

# 実質無借金企業と有借金企業の市場の評価に関する研究

青淵正幸\*

## I 近年におけるわが国企業の資金調達

### 1 財務リストラを進めたわが国の企業

1991年のバブル崩壊後、わが国の経済は長期にわたって低迷が続いた。多くの企業では収益の伸長が鈍化し、利益を確保するために種々のリストラが試みられた。遊休資産の売却や株式持ち合いの解消、固定費の流動化などがそれである。

不況下において、金融費用の負担もまた企業にとっては業績を左右する因子となる。経営努力により営業経費の削減を図って営業利益を確保しても、固定的に発生する金融費用の負担は経常利益に影響を及ぼし、その負担いかんによっては経常損失に転落する可能性もある。わが国では、投資家や金融機関などの外部利害関係者は経常利益を業績判断のベンチマークとすることが多く、事業リストラによって営業損益を好転させても、それを打ち消すような金融費用の存在は市場での評価を減ずる結果となる。そのため、企業は事業リストラと並行して膨れあがった有利子負債残高を減少させる財務リストラを進め、バブル景気で肥大化した企業の財務体質を筋肉質のものに変えていった。

図1は連続してデータの取得が可能であった東証第1部上場企業1,445社における2000年度から2008年度までの有利子負債額の推移を表したものである<sup>1</sup>。2000年度には総計202兆円であった有利子負債残高は徐々に減少し、2004年度には171兆円となって残高は約15%減少した。1990年代終盤から2000年代初頭にかけて情報技

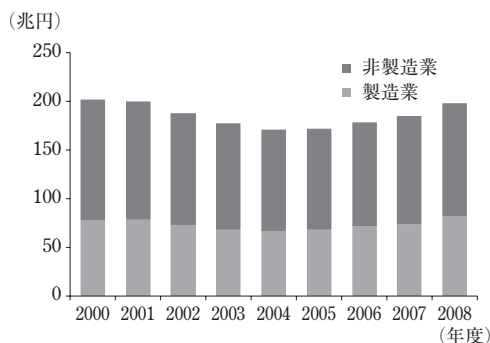
術革新が進み、米国企業を中心としてIT投資が積極的に行われていたが、財務体質の改善（財務リストラ）を優先し、IT関連投資を抑制したわが国企業の様子が図1より確認できる。

有利子負債の減少と手元資金の増加によって企業の財務体質は強固なものとなる。財務リストラが進展した2000年代中盤は手元資金（現金預金と短期保有有価証券の合計額）が有利子負債を上回る実質無借金経営の企業が増加の傾向にあり、2004年度には上場企業（金融と新興3市場を除く）の3分の1が実質無借金企業となった<sup>2</sup>。翌2005年度には上場企業の有利子負債依存度（＝有利子負債／総資産）がバブル崩壊後はじめて30%を下回り、金利上昇に対する抵抗力が強まっていることが報じられている<sup>3</sup>。

### 2 財務安定性の向上が意味するもの

手元資金が有利子負債を上回ると企業の財務安定性は向上する。しかし、手元資金から得られるリターンは一般的に低く、資金を有効に活用して

図1 東証第1部上場企業における有利子負債額の推移



出所：日経 NEEDS-Financial QUEST より筆者作成。

\* あおぶち まさゆき 立教大学経営学部准教授

いないとの指摘もなされる。資金の有効な使途が見あたらないならば、M&Aコンサルティング（通称村上ファンド）を率いる村上世彰氏やスティール・パートナーズなどから出された増配等の株主提案に応じ、余剰資金を投資家へ還元するのも1つの選択肢として検討する必要がある<sup>4</sup>。

経営者は出資者からの期待に応えるため、より多くの将来キャッシュフローを獲得できるようにビジネスを検討し、調達した資金を有効に運用していかなければならない。理論的にはリターンの低い手元資金は最低限の保有にとどめ、余剰となる資金はリターンを生み出す事業に投じるか、もしくは投資家へ還元すべきと考えられる。資金の有効活用を図っていない企業、すなわち有利子負債を超える額の手元資金を有している実質無借金企業は、手元資金の有効な使途が確定していない状態にあるのである。

手元資金の有効な使途が確定していないことにより、市場（投資家）は当該企業に対して様々な評価を与える。投資活動の停滞により将来キャッシュフローの獲得に期待が持てないと考える投資家もいれば、キャッシュ・リッチの状態であるためにM&Aの標的となり、投機的な銘柄となって短期的な利殖が期待できると考える投資家もいるだろう。それゆえ、実質無借金企業に対する市場の期待（評価）は様々なものとなって株価に反映されるため、当該企業が有する本源的な価値（株主価値）と株式時価総額（もしくは株価）との間に乖離が生じるものと思われる。

青淵（2008）は東証第1部上場2007年3月期決算の製造業701社のサンプルを実質無借金企業291社と有借金企業410社に分け、Ohlsonモデルを用いて推定された株主価値と株式時価総額との回帰分析を行った。サンプル全体での回帰決定係数は0.587、実質無借金企業は0.542、有借金企業は0.317の結果を得ている<sup>5</sup>。この結果は、実質無借金企業の株主価値の方が有借金企業のそれよりも株価もしくは株式時価総額の説明力を有することを示しており、有借金企業の方が市場での評価にばらつきがあることを物語っている。

### 3 増加に転じた有利子負債額

東証第1部上場企業では、2004年度を境に企業の有利子負債残高が増加傾向に転じている。バ

ブル経済崩壊以降に進めてきた財務リストラが一段落ついたことや、21世紀に入って実質GDPが緩やかな成長を示していることが1つの要因となっているのであろう。

事業で得た資金を有利子負債の返済に充てて財務体質の強化を図る企業がある一方、大型の設備投資やM&Aのための資金として借り入れを行う企業が増加している。日本経済新聞2008年8月21日朝刊には、世界の主要企業のみならずわが国の上場企業においても2008年3月期には借入金依存度が上昇傾向に転じたことが報じられている。

また、M&Aは実質無借金企業の財務体質を変化させる要因にもなっている。例えば、シチズンは2008年1月に米国腕時計会社のプロバを288億円で買収し、10月には工作機械メーカーで東証第2部上場のミヤノを60億円かけてTOBで取得した。被買収企業が有していた有利子負債を引き継いだことによって同社の2009年3月期は有利子負債が手元資金を上回ることとなり、1987年3月期より続いてきた実質無借金経営に幕を下ろすことになった。実質無借金経営を続ける半導体製造装置メーカーのディスコは、運転資金やM&Aのための資金として2009年3月末までに200億円超の資金を有利子負債で調達したことにより、2009年3月期の手元資金超過額は前年より126億円減少して57億円となった。同社では受注回復の遅れに備え、不況が続いても耐えられるような資金計画を策定している。

資金調達手法の多様化も有利子負債の増加を後押しする。2005年にはライブドアなどの新興企業による修正条項付社債MSCB（Moving Strike Convertible Bond）の発行が相次いだ。また、2007年9月には三菱重工業が800億円の国内普通社債（償還期間10年を600億円と同7年を200億円）を、HOYAが400億円の国内普通社債（償還期間5年）を発行している。企業の中には財務基盤の強さを生かし、エクイティファイナンスに代わってデットファイナンスを選択するところも現れている。その背景にはROEなど資本効率を意識した経営へのシフトの影響もあろう。

図1から確認されるように、2005年度以降は企業の有利子負債が増加に転じている一方で、上場企業の約4割は実質無借金企業であり、約1割

弱は有利子負債のない無借金企業である<sup>6</sup>。2000年代前半から中盤は総じてどの企業も有利子負債の圧縮を1つの目標としていたのに対し、2000年代中盤以降は有利子負債を活用した投資に対する姿勢がみられるようになった。

#### 4 本研究の目的

経営者は調達した資金を用いて有限である資源を獲得し、それを活用してキャッシュフローの創出を目指す立場にある。中には自己保身や企業を私物化する経営者がいないとは限らない。経営者が企業に蓄積された手元資金を自らが自由に使える資金と勘違いをしたり、投資先が定まらぬままに有利子負債で資金を調達したりすることのないよう、ステークホルダーは経営者に対する規律付けを働かせる必要がある。資本市場は経営者の経営手腕を監視し、株価を通じてその評価を表明する場である。経営者の資金運用方針に魅力を感じない投資家は、市場を通じて本来の価値より低い評価を当該企業に与えるであろうし、逆に資金計画とは関係のない要因（例えば短期的な利殖を目的とした投機など）によって投資家は本来の価値以上に当該企業を高く評価するであろう。

理論的に捉えるならば、必要以上の余剰資金の保有はキャッシュの創出機会を逸している。そのような意思決定を行う経営者の行動を、投資家は正当に評価しないはずである。すなわち、潤沢な手元資金を有する企業、特に実質無借金企業や無借金企業においては、企業の有する本源的な価値とは異なる投資家の思惑によって株価が決定されていると考えられる。

他方、経済の低迷が続く中では、投資家は企業に成長性よりも持続可能性を求めているとも考えられる。債務超過に陥り、利息の支払いが滞るなど契約の不履行が発生して企業が倒産に至った場合、投資家が保有する株式は紙切れ同然の価値となる。上場廃止や倒産に起因するリスクを避けるため、近年のような成長の停滞期では手元資金の厚い企業が選好されるとも考えられる。

投資家が手元資金の厚い企業の情報を収集し、当該企業の価値を精緻に分析・評価をしていると仮定するならば、実質無借金企業の株主価値は有借金企業のそれよりも高い株価説明力を有することになる。青淵（2008）の実証結果はそれを暗示

しているのかもしれない。

本研究では、サンプルを実質無借金企業と有借金企業に分類し、理論より推定された株主価値と株式時価総額を比較する。データサンプル期間を5年にすることで、環境変化とともに負債に対する市場の認識がどのように推移するかの確認を行う。

## II 株主価値モデルとサンプル

### 1 株主価値評価モデル

先述のとおり、バブル崩壊によって体質改善を迫られたわが国の企業は、負債の圧縮によって財務安定性を強化してきた。その結果、有利子負債を圧縮する一方で手元資金の厚みは増す傾向にある。

企業価値は企業における将来キャッシュフローで測定され、投資家は市場を通じて株価もしくは株式時価総額で当該企業を評価する。企業が調達した資金の用途あるいは資金の保有状況は、当然にして将来キャッシュフローの獲得を左右する要因となる。

本研究では、株主価値を推定する方法として残余利益モデルの1つである Ohlson モデルを利用する。1995年に提唱された Ohlson モデルは配当割引モデル（discounted dividends model: DDM）とクリーンサープラス関係から導かれる数式モデルである。

$$\begin{aligned} V &= B_t + \sum_{i=0}^{\infty} \frac{FI_{t+1} - k \times B_{t+1}}{(1+k)^{t+1}} \\ &= B_t + \sum_{i=0}^{\infty} \frac{(FROE_{t+1} - k) \times B_{t+1}}{(1+k)^{t+1}} \end{aligned}$$

$V$  : 株主価値  
 $B_t$  : 純資産簿価  
 $FI_t$  : 将来利益  
 $FROE_t$  : 将来 ROE  
 $k$  : 株主資本コスト

Ohlson モデルでは純資産簿価と超過利益（将来利益と株主要求利益の差額）の現在価値合計の和によって株主価値が推定される。しかし、Ohlson モデルは2つの概念（DDMとクリーンサー

プラス関係)を組み合わせ、机上計算より導出された理論モデルであり、それをを用いて実際に株主価値を推定するにはいくつかの前提をおく必要がある。その中で最も困難となるのが将来利益情報である。Ohlson モデルの右辺第2項は将来に生み出される超過利益の現在価値流列を示しているが、将来利益の予測が困難であることはいうまでもない。この問題について、Ohlson モデルを用いた実証研究の多くは将来利益を予測可能期間と予測不能期間に分け、予測不能期間については予測可能な最も先の将来利益が永続するとの前提を示した上で、①企業の最新の実績利益が永続する、②1期先や2期先のアナリスト予測利益が永続する、③経営者が決算短信にて公表する経営者予想利益が永続する、と仮定して実証分析を行っている。そのようにして推定された株主価値の株価説明力は、研究者が用いたサンプルの期間や属性によって異なるが、将来利益として①～③のいずれを用いた場合でも概ね0.5～0.8となっている<sup>7</sup>。

近年は情報化が進んだことにより、企業を取り巻く環境の変化が一瞬にして世界を駆けめぐる。企業のグローバル化の進行もあり、欧米で生じた些細なアクシデントが短期間のうちにわが国の経済や企業に影響を及ぼすことも少なくない。このような環境下において、経営者あるいはアナリストが公表する予測利益として十分な精度を有しているとは限らない。そこで本研究では、客観的なヒストリカルデータである実績利益(当期利益)が永続するものと仮定して超過利益の算定を行うこととする。

株主資本コスト  $k$  は CAPM によって推定する。株式投資収益率は青淵(2008)に倣って4.0%、リスク・フリーレートはわが国の10年物長期国債利回りの5年平均値を使用している<sup>8</sup>。

## 2 回 帰 式

本研究で用いる回帰式は以下に示したとおりである。独立変数は期首純資産簿価および当期利益を用いて算定した超過利益の現在価値合計、従属変数は各期の決算日における株価に発行済み株式数を乗じて算出した株式時価総額である。なお、独立変数および従属変数の規模を除去する目的で、それぞれの変数は期末総資産で除している。

$$\frac{MV_t}{TA_t} = \alpha + \beta_1 \cdot \frac{B_{t-1}}{TA_t} + \beta_2 \cdot \frac{(NI_t - B_t \cdot re)}{TA_t}$$

$MV_t$  :  $t$  期の株式時価総額

$B_t$  :  $t$  期の純資産簿価

$NI_t$  :  $t$  期の当期利益

$re$  : 株主資本コスト

$TA_t$  :  $t$  期の総資産

回帰分析に際しては外れ値を考慮する必要がある。本研究では全サンプルを用いて回帰分析を行い、残差の標準偏差の±3倍を超えたサンプルを外れ値として認識する。それらをサンプルから除外した後、再度回帰を行う手法を用いる。

## 3 サンプル

本研究は2004年度から2008年度までの5期間における東証第1部上場3月期決算の製造業を対象としている。株主価値の推定に必要な連結財務データおよび株価データは日経 NEEDS-Financial QUEST から入手した。

日経 NEEDS-Financial QUEST にリストアップされた東証第1部上場の製造業は824社である(2009年12月10日現在)。このうち、①3月期決算以外の企業、②株主価値の推定に必要な諸情報(純資産、当期純利益、株価等)が連続して取得できない企業、③純資産額が1期でも負の値となった企業、④決算期変更を行っている企業についてはサンプルから除外した。その結果、最終サンプル数は647となった。これら企業を実質無借金企業と有借金企業に区分したところ、どの年度においても概ね4:6の割合で推移していることが確認された(表1参照)。なお、2008年度(2009年3月期)には実質無借金企業が前年度より約10%減少している。2008年9月のリーマン・ショックに端を発した株価下落によって保有する有価証券の価額が下落したか、もしくは急激な消費の落ち込みや回復の遅れに備えて有利子負債で資金の手当てを行った企業の影響が現れているものと思われる。

サンプルのうち、手元資金超過額(手元資金が有利子負債を上回った額)が最大の企業は5期連続して武田薬品工業である。2007年度の手元資

表 1 サンプル (n : 647) の内訳

年 度	2004	2005	2006	2007	2008
実質無借金企業	257	268	266	272	244
有借金企業	390	379	381	375	403

金超過額は 1 兆 7,000 億円に迫る額であった。ただ、2008 年度は有価証券の貸借対照表価額が前年の 1 兆 4,500 億円から 5,300 億円へと減少したこともあり、手元資金超過額は 7,500 億円にまで減少している。パナソニックや京セラ、アステラス製薬などの企業が武田薬品工業に続いている。一方、純有利子負債額（有利子負債から手元資金を控除した額）が最大の企業は、5 期連続でトヨタ自動車である。2006 年度以降、その額は約 10 兆円弱で推移している。トヨタ自動車に続いて日産自動車や本田技研工業が名を連ねるが、純有利子負債額はトヨタ自動車の約 2 分の 1 程度となっている<sup>9</sup>。

### III 分析結果と含意

#### 1 基本統計量

表 2 は本研究のサンプル (n : 647) における基本統計量を示している。株式時価総額、純資産簿価、超過利益はすべて期末総資産で除して規模の相違を除去している。2008 年度の超過利益の現在価値合計 (AR) では平均値が負の値を示して

表 2 基本統計量

(n : 647)

年 度	変 数	最小値	最大値	平均値	標準偏差
2004	P/TA	0.1123	5.3048	0.6831	0.4761
	B/TA	0.0288	0.9414	0.4583	0.1885
	AR/TA	- 7.3270	5.5014	0.4581	0.9979
2005	P/TA	0.2001	14.3792	0.9085	0.7746
	B/TA	0.0813	0.8474	0.4539	0.1764
	AR/TA	- 8.0283	6.8512	0.4458	1.1388
2006	P/TA	0.1512	8.5235	0.7794	0.5729
	B/TA	0.0582	0.9373	0.4826	0.1791
	AR/TA	- 6.8156	6.6857	0.5013	0.9845
2007	P/TA	0.0624	3.0339	0.5393	0.3679
	B/TA	0.0731	1.038	0.5185	0.1858
	AR/TA	- 4.0469	4.4181	0.3549	0.9352
2008	P/TA	0.0000	1.8185	0.3909	0.2677
	B/TA	0.1120	1.2580	0.5737	0.2052
	AR/TA	- 9.4083	3.8056	- 0.7487	1.6187

P/TA : 株式時価総額 / 総資産

B/TA : 期首純資産簿価 / 総資産

AR/TA : 超過利益の現在価値総計 / 総資産

いる。超過利益の算定を当期利益に依拠していることにその要因があるものと推察される。

#### 2 変数間の相関

表 3 は実証に用いるサンプルの変数間の相関を示している。P は従属変数である株式時価総額を、独立変数である B は期首純資産簿価、AR は超過利益の現在価値合計を表している。相関分析の結果から、変数間において多重共線性を考慮する必要はないものと思われる。

#### 3 分析結果

サンプルにおける 5 期間 (2004 ~ 2008 年度) の回帰結果が表 4 に示されている。2004 年度から 2007 年度にかけて回帰決定係数の向上が確認される。財務リストラが一段落するとともに緩やかながら景気の回復の兆しが見えてきたことで、企業の資金に関する方向性が示されはじめたことによるものと考えられる。2008 年度の回帰決定係数が一転して前年より下がったのはリーマン・ショックによる株価下落の影響等により、多くの企業が赤字決算となったことに起因するのかもしれない。本研究では当期利益が永続するとの前提で株主価値の推定計算を行っているため、株主価値が他の年度よりも過少に求められた可能性がある。ただし、その真偽の判断にはデータ蓄積のためあと 1 ~ 2 年の期間を要する。

表 3 変数間の相関

	年 度	P/TA	B/TA	AR/TA
P/TA	2004	1		
	2005	1		
	2006	1		
	2007	1		
	2008	1		
B/TA	2004	0.3936	1	
	2005	0.2766	1	
	2006	0.3543	1	
	2007	0.4073	1	
	2008	0.4871	1	
AR/TA	2004	0.1089	0.0875	1
	2005	0.3745	0.1553	1
	2006	0.4713	0.1419	1
	2007	0.6132	0.1000	1
	2008	0.2946	- 0.2223	1

P/TA : 株式時価総額 / 総資産

B/TA : 期首純資産簿価 / 総資産

AR/TA : 超過利益の現在価値総計 / 総資産

表4 回帰結果

年度	区分	n	$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	adj. $R^2$
2004	全企業	647	- 0.083 *** (- 3.175)	0.376 *** (14.307)	0.064 ** (2.448)	0.255
	実質無借金企業	257	0.000 (- 0.008)	0.239 *** (3.750)	2.519 *** (10.168)	0.312
	有借金企業	390	- 0.291 *** (- 12.008)	0.213 *** (7.914)	0.017 (1.136)	0.141
2005	全企業	647	- 0.050 ** (- 2.433)	0.209 *** (10.019)	0.295 *** (13.778)	0.343
	実質無借金企業	268	0.092 * (1.701)	0.096 ** (2.045)	0.362 *** (10.303)	0.293
	有借金企業	379	- 0.162 *** (- 5.572)	0.146 *** (4.597)	0.191 (7.696)	0.164
2006	全企業	647	- 0.042 * (- 1.727)	0.288 *** (11.759)	0.425 *** (15.890)	0.414
	実質無借金企業	266	0.090 (1.629)	0.186 *** (3.855)	0.517 *** (14.518)	0.468
	有借金企業	381	- 0.170 *** (- 6.021)	0.199 *** (6.379)	0.339 (12.082)	0.325
2007	全企業	647	- 0.047 ** (- 2.131)	0.332 (15.041)	0.573 (24.794)	0.597
	実質無借金企業	272	0.077 (1.308)	0.289 *** (5.692)	0.621 *** (17.205)	0.542
	有借金企業	375	- 0.175 *** (- 6.173)	0.261 *** (8.253)	0.447 (15.633)	0.458
2008	全企業	647	- 0.059 ** (- 2.359)	0.494 *** (18.631)	0.534 *** (15.705)	0.470
	実質無借金企業	244	- 0.021 (- 0.214)	0.679 *** (8.084)	0.459 *** (8.275)	0.261
	有借金企業	403	- 0.196 *** (- 6.374)	0.385 *** (10.720)	0.306 *** (8.778)	0.291

それぞれ上段は係数を、下段はt値を表している。

\*\*\*は1%水準で有意、\*\*は5%水準で有意、\*は10%水準で有意であることを示している。

また、サンプルを手元資金と有利子負債の差額の符号で切り分け、実質無借金企業と有借金企業に分類した回帰結果を観察すると、2004年度から2007年度の4期間では前者の回帰決定係数が後者のそれを上回っていることが確認される。この結果は、単年度のサンプルで検証を行った青淵(2008)の結果と一致する。すなわち、実質無借金企業と有借金企業で比較を行うと、市場は有借金企業よりも実質無借金企業の価値を正しく評価していることになる。市場は実質無借金企業が有する手元資金超過額を、「使途の定まっていない、経営者が自らの満足のために保有している資金」として捉えているのではなく、将来の成長に繋がるM&Aのための資金や、経営環境の急激な変化にも耐えて企業の持続性を保証するための資金と考えているのかもしれない。一方、有借金企業については、調達資金がもたらす成長への期待や金

利負担が企業業績に与える負の影響が入り交じり、結果として投資家のポジティブ思考とネガティブ思考の交錯が株価の説明力を低下させた原因なのではないかと考えられる。

特筆すべきは2008年度の結果であろう。サンプル期間中で唯一、有借金企業の回帰決定係数が実質無借金企業のそれを上回っている。前述のとおり、2008年度の回帰決定係数は前年度までから一転して後退しており、リーマン・ショックが影響していることは間違いなさそうである。ただし、説明力0.03の差について、2008年後半の株価下落および急速な消費の冷え込みが結果に影響し、それまでと異なる結果(有借金企業の方が高い株価説明力を有する)を示しているのか、それとも0.03が誤差の範囲であるかは精査を行わなければ結論を導くことはできず、課題として残されることになる<sup>10</sup>。

#### IV 今後の課題

本研究は青淵（2008）の追試としての機能を有している。青淵が単年度ベースで行った実質無借金企業と有借金企業の市場の評価に関する実証分析を、有利子負債が増加傾向に転じた以降の5期に拡大することで、青淵の結果が2006年度（2007年3月期）に限定されるものではないことを確認した。加えて、有利子負債額が増加し、その活用方法に企業で温度差が見られはじめる中、株主価値の株価（株式時価総額）説明力が向上していることも明らかとなった。

一方で、青淵（2008）は実質無借金企業のサンプルおよび有借金企業のサンプルをそれぞれ4つ（計8つ）に分割し、それぞれの区分において回帰分析を行っているが、本研究ではその検証までは行われていない。手元資金超過額が最大の武田薬品工業や純有利子負債が最大のトヨタ自動車に対する評価が、手元資金が有利子負債よりわずかに大きい（小さい）企業のものと同様であるとは考えられず、投資家は手元資金超過額や純有利子負債の多寡を企業評価においても用いているはずである。本研究では手元資金と有利子負債の差額を符号という客観的な物差しを用いてサンプルのセグメントを行っているが、結果の頑健性を高めるには、符号のみならず規模を要素に加えるべきであることは論を俟たず、その検証が今後の研究課題として残されている。例えば、サンプルを手元資金超過額の大きい方から順に並べ（末尾は純有利子負債額が最大の企業）、それを五分位に分けた後、第1五分位と第5五分位の結果を比較する方法が考えられる。

また、サンプルのセグメントにあたっては、手元資金が有利子負債よりわずかに大きい企業と小さい企業をどのように扱うかが問題となる。これらの企業が実質無借金企業となったのか有借金企業となったのかについては、意図した結果というよりも偶然であったと考える方が自然である。実質無借金経営を目指していたことは間違いなからう。しかし、経済環境の急変によって株価が下落し、事前の予測に反して手元資金が減少した結果、実質無借金企業から有借金企業となることもある。

実質無借金と有借金の境目に焦点をあてた研究は、何らかの示唆を我々に提供するかもしれない。

近年の急激な環境変化は企業における負債の活用には様々な影響を与える。2000年以降、M&Aに関する法整備がなされた結果、かつてのように自社の中で時間をかけて新規事業を構築することは少なくなり、M&Aによって周辺領域を自社内に取り込む企業が増加している。そのような企業にとって買収資金を常に用意しておくことは必至であろう。M&Aでは企業買収によって手元資金が減少するのみならず、連結決算の対象となる買収先企業に多額の有利子負債が存在した場合には、たとえ自社が無借金企業であったとしても有借金企業へと変化するのである。単年度ごとに並べられたサンプルを一括して扱うのではなく、例えば常に有借金の企業、常に実質無借金の企業、有借金から実質無借金に変わった企業、実質無借金から有借金に変わった企業、有借金と実質無借金の状態が頻繁に入れ替わる企業、有利子負債がゼロの無借金企業、などの基準を設けて分析することで、実質無借金企業や有利子負債を活用する企業に対する新たな評価が可能となるだろう。

#### 注

- 1 データは日経 NEEDS-Financial QUEST により取得した。サンプルは2000年度から2008年度まで9期連続してデータが取得可能であり、決算期変更を行っていない1,445社（製造業772社、非製造業673社）である。
- 2 日本経済新聞2005年7月24日朝刊参照。
- 3 日本経済新聞2006年8月25日朝刊参照。
- 4 村上世彰氏は2002年1月31日、東京スタイルに対し株主提案権を行使して増配および自社株買いの要求を行った（日本経済新聞2002年2月1日朝刊参照）。また、ステイール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドは2007年4月26日に因幡電産へ、同年4月27日に江崎グリコへ株主提案による増配を要求している（日本経済新聞2007年4月27日朝刊、日経産業新聞2007年5月2日参照）。
- 5 青淵（2008）の回帰結果では、独立変数のすべてのパラメータは1%水準または5%水準で統計的に有意であることが示されている。
- 6 日本経済新聞2009年6月20日朝刊参照。なお、2009年3月期を対象とした日本経済新聞社の調査（サンプル数1,561社）では、企業の公表する決算短信に有利子負債（短期・長期借入金、CP、社債）が開示項目として示されていない場合や合計額が100万円未満の場合も無

借金企業と定義している。

- 7 例えば、2001年3月期における東証第1部上場および第2部上場の一般事業会社1,340社を対象として行われた青淵(2003)の研究では、超過利益として実績利益を用いたモデルの回帰係数は0.618、1期先アナリスト予測利益を用いたモデルでは0.651、1期先および2期先アナリスト予測利益を用いたモデルでは0.697を示している。青淵(2003)では、超過利益の算定に当たり当期利益ではなく税引後経常利益を用いている。分析対象であった2001年3月期は景気の低迷や財務諸表の開示制度変更などにより、特別損益項目で多くの修正がなされたことを考慮したことによる。
- 8 国債利回りの平均値は、1.304%(2004年度)~1.539%(2008年度)となっており、株主資本コストの計算にはそれぞれの年度で求められた国債利回りをリスク・フリーレートとして採用している。
- 9 本研究で示した手元資金超過額や純有利子負債額の順位はサンプル647社の中でのものである。企業規模の除去を行っていないことや3月期決算以外の企業が含まれていないことに留意されたい。
- 10 当該の精査および解釈については、本研究の対象とはしておらず、別の機会に検討したい。

#### 参考文献

- 青木茂男(2008),『要説経営分析(3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(2008),「実質無借金経営企業における株主価値の株価説明力」『年報経営ディスクロージャー研究』第7号, 1-10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。
- 小林啓孝(2001),『事業再編のための企業評価』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』森山書店。
- 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。
- 八重倉孝・若林公美(2008),「企業評価モデルのインプットとしての利益の検討——包括利益と純利益の比較」『会計』第174巻第5号, 59-74頁。
- 若林公美(2002),「包括利益情報に対する株式市場の評価」『会計』第162巻第1号, 81-94頁。

- 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.
- 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.