34	▲ 127	
現金現金等価物の期末残高	404	469	584	747	761	1,153	841	712	833	803	992	1,241	1,206	1,359	3.36
フリーキャッシュ・フロー=a+b	-347	-84	535	370	820	180	15	-55	-282	-265	-349	122	-74	442	

第2b表 売上・損益の推移(連結)

トヨタ自動車

	(06.3)	(07.3)	(08.3)	(09.3)	(10.3)	(11.3)	(12.3)	(13.3)	(14.3)	(15.3)	(16.3)	(17.3)	(18.3)	(19.3)	16/09
売上高	21,037	23,948	26,289	20,530	18,951	18,994	18,584	22,064	25,692	27,235	28,403	27,597	29,380	30,226	1.44
売上原価	16,945	19,228	21,520	18,456	16,684	16,616	16,389	18,641	20,801	21,842	22,605	22,734	23,890	24,782	1.46
売上総利益	4,092	4,720	4,769	2,074	2,267	2,378	2,195	3,423	4,891	5,393	5,798	4,863	5,490	5,444	1.33
販売費・一般管理費(営業費用のうち)	2,214	2,481	2,499	2,535	2,120	1,910	1,839	2,102	2,599	2,642	2,944	2,868	3,090	2,976	1.34
広告宣伝費															
研究開発費	813	891	959	904	725	730	780	807	911	1,005	1,056	1,038	1,064	1,021	1.26
のれん償却費															
営業利益	1,878	2,239	2,270	▲461	148	468	356	1,321	2,292	2,751	2,854	1,994	2,400	2,468	1.31
営業外収益															
うち受取利息・受取配当金	94	132	166	138	78	91	100	99	115	147	158	159	180	225	2.39
営業外費用															
うち支払利息	22	49	46	47	33	29	23	23	20	23	35	29	28	28	1.30
経常利益	1,951	2,322	2,390	▲369	192	530	433	1,397	2,388	2,875	2,976	2,124	2,552	2,665	1.37
特別利益(為替差損益等)	137	61	47	▲2	99	34	0	7	53	18	7	70	68	12	0.09
特別損失				189										392	
(退職給付関係損失)															
(未実現持分証券評価損)														341	
税引前当期利益	2,087	2,383	2,437	▲560	291	563	433	1,404	2,441	2,893	2,983	2,194	2,620	2,285	1.09
法人税等および調整額、少数株主利益	631	689	641	▲99	47	98	65	320	449	585	549	267	34	299	0.47
当期純利益	1,457	1,694	1,796	▲461	244	465	368	1,083	1,992	2,308	2,434	1,927	2,586	1,986	1.36
うち親会社持分	1,372	1,644	1,718	▲437	209	408	284	962	1,823	2,173	2,313	1,831	2,494	1,883	1.37
包括利益	1,890	1,817	775	▲1,304	515	150	342	1,934	2,893	3,294	1,446	1,863	2,393	1,937	1.02
うち当会社持分	1,890	1,817	775	▲1,304	470	110	256	1,785	2,707	3,123	1,446	1,863	2,300	1,840	0.97
償却前営業利益(簡易営業CF)	3,090	3,621	3,762	1,034	1,562	1,644	1,423	2,426	3,543	4,160	4,480	3,605	4,134	4,260	1.38
減価償却費(リース車両含)	1,211	1,383	1,491	1,495	1,415	1,176	1,068	1,105	1,251	1,409	1,626	1,611	1,734	1,792	1.48
リース減価償却															
純金利負担	-72	-83	-120	-92	-45	-61	-77	-76	-96	-124	-122	-130	-152	-197	2.72
平均月商	1,753	1,996	2,191	1,711	1,579	1,583	1,549	1,839	2,141	2,270	2,367	2,300	2,448	2,519	1.44

第3b表 資産の推移(連結)

トヨタ自動車

	(06.3)	(07.3)	(08.3)	(09.3)	(10.3)	(11.3)	(12.3)	(13.3)	(14.3)	(15.3)	(16.3)	(17.3)	(18.3)	(19.3)	16/09
[流動資産]	10,735	11,784	12,086	11,299	13,074	11,830	12,321	13,785	15,718	17,936	18,210	17,834	18,153	18,879	1.76
当座資産	4,235	4,386	4,346	4,378	5,938	4,959	4,940	5,242	6,304	7,325	7,483	8,015	7,941	8,201	1.94
現金・預金	1,620	1,927	1,763	2,489	2,258	2,285	1,760	1,825	2,221	2,434	3,971	4,078	3,953	4,701	2.90
売上債権	1,981	2,024	2,040	1,393	1,886	1,449	2,000	1,972	2,036	2,109	2,000	2,116	2,220	2,373	1.20
金融債権	3,497	4,036	4,301	3,891	4,209	4,137	4,115	5,118	5,629	6,270	5,913	6,197	6,348	6,648	1.90
有価証券	635	435	542	495	1,793	1,225	1,181	1,446	2,047	2,782	1,511	1,822	1,768	1,127	1.78
棚卸資産	1,621	1,804	1,826	1,459	1,422	1,304	1,622	1,716	1,895	2,138	2,062	2,389	2,540	2,656	1.64
繰延税金資産	520	552	563	605	632	606	719	749	866	978	968				
▲貸倒引当金															
その他	861	1,006	1,050	965	872	824	925	960	1,023	1,226	1,785	1,233	1,324	1,374	1.60
[固定資産]	17,996	20,791	20,372	17,763	17,276	17,988	18,330	21,698	25,720	29,794	29,218	30,916	32,155	33,058	1.84
[有形固定資産]	7,067	8,061	7,812	7,402	6,711	6,309	6,235	6,851	7,641	9,296	9,740	10,197	10,268	10,685	1.51
▲(減価償却累計額)	8,791	9,461	9,584	9,791	10,383	10,302	10,614	11,372	12,123	13,069	13,036	13,452	13,776	14,152	1.61
無形固定資産															
[投資その他の資産]	6,100	7,035	6,585	4,706	4,934	6,123	6,492	7,903	9,976	11,295	10,835	11,707	12,406	12,091	1.98
[長期金融債権]	4,830	5,695	5,975	5,656	5,631	5,557	5,602	6,944	8,102	9,203	8,643	9,012	9,482	10,281	2.13
【総資本＝総資産】	28,732	32,575	32,458	29,062	30,349	29,818	30,651	35,483	41,437	47,730	47,428	48,750	50,308	51,937	1.81
金融資産高	7,486	8,251	7,833	6,914	8,187	8,909	8,915	10,551	13,463	15,540	15,554	16,425	16,883	16,622	2.22
長期貸付金															
投資有価証券	5,231	5,888	5,528	3,929	4,136	5,399	5,975	7,280	9,195	10,324	10,071	10,526	11,162	10,794	2.06

第 4 b 表 負債・資本の推移 (連結)

	(06.3)	(07.3)	(08.3)	(09.3)	(10.3)	(11.3)	(12.3)	(13.3)	(14.3)	(15.3)	(16.3)	(17.3)	(18.3)	(19.3)	16/09
トヨタ自動車															
[流動負債]	10,029	11,767	11,941	10,589	10,686	10,781	11,782	12,913	14,681	16,431	16,124	17,319	17,797	18,227	1.82
支払手形買掛金	2,087	2,212	2,213	1,299	1,957	1,503	2,243	2,114	2,213	2,411	2,390	2,566	2,587	2,645	1.27
短期借入金	4,757	5,866	6,228	6,317	5,498	5,952	3,451	6,794	7,780	8,963	8,521	9,244	9,341	9,599	2.02
その他	3,185	3,690	3,500	2,973	3,232	3,326	6,088	4,005	4,687	5,058	5,214	5,508	5,869	5,983	1.88
[固定負債]	7,553	8,343	7,991	7,872	8,733	8,107	7,803	9,798	11,538	13,651	13,215	12,762	12,589	13,145	1.74
長期借入債務	5,640	6,264	5,982	6,301	7,015	6,449	6,042	7,338	8,547	10,014	9,772	9,912	10,006	10,551	1.87
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
未払退職年金費用	680	641	632	635	679	668	708	766	768	880	905	905	931	963	1.42
その他	1,232	1,439	1,377	936	1,039	990	1,052	1,694	2,223	2,756	2,538	1,946	1,652	1,631	1.32
【負債合計】	17,582	20,110	19,932	18,461	19,419	18,888	19,584	22,710	26,218	30,083	29,339	30,081	30,386	31,372	1.78
中間資本											480	486	492	498	
資本金	397	397	397	397	397	397	397	397	397	397	397	397	397	397	1.00
資本剰余金	495	498	498	501	501	506	551	551	551	547	548	484	488	488	0.99
利益剰余金	10,460	11,765	12,409	11,532	11,569	11,836	11,917	12,689	14,116	15,592	16,794	17,601	19,473	21,988	2.10
非支配持分	▲ 1,229	▲ 1,525	▲ 1,192	▲ 1,261	▲ 1,260	▲ 1,261	▲ 1,136	1,133	▲ 1,124	▲ 1,225	▲ 1,603	▲ 1,608	▲ 2,058	▲ 2,607	2.12
その他の包括利益	437	701	▲ 241	▲ 1,108	▲ 847	▲ 1,145	▲ 1,179	▲ 356	528	1,478	611	641	436	▲ 917	
非支配持分	590	628	657	540	571	588	516	625	750	859	861	668	694	719	1.22
【純資産】	11,150	12,464	12,526	10,601	10,930	10,920	11,066	12,773	15,219	17,647	18,088	18,669	19,922	20,565	1.84
期中平均買入債務	2,087	2,149	2,212	1,756	1,628	1,730	1,873	2,178	2,163	2,312	2,400	2,478	2,577	2,616	1.25
期中平均自己資本	11,150	11,807	12,495	11,563	10,766	10,925	10,993	11,920	13,996	16,433	17,868	18,379	19,296	20,244	1.82
有利子負債	10,397	12,129	12,210	12,619	12,513	12,401	9,493	14,132	16,327	18,978	18,293	19,156	19,347	20,150	1.94
純借入高	8,143	9,767	9,905	9,634	8,462	8,891	6,552	10,861	12,059	13,762	12,810	13,256	13,626	14,322	1.76

第 5 b 表 キャッシュ・フロー推移 (連結)

	(06.3)	(07.3)	(08.3)	(09.3)	(10.3)	(11.3)	(12.3)	(13.3)	(14.3)	(15.3)	(16.3)	(17.3)	(18.3)	(19.3)	16/09
トヨタ自動車															
営業キャッシュ・フロー a	2,515	3,238	2,982	1,477	2,559	2,024	1,452	2,451	3,646	3,686	4,461	3,568	4,223	3,767	1.50
投資キャッシュ・フロー	▲ 3,376	▲ 3,814	▲ 3,875	▲ 1,230	▲ 2,850	▲ 2,116	▲ 1,443	▲ 3,027	▲ 4,336	▲ 3,813	▲ 3,183	▲ 2,970	▲ 3,660	▲ 2,697	0.80
うち有形固定資産の売却・購入差額	▲ 2,271	▲ 2,411	▲ 2,317	▲ 1,749	▲ 920	▲ 1,153	▲ 1,064	▲ 1,402	▲ 1,895	▲ 2,513	▲ 2,905	▲ 2,262	▲ 2,316	▲ 2,288	1.01
財務キャッシュ・フロー	877	882	706	699	▲ 2,850	▲ 2,116	▲ 355	477	919	306	▲ 424	▲ 375	▲ 449	▲ 540	
現金現金等価物の期末残高	1,569	1,900	1,629	2,444	1,866	2,081	1,679	1,718	2,041	2,285	2,939	3,149	3,220	3,707	2.36
フリーキャッシュ・フロー=a+b	245	827	665	-272	1,638	871	388	1,050	1,751	1,173	1,556	1,306	1,907	1,479	6.05

第2c表 売上・損益の推移(連結)

本田技研

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)	16/09
売上収益	9,908	11,087	12,003	10,011	8,579	8,937	7,948	9,878	12,506	13,328	14,601	13,999	15,361	15,889	1.60
* 売上原価	7,010	7,865	8,543	7,420	6,415	6,497	5,920	7,345	9,591	10,331	11,332	10,866	12,001	12,581	1.79
売上総利益	2,898	3,222	3,460	2,592	2,164	2,440	2,028	2,533	2,916	2,997	3,269	3,133	3,361	3,308	1.14
販売費・一般管理費(営業用のうち)	2,167	2,370	2,507	2,402	1,801	1,870	1,797	1,988	2,092	2,327	2,765	2,293	2,527	2,581	1.19
広告宣伝費															
研究開発費	510	552	588	563	463	488	520	560	598	606	657	691	752	807	1.58
のれん/償却費															
営業利益	731	852	953	190	364	570	231	545	824	671	503	841	834	726	0.99
営業外収益	30	56	56	44	18	24	33	26	155	154	154	197	294	278	9.39
うち受取利息・割引料,受取配当金	27	42	50	41	18	24	33	26	24	27	28	32	41	49	1.78
営業外費用	69	115	113	72	▲ 13	▲ 8	10	12	45	18	22	30	13	24	0.35
うち支払利息・割引料	12	13	17	23	▲ 13	▲ 8	10	12	13	18	22	12	13	13	1.11
経常利益	690	780	890	162	395	602	254	558	934	806	636	1,008	1,115	980	1.42
特別利益	84	▲ 88	▲ 91	▲ 47	▲ 58	29	3	▲ 70							0.00
特別損失															
(退職給付関係損失)															
(各種資産評価損・売却損)															
税引前当期利益	830	793	896	162	336	631	257	489	934	806	635	1,007	1,115	979	1.18
法人税等および調整額,少数株主利益	218	180	268	11	54	67	35	96	268	245	229	328	▲ 14	303	1.39
当期純利益	612	612	627	151	283	563	222	393	666	561	406	679	1,129	676	1.10
うち親会社持分	597	592	600	137	268	534	211	367	625	509	345	617	1,059	610	1.02
包括利益	984	694	245	▲ 404	404	269	70	816	666	561	▲ 148	749	969	703	0.71
うち親会社持分	984	694	245	▲ 404	383	247	61	776	625	509	▲ 189	696	900	638	0.65
前期繰越利益(備当営業キャッシュフロー)	993	1,223	1,472	827	993	1,133	786	1,135	1,412	1,296	1,164	1,515	1,547	1,448	1.46
減価償却費(リース車両含)	262	371	518	638	630	564	555	590	588	625	661	674	713	722	2.75
リース減価償却															
純金利益負担	-15	-29	-34	-19	-31	-32	-23	-14	-11	-9	-6	-20	-28	-35	2.29
平均月商	826	924	1,000	834	715	745	662	823	1,042	1,111	1,217	1,167	1,280	1,324	1.60

第3c表 資産の推移(連結)

本田技研

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)	16/09
[流動資産]	4,576	5,252	5,232	4,621	4,614	4,690	4,739	5,323	5,549	6,296	6,242	6,555	6,925	7,347	1.61
当座資産	1,680	2,001	2,073	1,545	2,003	2,067	2,059	2,212	2,032	2,385	2,687	3,019	3,270	3,451	2.05
現金・預金	717	946	1,051	690	1,120	1,279	1,247	1,206	1,194	1,472	1,757	2,106	2,256	2,494	3.48
営業債権	963	1,055	1,022	854	883	788	812	1,006	737	821	827	764	800	793	0.82
金融サービス債権	1,231	1,426	1,341	1,172	1,100	1,131	1,082	1,243	1,935	2,099	1,926	1,879	1,841	1,952	1.59
その他の金融資産							0	0	102	93	103	149	213	163	
棚卸資産	1,036	1,183	1,199	1,244	936	900	1,036	1,215	1,335	1,498	1,313	1,364	1,523	1,587	1.53
繰延税金資産	221	215	159	198	177	202	189	234							0.00
▲貸倒引当金															
その他	407	427	460	462	398	390	374	418	247	314	315	293	291	358	0.88
[非流動資産]	6,056	6,784	7,384	7,198	7,015	6,881	7,049	8,312	10,499	12,130	11,987	12,403	12,424	13,072	2.16
有形固定資産	1,815	2,078	3,120	3,436	3,395	3,297	3,446	4,243	5,249	6,525	6,818	7,305	7,151	7,431	4.09
▲(減価償却累計額)	2,397	2,865	3,016	3,061	3,314	3,386	3,800	5,766							0.00
無形固定資産							614	613	670	760	825	778	742	744	
投資その他	1,258	1,666	772	639	643	640	624	669	1,164	1,261	1,263	1,249	1,415	1,443	1.15
(繰延税金資産)									173	138	181	122	129	150	
[長期金融サービス債権]	2,982	3,040	2,708	2,400	2,361	2,349	2,364	2,788	3,416	3,585	3,082	3,071	3,117	3,454	1.16
【総資本＝総資産】	10,631	12,037	12,616	11,819	11,629	11,571	11,788	13,635	16,048	18,426	18,229	18,958	19,349	20,419	1.92
金融資産高	1,126	1,434	1,601	1,196	1,577	1,719	1,871	1,875	2,146	2,530	2,788	3,217	3,587	3,787	3.36
長期貸付金															
投資有価証券	409	488	550	506	457	440	624	669	850	966	928	962	1,117	1,130	2.76

第4c表 負債・資本の推移 (連結)

本田技研

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)	16/09
[流動負債]															
営業債務	3,494	4,288	4,672	4,237	3,419	3,568	3,580	4,097	4,752	5,301	5,470	5,429	5,624	5,981	1.71
資金調達債務	1,047	1,167	1,054	706	827	717	969	988	1,079	1,158	1,128	1,183	1,225	1,185	1.13
その他	1,351	2,041	2,558	2,684	1,789	2,057	1,876	2,183	2,622	2,834	2,790	2,787	2,917	3,189	2.36
[非流動負債]															
資金調達債務	1,095	1,080	1,060	847	803	794	735	925	1,050	1,310	1,553	1,459	1,482	1,607	1.47
社債	2,925	3,143	3,251	3,451	3,754	3,420	3,690	4,341	4,738	5,742	5,727	5,960	5,491	5,872	2.01
退職給付債務	1,879	1,906	1,837	1,933	2,313	2,043	2,235	2,711	3,225	3,926	3,737	4,022	3,882	4,142	2.20
その他									0	0	0	0	0	0	
【負債合計】															
資本	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86	1.00
資本剰余金	173	173	173	173	173	173	173	171	171	171	171	171	171	171	0.99
利益剰余金	4,304	4,693	5,146	5,143	5,350	5,713	5,806	6,043	5,831	6,084	6,194	6,713	7,611	7,974	1.85
自己株式	▲ 29	▲ 41	▲ 72	▲ 72	▲ 72	▲ 26	▲ 26	▲ 26	▲ 26	▲ 26	▲ 26	▲ 26	▲ 113	▲ 178	6.06
その他	▲ 407	▲ 427	▲ 782	▲ 1,323	▲ 1,208	▲ 1,495	▲ 1,646	▲ 1,237	6,336	7,109	6,761	7,295	▲ 113	214	
非支配持分	87	123	72	72	128	133	126	160	223	274	270	274	301	298	3.41
【資本合計】	4,126	4,483	4,550	4,007	4,456	4,583	4,518	5,198	6,559	7,383	7,032	7,570	8,234	8,566	2.08
期中平均買入債務	1,047	1,107	1,110	880	767	772	843	978	1,034	1,119	1,143	1,156	1,204	1,205	1.15
期中平均自己資本	4,126	4,304	4,517	4,279	4,232	4,520	4,550	4,858	5,878	6,971	7,207	7,301	7,902	8,400	2.04
有利子負債	3,230	3,947	4,395	4,617	4,102	4,100	4,111	4,894	5,847	6,760	6,526	6,809	6,799	7,331	2.27
純借入高	2,513	3,001	3,344	3,927	2,982	2,821	2,864	3,688	4,551	5,195	4,666	4,554	4,329	4,674	1.86

第5c表 キャッシュ・フロー推移 (連結)

本田技研

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)	16/09
営業キャッシュ・フロー	581	905	1,127	384	1,544	1,071	762	801	449	1,020	1,391	885	988	776	1.34
投資キャッシュ・フロー	▲ 700	▲ 1,131	▲ 1,686	▲ 1,133	▲ 598	▲ 731	▲ 673	▲ 1,070	▲ 921	▲ 840	▲ 875	▲ 651	▲ 615	▲ 578	0.83
うち有形固定資産の売却・購入差額 ^{b)}	▲ 420	▲ 577	▲ 642	▲ 616	▲ 368	▲ 294	▲ 374	▲ 583	▲ 699	▲ 615	▲ 610	▲ 475	▲ 401	▲ 400	0.95
財務キャッシュ・フロー	▲ 700	▲ 1,131	688	531	▲ 559	▲ 100	▲ 68	120	355	12	▲ 95	115	▲ 174	23	
現金現金等価物の期末残高	717	946	1,051	690	1,120	1,279	1,247	1,206	1,194	1,472	1,757	2,106	2,256	2,494	3.48
フリーキャッシュ・フロー=at+b	161	327	485	-233	1,177	777	388	218	-250	405	781	410	587	376	2.34

第6表 収益力の分析(連結)

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)
総資本経常利益率(ROA)	日産	8.97	7.65	7.19	▲1.80	2.61	5.89	4.91	4.22	3.83	4.37	4.83	4.04	2.90
経常利益/期中平均総資本×100	トヨタ	6.79	7.57	7.35	▲1.20	0.65	1.76	1.43	4.22	6.21	6.45	4.42	5.15	5.21
	ホンダ	6.90	6.88	7.22	1.32	3.37	5.19	2.18	4.39	6.29	4.68	5.42	5.82	4.93
売上高経常利益率	日産	8.97	7.27	7.08	▲2.05	2.77	6.13	5.69	5.23	5.03	6.10	7.38	6.28	4.72
経常利益/売上高×100	トヨタ	9.27	9.69	9.09	▲1.80	1.01	2.79	2.33	6.33	9.29	10.56	10.48	8.69	8.82
	ホンダ	6.96	7.03	7.42	1.62	4.60	6.73	3.20	5.65	7.47	6.05	7.20	7.26	6.17
総資本回転率	日産	1.00	1.05	1.02	0.88	0.94	0.96	0.86	0.81	0.76	0.72	0.71	0.64	0.61
売上高/期中平均総資本×100	トヨタ	0.73	0.78	0.81	0.67	0.64	0.63	0.61	0.67	0.67	0.61	0.60	0.57	0.59
	ホンダ	0.93	0.98	0.97	0.82	0.73	0.77	0.68	0.78	0.84	0.77	0.80	0.75	0.80
総資本営業利益率	日産	9.25	7.81	7.43	▲1.43	3.91	5.88	5.01	4.39	3.62	3.72	4.61	3.09	1.69
営業利益/期中平均総資本	トヨタ	6.54	7.30	6.98	▲1.50	0.50	1.56	1.18	3.99	5.96	6.17	6.00	4.85	4.83
	ホンダ	6.87	7.52	7.73	1.55	3.10	4.91	1.98	4.29	5.55	3.89	2.75	4.35	3.65
自己資本利益率(ROE)	日産	17.96	13.93	13.08	▲7.55	1.17	11.07	11.24	9.84	9.47	9.88	10.65	14.06	6.04
当期純利益/純資産合計×100	トヨタ	13.06	14.34	14.37	▲3.99	2.27	4.26	3.35	9.09	14.23	14.04	13.62	13.40	9.81
	ホンダ	18.18	14.23	13.89	3.53	6.68	12.47	4.88	8.08	11.33	8.05	5.64	14.28	8.05
売上高純利益率	日産	5.88	4.64	4.67	▲3.03	0.46	3.97	4.02	3.85	3.95	4.31	4.54	6.39	2.95
当期純利益/売上高×100	トヨタ	6.92	7.07	6.83	▲2.25	1.29	2.45	1.98	4.91	7.75	8.47	8.57	8.80	6.57
	ホンダ	6.18	5.52	5.23	1.51	3.29	6.31	2.79	3.97	5.32	4.21	2.78	7.35	4.26
総資本回転率	日産	1.00	1.05	1.02	0.88	0.94	0.96	0.86	0.81	0.76	0.72	0.71	0.64	0.61
売上高/期中平均総資本	トヨタ	0.73	0.78	0.81	0.67	0.64	0.63	0.61	0.67	0.67	0.61	0.60	0.57	0.59
	ホンダ	0.93	0.98	0.97	0.82	0.73	0.77	0.68	0.78	0.84	0.77	0.80	0.75	0.80
財務レバレッジ %	日産	305.31	285.67	275.60	284.30	268.54	290.25	324.35	317.34	314.52	320.08	331.34	341.90	332.79
期中平均総資本/期中平均自己資本×100	トヨタ	257.68	259.61	260.23	266.01	275.93	275.36	275.03	277.42	274.80	271.30	266.29	261.66	252.54
	ホンダ	257.68	263.32	272.91	285.52	277.04	256.66	256.66	261.67	252.48	247.27	254.29	242.39	236.72

総資本経常利益率=売上高経常利益率×総資本回転率 自己資本利益率=売上高純利益率×総資本回転率×財務レバレッジ

第7表 売上高諸利益率・費用率の分析(連結)

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)
売上高原価率	74.68	76.68	77.67	84.38	81.76	81.56	82.61	83.31	82.38	81.24	80.37	80.40	82.12	83.55
売上原価/売上高×100	トヨタ	80.55	80.29	81.86	88.04	87.48	88.19	84.49	80.96	80.20	79.59	82.38	81.31	81.99
	ホンダ	70.75	70.94	71.18	74.11	72.70	74.48	74.36	76.69	77.51	77.61	77.62	78.12	79.18
売上高総利益率	25.32	23.32	22.33	15.62	18.24	18.44	17.39	16.69	17.62	18.76	19.63	19.60	17.88	16.45
売上総利益/売上高×100	トヨタ	19.45	19.71	18.14	10.10	11.96	11.81	15.51	19.04	19.80	20.41	17.62	18.69	18.01
	ホンダ	29.25	29.06	28.82	25.89	27.30	25.52	25.64	23.31	22.49	22.39	22.38	21.88	20.82
売上高販売管理費率	16.07	15.90	15.02	17.26	14.09	12.32	11.58	11.25	12.86	13.57	13.12	13.27	13.07	13.70
販売管理費/売上高×100	トヨタ	10.52	10.36	9.50	12.35	11.18	9.90	9.53	10.11	9.70	10.36	10.39	10.52	9.85
	ホンダ	21.87	21.38	20.88	23.99	20.99	22.61	20.13	16.73	17.46	18.94	16.38	16.45	16.25
売上高営業利益率	9.25	7.42	7.31	▲1.64	4.15	6.12	5.80	5.44	4.75	5.19	6.51	6.33	4.81	2.75
営業利益/売上高×100	トヨタ	8.93	9.35	8.64	▲2.25	0.78	1.91	5.99	8.92	10.10	10.05	7.23	8.17	8.17
	ホンダ	7.38	7.68	7.94	1.89	4.24	2.91	5.52	6.59	5.03	3.45	6.01	5.43	4.57
営業外収支差損率	0.28	0.14	0.22	0.41	1.38	▲0.01	0.12	▲0.06	▲0.28	▲0.91	▲0.57	▲1.05	▲1.46	▲1.97
(営業外収益-営業外費用)/売上高×100	トヨタ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	ホンダ	0.39	0.53	0.48	0.28	▲0.36	▲0.29	▲0.14	▲0.88	▲1.02	▲0.91	▲1.19	▲1.83	▲1.59
売上高純利益率	5.88	4.64	4.67	▲3.03	0.46	3.97	4.02	3.85	3.95	4.31	4.54	5.98	6.39	2.95
純利益/売上高×100	トヨタ	6.92	7.07	6.83	▲2.25	1.29	1.98	4.91	7.75	8.47	8.57	6.98	8.80	6.57
	ホンダ	6.18	5.52	5.23	1.51	3.29	2.79	3.97	5.32	4.21	2.78	4.85	7.35	4.26
売上高純金利益負担率	0.05	0.05	0.07	0.13	0.17	0.14	0.03	0.07	0.06	▲0.03	▲0.06	▲0.09	▲0.13	▲0.22
(支払利息-受取利息-配当金)/売上高×100	トヨタ	▲0.34	▲0.35	▲0.45	▲0.45	▲0.24	▲0.41	▲0.34	▲0.37	▲0.46	▲0.43	▲0.47	▲0.52	▲0.65
▲は純金利益を示す	ホンダ	▲0.16	▲0.27	▲0.28	▲0.19	▲0.36	▲0.29	▲0.14	▲0.09	▲0.07	▲0.04	▲0.14	▲0.18	▲0.22
売上高減価償却費比率	4.23	4.22	4.29	5.20	5.29	4.62	3.87	3.66	3.48	3.51	3.49	3.34	3.25	3.34
減価償却費/売上高×100	トヨタ	5.76	5.77	5.67	7.28	7.46	5.75	5.01	4.87	5.17	5.72	5.84	5.90	5.93
	ホンダ	2.65	3.35	4.32	6.37	7.34	6.98	5.98	4.70	4.69	4.53	4.82	4.64	4.54
売上高研究開発費比率	4.75	4.43	4.22	5.39	5.12	4.55	4.87	5.20	4.78	4.45	4.36	4.18	4.15	4.52
研究開発費/売上高×100	トヨタ	3.86	3.72	3.65	4.40	3.83	4.20	3.66	3.55	3.69	3.72	3.76	3.62	3.38
	ホンダ	5.15	4.98	4.90	5.63	5.40	6.54	5.67	4.78	4.55	4.50	4.94	4.89	5.08
前年売上高研究開発費比率		4.92	4.37	4.20	4.56	5.31	5.22	5.32	5.20	4.83	4.68	4.02	4.23	4.38
研究開発費/前年売上高×100	トヨタ		4.24	4.00	3.44	3.53	3.85	4.34	4.13	3.91	3.88	3.65	3.86	3.48
	ホンダ		5.57	5.30	4.69	4.63	5.82	7.05	6.06	4.85	4.93	4.74	5.37	5.25

第8表 回転率の分析(連結)

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)
総資本回転率(回)	1.00	1.05	1.02	0.88	0.94	0.96	0.86	0.81	0.76	0.72	0.71	0.65	0.64	0.61
売上高/総期中平均資産額	0.73	0.78	0.81	0.67	0.64	0.63	0.61	0.67	0.67	0.61	0.60	0.57	0.59	0.59
日産														
トヨタ														
H社														
有形固定資産回転率(回)	2.12	2.25	2.28	1.93	1.89	2.34	2.55	2.38	2.30	2.27	2.33	2.23	2.27	2.19
売上高/期中平均有形固定資産額	2.98	3.17	3.31	2.70	2.69	2.92	2.96	3.37	3.55	3.22	2.98	2.77	2.87	2.89
日産														
トヨタ														
ホンダ														
売上債権回転期日(日)	18.93	20.36	23.05	24.16	25.98	28.08	29.66	29.03	26.08	26.87	25.86	25.65	23.65	19.74
期中平均売上債権/売上高	34.37	30.52	28.21	30.52	31.58	32.05	33.87	32.85	28.47	27.77	26.40	27.22	26.93	27.73
日産														
トヨタ														
ホンダ														
棚卸資産回転期日(日)	33.60	33.14	34.36	38.18	37.92	37.13	38.83	40.63	39.64	39.50	38.70	39.68	39.15	40.19
期中平均棚卸資産/1日売上高	28.12	26.10	25.20	29.20	27.75	26.20	28.74	27.61	25.65	27.02	26.98	29.43	30.62	31.37
日産														
トヨタ														
ホンダ														
買入債務回転期日(日)	38.18	36.53	36.22	44.54	46.37	37.48	44.44	41.59	37.21	38.79	35.14	34.90	34.31	35.72
期中平均買入債務/売上高	38.10	36.38	37.46	37.66	39.40	45.39	49.62	51.41	49.58	49.19	45.42	47.63	49.26	50.88
日産														
トヨタ														
ホンダ														
借入金月商倍率(倍)	5.42	5.17	4.42	5.44	4.90	3.80	3.72	4.90	5.45	6.15	5.89	6.63	6.52	6.88
純借入高/平均月商	4.64	4.89	4.52	5.63	5.36	5.62	4.23	5.91	5.63	6.06	5.41	5.70	5.57	5.69
日産														
トヨタ														
ホンダ														
借入金月商倍率(倍)	3.04	3.25	3.34	4.71	4.17	3.79	4.32	4.48	4.37	4.68	3.83	3.90	3.88	3.53
純借入高/平均月商														
日産														
トヨタ														
ホンダ														

第9表 貸借対照表の静態比率(連結)

	(06. 3)	(07. 3)	(08. 3)	(09. 3)	(10. 3)	(11. 3)	(12. 3)	(13. 3)	(14. 3)	(15. 3)	(16. 3)	(17. 3)	(18. 3)	(19. 3)
当座比率	18.88	20.90	24.47	29.81	38.73	42.59	40.10	33.14	31.27	26.37	27.05	29.10	28.86	24.21
当座資産/流動負債額×100	42.23	37.28	36.39	41.34	55.57	46.00	41.93	40.60	42.94	44.58	46.41	46.28	44.62	44.99
流動比率	48.09	46.67	44.36	36.45	58.59	57.92	57.53	54.00	42.77	44.99	49.12	55.62	58.14	57.69
流動比率	124.1	116.5	120.0	132.3	144.7	144.9	159.5	166.6	166.0	160.8	158.9	162.5	171.0	150.2
流動資産/流動負債額×100	107.0	100.1	101.2	106.7	122.3	109.7	104.6	106.8	107.1	109.2	112.9	103.0	102.0	103.6
企業間信用比率	130.97	122.50	111.97	109.06	134.94	131.44	132.39	129.94	116.78	118.77	114.10	120.75	123.14	122.84
企業間信用比率	49.70	61.56	61.48	68.97	64.04	60.03	59.55	53.29	51.98	57.21	56.62	51.23	44.93	32.41
(売上債権+割引譲渡手形)/買入債	94.92	91.51	92.20	107.18	96.41	96.41	89.18	93.28	92.00	87.47	83.71	82.45	85.81	89.72
ホンダ	92.00	90.48	96.93	120.94	106.81	109.90	83.82	101.82	68.27	70.89	73.29	64.56	65.36	66.95
日産	176.8	152.4	146.7	169.5	153.7	134.1	129.3	127.8	130.4	128.2	128.9	134.7	126.4	130.5
トヨタ	161.4	166.8	162.6	167.6	158.1	164.7	165.6	169.9	169.0	168.8	161.5	165.6	161.4	160.7
ホンダ	146.8	151.3	162.3	179.6	157.4	150.1	156.0	159.9	160.1	164.3	170.5	163.8	150.9	152.6
日産	86.05	86.55	84.30	79.35	72.88	69.08	64.41	63.17	64.03	63.30	62.45	61.21	60.10	65.40
固定長期適合率	96.22	99.92	99.29	96.16	87.86	94.54	97.14	96.13	96.12	95.19	93.34	98.36	98.90	98.07
固定資産/(自己資本+固定負債)×100	85.89	88.96	94.65	96.50	85.45	85.98	85.88	87.14	92.94	92.42	93.95	91.67	90.52	90.54
日産	262.6	219.9	210.2	250.0	238.8	227.9	220.9	214.3	214.7	224.9	237.9	256.5	228.7	237.0
トヨタ	157.7	161.3	159.1	174.2	177.7	173.0	177.0	177.8	172.3	170.5	162.2	161.1	152.5	152.6
ホンダ	155.6	165.8	174.1	191.9	161.0	152.5	160.9	162.3	144.7	149.6	159.2	150.4	135.0	138.4
日産	49.72	47.71	42.31	54.36	52.21	36.64	33.91	36.95	38.05	38.89	40.13	41.89	41.07	42.18
借入金依存度	36.19	37.23	37.62	43.42	41.23	41.59	30.97	39.83	39.40	39.76	38.57	39.29	38.46	38.80
(長・短借入金+社債+割譲手形)/(総	30.38	32.79	34.84	39.06	35.27	35.44	34.88	35.89	36.43	36.69	35.80	35.92	35.14	35.90
自己資本比率	29.72	33.89	32.39	31.15	36.05	27.42	28.44	29.18	29.53	28.37	27.18	26.39	28.80	27.98
(純資産-少数株主持分)/総資本	36.76	36.34	36.57	34.62	34.13	34.65	34.42	34.24	34.92	35.17	36.32	36.92	38.22	38.21
日産	37.98	36.22	35.50	33.30	37.22	38.46	37.26	36.94	39.48	38.58	37.09	38.48	41.00	40.49
トヨタ	151.8	128.8	119.0	156.7	130.2	120.2	108.8	116.1	119.8	126.4	135.6	149.3	135.0	142.1
Debt Equity Ratio (D/E ratio)	93.2	97.3	97.5	119.0	114.5	113.6	85.8	110.6	107.3	107.5	101.1	102.6	97.1	98.0
有利子負債/自己資本×100	78.3	88.1	96.6	115.2	92.0	89.5	91.0	94.2	89.1	91.6	92.8	90.0	82.6	85.6
日産	22.45	22.95	25.19	28.64	32.69	25.45	27.18	25.41	23.99	22.36	23.89	23.61	26.26	26.18
留保利益率	36.41	36.12	38.23	39.68	38.12	39.69	38.88	35.76	34.07	32.67	35.41	36.10	38.71	42.34
(利益準備金+剰余金)/総資本×100	40.48	38.99	40.79	43.52	46.00	49.37	49.25	44.32	36.33	33.02	33.98	35.41	39.34	39.05
日産	8.81	8.33	9.67	12.58	14.93	14.33	10.96	9.75	12.01	10.51	10.86	13.04	13.19	14.24
余剰金比率 (金融資産比)	26.05	25.33	24.13	23.79	26.98	29.88	29.09	29.73	32.49	32.56	32.80	33.69	33.56	32.00
(現金・預金+有価証券+投有価証券)	6.74	7.86	8.33	5.84	9.63	11.05	10.58	8.85	8.07	8.49	10.21	11.90	12.76	13.01
ホンダ	0.77	0.71	0.71	0.59	0.67	0.70	0.85	0.88	0.90	0.95	0.95	0.95	0.99	0.96
販売金融債権/有利子負債比率	0.80	0.80	0.84	0.76	0.79	0.78	1.02	0.85	0.84	0.82	0.80	0.79	0.82	0.84
トヨタ	1.30	1.13	0.92	0.77	0.84	0.85	0.84	0.82	0.92	0.84	0.77	0.73	0.73	0.74
ホンダ	0.84	0.79	0.81	0.71	0.86	0.99	1.10	1.06	1.06	1.08	1.11	1.13	1.18	1.16
日産	1.02	1.00	1.04	0.99	1.16	1.09	1.48	1.11	1.14	1.12	1.14	1.15	1.16	1.18
トヨタ	1.68	1.49	1.21	0.91	1.16	1.23	1.20	1.09	1.18	1.09	1.07	1.09	1.15	1.16
ホンダ														

第10a表 百分比貸借対照表(連結)

	(06.3)	(07.3)	(08.3)	(09.3)	(10.3)	(11.3)	(12.3)	(13.3)	(14.3)	(15.3)	(16.3)	(17.3)	(18.3)	(19.3)
日産自動車														
現金・預金	4,40	4,37	5,27	7,50	6,91	5,40	5,60	4,46	5,29	6,09	6,06	6,44	買入債権	10,44
売上債権	5,19	6,49	6,36	5,08	8,53	6,60	7,41	5,56	5,22	4,82	4,39	3,95	短期借入金	26,87
販売金融債権	38,07	33,98	29,88	32,12	35,20	25,58	28,99	32,50	34,24	37,04	38,29	39,85	40,74	40,45
有価証券	0,13	0,27	0,23	1,51	0,68	1,47	0,70	0,84	0,09	0,25	0,42	0,66	0,38	0,74
(当座資産合計)	9,72	11,13	11,85	14,09	19,87	17,38	15,01	11,80	9,93	10,53	11,14	10,38	9,88	流動負債合計
棚卸資産	0,21	9,87	9,28	9,01	10,67	9,16	9,20	8,79	7,84	7,69	7,34	6,91	8,89	8,10
その他	2,61	3,03	3,63	3,48	4,23	3,58	3,92	3,62	4,11	3,75	2,89	2,89	3,64	3,64
(流動資産合計)	63,87	62,02	58,15	62,57	74,23	59,10	59,37	58,55	60,52	61,86	62,23	61,53	61,28	負債合計
有形固定資産	47,07	46,59	42,75	48,71	51,32	33,87	33,70	34,07	32,36	30,89	30,03	28,64	28,10	28,00
無形固定資産	1,98	1,77	1,72	1,98	1,92	1,08	0,95	0,86	0,67	0,75	0,69	0,69	0,71	資本金
投資	8,84	8,09	7,69	8,10	8,41	5,52	5,65	8,46	7,91	7,36	8,44	9,69	10,02	利益剰余金
(固定資産合計)	57,90	56,44	52,15	58,79	61,65	40,90	40,87	41,45	39,47	38,14	37,77	38,47	38,72	その他の包括利益
(繰延資産合計)	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	資本合計
資産合計	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	負債・資本合計

第10b表 百分比貸借対照表(連結)

	(06.3)	(07.3)	(08.3)	(09.3)	(10.3)	(11.3)	(12.3)	(13.3)	(14.3)	(15.3)	(16.3)	(17.3)	(18.3)	(19.3)
トヨタ自動車														
現金・預金	5,64	5,92	5,43	8,57	7,44	7,66	5,74	5,14	5,36	5,10	8,37	8,36	7,86	9,05
売上債権	6,89	6,21	6,29	4,79	4,91	4,42	4,22	4,34	4,41	4,57	4,57	4,57	4,41	4,57
販売金融債権	12,17	12,39	13,25	13,39	13,88	13,43	14,42	12,87	12,62	12,80	12,62	12,80	11,09	11,33
有価証券	2,21	1,34	1,67	1,70	5,91	4,11	3,85	4,07	3,51	2,17	3,61	3,61	3,61	3,61
(当座資産合計)	14,74	13,47	13,39	15,06	19,57	16,12	14,71	15,21	15,35	15,78	16,44	15,78	19,63	19,23
棚卸資産	5,64	5,54	5,62	5,02	4,69	4,37	5,20	4,84	4,57	4,48	4,35	4,90	5,05	5,11
その他	3,00	3,09	3,24	3,32	2,87	2,76	3,02	2,70	2,47	2,57	3,76	2,53	2,63	2,65
(流動資産合計)	27,36	26,18	27,24	28,88	33,93	30,20	33,56	33,56	33,93	33,56	36,98	36,98	36,08	36,33
有形固定資産	34,60	24,74	24,07	25,47	22,11	21,16	20,34	19,31	18,44	19,48	20,54	20,92	20,41	20,57
無形固定資産	21,23	21,60	20,29	16,19	16,26	20,53	21,18	22,27	24,08	23,66	22,84	24,01	24,66	23,28
投資	16,81	17,48	18,41	19,46	18,55	18,64	18,28	19,57	19,53	19,28	18,22	18,49	18,88	19,80
(固定資産合計)	62,64	63,82	62,76	61,12	56,92	60,33	59,80	61,15	62,07	62,42	61,61	63,42	63,92	63,65
資産合計	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

第10c表 百分比貸借対照表(連結)

	(06.3)	(07.3)	(08.3)	(09.3)	(10.3)	(11.3)	(12.3)	(13.3)	(14.3)	(15.3)	(16.3)	(17.3)	(18.3)	(19.3)
ホンダ														
現金・預金	6,74	7,85	8,33	5,84	9,63	11,05	10,58	8,85	7,44	7,99	9,64	11,11	11,66	12,21
売上債権	9,06	7,63	8,10	7,23	7,60	6,81	6,89	7,38	4,59	4,54	4,03	4,04	3,88	3,88
販売金融債権	11,58	12,58	10,63	9,92	9,46	9,78	9,18	9,12	12,06	11,39	10,57	9,91	9,51	9,56
(当座資産合計)	15,80	0,00	16,43	13,07	17,23	17,86	17,47	16,22	12,66	12,94	14,74	15,93	16,90	16,90
棚卸資産	9,75	11,05	9,51	10,53	8,05	7,78	8,79	8,91	8,32	8,13	7,20	7,20	7,87	7,77
(流動資産合計)	43,04	0,27	41,47	39,10	39,67	40,53	40,20	39,04	34,58	34,17	34,24	34,38	35,79	35,98
有形固定資産	17,07	17,26	24,73	29,07	29,19	28,49	29,24	31,12	32,71	35,41	37,40	38,53	36,96	36,39
無形固定資産	11,83	13,84	6,12	5,41	5,53	5,53	5,29	4,90	7,06	6,84	6,93	6,59	7,31	7,07
投資	56,96	56,36	58,53	60,90	60,33	59,47	59,80	60,96	65,42	65,83	65,76	65,42	64,21	64,02
(非流動資産合計)	28,05	25,25	21,46	20,31	20,31	20,30	20,06	20,45	21,29	19,45	16,91	16,20	16,11	16,92
資産合計	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

<資料>

以下の資料の出典は各社の有価証券報告書である。

日産自動車

1 【連結財務諸表等】

(1) 【連結財務諸表】

① 【連結貸借対照表】

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (平成30年3月31日)	当連結会計年度 (平成31年3月31日)
資産の部		
流動資産		
現金及び預金	1,134,838	1,219,588
受取手形及び売掛金	739,851	512,164
販売金融債権	※3, ※6 7,634,756	※3, ※6 7,665,603
有価証券	71,200	139,470
商品及び製品	880,518	827,289
仕掛品	91,813	64,386
原材料及び貯蔵品	318,218	366,248
その他	※6 775,771	※6 945,449
貸倒引当金	△116,572	△127,092
流動資産合計	11,530,393	11,613,105
固定資産		
有形固定資産		
建物及び構築物（純額）	600,675	590,717
機械装置及び運搬具（純額）	※2 3,392,134	※2 3,436,437
土地	598,780	595,776
建設仮勘定	209,237	233,070
その他（純額）	464,808	449,698
有形固定資産合計	※1, ※3 5,265,634	※1, ※3 5,305,698
無形固定資産	※4 128,782	※4 134,471
投資その他の資産		
投資有価証券	※5 1,264,532	※5 1,338,875
長期貸付金	12,654	13,983
退職給付に係る資産	10,552	8,499
繰延税金資産	321,426	326,759
その他	207,764	213,313
貸倒引当金	△1,802	△2,358
投資その他の資産合計	1,815,126	1,899,071
固定資産合計	7,209,542	7,339,240
資産合計	18,739,935	18,952,345

日産自動車

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (平成30年3月31日)	当連結会計年度 (平成31年3月31日)
負債の部		
流動負債		
支払手形及び買掛金	1,646,638	1,580,452
短期借入金	※3 802,952	※3 850,995
1年内返済予定の長期借入金	※3 1,152,719	※3 1,630,771
コマーシャル・ペーパー	402,918	697,549
1年内償還予定の社債	396,637	583,457
リース債務	25,766	19,846
未払費用	1,114,053	1,183,888
製品保証引当金	115,568	116,492
その他	1,087,133	1,067,081
流動負債合計	6,744,384	7,730,531
固定負債		
社債	1,887,404	1,691,844
長期借入金	※3 3,053,712	※3 2,539,186
リース債務	16,248	16,038
繰延税金負債	375,087	339,991
製品保証引当金	120,210	116,425
退職給付に係る負債	352,861	378,967
その他	488,319	515,853
固定負債合計	6,293,841	5,598,304
負債合計	13,038,225	13,328,835
純資産の部		
株主資本		
資本金	605,814	605,814
資本剰余金	815,913	814,682
利益剰余金	4,921,722	4,961,980
自己株式	△139,970	△139,457
株主資本合計	6,203,479	6,243,019
その他の包括利益累計額		
その他有価証券評価差額金	68,179	30,004
繰延ヘッジ損益	9,537	4,762
連結子会社の貨幣価値変動会計に基づく再評価積立金	△13,945	△30,882
為替換算調整勘定	△733,571	△790,131
退職給付に係る調整累計額	△135,967	△154,097
その他の包括利益累計額合計	△805,767	△940,344
新株予約権	84	—
非支配株主持分	303,914	320,835
純資産合計	5,701,710	5,623,510
負債純資産合計	18,739,935	18,952,345

日産自動車

②【連結損益計算書及び連結包括利益計算書】

【連結損益計算書】

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (自平成29年4月1日 至平成30年3月31日)	当連結会計年度 (自平成30年4月1日 至平成31年3月31日)
売上高	11,951,169	11,574,247
売上原価	※1,※2 9,814,001	※1,※2 9,670,402
売上総利益	2,137,168	1,903,845
販売費及び一般管理費		
広告宣伝費	304,328	302,472
サービス保証料	74,569	146,851
製品保証引当金繰入額	122,135	122,818
販売諸費	251,593	221,536
給料及び手当	410,156	※3 409,222
退職給付費用	17,883	19,105
消耗品費	4,413	2,780
減価償却費	53,928	55,685
貸倒引当金繰入額	90,461	82,356
のれん償却額	1,057	1,118
その他	231,885	221,678
販売費及び一般管理費合計	※1 1,562,408	※1 1,585,621
営業利益	574,760	318,224
営業外収益		
受取利息	21,092	30,206
受取配当金	6,663	8,132
持分法による投資利益	205,645	218,565
デリバティブ収益	—	24,751
雑収入	15,938	29,532
営業外収益合計	249,338	311,186
営業外費用		
支払利息	12,670	13,478
デリバティブ損失	5,001	—
為替差損	26,772	38,293
債権流動化費用	13,854	12,888
雑支出	15,499	18,253
営業外費用合計	73,796	82,912
経常利益	750,302	546,498

日産自動車

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (自 平成29年 4月 1日 至 平成30年 3月 31日)	当連結会計年度 (自 平成30年 4月 1日 至 平成31年 3月 31日)
特別利益		
固定資産売却益	※4 10,408	※4 17,712
事業譲渡益	—	7,993
その他	2,184	2,611
特別利益合計	12,592	28,316
特別損失		
固定資産売却損	※5 4,149	※5 2,960
固定資産廃棄損	10,644	15,941
減損損失	※6 16,166	※6 13,339
支払補償費	13,612	16,998
特別退職加算金	3,445	39,832
販売体制の再編費用	—	4,027
その他	4,135	4,009
特別損失合計	52,151	97,106
税金等調整前当期純利益	710,743	477,708
法人税、住民税及び事業税	140,571	156,115
法人税等調整額	△193,485	△20,322
法人税等合計	△52,914	135,793
当期純利益	763,657	341,915
非支配株主に帰属する当期純利益	16,765	22,777
親会社株主に帰属する当期純利益	746,892	319,138

【連結包括利益計算書】

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (自 平成29年 4月 1日 至 平成30年 3月 31日)	当連結会計年度 (自 平成30年 4月 1日 至 平成31年 3月 31日)
当期純利益	763,657	341,915
その他の包括利益		
その他有価証券評価差額金	8,359	△28,964
繰延ヘッジ損益	2,563	△4,648
連結子会社の貨幣価値変動会計に基づく再評価積立金	—	△17,966
為替換算調整勘定	△77,501	△9,892
退職給付に係る調整額	3,933	△19,676
持分法適用会社に対する持分相当額	39,327	△64,770
その他の包括利益合計	※1 △23,319	※1 △145,916
包括利益	740,338	195,999
(内訳)		
親会社株主に係る包括利益	721,255	177,385
非支配株主に係る包括利益	19,083	18,614

日産自動車

当連結会計年度(自 平成30年4月1日 至 平成31年3月31日)

(単位：百万円)

	株主資本					その他の包括利益累計額	
	資本金	資本剰余金	利益剰余金	自己株式	株主資本合計	その他有価証券 評価差額金	繰延ヘッジ損益
当期首残高	605,814	815,913	4,921,722	△139,970	6,203,479	68,179	9,537
会計方針の変更による 累積的影響額			△63,628		△63,628	△449	
会計方針の変更を反映し た当期首残高	605,814	815,913	4,858,094	△139,970	6,139,851	67,730	9,537
当期変動額							
剰余金の配当			△215,101		△215,101		
親会社株主に帰属する 当期純利益			319,138		319,138		
自己株式の取得				△392	△392		
自己株式の処分				905	905		
連結子会社の自己株式 取得による持分変動		△1			△1		
連結範囲の変動			△151		△151		
関連会社の子会社に 対する持分変動		△1,230			△1,230		
株主資本以外の項目の 当期変動額(純額)						△37,726	△4,775
当期変動額合計		△1,231	103,886	513	103,168	△37,726	△4,775
当期末残高	605,814	814,682	4,961,980	△139,457	6,243,019	30,004	4,762

	その他の包括利益累計額				新株予約権	非支配株主持分	純資産合計
	連結子会社の 貨幣価値変動 会計に基づく 再評価積立金	為替換算 調整勘定	退職給付に係る 調整累計額	その他の包括 利益累計額合計			
当期首残高	△13,945	△733,571	△135,967	△805,767	84	303,914	5,701,710
会計方針の変更による 累積的影響額		7,625		7,176		△752	△57,204
会計方針の変更を反映し た当期首残高	△13,945	△725,946	△135,967	△798,591	84	303,162	5,644,506
当期変動額							
剰余金の配当							△215,101
親会社株主に帰属する 当期純利益							319,138
自己株式の取得							△392
自己株式の処分							905
連結子会社の自己株式 取得による持分変動							△1
連結範囲の変動							△151
関連会社の子会社に 対する持分変動							△1,230
株主資本以外の項目の 当期変動額(純額)	△16,937	△64,185	△18,130	△141,753	△84	17,673	△124,164
当期変動額合計	△16,937	△64,185	△18,130	△141,753	△84	17,673	△20,996
当期末残高	△30,882	△790,131	△154,097	△940,344	—	320,835	5,623,510

トヨタ自動車

1 【連結財務諸表等】

(1) 【連結財務諸表】

① 【連結貸借対照表】

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (2018年3月31日)	当連結会計年度 (2019年3月31日)
資産の部		
流動資産		
現金及び現金同等物	3,052,269	3,574,704
定期預金	901,244	1,126,352
有価証券	1,768,360	1,127,160
受取手形及び売掛金 ＜貸倒引当金控除後＞	2,219,562	2,372,734
貸倒引当金残高： 2018年3月31日 25,925百万円 2019年3月31日 16,370百万円		
金融債権＜純額＞	6,348,306	6,647,771
未収入金	489,338	568,156
たな卸資産	2,539,789	2,656,396
前払費用及びその他	833,788	805,964
流動資産合計	18,152,656	18,879,237
長期金融債権＜純額＞	9,481,618	10,281,118
投資及びその他の資産		
有価証券及びその他の 投資有価証券	7,999,323	7,479,926
関連会社に対する投資 及びその他の資産	3,162,917	3,313,723
従業員に対する 長期貸付金	22,562	21,683
その他	1,221,500	1,275,768
投資及びその他の資産合計	12,406,302	12,091,100
有形固定資産		
土地	1,404,611	1,386,308
建物	4,659,753	4,802,175
機械装置	11,535,381	11,857,425
賃貸用車両及び器具	5,934,393	6,139,163
建設仮勘定	509,851	651,713
小計	24,043,989	24,836,784
減価償却累計額＜控除＞	△ 13,776,316	△ 14,151,290
有形固定資産合計	10,267,673	10,685,494
資産合計	50,308,249	51,936,949

トヨタ自動車

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (2018年3月31日)	当連結会計年度 (2019年3月31日)
負債の部		
流動負債		
短期借入債務	5,154,913	5,344,973
1年以内に返済予定の 長期借入債務	4,186,277	4,254,260
支払手形及び買掛金	2,586,657	2,645,984
未払金	1,048,216	1,102,802
未払費用	3,104,260	3,222,446
未払法人税等	462,327	320,998
その他	1,254,241	1,335,475
流動負債合計	17,796,891	18,226,938
固定負債		
長期借入債務	10,006,374	10,550,945
未払退職・年金費用	931,182	963,406
繰延税金負債	1,118,165	1,014,851
その他	533,561	615,599
固定負債合計	12,589,282	13,144,801
負債合計	30,386,173	31,371,739

トヨタ自動車

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (2018年3月31日)	当連結会計年度 (2019年3月31日)
純資産の部		
中間資本		
AA型種類株式	491,974	498,073
発行可能株式総数： 2018年3月31日および 2019年3月31日 150,000,000株		
発行済株式総数： 2018年3月31日および 2019年3月31日 47,100,000株		
資本		
株主資本		
資本金	397,050	397,050
発行可能普通株式総数： 2018年3月31日および 2019年3月31日 10,000,000,000株		
発行済普通株式総数： 2018年3月31日および 2019年3月31日 3,262,997,492株		
資本剰余金	487,502	487,162
利益剰余金	19,473,464	21,987,515
その他の包括利益・ 損失(△)累計額	435,699	△ 916,650
自己株式	△ 2,057,733	△ 2,606,925
自己株式数： 2018年3月31日 353,073,500株		
2019年3月31日 430,558,325株		
株主資本合計	18,735,982	19,348,152
非支配持分	694,120	718,985
資本合計	19,430,102	20,067,137
純資産合計	19,922,076	20,565,210
契約債務及び偶発債務		
負債純資産合計	50,308,249	51,936,949

(注) 普通株式とAA型種類株式を併せた発行可能株式総数は、10,000,000,000株です。

トヨタ自動車

② 【連結損益計算書及び連結包括利益計算書】

【連結損益計算書】

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (2018年3月31日に 終了した1年間)	当連結会計年度 (2019年3月31日に 終了した1年間)
売上高		
商品・製品売上高	27,420,276	28,105,338
金融収益	1,959,234	2,120,343
売上高合計	29,379,510	30,225,681
売上原価並びに販売費及び 一般管理費		
売上原価	22,600,474	23,389,495
金融費用	1,288,679	1,392,290
販売費及び一般管理費	3,090,495	2,976,351
売上原価並びに販売費及び 一般管理費合計	26,979,648	27,758,136
営業利益	2,399,862	2,467,545
その他の収益・費用(△)		
受取利息及び受取配当金	179,541	225,495
支払利息	△ 27,586	△ 28,078
為替差益<純額>	22,664	12,400
未実現持分証券評価損益	—	△ 341,054
その他<純額>	45,948	△ 50,843
その他の収益・費用(△)合計	220,567	△ 182,080
税金等調整前当期純利益	2,620,429	2,285,465
法人税等	504,406	659,944
持分法投資損益	470,083	360,066
非支配持分控除前 当期純利益	2,586,106	1,985,587
非支配持分帰属損益	△ 92,123	△ 102,714
当社株主に帰属する 当期純利益	2,493,983	1,882,873

(注) 当連結会計年度および前連結会計年度における当社普通株主に帰属する当期純利益は1,868,085百万円および2,481,692百万円であり、上記「当社株主に帰属する当期純利益」よりA A型種類株式への配当金などそれぞれ14,788百万円および12,291百万円を控除しています。

1株当たり当社普通株主に帰属する 当期純利益		
基 本	842円00銭	650円55銭
希薄化後	832円78銭	645円11銭

トヨタ自動車

【連結包括利益計算書】

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (2018年3月31日に 終了した1年間)	当連結会計年度 (2019年3月31日に 終了した1年間)
非支配持分控除前当期純利益	2,586,106	1,985,587
その他の包括利益・損失(△)－税効果考慮後		
外貨換算調整額	△ 120,606	27,016
未実現有価証券評価損益	△ 94,559	△ 21,165
年金債務調整額	22,315	△ 54,836
その他の包括利益・損失(△)合計	△ 192,850	△ 48,985
当期包括利益	2,393,256	1,936,602
非支配持分帰属当期包括損益	△ 93,096	△ 96,458
当社株主に帰属する当期包括利益	2,300,160	1,840,144

トヨタ自動車

③ 【連結株主持分計算書】

(単位：百万円)

	前連結会計年度 (2018年3月31日に終了した1年間)							
	資本金	資本剰余金	利益剰余金	その他の 包括利益・ 損失(△) 累計額	自己株式	株主資本 合計	非支配持分	資本合計
2017年3月31日現在残高	397,050	484,013	17,601,070	640,922	△1,608,243	17,514,812	668,264	18,183,076
非支配持分との資本取引 及びその他		1,817	11,400	△ 11,400		1,817	△ 3,476	△ 1,659
包括利益								
当期純利益			2,493,983			2,493,983	92,123	2,586,106
その他の包括利益・損失(△)								
外貨換算調整額				△ 118,977		△ 118,977	△ 1,629	△ 120,606
未実現有価証券評価損益				△ 96,581		△ 96,581	2,022	△ 94,559
年金債務調整額				21,735		21,735	580	22,315
当期包括利益						2,300,160	93,096	2,393,256
中間資本の増価			△ 4,849			△ 4,849		△ 4,849
当社種類株主への配当金			△ 7,442			△ 7,442		△ 7,442
当社普通株主への配当金支払額			△ 620,698			△ 620,698		△ 620,698
非支配持分への配当金支払額							△ 63,764	△ 63,764
自己株式の取得					△ 500,177	△ 500,177		△ 500,177
自己株式の処分		1,672			50,687	52,359		52,359
2018年3月31日現在残高	397,050	487,502	19,473,464	435,699	△2,057,733	18,735,982	694,120	19,430,102

(単位：百万円)

	当連結会計年度 (2019年3月31日に終了した1年間)							
	資本金	資本剰余金	利益剰余金	その他の 包括利益・ 損失(△) 累計額	自己株式	株主資本 合計	非支配持分	資本合計
2018年3月31日現在残高	397,050	487,502	19,473,464	435,699	△2,057,733	18,735,982	694,120	19,430,102
会計方針の変更による 累積的影響額			1,282,082	△1,309,620		△ 27,538		△ 27,538
非支配持分との資本取引 及びその他		105				105	△ 2,226	△ 2,121
包括利益								
当期純利益			1,882,873			1,882,873	102,714	1,985,587
その他の包括利益・損失(△)								
外貨換算調整額				29,448		29,448	△ 2,432	27,016
未実現有価証券評価損益				△ 21,111		△ 21,111	△ 54	△ 21,165
年金債務調整額				△ 51,066		△ 51,066	△ 3,770	△ 54,836
当期包括利益						1,840,144	96,458	1,936,602
中間資本の増価			△ 4,850			△ 4,850		△ 4,850
当社種類株主への配当金			△ 9,938			△ 9,938		△ 9,938
当社普通株主への配当金支払額			△ 636,116			△ 636,116		△ 636,116
非支配持分への配当金支払額							△ 69,367	△ 69,367
自己株式の取得					△ 550,107	△ 550,107		△ 550,107
自己株式の処分		△ 445			915	470		470
2019年3月31日現在残高	397,050	487,162	21,987,515	△ 916,650	△2,606,925	19,348,152	718,985	20,067,137

本田技研

1 【連結財務諸表等】

(1) 【連結財務諸表】

① 【連結財政状態計算書】

		(単位：百万円)	
		前連結会計年度末 (2018年3月31日)	当連結会計年度末 (2019年3月31日)
		注記 番号	
(資産の部)			
流動資産			
現金及び現金同等物	5	2,256,488	2,494,121
営業債権	6	800,463	793,245
金融サービスに係る債権	7	1,840,699	1,951,633
その他の金融資産	8	213,177	163,274
棚卸資産	9	1,523,455	1,586,787
その他の流動資産		291,006	358,234
流動資産合計		6,925,288	7,347,294
非流動資産			
持分法で会計処理されている投資	10	679,517	713,039
金融サービスに係る債権	7	3,117,364	3,453,617
その他の金融資産	8	436,555	417,149
オペレーティング・リース資産	11	4,088,133	4,448,849
有形固定資産	12	3,062,433	2,981,840
無形資産	13	741,514	744,368
繰延税金資産	23	129,338	150,318
その他の非流動資産		169,022	162,648
非流動資産合計		12,423,876	13,071,828
資産合計		19,349,164	20,419,122

本田技研

(単位：百万円)

	注記 番号	前連結会計年度末 (2018年3月31日)	当連結会計年度末 (2019年3月31日)
(負債及び資本の部)			
流動負債			
営業債務	14	1,224,627	1,184,882
資金調達に係る債務	15	2,917,261	3,188,782
未払費用		404,719	476,300
その他の金融負債	16	115,405	132,910
未払法人所得税		53,595	49,726
引当金	17	305,994	348,763
その他の流動負債		602,498	599,761
流動負債合計		5,624,099	5,981,124
非流動負債			
資金調達に係る債務	15	3,881,749	4,142,338
その他の金融負債	16	60,005	63,689
退職給付に係る負債	18	404,401	398,803
引当金	17	220,625	220,745
繰延税金負債	23	629,722	727,411
その他の非流動負債		294,468	319,222
非流動負債合計		5,490,970	5,872,208
負債合計		11,115,069	11,853,332
資本			
資本金		86,067	86,067
資本剰余金		171,118	171,460
自己株式		△113,271	△177,827
利益剰余金		7,611,332	7,973,637
その他の資本の構成要素		178,292	214,383
親会社の所有者に帰属する持分合計		7,933,538	8,267,720
非支配持分		300,557	298,070
資本合計	19	8,234,095	8,565,790
負債及び資本合計		19,349,164	20,419,122

本田技研

② 【連結損益計算書及び連結包括利益計算書】

【連結損益計算書】

		(単位：百万円)	
	注記 番号	前連結会計年度 (自 2017年4月1日 至 2018年3月31日)	当連結会計年度 (自 2018年4月1日 至 2019年3月31日)
売上収益	20	15,361,146	15,888,617
営業費用			
売上原価		△12,000,581	△12,580,949
販売費及び一般管理費		△1,775,151	△1,774,393
研究開発費	21	△751,856	△806,905
営業費用合計		△14,527,588	△15,162,247
営業利益		833,558	726,370
持分法による投資利益	10	247,643	228,827
金融収益及び金融費用			
受取利息	22	41,191	48,618
支払利息	22	△12,970	△13,217
その他(純額)	22	5,551	△11,223
金融収益及び金融費用合計		33,772	24,178
税引前利益		1,114,973	979,375
法人所得税費用	23	13,666	△303,089
当期利益		1,128,639	676,286
当期利益の帰属：			
親会社の所有者		1,059,337	610,316
非支配持分		69,302	65,970
1株当たり当期利益(親会社の所有者に帰属)			
基本的小および希薄化後	24	590円79銭	345円99銭

本田技研

【連結包括利益計算書】

		(単位：百万円)	
	注記 番号	前連結会計年度 (自 2017年4月1日 至 2018年3月31日)	当連結会計年度 (自 2018年4月1日 至 2019年3月31日)
当期利益		1,128,639	676,286
その他の包括利益(税引後)			
純損益に振り替えられることのない項目			
確定給付制度の再測定		13,344	△23,745
その他の包括利益を通じて公正価値で 測定する金融資産の公正価値の純変動		19,288	△24,046
持分法適用会社の その他の包括利益に対する持分	10	1,688	△2,837
純損益に振り替えられる可能性のある項目			
その他の包括利益を通じて公正価値で 測定する金融資産の公正価値の純変動		—	228
在外営業活動体の為替換算差額		△204,184	95,568
持分法適用会社の その他の包括利益に対する持分	10	10,620	△18,847
その他の包括利益(税引後)合計	19	△159,244	26,321
当期包括利益		969,395	702,607
当期包括利益の帰属：			
親会社の所有者		899,545	637,609
非支配持分		69,850	64,998

本田技研

③ 【連結持分変動計算書】

前連結会計年度(自 2017年4月1日 至 2018年3月31日)

(単位：百万円)

注記 番号	親会社の所有者に帰属する持分						非支配 持分	資本合計
	資本金	資本 剰余金	自己株式	利益 剰余金	その他の 資本の 構成要素	合計		
2017年4月1日残高	86,067	171,118	△26,189	6,712,894	351,406	7,295,296	274,330	7,569,626
当期包括利益								
当期利益				1,059,337		1,059,337	69,302	1,128,639
その他の包括利益(税引後)	19				△159,792	△159,792	548	△159,244
当期包括利益合計				1,059,337	△159,792	899,545	69,850	969,395
利益剰余金への振替	19			13,322	△13,322	—		—
所有者との取引等								
配当金の支払額	19			△174,221		△174,221	△43,623	△217,844
自己株式の取得			△87,083			△87,083		△87,083
自己株式の処分			1			1		1
所有者との取引等合計			△87,082	△174,221		△261,303	△43,623	△304,926
2018年3月31日残高	86,067	171,118	△113,271	7,611,332	178,292	7,933,538	300,557	8,234,095

当連結会計年度(自 2018年4月1日 至 2019年3月31日)

(単位：百万円)

注記 番号	親会社の所有者に帰属する持分						非支配 持分	資本合計
	資本金	資本 剰余金	自己株式	利益 剰余金	その他の 資本の 構成要素	合計		
2018年4月1日残高(既報告額)	86,067	171,118	△113,271	7,611,332	178,292	7,933,538	300,557	8,234,095
会計方針の変更による影響額	2(4)			△46,833	△208	△47,041	6	△47,035
超インフレによる影響額				△9,454	14,896	5,442		5,442
2018年4月1日残高(調整後)	86,067	171,118	△113,271	7,555,045	192,980	7,891,939	300,563	8,192,502
当期包括利益								
当期利益				610,316		610,316	65,970	676,286
その他の包括利益(税引後)	19				27,293	27,293	△972	26,321
当期包括利益合計				610,316	27,293	637,609	64,998	702,607
利益剰余金への振替	19			5,890	△5,890	—		—
所有者との取引等								
配当金の支払額	19			△194,271		△194,271	△66,010	△260,281
自己株式の取得			△64,557			△64,557		△64,557
自己株式の処分			1			1		1
株式報酬取引		342				342		342
所有者との取引等合計		342	△64,556	△194,271		△258,485	△66,010	△324,495
その他の変動				△3,343		△3,343	△1,481	△4,824
2019年3月31日残高	86,067	171,460	△177,827	7,973,637	214,383	8,267,720	298,070	8,565,790

本田技研

④ 【連結キャッシュ・フロー計算書】

	注記 番号	(単位：百万円)	
		前連結会計年度 (自 2017年4月1日 至 2018年3月31日)	当連結会計年度 (自 2018年4月1日 至 2019年3月31日)
営業活動によるキャッシュ・フロー			
税引前利益		1,114,973	979,375
減価償却費、償却費及び減損損失 (オペレーティング・リース資産除く)		713,093	721,695
持分法による投資利益		△247,643	△228,827
金融収益及び金融費用		13,218	△88,608
金融サービスに係る利息収益及び利息費用		△127,529	△124,076
資産及び負債の増減			
営業債権		△41,778	9,344
棚卸資産		△202,916	△60,906
営業債務		69,429	△11,816
未払費用		△2,700	25,372
引当金及び退職給付に係る負債		△28,945	△1,590
金融サービスに係る債権		△174,438	△260,704
オペレーティング・リース資産		△158,337	△230,311
その他資産及び負債		11,602	11,045
その他(純額)		9,314	3,706
配当金の受取額		161,106	175,244
利息の受取額		245,095	270,776
利息の支払額		△115,317	△150,162
法人所得税の支払及び還付額		△250,556	△263,569
営業活動によるキャッシュ・フロー		987,671	775,988
投資活動によるキャッシュ・フロー			
有形固定資産の取得による支出		△415,563	△420,768
無形資産の取得及び内部開発による支出		△156,927	△187,039
有形固定資産及び無形資産の売却による収入		15,042	20,765
持分法で会計処理されている投資の取得による支出		△2,450	△2,401
その他の金融資産の取得による支出		△280,236	△506,431
その他の金融資産の売却及び償還による収入		224,302	515,670
その他(純額)		719	2,649
投資活動によるキャッシュ・フロー		△615,113	△577,555
財務活動によるキャッシュ・フロー			
短期資金調達による収入		8,106,505	8,435,249
短期資金調達に係る債務の返済による支出		△8,004,620	△8,213,698
長期資金調達による収入		1,689,596	1,900,257
長期資金調達に係る債務の返済による支出		△1,609,554	△1,726,097
親会社の所有者への配当金の支払額		△174,221	△194,271
非支配持分への配当金の支払額		△48,332	△66,872
自己株式の取得及び売却による収支		△87,082	△64,556
その他(純額)		△46,626	△47,088
財務活動によるキャッシュ・フロー		△174,334	22,924
為替変動による現金及び現金同等物への影響額		△47,712	16,276
現金及び現金同等物の純増減額		150,512	237,633
現金及び現金同等物の期首残高		2,105,976	2,256,488
現金及び現金同等物の期末残高	5	2,256,488	2,494,121

サービス化社会に求められる共創価値指標

The necessities of a measure of value co-creation in Servitized society

戸谷 圭子

Keywords：サービス社会、共創価値、経営指標、価値測定、知識価値、感情価値、GDP、統合報告書

1. 来るべきサービス化社会

「経済のサービス化」ということが言われて既に久しい。確かに、日本のGDPの7割以上をサービス産業が生み出している。しかし、現在生じているサービス化は産業面だけではなく、より根本的な社会構造の変化である。本稿では、来るべきサービス化社会とはどのような社会なのか、また、そこで必要になる成功指標とはどのようなものかについて考察する。

1.1 市場外の取引がメインになる時代

経済学や経営学は、貨幣経済、言い換えれば企業利益を生む市場のメカニズムを学問の対象としてきた。消費者行動論のように個人の心理がとりあげ分野はあるが、それは企業の製品やサービスの販売に必要なことから生じたものだ。経済学では市場を経由せずに企業や消費者が互いに第三者に便益を与えることを外部経済、損失を与えることを外部不経済と呼ぶ。例えば、果樹園は意図せず養蜂家に蜂の餌となる花の蜜を与え、代わりに果樹栽培に必須の受粉をしてもらい、各々に果実と蜂蜜という収穫をもたらす。ただし、そこに金銭対価の授受はないので、これは（市場）外部経済である。外部経済の影響は市場に取り込まれ、便益と費用は均衡するとされるが、これがうまく機能しない場合、「外部経済による市場の失敗」と呼ばれる現象が生まれる。いわば、外部経済は市場外でたまたま起こるちょっとした異例の事象と考えられてきたのである。

しかしながら、現在産業界で起きていることを振り返って見てみれば、既に異例の事象とはいえない市場の失敗が多発している。デジタル化された個人のデータの

無償のやり取り、シェアリングエコノミー、個人間オークションなどのC to C（個人間）取引の急拡大はその象徴であろう。これらC to C取引が生む莫大な価値のうち、市場内で扱われるのはプラットフォームの手数料のみであり、大半は市場外で生じている。GAF Aなどの巨大なプラットフォームを経由してやり取りされる無償データの経済価値を試算した研究によれば、2017年時点で既に全世界で総額10兆ドル（約1,100兆円）を超えているという（Brynjolfsson et al. 2019）¹。同年の日本の法人売上高の総額1,544兆円（財務総合政策研究所2017）と比較すると、その経済インパクトの大きさがわかる。情報通信技術の進展でこの規模は今後さらに拡大すると予想される。

1.2 サービス化社会の本質

では、なぜ今、外部経済の比重が増しているのか。経済社会の成熟化に伴い、先進国を中心に、顧客の求めるものは物質面から精神面へ、すなわち、物の所有から体験・経験へ移行してきた。「国民生活に関する世論調査（内閣府 2017）」によれば、日本人の3分の2がモノの豊かさより心の豊かさを求めている（図1）。買ってしまったものの、その後全く使わなかったモノを誰しもいくつかは持っているのではないだろうか。そのようなケースでも、市場で財と金銭が交換されれば、それは経済価値として付加価値計算に組み込まれる。しかしながら、そこに実質的な価値は何もない。あるのはムダにした資源と空間、そして究極的には廃棄物という環境への損失だ。

先述したシェアリングエコノミーやC to Cのオークションなどは、大量の不要な財が生産され、購入を促され、個人のクローゼットや車庫に眠ったまま価値を作らず、地球資源を浪費し環境を悪化させていることへの顧

1 当該研究では、これらネット上の無料サービスの利用を消費者余剰として捉え、いくらで諦めるかを消費者調査で問うという方法で総額を推計している。

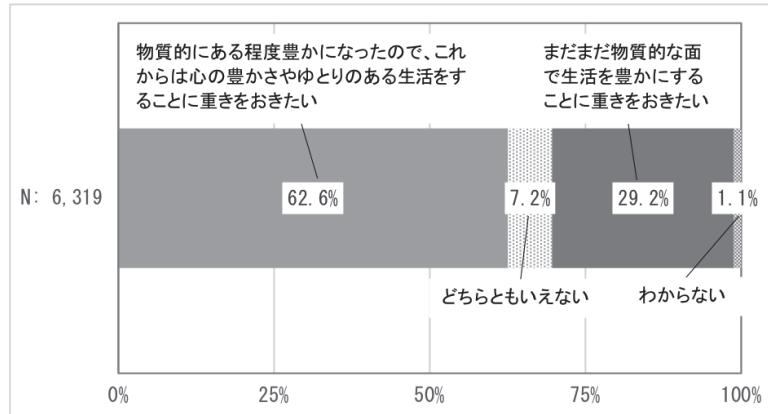


図1. モノの豊かさとの心の豊かさ (内閣府 2017より筆者作成)

客からの抵抗と言っても良い。

1.3 サービス研究の動向

このような変化は、サービス研究の変化からも見て取れる。サービス理論を大きく転換させたS-D Logic (Service-Dominant Logic, Vargo and Lusch 2004a, b) では、「企業は価値を提案するが、その価値を実現するのは顧客である」とする。いいかえれば、市場で起こることは、企業からの提案を顧客が受け入れるところまでであり、その後、顧客が自分の資源を投入することで初めて価値は具現化されるということである。

近年ではさらに、C-D Logic (Customer-Dominant Logic, Heinonen et.al 2010)が登場している。村松(2017)はこれを交換価値から使用価値への移行、すなわち、市場経済中心の社会から生活世界中心の社会への移行と説明している。このように、真の価値の生まれる場所へ経済の焦点が移行することがサービス化社会の本質なのである。

サービス化社会において価値はステークホルダーによって共創される。企業が価値の提供者で、顧客はその受容者であるという旧来の考え方は薄れ、両者、さらにはあるネットワークシステムの中の関係者全てが資源を出し合い、その資源が統合されることで価値が生まれる。従って、その価値は共創価値である。

2. 既存指標の課題

既存の経済指標は、国家レベルのものも、企業レベルのものも、市場経済を中心に構成されている。以下に、代表的な指標として、生産性とGDPを取り上げて、その課題を明確にする。

2.1 誤解を生む生産性の分かり難さ

「生産性」という言葉はサービス分野にとっては厄介

な存在である。「日本のサービス産業の生産性は製造業と比較しても、諸外国と比較しても低い」とされ、生産性向上が至上命題であるかのごとく思い込まされ、品質を無視した機械化・効率化に走った企業が過去には数多くある。この表現がある種の誤解を生むものであることは既に多くの研究者や実務家が指摘している(道盛, 2017, 森川, 2018)が、現在でもやはりサービスの生産性向上は声高に議論されている。

生産性の課題の一つとして、その概念の分かりにくさと、そのために生じる社会の誤解がある。生産性は、経済学で議論されるものと異なる意味で、ビジネスシーンでも日常のシーンでさえもよく使われる用語である。企業レベルでの労働生産性は大きく分けると二種類あり、分子を、生産量(売上)とする物的労働生産性と、付加価値とする付加価値労働生産性がある(図2)。分母はどちらも労働者数や労働時間である。付加価値は、営業利益+人件費+減価償却費なので、人件費を減らせば、分母分子両側に影響が出るので、数値が改善するとは限らない。「少ない給与で従業員が頑張ってくれば生産性が上がる」、というのは付加価値生産性ではなく、物的労働生産性の議論である。しかしながら、売上を増や

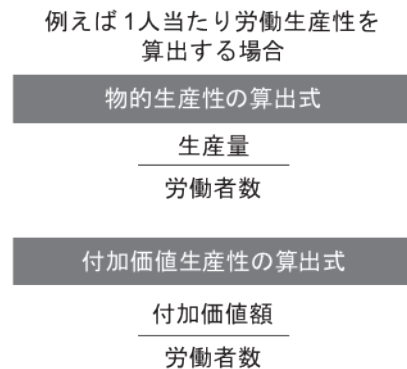


図2. 2つの労働生産性の算出方法 (筆者作成)

せば企業が成長したり、収益が確保できたりする訳では必ずしもないので、物的労働生産性は、専門家の間ではほとんど議論に上がらない指標である。労働者が少ない賃金で生産を増やせば生産性が向上するという誤解は、森川（2018）でも、複数の生産性に関する誤解のひとつとして解説されている。専門家間で一般的に議論される生産性は付加価値労働生産性または全要素生産性のことが多い。労働生産性に関連して近年は政策的に働き方改革が推し進められている。しかしながら、森川（2018）は、働き方改革に関して、「労働時間の削減による時間当たりの生産性上昇は、労働投入時間の削減による生産の減少を相殺するわけではない」と指摘している。常識的に考えても、無為な残業を削減するという効果が主なものと捉えられる。

一方、企業の生産は、労働力だけでなく、機械やシステムなどの資本を使用して行われるので、労働生産性と同時に資本生産性もみなければ高低の議論は十分ではない。例えば、設備投資が大きく、従業員が少ない、いわゆる装置業種（電力など）では、労働生産性は高く、資本生産性は低くなる。どちらかだけが良ければよいというものではない。しかしながら、現実には労働と資本の両方を見比べながら生産性が議論されることは少ない。

生産に使用される全要素が含まれるのは、全要素生産性（TFP：Total Factor Productivity）であるが、TFPのわかりにくさが問題となる。労働と資本という単位の異なるものの加重平均が分母として使用されており（円などの単位がない）、直感的にわかりにくく、同一企業（国）の過去・現在の上昇下落といった相対比較になることから、一般にあまり使用されていない。先述の森川（2018）では、指標とすべきはTFPであると指摘したうえで、TFP上昇率でみた場合、実は2009年（リーマンショック）以降の日本のTFPは上昇しており、米国や英国は逆に上昇が鈍化しているという²。

ここでまとめると、生産性に関しては、まず一義的にはわかりにくさが誤解を呼んで、怪しげな生産性向上策が横行していることが課題である。さらに、より根本的には、上述のような社会のサービス化を鑑みると、生産性指標が基本的には市場経済を中心とした財務数値から算出されている点にそもそもの限界がある。

2.2 成果としてのGDPの課題

次に、国家レベルで国力や国民の豊かさを議論する際、成果（アウトプット）として使用されるGDP（国内総生産：Gross Domestic Product）³について検討する。市場中心、企業中心の指標であるGDPは、そもそも国が戦争に勝てる資源を持っているかどうかを測るために開発されたものであり、国民の豊さ、特に心豊かな生活を測る目的はない。さらに、先述のとおり、サービス化社会では市場経済の比重が減少するため、GDPの有効性は制限される。

国全体の生産性を計算する際、成果側には通常名目GDPを置く。GDPは当該年度に生産された最終財とサービス（中間財は含まれない）の付加価値⁴の合計である。GDPではその期に新たに生産され、市場で経済価値（金銭）と交換された財のみが対象になる。対価が発生しない財や行為、例えば、ボランティア活動や家事労働は対象外である。また、今期に発生した新たな価値のみを対象とするため、中古品の取引（持ち家は例外）は手数料以外は対象にならない。企業が最終財・サービスを生産するために使用した中間財もダブルカウントになることから除外されるサービス化経済の下では、GDPに含まれないものが大量に出る。例えば、SNS、email、動画、地図サービスなどは、今日、多くの消費者によって広く利用されている。消費者はこれらのサービスをプラットフォームから無償で得る代わりに、個人情報（多くの場合）無償で提供し、その情報がプラットフォームの広告収入などの収益を生み出す資源となる。先述した通り、これらネット上の無料サービスの利用は、すでに巨大な価値の源泉となっているにもかかわらず、GDPには反映されていない。またC to Cオークションも中古品売買であることから対象外だが、その規模は拡大を続け、経済インパクトは無視できないレベルになっている。

3. 新たな指標群

このような既存指標と現実のギャップに対しては、複数の新たな指標が学術界や産業界から提案されている。以下にそのいくつかを紹介する。

2 森川（2018）。2016年までの平均値。

3 参考までに、2018年の日本は名目GDPで世界3位、長らく豊かさの指標とされてきた一人当たりGDPでは26位である。

4 単純には、企業の財の産出量（売上）からその財を生産するために使った原材料や他の業者から購入した中間財などの費用を引いたもの。

3.1 共創価値に関する新指標

共創価値がどのように発生し、どのように分配されるかがサービス研究分野においては問題となる。その視点で提案されているサービス共創価値測定尺度にToya et al. (2015) がある。Toya et al. (2015) では、サービストライアングル (Zeithaml et al. 2010) の各主体 (企業・顧客・従業員) に社会を加えて、共創価値は各主体間で創出するとし、共創される価値の種類を機能・知識・感情に分けて測定する考え方が示されている (図3)。機能価値は財務指標に最も近く、短期間で金銭的な価値に変換される。一方で、サービス化社会で重要性を増す情報が蓄積されて知識化した知識価値や、相互作用などから生まれる情動・感情の価値は容易に金銭化されるものではない。現時点では、企業の経営指標として体系的に測定されていないため、感覚的には理解されていても経営意思決定において無視されがちである。Toya (2016) では、実際に金融分野を対象にパートタイマーを含む全従業員と、その従業員に紐付けされた法人顧客への定量調査、また、各法人顧客の3年分の取引と収益のデータを使用して、提案するFKE Valueモデル (図3) の量的検証を実施している。

以下に、FKE Valueモデルの知識価値・感情価値にそって、それぞれに関係する新指標群の動向を説明する。

3.2 知識に関する新指標群

GDPや付加価値は単年度の成果であり、いわばフロー指標である。一方、企業の活動はもともと長期的なもの

であり、投資家の短期志向がリーマンショックを引き起こしたという反省からも、ストックを評価すべきという議論がある。企業のその年の成果ではなく、企業にストックされた価値全体を評価するのである。そのひとつとして、会計分野では、財務諸表に現れない企業価値として、無形資産の評価がある。たとえば、欧州で開発されているPRISM (Policy-making Reporting and measurement Intangibles Skills development Management, イギリス・イタリア・スペイン・デンマーク・オランダ・アイルランド・スウェーデン共同開発、(Youngman et al. 2003)) や、MERITUM (MEAsuRing Intangibles To Understand and improve innovation Management、デンマーク、フィンランド・フランス・スペイン・ノルウェー・スウェーデン共同開発)⁵などはその代表例である。PRISMは、知的財産の統計情報を整備しようとするもので、MERITUMは企業ビジョン、無形資産の資源と活動体系から無形資産のマネジメントを測るものである。どちらも、マネジメントプロセスに重点を置き、どのように知識価値が創出されるかを記述的に表現するものである。

3.3 感情に関する新指標群

そもそもなぜ生産性を向上させたいのか、その目的に立ち返ってみれば、効率のかつ効果的な生産によって従業員の働き方が改善され、究極的には国民一人ひとりが心豊かな生活を送ることが目的のはずである。感情面に関しても、一人当たりGDPでは心の豊かさは表現できないとして、物質的な生活水準に加えて、心理面の幸

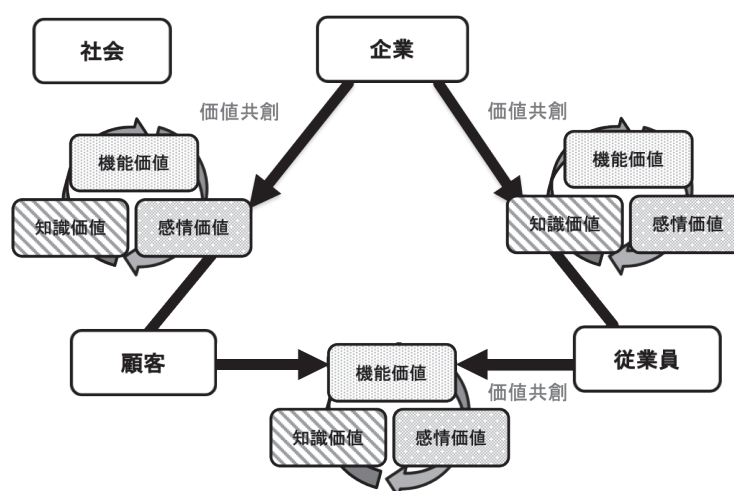


図3. FKE Value モデル (Toya et al. 2015より筆者訳)

5 Sánchez, P., Cañibano, L., Asplund, R., Stolowy, H., Roberts, H., Johanson, U., & Mouritsen, J. (2001). MEmasuring Intangibles To Understand and improve innovation Management (Meritum). Brussels: European Community under the Targeted Socio-Economic Research Programme (TSER).

福や、社会的繋がり、健康、文化、教育などを加味した新指標の提案が相次いでいる。国連の包括資本指数は、人工資本、人的資本、自然資本から、ストックベースで豊さを測るものである。国連開発計画の人間開発指標 (Human Development Index: HDI)⁶ は人間の開発度合い、ブータンの国民総幸福量 (Gross National Happiness: GNH)⁷ やOECDの「より良い暮らし指標 (Better Life Index: BLI)」⁸ などは、精神面の豊さ、すなわち、満足度や幸福感など、個人の主観的幸福度を測定する。いずれも、経済面だけでなく非経済的な側面、精神面を重視する点で共通している (岡部2012)。

4. 産業界の動き

これまで英米を中心に先進国では、企業が株主利益を高めることに傾斜した企業活動を行ってきた。これは四半期などごく短期の利益の重視、ROE (Return on Equity) やEPS (Earnings per Share) などの、株主や職業経営者が好む指標の数値を高めようとする傾いた企業戦略に繋がってきた⁹。しかしながら、当期利益を超える配当や、EPSを見かけ上よくするための自社株買いなどは企業のサステナビリティを阻害する要因となり得る。短期利益を狙った短期保有の株主、もしくは在任中の成果のみに執着する職業的経営者への利益の過剰配分は、企業の内部留保を減らし、将来成長のための投資を

減らすことになる。長期視点を持って健全な企業活動を続けることに、かならずしもこれらの財務指標が有効でないことがわかってきたのである。その反省から、現在は企業の活動成果においても、市場経済の結果である財務的価値・金銭的価値から、非財務価値重視への移行が見られる。

4.1 統合報告書

その動きの一つが統合報告書である。統合報告書は、投資家が企業価値を判断する上で財務情報に加えて、製造資本、知的資本、人的資本、社会関係資本、自然資本といった非財務の観点から重要な情報を開示するものである。2014年の欧州議会で議決された欧州会計指令改訂案によって、従業員500人以上の欧州域内企業は統合報告書の開示が義務付けられている。具体的な内容までは定められていないため、複数の機関から様々な提案がされているが、基本的には中長期で価値を創造するプロセス (ストーリー) を明示すること、それを実現する財務戦略、企業価値に影響度の高い事象 (マテリアリティ) の評価、シナリオの実現のための実効性を持った財務戦略の提示、社会課題への取り組み方針の明確化などは共通している。例えば、リーマンショックへの反省から設立された国際統合報告評議会 (IIRC)¹⁰ は、報告書のフレームワークとして企業の価値創造プロセス (ストーリー) を提示している (図4)。

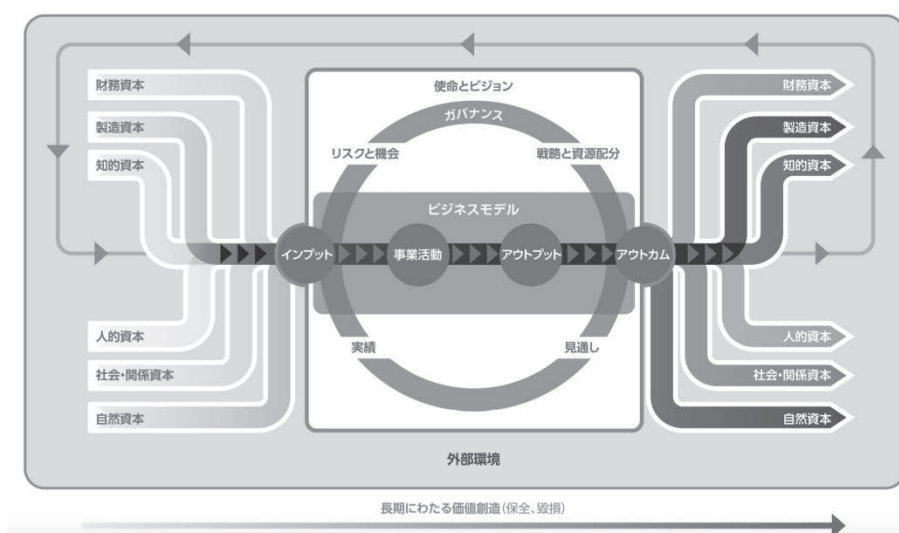


図4. 企業の価値創造プロセス (ストーリー)
(IIRC 「国際統合報告フレームワーク (日本語訳)」より引用)

6 <http://hdr.undp.org/en/content/human-development-index-hdi>

7 <http://www.grossnationalhappiness.com>

8 <http://www.oecdbetterlifeindex.org/#/11111111111>

9 職業的経営者の報酬はEPSと連動させることが多い。

日本では、2018年の統合報告書発行企業数は414社（うち、93%は東証一部上場企業）であり、これは社数では東証一部上場企業数の15%に留まるものの、時価総額では58%に達する。一方で、統合報告書のKPI関連の記述では、財務面がまだ62%（KPMG 2018）を占めており、どのような価値をどのように創造するかの説明はまだ十分ではないとの指摘もある。

4.2 ESG投資

企業の成果の向上や従業員の働き方の改善に資すると考えられるIT投資や設備投資には資金の確保が必要である。企業の資金調達に関しても、直接金融・間接金融ともに非財務重視の方向で変化が生じている。直接金融に関しては、世界中でESG投資の流れが拡大している。ESG投資は環境（Environment）・社会（Society）・ガバナンス（Governance）に積極的な企業に投資をするという方針で、2006年に国際連合でアナン事務総長が提唱したPRI（責任投資原則：Principles for Responsible Investment）¹¹をベースとする。これは後にSDGs（持続可能な開発目標）¹²に繋がるもので、地球温暖化や貧困や格差の拡大など、社会的な課題の深刻化が背景にあり、企業が自社の製造プロセスのみでなく、サプライチェーン全体を通して社会的責任を果たすことを求めるものである。原材料の一部が人権を無視した生産方法をとる企業から納入されていることが判明し社会的に糾弾されるようなケースも発生している。法的拘束力はないが、既に2018年4月時点で世界の機関投資家のうち1,961機関

がPRIに署名をしている。ESG投資は以前はニッチな投資ニーズと考えられていたが、2018年現在では署名した機関の資産運用額は世界の運用資産の3分の1にあたる31兆ドルに達している（2016年比で34%増）。投資家のニーズは既に、長期的に社会に貢献しながら成長する企業への投資に移行しており、ニーズに対応できない企業は資金が得られなくなるリスクも出てきている。最近ではカタールやフィリピンの証券取引所がESG情報開示を上場企業に義務付けた他、ESG報告書の提出を求める取引所も世界で45と増加している。

日本では公的年金の積立金を運用している年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）など55機関が署名し、東京証券取引所も2018年に改訂した「コーポレートガバナンス・コード」（東京証券取引所 2018）で、ESG情報を含む非財務情報の自主的な開示を促している。日本の総管理資産に占めるESG投資割合（図5）は、2012年0.2%¹³、2016年3.4%と、世界的に見てESG投資が遅れていることが問題視されていたが、2018年は18.3%に一気に増加した。絶対額では2016年の4,740億米ドルから2兆1,800億米ドルに増えている（図6）。これは世界最大の年金積立金を運用しているGPIFがESG投資に移行し始めたことが大きく影響している。しかしながら、欧州・カナダ・オーストラリア／ニュージーランドなどは既に50～60%であり、依然として日本の水準は低い。日本は個人投資比率が低いため、資金の大半を持つ機関投資家の方針転換が必要と考えられる。

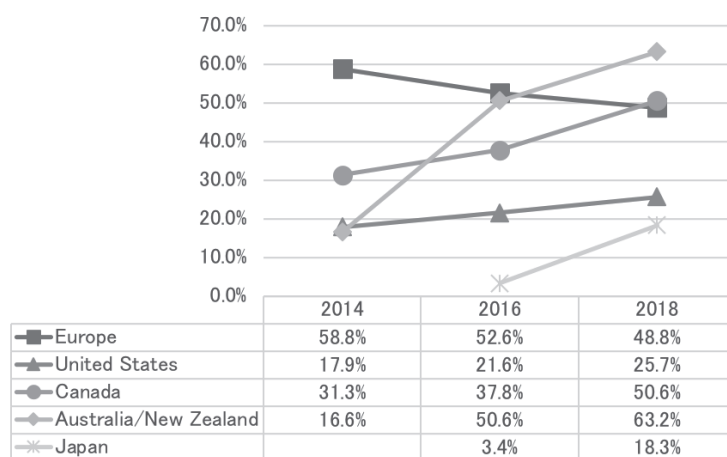


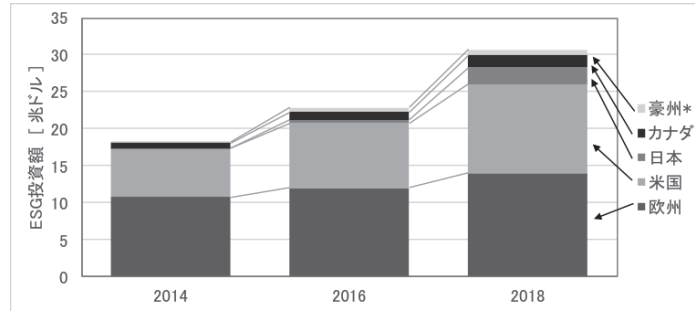
図5. 総管理資産に対するESG投資の割合（GSIA2018より筆者作成）

10 IIRCは、金融・資本市場の短期志向の是正を図ることを大きな目的としている。

11 <https://www.unpri.org>

12 <https://www.un.org/sustainabledevelopment/>

13 Global Sustainable Investment Review. 2014年はアジア全体に包括されているため日本のデータはない。



単位:兆ドル			
地域	2014年	2016年	2018年
欧州	10.775	12.040	14.075
米国	6.572	8.723	11.995
日本	0.007	0.474	2.180
カナダ	0.729	1.086	1.699
豪州*	0.148	0.516	0.734

図6. ESG投資額の推移
(GSIA2018より筆者作成、豪州にニュージーランドが含まれる)

5. まとめ

新たなサービス化社会における指標群について、現状の課題を明確にし、新たな指標の提案と産業界の動きを整理した。サービス化社会では、主要な価値創造活動は市場ではなく顧客の使用・利用場面に移行する。顧客が提供する資源が企業資源やその他の資源と統合されて価値が共創されるため、生産性の分母には顧客が生産時に投入する資源が、分子には結果生じた非財務的共創価値が算入されなければならない。それは、財務結果に近い機能価値 (F)、知識の価値 (K)、感情の価値 (E) という3面から測定可能である。

現在、企業経営における非財務指標の重要性認識は広がりつつあり、GDPに変わる複数の新指標も提案されている。知識に関しては、無形資産の評価指標としてPRISMやMERITUMが、感情に関しては、幸福度の測定としてGNHやBLIが提案されている。しかしながら、これらの指標はかならずしも共創関係を明示的に測定しようとしていない。また、現状は複数の提案が乱立している段階で決定的な指標は出しておらず、統計的な整備には至っていない。今後、サービスの視点で考えた場合、共創される価値と共通指標の策定と実際の測定が必要であろう。

◆参考文献◆

Brynjolfsson, Erik., Avinash Collis, W. Erwin Diewert, Felix Eggers and Kevin J. Fox (2019). The Digital Economy, GDP and Consumer Welfare: Theory and

Evidence”., [http://research.economics.unsw.edu.au/kfox/assets/bcdef_digitaleconomy_8 oct2018.pdf](http://research.economics.unsw.edu.au/kfox/assets/bcdef_digitaleconomy_8oct2018.pdf) (2019年11月20日アクセス).

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (2018). http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf (2019年11月12日アクセス).

Heinonen, K., Strandvik, T., Mickelsson, K-J., Edvardsson, B., Sundström, E., and Andersson, P. (2010). “A Customer Dominant Logic of Service”., *Journal of Service Management*, 21 (4) 531-548

Toya, Keiko., M. Mizuno and K. Ozawa (2015). “Relationship between Co-Creation Value of Customer-Employee and Profit in Financial Service”., Proceedings of QUIS14 Conference, Shanghai, China.

Toya, Keiko (2016). “Value Co-Creation and Created Shared Value in Financial Industry”., Proceedings of 33rd International Business Research Conference, Dubai, UAE.

Vargo, Stephen L. and Robert F. Lusch (2004a). “Evolving to a new dominant logic for marketing”., *Journal of Marketing*, Vol.68 (1). 1-17.

Vargo, Stephen L. and Robert F. Lusch (2004b). “The Four Service Marketing Myths: Remnants of a Goods-Based, Manufacturing Model”., *Journal of Service Research*, Vol.6 (4). 324-335.

Youngman, R. and Holtham, C. (2003). “Measurement and Reporting of Intangibles: a European Policy

- Perspective”, McMaster World Conference on Intangibles and Intellectual Capital McMaster University, Ontario, Canada.
- Zeithaml, V. A., Bitner, M. J. and Gremler D. O. (2010). “Services marketing strategy” (Vol.1, Robert A. Peterson and Roger A. Kerin, eds.). Chichester, UK: John Wiley & Sons. 208-218.
- 岡部 光明 (2012). 「幸福度等の国別世界順位について: 各種指標の特徴と問題点」. SFCディスカッションペーパー.
- KPMG ジャパン統合報告センター・オブ・エクセレンス (2018). 日本企業の統合報告書に関する調査2018. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/2019/jp-integrated-reporting.pdf> (2019年11月12日アクセス).
- 株式会社東京証券取引所 (2018). コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～. <https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/nlsgeu0000034qt1.pdf> (2019年11月12日アクセス)
- 内閣府 (2017). 国民生活に関する世論調査. <https://survey.gov-online.go.jp/h29/h29-life/index.html> (2019年11月20日アクセス).
- 道盛 大志郎 (2017). 「サービス産業の低い生産性を高めなければならない」に騙されてはならない. 大和総研グループコラム. https://www.dir.co.jp/report/column/20171124_012482.html (2019年11月20日アクセス).
- 村松 潤一 (2017). 「マーケティングは価値共創をどう捉えるか」, サービスロジー, Vol 4 (3). 1.
- 森川 正之 (2018). 『生産性誤解と真実』, 日本経済新聞社.

Meiji Business School and English Education in Academic Settings

Evelyn J.#Naoumi

Abstract

MBS is adding courses taught through the medium of English in its MBA program and from the second semester 2020, students studying only in English will be accepted as part of its ongoing reforms. English for academic purposes (EAP), a subdivision of English for specific purposes (ESP), is a specialized area in English language teaching which caters to the needs of specific contexts such as business schools. This paper overviews pertinent developments in the field and then examines the role of EAP in three courses designed and taught by one ESP practitioner. This examination confirms the relevance of EAP in English medium instruction curriculum development.

1. Introduction

Both Japanese society and the business environment are facing the major challenges of an aging population and increasing calls for internationalization. The declining workforce is creating a need for more diversified workplaces as more foreign employees, with limited Japanese proficiency and very different cultural expectations, come to work in Japan. Similarly, not only the large Japanese corporations, but small and medium enterprises are seeking to penetrate markets overseas. Increasingly, education at the tertiary level, and particularly in Business Schools, is required to meet the needs of students preparing for such challenges. English proficiency is a key skill in international global business, but still among many workers in Japan, English proficiency varies greatly. Consequently, there is a need for better English language education focusing on their specific needs. The Professional Graduate School of Global Business, Meiji Business School (hereafter MBS), is no exception and is adding classes taught through the medium of English to its Japanese curriculum as part of its ongoing reforms to produce students with a more global outlook centered on Asia and South East Asia, where a key *lingua franca* is English. These students need to be capable of meeting present and future challenges in Japanese business, and these include English proficiency. One facet of this is the implementation of English medium instruction and the provision of English courses that cater to the needs of business school education. These come under the umbrella of English for specific purposes. (ESP).

ESP has a long history of facilitating learner communication and skill development in specialized areas, which include both academic and vocational settings (Dudley-Evans & St. John, 1998). The ESP field focuses on needs analysis in curriculum development and its practitioners create courses and materials for specific contexts. ESP teachers consider themselves practitioners, which is an important distinction because ESP is not for everyone interested in language education (de Chazal, 2014). This paper will focus on English in academic settings (EAP), now divided into English for general academic purposes (EGAP) and English for specific academic purposes (ESAP). Hyland (2006) argues that “EAP has evolved beyond definitions presenting teacher roles as ‘assisting learner’s study or research in that language (Flowerdew and Peacock 2001:ix; Jordan 1997:1)’ or EAP as a ‘practical affair, and these areas are typically understood in terms of local contexts and the needs of particular students (Dudley-Evans, 2001: ix)’ into something that is ‘specialized English-language teaching grounded in the social,

cognitive and linguistic demands of academic target situations, providing focused instruction informed by the understanding of texts and the constraints of academic contexts” (pp. 1-2). A better understanding of research and pedagogic approaches in this field, therefore, may offer insights into learner needs and practical approaches for application in the classroom and future English curriculum development at MBS. Two questions are posed in this paper:

1. What are EGAP and ESAP and how have they evolved?
2. How can EGAP and ESAP be applied to the current MBS context?

The paper begins with a review of the ESP field and its development, before focusing on EAP and its subdivisions to identify research themes and approaches relevant to the current MBS context. It next looks at how EAP has influenced three courses taught by the author and identifies current challenges. The paper concludes with recommendations for MBS.

2. An overview of research in ESP

Language for specific purposes has existed for as long as interaction between speakers of different languages. There are many examples of political or trade domination leading to the rise of one language as a *lingua franca*, Latin is an early example but today a key global *lingua franca* is English. (Dudley-Evans & St. John, 1998) Indeed, it is now widely accepted that interactions between speakers with different mother tongues in English exceeds interaction in English between a speaker whose mother tongue is English and a speaker with a different mother tongue (Woodrow, 2018). Therefore, a degree of English proficiency is now usually regarded as a given rather than an asset in many contexts, particularly in business and business schools. As a result, the ESP field has become increasingly important in workplaces and tertiary education.

2.1. What is ESP?

Many researchers have tried to define ESP. An early attempt by Hutchinson and Walters (1987) argues that “ESP, then is an approach to language teaching in which all decisions as to content and method are based on the learner’s reason for learning” (p. 19). Dudley-Evans and St. John (1998) added the idea of a methodology “In our definition we stress two aspects of ESP methodology: all ESP teaching should reflect the methodology of the disciplines and professions it serves; and in more specific ESP teaching the nature of the interaction between the teacher and the student may be very different from that in a general English class. This is what we mean when we say that specific ESP teaching has its own methodology.” Their definition of ESP is:

1. Absolute characteristics:
 - ESP is designed to meet the needs of specific learners;
 - ESP makes use of the underlying methodology and activities of the discipline it serves;
 - ESP is centred on the language (grammar, lexis, register), skills, discourse and genres appropriate to those activities.
2. Variable characteristics:
 - ESP may be related to or designed for specific disciplines;
 - ESP may use, in specific situations, a different methodology from that of general English;
 - ESP is likely to be designed for adult learners either at a tertiary level institution or in a professional work situation. It could, however, be used for learners at secondary school;
 - ESP is generally designed for intermediate or advanced learners. Most ESP courses assume basic knowledge of the language system, but it can be used with beginners.

(Dudley-Evans & St. John, 1998, pp 18-19)

This definition is a useful starting point and is used by Woodrow (2018) in her introduction to ESP course design.

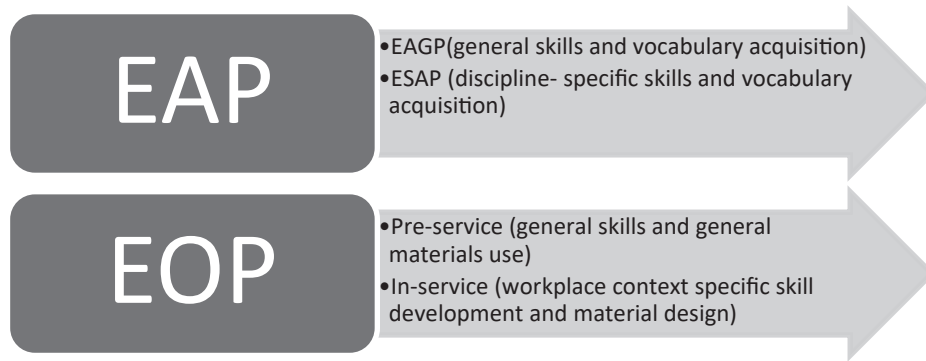


Figure 1 : A breakdown of ESP (Adapted from Woodrow, 2018)

However, as she too points out the ESP field has evolved in both academic and workplace contexts:

From the above, it can be said that MBS needs to consider general skill development for EOP, but this has been addressed by courses in Business Communication to date. One area which still needs to be addressed is MBS courses offered in English to identify the academic challenges for students taking courses taught through the medium of English and finally to explore how these challenges can begin to be addressed.

2.2. What is EAP?

As stated in the introduction to this paper, Hyland (2006) argues that “EAP has evolved beyond definitions presenting teacher roles as ‘assisting learner’s study or research in that language (Flowerdew & Peacock 2001:ix; Jordan 1997:1)’ or EAP as a ‘practical affair, and these areas are typically understood in terms of local contexts and the needs of particular student (Dudley-Evans, 2001: ix)’ into something that is ‘specialized English-language teaching grounded in the social, cognitive and linguistic demands of academic target situations, providing focused instruction informed by the understanding of texts and the constraints of academic contexts” (pp. 1-2). To understand this definition better some review of developments in EAP and some explanation of key research areas that have contributed to this definition are necessary.

Jordan (1997) offers the first comprehensive overview of the field of EAP for teachers as hitherto he claims there were only practice books. He claims the first recorded use of the term was a 1974 paper by Johns and at that time and in the early history of the field the context was universities in English speaking countries primarily for overseas students studying in STEM subjects, and later expanded to cater for European students studying under ERASMUS or TEMPUS exchange programs The purpose was to equip these students to take mainstream courses in English.

He identifies key areas of difficulty, lectures, seminars, presentations, research skills and reading academic texts and writing assignments and his initial assessment has relevance to EAP practitioners today. In his book, with respect to lectures, Jordan introduces a James 1997 summary of three main areas in EAP: decoding, comprehending and taking notes. Based on the work of Flowerdew (1994) and Benson (1994), decoding or recognizing what has been said and comprehension requires student familiarity with a range of spoken English structures, lecture styles and accents as well as an ability to listen to long stretches of discourse while simultaneously processing visual information on slides or blackboards. To this is added the difficulty of the academic discourse of the lecture identified by Allison and Tauroza in 1995. Note-taking is also problematic as it requires students to differentiate between key and unimportant information and develop a way of recording the information for later replication. In seminars, Jordan pinpointed speed of speech, cultural-based reluctances to speak out and lack of practice in thinking on their feet, as well as a lack of specialist knowledge and English pragmatic speaking skills. Presentation in English requires familiarity with the conventions of presentations as well as pronunciation and fear of making presentations in English. Students must read extensively and quickly to keep up with reading assignments and research for papers, but they often lack skills and strategies in English, as well as vocabulary, which is the problem perceived by

students. Similarly, unfamiliarity with expectations of written assignments, lack of practice in skills like summary which essential in writing, and lack of practice in writing. Another area of difficulty is differences in disciplines.

More recent books on EAP for teachers and researchers by Hyland (2006), de Chazal (2014), Charles and Pecorari (2016) and Woodward (2018) continue to address these issues in much more detail and from different perspectives, but they remain important areas in course and curriculum design. What is different today is how much more knowledge about these issues is available to current practitioners and that this knowledge is firmly embedded in the huge amount of research that has been conducted since Jordan wrote his book. Nevertheless, it has to be admitted that they still remain just as much issues for each individual practitioner in each target context to address, although now they have more research and better tools to design their own courses and materials. The next section looks at some of these research areas in more detail.

2.3 Research Areas in EAP pertinent to MBS

Research into EAP in different contexts has grown significantly since the 1970s and practitioners need to keep abreast of the last developments. The following areas are of particular relevance to the MBS context.

Specificity

The first area to address is why EAP is divided into EGAP and ESAP. Although the debate continues, many practitioners involved in teaching EAP would acknowledge that there are differences between the two, and that the context decides which is adopted (Hyland, 2006). An EGAP approach is necessary when students from different disciplines study together, particularly in pre-sessional preparation courses, but if the students are from one discipline the approach must be ESAP, with the caveat that differences in discipline specific areas is recognized. In MBS, ESAP will be the target as business school education cognizant of the demands of the three clusters, family business, general management and start-ups and specialized areas, like marketing, management, finance, for example.

Discourse analysis

An early research area is discourse analysis, defined by Hyland (2006) as ‘ (1) the study of how stretches of language in context are seen as meaningful and unified by users. (2) How different uses of language express the value of social institutions.’ There are several approaches to discourse analysis and of these, genre analysis has become one of the most common. It focuses on texts used within a genre and identifies recurrent features and allows the identification of moves particular to the genre. Others are conversational analysis, discourse and pragmatics, discourse and grammar, intercultural rhetoric and critical discourse analysis. EAP practitioners can gain many insights into their target context and can use them in designing teaching materials based on texts used by content specialists.

Corpora

The advent of computers has enabled the creation of huge banks of spoken and written discourse, corpora. The creation of banks of learner discourse is a resource for teachers to identify areas of recurring difficulty. Linguistic analysis through computer programs have yielded insight into how language is actually used in target contexts and can be used in the classroom to raise awareness of technical vocabulary and multi-word units in academic style.

Discipline-based methodologies

The Hyland (2002) argument for a more discipline specific approach to course design resonates in the business school context, in which discipline specific methodology has an impact on how the EAP practitioner designs course and materials. Lectures and analysis of illustrative cases, the case study method, and field-based learning are all

used. There has been some research into problem-based learning (PBL) in medicine and business and the case-study method (Woodrow, 2018) but research into lectures and analysis of illustrative cases and field work is a potentially interesting research field. One issue in this area is the degree of discipline expertise of the EAP practitioner and to what extent collaboration with subject specialists is possible.

Content-based instruction (CBI) and Content and language integrated learning (CLIL)

Knowledge of research in these areas is critical in designing courses to implement teaching through the medium of English. CBI is predominant in North America and CLIL in Europe, but both offer insights. The research into this field covers many different aspects of how content can be incorporated into language teaching. The goal however is to prepare students for participation in classes in their discipline areas taught entirely in English. A continuum by Brinton, Snow and Wesche (2003) which tracks the role of a teacher as students move out of the general English language class into mainstream university classes shows this development.

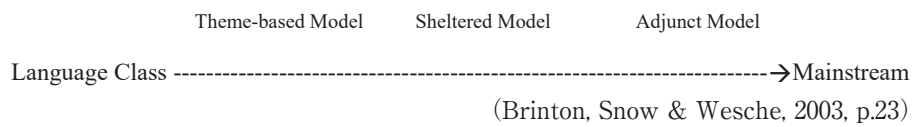


Figure 2 : The CBI continuum

In the theme-based model, language teachers teach modified content from a language acquisition perspective. In the sheltered model, students have special classes taught by content specialists with no language teaching experience. Such classes and mainstream classes need the support of language teachers who provide language teaching to help the student succeed in the classes, the adjunct model. This continuum can be useful for situating the different needs for English at MBS and determining who should teach them.

Needs analysis

Every EAP practitioner has to learn to apply needs analysis to particular context as needs analysis according to Dudley-Evans and St. John (1997) is an ‘absolute characteristic’ of the field. Needs analysis therefore has also evolved with the field from early situational analyses but Brown (2016) has created the most recent definition. He begins with a simple definition, “the systematic collection of all information necessary for defining and validating a defensible curriculum”. To clarify this claim he explains ‘stakeholders’, as ‘anyone with a stake or interest in the curriculum ‘a defensible curriculum’ as defensible for having ‘satisfied most of the language learning and teaching needs’ of the context and ‘the necessary information’ as ‘all quantitative and qualitative information available from the relevant stakeholder. Furthermore, he lists eleven analysis options which can be used to achieve a defensible curriculum as target situation analyses, target situation linguistic analyses, target situation learning analyses, present situation analyses, gap analyses, individual- difference analyses, rights analyses, classroom learning analyses, classroom teaching analyses, means analyses and language audits. Finally, he defines the needs analyst (s) as the person or people collecting and analyzing the information. This can be anything from an individual EAP practitioner or an international organization. For the purposes of this paper, the needs analysis is conducted by an individual practitioner, but it is understood the analysis must reflect the program’s intended learning outcomes (ILOs).

Materials development

Another feature of ESP, or in the case of this paper, is that a practitioner must know how to adapt existing materials and, in many contexts, create materials based on those used in the target context. There are more materials for EGAP than ever before, but ESAP requires practitioner skills in analysis of context texts and subsequent adaptation and the creation of new materials.

Assessment and evaluation

In Brown's (2016) 'defensible curriculum', stakeholder needs have to be seen as being addressed in implementation and, most importantly, in assessing the progress and achievement during the course. Charles and Pecorari (2016) stress that there are student intended learning outcomes for each course and that only those specified must be met if achieving the very important goal of matching assessment and learning objectives is to be reached.

Hyland (2006, p. 302) proposes the following ten principles for good assessment practice based on his understanding of the literature on assessment:

- The assessment *criteria* should be made explicit to students in terms they can understand as early in the course as possible as early in the course as possible. They are then used to support students and become targets for outcomes for the course.
- The assessment *methods* and conditions under which they will be assessed should be explained to learners (the kinds of tasks, whether timed writing or portfolios etc.).
- The assessment should employ criteria-referenced scales which describe competences so the focus is on learning outcomes, what the students can do, rather than ways of teaching.
- The assessment should be valid by being directly related to the genres students have studied; this also implies relevance, usefulness, and a basis in real academic practices.
- The assessments should be reliable in that all assessors agree on the criteria and how they will be applied. This implies training to aim at consistent scoring.
- There should be regular diagnostic assessments to monitor progress and suggest the teaching intervention which may be needed.
- Where possible students should be involved in diagnostic assessments so they can develop techniques for reflection, for peer and self-assessment. This is done most effectively through assembling a portfolio collection or providing a list of criteria for learners to appraise their own performance (or their peers).
- Achievement should take place at the end of a cycle of learning to ensure students' best performance.
- Students should receive feedback on all assessment tasks in order to point out their strengths, their progress, and what they need to do further to improve.
- The assessments should be reported in terms that are understandable to potential users of the results (e.g. students, teachers, administrators, subject specialists, etc.).

In conclusion, discourse and genre analysis yields information about academic and professional interaction and expectations and features of desired practice. Compilation and analysis of huge banks of spoken and written corpora have given insight into how language is used in target situations. All have profoundly influenced course development and materials development. Furthermore, research into content based instruction (CBI) in and content and language integrated learning (CLIL) and discipline-specific methodologies are fundamental resources for English medium instructors. Finally, assessment and evaluation of students and alignment with ILOs remain important ongoing challenges for MBS, but Hyland's (2006) list of principles offer a way forward. Research is ongoing so practitioners need to keep up with, and, also conduct research into their own contexts. The next section will attempt to tentatively apply some of the above in three current courses at MBS taught by the author; Business English Case, Global Business Studies and Introduction to Management to investigate how these are being applied and how these courses can be improved with them

3. EAP in MBS

Business schools have their own educational culture and, indeed, in many business schools, the history of business schools is taught. Hitherto, they were mainly situated in North America and Europe, but business schools have now

opened in Asia. In Europe, there are schools offering MBA courses for students with work experience, and, also, postgraduate programs for newly graduated students who have little full-time work experience. Many of the latter look for internships during their studies and exchange programs with overseas universities. Often in these universities, the students have a high proficiency in English and classes are often taught through the medium of English, Finland is one example. Business schools in India, too require a high proficiency in English, but in China the number of studies on English education in business schools suggests that English education, and courses in EAP, is flourishing, underlining a need for English academic support. In Japan, some business schools offer MBAs taught entirely in English. In line with its decision to internationalize, MBS will start to offer students, enrolling from the fall semester 2020, the option of graduating by taking credits in English as a pilot scheme. Discipline-specific content courses taught in English and academic EAP support courses are already available to MBS students in MBS and other departments in Meiji University This paper will try to investigate how EAP is working in three courses taught by the author.

Figure 2, developed from a curriculum model, is used to investigate these courses in more detail as it enables the EAP practitioner to look at each key element in turn.

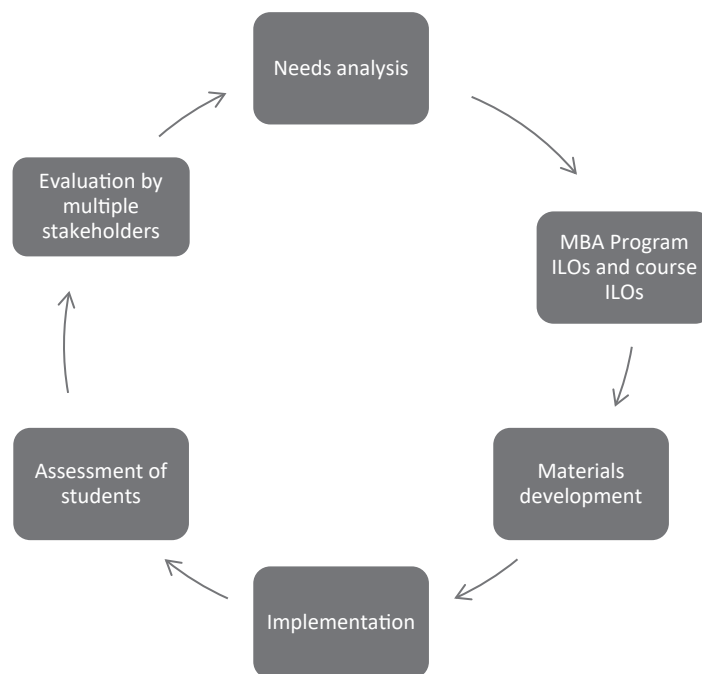


Figure 3 : A cycle for curriculum development (Adapted from Dudley-Evans & St. John, 1998)

3.1. Business case study

This course has been offered as an elective at MBS since 2016 and was developed from the author’s experiences of preparing accounting students for a second-year course at a Canadian business school in 2006. To use the CBI continuum (Brinton, Snow & Wesche, 2003), a ‘sheltered’ model was adopted, as it was for Meiji students only and it was taught by a content specialist with no prior language teaching experience. Content support was provided in Japan by a Japanese content specialist with excellent English skills. Language support was provided by a course in Japan, by an online course before departure and during the course an adjunct model was implemented by Canadian instructors. Students were given lectures in the morning and assigned a case to work on in groups for the following morning when each group gave a presentation. The instructor provided feedback. The course was assessed by the Meiji English language instructor and the Japanese content specialist with feedback from the Canadian content specialist and language teachers. At that time, professional graduate schools were a new development and the case

study method was new to many teachers. We were given faculty development through lectures on the case study method by the Canadian professor teaching our students. This faculty development is the basis for the case study method used in the course 'Business Case Study'. An English curriculum was developed to meet perceived needs of all students studying in the professional graduate school which was an invaluable experience for the author and the Meiji-York Accounting program was a fruitful research area (Naoumi; 2008; 2009; 2010; 2011; 2012).

Needs analysis in 2006 included simple surveys on student language skills, observation of the course in Canada, with a focus on the instructor, by the author from 2007-2009. These were complemented by observing students, student reflections, assignments, extensive discussions with the instructor and the English language adjunct teachers and the Japanese content specialist. An English proficiency test used in an intensive English program was administered to students wanting to study abroad. The insights gained from this experience, self-reflections and course evaluations by MBS students has informed the development of this and other MBS courses taught by the author. The movement toward offering more courses taught in English require a further needs evaluation which reflects ILOs, pedagogical approaches to business education and assessment alignment with ILOs.

The MBS course 'Business Case Study' adopts a theme-based model and is a form of ESAP academic support. It is designed to give students experience of the case study method in English in order to raise awareness of both expectations of the case method and develop academic and linguistic skills necessary for student participation in sheltered or mainstream courses, offered at business schools overseas or by guest lecturers. Research from discipline specific methodologies confirms and clarifies the genre analysis originally conducted by the author. Further refinement is necessary. To date the only English language proficiency requirement is in the syllabus "This class will be conducted in English. Students with little experience in English are advised to take a business communication class first" so this needs to be reconsidered. Students from the Professional Graduate School of Governance, who are in an English program can also take the course. Their participation ensures that the language of interaction will be English. Student self-assessment and course evaluations have driven the development of the course, but comments attest to the attraction of engaging with authentic problems, as often language anxiety becomes secondary as all focus on the problem. Program ILOs and course ILOs have to be better aligned with the pedagogy and assessment and this is the most pressing challenge for this course. At present, assessment is on preparation, groupwork, presentations and self-assessments. Peer-assessment is used as feedback for a trial presentation before the final presentation.

Materials have been developed for the course but have tended to be instructor adapted in the case of the cases used and there is an ongoing need for new cases, especially with a global context. The creation of worksheets for the analysis and English for groupwork and presentation is an example of instructor created materials. There is however, much scope for materials development using EAP research outcomes and instructor research.

'Business Case Study' has great potential for supporting students with weaker English academic skills and lower English proficiency who want to study for an MBA in English. It also can promote interaction between students in different professional graduate schools in the university. Consequently, it needs more promotion and input from discipline specific professors. The course has its origins in just such an innovative program with excellent interaction between content specialists and language specialists.

3.2. Global Business Studies

MBS aims to foster a global outlook in its students. This course is a required English course, but the approach and content of each course is decided by the instructor. The Global Business Studies, taught for the first time by the author can be characterized as a communication course with a theme, "Japanese Business in ASEAN Countries". The first part of the course developed communication skills for networking, participating in and chairing meetings, and presenting in English. The second part was a group project on Japanese business in an ASEAN country and the preparation was done in class in English, corresponding to a theme-based model. The course finished with guest

presenters from ASEAN countries speaking to the topic, opportunities and barriers to doing business in their countries. Guest lecturers are advocated by Brinton, Snow and Wesche (2003). The course content and activities are controlled by the instructor at the beginning of the course and have a language focus. During the project, the content and activities are student generated with feedback from the instructor. The final class had presentations given by outsiders and was an opportunity for the students to increase their knowledge of certain ASEAN countries and was much closer to a mainstream class.

Several challenges were highlighted in the self-assessments and course evaluations. As a required class the instructor had to accept students who enrolled and there was no policy about language proficiency in the class. As a result, it did not meet the needs at the lower and top ends of the English proficiency continuum in the class, but it did seem to meet the needs of those with a degree of proficiency and keen to study in English. For the two European exchange students in the class it was a very welcome opportunity to interact with students studying in the MBA course in Japanese, conforming to the goal of fostering a global outlook. There is an urgent need for needs analysis into student perceptions of global business studies and the establishment of different proficiency level courses as it is a required course and students must take one of the classes offered. In line with the plan to accept students who will graduate by only taking courses in English, a more challenging lecture and discussion course needs to be designed and implemented that will develop a global outlook.

The course used DVDs and a mixture of instructor adapted materials and tasks and instructor generated materials and tasks. Materials generation is an important challenge for a mixed proficiency class. Assessment was based on presentations and self-assessment. Better alignment with the ILOs for the assessment is an ongoing challenge.

In conclusion, this course has great potential for developing a more global outlook through studying business in other areas, increasing awareness of the challenges in working in intercultural and mixed proficiency teams and very different cultural contexts. The first step is to address the issue of different English language proficiencies.

3.3. Introduction to management

This course is a foundation course for students who wish to graduate in English or take courses in English as well as Japanese and the course ILOs, content implementation and assessment must reach the standard of an MBA taught in English. A course, a combination of lectures and case analysis, was taught by the author was based on needs identified in such a context. A textbook used in an overseas business school was an important element in the course. Lectures were designed around the textbook and the cases for analysis were from this textbook. The students were from the MBA Japanese Program and the Master of Public Policy English program. Several challenges were identified.

The first was language proficiency which ranged from an undergraduate education in English to weak academic skills in English. Such a mixture leads to confusion and frustration. Selection of the students from Japanese programs will be key factors in the running of the as the class will be a requirement for those taking MBA classes only in English. Tailoring teaching to the Master of Public Policy English students is a possible first step as there is a wealth of experience that can be tapped into. For example, the establishment of an academic support program for academic skill development is essential to support students who lack experience of academic skills in English necessary at the postgraduate level.

The second was academic reading skills. Reading skills for assignments and the ability to listen to lectures assigned as preparation for class or in class need academic support courses such as those run in the Master of Public Policy Program. A sheltered model approach in which the style of the reading assignment and lecture is tailored to a lower level of proficiency, but the content and academic rigor remain the same could be a solution for students studying in the Japanese MBA Program, but this is not a solution for an MBA program offered in English.

The third was assessment based on presentation quality and a report. Experience of academic presentations and report writing in English is essential and if lacking needs to be addressed by academic support classes.

The final point is the need for ongoing faculty development in new approaches and techniques. Faculty development programs for lecturers in English programs in Japanese contexts offer both knowledge and skill development opportunities. For more experienced lecturers it is an opportunity to learn new approaches and in class activities. Meiji University offers such course taught by outside trainers. The author learned some new approaches and activities and was able to reconfirm the efficacy of what she was already doing. Peer observation is also essential and is being conducted in MBS although it could benefit from faculty development in the latest approaches to peer observation.

4. Conclusion

Some of the challenges in implementing a new curriculum in English and offering courses taught in English in the Japanese program at MBS have been identified from the courses taught by the author. Such challenges are not new in the field of English for specific purposes, and more specifically English for general and specific academic purposes and research conducted in the field offers MBS many suggestions as to how to confront these challenges. MBS is a specialized context which needs “specialized English-language teaching grounded in the social, cognitive and linguistic demands of academic target situations, providing focused instruction informed by the understanding of texts and the constraints of academic contexts” (Hyland, 2006, pp. 1-2).

There is a pressing need for the establishment of English academic support courses specifically tailored to the current and future needs as MBS internationalizes. English language support in preparing students for approaches like the case study approach, or the field learning approach could improve student interaction with non-Japanese speaking lecturers, general and discipline-specific academic support courses for the English curriculum and, most importantly, collaboration between language teachers and content specialists, particularly in needs analysis and materials development, are all ways forward and have been corroborated by research.

References:

- Brinton, D.M., Snow, M.A. & Wesche, M. (2003). *Content-based language instruction*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Brown, J.D. (2016). *Needs analysis and English for specific purposes*. Oxon, U.K.; New York, USA: Routledge.
- Charles, M & Pecorari, D. (2016). *English for academic purposes*. Oxon, U.K.; New York, USA: Routledge.
- de Chazal, E. (2014). *English for academic purposes*. Oxford: Oxford University Press.
- Dudley-Evans, T. & St,John, M.J. (1998). *Developments in English for specific purposes*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Hyland, K. (2006). *English for academic purposes: An advanced resource book*. Oxon, U.K.; New York, USA: Routledge.
- Jordan, R.R. (1997). *English for academic purposes*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Naumi, E.J. (2008). The Meiji-York international accounting program and English for specific purposes. *The Meiji Accounting Journal* (7). Tokyo: Meiji University.
- Naumi, E.J. (2009). Vocabulary issues in the Meiji-York international accounting program. *The Meiji Accounting Journal* (8). Tokyo: Meiji University.
- Naumi, E.J. (2010). English presentation skills development in the Meiji-York accounting program. *The Meiji Accounting Journal* (9). Tokyo: Meiji University.
- Naumi, E.J. (2011). The challenge of materials development in English for specific purposes like the Meiji-York international accounting program. *The Meiji Accounting Journal* (10). Tokyo: Meiji University.
- Naumi, E.J. (2012). Applying corpus linguistics in specific academic courses - the Meiji-York international accounting program. *The Meiji Accounting Journal* (11). Tokyo: Meiji University.
- Woodward, L. (2018). *Course design in English for specific purposes*. Oxon, U.K.; New York, USA: Routledge.

持続可能な経営と企業の社会的責任に関する一考察

Corporate Social Responsibility for Sustainable Management

明治大学専門職大学院グローバルビジネス研究科専任准教授 藤岡 資正

1. はじめに

企業が社会に対して果たすべき役割や期待については、これまでも社会的に何らかの問題が生じるたびに、そのつど議論が展開されてきた。米国においては、近代企業が巨大化することによって社会的影響力が大きくなり始め、所有と経営の分離（Berle=Means 1932）が進展していくことになった1920年代を背景として、企業の社会的責任が取り上げられた。加賀田（2006）によれば、Sheldon（1924）の著作において、既に企業の社会的責任に関する記述がみられ、こうした所有と経営の分離こそが、株主価値の極大化を専ら追求していくことにとらわれることのない専門経営者を出現させ、企業を多様なステークホルダーのニーズへの期待に応える社会的機関（森本 1994）へと変貌させる可能性を開いたことが指摘されている。同様に、高田（1974, p.30）は、専門経営者が株主に対してのみに忠誠を尽くすという従来の企業経営の制約から解放され、自由裁量を得たことによって、企業経営にCSR的観点を付与することが可能となったと指摘をしている¹。

また、企業倫理に関しては、まずは1970年代に米国において関心が高まり、1990年になると日本でも企業倫理についての重要性が認識されるようになってきたといわれる²。米国では、1990年に入ると法律遵守を含む企業の倫理的取り組みは、企業にとって既に選択（choice）の問題ではなく、ビジネスの大前提とみなされるようになっていた。つまり、自己利益の追求を意味する「ビジネス」と、他者への配慮を意味する「エシックス」という二分法的な理解に基づいた経営観が見直されていたのである。かつて米国では、両概念は、相矛盾する概念

とされてきたが、「ビジネスエシックス」（高・ドナルドソン 1999）という概念の誕生によって、これらを止揚することを可能としたのである。昨今、国連を中心としたSDGsの推進などとも関連して、地球環境問題、都市化に関する問題、貧困問題、人権問題などに対する社会の関心度が急速に高まっている。

企業のグローバル化は私たちの生活を豊かにした側面がある一方で、多くの破壊的なものも生み出してきた。たとえば、1990年代にアパレル業界やエレクトロニクスなどの製造業が人件費の安い途上国で委託生産を始めたことで、児童労働や強制労働、劣悪な労働環境や低賃金など、グローバル企業の職場での人権侵害が顕在化したことが、大きな社会問題となった。こうしたなか、後述するように、企業経営にとって、こうしたさまざまな社会課題への対応はコストではなく、最も重要な戦略的経営課題の一つとみなされるようになってきている（Porter & Kramer 2011）。

日本は戦後の経済発展を遂げた一方で、1960年代には公害問題が多く多くの市民を苦しめ、70年代の石油危機時には企業の独り善がりの行動が問題視された。また、90年代に相次いで顕在化することになった企業の不祥事は社会問題となり、その対応としてコーポレート・ガバナンスという概念が導入されることになった。また、近年の日本を代表する企業の経営陣の強欲的な行動は、「株主のための経営」という名目のもと、実は「己の私利私欲のための経営」（経営陣のための経営）をしていたことを露呈し、社会が経営陣に期待する倫理観や道徳観はあっさり裏切られる形となってしまった。さらには、長時間労働の問題やパワー・ハラスメントなど、わが国を代表する企業とは思えないような人権問題が多く露呈したことは、いまだ記憶に新しいところである。このよ

1 CSRに関する議論の歴史的展開に関しては、加賀田（2006）に詳しい。

2 Society for Business Ethics（企業倫理学会）が設立されたのが1979年であり、1982年には、*Journal of Business Ethics* および *Business and Professional Ethics Journal* が創刊されている。このように1960年代に社会現象として展開された企業の社会的責任論は、1980年代にかけて、学術研究分野として確立されるに至ったと考えることができる（加賀田 2006, 56頁）。

うに、わが国においても、バブル崩壊とともに明るみに出てきた日本的経営の負の側面の顕在化、相次ぐ企業の不祥事や地球環境問題などへの関心の高まりによって、企業の社会的責任（corporate social responsibility）に関する議論が2000年代より本格化するようになった（江川2018）。また、経営学のみならず、経済学においても従来の主流派経済学が想定していたような自己の効用最大化を前提として行動する利己的個人として捉えるのではなく、人間は非合理的に行動する場合もあるほか、人間はクモの巣のように張り巡らされた無数の関係性の網によって相互につながり依存しながら生きており、共感力や利他的動機に基づく行動も少なくないことから、人間のこうした社会性を重視した研究のあり方を捉えようとする動きもある（岡部 2017）。

しかし、企業の社会的目的と経済的目的を相反する概念としては捉えないという伝統は、そもそも私たち日本社会に広く浸透していた価値観であったはずなのではないだろうか。たとえば、近代資本主義の父ともいわれる渋沢栄一は、算盤すなわち経済活動は論語によって、論語は算盤によって真の価値が生まれると説いたが、こうした「道徳と利の追求は一にして二ならず」という価値観は、かつては広く民衆に浸透していた。内村鑑三もまた、東洋の学問の美しい特徴の一つとして、「道徳から離れて経済を扱わなかった」ことを評価している。つまり、富と徳の両者は、果が木になるのと同じ関係を相互に持っており、果（利）は必ず木（道徳）に稔るという相互関係を前提としていた。

従来、私たち日本社会のリーダーたちが有していたはずの価値観や規範が失われていった背景には、一体どのような要因が関係しているのでしょうか。本稿は、こうした問題意識に基づき、続く第2章において、わが国のコーポレート・ガバナンスの変遷を高・ドナルドソン（2003）の議論を中心に整理する。企業は社会的責任を含む様々な責任を負う存在として理解されつつあるが、これは企業が法人格を有することが前提となっており、そのことで出資者（株主）の責任は出資者に限定され、それ以外の責任は企業に転嫁されることになった（高2013）。第3章では、株主中心主義と利害関係者中心主義の双方の観点から企業の社会的責任やビジネスエシックスについて考察をしたうえで、野獸資本主義と道徳的資本主義という概念を提示したヤング（2005）を取り上げながら企業の経済的目的と社会的目的について考察していく。また、近年、国際的に注目を集めているSDGsに対する日本の取り組みについても概観し、國部（2017）を援用しながら、多元的指標としてのSDGsの可能性に

ついて言及する。第4章では、こうした社会の変化に対応して、企業がどのように社会的責任について取り組んでいるのかをESG投資やCSRに対する経営者の認識、そして多国籍企業の持続可能な調達について取り上げることで、企業の社会的責任に対する経営者の認識の変化と企業戦略における位置づけについて考察を加える。第5章では、本稿のまとめと今後の展望を示すことにしたい。

2. 日本におけるコーポレート・ガバナンスの変遷について

2.1. 日本のコーポレート・ガバナンス

日本では、米国と同様に、会社を構成する法律上の社員は株主であり、株主から構成される株主総会が業務執行決定に携わる取締役を選任することになっている。しかし、実際には、取締役自身が会社役員となり業務上の重要な意思決定を遂行しているために、取締役に監視機能を期待することは難しい。そのため、会社法は取締役のほかに、監査役の設置を義務づけている。しかし、日本では慣習的に社長が代表取締役となり、取締役や監査役の選任に大きな影響力を有するために、商法で定められた取締役も会社法で定められた監査役も実質的には十分な監視機能を期待することは困難である。こうした問題への対応として、1993年に商法および商法特例法が改正され、監査役の任期の延長や人数の増員、大会社では監査役会の設置や社外監査役制度が導入されたほか、株主代表訴訟の簡素化によって少数株主の権限が強化された。

さて、企業の不祥事が頻発した原因として、高・ドナルドソン（2003）は、次の2点を挙げている。まずは、株式相互持合い制度である。これは1960年代中頃から資本の自由化が進められたなかで、外資による買収を避ける目的で多くの日本企業で採用された。これによって外国企業からの敵対的買収は防ぐことができた一方で、部外者からの影響を構造的に排除したことで株主からの健全なフィードバックを得る機会を喪失したのである。次に、メイン・バンクの弱体化である。国民から低利で資本を集め、それを比較的安い金利で企業へ融資することで、国民から銀行、銀行から企業へという資本の流れが形成され、日本企業の銀行依存度の高まりによって銀行による企業統治の構造が出来あがった。しかし、1980年代より資金調達が間接金融から直接金融へと移行し、バブル景気に踊らされ銀行までもがマネー・ゲームに参加

したことによって銀行自体の経営が弱体化することになった。こうして企業経営者の独走を許す無関心状態ができあがったのである（高・ドナルドソン2003, 26-27頁）。

2.2. 企業の2つの側面

1920年代の米国がそうであったように、企業の大規模化にともない、企業の社会的責任の範囲も広がってきた。しかし、企業をどのような主体として捉えるのかという問いに答えるのは容易なことではない。以下に、高・ドナルドソン（1999）と高（2013）に基づき、この点について考えてみよう。

企業は擬制であるのか実在であるのか。この問いに対して、1819年米国連邦最高裁判所長官のマーシャル判事は、企業を「法の下でのみ存在する、目に見えず触ることのできない人工物である」とし、「それが、設立時の定款が明示的に示す財産のみ、あるいは定款が、企業の存続上、副次的に必要なみならず財産のみを所有する」と特徴づけた。これは、企業という存在を行政的な手続きの結果としてみなす立場である。つまり、企業はそれ自身ではなく、他の何者かによって存在が認められ、権利も他から与えられることになる。日本では民法およびその他の法規定に従った場合に限り、国家より「法人格」が与えられる。これに対して、企業の生存権を主張し、国家や国王の許可なく自然人の持つ「集会・結社の自由」を行使すれば、必然の結果として企業が生み出されると考え、「法人は最低限の条件さえ満たせば設立される権利を持っている」と主張した。こうした論理は、法人を擬制としてではなく実在として捉える方向へと発展していった。現在は、後者の立場が広く支持されているが、その答えはいまだもって出されていない。

企業がこうした相矛盾する2つの側面を有していることが、企業倫理の問題をより複雑にする。たとえば、東インド会社の船舶が他の船舶と衝突した場合に、だれが責任を負うのであろうか。出資者であらうか、船員であらうか。この際、東インド会社の管理者はその責任を株主に、株主は管理者たちに転嫁しようとし、最終的には、「法人」という存在をつくりだし、法人に責任を負わせることにした。つまり、出資額を超える責任は株式会社に転嫁されることになり、企業の社会における影響力の増大につれ、転嫁された責任も増大していくことになり（高 2013）、ステークホルダーの意識の成熟化によって、企業の責任はさらに広がることになったのである（江川 2018）。いずれにせよ、こうした法人格という擬似的概念が出現したことで、さらに問題が付随して出てくることになる。

法人格を有した企業は定款に記された行為に対してのみ責任を負うのか、それとも使用人たちがとったすべての行為に対して責任を有するのか。自然人が罪を犯した場合に、その精神状態が問題となるが、企業に対して精神状態は問題となるのか。企業が有罪であるとするれば、どのような罰を受けるべきなのか。高・ドナルドソン（1999）が指摘するように、こうした問題が噴出してきているのである。さらに、こうした捉えにくい存在としての企業の影響力が国家を超えて増大している今日において、非常に重要な問いといえる。特に多国籍企業の影響力は非常に大きなものであり、たとえばウォルマートの売上高を国のGDPと比較すれば、世界20位内の経済単位ということになる。もっとも、こうした多国籍企業の発展途上国における活動は、1970年代より問題視され、法的拘束力を有さない自主的ガイドラインがOECDで策定されたが、十分に機能してきたとはいえず、ようやく1990年代より徐々に多国籍企業の社会経済に及ぼす影響とその社会的責任に対する関心が認知されるようになったのである。この点について以下にみていくことにしよう。

3. 企業の経済的目的と社会的目的について

3.1. 野獸的資本主義から道義的資本主義へ

日本では1956年に経済同友会で「経営者の社会的責任の自覚と実践」が定義され（水尾・田中2004）、1960年以降に公害などの社会問題などが顕在化したことを受け、企業の経済的側面以外の責任について、議論が展開されるようになったといわれる。そして、1973年には第1次オイルショック期の買い占めや売り惜しみなどの問題が生じたことにより、社会的責任論が一時的に注目されることになった。その後は、1990年代後半から相次いだ企業の不祥事や地球温暖化問題に対する意識の高まりなどを受け、コーポレート・ガバナンス（企業統治）や地球環境問題に対する企業の意識が高まった。日本で企業倫理やコンプライアンスという用語が広まり始めたのは、バブル崩壊後の1990年代であり、景気の失速とともに綻びがみえはじめた日本経済において、その主役であった「日本的経営」の影の部分が明るみに出てきたころと同時期である。例を挙げると、建設業界の談合・政治献金、証券業界の損失補填、製薬業界の薬害や贈賄事件、百貨店業界の総会屋対策、金融業界の不正利益提供事件など、単一企業ではなく、同一産業内の複数の企業

が関与する不祥事が次々と顕在化したのである（高・ドナルドソン 1999）。こうした不祥事は日本経済全体の信頼を失墜させたばかりでなく、高度経済成長のドライバーとして機能し、日本人が誇りにしてきた「日本的経営」に対する自信を完全に喪失させてしまうことになった。これまで、日本企業のコーポレート・ガバナンスは、「信頼・相互責任」に基づく社会的内省的（socially endogenous）なものとして（Learmount 2002）、米国的なアングロサクソン型の資本主義に対して一定の評価を得てきたが、昨今の日本企業の相次ぐ不祥事によって、日本の奇跡（Japanese miracle）を支えてきたといわれる日本的なコーポレート・ガバナンスのあり方への信頼が大きく揺らいでいる。

このように、わが国においては、相次ぐ企業の不祥事を契機として、2000年代から企業の社会的責任（corporate social responsibility：CSR）をいかに担保していくのかという課題に対する取り組みが本格化することとなった（江川2018）。たとえば、経済同友会では、2003年度に『市場の進化と社会的責任経営』という企業白書を刊行し、後述する世界経済人コー円卓会議（CRT: Caux Round Table）における指摘と呼応するように、議論のみならず企業実践へと移行しなくてはならないことを明記している。加賀田（2006）によれば、2004年には経団連が、「企業の社会的責任（CSR）推進にあたっての基本的な考え方」を公表し、同年に、経済産業省が「企業の社会的責任（CSR）に関する懇談会」をISOのCSRマネジメント規格化への対応として設置している。また、環境省においても、2004年に「社会的責任（持続可能な環境と経済）に関する研究会を設置している。このように、社会現象としてのCSR論は、一部の先進的な企業のみならず、民間団体や行政を巻き込む形ですべての企業が取り組むべき課題として認識されるに至ったことを理解することができる（加賀田 2006）。

もっとも、企業倫理の問題や企業の果たすべき責任については、これまでも様々な形で議論がなされてきた。本来は営利追求組織である企業が、エシックス（ethics）やCSRにどのように取り組んでいくべきかについては、長年にわたってさまざまな見解が交錯しており、いまだに決着を見ているとはいえない。たとえば、Friedman（1970）は「企業の唯一の社会的責任は、現有の資源を活用することで利潤を追求する活動に従事することである」（pp.32-33）ということを確認に主張し、本業とかわりのない慈善事業は株主の利益に反するものである

と考えている。このように、株主中心主義（shareholder theory）の観点からは、エシックスやCSRは株主の利益を忠実に達成することを意味するものであり、株主利益へと結びつかない経営者の行動に対しては否定的である。つまり、株主が社会的責任に対する活動を承認していないなかで、企業の取締役が、本業とはかわりのないような慈善事業・社会奉仕活動や地球環境保全などに対して関心を有しているのであれば、企業としてではなく、経営者個人としてそうした活動を行うべきであるという主張である（Friedman 1962; 1970, Hayek 1960, Levitt 1958）。

これに対して、ステークホルダー中心主義（stakeholder theory）では、株主に対してのみの義務を果たすのではなく、「企業の生存や成功にとって不可欠な集団である多種多様な利害関係者」（Freeman 1984, p.71）に対して責任ある活動を行うことが結果的に企業の発展につながると考えている。また、Carroll（1999）において、CSRの父として称されているSocial Responsibilities of the Businessman（1953）の著者であるH.R. Bowenは、ビジネスマンの社会的責任を「私たちの社会的な目標と価値の観点から望ましいあり方を考え、意思決定を行い、行動していくビジネスマンとしての義務にかかわるものである」（p.6）と定義している³。つまり、こうした観点からは、株主中心主義と比較して、企業の責任はより広範に捉えられることになり、企業にとって利益の追求は重要な活動であるが、それと同時に企業はより広範な目的や社会的な責任を有する存在であると考えられている。たとえば、Carroll（1991）は、Friedman（1970）が主張するような企業の社会的責任を利潤の追求という経済的責任（economic responsibility to be profitable）に限定するのではなく、法的責任（legal responsibility to obey laws and other regulations）、倫理的責任（ethical responsibility to act morally and ethically）、社会貢献的責任（philanthropic responsibility to give back to society）という広範な責任を有していることをピラミッド構造で示し、NPOやNGOの議論にみられるような営利性を放棄することなく、非経済的目的と経済的目的の統合を試みている。

わが国におけるCSR論の代表的論者である谷本（2003）は、CSRは「企業活動のプロセスに社会的公正性や環境への配慮を組み込み、ステークホルダーに対して、アカウンタビリティを果たしていくことである。その結果として経済的・社会的・環境的パフォーマンスの

3 わが国における経営者の社会的責任に関する議論を整理したものとして、堀越（2006）がある。

向上を目指すこと」であるとする。水尾・田中(2004)は、CSRを「企業組織と社会の健全な成長を保護し、促進することを目的として、不祥事の発生を未然に防ぐとともに、社会に積極的に貢献していくために企業の内外に働きかける制度的義務と責任」(5頁)、と定義し、法的責任、経済的責任、倫理的責任、社会貢献活動という流れで、戦略的要素が強くなっていくと論じている(水尾・田中2004, 10頁)⁴。

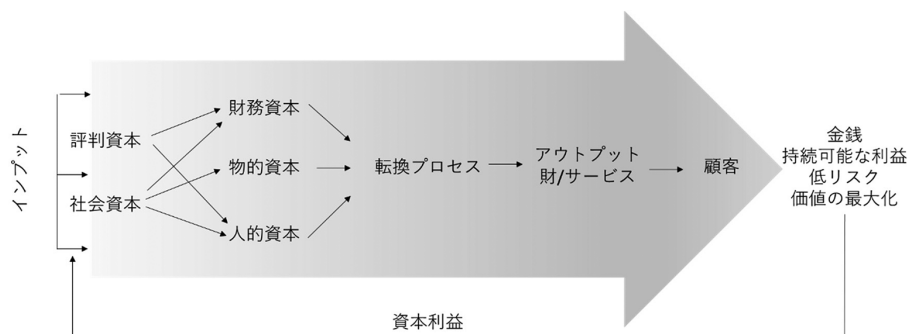
また、榎本(2004)は、企業の倫理に関する問題定義としては、1994年、欧米日の企業経営者らが社会経済の改善のためにスイスのコー(Caux)に集まり、共同で「企業の行動指針」の規準について示したCRTの取り組みが最も早い時期の企業の倫理規範であると指摘している(サンダース 1999)。この会議では、企業の行動指針として「共生」(symbios)と「人間の尊厳」(dignity)という2つの行動原則が提示された。榎本(2004)において示されているように、共生とは、人類全体の福利の実現に向けて共に生き、共に働くという意味であり、協力、つまり共存共栄と健全で公正な競争との両立を図ろうとするものである。また尊厳とは何人にも侵されることなく個人の価値を重んじることを究極の目標としており、他人の目的や過半数の意見を達成させるための手段としてこれを利用してはならない、つまり個人の尊厳を冒してはならないということである。現CRTエグゼクティブディレクターのステイブン・ヤング(Stephen B. Young)は、従来のブルートキャピタリズム(野獸的資本主義)に対して、モラル・キャピタリズム(道義的資本主義)を提唱している。ヤング(2005)によれば、成功的で、自己持続的な事業のサイクルでは、図1に示されている5つの資本(評判資本、社会資本、財務資本、物的資本、人的資本)が、それぞれの事業を通じて、財

やサービスに変換され、顧客に販売される。そして、最終的に得られた利益は、特定の形態に過度に偏ることなく、再び5つの形態に戻り、この循環が繰り返され続けると考えている。

また、CRTでは、企業経営が道徳価値をもつことで企業と社会が共同で持続可能な社会を実現していくことが可能となると考えており、企業の責任として一般原則の第1として、「企業の社会的存在価値は、企業が新たに生み出す富みと雇用、消費者に対して質に見合った適正な価格で提供する市場性のある商品サービスにある。しかし、企業の社会的存在価値は、国際競争のなかで、生き残りをかけているだけでは不十分である。…(中略)…企業はまた、自らが創造した富みを分かち合うことによって、あらゆる顧客、従業員並びに株主の生活向上をはかる役割を有している。…(中略)…さらに事業活動が行われる 操業、国、地域並びにグローバル社会の責任ある市民として、企業はそれらの将来を決定する一翼を担っている」ことを明記しており、それぞれのステークホルダーの利害に対して社会性をもって、調整していく企業統治能力が必要になることを指摘している。そして、こうしたモラル・キャピタリズムの実現において重要となるのが、理論の実践であり、原則があれば自然に実行に移されるわけではないことを指摘している。企業経営者は、原則をもとに目標設定を行い、経営者は原則を通じて自らに課せられた使命と社会的目的に気が付くことが重要であると指摘している。

このように1990年代より、欧米ではCSRや環境への配慮などに対して責任を負うコーポレート・ガバナンスの在り方を問う動きが加速しており、社会が抱える問題の矛先が政府のみならず、大企業や多国籍企業にも向けられるようになった。また、CRTによる「企業行動指針」

図1. コーポレートスチュワードシップ (バリューガバナンス)



出所: Young (2003) p. 4

4 水尾・田中(2004)では、森本(1994)と同様に経済的責任と法的責任の順序をCarroll(1991)とは入れかえて概念化している。

の規準の作成プロセスと今日に至る一連の啓蒙・普及活動において日本の企業経営者が大きくかかわっていたという事実を指摘しておきたい。ここまでみてきたように、企業の社会における役割や期待に対する世の中の関心の増大によって、法律順守（コンプライアンス）の徹底はもとより、企業の倫理的側面、人権問題、環境問題などに配慮することが企業の存続や企業価値の最大化において不可欠であるという認識が広まっている。

3.2. 多元的目標としての持続可能な開発目標 (SDGs)

環境 (Environment)、社会 (Social)、企業投資 (Governance) のバランスを重視する ESG 投資の浸透や国連が2015年9月に採択した「持続可能な開発のための2030アジェンダ：我々の世界を変革する」に記載された持続可能な開発目標 (Sustainable Development Goals: SDGs) が注目を集めている。ここでは、まず、SDGsの概要についてみていくことにしたい。

SDGsは、2030年までに持続可能な社会を実現するための指針として、2015年9月に国連で採択された「持続可能な開発目標」(sustainable development goals) のことである。SDGsは、2011年に国連で採択された「ビジネスと人権に関する指導原則」を発展させたものであるといわれる。「ビジネスと人権」が国際社会で大きく取り上げられた背景には、経済のグローバル化や多国籍企業の影響力の増大による発展途上国や新興国での過酷な労働条件のもとで労働を強いられている労働者に対する人権問題が顕在化したことがある。こうした人権の侵害への対応として、企業の人権尊重や国家の義務などが国連において定められたのである。その後、こうした問題を発展途上国にとどめることなく、地球環境問題や都市問題そして、平和で公正な世界の実現など広範囲に目標を掲げる形でSDGsが採択されることになった。SDGsの前文の冒頭に明示されているように、人間の尊厳と平等を根幹的価値として捉えている。

以下に、SDGsの中身をみていくと、持続可能な社会を実現するための共通言語として、世界を変えるための17の目標とそのために達成すべき169個のターゲットが示され、230の指標から構成される広範なフレームワークが提示されている。少し長くなるが、17の目標は、以下の通りである。

1. 貧困をなくそう、2. 飢餓をゼロに、3. すべての人に健康と福祉を、4. 質の高い教育をみんなに、5. ジェンダー平等を実現しよう、6. 安全な水とトイレを世界中に、7. エネルギーをすべての人に、そしてクリーンに、8. 働きがいも、経済成長も、9. 産業と技術革新の基盤をつくろう、10. 人や国の不平等をなくそう、11. すみ続けられるまちづくりを、12. つくる責任/つかう責任、13. 気象変動に具体的な対策を、14. 海の豊かさを守ろう、15. 陸の豊かさを守ろう、16. 平和と公正をすべての人に、17. パートナリーシップで目標を達成しよう。

このうち、日本国内においては既にいくつかの目標は達成されているが、日本として特に注力すべき優先課題を日本の文脈に即して定めたものとして、2016年10月18日付の『SDGs実施指針』(SDGs Implementation Guiding Principles) がある。そのなかで、「持続可能で誰一人取り残さない、経済、社会、環境の統合的向上が実現された未来への先駆者を目指す」というビジョンのもと、2030年ビジョンで示された人間 (people)、繁栄 (prosperity)、地球 (planet)、平和 (peace)、パートナーシップ (partnership) という5つのPに対応する形で、以下の8つの優先課題が示されている⁵。

People 人間：

- 1 あらゆる人々の活躍の推進
- 2 国内外における健康・長寿の達成

Prosperity 繁栄：

- 3 成長市場の創出、地域活性化、科学技術イノベーション
- 4 質の高いインフラ、強靱な国土の整備

Planet 地球：

- 5 省・再生エネルギー、気候変動対策、循環型社会
- 6 生物多様性、森林、海洋等、環境の保全

Peace 平和

- 7 平和・安全・ガバナンス

Partnership パートナリーシップ

- 8 SDGs実施推進の体制・手段

5 これらの優先課題はそれぞれ、2030アジェンダに掲げられている5つのP (People (人間)、Planet (地球)、Prosperity (繁栄)、Peace (平和)、Partnership (パートナーシップ)) に対応する分類となっている。https://www.kantei.go.jp/jp/singi/sdgs/pdf/jisshi_shishin.pdf, 2019年7月14日閲覧。

わが国におけるSDGs実施指針では、次の5つの原則を重視したうえで、これらの課題に取り組むことが明示されている。①普遍性（先進国・途上国共通の目標）、②包摂性（誰一人として取り残さない）、③参加型（全員参加型のステークホルダーアプローチ）、④統合性（経済・社会・環境の3分野の統合的解決を目的）、⑤透明性と説明責任（全員参加型の取り組みを担保するうえで重要）である。このSDGsがその前身ともいえるミレニアム開発目標（MDGs）と異なる大きな点は、多種多様なステークホルダーの役割が検討され、なかでも企業の役割が全面的に強調されていることである。つまり、企業がSDGsの基本理念を理解し、複雑な課題解決に取り組むことが不可欠であるという認識のもと、こうした企業向けの指針として、「SDGコンパス：SDGsの企業行動指針」が発行されている。このなかでは、企業がSDGsに積極的に取り組むことによるメリットを示すなど、企業がSDGsに取り組むことが自身の発展にもつながることが説明されている点がミレニアム開発目標とは大きく異なる特徴である。

また、國部（2017）は、「新しい倫理を醸成するためには実践が必要となり、倫理と実践は同時進行的にしか展開しない。社会通念としての倫理を特定の理論だけで変えることは難しく、しかも危険でもあるので、実践を通じた、緩やかなしかし着実な変化が求められる。そこで、無限の責任を、企業という私的組織に人間の責任として移入するというのを考えるならば、何らかの具体的な指針があったほうが好ましい。その意味で、…（中略）…「持続可能な開発目標」（SDGs）は、その指針として可能性を持つものである。経済に変わる多元的な目

標が必要であり、それを追求する場を経済組織のなかにも確保する必要がある。」（179頁、強調点加筆）、と述べ、私的な経済活動主体である企業のなかにも公的空間を開くためには、経済目標追求以外の人間の多元性が維持されなくてはならないことを論じている。つまり、SDGsの内容はこうした多元的目標としての潜在的な可能性を有するものと考えられるのである。

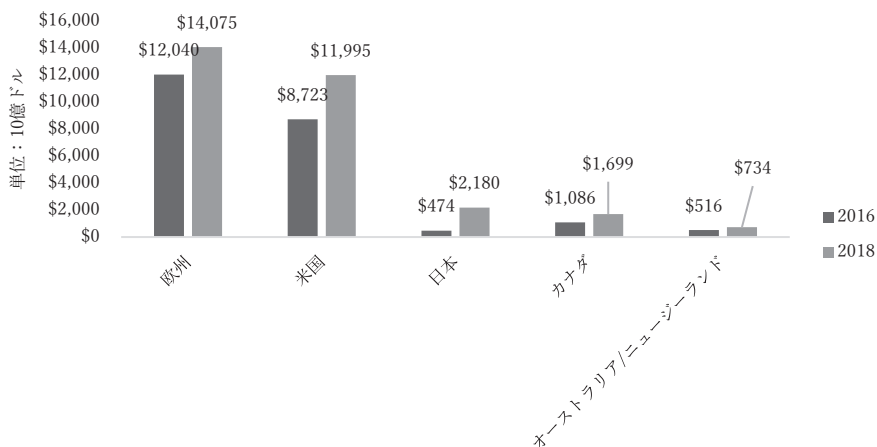
これらを企業経営にどのようにして取り入れるべきかの指針については、SDGsの企業行動指針である「SDGコンパス」（SDGsを企業はどう活用するのか）において、企業がSDGsを取り入れるために、次の5つのステップを示している。1. SDGsを理解する、2. 優先課題を決定する、3. 目標を設定する、4. 経営へ統合する、5. 報告とコミュニケーションを行う、であり、この5つのステップはPDCAサイクルをベースに構成されており、経営者にとっても利用しやすいものであり、「経済的価値の一元的支配を突き崩す指針」（國部 2017, 187頁）としての意義を有するものである。

4. 企業における社会的責任への取り組みの事例

わが国においても、企業のESG投資に対する関心は高まりつつあり、ESG投資の総額としては、欧州や米国と比較するとまだまだ低調ではあるものの、2016年から2018年の伸び率をみてみると114.5%となっており、ESG投資が急速に成長しつつあることをみることが出来る（図2を参照）。

また、より広くわが国におけるCSRに対する経営層

図2. グローバル・サステナブル・投資資産, 2016-2018



特記：資産価値の単位は10億ドル。2016年のすべての資産は2015年末の為替レートで変換している。2018年のすべての資産は報告時の為替レートで変換している。

（出所） GSIA “2018 Global Sustainable Investment Review”を基に作成

の認識について調査したものに、経済同友会の自己評価レポート（2014）がある。同レポートによると、図3に示されているように、2006年以降は、CSRを企業が払うべきコストとしてではなく、Porter & Kramer（2002, 2011）がまさにCSV（Creating Shared Value）という概念で示したように、CSRを経営にとって中核とみなすという見解が70%を越えている。つまり、企業経営における社会的責任に対するアプローチは、この10数年で企業経営の中核的な活動の結果として支払うべきコストであるというものから、企業経営の中核そのものであるというCSV的なアプローチへと大きく変遷しているということをみることができる。また、同レポートによると、社会的課題における企業の役割を重視して取り組んでいる企業は2014年度で58%となっており、まだ取り組んではないが、社会的課題の主体的役割を企業が果たすべきと考えている割合は92%にも達している。

また、企業経営のグローバル化によってさまざまな問題に直面した欧米企業の多くは、人権問題を企業経営として取り組むべき最重要の課題の一つであることを認識し、以下のような取り組みを積極的に展開している（表1参照）。特にグローバルに事業を展開する企業にとっては、1990年代より批判の対象となったグローバルサプライチェーン上の人権問題などへの対応として、企業の責任を一企業の内部のみならずサプライチェーン上のすべての活動にまで拡大していく動きが明確であり、「持続可能な調達」に取り組んでいる。富田（2018）によると、ウォルト・ディズニーは、自社ブランド製品の生産に際して、国際労働基準プログラム（International Labor Standards）を設定し、ライセンス商品から出版

物や景品に至るまで多岐にわたって対象としている。さらにその調達先の幅広さに加えて、詳細なプログラムマニュアルが実に17か国語で発行されている。

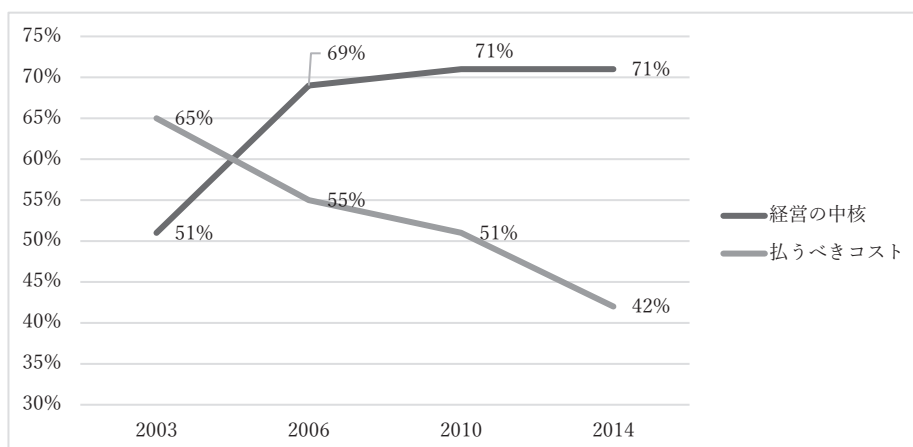
また、アップル社は購入金額の98%を占める200社のサプライヤーリストを公開し、企業名のみならず工場の住所までを記載している。アパレル業界とは異なり、高度な技術を含んだエレクトロニクス業界でサプライヤーリストを公開するというのは異例であるという（富田2018）。また同社では、ウェブサイト上に製品情報に加えて「サプライヤー責任」のページを設けており、英語、日本語、韓国語、タイ語など複数の言語で詳細な進捗報告書を掲載することで、専門知識を有さない一般ユーザーにもわかりやすく情報提供を行っている。

このように欧米企業はサプライヤーのCSR管理で日本企業のはるか先の取り組みを行っており、日本企業の多くは周回遅れの感すらあることが指摘されている（日経ESG 2018, 42頁）。

5. おわりに

本稿では、コーポレート・ガバナンスの歴史を高・ドナルドソン（1999）、高（2013）、江川（2018）を中心に概観し、近年注目を集めている企業の社会的責任やSDGsについて取り上げた。また、企業の社会的責任が認識されるに至った背景やヤング（2005）による道徳的資本主義の考え方を整理し、日本企業の経営者のCSRに対する認識の変化や欧米企業の先進的な取り組みについて考察した。企業の社会的な責任に対する関心は、さまざまな問題を契機として時々に取り上げられてきたこ

図3. CSRに対する経営者の認識



*Q「貴社にとって、CSRはどのような意味をもっていますか」の回答。回答は以下のなかから2つまで選択（払うべきコスト、投資、利益還元、経営の中核、その他）
出所：経済同友会（2014）をもとに作成

表 1. 欧米の先進企業 6 社が取り組む「持続可能な調達」

企業	主な特徴
ウォルト・ディズニー (米国)	自社ブランド製品の生産に対し、国際労働基準プログラムを設定。国や素材ごとにリスクの大きさを判定し、調達の可否を決定。
アップル (米国)	購入金額の 98%を占める 200 社のサプライヤーリストを公開。サプライヤー責任基準に基づいて、30 カ国 756 件の査定を実施。
アディダス (ドイツ)	年間 1000 件超の工場を監査、キャパシティ・ビルディングのため各種研修を実施。外部からの苦情を受け付ける仕組みを構築。
パタゴニア (米国)	すべての 1 次サプライヤーに対し、3 つの手法を組み合わせ社会・環境監査を実施。一部の工場フェアトレード・サーティファイト認証を取得。
ユニリーバ (英蘭)	NGO と協力し、サプライヤーで働く労働者の権利を調査、報告、高リスクと判定したサプライヤー、問題の有無や正状況を明確に開示
インテル (米国)	OECD のデュー・ディリジェンス・ガイダンスに基づいて、紛争鉱物のリスクを特定、緩和。サプライヤーのレベルアップのために表彰制度を導入。

出所：日経 ESG (2018、42 頁) および富田 (2018) を参照に作成。

とを指摘したが、たとえば、大気汚染やオゾン層の破壊など地球環境問題に対する関心は、ブラジルのリオデジャネイロで2012年に開催された地球サミット（環境問題に対する関心の増大）を契機として高まってきた。ここでは、自然環境を人間が支配する客体としてみなすのではなく、「地球的公共財」として理解をし、これに対応するところの地球環境問題、貧困、疾病、紛争、金融危機などの「地球的公共悪」ととらえようとする動きをみることができる（山脇 2008）。ここで重要なのは、「かつてのローマ・クラブのように先進国中心的な視座で捉えるのではなく、地域や現場の人々の『ローカル・ナレッジ』を十分に踏まえながら、人々との対話や熟議を通じて環境問題を考えていくような倫理として捉えることである。つまり、グローバル・スタンダードの名の下に、一部の文化を特権化して一方的に他の文化に押し付けるような形ではなく、『自分とは異質な文化環境に生きる人々との対話や相互交流』を通して、応答的・多次元の『自己—他社—公共世界』を深化させるような倫理として、『進んだ欧米（と日本）と遅れた非欧米』という進歩史観を脱却し、過去の植民地支配の反省に立った、全人類史的な展望の中で、戦争、侵略、不正義などの『グ

ローバル公共悪』の除去をめざす倫理としてそれぞれ考えていくこと」（山脇 2008, 104頁を一部加筆）なのである。

グローバル化は多くの富や製品を生み出すことで私たちの生活を豊かにした。しかしその一方で、グローバル化は環境破壊、貧富の格差、人権侵害など多くの破壊的なものも生み出してきた。企業は時に間違いを起こすが、こうした間違いを起こした際にそれを正直に認めるかどうかで企業は投資家や社会から評価をされる時代となってきた。無理に自らの過ちを否定をしたり、隠匿するのではなく、素早く対応をして、適切な補償をし、再発防止策を打ち出すことでコミュニティーとの信頼関係を構築していかななくてはならない。そうすることで、コミュニティー側から問題が生じる前に企業に報告が上がってくるようになるのである。つまり、結果としての管理・評価システムではなく、影響システムとしての管理・評価システムのあり方を考えていくことが重要となる。

かつて、アダム・スミスが論じたように、利己心というのは各々が自分の好きなことをしてよいということでは決してなく、そこには彼が『道徳感情論』（Smith 1761）において述べたように、一つの社会性のようなも

のが求められるのではないだろうか。アダム・スミス (Smith 1971) はかつて、「人間は共感する生き物である」と説いている。アリストテレスもまた、「人間は社会的動物 (social animal) である」と説いたといわれる⁶。つまり、社会的なかわりなく、他者とかわることなく生きていくことなど、私たちにはできないのであって、皆が全体の一部なのだということである。利己的な目的が社会や他人のためになり、利他的な目的が自らのためにもなるという、利己的と利他的という二分法的な理解を超えた社会・経済システムの在り方を問い続けるという姿勢が社会科学の研究者として重要となるのではないだろうか。

こうした複雑な問いにかかわる現象と企業経営の関係を理解しようとするならば、必然的に学際的な研究アプローチが求められることになる。しかし、研究者として学際的な研究をすることそれ自体が目的化してしまうのではなく、経営という社会的・制度的・政治的・組織的な実践を深く理解しようとするに対して、研究者自身が真摯であろうとした「結果として」、学際的にならざるを得ないという点が重要なのである。学際的であろうとすればするほど、経営とは何か? という本質的な問いに向き合う必要が出てくる。この問いに答えること、すなわち、経営とは何かを記述し説明することは容易なことではない。しかし、社会が急速に経済化し、社会の一部であった経済が、社会を飲み込み、社会の構成員である一人一人の人間を阻害してしまうという現代社会において、経営学はどのような貢献ができるのか。社会の幸福に資する学問とはいかなるものであるのか。経営者は、株主や投資家ばかりではなく、幅広いステークホルダーに対して責任を果たしていかななくてはならない存在である。そうであるならば、異なるステークホルダーの利益が相反することや経済的・法的・倫理的責任の間に衝突が生じること場面が生じることになるが、最終的には経営者自身の倫理観、哲学が問われることになる (江川 2018)。善い経営とは何か? ということを考えるには、善とは何かを問わなくてはならない。かつて西田幾多郎先生は、次のように述べている。「善」とは「一言でいへば、人格の実現である」と。こうした哲学的な問いに向き合い続けていくこともまた、経営学を学ぶものに課せられた重要な使命の1つなのである。

参考文献一覧

洋文献：

- Berle, A.A. & Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan.
- Bowen, H.R. (1953). *Social Responsibilities of the Businessman*, Harper.
- Carroll, A. (1999). "Corporate Social Responsibility Evolution of a Definitional Construct," *Business and Society*, Sep. 38 (3), pp. 268-295.
- Carroll, A. (1991). "The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders," *Business Horizons*, 34 (4), pp. 39-48.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman, Boston.
- Friedman, M. (1970). "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits," *The New York Times Magazine*, September 13, pp.32-33.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*, Chicago, IL: University of Chicago Press.
- GSIA (2018) "2018 Global Sustainable Investment Review" Download from http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018_328.pdf
- Hayek, F.A. (1960). "The Corporation in a Democratic Society: In whose Interest Ought It and Will It Be Run?" In Anshen, M. & Bach, G.L. (ed.) *Management and Corporations 1985*, pp.99-117, NY: McGraw-Hill.
- Learmount, S. (2002) *Corporate Governance: What Can Be Learned from Japan?* Oxford University Press.
- Levitt, T. (1958). "The Dangers of Social Responsibility," *Harvard Business Review*, 36 (5), pp. 41-50.
- Porter, M.E. & Kramer, M.R. (2002). "The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy," *Harvard Business Review*, December, pp.56-68.
- Porter, M.E. & Kramer, M.R. (2011). "Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism and Unleash a Wave of Innovation and Growth," *Harvard Business Review*, Jan-Feb, pp.2-17.
- Sheldon, O. (1924). *The Philosophy of Management*,

6 より正確には、アリストテレスは『政治学』第一巻冒頭部分において「人間はその本性においてポリスの動物である」と定義づけている。この定義が示唆するところについては、山川 (2007, 129-130頁) を参照のこと。

- Pitman.
- Smith, A. (1971) *The Theory of Moral Sentiments*,
Reproduced in 1992 from the 2nd edition of 1971,
London: Printed for A. Miller, in the Strad; and A.
Kincaid and J.Bell in Edinburgh (水田洋訳『道徳感
情論』筑摩書房, 1973年)。
- 和文献：
- 江川雅子 (2018) 『現代コーポレートガバナンス：戦略・
制度・市場』日本経済新聞社。
- 榎本悟 (2004) 「企業経営と倫理」広島大学大学院マネ
ジメント専攻編『企業経営とビジネスエシックス』法
律文化社。
- 岡部光明 (2017) 『人間性と経済学：社会科学の新しい
パラダイムをめざして』日本評論社。
- 加賀田和弘 (2006) 「企業の社会的責任 (CSR)：その歴
史的展開と今日の課題」『KGPS Review』(関西学院
大学), 7, 44-65頁。
- 経済同友会 (2014) 「自己評価レポート2014：日本企業
のCSR」[https://www.doyukai.or.jp/policyproposals/
articles/2014/pdf/140514a.pdf](https://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2014/pdf/140514a.pdf) (2019年12月7日参照)
- 國部克彦(2017)『アカウンタビリティから経営倫理へ：
経済を超えるために』有斐閣。
- 高巖 (2013) 『ビジネスエシックス (企業倫理)』日本経
済新聞社。
- 高巖・ドナルドソン, トーマス (1999) 『ビジネスエシッ
クス：企業の市場競争力と倫理法令順守マネジメント
システム』文眞堂。
- 高田馨 (1974) 『経営者の社会的責任』千倉書房。
- 谷本寛治 (2003) 『SRI社会的責任投資入門』日本経済
新聞社。
- サンダース・ベッツィー (1999) 青島淳子訳「倫理あ
るサービスが顧客の信頼を勝ち取る」『DIAMOND
ハーバード・ビジネスレビュー』June-July, 58-73頁。
- 富田秀美 (2018) 『ESG投資時代の持続可能な調達』日
経BP社。
- 日経ESG (2018) 「待ったなし「持続可能な調達」(特
別編)：本気度が違う異次元の経営」『Nikkei ESG』
12月号, 42-45頁。
- 藤岡資正 (2020) 「第6章：中小企業とSDGs: 中小企業
家同友会の事例を中心として」関智宏編著『持続可能
な経営と中小企業』同友館。
- 堀越芳昭 (2006) 「日本における企業の社会的責任論の
生成と展開」松野弘・堀越芳昭・合力知工編『「企業
の社会的責任論」の形成と展開』ミネルヴァ書房,
63-106頁。
- 水尾順一・田中宏司 (2004) 『CSRマネジメント：ステー
クホルダーの共生と企業の社会的責任』生産性出版。
- 森本三男 (1994) 『企業の社会的責任の経営学的研究』
白桃書房。
- 山脇直司 (2008) 『社会とどうかかわるか』岩波書店。
- 山川偉也 (2007) 「世界的市民の論理と倫理 アリスト
テレスとディオゲネス」『桃山学院大学総合研究所紀
要』33 (1), 129-168頁。
- ヤング, スティーブン (2005) 『CSR経営モラル・キャ
ピタリズム: グローバル時代の資本主義のあり方』(原
不二子監訳)、生産性出版。

アジア新興国が直面する中所得国の罠と経済のサービス化の進展が企業経営に及ぼす影響に関する一考察

Considering Impacts of Middle Income Trap and Servitization on Doing Business in Emerging Asia

藤岡 資 正

はじめに

従来、一部の先進国を除くアジアに対しては、「発展(開発)途上国」という用語から想起されるように、経済面では、政府開発援助 (official development assistance) や海外直接投資 (foreign direct investment) に依拠した先進国や外資依存型の経済構造を有しており、社会構造的には、少数の富裕層と大多数の低所得者層・貧困層で構成された貧富の格差が大きな社会であるという、どこか後ろ向きで、脆弱な経済基盤を有した国々であるという認識が大勢を占めていたといえるだろう。しかし、本稿でみていくように、日本を含む先進国の世界経済全体の成長率に占める相対的なプレゼンスの低下や、昨今の中国や東南アジア諸国にみられる急速な経済発展とそれともなう厚みのある中間層の出現によって、これまでは発展途上国と称されていた国々の存在感・影響力がこれまで以上に高まりつつある (藤岡 2015, 2018)。こうしたアジア諸国の経済発展は、一大消費市場を出現させ、低廉な労働力や天然資源を求めた日系製造業の生産拠点としての重要性のみならず、「消費するアジア」(川端 2005, 大泉2011) と称されるように、「収益獲得のための主戦場」(藤岡2015) として位置づけられるようになって¹。

このようにアジア諸国に対しては、社会的・政治的・経済的に複雑に絡み合う多くの問題を孕んだ「途上国」としてのみではなく、高い潜在的な成長可能性を秘めた「新興国」として捉えられ、企業の海外展開にとっても戦略的に重要な成長市場として位置づけられている。事実、中期経営計画や有価証券報告書などをみても「アジアを

含む海外事業の強化」や「海外における非日系企業との取引拡大」などといった表現を多く目にする事ができる。

Oxford Economicsのデータに基づいたCBRE (2018) の「製造業生産高のグローバルシフト」によると、2014年には、新興国の製造業生産高がはじめて先進国を上回ったとされる。なかでも、アジアの新興国は、日系製造業を中心とした経済活動のつながりが深く、相当数の日系企業が事業を展開している。また、近年の経済成長にともない、新興国アジアの市場経済のサービス化の比率は急速に高まり、IoTなど情報技術の進展によって、現地生活者の生活スタイルは大きく変貌を遂げつつある。このように新興国において経済のサービス化が進展するなか、企業と消費者・顧客の関係を新たな視点から捉え直す必要性が指摘されている (村松 2017, 2018)。

そこで、本稿では、アジアの世紀といわれて久しいなか、日系企業の進出数及び注目度が高いメコン地域に焦点を合わせ、その地理的・経済的な中心地であるタイを中心に取り上げ、現在タイが直面している課題のうち、中所得国の罠について理解を深め、その対応策としてタイ政府が産業構造の高度化や経済のサービス化を目指して取り組んでいる Thailand 4.0やスマートシティ構想の概要を整理する。企業経営との関連でいえば、今後、先進諸国経済と同様に、経済成長につれてアジア新興諸国の産業構造のサービス化が進展していくと考えられるなか、政府レベルでの政策を理解すると同時に、市場経済のサービス化の現状を把握していくことが重要となる。そのうえで、サービス化を背景として、アジアの時代を捉えなおすことで、新興国市場のサービス化の進展が企業経営に及ぼし得る影響について考察しておかなくてはならない²。

1 日系小売業のアジア進出行動を研究した川端 (2005) は、研究目的の一つとして、小売業のアジア進出を通して見た新しいアジア像を描くことが研究の目的であったと述べ、「貧困のアジアでもなく工業発展のアジアでもない。消費のアジアを描きたかったのである」(241頁) と述べている。

2 2018年度、アジア市場経済学会全国大会の統一論題趣旨における山口隆久大会実行委員長による問題提起より。

かかる問題意識に基づき、続く第2章では、新興国アジアの台頭についてマクロ経済の動向や社会構造の変化などを中心に分析することでタイを中心とする新興国の現状と課題について考察する。そのうえで、アジア新興国への日系企業の進出状況を分析する。第3章では、タイ国が直面する中所得国の罠 (middle income trap) とそれへの対応策としてタイ政府が推進している Thailand 4.0 やスマートシティー政策について整理していくことで、日系企業がメコン地域で事業展開をしていく際に重要となる現地の産業政策の文脈を理解する。第4章では、新興国経済のサービス化の進展とその特徴を整理し、市場経済のサービス化が企業経営に及ぼし得る影響について考察していく。第5章では、本稿のまとめと今後の展望を示すことにしたい。

第2章 アジア新興国の台頭と日系企業の進出状況

2.1. アジア新興国の台頭

一般的に新興国という場合、共通の定義が存在するわけではないが、経済発展の途上にある国々を指すことが多く、「経済成長率が世界の平均よりも高く、一人当たりGDPの水準が世界の平均よりも低い国や市場を指す」(森2013) 場合や、IMFで採用されている「先進国以外を総て新興市場・発展途上経済 (Emerging market and developing economies) とする」ものがある (藤岡2015)。また、内閣府 (2014) の分析では、先進国以外の新興・途上国のうち、2012年の一人当たり実質GDPが2万ドル以下の国を新興国として抽出している。実務的には、IMFの定義に基づき議論がなされていることが多いが、その場合、アジアでは、日本、韓国、台湾、シンガポール、香港以外を新興国としているケースが多い (藤岡2015)。以下では、こうした新興国の経済発展の度合いを以下にみていくことにする。

1999年から2018年までの、先進諸国 (IMF定義による39カ国) 経済の年平均成長率 (CAGR) が3.6%にあるのに対して、新興国経済 (IMF定義による153カ国) のCAGRは9.1% (参考までに、メコン地域だけでは9.0%) と、目覚ましい発展を遂げている³。世界経済の成長を見ると、1999年から2018年までに世界のGDPは2.6倍に

成長しており、この間の増分に占める新興国経済の寄与率は、約52.2%と先進国の寄与率を大きく上回っている。

人口構造に目を向けると、世界人口は2019年の77億人から2030年の85億人 (10%増) へ、さらに2050年には97億人 (同26%)、2100年には109億人 (42%) へと増加していくことが予測されている。2019年から2050年にかけて、大幅な人口増加が起きると予測されるのは、インド、ナイジェリア、パキスタン、コンゴ民主共和国、エチオピア、タンザニア連合共和国、インドネシア、エジプト、米国であり、これら9か国で同期間の増加分の半分以上を占めるといわれている (UNIC 2019)。

地理的にみると、タイを中心としたメコン5か国は陸続きで、近年急速に進められたインフラ整備 (空港・港湾、南北経済回廊、東西経済回廊、そして南部経済回廊など) によって物理的な連結性は格段に向上している⁴。メコン諸国の経済的なつながりの深さは、域内貿易にも表れており、例えば、タイの対CLMV貿易は急速に拡大しており、2015年輸出の額は220億ドルとなっており、この額は10年前に比べて実に5倍近くに膨らんでいる (牛山2017)。また、IMF (2019) World Economic Outlook Databaseのデータを用いて算出すると、メコン諸国のGDPは1999-2018年の間に5.1倍に成長しており、今後、制度的連結性が強化され、最終的に人々の円滑な往来につなげることができれば (藤岡2015)、メコン地域の成長可能性と発展の潜在性はより一層大きなものとなる。

表1の通り、アジアの経済発展を牽引する中間層は、アジア全体の世帯数の6割を占め、2007年からの10年間で1.7倍に増大している。また、図1に示されているように、経済発展にともない一人当たりGDPが成長し、中間層が拡大しており、ベトナムでは可処分所得5,000ドル以下の世帯数の割合が最も多いのに対して、シンガポールでは85%以上の世帯が同2万5,000ドル以上となっている。

3 IMFのWorld Economic Outlook Database (2019年10月) より、当該期間のデータを用いて算出。

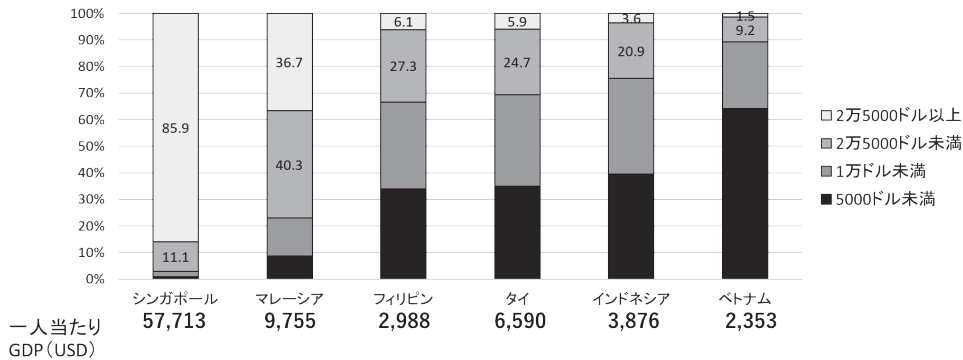
4 1992年にアジア開発銀行 (ADB) の主導の元、メコン川流域関係諸国に上流域の中国雲南省を加えて、大メコン圏地域経済協力 (GMS) プロジェクトが発足した。

表1. アジアの所得別世帯数 (2017)

	世帯年間可処分所得	アジアでの世帯数	全体に占めるシェア
富裕層	3万5,000ドル以上	1億379万世帯	1割
中間層	5,000ドル以上、 3万5,000ドル未満	6億7,391万世帯	6割
低所得層	5,000ドル未満	3億3,794万世帯	3割

出所：日経新聞（2018年5月18日付）を参照のうえ作成。

図1. アセアン諸国の可処分所得ごとの世帯構成 (2015年)



出所：JETRO (2018) をもとに作成。

2.2. 日系企業の進出状況

国際協力銀行 (JBIC) が1989年から継続をしている『わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告』のなかの、「中期的 (今後3年程度) に有望事業展開先国・地域」に関する質問に対する最新 (2019年) の回答をみると、インド、中国、ベトナム、タイ、インドネシアの順で上位5カ国があげられている。タイは過去10年間、有望事業展開先国として、常に5位前後に挙げられており、日系企業にとって非常に関心の高い国といえることができる。実際に、タイには、多くの日系企業が進出しており、『タイ日系企業進出動向調査2017年』 (JETRO) によると、2017年5月時点で2,300社 (サービス業を含めると約5400社) となっている。また、既進出企業のうち約65%が営業利益で黒字を予想しているとの報告があるように (JETRO 2019a)、多くの日系企業にとって、タイは利益創出拠点として位置づけられてきた。

近年の進出動向をみると、非製造業の進出が目立っており、盤谷日本人商工会議所 (JCCB) の会員構成をみても、非製造業が製造業を上回っている⁵。タイ日系企業進出動向調査 (JETRO 2017) によると、2015年から2年間で新たにタイへ進出した日本企業は、877社であり、そのうち非製造業の進出が629社で、実に総進出数の72%を非製造業が占めていることがわかる。サービスセクターに関わる政策の改善は、現地における日系企業の経済活動の円滑化と効率化に寄与することが期待されるが、サービスセクターの伸び率をみると、学術研究、専門・技術サービス (2014-2017年度の伸び率：80%)、電気・ガス・熱供給・水道業 (同73.3%)、医療福祉 (同70%) や不動産業、物品賃貸業 (同56.3%) が高い。

また、1995年から2015年までのタイへの国別FDI累積額をみると、日本の累積シェアは40%となり、タイに対する最大の投資国となっている (JBIC 2017)。2

5 2019年4月時点で、盤谷日本人商工会議所 (JCCB) の会員総数は1772社で、そのうち56.2%が非製造業に属している (JCCB ホームページ：<https://www.jcc.or.th/about/index3>, 2019年11月30日最終閲覧)。

位以下は、EU、米国、そしてASEANがそれぞれ11%で並んでいることから、これらの4倍近くの累積投資額を有する日本のタイFDIへの貢献度の大きさを理解できる⁶。このようにタイは日本と経済的な結びつきが非常に深く、多くの日系企業は、タイ国を「モノづくりの拠点」としてのみならず「収益獲得のプラットフォーム」として位置づけることで、内需の拡大による消費市場として捉えようとしている（藤岡 2015, 2018）⁷。こうした新興国の台頭は、対外直接投資のパラダイムを構造的に変化させつつあり（手島 2011）、多国籍企業論においても、これら新興国市場の台頭は、パラダイム・チェンジとして捉えられてきた（安室 2012）。

また、第4章で詳しく見ていくように、アジア新興諸国では、経済のサービス化が急速に進みつつあり、新興アジア市場経済についても、従来のように製造業を念頭においたモノを中心とした分析のみではなく、多種多様なサービス業を分析対象として、「プロセス」としてのサービスという視点からの議論が求められてくると考えられる。特に、アジア新興国で急速に進むIoTやデジタル化の進展による産業の融合（industrial convergence）は、産業構造のサービス化（第3次産業へのシフト）という意味合いを超えて、モノとサービスを二項対立で理解することでサービス化の重要性を説くのではなく、両者を融合した不可分として発展的に捉えるための視角が必要とされている。

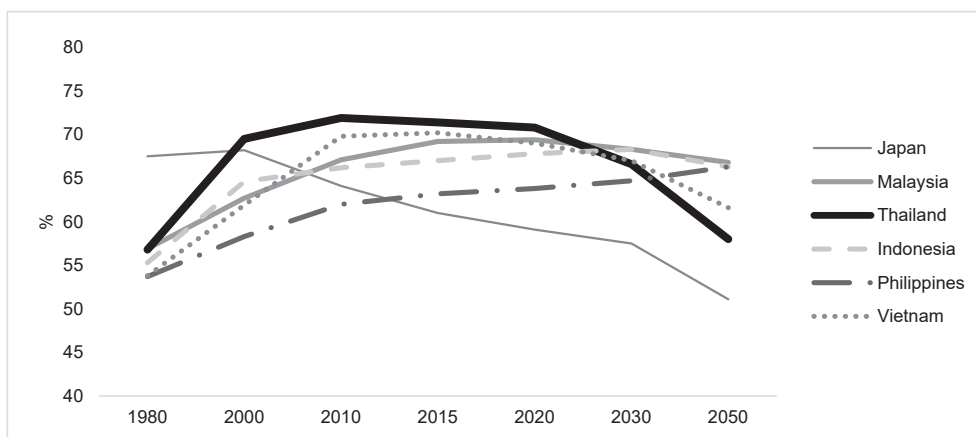
第3章 中所得国の罫と Thailand 4.0について

3.1. タイが直面する中所得国の罫と人口構造上の課題

図2に示されているように、日本のみならず、多くのアジア諸国も人口構造的課題を抱えており、将来的に少子高齢化社会への対応が不可欠となる。特に、高齢化社会から高齢社会への移行期間をみると、わが国と比べてもそのスピードが速く、こうした急速な高齢化は、継続的な経済発展の大きな課題となることに加えて、社会の安定にも大きな問題を生じさせる可能性が高い。もともと、1970年代以前のタイの合計特殊出生率は5を上回る高い水準を維持していたが、国民の医療・教育支出を増加させるために、積極的に子供の数を抑制する家族計画を奨励したため、出生率は1970年代以降、急落した。また、HIVなどの性感染症の予防のため、避妊具が普及したこともあり、計画外の出産が大幅に減少したといわれる（熊谷 2019, 56頁）。

今後は多くのアジア諸国が人口構造上の課題に直面することになるが、タイも2020年には少子高齢化社会を迎え、今後は全人口に占める生産年齢人口（15-64歳人口）が減少をしていき、2030年頃には、ASEANの中でもかなり低い水準に落ち込むことが予測される。ここで、高齢化社会とは全人口に占める65歳以上の人口のシェアが7%、高齢社会は同シェアが14%以上である状態を指し、

図2. 生産年齢人口（15-64歳人口）



*国連による推計。2020年以降は出生率・死亡率とも中位で推移した場合の予測値。
出所：UN (2017) World Population Prospects: The 2017 Revision に基づいた分析

6 参考までに、2015年の投資内訳（100%=4,937億ドル）の上位は、サービス（26%）、金属・機械（23%）、電気・電子（22%）、化学・製紙（19%）、軽工業（4%）などである（国際協力銀行JBIC（2017））。

7 1989年より毎年行われている国際協力銀行（JBIC）の海外直接投資アンケート調査によると、タイを「今後3年間で有望な投資先」に挙げた企業は、過去10年にわたり「現地マーケットの今後の成長性」を最大の理由としている。

日本は2007年に超高齢化社会（同シェア21%以上）へと突入した。こうした人口構造上の経営への影響は今すぐに生じるわけではないが、2000年度初頭からの10年間で比較しても、高齢化社会から高齢社会への移行期においては、その影響はより顕著になると考えられる。

こうした人口構造上の課題に加えて、タイを含む新興国は、①都市化にかかわる問題、②世帯数の増加と世帯人数の減少による核家族化の問題、③バンコクと地方の経済格差など、社会経済構造上の多くの課題を抱えている。たとえば、タイにおける都市化にかかわる問題として交通渋滞をあげることができる。表2に示されているように、多くの新興国において渋滞が問題となっており、国の生産性に甚大な悪影響を及ぼしている。また、図3・

図4に示されているように、タイでは核家族化が急速に進展しており、従来は不完全な社会保障制度を補完する役割を果たしてきた家族間や村単位での相互扶助などのソーシャルキャピタルが失われつつあり、少子高齢化社会の本格的な到来を前に難しい舵取りを迫られている。また、バンコク首都圏と地方都市の経済格差に関しては、図5・図6において示されているように、バンコクの一人当たりGRP（域内総生産、Gross Regional Product）を100とすると東北部は10程度となっている。

このように、経済発展と共にタイ国は発展途上国から中所得国への仲間入りを果たしたわけではあるが、上述したように、こうした急速な変化はタイにさまざまな社会変化を引き起こし、重層的な課題を生じさせることに

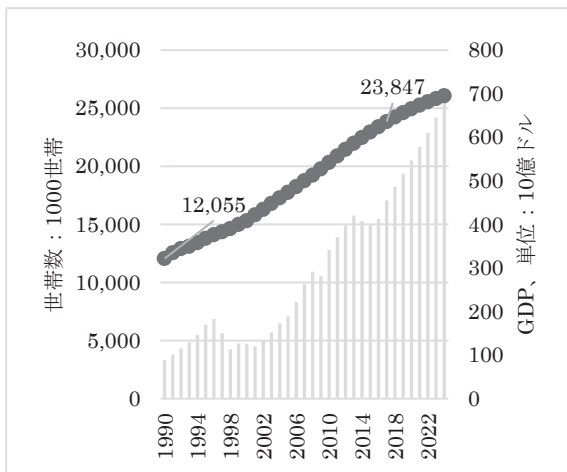
表2. 世界渋滞都市ランキング2018

順位	都市	国	渋滞レベル*
1	ムンバイ	インド	65%
2	ボゴタ	コロンビア	63%
3	リマ	ペルー	58%
4	ニューデリー	インド	58%
5	モスクワ地域	ロシア	56%
6	イスタンブール	トルコ	53%
7	ジャカルタ	インドネシア	53%
8	バンコク	タイ	53%
9	メキシコシティ	メキシコ	52%
10	レシフェ	ブラジル	49%

*渋滞がない状態から渋滞ピーク時への時間増加分をもとに分析されている。

出所:tomtom “Traffic Index 2018” https://www.tomtom.com/en_gb/traffic-index/ranking (2019年12月7日最終閲覧)

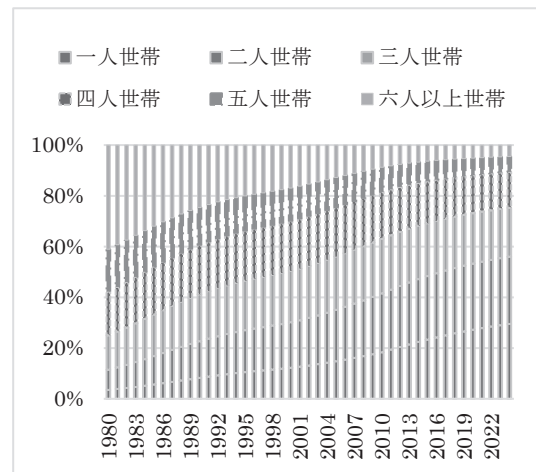
図3. タイの世帯数の推移



*2018年から推計値

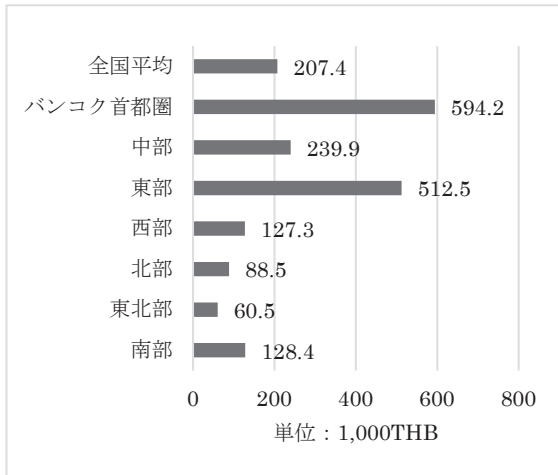
出所:Euromonitor Internationalをもとに分析

図4. タイ世帯数の推移（人数別）



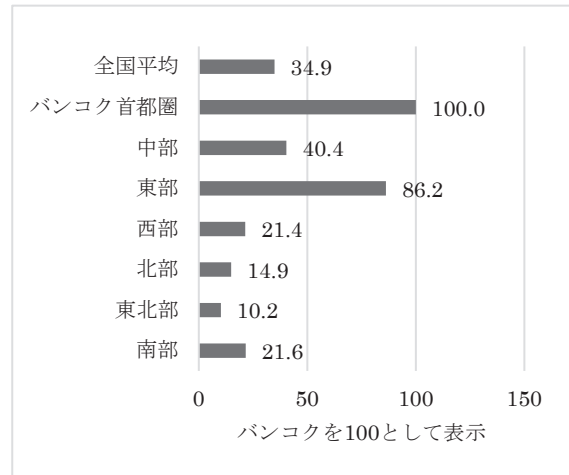
出所:Euromonitor Internationalをもとに分析

図5. タイ地域別一人当たりGRP



出所:JBIC(2017)のデータをもとに作成

図6. タイ地域別一人当たりGRPの比較



出所:JBIC(2017)のデータをもとに作成

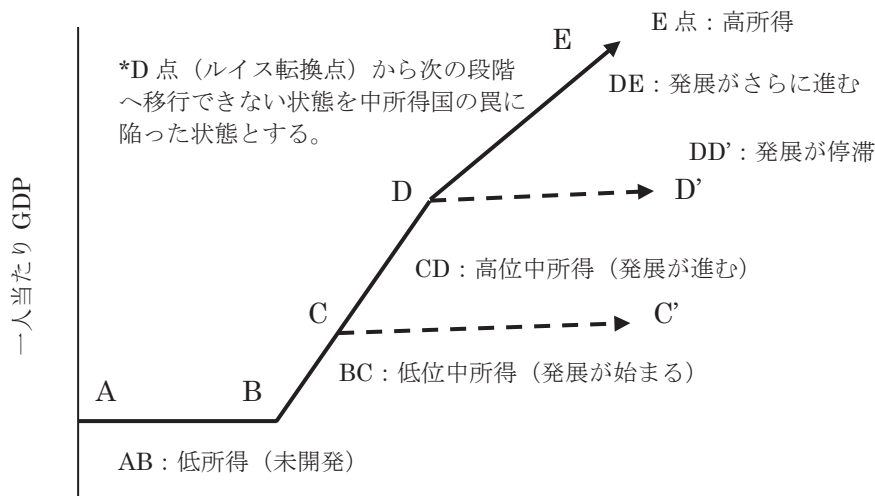
なる。タイは、少子高齢化の進展に加えて、消費社会の到来、精神的ストレスの強化、高等教育の大衆化など、程度の差はあれ日本が直面している問題と同様の課題が山積しており、末廣(2009)はタイを「中進国」という視点からとらえることの重要性を指摘している。

つまり、生産労働人口の減少、高齢化対策、社会保障の問題、といった他の先進諸国でも見られる課題に加えて、経済成長とともに急速に発展した都市部における、環境問題、交通渋滞、医療負担、教育制度の整備、貧富の格差問題、移民の問題など、新興国の多くが直面する都市化にかかわる課題にも同時並行的に直面しており、この点が中所得国の罠からの脱却が難しいといわれる所以である。実際に、世界の国々の歴史を振り返ると、1960年時点で101だった中所得国・地域のなかで、2008

年までに高所得国に発展したのは13カ国・地域しか存在していないという(World Bank and PRC, 2012)。

トラン(2015)によれば、ある国が長期にわたり、発展が止まった状態に陥ることを中所得国の罠(the middle income trap)と呼ぶ⁸。低所得国から中所得国へは、農村部の余剰労働力の都市部への流入が、賃金上昇を抑え、輸出競争力を高めるが、開発経済学における、「ルイスの転換点(労働過剰から労働不足経済への転換)」を過ぎると、賃金が上昇し、企業の利益が減少するほか、輸出競争力が低下するため、経済成長が停滞しがちになる(トラン 2015, 3頁)。以上を、トラン(2015)に倣って、説明するならば、図7に示されるように、ABは低所得、低開発、低生産性の状態であり、BCは経済発展が起これ、低位の中所得水準に突入した状態である。D

図7. 経済発展諸段階



出所:トラン(2015)9頁に加筆。

8 中所得国の罠は、開発経済学の分野でゆるやかに認識されていたが、明確に問題提起されたのは2007年に公表された世界銀行の報告書 Gill & Kharas (2007) *An East Asian Renaissance: Ideas for Economic Growth* である(トラン 2015)。

点は、労働過剰経済から労働不足経済への転換点であり、要素（資本）投入型発展から全要素生産性中心の発展への分岐点として考えられる（トラン 2015, 10頁）。高位中所得の段階から、技術水準を高めた国は、高位中所得国の罍を回避することができ、高所得国へと発展をしていくことになる。したがって、中所得国は、労働の質の向上、科学技術の新興、イノベーションの促進の努力を通じた労働生産性の上昇、産業構造の高度化といった具体的な対応を取らなければならない（トラン 2015, 12頁）。

それでは、具体的に、中所得国の状態で何年停滞をしていれば、中所得国の罍に陥っているといえるのだろうか。先行事例（過去の中所得国の成長パス）を分析した Felipe (2012) によれば、低位中所得国（GNI 1,045ドル超 - 4,125ドル以下）から高位中所得国（GNI 4,125ドル超 - 12,735ドル以下）までの移行期間は約28年、また、高位中所得国（GNI 4,125ドル超 - 12,735ドル以下）から高所得（GNI 12,735ドル超）までの移行期間は約14年であった。トラン（2015）は、それらをひとつの目安としている。論者によっては、タイは、すでに中所得国の罍に陥っていると認識しており（藤岡 2015）、たとえば内閣府（2013）は、中所得国の罍に陥った国として、アルゼンチン、ブラジル、チリ、マレーシア、メキシコ、タイなどをあげている。松本（2015）によれば、タイは1992年頃に転換点を迎えたとされるが、その後ミャンマーから大量の労働者流入を受け、他国とはやや異なる様相を示している（トラン 2015）。

このように、タイが直面する中所得国の罍からの脱却には、メコン地域の近隣諸国との戦略的互惠関係が不可欠となる。次の経済成長のフェーズへと進んでいくには、先進国と新興国の両方に特徴的な課題に同時に向き合わなくてはならず、ここに日本国および日本企業が積極的に貢献できる余地が大いにある。日タイの政府間レベルの連携としては、日本国経済産業省とタイ国国家経済開発局や工業相が中心となって進めてきた、日タイの戦略的互惠関係の構築に向けた「クラスターリンケージ・アプローチ」（Fujioka 2013）などをあげることができる。特に、タイ経済の4割弱は中小企業が寄与しており、その中の4割がサービス業であることを鑑みると、大手製造業のみならず中小やサービス業を含めた包括的な取り

組みが持続的な発展には不可欠となることは明瞭であり、ここにクラスターリンケージ・アプローチの可能性を見ることができる（藤岡 2013, 松島 2013）。

また、企業レベルの対応としては、先述した生産労働力人口の減少への対応と、経済成長と共に高騰していく人件費への対応として、製造業を中心として生産活動のフラグメンテーション戦略⁹の一環としての「タイプラスワン」（Jittima & Fujioka 2017）が地域事業戦略として注目を集めている（藤岡 2015）。これまでも、アジア地域で展開されている垂直的なクロスボーダー型生産ネットワークのフラグメンテーションは、電子部品、自動車およびその部品、機械部品、ハードディスクドライブ、スポーツシューズ、携帯電話、衣類、コンピュータ関連、家具など、多くの産業で確認することができる（Jones et al., 2005; Ando, 2006; Baldwin, 2010; Menon, 2013; Cheewatrakoolpong et al., 2013）。

3.2. Thailand 4.0について

タイ政府は中所得国の罍からの脱却へ向けて、自国の産業高度化に向けて、さまざまなコンセプトを打ち出している。その一つとして、タイ政府は次の20年でデジタル立国を目指すため、デジタル経済の発展と新世代産業の育成を鍵とした「Thailand 4.0」という政策プロジェクトを立ち上げた。これはプラユット政権が2016年中頃に公表した「20年間長期国家戦略2017~2036年」の別称で、同政権は、最終年2036年の高所得国入りを目指している（岡本 2019, 44頁）。外国企業の誘致を通じて、先進技術、とりわけデジタル技術を導入し、産業構造の高度化と先進国入りを目指すというもので、「イノベーション」、「生産性」、「サービス貿易」をキーワードとする付加価値を持続的に創造する経済社会を志向している（大泉 2017）。ターゲット産業として特定された10業種は、①次世代自動車、②スマート・エレクトロニクス、③医療・健康ツーリズム、④農業・バイオテクノロジー、⑤未来食品、⑥ ロボット産業、⑦航空・ロジスティック、⑧ バイオ燃料とバイオ化学、⑨デジタル産業、⑩医療ハブとなる産業である。

この政策の意図するところは中所得国の罍、不平等の罍、不均衡の罍という3つのトラップからの脱却へ向けて、タイの産業構造を高度化し、ハイテク・デジタル産

9 生産フラグメンテーションは、製造プロセスの連続するいくつかの生産ブロックを分割し、単一国の異なる地点、もしくは複数国にまたがり、それら生産ブロックを配置する企業レベルの戦略である。AECスキームのもと、財、サービス、熟練労働、資本投資の自由な動きが、製造プロセスにおける労働集約型生産ブロックを低賃金国に移転させ、企業は生産フラグメンテーションを進めると同時に、製造コストを最小化させるための集積と立地優位性によって得られるベネフィットの追求をしながら、全般的なコスト構造の最小化を進めていく（Jones & Kierzkowski, 1990; Kimura & Ando, 2003; Krugman, 1995）。

業の育成を強化することで情報革命を進めていこうというものである。特に、タイ政府は、EEC（東部経済回廊：east economic corridor）を推進しており、これは大きく2分野に分けることができる。一つはインフラ開発で、バンコク首都圏とEECを結ぶ高速鉄道やデジタルパークの新設、既存のレムチャバン港、ウタパオ空港、マタプット港の拡張・近代化等がメインとなり、もう一方は、自動車、電子、農業、食品などの既存産業のアップグレードと、デジタル、航空、ロボット、バイオなどの新産業育成が主な目的となっている（みずほ総合研究所2019）。

EECとは別に、近年のタイでは、テクノロジーを駆使して地域住民の生活の質向上や環境問題解決に貢献する「スマートシティ」が注目を集めている¹⁰。タイ政府は、スマートシティ開発を、同国の産業高度化政策である「Thailand 4.0」の柱として明確に位置づけ、首相もしくは副首相が委員長を務めるスマートシティ委員会の下で、2018年以降にプロジェクトが本格化した。タイ政府は、当初の計画にあったプーケット（タイ南部）、チェンマイ（北部）、コンケン（東北部）の3都市に加えて、今後20年間で100のスマートシティを整備することを表明している（JETRO 2019b）。そのなかで、優先的に開発が進められてきたのが、プーケット、バンコク、チョンブリの3都市である。なかでも、プーケットは2013年-2017年に約1,100万ドルの予算が割り当てられるほど、パイロット的に先行してきた。さらに2018年以降、「ビジョン・プーケット」というコンセプトの下で、DEPA（デジタル経済振興公社、Digital Economy Promotion Agency）が主導してさまざまなデジタルデータをビッグデータとして活用する動きが進んでいる（JETRO 2019b）。

Thailand 4.0の主導的な役割を果たしているソムキット（Dr. Somkid Jatusripitak）副首相はケロッグ経営大学院（ノースウェスタン大学）の出身であり、Thailand 4.0の提唱者であるスピット（Dr. Suvit Maesincee）高等教育科学研究イノベーション大臣（前科学技術大臣）も同大学院でマーケティングの博士号を取得し、2015年の入閣前は、アセアンを代表する高等教育機関であるチュラロンコン大学サシン経営大学院の教員を務めていた。

こうした政府レベルでの対応は、ドイツのIndustry 4.0、中国のManufacturing 2025、日本のSociety 5.0、米国のIndustrial Internet（企業主導のデジタル化への

対応）、などにみられるように世界的な潮流の一つである。しかし、先述のように、経済成長と社会的課題の解決を同時に追求していくということは容易ではなく、タイ政府がThailand 4.0を空虚な抽象概念としないためには、成長のためのヒトから（people for the growth）、ヒトのための成長（growth for the people）というパラダイムシフトが求められることになる。

これまでタイは、各種の投資優遇政策に加えて、近隣諸国と比べて整備された空港・道路・工業団地などの物的インフラストラクチャーの優位性や教育水準の安定した低廉な労働資源を提供することで、日系製造業をはじめとする多くの外国企業を誘致することに成功してきた。しかし、産業の高度化やデジタル化への対応には、これに関連する物理的なインフラストラクチャーの整備に加えて、知的財産法などの整備、政府が大規模プロジェクトを遂行していくための予算確保のための税制改革やデジタル経済の進展にとまなう価値創造地と納税地の乖離にかかわるデジタル企業への課税問題など、今すぐに対応することが難しい制度的インフラストラクチャーの整備が求められることになる。

加えて、デジタル社会に求められる技術者や高度知識人材の育成や誘致、大学院レベルでの高等教育機関の環境整備など、成果がでるまで一定の期間を要する課題に根気強く取り組んでいかなくてはならない。つまり、高度情報社会や知識産業社会を謳うに相応しい社会・政治・経済などの仕組みを整備していくことに加えて、デジタル社会に求められる「モラルの近代化」までもを含めた取り組みが求められるのである。また、企業にとってのデジタル化への対応は、ロボットや機械などへの設備投資に加えて、人材の育成や関連するサポーティング・モジュールの充実など、事業を成立させるためのエコ・システムの形成が価値創造のプロセスに欠かすことができない。

しかし、これまでの効率性駆動型の経済成長を目指した投資優遇政策や低廉で安価な労働力を期待した製造業の進出とは異なり、これから進出する外国企業にとって、高度情報化に関する投資先としてのタイ国の魅力と潜在性は未知数といえる。また、こうしたビジネスのエコ・システムの創出を政策的にトップダウンで行うことの難しさや限界は、歴史的にも日本を含めた多くの国に関する研究で明らかにされてきた。

10 野村総研（2019）によると、スマートシティの概念は、多岐に渡っており、時代と共に変化している。第一世代は、いわゆるスマートコミュニティで、第二世代は、自治体の統合データプラットフォーム上にて各種アプリケーションが連携している姿であった。第三世代は、AI及びビッグデータを活用し、接続された全システムの統合・連携制御を目指している。

第4章 市場経済のサービス化：市場の自由化が進展するアジア

4.1. メコン地域における経済のサービス化

近年、第4次産業革命と称されるように、情報技術の革新によって、経済のサービス化が進展し、これによって企業競争のルールが大きく変わりつつある。経営との関連でいえば、第1次産業と第2次産業の「残余」として捉えられてきたサービス産業が経済の中心となりつつある。サービス業は世界のGDPの3分の2以上を創出し、最も多くの労働者を雇用している（OECD 2017）。さらに、世界のサービス貿易額では、物品貿易の額16兆3,109億ドルに対して、サービス貿易額はその3分の1程度の4兆7,540億ドルとなっているが、ここ数年の伸び率でみれば、物品貿易をサービス貿易が上回っている。また、世界の名目物品貿易額と名目サービス貿易額の伸び率の、名目世界経済成長率に対する弾性値をみると、物品貿易は2012年以降、世界経済成長率を下回るが、サービス貿易については、世界経済成長率の1.5倍から2倍の伸び率を示している（椎野 2017）。しかしながら、サービス貿易の4態様（石戸 2017）のうち、こうしたサービス貿易統計は、モード1の一部のみが記録されたものにすぎず、実際のサービス貿易は統計の数値以上に行われている（椎野 2017）という点に留意が必要である。

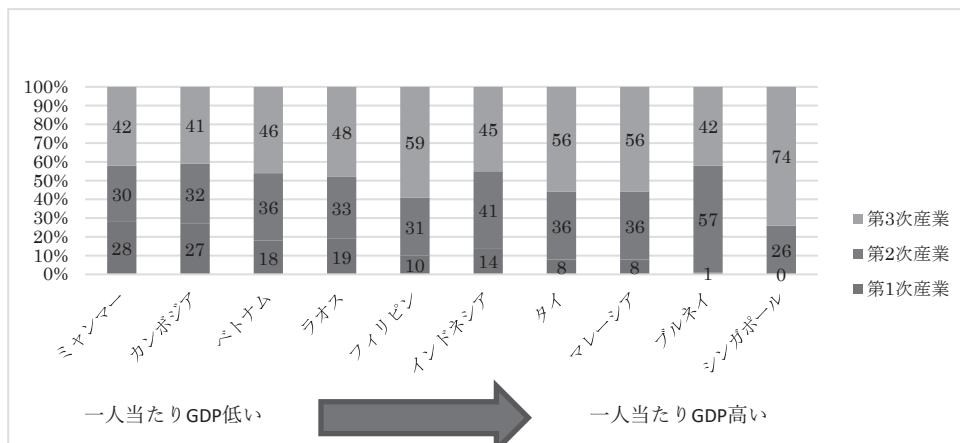
サービス産業は、一般的には、経済成長と共に、経済に占めるサービス業の割合が上昇していくとされる。「ペ

ティ＝クラークの法則」は、ある国の経済の成熟度が高まれば高まるほど、その国で行われる経済活動に占めるサービス業の割合が増えていくというものだが、この法則は、これまで一国も例外がないといわれている。たとえば、アセアン10カ国を一人当たりGDPの小さい国から並べても、これを概ねサポートするような結果を得ることができる。すなわち、図8に示されているように、ミャンマー、カンボジアといった一人当たりGDP1,000ドル代の国と比べて、同GDPが30,000ドル以上の、ブルネイやシンガポールは、第1次産業のシェアが圧倒的に低く（0-1%）、対照的に第3次産業のシェアが高い（42-74%）。

図9に示されているように、経済発展とサービス産業の進展は、都市化率とサービス産業付加価値率との関係、すなわち都市化が進むほど、サービス産業の付加価値率が高くなるという傾向を見ることができる。たとえば、アジア新興国である中国、タイが都市化率50%前後、サービス産業付加価値率が45%前後に位置づけられる一方で、欧米先進国であるイギリスやスペインは、都市化率70%強、そしてサービス産業付加価値率は80%を超えている。

また、椎野（2017）によれば、2005年から2015年までの10年間の経済のサービス化（GDPに占めるサービス業の割合）の進展度合いは、新興アジア諸国でより顕著である。椎野の分析を参考に、新たにデータを用いて算出した名目GDPに占めるサービス業の割合の伸び率（2005年から2016年の間）は、日本や韓国に変化が見られないのに対して、タイ7.7%、カンボジア2.4%、ラオス23.1%、ベトナム18.4%となっている¹¹。つまり、本稿

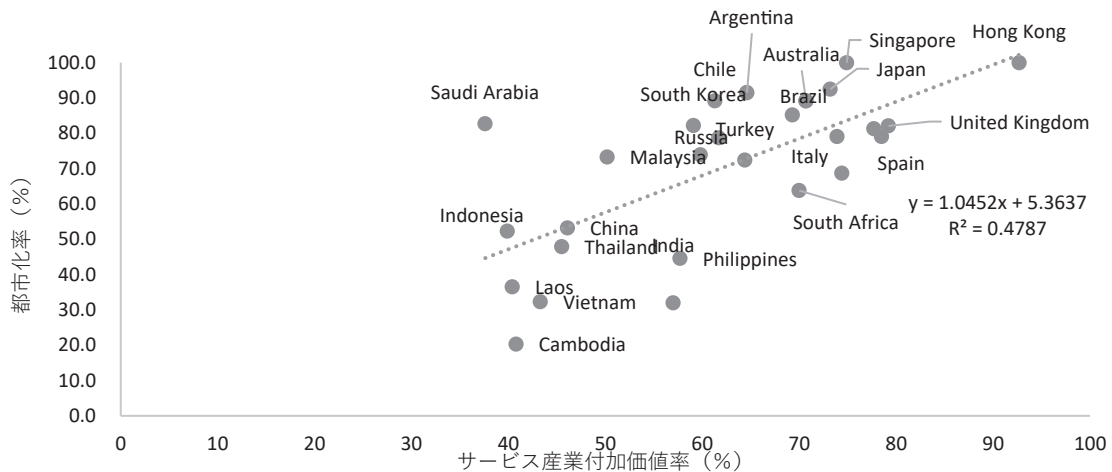
図8. ASEAN諸国のGDP産業別構成比（2016）



出所：日本ASEANセンター（2017）のデータを元に作成

11 椎野（2017）では、2005年時点と2015年時点のサービス化の割合を比較しているが、本稿では、IMFの世界経済アウトLOOKデータベースに基づき（2018年6月19日閲覧）、2005年から2016年までの割合の伸び率を算出した。なお、ミャンマーについてはデータが利用できないため、算出不可能であった。

図9. 都市化率とサービス経済化の関係



出所：World Urbanization Prospects, 2014, CIA Factbook 2010-2013をもとに作成。

の研究課題の一つである、「新興国市場においても産業構造のサービス化の進展が認められるか」という問いについては、当該期間に限れば、先進諸国同様に、アジア諸国にもサービス化は着実に、より速いスピードで広がっており、椎野（2017）の指摘と同様に、経済成長の高い新興国においてサービス業の比率が大きく高まっている。

4.2. 経済のサービス化と日系企業の事業展開

近年の研究では、インドのサービス業の規制緩和が同国製造業の生産性向上につながった例が示されるなど、製造業への寄与度が大きなサービス業に関しては優先的に外資規制を緩める取り組みがみられる。しかし、依然として、国境を超えたサービスの提供では、各国の外資規制が障壁となることが多く、そうした規制は新興国を中心に幅広く残されているのも事実である（椎野2017）。規制業種でサービス業に関連するものは、会計サービス、法律サービス、建築設計サービス、エンジニアリングサービス、広告業、ホテル業（マネジメントを除く）、観光業など16業種が含まれる。ただし、タイ政府が許可した場合はこの限りではない。

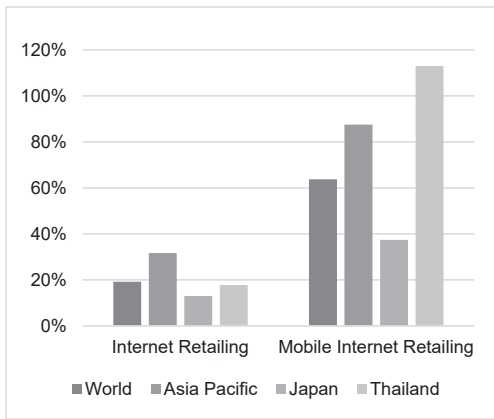
こうしたサービス業の進出に関する規制は、日系製造業の事業活動にもコスト面及び専門サービスの利用という観点からも、進出先のビジネスのやり易さ（the ease of doing business）に負の影響を及ぼす。World BankのDoing Business Index（2016）によれば、アセアン諸国の中でも、ランキング（190カ国）に大きなギャップが存在する。トップのシンガポール（2位）から最下位のミャンマー（170位）までアセアン地域内でのギャップが非常に大きいことがわかる。比較的事業進出しやす

いと評されるタイは、同ランキングでは、46位となっている。サービス業の規制については、経済協力開発機構（OECD）によって2014年に開発された44カ国22セクターに渡るサービス貿易制約指標（Service Trade Restrictiveness Index: STRI）によって数値化されている（OECD 2017）。同指標では、2016年から2017年にかけて多くの分野において規制が強化されており、なかでもシンガポールとカンボジアを除くアジアでは厳しい外資規制が行われている。また、規制の変更も頻繁に行われていることから、企業にとっては予見が難しい。同スコアは国によって大きな違いがあり、特に、外国企業が事業展開をする際に大きな影響を及ぼす、輸送関連、法的サービス、会計・監査サービスは国による差異が顕著にみられる。

次に、タイのデジタル・インフラの状況をみると、人口の約7割がスマートフォンを所有している。タイ国投資委員会（BOI）の2017年の投資誘致パンフレットによると、タイ人は一日平均6時間近くをインターネットに使っているとされ、これは世界でも3番目の長さである。特にフィンテックの分野の変化は顕著であり、チャット・チャックの週末マーケットにおいても、QRコードによる決済が行われているなど、あらゆるところで急速に経済活動のデジタル化が進んでいることがわかる。

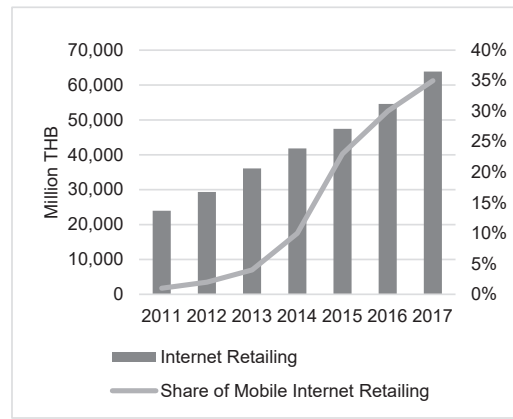
図10と図11に示されているように、インターネット小売市場規模は大きく伸びを示しており、特に、モバイル小売に着目すると、タイ（113.0%）は、世界（63.7%）、アジア太平洋（87.5%）と比較しても、急速に成長していることを理解することができる。また、IDC（2015）によれば、アジア太平洋では、2020年に86億のモノ（things）がインターネットに繋がり、6,780億ドルの市

図10. インターネット小売市場規模（2010-2017年）の成長率（CAGR）



出所：ユーロモニターのデータを元に分析

図11. タイのインターネット小売り市場の推移およびモバイル小売り市場のシェア



出所：ユーロモニターのデータを元に分析

場機会が見込まれており、2015年から2020年までの、アジアのデジタル経済市場の成長は、年平均（CAGR）20%を超えており、同期間の物質経済の成長が8%であることを考えると、かなりの速度であることを理解することができ、当該分野での日系企業の進出が加速しつつあると同時に、中国企業など他国の企業との競争が厳しさを増している¹²。

低・中所得層に目を向けると、フィンテックの普及によって、アジアの一部の国々では通帳を持つことのできなかった層やATMや銀行の支店から遠く離れた農村で暮らしていた人々の利便性が向上した。しかし、一方で、こうした人々のファイナンシャル・リテラシーの欠如による散財が大きな問題となっており、都市部でも不動産価格の上昇を期待して、支払能力の限界を超えたような住宅ローンを組む人々が急増している。家計債務をみると、GDP比で2006年に40%程度であったのが、2015年には80%近くという高い水準に急増しており、こうしたデジタル化の利点と欠点を適切に捉えたいうで、新興国の抱える課題に対していかなるソリューションを提供できるかを考えていかななくてはならない。

5. むすびにかえて：新興アジア市場経済のサービス化と企業経営

本稿で論じてきたように、タイなど中所得国が直面する社会構造的な課題に取り組むには、一国で対処ができることは限られており、その意味で地域という概念が重要となると同時に、複数のアクター間での協力関係の構

築が不可欠となる。当然のことではあるが、こうした地域レベルでの発展を志向していくには、国と国、企業と企業、そして人と人が互恵的な関係を築いていかななくてはならない。これは企業レベルでも同様であり、世界経済がモノ・資本のパラダイムから情報・ヒトのパラダイムに移行していることを正しく理解すれば、これまでのハード・パワーからソフト・パワー（Nye 2004, Yoffie & Kwak 2006）、つまり資本の力による統制から、将来の構想を共有し信頼関係を構築することでパートナーとして選ばれる力を高めていくことが重要になる。そのためには、垂直的な関係性のみならず、水平的な関係性の構築や補完生産者（Nalebuff & Brandenburger 1997）という概念を理解しなくてはならないが、Yoffie & Kwak（2006）が指摘するように、こうした企業同士は、さまざまな目標を共有することができる一方で、利害の対立が顕在化することも多く、互恵的な関係を築いていくことは容易なことではない。これら事業者の追求するそれぞれの経済性や目標、既存の能力、協力関係を構築するためのインセンティブなど戦略の前提が互いに異なるということを十分に認識することなく、互恵関係を構築することはできないのである。Nalebuff & Brandenburger（1997）がゲームの理論を用いて論じたように、戦略的互恵関係の構築のためには、十全に相手企業のことを理解すると同時に、相手企業のビジネスモデルを適切に理解したうえで、自らを相手の立場で分析することが肝要となり、他人中心主義が求められる。そのうえで、補完関係に対立はつきものであることを理解し、つまり、互いに容易には理解し合うことができない

12 参考までに、世界全体ではそれぞれ、2020年に403億個（総務省 2018）、2025年までに1.1兆ドル（EY 2019）と予想されている。

という前提で、ハード・パワーとソフト・パワーをバランスよく用いながら、協力関係を最大限に引き出すことが重要とある (Yoffie & Kwak 2006)。

本稿でみてきたように、多くの日系企業は、新興国アジアを「モノづくりの拠点」としてのみならず「収益獲得のプラットフォーム」として位置づけることで、内需の拡大による消費市場として捉えようとしている。そして、新興国市場は経済成長と共に市場のサービス化が進展しており、IoTなどの情報化の進展は、企業と消費者・顧客の間に大きな影響を及ぼしつつあり、特に企業と顧客の直接的なつながりの創出は、価値創造の前提を大きく変えつつある。工業化社会との決定的な違いは、情報化社会におけるつながりの創出によって、価値創造者が企業のみではなく、顧客が主導していくという点であり、ここで企業は価値創造の支援者としての役割を果たすことになる。さらに、タイなどの新興国でみられるソーシャルネットワークの急速な拡大による影響は、企業と消費者の間にあった情報の非対称性を逆転させ (村松 2011)、受容的なオペラントな存在として顧客を捉えるのではなく、オペラントな存在としての受動的な顧客として消費者・顧客を捉えることの意義を増大させると考えられる。

つまり、新興アジア市場経済を捉えるには、従来のように製造業を念頭においたモノを中心とした分析のみではなく、多種多様なサービス業を分析対象として、「プロセス」としてのサービス、あるいは経済のサービス化というサービスを中心とした視点からの議論が求められている (村松 2018)。特に、アジア新興国で急速に進むIoTやデジタル化の進展による産業の融合は、産業構造のサービス化 (第3次産業へのシフト) という意味合いを超えて、両者を融合した不可分として発展的に捉えることを要請する。

つまり、従来のような交換価値の最大化を前提とした価値創造の「主体としての企業」と、価値を消費する「客体としての顧客」という主客分離可能概念としてではなく、顧客が製品やサービスを用いるプロセスにおいてモノとサービスが深層レベルで融合していくという「主客一体概念」として価値共創のプロセスをとらえていくロジックが求められているのである。たとえば、なぜ、日本ではタイル張りの住宅が好まれ玄関があるのに、タイではそうではないのか、どうしてある種のスタイルや慣行が好まれるのか、ということは、それがおかれた文脈の中でしか理解することは不可能であり、それに対する「合理的」な説明はできない (藤岡 2020)。つまり、価値創造は文化や顧客の置かれた文脈に依存した恣意的な

性格をもつといえる。そうであるならば、非正常状態での動的な価値創造を主観的に多義的に捉えることで、アジア新興国におけるサービス化と価値共創のプロセスについて、ローカルに棲み込み文脈依存的な濃密な記述 (ギアーツ1987) を蓄積していくことが、アジア市場とサービス化のプロセスの解明を通じた日系企業のアジア展開の理解へも寄与することにつながると考えられるのである (藤岡 2020)。

そして、サービス社会にあっては、サービスが受け手主導となることから、与えてとしての企業ではなく、受け手としてのヒト = 人間が中心となることができる。つまり、村松 (2018) が指摘するように、サービス社会にあっては、企業が決める交換価値ではなくヒトが決めるヒトのための文脈価値が共創されると考えられるのであり、分析の時空間を市場を超えて、顧客の生活世界にまで入り込むことで (村松 2017)、相互作用による顧客支援の理論的基盤を提供するための研究蓄積が求められるのである。

参考文献

(和文献)

- 石戸光 (2017) 「国境を越えたサービス取引の実態を追う：サービス貿易の実証分析」『世界経済評論』1・2月号、96-105頁。
- 牛山隆一 (2017) 「注目される「陸のASEAN」」『資本市場』(一般財団法人日本貿易会) 381, 28-35頁
- OECD (2017) 「サービス貿易政策を改革して世界経済を促進せよ」OECD, <https://www.oecd.org/tokyo/newsroom/reform-services-trade-policies-to-boost-the-global-economy-oecd-says-japanese-version.htm> (2019年12月7日閲覧)。
- 大泉啓一郎 (2017) 「「タイランド4.0」とは何か (前編)」『環太平洋ビジネス情報 RIM』Vol.17 No.66, 1-14頁。
- 大泉啓一郎 (2011) 『消費するアジア：新興国の可能性と不安』中公新書。
- 岡本泰 (2019) 「タイ経済の現状と課題について」『ファイナンス』2019年6月号 44-45頁。
- 川端基夫 (2005) 『アジア市場のコンテクスト (東南アジア編)』新評論。
- ギアーツ・C (1987) 『文化の解釈学』吉田禎吾ほか訳、岩波現代選書。
- 熊谷章太郎 (2019) 「急速な高齢化への対応を進めるタイ—中所得国型高齢化対応の成功事例」『環太平洋ビジネス情報 RIM』Vol.19 No.72, 1-29頁。
- 国際協力銀行 (2019) 「第31回わが国製造業企業の海外

- 事業展開に関する調査」1-67頁。
- 国際協力銀行（2017）「第29回わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査」1-72頁。
- 椎野幸平（2017）「世界経済・貿易のサービス化」『エリアレポート』ジェトロセンター（5月号），70-71頁。
- CBRE（2018）「製造の主導権を握る新興国：どうなる？世界の製造業」2018年4月20日付 https://www.cbre-propertysearch.jp/article/global_manufacturing-vol2/
- JETRO（2019a）「2019年度 アジア・オセアニア進出日系企業実態調査」2019年11月21日、1-119頁。
- JETRO（2019b）「動き出したアジアのスマートシティ構想：スマートシティ開発の要件・恩典が明確に（タイ）」2019年8月30日付。 <https://www.jetro.go.jp/biz/areareports/special/2019/0801/2a3db5f0d050195c.html>
- JETRO（2017）「タイ日系企業進出動向調査2017年」2017年10月31日、1-19頁。
- 末廣昭（2009）『タイ—中進国の模索』岩波新書。
- 総務省（2018）『平成30年版 情報通信白書』。
- 手島 茂樹（2011）「BRICsの対内・対外直接投資動向とBRICsを基盤とする多国籍業」『多国籍企業研究』Vol.2, 45-73頁。
- トラン・ヴァン・トゥ（2015）「アジア新興国における中進国の罫」『日本国際経済学会第74回全国大会（専修大学）資料』2015年11月、1-34頁。
- 内閣府（2014）「新興国経済のリスクと可能性」『世界経済の潮流 2014I』 https://www5.cao.go.jp/j-j/sekai-chouryuu/sh14-01/sl14_2_1.html（2019年12月10日閲覧）
- 内閣府（2013）「中国の安定成長に向けた課題」『世界経済の潮流 2013II』 <https://www5.cao.go.jp/j-j/sekai-chouryuu/sa13-02/html/index.html>（2019年12月10日閲覧）
- ネイルバフ, B. J. & ブランデンバーガー, A. M. (1996) 「ゲーム理論を活用した成功への戦略形成」『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス・レビュー』1月号。
- 野村総研（2019）『スマートシティ報告書』（2019年5月） https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/journal/2019/20190426_.pdf?la=ja-JP&hash=044467300E0FB6503A84F275CA2AEAA0649BE482
- 延岡健太郎（2011）『価値づくりの経営の論理』日本経済新聞出版社。
- 藤岡資正（2020：刊行予定）「日系住宅メーカーの新興市場での現地化に関する研究—実践としての戦略アプローチの可能性—」『アジア市場経済学会年報』第23号。
- 藤岡資正（2018）『新興国市場と日本企業』同友館。
- 藤岡資正（2015）『日本企業のタイ+ワン戦略—メコン地域での価値共創へ向けて日本企業のタイ+ワン戦略—メコン地域での価値共創へ向けて』同友館。
- 藤岡資正（2013）「ASEANの成長と内需とせよ 中小企業のASEAN進出：連関性を活かした事業展開」『企業診断』Vol.60, 11月号, 68-70頁。
- 松島大輔（2013）「ASEANの成長と内需とせよ 日タイ「お互い」プロジェクトから始る産業クラスター連携」『企業診断』Vol.60, 10月号, 44-47頁。
- 松本邦愛（2015）「タイの二重経済構造と近隣諸国からの労働流入」トラン他編著『東アジア経済と労働移動』文真堂、第1章。
- みずほ総合研究所（2019）「タイ EECに積極関与する中国」『みずほインサイト（アジア）』 <https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/as190218.pdf>
- 村松潤一（2018）「サービス社会とは何か」村松潤一編著『サービス社会のマネジメント』同文館。
- 村松潤一（2017）「価値共創マーケティングの対象領域と理論的基盤：サービスを基軸とした新たなマーケティング」『マーケティングジャーナル』Vol.37, No.2, 6-24頁。
- 村松潤一（2011）「サービス・ドミナント・ロジックのマーケティング理論構築への示唆」明治大学経営品質科学研究会編『経営品質科学の研究：企業活動のクオリティを科学する』中央経済社、143-148頁。
- 森健（2013）「新興国とは何か」『知識資産創造』2013年4月、38-53頁。
- 安室憲一（2012）「多国籍企業と新興国市場」大石芳裕ほか監修・多国籍企業学会著『多国籍企業と新興国市場』文真堂。
- UNIC（2019）“世界人口推計2019年版：要旨” https://www.unic.or.jp/news_press/features_backgrounders/33798/
- （洋文献）
- Ando, M. (2006). “Fragmentation and vertical intra-industry trade in East Asia,” *The North American Journal of Economics and Finance*. Vol. 17, No. 3, pp. 257-281.
- Baldwin, R. (2010). “Unilateral Tariff Liberalisation in the International Economy,” *Journal of the Japan Society of International Economics*, No. 14, pp. 10-43.

- Cheewatrakoolpong, K., Sabhasri, C., & Bunditwattanawong, N. (2013). "Impact of the ASEAN Economic Community on ASEAN Production Networks," *ADB Working Paper*, No. 409, pp.1-46.
- EY (2019) Future of IoT (with Federation of Indian Chambers of Commerce and Industry (FICCI)), pp.1-32. [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Future_of_IoT/\\$FILE/EY-future-of-lot.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Future_of_IoT/$FILE/EY-future-of-lot.pdf)
- Felipe, J. (2012) "Tracking the Middle-Income Trap: What is it, Who is in it, and Why?," *Levy Economics Institute, Working Paper*, No. 715, pp.1-60.
- Fujioka, T. (2013) *Study on the Business Alliance Model between Thailand and Japan (JICA Research)*, Sasin Graduate Institute of Chulalongkorn University, pp.1-226.
- Gill, I. & Kharas, H. (2007) *An East Asian Renaissance : Ideas for Economic Growth*. Washington, DC: World Bank. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/6798>.
- Jones, R., Kierzkowski, H., & Chen, L. (2005). "What does evidence tell us about fragmentation and outsourcing?" *International Review of Economics and Finance*, Vol. 14, No. 3, pp. 305-316.
- Jones, R.W. & Kierzkowski, H. (1990). "The Role of Services in Production and International Trade: A Theoretical Framework," In Jones, R.W. and Krueger, A. O. (Eds.), *The Political Economy of International Trade: Essays in Honor of Robert Baldwin*. Cambridge, MA: Blackwell, pp. 31-48.
- Kimura, F. & Ando, M. (2003). "Fragmentation and agglomeration matter: Japanese multinationals in Latin America and East Asia," *North American Journal of Economics and Finance*, Vol.14, Issue 3, pp. 287-317.
- Krugman, P.R. (1995). *Development, geography, and economic theory*. Cambridge: The MIT Press.
- Menon, J. (2013). "Supporting the Growth and Spread of International Production Networks in Asia: How can Trade Policy Help?" *ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration*, No. 112, pp.1-48.
- Nalebuff, B.J. & Brandenburger, A. M. (1997) *Co-opetition*, Currency Doubleday. (嶋津 祐一・東田啓作訳『コーペティション経営—ゲーム論がビジネスを変える』日本経済新聞社、1997年)。
- Nye, J.S. (2004) *Soft Power: The Means to Success in World Politics*, PublicAffairs.
- Tongurai, J. & Fujioka, T. (2017) "Thailand-Plus-One Strategy: Practices of Japanese Firms in the Greater Mekong Subregion," *FIIB Business Review*, Volume: 6 issue: 4, pp. 3-9.
- World Bank & PRC (2012), *China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society*, The World Bank and Development Research Center of the State Council, the People's Republic of China, pp.1-473.
- Yoffie, D.B. & Kwak, M. (2006) "With Friends Like These : The Art of Managing Complementors" *Harvard Business Review*, Sep., pp. 88-98. (松本直子訳「補完企業との戦略的パートナーリング」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』2007年6月号, 52-66頁)。

Issues regarding Family Firms and Internationalisation

Yu-Hsu Sean Hsu (許佑旭)

Introduction

Although the internationalisation of family firms can be traced back decades (see Dejung, 2013), research into issues concerning the internationalisation of family firms is deemed to be rather recent. The findings from the research are fairly inconclusive (Marin et al., 2017). They explicitly indicate that there is still a need for research in this field and for certain issues regarding internationalisation and family firms to be re-investigated. This paper aims at revisiting a few of the issues in the abovementioned field, based on the extant literature, in order to shed some light on current agendas.

Theoretical Framework

The majority of concepts, models and theories employed in studying the internationalisation of family firms are derived from the International Business (IB) literature in which Western ideology seems to be dominant (Cheong et al., 2015). According to Pukall and Calabro (2014), the major theoretical frameworks utilised to investigate family firms and internationalisation are the Uppsala internationalisation model, Dunning's eclectic paradigm, resource-based view approach, and international entrepreneurship theory. However, with respect to the internationalisation of family firms, network theory cannot be overlooked as "[n]etwork theory can be viewed as an extension of the process theory" (Gnizy and Shoham, 2014, p. 265) and networks contribute significantly to firms' internationalisation (Bolivar et al., 2019), in particular for those who are small in scale, entrepreneurial in spirit and in high-technology industries (Coviello and Munro, 1995). Accordingly, network theory will be included in this paper.

a) The Uppsala Internationalisation Model

The Uppsala model, formulated from research into Swedish firms in the 1970s, is a stage model associated strongly with the notion of organisational learning. The model demonstrated that when venturing abroad, companies tended to opt for "foreign markets that were close to the domestic market in terms of psychic distanceThe companies would then gradually enter other markets that were further away in psychic distance terms" (Johanson and Vahlne, 2015, p. 34). Psychic distance refers to "the sum of factors preventing the flow of information from and to the market" and are exemplified by "differences in language, education, business practices, culture and industrial development" (Johanson and Vahlne, 1977, p. 24), which may create 'liabilities of foreignness' for firms when entering foreign markets. Additionally, "psychic distance is correlated with geographical distance" (Johanson and Wiedersheim-Paul, 1975, p. 308). Consequently, firms tend to initiate their internationalisation by firstly entering into their neighbouring countries where similar culture and practices are observed and then move to other countries which share less similarities.

Crucially, the concept of networks is absent from the original Uppsala model and has been blended into the revised Uppsala model due to the recognition of the salient role played by networks in the process of

internationalisation (see. Johanson and Vahlne, 2015). In the revised model, “the liability of foreignness” is replaced by the term “the liability of outsidership”, which strongly emphasises the notion of networks.

b) Eclectic Paradigm

Dunning’s eclectic paradigm, stemming from the perspective of economics, indicates that the tendency for a firm to involve itself in international activities is contingent upon the ownership advantages, location advantages and internalisation advantages. According to Dunning (1993, p. 136), “[o]ther things being equal, the greater the ownership advantages of firms of a particular country, the more it pays those firms to create, acquire or add value to those advantages from a foreign location, and the greater the incentive to internalize their markets for those advantages or the value-added activities arising from them, the higher will be the propensity to engage in outward direct investment”.

c) Resource-Based View (RBV)

The resource-based view was created by Barney (1986, 1991) and a group of scholars from the mid-1980s. According to Sharma and Erramilli (2004, p. 7), “...the RBV looks at the firm, its competition, and the achievement of its long-term objective from the perspective of its resources, endowments and deployment”. When the framework is applied to the internationalisation of the firm, it suggests that a firm’s ability to succeed globally is contingent upon the ways it deploys its specific resources to generate global capabilities. In terms of the resources associated with family firms, “[f]amiliness as the bundle of idiosyncratic resources of the firm influences in turn the capabilities of the respective firm which leads to a competitive advantage, which, finally, is transformed into performance” (Rau, 2014, pp. 326-327). The terminology—familiness is described by Habbershon and Williams (1991, p. 1) as “a bundle of resources that are distinctive to a firm as a result of family involvement as identified as the “familiness” of the firm”.

d) Network Theory

The network theory emphasises the concept of relationship, both formal and informal, and the ways that social and business networks embedded in a firm affect its internationalisation. Different from the conventional firm-centric research approach, the network approach shifts our attention to the dynamic relationships generated by the interactions of the actors (e.g. firms) as well as to the context in which the firm is embedded (Forsgren and Johanson, 1992). Viewed through the lens of the network theory, internationalisation can be perceived as “a firm trying to enter and establish a position in a foreign business network and develop relationships with foreign business partners” (Johanson and Kao 2010, p. 120). Tapping into networks enables firms to identify global opportunities, to mitigate the uncertainty associated with a heterogeneous foreign business environment (Gulanowski et al., 2018) and to access the resources needed for internationalisation.

It is also worth noting that although networks provide firms with a platform for mutual learning by exchanging information and/or knowledge, which has a significant impact on the firm’s success in internationalisation, maintaining and establishing network relationships can be rather resource and time consuming (Eberhard and Craig, 2013). In general, the network approach has offered an alternative theoretical framework for IB researchers to analyse and elaborate upon the phenomenon of the internationalisation of firms which cannot be fully explained by the extant theories. In fact, the application of the network theory has contributed greatly to this field of research and has been observed in a wide range of studies concerned with the internationalisation of family firms including references to small and medium sized firms (Eberhard and Craig, 2013; Ojala, 2009), firms from emerging countries (Johanson and Kao, 2010) and firms in knowledge-intensive industries (Ojala, 2009).

e) International Entrepreneurship Theory

As a new and emerging approach, international entrepreneurship theory is still in its developmental stage (Allen, 2016), although it has been considerably influenced by existing theories such as the Uppsala model and the network theory (see. Oviatt and McDougall, 2005). According to Oviatt and McDougall (2005, p. 540), international entrepreneurship refers to “the discovery, enactment, evaluation and exploitation of opportunities—across national borders—to create future goods and services”. In the IB literature, the international entrepreneurship theory illustrates “firms that are pursuing innovative activities across borders, regardless of age and size” and tends to be utilised to investigate start-ups (Al-Aali and Teece, 2014, p. 96). The entrepreneurial spirit of risk propensity and innovation are vital notions embedded in the theory.

Unique characteristics of family firms and their impact on internationalisation

When a firm decides to venture abroad, depending on the degree of equity investment in the host country, the entry strategy can be divided into two broad categories: non-equity modes (i.e. exporting, licensing, franchising and contract manufacturing and service provision) and equity modes (i.e. international joint venture and fully owned subsidiary) (Gooderham and Nordhaug, 2003). For a firm, multiple entry modes can be adopted simultaneously since the modes “are not mutually exclusive” (Gooderham and Nordhaug, 2003, p. 15). It is believed that a lower degree of equity investment leads to a lower degree of risk involved in the foreign investment (Brouther, 2002). This is one of the reasons that can be used to explain why many family firms, in particular those that are small and medium in size and scope, tend to opt for non-equity modes, such as exporting, due to their risk averse propensity (George et al., 2010).

Apart from risk averse propensity, there are other unique characteristics associated with family firms that encourage family firms to select the non-equity modes. From the perspective of RBV, it is argued that family firms are lacking in resources (Fernandez and Nieto, 2005) when compared to their non-family firm counterparts. In order to be more precise, resources here are referred to not only as financial resources, but also managerial resources. According to Graves and Thomas (2006), family firms are less interested in outside equity and debt due to a fear of losing control of the firm. This is another unique characteristic of family firms: they prefer to generate equity internally. This implies that when financial capital is needed, family firms opt to turn to family members rather than to banks for help. This practice may place a constraint on both capital generation and the firm’s international growth.

On the other hand, in terms of managerial resources, research (e.g. Graves and Thomas, 2006, 2008) has suggested that, when compared to non-family firms, family firms have difficulties in recruiting and retaining talented non-family managers. This may, therefore, hinder knowledge being acquired from outside of the firm as well as being accumulated inside the firm. Moreover, incompetent managers may not be able to deploy the firm’s resources in an efficient manner which is likely to result in a waste of resources and have a negative impact on the firm’s performance. Furthermore, a study conducted by Arregle et al. (2007) reveals that family firms encounter more difficulties in finding managers to manage their foreign operations. This is due to the fact that family managers are preferred (Arregle et al., 2016). Preference for family managers, closely associated with another unique characteristic of the family firm, namely, a distrust of outsiders (i.e. nonfamily members) (Dyer, 1988), has an impact on the geographic scope of family firms’ foreign investment. For instance, family firms gravitate toward carrying out their foreign investment in neighbouring countries mainly due to the restricted knowledge (e.g. regarding the culture and institutions of foreign countries) of the family managers (Banalieva and Eddleston, 2011). However, one should note that the geographic scope of a firm’s foreign investment may not negatively correlate

with its international performance. In other words, being regionally focused such as investing in neighbouring countries should not be perceived as completely negative. Indeed, Rugman and Verbeke's (2004, p. 3) research reveals that "many of the world's largest firms are not global but regionally based, in terms of breadth and depth of market coverage".

Although the equity modes require more resources and commitment of a firm, these modes are not completely abandoned by family firms. It is evident that many family firms, regardless of their size, are engaging in certain forms of international strategic alliances such as international joint ventures and/or in operating fully owned subsidiaries overseas. The mode of international joint venture seems to be less popular amongst family firms as it requires not only resources, but also "relinquishment of control" (Pukall and Calabro, 2014, p. 111). Control is perceived very differently in the context of the family firm. As Claver et al. (2007, p. 5) state "...an important characteristic of the family business is the desire to control the firm, with the consequent fear of losing it". Hence, relinquishing control may be recognised as equivalent to losing the business.

However, joint ventures do provide firms with certain advantages regarding internationalisation such as curtailing the transaction costs, enhancing the firm's market power and facilitating organisational learning (Kogut, 1988). Moreover, based on Geringer's (1991) study on partner selection and international joint venture, Claver et al. (2007, p. 5) also point out that joint ventures "can satisfy the partner's need for stability, trust and commitment, all of which are extremely important to a family firm". Except for governmental regulations of the host country, one can assume that many family firms adopting international joint venture as their entry mode are mainly motivated by the abovementioned merits, in particular when the merits are deemed to transcend the mentality of fear of losing control of the firm. A few studies (e.g. Swinth and Vinton 1993) further suggest that when forming an international joint venture, family firms are likely to perform better when their partner is also a family firm because of the shared values of family firms such as long-term orientation, trust and loyalty.

Conclusion

This paper has sought to offer a brief review of internationalisation and family firms in an attempt to shed light on current agendas in the field. Firstly, it is manifest that there is still room for further development of the theories used to investigate internationalisation and family firms. It is still not clear in the extant theories why and in what way family firms adopt entirely different approaches from their nonfamily firm counterparts when venturing abroad. This may be partly due to the fact that small and medium sized firms are still the main object for research in the field. Indeed, there is a need to call for more research to incorporate large family firms, born-global family firms and born-again-global family firms.

Secondly, although the unique characteristics of family firms do show impacts on their internationalisation, it is still difficult to demonstrate a concrete causal relationship between a particular characteristic and the behaviour of internationalisation. For instance, risk aversion is perceived as one of the unique characteristic of family firms, yet family owners of multinational enterprises are viewed as entrepreneurs and have a propensity for risk. How can this phenomenon be explained? Do cultural and institutional factors of both home and host countries have any impact? There remain many unanswered questions to be investigated.

References

Al-Aali, A. & Teece, D. J. (2014). International Entrepreneurship and the Theory of the (Long-Lived) International Firm: A Capabilities Perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38 (1), 95-116.

- Allen, I. (2016). International entrepreneurship theory: Past, present and way forward. *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 4 (4), 93-103.
- Arregle, J. Hitt, M. A., Simon, D. G. & Very, P. (2007). The development of organizational social capital: Attributes of family firms. *Journal of Management Studies*, 44 (1), 73-95.
- Arregle, J., Duran P., Hitt, M. A. & Van Essen, M. (2016). Why is family firms' internationalization unique? A meta-analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41 (5), 801-831.
- Banalieva, E. R. & Eddleston, K. A. (2011). Home-region focus and performance of family firms: The role of family vs nonfamily leaders. *Journal of International Business Studies*, 42 (8), 1060-1072.
- Barney, J. B. (1986). Strategic factor markets, expectations, luck and business strategy. *Management Science*, 32 (10), 1231-1241.
- Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantages. *Journal of Management*, 17 (March), 99-120.
- Bolivar, L. M. & Casanueva, C. & Castro, I. (2019). Global foreign direct investment: A network perspective. *International Business Review*, 28 (4), 696-712.
- Brouther, K. D. (2002). Institutional cultural and transaction cost influences on entry mode choice and performance. *Journal of International Business Studies*, 33 (2), 203-221.
- Cheong, K., Lee, P. & Lee, K. (2015). The internationalisation of family firms: case histories of two Chinese overseas family firms. *Business History*, 57 (6), 841-841.
- Coviello, N. E. & Munro, H. J. (1995). Growing the entrepreneurial firm: Networking for international market development. *European Journal of Marketing*, 29 (7), 49-61.
- Dejung, C. (2013). Worldwide ties: The role of family business in global trade in the nineteenth and twentieth centuries. *Business History*, 55 (6), 101-1018.
- Dunning, J. H. (1993). *The globalization of business*. London, UK: Routledge.
- Dyer, W. G. (1988). Culture and continuity in family business. *Family Business Review*, 1 (1), 73-57.
- Eberhard, M. & Craig, J. (2013). The evolving role of organisational and personal networks in international market venturing. *Journal of World Business*, 48 (3), 385-397.
- Fernandez, Z. & Nieto, M. J. (2005). Internationalization strategy of small and medium-sized family businesses: Some influential factors. *Family Business Review*, 18 (1), 77-89.
- Forsgren, M. & Johanson, J. (Eds.) (1992). *Managing networks in international business*. Oxford, UK: Routledge.
- George, G., Wiklund, J. & Zahra, S. A. (2005). Ownership and the internationalization of small firms. *Journal of Management*, 31 (2), 210-233.
- Geringer, J. M. (1991). Strategic determinants of partner selection criteria in international joint ventures. *Journal of International Business Studies*, 22 (1), 41-62.
- Gulanowski, D., Papadopoulos, N. & Plante, L. (2018). The role of knowledge in international expansion: Toward an integration of competing models of internationalization. *Review of International Business and Strategy*, 28 (1), 35-60.
- Gnizy, I. & Shoham, A. (2014). Explicating the reverse internationalization processes of firms. *Journal of Global Marketing*, 27 (4), 262-283.
- Gooderham, P. N. & Nordhaug, O. (Eds.) (2003). *International Management: Cross-Boundary Challenges*. Oxford, UK: Blackwell Publishing.
- Graves, C. & Thomas, J. (2006). Internationalization of Australian family business: A managerial capabilities perspective. *Family Business Review*, (19) 3, 207-224.
- Graves, C. & Thomas, J. (2008). Determinants of the internationalization pathways of family firms: An examination of family influence. *Family Business Review*, 21 (2), 151-167.
- Habbershon, T. G. & Williams, M. (1999). A resource-based framework for assessing the strategic advantages of

- family firms. *Family Business Review*, 12 (1), 1-25.
- Johnanson, M. & Kao, P. T. (2010). Networks in internationalisation. In J. Pla-Barber & J. Alegre (Eds.) *Reshaping the boundaries of the firm in an era of global interdependence* (pp. 119-142). Bingley, UK: Emerald Group Publishing Limited.
- Johanson, J. & Vahlne, J. (1977). The internationalization process of the firm: A model of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of International Business Studies*, 8 (1), 23-32.
- Johanson, J. & Vahlne, J. (2015). The Uppasala internationalization process model revisited: from liability of foreignness to liability of outsidership. In P. J. Buckley & P. N. Ghauri (Eds.) *International business strategy: Theory and practice* (pp. 33-59). Oxford, UK: Routledge.
- Johanson, J. & Wiedersheim-Paul, F. (1975). The internationalisation of the firm—four Swedish cases. *The Journal of Management Studies*, 12 (3), 305-322.
- Kogut, B. (1988). Joint ventures: Theoretical and empirical perspectives. *Strategic Management Journal*, 9 (4), 361-374.
- Mari, Q., Hernandez-Lara, A. B., Campa-Planas, F. & Sanchez-Rebull, M. V. (2017). Which factors improve the performance of the internationalization process? Focus on family firms. *Applied Economics*, 49 (32), 3181-3194.
- Ojala, A. (2009). Internationalization of knowledge-intensive SMEs: the role of network relationships in the entry to a psychologically distant market. *International Business Review*, 18 (1), 50-59.
- Oviatt, B. M. & McDougall, P. P. (2005). Defining international entrepreneurship and modelling the speed of internationalization. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29 (5), 537-554.
- Pukall, T. J. & Calabro Andrea (2014). The internationalization of family firms: a critical review and integrative model. *Family Business Review*, 27 (2), 103-125.
- Rau, S. B. (2014). Resource-based view of family firms. In L. Melin, M. Nordqvist and P. Sharma (Eds.) *The SAGE handbook of family business, 2nd edition* (pp. 321-339). London, UK: SAGE Publishing Ltd.
- Rugman, A. M. & Verbeke, A. (2004). A perspective on region and global strategies of multinational enterprises. *Journal of International Business Studies*, 35 (1), 3-18.
- Sharma, V. M. & Erramilli, M. K. (2004). Resource-based explanation of entry mode choice. *Journal of Marketing Theory and Practice*, 12 (1), 1-18.
- Swinth, R. L. & Vinton, K. L. (1993). Do family-owned businesses have a strategic advantage in international joint venture? *Family Business Review*, 6 (1), 19-13.



Number 16

March 2020

<i>Propose to stop using after tax WACC and use the original WACC in DCF calculation.</i>	3
Satoru Kimura	
<i>Consideration of preferred stock and JKISS method in seed money investment</i>	13
Satoru Kimura	
<i>Comparative Analysis of Three Types of Financial Statements: IFRS Honda, US-GAAP Toyota and J-GAAP Nissan</i>	25
Fujio Yamaguchi	
<i>The necessities of a measure of value co-creation in Servitized society</i>	67
Keiko Toya	
<i>Meiji Business School and English Education in Academic Settings</i>	75
Evelyn J.#Naoumi	
<i>Corporate Social Responsibility for Sustainable Management</i>	85
Takamasa Fujioka	
<i>Considering Impacts of Middle Income Trap and Servitization on Doing Business in Emerging Asia</i>	97
Takamasa Fujioka	
<i>Issues regarding Family Firms and Internationalisation</i>	111
Yu-Hsu Sean Hsu	

Meiji University
Graduate School of Global Business

1-1, KANDA-SURUGADAI CHIYODA-KU, TOKYO 101-8301 JAPAN