

## 企業評価の現状と動向

東京国際大学教授

青木茂男

青木 ご紹介いただきました東京国際大学の青木でございます。鈴木先生には過分なご紹介をいただきまして恐縮しております。

実は、今日は学生諸君が主体なのかと思いましたが、先生方がたくさんおられて大変緊張して困ったなという気持ちであります。しかし、このような機会を与えていただきましてありがとうございました。

ご紹介いただきましたように、経営分析の研究は私のライフワークとして勉強しております。その中で企業評価というのも1つの研究テーマとして勉強してまいりましたが、このような機会を与えていただきましたので、日ごろの私の考えていることを少し述べさせていただきますと思います。

ただ、新しい指標をご紹介するというのではなく、企業評価とは一体どのようにされているのかという現状分析、あるいはその企業評価をまとめてみたい、そのような立場でお話をさせていただきたいと思います。

最近、企業評価という言葉をよく聞きます。企業評価を高めるように経営をしなければいけないという話もよく聞きます。あるいは、株主価値という話もよく聞きます。話が混同するといけないので、初めにそこをはっきり分けておかなければいけないと思います。

タイトルに企業評価と書いてありますが、企業評価には二つの意味があります。この経営研究所でおやりになっている多面的企業評価指標の研究開発というプロジェクトは、そのうちの一つの領域であります。つまり、先ほども天笠先生からお話がありましたように、財務の側面、経営の側面、情報の側面など企業はいろいろな側面を持っておりますから、それらの多面的なものを1つにまとめ合わせて、どのようにしていい企業だとか悪い企業だとか評価するのか。そういう考え方でありまして、ですから、総合的な評価というのは金額で表すものではなくて、ランキングスコアで表すというのが基本的な考え方になるのだらうと思います。

もう一つは、最近、新聞などでご覧になるように株主価値経営、会社は株主のものか、経営者は株主からお金を預かっているのだから株主のためになるように、すなわち企業の価値あるいは株主価値を高めるように経営しなければならない、ということが言われるように株主価値の計算に関わるものです。株主価値というのは金額で計算できるものでありまして、その株主価値の計算という側面が企業評価の中でも使われております。それは、例えば配当金から企業価値を計算するとか、キャッシュ・フローから計算するとか、あるいはオールソンモデルなどと言われることがあります。そのような手法で計算する。例えば、企業を買うとしたらいくらで買えるか。企業の価値を金額で表すというのがこちらでございます。ですから、こちらは財務データが中心になります。企業評価には二つの意味があるんだということを初めに申し上げておきたいと思います。

企業の総合評価のほうに戻りますと、やはり財務の問題が中心にはなりますが、しかし財務だけ

ではなくて人の問題とか製品の問題とか、数字に表せないものも何とか苦労して工夫して数字に表そうという試みがされております。

あるいは、財務の問題だけを見ても財務指標がたくさんあります。ある会社を見て、すべての指標が同じ方向を向いていればいいのですが、上を向いたり下を向いたりしていますが、そんなときに全体としてどう判断したらいいのか、ということが当然起こってまいります。そんなときにも全体をまとめて判断する。そんなことが総合評価でございます。これは日本では30年ぐらい前から研究が盛んになっております。

それから、先の問題に戻りまして、企業価値のほう、金額の計算でございます。スライドの一番下に書いてありますように、マーケットで取り引きされている株価というのは、企業の価値、本源的な価値、イントリンシック・バリュー (intrinsic value) ともいいますが、本源的な価値にいろいろなノイズといいますから、人気とか、そういう要素が加わって決まります。

基本的には、株主の価値を高めたら株価が上がりますから、経営者は株主価値を上げなければいけないと言われております。そういう意味では株主価値、あるいは企業価値をどのように計算するかということとはとても大事なことですが、スライドの2番目に書いてあるように、企業の合併とか企業再編とかの場合に企業の価値、値段を明らかにする必要があるということで、この問題も最近是非常にホットな問題であります。特に、会計学でも実証分析をやっている研究者とか企業の財務の人たちはここに非常に関心を持っております。

また、話を総合評価のほうに戻したいと思っております。企業のいろいろなファクターを一つにまとめてしまおうというわけですが、普遍的な方法は残念ながらまだ開発されておられません。いろいろなモデルは開発されていますが、そのモデルさえあればどこへ行っても大丈夫だというようなモデルは残念ながらありません。企業はいろいろな側面がありますから、それらの側面を全部一つにまとめるのに普遍的なものというのは基本的にはないわけでありまして。

それに、総合評価はいいとか悪いとか言うわけですが、いいとか悪いというのは人の価値観でございますから、時代によって価値観は変わりますし、測定する人によって価値観は変わりますから、基本的には普遍的なものはないということでございます。ついで総合評価を方法的に見ますと、これまでいろいろ開発された総合評価の方法がございます。一つには経験値で、直感によってこれは20%のウエートをつけよう、これは30%のウエートをつけるという方法があります。科学的根拠なしですが経験値としてつけて全体をまとめるというようなやり方です。もう一つには、数式モデルといいますが、統計処理をして、なるべく人の判断が入らないようにして全体を一つにまとめ上げようという方法がございます。数式モデルによるほうが難しそうで、より価値があるように思われますが、しかし、実際には前者のほうが主流で使われております。実務でも多く使われております。その理由としては数式モデルですと、先ほど申し上げましたように、時代が変わればあるいは価値観が変われば、いろいろ変わってまいります。また数式モデルというのは基本的には多くのデータをサンプルとして数式を組み上げていくわけですから、データの母集団、データのサンプルが変われば結果が変わってまいりますから、これといったものがなかなかできない、というのが現状だろうと思っております。

次に、総合評価は一体どんなふうに使われているのか、目的別に分けてみたいと思っております。そうすると、一つには後からご紹介しますが、日本経済新聞社が実施しているように良い会社、悪い会

社のランキングをする。ランキングをするという意味で使われることがございます。

日本経済新聞社のランキングは、それでどうしたというわけではなく企業をランキングしてみたというだけのことでございます。

それから信用力判断、これは実務でも使われておりますが、ランキングを出して、あるスコア以上は大丈夫だ。例えば、お金を貸しても大丈夫だ、つぶれないだろう、そういうような信用力判断、このために総合力、総合的評価をする。

それから、同じように倒産の予測。この会社はつぶれる心配はないだろうかと評価する。やはり総合的評価の範ちゅうだろうと思います。あとは粉飾を発見する。企業の財務諸表を全体的に見て、この会社は粉飾していないかどうか。そんな使われ方がございます。

総合評価のためにどんな指標が使われるかという、財務データだけで総合評価をするという総合評価の仕方がございます。それに先ほどの経営力とか情報とか、それに財務データ以外のものも付け加える、そういう総合評価の仕方もございます。いろいろな試みがされております。

先ほどの経験値による総合評価をご紹介したいと思います。どんなようなモデルが開発されているのかを見てみたいと思います。古くは、1919年、ちょうど近代会計学が出てきたのはこの頃ですから、近代の会計理論が形成されたと同じ頃ですが、やはり企業を総合的に評価したいという要求がありまして、A. ウォールという人が、去年に松尾先生もご紹介されておりますが、総合評価をした。これは、非常にシンプルな方法でおこないました。それから、日本のある地方銀行でやっているような方法、日本の大手信用調査会社がおこなっている方法、コンピュータソフトの粉飾可能性発見モデル、財務分析システムなどもよく使われております。

総合評価の一環として考えていだろうと思いますのは、債券の格付け、これも総合評価の一つだろうと思います。それから、バランス・スコアカード、これはあとで松尾先生が詳しくお話しされるようですから、私はあまり触れないでおこうと考えております。

以上のように経験値で評価する方法に対して、統計的に処理する方法がございます。一番よく知られているのが、日本経済新聞社が毎年CASMAとPRISMというランキングを出しているモデルです。CASMAというのは財務データだけで企業を総合評価する方法でありまして、PRISMというのは財務データに環境要因とか企業の経営者要因とか財務データ以外のものも合わせてランキングにする方法でございます。

二番目には、絵で描くとわかりやすいものですから絵で描く、図で表すという試みも幾つかされています。

三番目には、倒産予測。まず、古典的なアルトマンのモデル、これは外国で開発されたモデルです。それから、日本大学の白田先生が開発した倒産予知モデル。この算式に当てはめれば会社の倒産が予測できる、それも一つの総合評価です。

また、ある市場調査会社のモデルは1年以内の倒産確率を出す。それから、倒産予知アラーム管理（あらかん）とよく言われていますが、これも広く使われている企業の倒産予測モデルでございます。そのようなところが企業の総合評価でございます。

それに対して初めに申し上げました、金額で評価する、お金の換算する、企業の値段はいくらという評価があります。上記の総合評価とは全く違う話ですが、企業を総合評価する際に金額で評価する企業価値を取り組むと、またおもしろいモデルにもなるような気もいたします。

企業価値の計算というのは平たくいいますとバランスシートの左側の資産を無形のものも入れて時価評価するというものとお考えいただいてよいと思いますが、そこからバランスシートの貸方の負債を引いたら株主価値ということです。負債というのは時価も帳簿に載っている金額も同じですから、企業価値を計算するということは株主価値を計算することと同じであります。それを株数で割れば1株当たりの価値です。

企業価値の計算は、企業の総合評価とは少し話がずれますが、基本的には三つの方法があります。一つは利益とかキャッシュフローとか、そういうフローで計算する方法です。二つには、ストック、つまりバランスシートの純財産で見る方法。三つには、よその会社と比べて、よその会社の企業価値に比べたらうちはいくらぐらいかな、という他社と比べてみる方法。そんな方法がございます。これは今日のプロジェクトのメインテーマから少しずれますので簡単にしておきたいと思います。

以上が全体的な話ですが、もう少し詳しく検討する各論に入ってまいりたいと思います。1919年にA. ウォールが、信用調査会社で働いていたんだそうですが、アメリカ人ですが、やはり考えることは同じでありまして、いろいろな財務の尺度をやはり一つにしたいと考えていた。その人は自分の経験値の中からいくつかの財務の比率を考え出しまして、これが大事だと考えた7つほどの財務比率にウエートをつける。例えば流動資産と流動負債の割合、流動比率、これは会社がつぶれないかどうかのわりとシンプルな尺度ですが、これにウエートの25%をつけよう。あるいは、固定資産をどのくらい自己資本で賄っているのか、これにウエート15%つけよう、といった具合です。

ウォールは自分の仕事の中から比率を直感で出した。それに一定の基準値、これは何パーセント以上が望ましいという基準値を出しておきまして、それと比べて全体をスコア化するというをやっております。

しかしこれは、実はあまりはやらなかったそうです。なぜはやらなかったかということ、比率を選んだのも直感だし、ウエートをつけたのも直感ですから、人が納得してくれなかったのだと思います。しかし、それが企業の総合的な評価の始まりであります。決して、統計的なモデルでも何でもないのですが、やはり総合的に評価したいという意向は昔からあったということだろうと思います。

それに対して、これは日本で現代でも使われている方法ですが、ある地方銀行は会社を全体的に良い会社か悪い会社を判断する。財務評価の部分に56%のウエートをつけ、財務以外の要素に24%のウエートをつけ、この会社といか程取り引きしているかという取り引き要素に20%のウエートをつけて判断しようという具合です。何点以上だったら取り引きを進めようとか、ちょっと腰を引いて取り引きしようとか、いろいろ考えるわけです。

その中の財務評価というのはスライドにいろいろ書いてあります。債務償還能力とか安全性、収益性、成長性、規模、こんなものが財務評価です。財務評価の中では具体的な指標としては14個の指標を使うそうです。非財務的な指標は8個の要素を使う。取引評価には4個。全部で26個の評価で判断する。

財務評価のうち、安全性だったら例えば自己資本比率で、自己資本比率というのはバランスシートの純財産を資産総額で割ったものですが、その自己資本比率が高いと会社はつぶれにくいということですが、自己資本が資産総額の半分以上あったら8点で、40%~50%の間は7点、そのようにしてすべての尺度、26の尺度をスコア化する。その合計スコアを一定の範囲、例えば5段階とかにして上のほうのランクに入った企業は積極的に取り引きを推進しよう。それからうんと低いところ

は消極的にいこう、そのような形で総合評価をしていく。

ただ、その際の項目の選定だとかウエートづけというのは、銀行が長い間の経験の中から選んだものであって、決してコンピュータではじき出したものでもなんでもないと言えるだろうと思います。その意味で本質的にはA. ウォールと同じです。

それから、スライドにある大手の信用調査会社、日本で一番の大手の信用調査会社ですが、この調査レポートを見ますと財務評価の部分が61%のウエートと載っています。財務以外のウエートが39%です。財務の中では資本構成が12%のウエート、その他は規模、損益、資金ですね。バランスシート、会社の大きさ、損益計算書、お金（キャッシュフロー）そんなものをウエートづけています。

財務以外のものでは会社の業歴、創業何年ぐらいたつかという業歴、それから経営者、経営能力、やり手かどうか、企業の活力、こんなことをスコア化しています。

つぎに市販されているコンピュータソフトですが、粉飾可能性発見モデルがありまして、業界の平均値と比べたり、いろいろな財務比率間の矛盾から粉飾の可能性を推計する。損益計算書とお金の出入りの関係だとか、売掛金が増え過ぎていないかとか、在庫が増え過ぎていないかとか、経営分析をおこなって、会社の決算書を分析して問題がありそうなところをチェックして粉飾の可能性をチェックする。それも総合評価の一つなんだろうと思いますが、そんなモデルもあります。

また、コンサルティング会社が販売している財務分析システムもウエートは経験値でつけています。財務内容ではバランスシートのウエートが4割、損益計算書が3割、会社の規模3割という具合に財務データだけでやっております。そのほかの要素は全く入っておりません。

粉飾可能性発見モデルと財務分析システムは財務データだけありますがウエートづけは経験値の中からやっています。

それから、債券の格付けです。最近、会社が社債を発行するときは必ず格付け会社の格付けを取らなければいけないことになっています。格付け会社はこの会社は絶対につぶれない、つぶれるかもしれない、ということの評価します。それをAAAとかAAとか20ぐらいのランク付けをします。会社は社債を買ってもらうときに、うちのランクはどの程度かということの評価してもらいます。

余談ですが、最近、大学でも格付けをとる大学が増えてきまして、AAだから大丈夫だというようなことも言われています。

格付けの特徴は、財務データだけではなくて、財務データと財務データ以外の両方の要素を考慮しているところです。スライドにはいろいろと書いてありますが、財務データ以外は経済環境とか業種の特長とか、ここに書いてあるようなものがいろいろ考慮されております。これをどのように一体化してAAAとかAAとまとめるかといいますと、財務データのいろいろな比率をならべておいて、一方で先ほどの定性的な要素を見て、何人かのチームでこれはAAAかなAAかなと、こういうふうにして、鉛筆をなめて、そしてランク付けをしております。

そういう意味では客観的ではないのですが、しかしその裏には経験に裏付けられたものがありますから、それはそれで信頼できるものなのだろうと思います。

格付け会社が使う財務データをスライドに示しました。売上高とか営業利益があります。売上高というのは規模ですね。それから、利益、キャッシュ・フロー、自己資本、借入金、利益率ですね。利益は利息との関係とか、そのような多くの財務数値が使われています。そんなことで格付けを判

断しております。

スライドのバランスト・スコアカードは松尾先生がおやりになります。これまでの総合評価は企業外部の人が、その企業を格付けする、ランクづけするというのがこれまでお話を申し上げたものなのですが、このバランスト・スコアカードというのは企業が自分の内部の経営のバランスをとって、経営戦略を日常業務に落としこむという経営のツールであることだろうと思います。これはいずれあとで松尾先生が詳しくおやりになると思います。

これまでは経験値で総合化するという話でした。実務でもよく使われている総合化の方法であります。しかし経験値というのは客観性がありません。経験に裏付けられて、それなりの重みがあるんですが、客観性はありませんから、統計処理をして評価をしよう、総合的にランクをつけようということが当然に考え出されるわけです。よく知られているのが日経のCASMA、すなわち多変量解析法による企業評価システムです。これは財務データだけでランキングをつける。企業の値段をつけるわけではなくて、ランキングだけです。良いとか悪いとか、これはスコアが高いとか低いとかであって、値段をつけているわけではありません。

また、財務データにいろいろな定性要因を加えたものがPRISMと言われるものでありまして、日経は毎年公表しております。CASMAは次の手順でおこなっています。まず、良い会社と悪い会社を実際に選び出すんです。ここは判断なんです。良い会社とか悪い会社というのは第一次的に主観的判断で選んで、良い会社のグループと悪い会社のグループに日経の新聞記者が直観で区分けしてそこから統計処理します。統計処理数式モデルとはいえ、ここは判断なんです。日経の記者が良い会社を50社、悪い会社を50社選びます。次に良い悪いというのはどんな財務指標で見るのかなというので15ぐらいの財務指標を選ぶんです。これも判断なんです。財務的に良い会社か悪い会社を選ぶのが判断。これから15ぐらいの比率を選ぶのも判断なんです。その二つのところは判断なんです。

そして、15もの指標があるとやりにくいものですから、それを因子分析という方法で4つにまとめてしまう。15の指標の情報量がなるべく含まれているように、失われないように4つの指標にまとめてしまう。それをサンプルの100社の企業について4つにまとめた指標を良い会社と悪い会社へ最もよく区別するように判別分析という方法で分けるんです。ここは統計する。判別分析という統計処理で分けて、そして判別式というのをつくって、それに実際の会社をあてはめてみてスコアを出してランクづけするというのが日経のCASMAのやり方です。

PRISMは基本的には同じですが、違うところは定性要因、社会性、柔軟性、開発研究、それから若さ、そんな定性要因を取り入れるんです。定性要因というのはもともと数字を持っていませんが、それを5段階評価して、ここは判断なんだろうと思うんですが、5段階評価して、5段階評価してしまえば数字になりますから、それを取り入れる。あとはCASMAと同じようなやり方でと評価するということです。

ですから、統計処理といって、いかにも客観的そうですけども、優れた会社を選ぶというのは、ここは主観なんです。ですから、評価の全プロセスにおいてまで客観的だというわけではありません。

実は、いろいろな尺度を出すのも大変だからというので、目で見てすぐわかるようにしようという試みが（最近はあまりやっていないんですが）ひところ非常に試みられました。例えば、人の顔

で表してしまふ。経常利益がうんと増えると髪がフサフサしてくるんだそうです。それから、営業利益がうんと増えると眉が上り上がるんだそうです。人の顔を見てわかりやすい。こういう試みがされております。

ここで、眉を何度ぐらいつり上げるかというのは、鉛筆をなめて数値化しておいて、何パーセント以上になったら眉を何度つり上げようということによってやっております。利益の伸びが何パーセント以上伸びたら髪をうんと厚くしようとか、ちょっとしか伸びないと髪を薄くしよう、そんなことでわかりやすい。

人の顔で表わす方法をフェース分析といいます。10年ぐらい前に使われていたやり方です。スライドの右側のほうが、これは今もやっているんですが、りそな銀行の方式ですね。(元のあさひ銀行)「あさひ」ですから、朝日が上がるようにつくっているんですが、これは財務データだけですが、収益性がよくなると輝きが強くなります。生産性というのは一人当たりの売上高です。生産性が低いと雲が多くなり、海面からお日様がたくさん上がると安全度が高い。安全度が悪くなると海面に沈んでしまふ、海面にはお日様が反射すると成長する、そんなことです。標準の場合は細い線、優良の場合は太い線、長い線というような工夫もされております。

ただ、これは統計処理が難しいという話ではなくて、数値を絵で表したということだけでございます。

一方で、倒産予測モデルというのが考えられていまして、アルトマンの倒産予測モデルは非常に有名でございます。会計を勉強している人はみんな知っているモデルでありまして、つぶれた会社、つぶれない会社を判別分析という多変量解析にかけます。これで見ると5つほど比率を使っていますね。5つの比率を使って、スコア化する。つぶれた会社は何点以下しかとれない、つぶれない会社は何点以上という基準をつくります。これに実際の会社をあてはめて、実際の会社が6点だったら、これはつぶれないとか、実際の会社が例えば-0.3とか0.4になれば、これはつぶれそうだというような判断なのですが、これも実はそんなに使われないのです。何故かという、1971年にモデル化したときのアメリカの会社のサンプルと、今の日本の企業では違いますから、普遍性がない。いかにも客観的なモデルですけれども、あまり普遍性がないということです。

一方、先ほど申し上げました白田先生は、この方はもともと帝国データバンクにいらっしゃいましたが、同社は小さな会社のデータをたくさん持っていますから、そのつぶれた会社のデータを使ってモデルを開発されております。

白田先生のモデルは、先ほどの判別モデルと非常に似たようなモデルですね。しかし、使われている比率も判別のレベルもずいぶん違います。

倒産予測モデルについては、ここでご紹介したのはこれだけですが、実は研究レベルでいきますと、研究者レベルで試みられているのに共分散構造分析があります。それから、主成分分析という、いわゆる多変量分析の手法を使って企業を総合評価するという試みをいくつもされております。ただ、そういう試みはいずれも研究レベルであって、そのときのサンプルに使ったデータには当てはまるモデルができるわけですから、なかなか汎用的なところにはいかないというのが実際ではないかという気がいたします。ここまでの総合評価モデルのこれまで開発された、あるいは現在試みられているモデルの状況でございます。次の話は企業価値の計算ですが、こちらのほうはこの経営研究所のプロジェクトの多面的企業評価指標の研究とは直接にはつながりません。しかし、企業価値の

計算の結果が多面的評価モデルに財務データを要約したものとして入れれば、それはそれでまた一つ面白いものができるのではないかと、という感じもいたします。企業価値の計算についても最近、非常に関心が高いものですから、少しご紹介させていただきたいと思います。

なぜ企業価値の計算が、というよりも企業価値が問題になっているのかといえば、一つには機関投資家のプレッシャーが大きいということだろうと思います。機関投資家というのは年金基金、投資信託とかそういうところですが、その持ち株ウエートが非常に高くなってきている。機関投資家は運用効率を上げないと保険金や年金、投資信託の分配金を払えないものですから、投資効率を上げなければいけない。投資効率を上げるには株価が上がる、あるいは配当をたくさんしてもらわなければ困る。だから、業績の悪い会社にはもっと業績をよくして株式の価値を高くして、株価を上げてほしいというようなプレッシャーをかける。

アメリカなどは機関投資家は業績の悪い企業経営者には交代するようにプレッシャーをかけて、実際に交代させている。以前、IBMとかコダックの経営者は機関投資家のプレッシャーで首になっています。機関投資家から経営者に対して株主価値を高めるプレッシャーが非常に強いのですが、日本でも最近非常に強くなってきております。

先ほど申し上げましたように、企業価値の計算にはフロー、ストック、それから比較、その三つの方法が使われております。フローによる方法の一つに、配当が永久に続くと仮定して、それを一定の率で割り戻して企業価値を計算するという割引配当モデルと言われるものがあります。あまり使われておりませんが、一番クラシックで基本的な方法でございます。そのバリエーションとして、ゴードンモデルがあります。ここにいらっしゃる田中先生が非常に詳しいんですが、企業の成長を組み入れたのがこのモデルです。さっきの割引配当モデルで分母の割引率から成長率を引いて配当を割り引くものです。

次に、税引利益を割引く方法があります。税引利益というのは株主に帰属するものですから、利息および税金を支払った残りは株主に帰属するものですから、税引利益を資本還元する方法です。例えば、具体的に予測可能な5年間は毎年の税引利益を予測して6年目以降は同じ税引利益であると便宜上仮定して計算します。しかし、あまり理論的ではありません。

次は、会社が稼ぐ毎年のお金、キャッシュ・フローです。これを今のやり方と全く同じようにおこないます。キャッシュ・フローは利息を引く前ですと割引還元価値はバランスシートの左側の企業価値を表します。企業は負債も有していますから、企業価値から負債を引いて株主価値を計算する。そんなやり方がございます。

それから、オールソン・モデルというのは、あまりお聞きになっていないかもしれませんが、専門の方はもちろん詳しいと思いますが、株主価値計算では非常によく使われている、いまや世界で主流のやり方でございます。これはバランスシートの純財産に税引き後の営業利益から資本コストを差し引いて株主価値を計算します。税引き後の営業利益から資本コストを引く。そうすると、資本コストを超過した分の利益、すなわち残余利益が求められます。資本コストが営業利益よりも低ければ株主価値が高くなるんですが、資本コストのほうが高くなると株主価値は破壊されるというので、株主の価値を重視する立場からこのオールソン・モデルは非常によく使われています。

余談ですが、このオールソンという人は青山学院大学で開催される管理会計学会の特別シンポジウムがあって、その際にいらっしゃることになっています。



2番目はストックです。バランスシートの純財産を時価で見たり、再調達価格で見たり、帳簿価格で見たりして、それをもとに1株あたりの価値を計算する方法もあります。これは会社をそこで清算してしまうときのやり方であって、一般的な株主価値計算ではあまり使われておりません。会社を清算するようなときに限定されます。

3番目の比較ですね。いろいろな比較の仕方があります。一つは同じ業種で比べる。この業種は平均1株いくらだから、その会社はそれに比べてどうか。比べる要素としては、1株当たりの配当とか1株当たりの利益とか、1株当たりの純資産とか、そういうものです。税務署が課税する際に上場していない会社の株を計算するときには、こういう方法でやっております。

スライドにあるように、税務署も1株当りの利益は3倍していますから、税務署でも会社がもうかっているかどうかは企業価値に、株主価値に非常に影響があると判断しているのだらうと思います。利益のところに3倍のウェイトをかけております。

それから、同じ業種ではなくてよその会社と比べてみるというやり方があります。株式を上場するときの株価の決定はこの方法でおこないます。ライバル会社を使って、ライバル会社の株価がいくらか。この会社の1株当たりの純利益とか1株当たりの純資産、これで比べます。1株当たりの配当は考慮に入っていません。株式を公開していない会社は配当を恣意的におこないますし、同族会社も多いので、儲かっても配当しない企業も多いですから配当は使わないで評価しています。

それから、倍率で評価する方法があります。先日、再生ファンドのマネージャーが言っていたのですがM&Aにおいて企業評価では企業価値を営業資産とそれ以外の資産に分けて、そして合計します。営業資産の時価はEBITDA、これは償却前の利息を払う前の利益、営業利益に償却を加えた、いわゆる償却前の利益です。それがEBITDA (Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization) ですが、償却前の利益を5倍から10倍して、それに非営業資産の簿価を加えて営業資産の時価とする。バランスシートにはキャッシュフローを稼いでいる資産と稼いでいない資産がありますね。現金預金や遊休資産は稼いでいませんね。ですから、稼いでいる営業資産と稼いでいない非営業を合わせたのがバランスシートの資産の全体だと判断するんだそうです。償却前利益を5倍するという事は20% (1/5) で資本還元することと同じであり、10倍するという事は10%で還元することと同じです。ずいぶん高い利率で割引くものです。そこから負債を引いて株主価格を計算する、そんなことを話していました。

それから、あとはPERですね。株価を1株当たり利益で割って、PERは20倍でいこうと考える。ライバルの会社の株価が例えば100円なら、この会社のPERも20倍で計算すると株価はいくらになるかというのが推計される。そんな倍率でやるような方法もございます。

いろいろ申し上げましたが、少し話は進みまして実証分析のほうでは、最近では割引配当モデル(配当を一定の率で割った還元価格)とキャッシュ・フローで計算した価値、さきほどのオールソン・モデルとどれが一番株価を説明するだろうということに関心が高まっています。実証で調べてみたところ、わりと短期間ではオールソン・モデルは株価を最もよく説明するのだそうです。それからキャッシュ・フローモデルの順だそうです。割引配当モデルが一番株価を説明しないのだそうです。オールソン・モデルが一番よく説明するという事になれば、実際の株価とこのモデルで計算した株価を比べて、実際の株価よりも相対的にここで計算した金額が高い株価を買うと儲かる、というような研究が最近されております。

少し駆け足でしたけれども、そんなところがお話し申し上げようと思ったところでございます。  
総合評価と企業価値の計算は異なるものですが、一部ではつながっております。そんなことを申し上げました。

司会 青木先生、どうもありがとうございます。大変貴重なお話をわかりやすくご説明いただき、ご質問、ご意見等あると思いますが、時間も押しておりますが、質問等は後のパネルディスカッションのときにとっておいていただきたいと思います。

どうもありがとうございました。(拍手)