

# 企業価値評価モデルと資金情報の有用性

会津大学短期大学部

産業情報学科

大津 淳

# 企業価値評価モデルと資金情報の有用性

大津 淳

平成 18 年 12 月 15 日受付

## 【要旨】

これまで企業価値評価ないし株式評価と会計情報の関連性について多くの研究がおこなわれてきた。これらの分析において着目された会計情報は利益や持分簿価である場合が多く、これを評価要因として分析が行われてきた。しかし、利益や持分簿価を使った従来型の株式評価分析に加えて、企業資金の増減要因であるキャッシュ・フローに注目し、割引現在価値法による評価モデルについても検証が行われてきている。しかし、フローとしての資金情報の価値に注目が集まる一方でストックとしての資金情報を用いた評価モデルの研究はあまり行われていない。そこで、本論文ではストックとしての側面に注目してこれを評価モデルに組み込むために、資金が比較的豊富な企業群における資金情報の価値有用性について分析を行った。分析の結果資金が豊富な企業において利益や持分簿価はもちろん、ストックとしての資金情報についても価値関連性があることが明らかになった。しかし、これらの情報については相互に多重共線関係にあることが予想され、それぞれの情報についてより詳細な分析が必要である。

## 1. 企業評価と会計情報

情報技術が発達するにつれ既存の証券会社に加えて、インターネット関連の企業が運営する証券会社のような新興の証券会社が数多く設立されてきている。また、インターネットの利用者が増加し、株取引をインターネット経由で容易に行えるような環境が整えられたこと、そして国の年金不安や終身雇用制の崩壊も相まって、将来の個人資産をどのように運用すべきかに関心が絞られるようになったことで、証券市場における個人投資家の役割が非常に重要になってきている。

このように個人投資家の株式投資に対する積極的関心が向けられている中において、会計情報と株価の価値関連性についてはこれまでも多くの研究がおこなわれてきた。例えば、Ball and Brown [1968]は会計情報の内容と適時性を調査することで、会計上の利益数値の有用性に関する評価を行った。すなわち、会計情報の中でも市場成長率によるものと経営戦略の効果によるものに関する情報適時性を調査し、1946年から1966年までのアメリカにおける純利益と一株当たり利益の情報有用性を評価した。彼らは企業の利益が市場の期待する利益以上に大きい場合には正の異常投資収益率が発生する一方で、利益が市場の期待する利益以上に小さい場合には負の異常投資収益率が発生すると予測した。ここで異常投資収益率とは市場が期待する投資収益率を超えるものであり、月次異常投資収益率の推計値から算出される。月次異常投資収益率が算定される年度についてはその数値を用いているが、それ以前の年度に関しては各企業の月次投資収益率を市場の指数で回帰した推計値を投資収益率予測に用いている。この予測値と実際の測定値の差は予測誤差 (prediction error) として異常投資収益率の尺度として利用し、期待外利益の尺度については利益の変動額または市場の利益指標の変動分を除去した後の利益変動額を用いている。そして彼らは異常投資収益率の符号によって企業分類を行い、これと年間の平均異常投資収益率が同じ符号を示しているかどうかについての検証を行った。

これらの分析によって、利益変動について系列相関がないと結論づけた。これは株価に影響を及ぼす要因に関して、当期以前の利益変動に反映されている要素とは別の要素が当期の利益変動に反映している割合を異常業績指標 (Abnormal Performance Index) が示していることになる。つまり、利益変動に系列相関がある場合には、当期の利益変動が正であれば、前期の利益変動も正である場合が多いことが考えられる。当期の利益と前期の利益の公表日が離れていれば、その期間における異常投資収益率は異常業績指標に織り込まれるはずである。そのため異常業績指標によって当期の利益は過大評価されることになる。検証の結果、期待外利益の符号によって分類された企業の前年度の期待外利益はランダムであり、異常業績指標には前年度の効果を織り込んでいないことがわかった。

この Ball and Brown [1968]以降、会計情報と株価に関する論文の多くの研究の焦点は、株価またはリターンと利益の関係に関するものであった。そして、これらの研究に共通しているのは、利

益に関する公表された会計情報が入手できた場合には即座に株式市場に反映され、株価は常に利益に関する公表された会計情報が織り込まれているという前提をおく効率的市場仮説にある。すなわち、投資家は意思決定を行なう際、株価に影響を与えるさまざまな会計情報を収集し、その情報をもとに未来のある時点( $t+1$ )についての株価評価を行なう。 $(t+1)$ 時点における株価予測値を $\bar{P}(t+1)$ 、現在の株価を $\bar{P}(t)$ とすると期待収益率 $\bar{r}$ は(1.1)式で示される。

$$\bar{r} = \frac{\bar{P}(t+1)}{\bar{P}(t)} - 1 \quad (1.1)$$

一般的に収集されたすべての会計情報は完全ではないばかりか、会計情報以外の情報も株価に影響を与える要素となりえるため、この期待収益率 $\bar{r}$ は幅を持つことになる。したがって、会計情報とそれ以外の情報が完全であれば、期待収益率の幅(リスク)は狭まり、より正確な期待収益率が求められることになる。

しかし、この効率的市場仮説の検証に資本資産評価モデル(Capital Asset Pricing Model、以下「CAPM」と略)が利用されるようになった。CAPMの理論背景はリスク資産を保有する場合にはそれに見合うリスクプレミアムがなければならないということである。すなわち一般的にリスクテイカーは希であって人々の多くがリスク回避的行動をとるために、リスクを負担するに見合うリターンが必要であると考えられる。したがって、資産のポートフォリオは資産ごとに独立してではなく、分散ポートフォリオのリスクに対しどれくらい影響を与えるのかを考慮するのがCAPMである。CAPMでは全ての投資家が期待収益率、リスク資産、相関について同じ予測を行ない、同じ構成のポートフォリオを保有すること、また投資家が一般に最適化行動をとることにより均衡点で資産の需給は一致することを前提としている。これにより均衡における資産価格と期待収益率は、合理的な投資家が最適なポートフォリオにおいて保有する価格および期待収益率に等しくなる。CAPMでは大きなリスクを負担する投資家はそれに応じた期待収益率を得るべきと考えられるため、リスクの大きさは均衡における期待収益率となる。効率的ポートフォリオのリスクを $\sigma$ とした場合、投資 $i$ のリスクは(1.2)式で表わされる。

$$\beta_i = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2} \quad (1.2)$$

$\sigma_M^2$ は市場ポートフォリオの収益率の分散で、 $\sigma_{iM}$ は投資 $i$ の収益率と市場ポートフォリオの収益率

の共分散である<sup>1</sup>。さらに均衡における期待収益率（正常リターン）の  $E(r_M)$  から無リスク資産からの収益率  $r_f$  を差し引いたものが市場リスクプレミアムとなるため、投資  $i$  の正常な収益率  $E(r_i)$  は次式のように与えられる。

$$E(r_i) = \beta_i [E(r_M) - r_f] \quad (1.3)$$

このようにして CAPM では投資  $i$  の正常な収益率を、と市場リスクプレミアムによって求めるが、これ以外の収益率である超過収益率の観点から疑問が提示され効率的市場仮説の再検討が促されるようになってきた。この流れに沿うように会計学における実証研究においても、効率的市場仮説のもとでは困難とされてきた過大または過小評価された証券の発見が模索されるようになった。例えば Ou and Penman [1989] は、公表された財務諸表から抽出した財務比率のみを用いて統計データ分析を行ない、利益が変化する確率の測定値である  $Pr$  測定値を見積り、これを用いた将来利益予測モデルを呈示している。そしてこのモデルを用いた株式運用が、市場平均以上の収益率を獲得できることを証明している。この Ou and Penman [1989] のような会計情報を用いたファンダメンタル分析の可能性を指摘した論文が発表されるようになると、利益以外の会計情報の有用性にも焦点が当てられるようになり、また株式投資における会計情報の実際の有用性を探る論理的基礎が提供されるようになってきた。

そして、Ohlson [1995] が株価説明要因として、利益の他に持分簿価を加えたモデルを発表すると、多くの論文で利益に加え、持分簿価の株価説明力に関する調査が行われるようになった。この Ohlson [1995] におけるモデルの特徴は、株価を持分簿価と将来の異常利益の割引価値で評価したことにある。すなわち、Ohlson [1995] におけるモデルでは  $t$  期の株価  $P_t$  は  $t$  期の持分簿価の  $y_t$ 、および  $t$  期の異常利益  $x_t^a$  によって示される。

$$P_t = y_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t [\tilde{x}_{t+\tau}^a] \quad (1.3)$$

<sup>1</sup> この場合において、説明変数は市場ポートフォリオの収益率、目的変数が投資  $i$  のリターンである回帰係数であり、市場ポートフォリオの収益率に対する投資  $i$  の限界貢献度を示している。また、分子の  $\sigma_{iM}$  は市場の分散で標準化されているので市場全体の  $\beta_i$  が 1 になるようになっている。よって  $\beta_i$  が 1 より大きい場合には、市場が上昇したときに投資  $i$  の価格は市場の上昇率よりも大きく上昇するが、反対に市場が下落した場合には市場よりも大幅な下落が起きると期待されていることを示す値である。

このモデルが意味することは、企業価値（すなわち株価）が  $t$  期における持分簿価と  $t$  期以降の将来異常利益の割引現在価値によって表すことができるということであり、持分簿価は正常利益の代用変数として用いられていることである。

この Ohlson [1995] のモデルは、会計情報と株価が直接的な関係にあることを示したものとして多くの会計学者により注目され、このモデルを用いた様々な研究が展開されている。例えば、Frankel and Lee [1998] は、アメリカ、イギリス、フランス、カナダ、ドイツ、オーストラリア、日本の 7 ヶ国について、株式評価における利益と持分簿価の重要性を説いている。また井上 [1999] においては、日本企業についての利益と持分簿価の重要性の比較を行い、持分簿価の重要性が利益に比べ相対的に高いと結論づけている。さらに Penman [1998] においては、投資家が株式投資の基準として利益と持分簿価を組み合わせて用いていると考え、株価収益率（Price Earnings Ratio）と株価純資産倍率（Price Book-value Ratio）の重要性についての検証を行った。株価は将来の利益を予想する基礎になるものと見なされるため、現在の利益と持分簿価が株価についての情報を提供するものと考えている。すなわち、Penman [1998] は高い株価収益率は現在の利益レベルから予想される将来の利益よりも高い利益が見込まれていることを意味し、また、高い株価純資産倍率は持分簿価により予想される将来の利益よりも高い利益が見込まれていることを意味すると述べている。

Ohlson [1995] のモデルを利用したその他の研究として、Ou and Sepe [2002] では利益と持分簿価を財務諸表における重要な測定値と考えた上で、株式評価における利益と持分簿価の相対的な重要性に関する調査を行なった。その結果、Ou and Sepe [2002] では期待利益を評価分析に組み込むことで、クロスセクション変化に対し企業における将来の利益の期待値と報告された現在の利益との間の差（spread）が大きく作用するものと考え、2つの相関性を導出した。この2つの相関性と、現在の利益の価値関連性は、現在の利益と一年後の期待利益との間の関連度と正の相関関係にあること、および（利益を上回る）持分簿価の株価説明力の増加は、現在の利益と一年後の期待利益との間の関連度と負の相関関係にあるということである。

## 2. キャッシュ・フローによる企業評価モデル

これまでみてきた研究は株価の決定要因が利益のみ、または利益に加えて持分簿価を主要なものとして考え、株価との相関性に関する研究が中心であった。しかし、しばしば「利益は意見である」といわれるように、発生主義にもとづいて計算される利益はそれと同額の現金預金があることを意味しない。発生主義において収益は「財または用役の提供」と「現金ないし現金等価物の取得」の

2つを認識要件としており<sup>2</sup>、掛取引や手形取引に代表される信用取引によって行なわれた場合にも収益が認識される。また、棚卸資産や固定資産等を現金支出によって取得した場合においても、それが販売または減価償却されるまで費用化されないため、たとえ支出した期において利益が計上されていても利益と同額分の現金預金は担保されないことになる。

このような発生主義の限界を鑑みると、企業業績の尺度として利用されてきた利益や企業の清算価値と考えることができる持分簿価を中心に企業価値評価を行なうだけでは不十分であると考えられるようになってきた。特に近年の日本経済で見られるように、市場の経済環境が急速に変化する場合には発生主義にもとづく利益を中心とした業績指標に破綻をもたらすことになる。例えば次のような事例を考えるとより明確になる。ある企業における売上高が 100、売上原価が 80 である場合において、当該企業の利益として 20 が計上される。しかし、企業が仕入と売上に関して現金取引のみで行っている場合以外には、単純に 20 の利益を計上していることそれ自体によって同額の現金預金を担保していることを意味しない。特に売上に関しては掛や手形などの信用取引で行い、仕入については現金取引で行っている場合には企業の資金繰りは急激に悪化する。経済が円滑な循環過程にあれば、このような仕入と売上を行っていても次期において信用取引の決済がなされ資金が無事回収できるためさほど問題になることはないが、その循環過程が崩れた場合には資金不足が一気に顕現化することになる。

実際に 2001 年度の倒産件数は 2 万件を超えており、昨今においてその数が徐々に減りつつあるものの多くの企業倒産が起きている。倒産企業に対して信用取引を行っていた企業は、掛や手形などの信用取引すべてが不良債権となる可能性が高く、損益計算書上で毎期利益を計上していたのにもかかわらず、資金が回収できないことによって事後的に損失が発生する。そして結果的に利益を中心に企業価値を評価していた投資家にとっても評価価値の下落をもたらすため、当初の資金運用計画での利回りを確保することすら難しくなる。このように発生主義による利益について過度に信用をおいてきた反動から、会計情報の中でも特にキャッシュ・フローに注目が集まるようになった。キャッシュ・フローに関する情報においては、発生主義のような収支の期間配分を行なうことはなく、収支それ自体は各期間の営業活動を独立に認識することができるため、短期的な企業業績指標として注目されているのである。

したがって、企業価値評価の中に「現実」で理解しやすく、発生主義に影響されないキャッシュ・フローを新たな指標として取り入れることで、市場が急激に変化した場合にも有効な企業価値評価モデルを設定することが有効となってくる。この指標として特に利用される会計情報はキャッシュ

<sup>2</sup> この収益の認識基準は実現概念についての古典的見解とされており、現在は実現概念の拡張や実現可能性概念といったものを考えて収益を認識するなど、収益認識に関して解釈が多様化しつつある。この点については辻山[2002]を参照のこと。

のフローの面に着目したものであり、これを説明変数としたモデルとしては割引キャッシュ・フロー法 (Discounted Cash Flow Method) が代表的なものといえる。

割引キャッシュ・フロー法は、株主への配当の源泉となる企業の営業活動のキャッシュ・フローの現在価値を算定して、そこから負債価値を差し引くとともに金融資産の価値を加算することによって株主価値を評価するモデルである。このモデルにおいては、企業が将来期間にわたって獲得すると予測されるフリー・キャッシュ・フロー<sup>3</sup>の額を認識・評価することが重要になる。企業にとって新たな投資を行う際には、将来の数期間にわたる営業活動からのキャッシュ・フローと投資額との比較を行うことになる。新たな投資が行われればその時点でキャッシュ・アウトフローが生じるが、それ以降の年度においては投資によって営業活動からのキャッシュ・インフローも増加していると考えられる。このようにして每期予想されるフリー・キャッシュ・フローと投資額との差額をキャッシュ・フローのリスクに対して適切なものである資本コストで除したものの総和が企業の価値として算出される。

この割引キャッシュ・フロー法と同様に割引現在価値による株式評価モデルとして、配当割引モデル (Discounted-Dividend Model、以下「DDM」と略) がある。DDM はキャッシュ・フローとしての将来の配当の現在価値を求めることによって株式の評価を行なう方法であり次のように示される。

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (2.1)$$

この式の  $k$  は市場の期待収益率であり、DDM においては以下の式で求める。

$$k = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0} \quad (2.2)$$

すなわち1年後の配当金  $D_1$  と株式の価格上場分である  $P_1 - P_0$  の和を現在の株式の価格  $P_0$  で除したものがリスクプレミアムとしての期待収益率となる。このように DDM では配当と株価上昇値について投資家の期待値を得ることが重要である。しかし、将来にわたり無限の配当を予測することは実際には非常に困難であるため、この DDM に簡単な前提をおくことにより実用的なモデルとして利用できる。すなわち、配当が一定率で成長するという前提をおく一定成長モデルがそれである。

<sup>3</sup> 営業活動から得たキャッシュ・フローから生産能力を維持するための設備投資支出や追加的運転資本額を控除した後の、自由に利用できるキャッシュとして手もとに残るものである。

この配当成長モデルではゼロ成長モデルの(2.1)式の分子に成長率を加えることによって表される。配当の成長率を  $g$  とすると分子の  $t$  期の配当金  $D_t$  は

$$D_t = D_1(1+g)^{t-1} \quad (2.3)$$

と表され、(2.1)式と(2.3)式を組み合わせると次のようになる。

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g} \quad (2.4)$$

分子の配当金  $D_1$  と分母の期待収益率  $k$  は一定の値であるので、成長率  $g$  が大きければ大きいほど株価  $P_0$  は大きくなる。そして期待収益率  $k$  と成長率  $g$  が同じ値に近づくにつれて値  $P_0$  は非常に大きな値となってくる。

以上のように、DDM では将来の配当の予測値を期待収益率で割り引くことで現在の株式の価値を評価したが、割引現在価値法によって将来の利益と投資機会から株式を評価する方法も存在する。この方法による評価方法は企業の配当政策に左右されることなく企業活動のみで評価を行うことができる。このモデルにおいて配当は企業が算出した利益から新規投資の額を差し引いたものと考え、(2.5)式のように表される。

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t}{(1+k)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I_t}{(1+k)^t} \quad (2.5)$$

ここにおいて、 $E_t$  は  $t$  期における利益の額で  $I_t$  は  $t$  期における新規投資の額を示しており、新規投資の価値は正負いずれかの値を取る。このモデルにおいては単に株式が将来期待される利益の現在価値のみで評価されているのではなく、将来期待される利益から新規投資の現在価値を差し引いたものとして評価される。企業が成長段階にある場合には、投資の総額は現在の資本の水準を大きく上回るため新規投資は正となり、株式の現在価値も高く評価されることになる。逆に企業が衰退段階にあるときは、新規投資は現在の資本水準以下である事が多いので新規投資は負となり将来の生産能力は現状以下になる。したがって、衰退段階の企業の株式価値は低く評価されることになる。

さらに、これまでみたキャッシュ・フロー評価法と既に1.で述べた利益による評価法の中間的な位置づけとして EVA<sup>TM</sup> (Economic Value Added)、MVA (Market Value Added) があげられる。

EVA は経済的付加価値という企業の業績尺度である。通常、金融機関や取引先等から借り入れた他人資本の利子分は資本コスト考える。会計上はこれを費用として利益から控除することになるが、EVA ではそれに加えて株主資本に関する資本コスト( 配当) についても費用と考え利益から控除するモデルである。この EVA の計算にあたって最初に行われるのが税引後営業利益( Net Operating Profit After Tax、以下「NOPAT」と略) の計算である。NOPAT には損益計算書上の営業利益をもとにして、引当金の繰入額や減価償却などのキャッシュ・アウトフローをとみなわない費用を加え、法人税等の要支払額を控除することで算出される。この NOPAT を利用し EVA は次の式で計算される。

$$EVA_t = NOPAT_t - kINV_{t-1} \quad (2.6)$$

すなわち  $t$  期の EVA は投下した資本額  $INV$  と資本コスト  $k$  の積を NOPAT から差し引いた額で表される。資本コスト  $k$  は先に述べたように他人資本か自己資本であるかにかかわらず企業全体の資本コストであるため、他人資本の資本コストと自己資本の資本コストの加重平均資本コストを使うことになる。このようにして算出された EVA を企業価値算出に利用する場合には、将来予想される EVA の現在価値の総和を計算し、これと現在の総資産との和で求められる。

$$V = TA_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+k)^t} \quad (2.7)$$

このように EVA においても DDM 同様に将来期間の EVA を予想し、それを現在価値に割り引いて算出することになる。

### 3. 一株あたり現金預金と資金余裕企業

前節ではキャッシュのインフローとアウトフローという「フロー」面に着目したモデルについて概観した。これらのモデルは現実に目にすることができるキャッシュ・フローに注目したモデルであり、正味現在価値法による技法をそのまま適用できるため、この方法による評価は広く利用され評価モデルの検証についての研究が数多く行なわれている。しかし、フローとしての概念とは対極をなすストックとしてのキャッシュを指標とした評価モデルについては今のところあまり行なわれていないように思われる。本論文ではこのストックとしてのキャッシュである貸借対照表上の現金預金に注目し、これを利用した評価モデルを構築するために決算日において現金預金を多く保有し

ている企業に関して分析を行なうことにする。

そこで分析の第一段階として、企業が保有している貸借対照表上の現金預金と負債に注目し、その差額を純現金預金額 (Net Cash、以下「NC」と略) と定義する。NC が正であることは、企業が貸借対照表日における総負債を消却してもなお現金預金があるということであり、逆に NC が負であることは企業が貸借対照表日において手持の現金預金のみでは負債を消却できないことを表わす (図 3 - 1 を参照)。このように現金預金と負債の差額を求めた上で、NC が正である企業については資金余裕企業 (Cash Rich Company、以下「CRC」と略) と呼ぶことにする。CRC においては、貸借対照表日における持分簿価の一部が現金預金であることを意味し、資金繰りに関しては有利な立場の企業であると考えられる。このように抽出された CRC において、NC を企業の発行済株式総数で除すことによって、一株当たり現金預金 (Net Cash Per Share、以下「NCPS」と略) を求める。NCPS は、一株当たりの概念であり、理論的には企業が清算した場合に株主に対して現金ですぐに払い戻しできる金額と考えることができる。

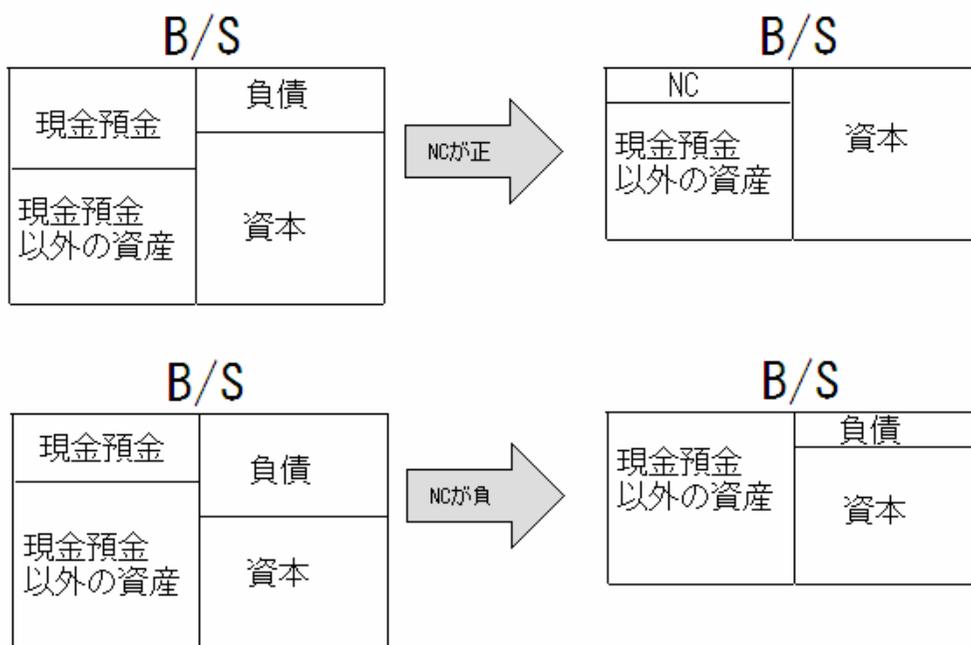


図 3 - 1 NC の正負関係

次に、CRC が 1999 年度から 2003 年度にかけて実際に日本においてどれくらい存在しているかということについてまとめたものが表 3 - 1 である。2003 年度に証券取引所に上場している企業 2,225 社のうち NC が正である企業は 210 社存在しており、2003 年度から過去 5 会計期間にわたっ

てNCが正であった会計期間は574ケースにも上る。さらに、2003年度から過去5会計期間にわたって連続してNCが正であった企業は37社存在した。このCRCである37社についての財務情報をまとめたものが表3-2であるが、これを見ると37社中約7割の25社が2003年度の決算期において東証一部市場に上場している企業である。次いで東証二部市場と大証二部市場に上場している企業が5社ずつあるが、これと比較しても圧倒的に東証一部市場に上場している企業が多いことがわかる。一方で、総資産に占める現金預金の率についてであるが、過去5期にわたる決算において現金預金率の平均が最も高いのは「任天堂(株)」で、総資産のうち平均71.64%を現金として保有しており、現金預金率の平均が2番目に多い「(株)エイトコンサルタント」の平均53.67%と比べると大きな差があることがわかる。なお、CRCの過去5期にわたる現金預金率の平均は37.55%であり、これと比べても「任天堂(株)」の現金預金率の値は特筆すべきものである。なお、「任天堂(株)」の現金預金率が最も高かった年度は2002年度の決算期であり、77.54%であった。

また、一株当たり株主資本のうち現金預金の占める割合が最も高いのも、「任天堂(株)」で、一株当たり株主資本の平均64.71%を現金預金で占めている。これが意味することは、もし企業がその決算日において清算を行なった場合に、「任天堂(株)」の株主は一株当たり株主資本と同額を持分の払い戻しとして受け取ることができるということである。資産の中でも棚卸資産や固定資産等の貸借対照表価額は過去において当該資産の取得に要した現金同等物の支出額、あるいは決算日において当該資産の評価切り下げを行なった後の金額を示すだけであり、一株当たり株主資本のなかにそれらの資産が含まれていても同額を受け取ることができるかは実際に清算を行なわないと分からない場合が多い。しかし、一株当たり株主資本に占める現金預金が多ければ多いほど明確な清算価値を測定することができる。この意味で一株当たり株主資本に対して負債を消却し終えた後の一株当たりの現金預金残高であるNCPSが大きければ多いほど、株主にとってはより企業の財務安全性が増すことになる。現在株主ばかりでなく、将来株主にとっても一株当たり株主資本に対するNCPSが多いほど企業価値評価が高まり、株価も理論的には高い水準になることが予想できる。なお、一株当たり株主資本のうち現金預金の占める割合が「任天堂(株)」の次に高い企業は、「ソフトブレーン(株)」で平均51.69%であった。CRCにおける一株当たり株主資本における現金預金の割合の平均が22.37%であることと比べると、「任天堂(株)」も2位の「ソフトブレーン(株)」のどちらも高い数値であることがわかる。

なお「(株)エイトコンサルタント」は東証2部上場企業で、「ソフトブレーン(株)」はマザーズに上場している企業であることから、CRCの中でも現金預金として保有している割合が高い企業は新興企業に多いという仮説が成り立つ可能性も考えられる。これについては、本研究のようにサンプルとして5会計年度という短期間で検証を行うのではなく、20会計年度のような長期にわたる期間においてCRCがいずれの市場に属しているかについて検証を行う必要がある。

表3 - 1 1999年度から2003年度におけるNCが正である企業リスト

コード	企業名	2003	2002	2001	2000	1999
1	1377:(株)サカタのタネ					
2	1878:大東建斗(株)					
3	1897:金下建設(株)					
4	2114:(株)日本精糖(株)					
5	2321:(株)ソフトフロント					
6	2325:(株)日本上下水道設計(株)					
7	2351:(株)アドミラルシステム					
8	2362:(株)夢具					
9	2573:北海道コカ・コーラ社(株)					
10	2578:西園コカ・コーラ社(株)					
11	2579:コカ・コーラウエストジャパン(株)					
12	2594:キーンコービー(株)					
13	2670:(株)エーピーシー・マート					
14	2810:ハウス食品(株)					
15	2812:旭化成(株)					
16	2815:アリアゲジャパン(株)					
17	2897:日清食品(株)					
18	2898:フロンティア食品工業(株)					
19	2908:フジッコ(株)					
20	3010:(株)上毛					
21	3585:(株)トムス・エンタテインメント					
22	3600:(株)フジックス					
23	3710:シヨルダン(株)					
24	3881:特種製紙(株)					
25	4033:日東エフシー(株)					
26	4094:日本化学産業(株)					
27	4186:東京化成工業(株)					
28	4296:(株)ゼンテック・テクノロジージャパン					
29	4309:(株)エルゴ・ブレインズ					
30	4314:(株)ダウインテグリティサイエンス					
31	4330:(株)セラテームテクノロジーズ					
32	4342:セコム(株)					
33	4464:(株)ソフト99コーポレーション					
34	4471:三洋化成工業(株)					
35	4502:武田薬品工業(株)					
36	4503:山之内製薬(株)					
37	4514:帝國薬製薬(株)					
38	4535:大正製薬(株)					
39	4547:キッセイ薬品工業(株)					
40	4549:茶研化学(株)					
41	4560:杏林製薬(株)					
42	4563:アパックス M/G(株)					
43	4621:ロッキンペイント(株)					
44	4626:太陽インキ製造(株)					
45	4642:フジナル設計(株)					
46	4666:パーク24(株)					
47	4668:(株)明光ネットワークジャパン					
48	4684:(株)オービック					
49	4689:ヤフー(株)					
50	4695:(株)マイスターエンジニアリング					
51	4704:フレンドマイクロ(株)					
52	4722:フューチャーシステムコンサルティング(株)					
53	4740:ニューデール(株)					
54	4741:(株)インターネット総合研究所					
55	4742:(株)エイコンサルタント					
56	4747:(株)クレイフィッシュ					
57	4749:(株)アドバックス					
58	4751:(株)サイバーエージェント					
59	4753:(株)ライブドア					
60	4755:楽天(株)					
61	4763:(株)カリーク・アンド・リバー社					
62	4764:(株)デジタルデザイン					
63	4765:モーニングスター(株)					
64	4776:サイボウズ(株)					
65	4777:(株)ガラー					
66	4779:(株)ブレイン(株)					
67	4782:(株)オリエンタルコンサルタンツ					
68	4787:日本コンピュータグラフィックス(株)					
69	4789:(株)エス・イー・ラボ					
70	4792:TFPコンサルティンググループ(株)					
71	4794:デザインエクスチェンジ(株)					
72	4795:スカイネットコムコミュニケーションズ					
73	4797:(株)アイズビー・エフ					
74	4800:オゾン(株)					
75	4813:(株)ACCESS					
76	4826:(株)CJ					
77	4827:(株)ビジネス・ワン					
78	4829:日本エンタープライズ(株)					
79	4834:キャリアバンク(株)					
80	4845:(株)フュージョンパートナー					
81	4921:(株)ファンゲル					
82	4951:エスデー(化学)株					
83	4962:互成化学工業(株)					
84	4987:(株)寿岡製作所					
85	4996:クミアイ化学工業(株)					
86	5015:ピービーカストロール(株)					
87	5344:(株)MARUWA					
88	5361:東海高熱工業(株)					
89	5463:丸一鋼管(株)					
90	5721:(株)エス・サイエンス					

コード	企業名	2003	2002	2001	2000	1999
91	5918:龍上工業(株)					
92	6005:三浦工業(株)					
93	6118:アイダエンジニアリング(株)					
94	6140:旭ダイヤモッド工業(株)					
95	6151:日東工器(株)					
96	6222:(株)鳥宿機製作所					
97	6274:(株)新川					
98	6306:日工(株)					
99	6357:三精輸送機(株)					
100	6412:(株)平和					
101	6417:(株)SANKYO					
102	6436:アマノ(株)					
103	6457:グローリー工業(株)					
104	6476:(株)天住鋼球製作所					
105	6477:(株)ツバキナガシマ					
106	6482:(株)ユースン精機					
107	6592:マフモーター(株)					
108	6652:IDEC(株)					
109	6715:(株)ナカヨ通信機					
110	6718:アイホン(株)					
111	6777:santec(株)					
112	6786:(株)リアルビジョン					
113	6788:(株)日本トリム					
114	6789:ロランド ディー・ジー。(株)					
115	6790:(株)野田スクリーン					
116	6793:山水電気(株)					
117	6806:ヒロセ電機(株)					
118	6815:ユニテック(株)					
119	6820:アイコム(株)					
120	6825:(株)イトライト					
121	6827:東北バイオニア(株)					
122	6829:(株)ノーテック					
123	6833:日本電産リード(株)					
124	6836:ぷらっとホーム(株)					
125	6839:船井電機(株)					
126	6857:(株)アドバンテスト					
127	6861:(株)キーンエンス					
128	6866:HICK(株)					
129	6875:(株)メガチップス					
130	6887:日本エルエスアイカード(株)					
131	6896:北川工業(株)					
132	6914:オブテックス(株)					
133	6917:デンセイラムダ(株)					
134	6929:日本セラミック(株)					
135	6935:(株)日本デジタル研究所					
136	6954:ファナック(株)					
137	6961:(株)エンプレス					
138	6963:ローム(株)					
139	6966:(株)三井ハイテック					
140	6968:グラフテック(株)					
141	6969:松尾電機(株)					
142	6986:効果電子工業(株)					
143	7253:日本ガスケット(株)					
144	7309:(株)ジマノ					
145	7447:ナガ(レーベン)株					
146	7455:(株)三城					
147	7522:ワタシ(株)					
148	7561:(株)ハークスレイ					
149	7602:ジャック・ホールディングス(株)					
150	7631:(株)マクニカ					
151	7741:HCOYA(株)					
152	7769:リズム時計工業(株)					
153	7874:スルガ(株)					
154	7885:タカ(株)					
155	7893:重信重証券印刷(株)					
156	7944:ローランド(株)					
157	7949:小松フオール工業(株)					
158	7958:天馬(株)					
159	7974:任天堂(株)					
160	7979:(株)鉄風					
161	8068:菱洋エレクトロ(株)					
162	8112:(株)東京スタイル					
163	8125:(株)ウキタ					
164	8144:(株)常務社					
165	8164:(株)キャビン					
166	8184:(株)島忠					
167	8188:(株)ヨークベニマル					
168	8437:ファイナンス・オール(株)					
169	8691:日本証券代行(株)					
170	8692:(株)かいこう証券ビジネス					
171	8798:(株)アドバンスクリエイト					
172	8821:立飛企業(株)					
173	8889:(株)アパマンシップネットワーク					
174	8902:(株)ビックリマックス(株)					
175	8912:(株)エイリアクエスト					
176	9295:富士変速機(株)					
177	9319:(株)中央倉庫					
178	9357:名港海運(株)					
179	9373:(株)ニッコウラベル					
180	9479:(株)インプレス					

コード	企業名	2003	2002	2001	2000	1999
181	9614:(株)ベルニステム24	○	○			
182	9615:東京美装興業(株)	○	○	○	○	○
183	9629:ピー・シー・エー(株)	○	○	○	○	○
184	9630:(株)アップ					○
185	9643:中日本興業(株)	○	○	○		
186	9650:テクモ(株)	○	○	○	○	○
187	9667:(株)ホリプロ	○	○	○	○	○
188	9669:(株)オーネット		○			
189	9672:東京都競馬(株)		○	○		○
190	9682:(株)DTS		○			
191	9684:(株)スクウェア・エニックス	○	○			
192	9686:東洋テック(株)	○	○	○	○	○
193	9704:東海観光(株)	○	○	○	○	
194	9715:トランスコスモス(株)	○			○	
195	9728:日本管財(株)	○	○	○	○	○
196	9742:(株)アイネス	○	○	○	○	○
197	9744:(株)メイテック	○	○	○	○	
198	9746:(株)TKC	○	○	○	○	○
199	9755:応用地質(株)	○			○	
200	9788:(株)ナック		○			
201	9793:(株)アイゼキ	○	○	○	○	○
202	9861:(株)吉野家ディー・アンド・シー				○	
203	9873:日本ケンタッキー・フライド・チキン(株)	○		○	○	○
204	9878:(株)セキド					○
205	9883:富士エレクトロニクス(株)	○	○			
206	9911:(株)真電	○	○	○		
207	9944:(株)インパクト21	○	○			
208	9945:(株)プレナス	○	○			○
209	9962:(株)ミスミグループ本社	○				
210	9980:マルコ(株)			○	○	○

表3-2 1999年度から2003年度におけるCR企業の財務データ

1 (株)エービーシー・マート	決算期		2003年2月	2002年2月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
	東証一部	現金・預金残高(百万円)	26,130	25,851	23,657	17,699	13,774
	負債合計(百万円)	10,414	13,656	13,098	15,740	13,103	
	資本合計(百万円)	48,283	44,868	37,935	24,813	20,516	
	一株当たり株主資本(円)	1,027.8	1,910.2	1,638.6	120,507.6	100,396.4	
	NCP\$ (円)	334.5	519.2	457.3	9,222.7	3,283.6	
2 アリアケジャパン(株)	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
東証一部	現金・預金残高(百万円)	15,687	11,582	8,967	7,505	7,416	
	負債合計(百万円)	5,853	5,986	4,942	3,291	4,431	
	資本合計(百万円)	32,580	30,163	28,892	27,526	25,778	
	一株当たり株主資本(円)	1,201.6	1,112.4	1,331.9	1,395.9	1,437.9	
	NCP\$ (円)	362.7	206.4	185.6	213.7	166.5	
3 (株)フジックス	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
大証二部	現金・預金残高(百万円)	2,345	3,108	2,705	2,637	2,884	
	負債合計(百万円)	801	1,408	1,661	1,604	1,708	
	資本合計(百万円)	9,059	9,286	8,764	8,566	8,075	
	一株当たり株主資本(円)	1,234.1	1,265.0	1,193.9	1,165.6	1,100.1	
	NCP\$ (円)	210.3	231.6	142.2	140.7	160.2	
4 東京応化工業(株)	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
東証一部	現金・預金残高(百万円)	48,057	47,791	51,888	45,842	39,348	
	負債合計(百万円)	29,528	22,026	33,006	19,384	16,706	
	資本合計(百万円)	111,242	113,127	113,480	110,762	105,827	
	一株当たり株主資本(円)	2,198.5	2,235.7	2,242.7	2,189.0	2,091.4	
	NCP\$ (円)	366.2	509.2	373.2	522.9	447.5	
5 大正製薬(株)	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
東証一部	現金・預金残高(百万円)	116,266	115,991	122,406	128,180	107,564	
	負債合計(百万円)	91,119	102,692	105,370	85,645	81,113	
	資本合計(百万円)	485,717	486,882	467,601	441,409	394,747	
	一株当たり株主資本(円)	1424.53	1427.95	1371.4	1285.01	1142.52	
	NCP\$ (円)	73.8	39.0	50.0	123.8	76.6	
6 杏林製薬(株)	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
東証一部	現金・預金残高(百万円)	57,607	53,238	58,629	59,903	57,789	
	負債合計(百万円)	34,643	32,116	25,725	19,738	19,459	
	資本合計(百万円)	105,318	102,356	99,750	97,868	92,547	
	一株当たり株主資本(円)	1,219.72	1,185.41	1,732.85	1,700.15	1,607.22	
	NCP\$ (円)	266.0	244.6	571.6	697.7	665.9	
7 日東工器(株)	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
東証一部	現金・預金残高(百万円)	8,514	8,894	10,511	10,712	12,996	
	負債合計(百万円)	5,251	4,825	7,134	7,034	3,231	
	資本合計(百万円)	30,380	30,590	32,232	31,092	32,078	
	一株当たり株主資本(円)	1,388.9	1,328.9	1,344.3	1,290.0	1,267.8	
	NCP\$ (円)	143.8	176.8	140.8	152.6	385.9	
8 三精輸送機(株)	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
大証二部	現金・預金残高(百万円)	11,397	9,823	8,488	8,132	10,724	
	負債合計(百万円)	5,396	5,788	5,827	6,529	9,524	
	資本合計(百万円)	19,943	19,670	19,841	19,352	18,532	
	一株当たり株主資本(円)	1,031.6	1,017.5	975.9	951.8	861.4	
	NCP\$ (円)	310.4	209.0	130.9	78.8	55.8	
9 マブチモーター(株)	決算期		2002年12月	2001年12月	2000年12月	1999年12月	1998年12月
東証一部	現金・預金残高(百万円)	78,666	66,644	41,968	24,437	24,725	
	負債合計(百万円)	19,099	16,775	22,659	12,424	19,841	
	資本合計(百万円)	224,315	241,860	218,471	204,403	187,841	
	一株当たり株主資本(円)	4,765.0	5,137.7	4,640.8	4,342.0	3,990.2	
	NCP\$ (円)	1,265.3	1,059.3	410.2	255.2	103.7	
10 アイホン(株)	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
東証一部	現金・預金残高(百万円)	11,028	10,991	9,818	9,335	8,382	
	負債合計(百万円)	6,448	5,543	5,462	5,546	5,151	
	資本合計(百万円)	31,870	30,659	31,340	29,833	27,820	
	一株当たり株主資本(円)	1,541.5	1,483.0	1,515.9	1,448.8	1,351.0	
	NCP\$ (円)	221.5	263.5	210.7	184.0	156.9	
11 ローランド ディー・ツー。(株)	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
東証一部	現金・預金残高(百万円)	3,965	3,446	3,348	3,427	2,840	
	負債合計(百万円)	3,410	2,731	3,101	3,273	2,807	
	資本合計(百万円)	9,541	8,968	8,469	7,634	6,565	
	一株当たり株主資本(円)	1,163.5	1,093.7	1,032.8	1,004.5	1,276.3	
	NCP\$ (円)	67.7	87.2	30.1	20.3	86.8	
12 アイコム(株)	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
東証一部	現金・預金残高(百万円)	18,537	15,836	13,360	11,461	13,266	
	負債合計(百万円)	4,480	4,313	4,548	4,471	4,152	
	資本合計(百万円)	34,411	33,861	31,797	29,664	27,575	
	一株当たり株主資本(円)	2,317.2	2,280.2	2,141.2	1,997.6	1,856.9	
	NCP\$ (円)	946.6	776.0	593.4	470.7	613.7	
13 (株)キーエンス	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
東証一部	現金・預金残高(百万円)	50,317	47,125	35,224	37,576	43,030	
	負債合計(百万円)	19,994	14,388	30,887	8,708	13,557	
	資本合計(百万円)	224,831	203,278	185,891	159,355	155,702	
	一株当たり株主資本(円)	5,413.9	4,894.9	4,476.2	4,221.0	4,124.2	
	NCP\$ (円)	790.2	788.3	104.4	764.7	780.7	
14 北川工業(株)	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
名証二部	現金・預金残高(百万円)	6,563	4,801	4,778	4,609	3,682	
	負債合計(百万円)	2,670	2,520	4,067	3,497	2,844	
	資本合計(百万円)	21,287	20,912	19,631	17,960	16,443	
	一株当たり株主資本(円)	1,627.5	1,598.8	1,500.9	1,373.1	1,257.2	
	NCP\$ (円)	297.6	174.4	55.1	85.0	64.1	

15 オプテックス(株)	東証一部	決算期	2002年12月	2001年12月	2000年12月	1999年12月	1998年12月
		現金・預金残高(百万円)	3,542	3,144	2,935	2,471	2,098
		負債合計(百万円)	2,697	2,716	2,070	1,315	2,011
		資本合計(百万円)	11,343	10,693	10,092	9,560	9,890
		一株当たり株主資本(円)	1,334.4	1,258.0	1,187.3	1,124.7	1,163.5
		NCPs(円)	99.4	50.4	101.8	136.0	102
16 (株)マイスターエンジニアリング	東証一部	決算期	2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
		現金・預金残高(百万円)	2,480	2,546	2,812	3,395	2,875
		負債合計(百万円)	1,423	1,414	1,622	1,089	1,265
		資本合計(百万円)	5,480	4,449	4,247	4,107	3,781
		一株当たり株主資本(円)	600.6	611.6	583.8	564.5	519.7
		NCPs(円)	115.9	155.6	163.6	317.0	221.3
17 トレンドマイクロ(株)	東証一部	決算期	2002年12月	2001年12月	2000年12月	1999年12月	1998年12月
		現金・預金残高(百万円)	47,896	40,863	24,435	15,649	3,856
		負債合計(百万円)	37,081	34,416	17,565	10,381	3,215
		資本合計(百万円)	37,085	30,901	26,237	18,476	14,241
		一株当たり株主資本(円)	279.9	234.0	400.2	284.9	683.5
		NCPs(円)	81.6	48.7	104.8	81.2	30.8
18 (株)エイトコンサルタンツ	東証一部	決算期	2003年5月	2002年5月	2001年5月	2000年5月	1999年5月
		現金・預金残高(百万円)	9,799	11,401	11,532	13,078	13,257
		負債合計(百万円)	4,516	5,957	6,431	7,018	7,996
		資本合計(百万円)	15,457	15,065	15,821	15,866	14,700
		一株当たり株主資本(円)	572,566.3	595,089.2	1,172,100.0	1,175,433.0	1,089,050.0
		NCPs(円)	195,658.6	201,659.5	377,908.0	448,955.2	394,206.5
19 ソフトブレイン(株)	マザーズ	決算期	2002年12月	2001年12月	2000年12月	1999年12月	1998年12月
		現金・預金残高(百万円)	919	501	1,056	671	194
		負債合計(百万円)	158	185	241	65	44
		資本合計(百万円)	1,357	1,072	1,257	968	390
		一株当たり株主資本(円)	89,939.02	71,049.84	83,344.38	137,480.50	411,985.00
		NCPs(円)	50,437.4	20,943.8	54,037.9	86,067.3	187,265.9
20 ファナック(株)	東証一部	決算期	2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
		現金・預金残高(百万円)	373,487	423,568	376,851	347,694	326,284
		負債合計(百万円)	68,577	60,983	91,230	59,758	57,967
		資本合計(百万円)	630,131	683,249	645,024	613,597	575,304
		一株当たり株主資本(円)	2,630.9	2,852.7	2,693.1	2,561.9	2,402.0
		NCPs(円)	1,273.1	1,513.9	1,192.5	1,202.2	1,120.3
21 (株)エンプラス	東証一部	決算期	2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
		現金・預金残高(百万円)	15,719	15,326	13,767	17,297	12,121
		負債合計(百万円)	5,039	4,243	5,765	6,533	7,896
		資本合計(百万円)	40,834	40,030	39,565	36,330	28,439
		一株当たり株主資本(円)	1,953.2	1,914.8	1,892.5	1,799.8	1,561.3
		NCPs(円)	510.8	530.1	382.8	430.6	230.5
22 ローム(株)	東証一部	決算期	2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
		現金・預金残高(百万円)	310,054	231,109	185,106	171,892	147,116
		負債合計(百万円)	128,871	101,131	172,143	125,676	86,396
		資本合計(百万円)	676,577	639,210	591,408	508,717	452,960
		一株当たり株主資本(円)	5,695.0	5,385.5	4,986.0	4,325.0	3,848.8
		NCPs(円)	1,525.1	1,095.1	109.3	392.1	516.0
23 双葉電子工業(株)	東証一部	決算期	2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
		現金・預金残高(百万円)	74,064	70,260	74,406	67,386	71,350
		負債合計(百万円)	20,697	21,358	24,718	18,805	17,229
		資本合計(百万円)	175,668	179,955	183,453	179,257	179,643
		一株当たり株主資本(円)	3,707.1	3,797.6	3,707.9	3,602.8	3,502.7
		NCPs(円)	1,126.2	1,032.0	1,004.3	981.9	1,055.3
24 天馬(株)	東証一部	決算期	2002年10月	2001年10月	2000年10月	1999年10月	1998年10月
		現金・預金残高(百万円)	45,384	46,099	43,393	30,568	23,069
		負債合計(百万円)	6,224	5,716	7,991	13,998	14,674
		資本合計(百万円)	72,692	73,778	74,116	71,952	70,911
		一株当たり株主資本(円)	2,192.2	2,225.0	2,214.8	2,106.4	2,075.9
		NCPs(円)	1,181.0	1,217.9	1,057.9	485.1	245.8
25 任天堂(株)	東証一部	決算期	2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
		現金・預金残高(百万円)	748,650	894,547	824,937	592,636	630,598
		負債合計(百万円)	194,996	218,611	230,769	172,640	193,081
		資本合計(百万円)	890,369	935,075	894,951	757,448	700,292
		一株当たり株主資本(円)	6,284.9	6,600.4	5,893.7	5,346.6	4,943.2
		NCPs(円)	3,908.1	4,771.2	4,194.1	2,964.6	3,088.2
26 (株)松風	大証一部	決算期	2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
		現金・預金残高(百万円)	6,883	6,089	7,928	8,792	8,380
		負債合計(百万円)	5,393	5,525	6,185	6,748	6,934
		資本合計(百万円)	16,185	16,245	15,795	15,499	13,915
		一株当たり株主資本(円)	1,506.6	1,512.2	1,470.3	1,442.7	1,295.3
		NCPs(円)	138.7	52.5	162.2	190.3	134.6
27 (株)東京スタイル	東証一部	決算期	2003年2月	2002年2月	2001年2月	2000年2月	1999年2月
		現金・預金残高(百万円)	41,132	48,274	25,659	33,928	54,575
		負債合計(百万円)	20,572	18,932	18,027	18,305	18,442
		資本合計(百万円)	144,210	155,625	157,624	153,563	150,976
		一株当たり株主資本(円)	1,406.8	1,518.2	1,537.7	1,496.1	1,472.8
		NCPs(円)	200.6	286.2	74.5	152.4	352.5
28 (株)電響社	大証一部	決算期	2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
		現金・預金残高(百万円)	8,171	7,659	8,404	7,013	6,465
		負債合計(百万円)	3,223	2,876	3,813	3,727	3,962
		資本合計(百万円)	20,350	19,954	19,632	18,722	18,205
		一株当たり株主資本(円)	1,526.6	1,496.9	1,472.8	1,370.3	1,332.4
		NCPs(円)	371.2	358.8	344.4	240.5	183.2

		決算期	2003年2月	2002年2月	2001年2月	2000年2月	1999年2月
29 (株)キャビン 東証一部	決算期		2003年2月	2002年2月	2001年2月	2000年2月	1999年2月
	現金・預金残高(百万円)		14,247	13,650	14,414	13,973	15,521
	負債合計(百万円)		4,531	7,380	8,086	11,733	14,704
	資本合計(百万円)		28,061	29,248	30,219	32,341	33,504
	一株当たり株主資本(円)		585.4	610.2	630.4	674.7	690.0
	NCPS(円)		202.7	130.8	69.4	46.7	17.0
30 日本証券代行(株) 東証一部	決算期		2003年3月	2002年11月	2001年11月	2000年11月	1999年11月
	現金・預金残高(百万円)		12,104	11,636	14,248	11,094	13,153
	負債合計(百万円)		5,021	5,303	8,194	6,837	7,251
	資本合計(百万円)		22,664	23,884	24,441	21,395	19,604
	一株当たり株主資本(円)		2,303.7	2,427.7	2,484.4	2,174.7	1,992.7
	NCPS(円)		720.0	643.7	615.4	432.7	599.9
31 東京美装興業(株) 東証一部	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
	現金・預金残高(百万円)		5507	6377	6566	6075	8240
	負債合計(百万円)		5194	5304	5562	5140	6029
	資本合計(百万円)		1,5575	1,5585	1,5480	1,5242	14,381
	一株当たり株主資本(円)		1,012.9	1,007.1	1,000.3	984.9	923.3
	NCPS(円)		20.2	69.3	64.9	60.4	142.9
32 ビー・シー・エー(株) 東証一部	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
	現金・預金残高(百万円)		4,500	3,809	3,648	2,944	2,233
	負債合計(百万円)		1,452	1,341	1,623	1,700	1,126
	資本合計(百万円)		8,578	8,137	7,828	7,087	6,920
	一株当たり株主資本(円)		1,114.0	1,056.8	1,003.6	1,181.2	1,153.3
	NCPS(円)		395.6	320.5	259.6	207.3	184.5
33 テクモ(株) 東証一部	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
	現金・預金残高(百万円)		7,779	6,818	5,171	7,731	8,050
	負債合計(百万円)		2,886	3,139	2,401	5,091	6,674
	資本合計(百万円)		14,953	14,381	13,532	12,924	11,578
	一株当たり株主資本(円)		878.9	845.3	795.4	1,153.6	1,360.9
	NCPS(円)		287.6	216.2	162.8	235.6	161.7
34 (株)ホリプロ 東証一部	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
	現金・預金残高(百万円)		8651	8101	8354	8070	8389
	負債合計(百万円)		4040	4134	5013	4082	4356
	資本合計(百万円)		1,7500	1,7196	1,7842	1,7184	16,713
	一株当たり株主資本(円)		1,187.5	1,166.87	1,141.99	1,320.73	1,254.35
	NCPS(円)		312.9	269.2	213.8	306.5	302.7
35 東洋テック(株) 大証一部	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
	現金・預金残高(百万円)		11,030	11,488	12,356	13,222	13,541
	負債合計(百万円)		6,248	7,322	7,721	7,688	7,947
	資本合計(百万円)		16,943	17,164	19,487	19,298	19,618
	一株当たり株主資本(円)		1,481.0	1,500.4	1,703.4	1,686.9	1,714.9
	NCPS(円)		418.0	364.2	405.2	483.7	489.0
36 日本管財(株) 東証一部	決算期		2003年3月	2002年3月	2001年3月	2000年3月	1999年3月
	現金・預金残高(百万円)		10,335	9,484	8,696	7,779	7,076
	負債合計(百万円)		7,781	5,498	4,564	4,051	3,992
	資本合計(百万円)		16,525	15,281	14,045	13,041	11,645
	一株当たり株主資本(円)		802.6	816.4	825.4	843.0	823.0
	NCPS(円)		124.0	212.9	242.8	241.0	219.3
37 (株)TKC 東証一部	決算期		2002年9月	2001年9月	2000年9月	1999年9月	1998年9月
	現金・預金残高(百万円)		24,271	24,826	22,944	20,870	16,484
	負債合計(百万円)		15,328	16,063	14,901	13,625	14,479
	資本合計(百万円)		37,532	35,500	33,435	32,784	30,614
	一株当たり株主資本(円)		1,254.5	1,186.6	1,117.6	1,095.8	1,023.3
	NCPS(円)		298.9	292.9	268.8	242.2	67.0

#### 4. 資金余裕企業における株価の推移と財務分析

前節において、企業評価に際して用いられる会計情報とこれに関するいくつかの先行研究をふまえ、1999年度から2003年度までの過去5会計期間において企業の総負債額以上に現金預金を保有している企業が日本においてどのくらい存在するのかについて調査を行った。

では、株価を目的変数とし説明変数を一株当たり株主資本 (Book-Value Per Share、以下「BPS」と略) 一株当たり純利益 (Earning Per Share、以下「EPS」と略) 一株当たり配当金 (Dividend Per Share、以下「DPS」と略) および NCPS とした場合の相関を見ることにする。この分析を行うにあたり、株価は東洋経済新報社の「株価 CD-ROM 2005 年版」より CRC の上場している市場における日足の終値を集計し、前決算日の翌日における日足の終値から当該決算日における日足の終値の平均を求め、これを当該決算期間における株価の値として利用することにした。なお、株

価のうち「アイホン(株)」は1999年度の株価が1月から3月までしかなかったため、3ヶ月間の平均値を株価としている。さらに「アイコム(株)」、「(株)マイスターエンジニアリング」、「日本証券代行(株)」、「日本管財(株)」の4社について東京証券取引所の株価が分析対象期間の途中までしかなかったため、その期間中の株価がすべて存在していた大阪証券取引所の株価について決算期ごとに平均を取りサンプルとして加えた。また説明変数に関してもEPSとDPSについてのデータが入りできなかった企業についてはサンプルから除外することとした。その結果CRCの37社についてサンプルは168個となった。この重回帰式は以下のように表すことができる。

$$\hat{P} = \alpha_0 + \alpha_1 BPS + \alpha_2 EPS + \alpha_3 DPS + \alpha_4 NCPS \quad (4.1)$$

この重回帰の結果、決定係数  $R^2$  は 0.9977、補正  $R^2$  でも 0.9976 と非常に高い数値を示しており、株価と BPS、EPS、DPS および NCPS には何らかの相関があるということが推測できる。また各係数の数値(表4-1を参照)をみると、各説明変数の回帰係数の検定値である  $t$  値(帰無仮説  $H_0$ 、すなわち「各係数 = 0」の検定)が有意水準 5%における採択域を超えているため棄却されることになる。したがって、BPS、EPS、DPS および NCPS はいずれも株価の説明要因として有意であることが検証される。

	係数	標準誤差	$t$ 値	$P$ 値
0	-677.461	288.797	-2.346	0.02019
1	3.133	0.120	26.184	$2.79e^{-60}$
2	17.349	0.944	18.382	$1.39e^{-41}$
3	-124.866	14.261	-8.756	$2.47e^{-15}$
4	-2.038	0.669	-3.048	0.003

表4-1 (4.1)式における係数の値

ところでDPSとNCPSの係数がそれぞれ(-124.866)と(-2.038)となっているが、これはともに係数が「負」の値であり、DPSとNCPSの増加は株価を引き下げる要因としてとらえられることになる。しかし2.で述べたDDMでは、期待収益率が増えればそれに応じて評価額も増えることになるので配当金の増加は株価と「正」の相関を持つことが予想される。配当金と株価が「負」の相関を持つ場合、単純に配当金が株価に対して「負」の要因である場合と、配当金と株価が「正」の関係であっても他の何らかの「負」の要因によって相殺されることも考えられる。DDMにおける後

者の例としては配当がプラスであっても期待収益率そのものがマイナスのケースが考えられる。すなわち1年後の配当金は「正」であると予想しても株価変化額である  $P_1 - P_0$  の和が「負」であれば期待収益率は「負」となる。これは(2.2)式を以下のように分解すると明確になる。

$$k = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0} \quad (4.2)$$

(4.2)式の第1項は配当利回りであり、第2項はキャピタルゲインを示している。一般的に配当利回りは5%以下であることが多く、DDMにおいて用いられる期待収益率の大部分はキャピタルゲインに依存していることになる。したがって、配当利回りの予測が大きく変化してもそれがキャピタルゲインの予測を超えることがなければ要因として非常に小さな影響しか与えないことが考えられる。

また、このようにDPSとNCPSが「負」の係数となる現任として、説明変数間において多重共線性が起きている可能性も考えられる。表4-2は(4.1)式の相関行列を示したものであるが、これを見ればいずれの相関係数も0.94以上の値を示している。しかし、先に示した重回帰式(4.1)式では $\beta_3$ と $\beta_4$ はいずれもマイナスを示しており、説明変数の中で多重共線関係が存在していることが推測される。

	$P$	1	2	3	4
$P$	1	0.97862	0.98451	0.97485	0.97896
1	0.97862	1	0.94885	0.99973	0.99958
2	0.98451	0.94885	1	0.94591	0.95352
3	0.97485	0.99973	0.94591	1	0.99963
4	0.97896	0.99958	0.95352	0.99963	1

表4-2 (4.1)式における相関行列

そこで、(4.1)式における各係数の $t$ 値と説明変数のそれぞれひとつを除いたときに示される $t$ 値を比較する。表4-3に示されるように(4.1)式ではBPSとEPSは株価に対して「正」の相関が示されたのに対し、DPSとNPCSでは係数がマイナスとなり株価に対して「負」の相関を示していた。しかし、DPSの $t$ 値は(4.1)式では $t$ 値が(-8.756)であったが、説明変数からNPCSを除いた場合の $t$ 値(-23.612)とEPSを説明変数から除いたときの $t$ 値(-27.990)よりも絶対値が低く

なっている。同様に NCPS についても説明変数から DPS を除いた場合の  $t$  値(-18.833)と EPS を説明変数から除いたときの  $t$  値(16.977)は ( 4 . 1 ) 式(-3.048)よりも絶対値が低くなっている。

独立変数 係数	BPS・EPS・ DPS・NCPS	BPS・EPS・ DPS	BPS・EPS・ NCPS	BPS・DPS・ NCPS	EPS・DPS・ NCPS
$\alpha_1$	26.184	25.991	21.247	18.684	
$\alpha_2$	18.382	33.922	42.616		11.784
$\alpha_3$	-8.756	-23.612		-27.990	3.134
$\alpha_4$	-3.048		-18.833	16.977	-2.539

表 4 - 3 各係数における  $t$  値の比較

さらに、EPS をみると ( 4 . 1 ) 式では(18.382)であった  $t$  値が、説明変数から DPS を除いた場合の  $t$  値(42.616)と NCPS を説明変数から除いたときの  $t$  値(33.922)よりも低くなっている。 $t$  値が高い説明変数であっても、多重共線関係にある変数間においては説明変数として加わることにより  $t$  値が低くなる傾向にあるため、EPS、DPS、NCPS は多重共線関係にある可能性が高い。

このような分析をふまえると次のような結論を導き出すことができる。すなわち CRC においては BPS、EPS、DPS、NCPS のいずれにおいても統計的に有意なものであることが示されており、株価の決定要因として有効な指標であると考えられる。しかし、EPS、DPS、NCPS の  $t$  値を比較するといずれも説明変数として加えることで絶対値が ( 4 . 1 ) 式で示されたものよりも低くなっていることから、これら 3 つの指標は株価に対して同じような影響を与えることが考えられる。EPS と DPS については、一般的に企業の利益は配当の原資であり、利益と配当は正の相関であることは CRC に限らず予想することが可能である。また、企業の利益は発生主義にもとづくものであり、必ずしも現金預金の増加をもたらすわけではないが、時間の経過とともにいずれ解消されるものと理解できるため何らかの影響を受けることも考えられる。しかし、これ以外の多重共線関係についてはさらに分析を行う必要がある。

## 5. 本研究の限界と今後の課題

本研究では、キャッシュのストック面に着目し、貸借対照表上の現金預金の額が負債の額を超える企業において NCPS の説明力について分析を行った。その結果、NCPS は従来の研究で説明要因とされてきた BPS、EPS、DPS 同様に説明力があることが判明した。しかし、本研究のサンプルは現金預金の額が大きい企業のみとしているため、これを一般化するにはより多くの企業をサンプルとして分析を行う必要がある。さらに、本研究でもみられたように会計情報の相互間で多重共線関係にあるような場合には、いずれの会計情報を選択すべきか、あるいはある一定の条件をもとに

分類された企業群や特定業種などのケースごとにおいて、いずれの会計情報がより高い説明力を示すのかについて分析を行う必要がある。これらの詳細な分析をふまえた上で、ストックとしての資金情報を用いた評価モデルの一般化を図ることができると思うが、これについては今後の課題としたい。

(本論文は 2005 年度会津大学短期大学部奨励研究費の補助を受けて行なわれた。)

#### 参考文献

- Ball and Brown [1968] : Ball, R. and P. Brown, " An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, " *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, 1968, pp. 159-178.
- Frankel and Lee [1998] : Frankel, R. and C. M. C. Lee, " Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns, " *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25 No. 3, 1998, pp. 283-319.
- Ohlson [1995] : Ohlson, J. A., " Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation, " *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, 1995, pp. 661-687.
- Ou and Penman [1989] : Ou, J. A. and S. H. Penman, " Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns, " *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11 No. 4, 1989, pp. 295-329.
- Ou and Sepe [2002] : Ou, J. A. and J. F. Sepe, " Analysts Earnings Forecasts and the Roles of Earnings and Book Value in Equity Valuation, " *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 29 Nos. 3&4, 2002, pp. 287-316.
- Penman[1998] : Penman, S. H., " Combining Earnings and Book Value in Equity Valuation, " *Contemporary Accounting Research*, Vol.15, 1998, pp. 291-324.
- Penman[2004] : Penman, S. H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation(2ed)*, McGraw-Hill, 2004.
- 井上[1999] : 井上達男稿, 「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 155 巻第 3 号, 1999 年, pp. 68-83.
- 岩田・木下[1979] : 岩田暁一・木下宗七編, 『テキストブック統計学』, 有斐閣ブックス, 1979 年.
- 桜井・百合草・蜂谷[2004] : 桜井久勝・百合草裕康・蜂谷豊彦共著, 『キャッシュ・フロー会計と企業評価』, 中央経済社, 2004 年.
- 宮川[1996] : 宮川公男著, 『基本統計学』, 有斐閣, 1996 年.
- 安川[1977] : 安川正彬著, 『続・統計学の手ほどき』, 日本経済新聞社, 1977 年.