

株主価値評価における負債価値の検討

青淵正幸*

I 企業価値と株主価値

近年、企業価値 (firm value) もしくは株主価値 (shareholder value) を重視した経営を標榜する経営者のコメントやその必要性を唱える研究を多く目にする。M&A が常態化する昨今において、経営者は買収の危機にさらされないためにも企業価値の向上を図ることが大命題となっている。

企業価値とは、企業が所有する資産から創出される新たな価値のことを指し、一般には所有資産が生み出す追加的なキャッシュフロー (フリーキャッシュフロー) を意味する。企業が所有する資産には貨幣単位 (金額) で評価できるものもあれば、貨幣価値に換算することのできない社会的信頼や社会的評価、コンプライアンスなどの定性要因もある。青木 (2008) によれば、前者すなわち貨幣価値に換算できるもののみを資産としてとらえる場合には、企業価値の測定が可能であるとし (図1内のB)、資産の範囲を定性要因にまで広げた場合は、企業価値の測定は不可能であるとしている (図1内のA)。

企業が所有する資産の経済的命数は単年とは限らない。それら資産は複数年にわたって企業に追加的なキャッシュフローをもたらすことになる。そのため、当該資産の生み出す価値 (キャッシュフロー) は適切な資本コストで現在価値に割り引かれて集計される。すなわち、企業価値は一般的には割引キャッシュフロー (Discounted Cash Flow: DCF) 法によって測定される。

$$\text{企業価値 (FV)} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^t}$$

FCF_t : t 期フリーキャッシュフロー

k : 資本コスト

企業の資産は当該企業へ資金を投じた資金提供者の所有物と考えられる。よって、企業価値は資金提供者たる債権者の価値 (負債価値) と株主の価値 (株主価値) の和であると解され、債権者の受け取るキャッシュフローの現在価値総計と株主の受け取るキャッシュフローの現在価値総計の和に等しい。それは、株主価値が企業価値と負債価値の差額概念でとらえられることを意味する。

企業価値 (FV)

$$= \text{負債価値 (DV)} + \text{株主価値 (SV)}$$

株主価値 (SV)

$$= \text{企業価値 (FV)} - \text{負債価値 (DV)}$$

一方、株主の受け取るキャッシュフロー総計はインカムゲインとキャピタルゲインで表現され、配当割引モデル (Discounted Dividends Model: DDM) や Ohlson モデルによって直接に測定することが可能とされている¹。それはまた、理論的には株式時価総額に等しい。

配当還元モデル

$$\text{株式価値 (P)} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_n}{(1+k)^n}$$

D_t : t 期の配当

P_n : n 期の株価

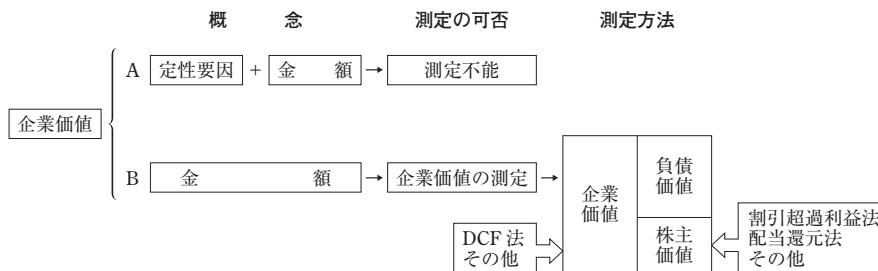
$$\text{株主価値 (SV)} = P \times \text{発行済株式数}$$

Ohlson モデル

$$\text{株主価値 (SV)} = B_{t-1} + \sum_{t=1}^n \frac{FROE_t - k}{(1+k)^t}$$

* あおぶち まさゆき 立教大学経営学部准教授

図 1 企業価値の概念と測定方法



出所：青木（2008）423 頁を加筆修正した。

B_t : t 期の純資産簿価
 $FROE_t$: t 期の将来 ROE

II 企業価値と株主価値の株価説明力に関する研究

企業価値や株主価値の測定に関する実証研究は、わが国の企業を対象としたものでも相当量に上る。特に、1995 年、残余利益モデルの 1 つである Ohlson モデルが提唱されて以来、企業価値に関する実証研究が盛んに行われるようになった。Ohlson モデルの特徴は、株主価値評価に会計数値をそのまま用いることができる点にある。

Ohlson モデルを用いて株主価値を測定する実証研究に加えて、古典的な DCF 法や DDM との比較を行う研究も散見されるようになった。藤井・山本（1999）は、1983 年から 1996 年までをサンプル期間にとり、東証第 1 部上場の製造業 6 業種（自動車、食品、鉄鋼、繊維、化学、電気機器）の個別財務諸表データを用いて、2 つの方法で測定した株主価値の株価説明力についての比較検証を行っている。1 つは DCF 法を用いて測定した企業価値から負債価値を差し引いて株主価値を求める方法であり、もう 1 つは Ohlson モデルを用いて直接的に株主価値を測定する方法である。なお、DCF 法では複数の概念に基づいたキャッシュフロー情報での比較も行っている。回帰分析の結果、Ohlson モデルによって測定された株主価値の株価説明力（回帰決定係数）は概ね 0.4 ~ 0.8 を示したのに対し、DCF 法を用いた結果は 0.1 前後となり、株価説明力が高いとは言えないとしている。

また、評価誤差を用いて DDM, DCF 法, Ohlson モデルでの株価説明力を検証した

Penman and Sougiannis（1998）の実証研究でも、DCF 法を用いた株主価値の株価説明力は、他のモデルの結果に比べて劣っていることが示されている。

青淵（2003）は東証第 1 部および第 2 部上場の一般事業会社を対象に、2001 年 3 月期の連結財務諸表データを用いて、DCF 法と Ohlson モデルによって測定された株主価値の株価説明力を比較した。Ohlson モデルを用いて求められた株主価値の株価説明力が 0.6 ~ 0.7 であったのに対し、DCF 法を用いたそれは 0.05 ~ 0.2 となり、藤井・山本と同様の結果となった²。さらに青淵は DCF 法に用いるフリーキャッシュフローを営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの符号でサンプルを絞り込んだり、浮動株の割合を考慮に入れたりして回帰決定係数の向上を試みたが、いずれも Ohlson モデルによって示されたような株価説明力を得るには至っていない³。

DCF 法を用いた企業価値もしくは株主価値の測定が困難である理由として、小林（2004）は以下の 3 点を指摘している⁴。第 1 は計算式に用いられる要素の予測、推定に関する問題である。分子項目である各期の将来キャッシュフローは競争企業や経済情勢など多くの要因によって変わるために確実な数値ではなく、また分母項目である資本コストについてもどのように推定したらよいかについてさえ定説がないとしている。実務的に同モデルで企業価値評価を行うには何らかの単純な想定を置く（例えば当期のフリーキャッシュフローが永続するなど）ことになるとしている。第 2 は意思決定後の投資判断を考慮できないことである。将来キャッシュフローは、例えば数年後には更新投資を行うことなどの追加投資を念頭に置きながらそれらを一連の投資とみなして予測することも

あるが、実際には経済環境等を勘案して投資を拡大したり取りやめたりすることもあり得るため、予測との乖離が生じることを指摘している。3点目は比較的容易に貨幣換算できる要素以外は計算の対象外となることである。

伊藤 (2007) もまた小林と同様、DCF法の限界は予測の不確実性と経営のフレキシビリティが考慮されないこと、および計算にさまざまな仮定を用いるため計算過程に恣意性が介入することであるととしている⁵。

DCF法とOhlsonモデルでは、計算式の構造の相違が株価説明力に影響を与えているとも推察される。Ohlsonモデルは期首純資産簿価に将来利益の現在価値総計を加算する構造であり、企業のストックと将来フローの和で構成されている。これに対しDCF法では将来キャッシュフローのみを計算要素としている。会計情報から将来キャッシュフローを導くには多くの修正計算を行う必要があり、予測利益を推定する以上に困難である。一方、Ohlsonモデルで測定された株主価値が高い株価説明力を有するのは、純資産簿価の影響を受けていることが考えられる。例えば、前述の青淵 (2003) では、Ohlsonモデル、DCF法と同じサンプルを用いて純資産簿価を株主価値とした純資産簿価モデルでも株価説明力を検証しており、回帰決定係数0.53の結果を得ている。

以上のように、DCF法による企業評価を実証分析に用いるには多くの問題を抱えていることが確認される。しかしながら、DCF法が企業価値評価モデルとして理論的に支持されていることも確かである。そこで、本稿では、負債価値の存在に着目する。これまで、DCF法を用いて株主価値を測定する実証研究では、はじめに企業価値を測定し、次いで負債価値を差し引く方法を講じている。負債価値については、「負債の時価と簿価とは大きな差がないのが通常であるから負債価値は負債簿価で代用されることが多い」(青木, 2008, 436頁)といったように、測定された企業価値から単に控除されているにすぎない。しかし、負債価値(または負債簿価)は企業の置かれた成長のステージ(創成期, 成長期, 成熟期, 衰退期)によって異なるだろう。それにもかかわらず、企業価値から一律に現時点での負債簿価を控除することによって株主価値が矮小化され、株価説明力

を相対的に低くしている可能性がある。以下、本稿では、株主価値を測定するために企業価値から控除される負債価値を概観し、わが国企業における負債の果たす役割を確認した上で、2001年度から2007年度までの負債の変化について観察して、DCF法による企業価値評価における負債価値の取り扱いについて検討する。

Ⅲ 負債価値の測定方法とわが国の現状と役割

1 負債価値の測定方法

一般に、負債は買掛金や支払手形などの無利子負債と借入金や社債などの有利子負債に区分される。無利子負債は営業循環の中で生じる支払手段として使用されるものであり、取引の事実(財やサービスの購入)と資金の支出の間に介在するタイムラグによって生まれるものである。無利子負債は、取引と同時に支払わねばならない資金の調達を回避していることを意味するので、厳密に言えば資金調達行動の1つと言えなくもない。しかしながら、無利子負債(特に仕入債務)の回転期間は概ね2~3カ月程度であること、他人資本コストは発生しないことから、これらを資金提供者の持分と考える必要はない⁶。すなわち、負債価値といえは一般には有利子負債を対象とするものである。

負債価値は、債権者の受け取るキャッシュフローをそのリスクを反映した割引率で割り引いた現在価値合計のことである。割引率は負債の現在の市場利率に等しい。負債が比較的安全に市場で取引されている場合は市場価値を用いる。市場で取引されていない負債の価値は、毎期の約定金利と返済原資を最終利回りで割り引いた現在価値合計となる。ほとんどの場合、評価時点で現存する負債だけが評価される。企業評価も実証研究では、負債価値は負債簿価で代用されることが多い。

McKinsey & Company *et al.* (2005) は、DCF法を用いて株主価値を算定するには、企業価値からの控除項目として、社債や借入金などの負債のほかにオペレーティング・リースや年金債務、優先株、従業員ストックオプション、少数株主持分などを掲げている⁷。これらはいずれも「株主以外に属する価値」と考えられるものである。

2 わが国における負債の役割

戦後、わが国企業の財務環境を支えてきたのは株式交互持ち合いとメインバンク制である⁸。GHQは財閥を解体し、所有（資本）と経営の分離を促進したが、自社株式の買い占めや乗っ取りを恐れた経営者たちは株式の相互持ち合いによって安定株主工作を図った。各社の株式は固定株として持ち合い先の企業内におかれたため株式市場で流通することはなく、株式市場の低迷に拍車をかけた。

一方で、当時の企業が資金を調達するのに金融市場は適していた。戦争によって多くの財を失った家計の手元にはわずかな蓄えしかなく、零細な資金を調達するには株式市場による直接金融よりも金融機関を介した間接金融の方が適していたのである。株式市場の低迷によって金融機関の役割は増大し、資本供給者による経営者のチェックは金融機関と企業の間で行われるようになり、金融機関と企業の濃密な関係が形成された。それは、金融機関からもたらされる資金の固定化を促した。いわゆる借り換えである。返済期限の到来する負債の返済原資が新たな負債によってまかなわれる形態が常態化していったのである。

しかし、バブル崩壊後の景気低迷によって財務体力を奪われた企業は、取引先との良好な関係の維持よりも資金調達を優先するために保有していた株式を売却し、株式相互持ち合いは解消に向かった。また、1990年代後半に相次いで表面化した金融不祥事によって金融機関は企業を支えるだけの体力を失い、メインバンク制による金融機関主導型の経営は影を潜めていった。やがて企業は金融機関への依存から脱却し、株式市場を意識して、企業価値あるいは株主価値を重視した経営へと舵を切ることになるのである。もっとも、それが可能であるのは既存の証券取引所へ上場している一部企業のみであり、多くの企業は金融機関とのつながりを継続している。わが国の企業にとって、負債は表面上は返済期限が付されているものの、企業と金融機関との良好な関係が継続している中では、固定資本と同様の働きをしている。

3 事業のステージと負債金額の関係

ある事業が多くのキャッシュフローをもたらす

ているとしても、それが突然に訪れることはない。一般に事業もしくは事業の集合体である企業は、投資活動を通じて事業の土台を形成する創成期、事業が軌道に乗って収益が拡大する成長期、他社の参入などの影響もあり成長に陰りが見えつつも多くの利益をもたらす成熟期を経て、事業からの撤退を余儀なくされる衰退期へとそのステージを変えていく。企業や事業に資金を投じる債権者は、事業の持つリスクとリターンを秤にかけながら、企業に接しているものと思われる。

創成期は企業の投資活動が先行し、一般にはキャッシュのアウトフローがインフローを上回る。他が模倣できないような技術やノウハウを有していない限り、先行投資が水泡に帰すこともあり、ハイリスクに対する資金は自己資金で調達するのが通常である。概してベンチャー企業はこのステージにあり、債権者からの資金調達は期待できない⁹。

成長期は事業が一定の成果をもたらす、収益（売上）が伸長するステージである。製品や商品の周知徹底や販売戦略などに多くのキャッシュ・アウトフローを要することから、多くのネットキャッシュフローを望むことはできないが、事業活動の成長に合わせて活動資金が必要となる。ただし、自己で調達できる資金には限界があることから、広く資金提供者を募ることになる。一般には金融機関を介した間接金融機能に依存することになる。その事業が将来もたらすキャッシュフローの多寡に応じて資金提供を受けることが可能となる。あるいは、株式を公開することによって直接金融での資金調達を模索することもできよう。近年ではベンチャー企業向けの証券市場も整備されており、以前に比べると上場が容易となっている。したがって、このステージにある事業（もしくは企業）においては、資金調達活動が活発に行われており、負債や株主資本は増大する傾向にあると思われる。

成長を続ける事業もいずれは成熟期を迎える。成熟期には創成期や成長期の投資活動が時間差を伴って効果をもたらすため、少ないキャッシュ・アウトフローで大きなキャッシュ・インフローを得ることができる。追加的な投資が必要ではないため、当該事業では多くの資金を必要としない。ただし、やがて来る衰退期に備え、新たな事業を

構築するための研究開発を行う必要がある。株主には一定の額もしくは一定の率で配当還元を行い、残りは社内に留保して新規投資に備える。債権者には原資の返済および負債コストの支払いを行いつつ、再度の資金提供を要請し、それを新規事業の研究開発に投じることとなる。よって、企業の内部留保は増加し、一方で債権者による資金提供は減じることなくほぼ一定額で推移するものと思われる。負債額は変わらないものの負債比率(D/E比率)は低下し、結果として企業の財務安定性は向上する。

事業が成熟期から衰退期へと推移すると、収益と費用はともに減少し、ネットキャッシュフローも小さくなる。当該事業が将来にわたって生み出すキャッシュフローも先細りの状態であるため、債権者は当該事業から資金を引き上げるであろう。負債は縮小傾向となる。

前項で概観したように、メインバンク制に支えられてきたわが国の企業では、金融機関との良好な関係を構築するため、借入金の返済資金は新たな借り入れによって調達することが一般に行われてきた。すなわち、企業にとっては返済期限の設けられた負債といえども、その役割は実質的には半永久的に利用できる固定資金であったといえる。それは社債にも当てはまる。社債の償還原資は新たな社債を発行して調達しているのである。以上から、わが国の企業にとっての負債価値とは、成長期にある企業にとっては成長を伴って資金提供が拡大するために負債価値も増大するものにとらえられ、また、成熟期を経験した企業にとっては、負債利子の割引現在価値合計となるであろう。つまり、負債価値もしくは負債の市場価値は、単に一時点における負債簿価によって表現されるものではないと考えられる。

IV 上場企業における負債の変化

前節で確認したように、債券市場で取引されている社債のように市場性のある負債の価値は、市場価値として認識される。それは、株式と同じようにリスクとリターンを織り込んで市場が価値評価を行っているのである。借入金のように市場性のない負債については、約定された金利と原資の

現在価値総計(割引率は最終利回り)で計算される。社債や借入金はそれぞれ独立した契約に基づいた債権者からの資金提供であるが、わが国の取引慣行においては比較的長期にわたって固定された資本ととらえることができる。ならば、価値評価の概念は負債簿価で代用するのではなく、DDMと同様に債権者のキャッシュフローである支払利子を負債コスト(他人資本コスト)で割り引いた総計と考えるべきである。その前提となるのは、成長過程にある企業や成熟段階にある企業の負債金額(負債簿価)に一定の特徴があることであり、それを確認することが本節の目的である。そこで、本稿では新興市場(東証マザーズ、大証ヘラクレス、ジャスダック)に上場している企業を成長過程にある企業、東証第1部および第2部に上場している企業を成熟段階にある企業と仮定し、負債の変化についての観察を行う。

1 サンプル

サンプルは2008年3月(2007年度)の時点で東証第1部、同第2部もしくは新興市場へ株式を公開しており、かつ2001年4月(2001年度)より同一の市場に連続して上場している3月期決算の一般事業会社とし、日経の分類に基づいて製造業と非製造業に区分する。

分析に必要な財務データ(連結ベース)は日経NEEDS-Financial QUESTにて入手した。サンプル期間は7期となる。期の途中で新興市場から既存市場(東証第1部、同第2部)へ上場替えした企業、新興市場と既存市場に重複して上場している企業、期間中に決算期変更を行った企業、日経NEEDSにおいて7期連続でデータが取得できなかった企業はサンプルから除外した。開始期を2001年度(2001年4月~2002年3月)としたのは、大証ヘラクレスの前身であるナスダック・ジャパンの開設が2000年5月であることに起因している。表1はサンプル数の一覧である。

財務データを扱った多くの実証研究の結果、バブル崩壊後の長引く不況の底は2000年度(2001年3月期)と言われている。本研究が対象とする2001年度以降は景気が緩やかに回復基調にあること、また、不況によって弱体化した財務体力を回復させるため、負債を圧縮するいわゆる財務リストラを進めた企業が多いことに留意する必要がある。

表 1 サンプル数

	製造業	非製造業	合計
東証第1部	658	392	1,050
東証第2部	149	90	239
新興市場	132	173	305

ある。

2 サンプルとなる証券取引所の概要

東京証券取引所は1949年4月に設立され、わが国を代表する金融商品取引所として経済の成長に貢献してきた。また、ニューヨーク、ロンドンとともに世界三大市場と呼ばれ、アジアを代表する取引所でもある。2001年11月には組織変更により株式会社化された。株主数や流通株式数、上場時の時価総額などの上場審査基準によって第1部と第2部があり、1999年にはベンチャー企業向けのマザーズが開設された。上場企業数は第1部が1,730社、第2部が463社である(2008年11月30日現在)。

東証マザーズは1999年11月に開設された。上場審査基準には純資産額や利益の額等が含まれておらず、東証第1部や第2部に比べて上場基準は大幅に緩和されている。これは、優れた技術やノウハウを持ち、次世代を担うような高い成長可能性が期待される企業に対して直接金融による資金調達の道を提供する目的によるものである。上場企業数は198社である(2008年11月30日現在)。

大証ヘラクレスは、全米証券業協会(NASD)とソフトバンクの出資によって設立されたナスダック・ジャパン株式会社が2000年5月にナスダック・ジャパンの名称で大阪証券取引所に開設した新興市場を、同証券取引所が2002年10月に継承した市場である。同年12月に名称をナスダック・ジャパンからヘラクレスへと改称した。上場審査基準は一定の収益性、資産、市場性を満たした企業を想定したスタンダードと、潜在的な成長性が見込まれるいわゆるベンチャー企業を想定したグロースの2本立てとなっており、上場審査基準の多様化で特色ある企業の上場促進を図っている。上場企業数は167社(うちスタンダード90社、グロース77社)である(2008年11月30日現在)。

ジャスダック証券取引所は2004年12月に業務

を開始した取引所である。その源流は1963年に日本証券業協会が創設した店頭登録制度にまで遡る。1983年にはベンチャー企業向けの市場として整備され、新しい店頭登録市場として発足した。東証マザーズや大証ヘラクレスとは異なり、店頭登録制度の開始から45年の歴史を有しており、同証券取引所に上場する企業の中には老舗企業もあろう。しかし、ジャスダック証券取引所へと業態を変えるまでの40年間は、店頭登録企業は東証など既存の証券取引所へ上場することができなかつたため、成長から成熟へとステージを進めた店頭登録企業は既存の証券取引所への上場と同時に登録廃止を行っていた。したがって、現在でもジャスダック証券取引所に上場している企業の多くは成長過程にある企業と考えられる¹⁰。上場企業数は921社である(2008年11月30日現在)。

3 有利子負債の変化

表2はサンプルの有利子負債について、上場別、業種別、年度別の基本統計量を示したものである。各企業の規模を除去するために、有利子負債を総資産で除して尺度化している。すなわち、表中の数値は有利子負債対負債・純資産比率を示している。

図2は有利子負債(平均)の変化を表したものである。各要素の平均値を観察すると、上場別、業種別のいずれにおいても総資産に対する有利子負債の割合が減少していることが確認できる。特に、上場区分に関係なく製造業において負債の圧縮が進んでいることがうかがえる。不況を乗り切ってきた企業が財務体力の強化を図るために財務リストラを積極的に進めているとともに、間接金融への依存から脱却し、株式市場からの資金調達を推し進めているとも推察される。

東証上場銘柄(第1部・第2部)に比べると新興市場の減少はゆるやかであり、成熟した企業(東証上場)がデット・ファイナンスからエクイティ・ファイナンスに移行する中でも、成長過程にある企業(新興市場)において負債は固定的な資本としての役割を担っていると考えてよからう。

図3は株主資本(平均)の変化を表したものである¹¹。有利子負債の変化で確認されたように、成熟段階にあると仮定した東証銘柄(第1部・第2部)については数値(株主資本比率)の上昇が確

表2 基本統計量

市場	業種	年度	平均値	最小値	中央値	最大値	標準偏差
東証第1部	製造業	2001	0.2649	0.0000	0.2486	1.1842	0.1884
		2002	0.2530	0.0000	0.2401	0.7522	0.1847
		2003	0.2221	0.0000	0.1989	0.7145	0.1713
		2004	0.2023	0.0000	0.1912	0.6941	0.1572
		2005	0.1806	0.0000	0.1596	0.6545	0.1467
		2006	0.1698	0.0000	0.1524	0.6388	0.1388
		2007	0.1742	0.0000	0.1616	0.6547	0.1434
	非製造業	2001	0.2916	0.0000	0.2593	1.1701	0.2268
		2002	0.2891	0.0000	0.2768	0.9347	0.2249
		2003	0.2656	0.0000	0.2392	0.8348	0.2124
		2004	0.2547	0.0000	0.2333	0.8156	0.2053
		2005	0.2339	0.0000	0.2106	0.7995	0.1982
		2006	0.2281	0.0000	0.2020	0.8156	0.1923
		2007	0.2344	0.0000	0.2030	0.8320	0.2003
東証第2部	製造業	2001	0.3018	0.0000	0.2815	0.8329	0.2031
		2002	0.2789	0.0000	0.2657	0.8059	0.1942
		2003	0.2534	0.0000	0.2494	0.7606	0.1747
		2004	0.2283	0.0000	0.2320	0.6772	0.1587
		2005	0.2123	0.0000	0.2005	0.7970	0.1488
		2006	0.1924	0.0000	0.1823	0.5820	0.1375
		2007	0.1886	0.0000	0.1617	0.6633	0.1435
	非製造業	2001	0.2690	0.0000	0.2292	0.8644	0.2158
		2002	0.2639	0.0000	0.2315	1.2063	0.2222
		2003	0.2454	0.0000	0.2132	0.7249	0.1983
		2004	0.2407	0.0000	0.2037	0.7193	0.1976
		2005	0.2184	0.0000	0.1853	0.7119	0.1871
		2006	0.2257	0.0000	0.1679	1.3722	0.2207
		2007	0.2125	0.0000	0.1646	0.9583	0.1999
新興市場	製造業	2001	0.2438	0.0000	0.2164	0.6929	0.1817
		2002	0.2346	0.0000	0.2060	0.7366	0.1814
		2003	0.2224	0.0000	0.2173	0.7129	0.1772
		2004	0.2131	0.0000	0.1971	0.7524	0.1750
		2005	0.2150	0.0000	0.2042	0.9161	0.1816
		2006	0.2053	0.0000	0.1790	0.6364	0.1731
		2007	0.2044	0.0000	0.1937	0.6943	0.1750
	非製造業	2001	0.2432	0.0000	0.2170	1.5088	0.2198
		2002	0.2409	0.0000	0.2304	0.8588	0.1886
		2003	0.2421	0.0000	0.2121	1.3793	0.2013
		2004	0.2215	0.0000	0.1994	0.7357	0.1800
		2005	0.2167	0.0000	0.2008	0.8488	0.1858
		2006	0.2249	0.0000	0.1729	0.8610	0.2026
		2007	0.2278	0.0000	0.1960	0.8020	0.1998

図2 上場部別・業種別有利子負債の変化(平均)

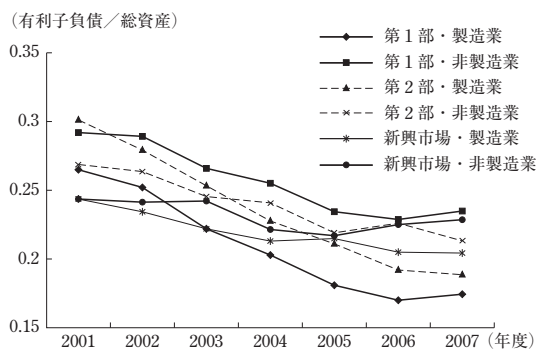
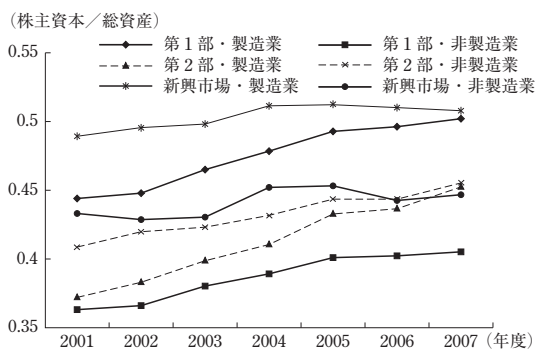


図3 上場部別・業種別株主資本の変化(平均)



認められる。新興市場については、製造業、非製造業とも経年での変化に乏しい。総資産に占める有利子負債の割合の変化も乏しいことから、成長過程にある企業（本稿では新興市場に上場している企業と仮定）では、有利子負債は固定的な資金として活用されており、一方で資本市場からの追加的な資金調達にも限界がある状態ではないかと推察される。

V 今後の課題

本稿では DCF 法を用いた株主価値の株価説明力が他のモデル（特に Ohlson モデル）に比べて高いとはいえないことに触れ、その原因が負債価値にあるのではないかと考えた。これまでの実証分析では、DCF 法で測定された企業価値から評価時点の負債簿価を差し引いて株主価値としている。その手法は間違いではない。ただ、わが国の企業において、負債は返済期限のついた資金提供の域に止まらない。それは、主たる資金提供者が企業との良好な関係を期待する金融機関だからである。彼らは以前に提供した資金の回収期限が近づくと、別の資金を用立てて企業との関係を延長する。ならば、企業にとって彼らは有期限の資金提供者ではなく無期限の資金提供者と変わらない。資金提供者（株主、債権者）が要求するキャッシュフローは、提供期間中にもたらされる原資に対するリターンすなわち配当（株主）や利子（債権者）と、資金提供の終了時に回収する原資（株価、融資額）である。資金提供が半永久ならば、株主価値と負債価値の計算方法に相違はなく、いずれもリターンの現在価値総計と考えられる。

東証第 1 部、第 2 部および新興市場へ上場する企業を対象に 2002 年 3 月期から 7 期間の有利子負債と株主資本の変化を観察した結果、東証第 1 部、第 2 部上場企業の総資産に対する負債の割合は年を重ねるごとに減少傾向にあり、それを株主資本が補っていることが確認された。一方で新興市場では、総資産に占める負債および株主資本の変化は見られなかった。すなわち、企業の置かれたステージによって負債価値の評価を変えなければならないと考えられるのである。

本研究は負債価値に焦点を当て、その評価の方

法を探るべく、その前段階としてのテストを行ったにすぎない。有利子負債として、社債と借入金では価値測定の手法を異にすべきであろう。製造業の中でも、医薬品業界のように過大な手許資金を有して実質無借金経営を行う大手企業が複数あり、業種分類についても精査する必要がある。また、上述のように本稿のサンプル期間では支払利子を減らし、不況時でも赤字とならない財務体質の企業経営を目指して有利子負債を圧縮した企業が多く見られる。サンプル期間をさらに前へ拡大することも必要となろう。成長過程にある企業を新興市場に上場する企業、成熟段階にある企業を東証第 1 部・第 2 部上場企業とした点にも粗さが残る。サンプルを個別に精査し、スクリーニングの条件を追加することも検討しなければならない。有利子負債をさまざまな角度から観察し、いかにすればわが国の企業に適合した負債価値の評価が可能となるかを模索することが今後の研究課題である。ひいてはそれが DCF 法による株主価値の株価説明力を向上させる要因となることが期待される。

注

- 1 Ohlson モデルは DDM の計算式にクリーンサープラス関係を代入することによって求められる。
- 2 Ohlson モデルを用いて測定された株主価値と株価を回帰した実証分析は多く、回帰決定係数は概ね 0.6 ~ 0.8 を示している。例えば、井上 (1999) や太田 (2000) などである。
- 3 DCF 法を用いた研究の概要及び結果については、前者は青淵 (2004) を、後者は青淵 (2005) を参照されたい。
- 4 小林 (2004)、18-19 頁参照。
- 5 伊藤 (2007)、287 頁参照。
- 6 もっとも、Paton and LITTLETON (1940) は無利子負債の中には暗黙の利子が含まれていることを示唆している。無利子負債額と即時現金決済額の差額が負債コストであるとしている。
- 7 McKinsey & Company *et al.* (2005) 邦訳、400 頁参照。
- 8 戦前や戦中、あるいは戦後の動きについては、亀川 (1996)、4-9 頁を参照されたい。
- 9 立教大学ビジネスクリエーター創出センターが 2007 年 4 月に行った企業に関するアンケート調査でも、起業経験者の多くは自己資金もしくは親戚の資金をもとに事業を進めており、他人資本（主として金融機関からの借り入れ）を利用できた人は少数であった。詳細は亀川編 (2008) を参照。
- 10 2004 年 12 月にジャスダック証券取引所となって以

降は、既存の証券取引所との重複上場が可能となった。しかし、株式の売買は既存の証券取引所で行われることが多いため、後にジャスダック証券取引所からの上場を廃止するケースが多い。2008年11月30日現在、日本駐車場開発(証券コード:2353)やヤフー(同:4689)が東京証券取引所とジャスダック証券取引所で重複上場している。

II 株主資本についても規模を除去するため、総資産で除して尺度化している。すなわち、計算された数値は株主資本比率(=株主資本/総資産)を表している。

参考文献

- 青木茂男(2008),『要説経営分析〔三訂版〕』森山書店。
 青淵正幸(2003),「測定された株主価値による株価説明力の検証」『年報経営分析研究』第19号, 35-43頁。
 青淵正幸(2004),「DCFモデルによる企業評価——FCFの構成要素別による測定」『経営哲学』第1巻, 125-128頁。
 青淵正幸(2005),「測定された企業価値と株式の流動性」『年報経営分析研究』第21号, 10-17頁。
 伊藤邦雄(2007),『ゼミナール企業価値評価』日本経済新聞出版社。
 井上達男(1999),「予測利益を用いたOhlsonモデルによる日本企業の実証分析」『会計』第156巻第2号, 43-54頁。
 太田浩司(2000),「オールソンモデルによる企業評価——Ohlson(1995)モデルの実証研究」『証券アナリストジャーナル』第38巻第4号, 62-75頁。
 亀川雅人(1996),『日本型企業金融システム——日本の経営の深淵』学文社。
 亀川雅人編(2008),『起業家に関するアンケート調査報告』立教大学ビジネスクリエーター創出センター。
 小林啓孝(2001),『事業再編のための企業評価』中央経済社。
 小林啓孝(2004),「リアルオプションの有用性と活用範囲」『企業会計』第56巻第6号, 18-25頁。
 小山泰宏(2002),『M&A・投資のためのDCF企業評価』中央経済社。
 須田一幸(2000),『財務会計の機能』白桃書房。
 須田一幸編(2004),『ディスクロージャーの戦略と効果』白桃書房。
 藤井秀樹・山本利章(1999),「会計情報とキャッシュフロー情報の株価説明力に関する比較研究」『会計』第156巻第2号, 14-29頁。
 松村勝弘(2001),『日本の経営財務とコーポレート・ガバナンス〔第2版〕』中央経済社。
 McKinsey & Company, T. Koller, M. Goedhart and D. Wessels (2005), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4th ed., John Wiley & Sons. (本田桂子監訳, 天野洋世・井上雅史・近藤将士・戸塚隆将訳『企業価値評価〔第4版〕』上・下, ダイヤモンド社,

2006年。)

- Ohlson, J. A. (1995), "Earnings, Bookvalues, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, Spring, pp. 661-687.
 Paton, W. A. and A. C. Littleton (1940), *An Introduction to corporate Accounting Standards*, American Accounting Association. (中島省吾訳『会社会計基準序説〔改訂版〕』森山書店, 1958年。)
 Penman, S. H. and T. Sougiannis (1998), "A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, No. 3, pp. 343-383.

【付記】

本稿は独立行政法人日本学術振興会科学研究費補助金・基盤研究(c)(課題番号:19530412)の助成を受けて進行している研究成果の一部である。