

# 企業評価の変遷と時価会計

日本の経営への影響を視野に入れて

徳 増 俣 洪

## 要旨と導入部

株式市場が成立して以来、片方では真の企業価値を理論的に測定しようとの試みがなされてきた。市場で形成される株式価格が適正かどうか、の答えを論理的に求めようとの倦む事なき挑戦である。心理学、経済学、数学、統計学、そしてチャートと最前線知識を総動員しての、絶対的な、もしくは相対的な価値測定の手法は、コンピュータによる大量記憶と迅速処理能力の向上に助けられ、会計技術の複雑、精緻化を伴いながら、非条理の世界を論理の綱（はがね）で締め上げようと、新しく考案され、廃棄され、再構築され、休むことなく進化している。

企業の価値評価の歴史を辿ると、測定者が重視したのは企業の発信する会計数値であった。これを手掛かりとして、企業価値評価は発展する。真実の企業価値に迫ろうとすれば、その目的に耐える会計数値が必要である。しかし会計数値が企業価値評価に利用されるその瞬間に、発信者側は意図的に数値を操作したいとの誘惑に駆られる。会計制度によって作成・開示される財務諸表が外部から役に立たないと糾弾されるのは目的適合性を失ったことに他ならない。言い換えると、作成側と利用者側の思惑の差異が表面化したとも言える。そのような流れの中で、時価会計が導入されようとしている。企業価値評価手法では、企業を将来キャッシュフローを生み出す機能体と定義し、その企業価値は予想キャッシュフロー流列の現在価値合計とすることで一つの到達点（合意と認知）にある。それは今回の時価評価問題と底流で手を結ぶが、一方ではこの制度改革が、日本企業の経営理念・従業員意識にも変革を及ぼそうという副次的な影響が問題となろう。

制度変更による企業内容の透明性の高まりにより、経営資源が非効率に運営されている場合は、時に M&A（企業買収）という暴力的な提案を通して、日本企業の経営者に、過去を含み資産経営との訣別を求めることになる。

## 1. 会計制度の変更と背景

国家制度はそれを生み出した国家の構成要因である国民の意識と濃密な関係を持つ。単一機能体としての国家は、全国民を支配する制度の制定には膨大なエネルギーを投入してきた。どのような制度でも、常に全国民を満足させることはできない。公平でかつ大多数を納得させる制度の確立には、個別主張を消化する試行錯誤の時間が必要となる。経済制度であっても、国民の価値観を経済効率のみで制御できるわけではない。極論すれば経済発展そのものが文化的価値観と正面から衝突することもある<sup>(1)</sup>。

近年の急速な会計制度の国際的統一（国際会計基準の設定）の動きを見ると、国家意識はひとまず置いて、とにかくまとめあげようとの性急さに筆者は危惧を感じる。もし長期展望を欠く制度作りだとすれば欠陥として将来に跳ね返る心配がある。この問題に筆者は強い関心を持っているが本稿

の目的ではない。ただ、今回の制度変更の背後に、米国の影を強く感じ、米国の価値観（特殊な人的構成下における経済効率至上主義）を反映する制度の色合いが強く出てきている（資本市場の重視）と思えることを指摘するに留める。

1980年代の米国（S&L-Saving and Loan Associates -貯蓄貸付組合）の大量倒産と金融不安、もっと逆のぼれば1970年代からの欧米金融機関の発展途上国への多大の貸付と回収不能、そして、1990年代金融大国日本での銀行・証券破綻など、企業内容の開示をめぐる利害関係者（特に投資家、債権者）は、より透明化を求めた。既存の財務諸表では実態が隠されて判らないという不安である。それを反映して、今回の制度改革は、財務諸表を公正価値（時価）で測定・開示することが最大の眼目となる。わが国の事情に即して考えれば、連結財務諸表への重心移行、年金会計の導入、でありその基本的な測定手法（標準処理）として、公正価値（今回は金融資産・負債について）を使用するということになる<sup>(2)</sup>。

企業の内容を極力客観的に的確に捕捉したいという外からの要望が、時価会計制度を支えている。また企業会計成果を企業価値評価に利用しようとするれば必然的に時価会計との接点を求める。もちろん企業の価値は、個々の資産（負債）の時価評価の単純合計ではないが旧会計制度に比べるとより近い位置には近づく。継続企業は一体としてキャッシュフローを生む機能体である。この将来キャッシュフローを通して企業を丸ごと逆算評価しようとしている。将来キャッシュフローの測定は種々の前提条件、予測を基にした計算から成立するが、この手法は個別資産・負債の評価にも適用される。

企業価値評価の歴史的変遷の中で、財務諸表による企業内容の開示は賭ともいえる改革を実現しようとしている。ただ、あまりに精緻な理論が実務をどれだけ律することができるかとの疑問はある。計算過程の精密さが結果の精密さに通じる保証はない。

貸借対照表（Balance Sheet-以下 B/S）と損益計算書（Profit and Loss Statement -以下 P/L）という主要財務諸表が時価評価で作成されること、その個別項目の時価評価測定手法としてしばしば将来キャッシュフロー（出も入りも）の割引価値計算を使用していることから、取得原価を基盤とした伝統的立場とは全く異なるし、また単純な時価主義とも一線を画している。もし適正な手法が定着すればという条件付きだが、総合的な企業価値測定を目的とする立場では今回の新しい時価評価はより有用なメッセージを送りだす。ただ、企業間の相互比較を含めて、市場が適切にこの新しい会計制度を消化するにはかなりの試行錯誤の期間が必要であろう。

## 2. 企業価値の捕捉手法の変化

### （1）投資、投機と企業の役割

現代経済社会の発展推進単位として、企業（特に株式会社）を中心に据えて異論はあるまい。企業の発生と成長は永い曲折を経たものであり、幾多の質的段階を経過しているが、近代株式会社形態の発生は1600年早々の、イギリス、オランダ両東インド会社という定説に従う。もちろん米国はま

だその片鱗もみせない。成功をみた多くの企業家（資金需要者）は、自己に都合のよい集金マシンとして企業という目的的な組織形態を手にしてきた。大量の資金調達と供給側のリスク分散という合理的市場（両者の情報の非対称性は現在も存在する）が生まれるのは後代である。

株式会社となると、株式が発行され、流通する。観念的には健全な「投資」と邪悪な「投機」、実際には分別しがたい株式購入動機の萌芽でもある。ロンドン株式取引所の設立は1801年（産業革命の中）となっているが、株式売買取引（情報交換も）はコーヒーハウスで実施されている。その自然発生の時期確定は困難であるが、1694年に英蘭銀行（イングランド銀行）が設立されており、株式取引の重要性と中央銀行の必要性は同根であるとすれば17世紀には相当の取引が行われたとみてよい。

企業の発達と共に、企業をめぐる詐欺・犯罪が横行した。株式の実質価値と価格形成の歪み（自然にもしくは故意に）が生じる。国家の基盤強化のための経済発展、その手段としての個人の才能の自由な発露は必ずしも国家の公共福祉意図を反映する方向に動くとの保証はない。企業が舞台を提供する前に、人間は投機の旨味を知っていた。その規模が国際的なスケールをともなって出現したのは17世紀初頭のオランダである。

16世紀の後半に1人の植物学者がコンスタンティノーブルからオランダにチューリップ球根を持ち込んだ。これがヨーロッパ全土を巻き込み全員参加型の大投機の芽となる。投機商品としての特性もあらわになるが、ヴィセロイなど幾種類かは特に珍重され、病を得た球根はモザイク模様がかかることで一段の高値を呼んだ。その価格は1球根で馬車+馬2頭、現在価値500万円という途方もない値段になった。資金のない女性は身体を売り、資金のない男性はオプション（購入する権利の売買）の原型を生み出した。人間の本性は数百年の間にもあまり変わっていないのであろう。1635年に狂気は終わった。宴の後に残ったのは永い不況と人心の荒廃（バブル後の日本そっくり）、ただしオランダはせめてもの遺産として世界に誇るチューリップ産業を残したが。

18世紀に入り、さらに2つのバブルが世界を驚かす。イギリスの南海泡沫会社事件とフランスのミシシッピ会社事件である。この2つの事件は、「企業形態」を利用することで詐欺に一段と彩りが加わり、スケールアップした。舞台上には、巧妙な天才仕掛け人〔前者にD. デイフォー（推定）、後者にJ. ロー〕、バックアップする困窮した権威（前者に赤字国債を抱えたイギリス政府、後者にルイ14世太陽王の大盤振る舞いで逼迫財政のブルボン王朝）、魅惑的なストーリー（前者に雄渾な南アメリカ貿易、後者に金鉱開発の夢）、そして欲の皮の突っ張った一般大衆と、これで役者が揃う。そして結末は投資対象である株式会社が全く機能しなかったことで終わる。南海貿易はもともと貿易権がなく、ミシシッピ事件では金が産出されなかったというお粗末<sup>③</sup>。

バブル事件は、株式の投機価値について考えさせてくれる。誰でも参加できる、投資（利子・配当によるリターン）から投機（株式の値上がり）へと巧みに誘導される、リスクと隣り合わせに、間抜けの存在を必要とする。ただし自分以上の間抜けにリスクを移転できると信じる限り安全と考えること、これらは全て投資価値が明確には把握できないことが前提になっている。

## (2) 企業価値評価 - 米国での合理的市場評価

永い企業の歴史は、企業価値をめぐっての歴史でもあり、評価手法は複雑・精緻化しているが基本的な考え方はかなり以前から確立していることが判る。また興味深いことには、当初は現在大流行のキャッシュフロー経営であったこと。原型としての東インド会社をみると、当初は現金で出資して経営資源を購入し、1航海の後全てを現金化して出資者に分配する。配当金 - 出資金 = 利益 = 現金残高。まぎれのない現金損益計算である。一回毎の清算の非効率を是正する意味で、現代企業が、継続企業 (Going Concern) として発生主義会計を採用した時に、企業の損益計算は現金を離れてきた。その乖離が許容範囲 (原価主義による発生主義会計では企業の経営倒産リスクが十分に判断できない) を越えた時、会計制度に変革の要求が出てくる。

企業の評価については歴史的にはイギリスが先輩ではあるが、市場主義による合理的な企業価値判断を持ち込んだのは米国である。米国では出身、文化を異にする人々が企業組織を形成する必要があり、経済的合理主義を持ち込まざるをえない。性別、年齢、言語、宗教、民族を判断基準とせず、ひたすら経済目的との能力合致性を雇用の焦点に置く。独立戦争 (1775-1783年) の戦費調達、国内鉄道網の敷設にからむ鉄道債券の時代 (1840-1850年)、南北戦争 (1861-1864年) による実質的な国内統一を経て19世紀末にはイギリスを越える経済力となる。ニューヨーク証券取引所の設立は1817年であるが、1780年以降証券取引は急速に膨らむ。自立を賭けた戦いが短期に市場主義を成立させることになる。

このように書くと、あたかも米国は実に秩序だった経済活動で世界の最高レベルに達したかの印象を与えるかも知れない。実は、“しきたり”のない (これから作ろうとする) 米国は「何でもあり」の国であり、個人、組織の経済活動は秩序とはかけ離れていた。善も悪も桁外れで、1920年代大恐慌前夜には、詐欺、脱税、虚偽表示、法律上の無能力の悪用、全般的な怠惰、に覆わたとの記録が残る。大企業は権力と結んで巨利を得た。W. G. Harding 大統領 (在任1921-1923年) の悪行が伝えられ、名大統領として名高いF. D. Roosevelt (在任1932-1945年) ですら、ニューヨーク州知事時代の規制、監督の放棄を批判されている<sup>(4)</sup>。

## (3) 配当利回り、その永き支配の時代

株式は出資証券であり一般商品と異なり使用価値を持たない。それでも市場で取引されるのは何らかの「価値」をもっていることは疑いない。これを「投資価値」としよう。この投資価値の構成要因の1つとして利潤証券の性格がある。経営参加や清算を前提としない一般投資家にとっては利益配当が投資の中心目的となる。

配当利回り採算は企業評価の出発点であり、リスクが高い分だけ一流社債よりも高利回りが要求された。社債の利子・元本支払いは負債として安全性が高いためである。共に発行価格100円、配当・利子が5円、利回り5%とすると、平均的投資家は社債を選好するはずである。結果として、社債価格の値上がり (利回り低下) か株式価格の値下がり (利回り上昇) で均衡する。生じた利回りの差異は株式所有者が支払うリスクプレミアム (リスクが高い分だけ利回りも高い) である。

今 P : 株価  
 D : 1株当たり配当金  
 k : 利回り

とし、式に表すと  
 $k = D/P$  (1)式  
 変形すると  
 $P = D/k$  (2)式

(2)式は、配当金を K で資本還元すると株式価値になると表現してもよい。配当金 D が一流社債並に確信的に信頼のおける確定収入であれば K は限りなく社債利率 (i とする) に接近する。リスクの存在分だけ  $K > i$  となる。1900年代を追うと、前半では1929年の株式大暴落 (配当利回りの急上昇) の例外はあるが、K は常に i を上回っていた。状況が変化したのは1958年である。

(4) 利回り革命から成長株理論の台頭 - PER の誕生

“異常”な事態がニューヨーク市場で発生した。1958年8月、株式利回りが一流社債の利回りを下回り、年間としては1958、59年と同じ傾向を続けた。もはや配当利回りでは株価形成を説明できないとの見方 (利回り革命) が定着した<sup>(5)</sup>。

図表 1 : 普通株利回と社債利回比較

	普通株利回 ( A )	社債( A1+ ) 利回( B )	A / B
1910-19平均	6.33 %	4.88 %	1.30
20-29 "	6.22	5.15	1.21
30-39 "	5.90	3.98	1.48
40-49 "	6.04	2.73	2.21
50-59 "	5.12	3.29	1.56
1910-59 8月	5.92	4.01	1.48
1949 8月	7.48	2.60	2.88
1959 8月	3.43	4.44	0.77
( 1959 年間 )	(3.51)	(4.38)	(0.80)
1960 8月	3.84	4.28	0.90

A : ニューヨーク取引所で定期的に取引されている全有配会社  
 の平均利回。過去12ヵ月間の現金配当を基準

B : スタンダード・プア社による高級社債 ( A 1 - ) の平均  
 利回

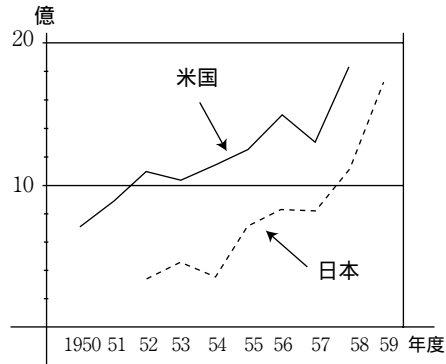
日興証券投資月報1961年1月号より、  
 原資料は Investment Digest 60.9.26

(2)式の  $P = D/K$  が機能しなくなるとすれば、新しい指標が必要となる。登場したのが PER (Price Earnings Ratio, PE レシオ, 株価収益率) である。PER = 株価 / EPS (Earnings Per Share = 1株利益) であり、もし PER に定数 (M) が与えられれば、株価 =  $P = E \times M$  となる。理論株価は配当金ではなくて利益のある定数倍で測定される。現実の株価が利益の何倍になっているか、言い換えると今の株価は利益何年分に相当するのか、である。画期的な理論であり、利益が成長すれば株価も成長することになる。

直観的に疑問に思われるのは、ある関数の結果で関数自体の説明変数とする無理である。PER は、

株価を利益で除すといういわば経験則として捉えられる限り、絶対的な適正さにはつながらないが、この点は後の研究により徐々に理論的に埋められていく。

図表 2 : 米・日 PER推移



註：米国：ダウジョーンズ30種工業株（年間平均）、  
株価収益率論ビュシュゲンよりグラフ化  
日本：東証上場株式（年末）よりグラフ化

米国では PER を Capitalization ratio (資本化比率) とか、Capitalization Multiplier (資本化乗数) と表現した。利益を生む資本価値は幾らか、である。年間10ドルの利益を生む企業の株価が200ドルであれば、資本化係数は20倍であり、 $100/(20 \times 100) = 5\%$  が基礎利子率である。PER に適正水準があるはずとの論拠は、適切な配当 (例えば6%) を行ってかつ適切な内部留保 [利益  $\times (1 - \text{配当性向})$ ] (例えば50%) を行うことを前提とすれば、適正水準 PER は8.3倍となる。適正 PER =  $(1 - 0.5) / 0.06 = 8.33$  倍。P=D/k 両辺を E で割れば  $P/E = \text{PER} = (D/E) \div k$ 、ただし前提基準は不変ではない<sup>(6)</sup>。

現実の PER は理論値では説明できなくなった時、株価が高すぎるのか、説明関数が合理的ではないのか、決め手はない。ビュシュゲンの指摘 (『株価収益率論』P170) を待つまでもなく、“あらゆる会社、あらゆる業種に対して常に適用できる「正常」株価収益率は存在しないし、コンスタントな数値でもない。

ただ、PER が1960年代の米国での最盛期の後、現在に至るまで利用されてきた最大の理由は、株価の説明要因として配当ではなくてそれを生む源泉である利益に着目したことであろう。証券分析のバイブルとされたグレアム (Graham, B) の説明式、株式評価価値 (V) = 乗数 (M)  $\times$  [配当 (D) + 収益 (E) / 3] + 資産修正、の影響も大きかった。

##### (5) PCFR (株価キャッシュフロー比率) の登場と現代的意義

株価が上昇すると PER の水準も高まる。1960年代に入り、PER による株価の合理的説明が困難になってきたという時代背景の中で PCFR は生まれた。この出発点での PCFR (原始 PCFR とでも呼ぶべきか) は、現代の新たな生命力を吹き込まれた PCFR とはかなり意味が異なっている。

PCFR は Price Cash Flow Ratio の略であり、株価キャッシュフロー比率である。分子の利益の替

わりにキャッシュフローを使用する。この場合のキャッシュフローは、利益+減価償却費と説明された。筆者はこの命名が後々までのキャッシュフローに対する誤解を生んでいると思う。利益はキャッシュフローの要因ではあってもキャッシュそのものではない。利益+減価償却費は、正確には「減価償却前利益」である。ではなぜこの表現を避けたのであろうか。またキャッシュフローなら配当金、役員賞与という社外流出は控除しなければならないがこの点でも厳密さを欠く。

株価の理論値を探るおりに分析家が陥る危険な罠がある。現実株価のもつ重みである。理論が現象を説明できない時、現実株価を歪みとせず、理論を現実に整合させようとする誘惑である。株価が絶対的の真実というわけだ。特に米国にその風潮が強い<sup>(7)</sup>。

先に利回り革命の洗礼を受けた米国は、成長株理論にのって日本株投資を進め、1960年代には両国のPERはそれまでの10倍程度から20倍へと急騰した。困惑した株式営業マン、証券アナリストは新しい説明理論を求めていた。PERの急上昇はベースとなる算定分母の利益(E)に問題があり実態を示していないのではないかと疑問の提起である。確かに減価償却は特別償却や加速償却により利益蓄積的性格をもってきた。証券アナリストは「実質利益」として、普通償却を越える部分、引当金増加、などを会計利益に加えてPERを算定していた。PCFRはそのような背景を反映していると思う。確かに減価償却が利益と同額あれば、レシオは半減する。しかし減価償却を全額利益に加えることは無理がある。また筆者の推定では、「償却前利益」という用語は市場での使用に抵抗がある。新しい指標の定着にはファッション性、斬新性が必要である。キャッシュフローをより実勢に近い利益を示す指標として認知させようとの思惑(アナリスト側)が優先したものとみる。1960年代、業界先端にいた筆者の第一感、無理をして作った指標だな、というものであった。しかし、キャッシュフローが現代、異なった環境下に亡霊のように、異なった役目を担って復活するとは想像できなかった。とまれ1960年代のPCFRは、企業評価手法としては無理があり定着しなかった。

#### (6) DDM (配当割引モデル) と DCFM (割引キャッシュフローモデル)

企業の価値評価法は日進月歩であるが、DCF (Discounted Cash Flow Model- 割引キャッシュフローモデル) は一つの到達点と筆者は理解している。それは、企業の絶対価値追求の手法としてのDDM (Dividend Discount Model- 配当割引モデル) の延長線上にある。DDMは、企業価値はその支払い配当金(投資家の資金回収手段)の流列を現在価値に割引き集計したものに等しいと考える。将来配当金を、 $D_1, D_2, D_3, D_n \dots$ の流列とし、将来配当金を現在価値に算定するためには割引率(利子率と考えればよい)を使用する。かくして、1年後の配当金  $D_1$  の現在価値は、 $D_1/(1+i)$ 、 $n$ 年後の配当  $D_n$  のそれは、 $D_n/(1+i)^n$  となる。よって、

企業価値  $P_0 = D_1/(1+i) + D_2/(1+i)^2 + D_3/(1+i)^3 \dots D_n/(1+i)^n + \dots$  測定の簡明性を考慮してつぎの前提を置く。配当  $D$  は年率  $g\%$  で成長し、現在価値への割引率は利子率  $i$  を使う。かくして、

$$P_0 = D/(1+i) + D(1+g)/(1+i)^2 + \dots + D(1+g)^{n-1}/(1+i)^n \quad (3) \text{式} \quad \text{左右に}(1+i)/(1+g) \text{を掛けて}(4) \text{式}$$

とし、(4) - (3) を  $P_0$  について整理すると、

$P_0 = D/(i - g) - D(1 + g)^n/(i - g)(1 + i)^n$  これは、 $n$  を無限大にすると、 $i > g$  の条件 (合理的説明可能) で右辺第 2 項はゼロとなる。結果として、

$$P_0 = D/(i - g) \quad (5) \text{ 式}$$

より現実的な条件を加えると、 $D$  を同じ成長率を持つ無限流列とするよりも、成熟期まで (業界の平均収益力を上回る時期) をせいぜい 5 - 10 年と限定し、その後は成長率を下げるのが合理的であろう。そこで、当初の 5 年の成長率を  $g$ 、その後の永久成長率を  $q$  % ( $g > q$ )。現在価値への割引率は最初の 5 年間は  $i$  %、その後は  $r$  %、とすれば、

$$\text{当初 5 年の企業価値} = D/(i - g) - D(1 + g)^5/(i - g)(1 + i)^5 \quad (6) \text{ 式}$$

$$6 \text{ 年目以降の企業価値} = P_6 + P_7 + P_8 + \dots$$

$$\begin{aligned} (\text{継続価値} = \text{ターミナルバリュウ}) &= P_5(1 + q)/(1 + r) + P_5(1 + q)^2/(1 + r)^2 \cdot \cdot \\ &= P_5/(r - q) \text{ 正確には、} P_5(1 + q)/(r - q) \\ &= D(1 + q)^5/(r - q)(1 + i)^5 \text{ さらにこれを現在価値にもどす。} \end{aligned}$$

$$6 \text{ 年目以降の企業価値の現在価値} = D(1 + q)^5/(r - q)(1 + i)^5(1 + r)^6 \quad (7) \text{ 式}$$

よって企業価値合計は、(5) + (6) 式となる。これは企業の成長を 2 段階に分割して評価するモデルである<sup>(8)</sup>。

DCF<sub>M</sub> は  $D$  (配当金) の代わりに株主に帰属すべき予想キャッシュフロー (正確にはキャッシュインフローというべきだが慣用例に倣う) の流列を考える。株主に帰属すべきキャッシュフローとは、当期純利益 + 減価償却費 - 資本支出 (設備投資) + (-) 運転資本の増加 (減少) + (-) 負債の増加 (減少) で示され、これは通常のキャッシュフローから運転資本、設備資本への充当を控除し、自由にできるという意味でフリーキャッシュフローという表現を使う<sup>(9)</sup>。

企業価値計算でキャッシュフローを使用するのは、会計計算による利益他の指標に比べて作為が施されていないこと、つまり収益趨勢の実態を示すということだが、これには筆者は納得していないが本稿では触れない。ただ、伝統的な貸借対照表 (B/S) と損益計算書 (P/L) が、会計期間の人為的な設定と現金流入を伴わない会計事象の捕捉のために工夫されたのは、現金の流入では期間を限定した利益捕捉が適切ではない、との背景ではなかったのかという点を強調しておきたい。まさに期間を限定した収益捕捉のための合理的工夫から生まれたことを指摘しておくに留める。

それはともかく、フリーキャッシュフローを捕捉すれば、それを割り引いて現在価値を得るといふ作業に入る。手法は DDM にならうが、割引率の算定に工夫がある。ここに新しく資本コスト概念 (投下資本の必要コスト) を導入する。負債のコスト (割引率、貸付側の期待収益率) は借入金を実行する段階で決定しているが、株主資本のコストは市場金利に株主資本であるリスクを上乗せしなければならない。株式投資をする側から見れば期待収益率でもある。これは実際の株式市場全体の過去の収益率 (配当 + 値上がり) と個別銘柄の感応度 (CAPM とベータ値の利用) により測定する<sup>(10)</sup>。

長期債の収益率（例えば5%）と株式の収益率（例えば7%）との差異が2%であればこれに個別銘柄の市場動向との感応度（例えば0.8）を考慮して資本コスト（ $5 + 2 \times 0.8 = 6.5\%$ ）を確定する。直感的に判ることは、1989年の株価に比較すると市場指標は10年後の現在（1999年11月）45%の水準であり、株式のリターンのマイナスは、リスクの無い債券よりも実績は悪い。しかし投資する段階ではマイナス予想はあり得なかったわけで、今後の予測に過去の実績を使用すること（収益率マイナス）は不合理となる。

(7) DCFM の実例評価から

もちろん DCFM も万能ではない。実例に即して考えてみよう。とりあげたのは「ソニー」と「トヨタ自動車」であり、引用予想データは日本を代表するアナリストの報告書からである<sup>(11)</sup>。

図表 3：実例による企業評価

ソニー(予想)						
	当期利益 (億円)	1株当り利益 (EPS)(円)	フリー・キャッシュ フロー(FCF) (億円)	1株当り FCR(円)	減価償却額 (億円)	設備投資額 (億円)
2000/3期	1,200	270.6	500	112.8	3,600	< 4,300
2001/3	1,600	360.8	1,850	417.2	4,050	> 3,800
2002/3	2,950	665.3	3,100	699.1	4,150	> 4,000
2003/3	3,800	856.9	4,050	913.4	4,250	> 4,000
4期合計	9,550	2,153.6	9,500	2,142.5	16,050	16,100
トヨタ自動車(予想)						
2000/3期	4,100	109.0	2,900	77.1	8,000	< 9,200
2001/3	4,500	119.7	3,400	90.4	7,900	< 9,000
2002/3	4,885	129.9	5,380	143.2	8,500	> 8,000
2003/3	6,530	173.6	7,530	200.2	8,000	> 7,000
2004/3	8,040	213.8	9,540	253.7	7,500	< 6,000
5期合計	28,055	746.0	28,750	764.6	39,900	39,200

注：黒ワク部分は筆者が加えたもの。ソニーEPSは、希薄化前の数値

(6) の計算に従って企業価値を測定してみる。前提は筆者(徳増)による。

両社共通 成長率：予測期間中は予測値，その後は最終予測値をベースに無限成長率をゼロとする

リスクフリー金利：2.00% 市場のリスクプレミアム：3.00 - 5.00%

値(市場感応度) 以上の条件より両社の資本コスト(期待収益率)

ソニー 1.10 - 1.20% 5.30(最小値) - 8.00(最大値)%

トヨタ 1.05 - 1.10% 5.15( " ) - 7.50( " )%

値を，1999年1 - 8月までの月別収益率(日経平均，ソニー，トヨタ株価)によりCAPMで算定すると，ソニー1.14，トヨタ1.25となるが筆者はこれを採用せず，1 - 8月合計の傾向値でおおよその反応度をみた。次表はその結果である。

## 企業価値測定

企業名	ソニー		トヨタ自動車	
資本コスト	5.30%	8.00%	5.15%	7.50%
予想FCF 現在値合計	1825円(4期)	1705円(4期)	639円(5期)	548円(5期)
ターミナルバリュー(継続価値)	17234	11417	4926	3383
ターミナルバリューの現在価値	13318	7771	3644	1897
企業価値 +	15143円	9476円	4283円	2445円
株価	13770円(8/9)		3780円(7/26)	

算定条件は、リスクフリー金利を長期国債、市場リスクプレミアムは経験値、銘柄別 値は99年1 - 8月株価を参考、にしている。たまたま実際株価(この2本の報告書作成時)が測定値の間に入っている。現在(99年11/5)ソニー17050円、トヨタ3780円。ソニー株の急騰により、もし利益(FCF)予測に変更がなければ、株価上昇は資本コストの上昇(値上昇)を通して、企業価値測定値を低下させることになる。金利水準の上昇が金利を生む母体の価値(擬制資本)を小さくする理屈である。このことは、今までの株価が高すぎたか、見直し修正で利益増加が加わったか、ということになる。

それはさておき、ここで試算を通して指摘しておきたいことは以下の通り。

- ・ターミナルバリューの価値が非常に大きいこと。総企業価値に占める比率はソニーでは88 - 82%。トヨタ85 - 78%。つまり圧倒的ウエイトが長期未来予想に依存する。相当の不確定要素が加わる。
- ・試算値ではゼロとしたが最終予測値以降の成長率を+とすると影響大。前章の(5)式,(7)式の分母  $i - g, r - q$  ( $g, q$ が利益成長率)を思い出して欲しい。それぞれの実数値は分母を縮小させる。
- ・EPSとFCFという会計数値とキャッシュフローベースの数値に大きな差異はない。特に数期間を合計すると近似してくるが、これは設備投資と減価償却の類似でもある。これは会計数値の企業評価上の利用を示唆して実に興味深い。
- ・前提が多いため、条件設定によって測定値が大きく変わる。これは前提に幅を持たせることの実験でよく判る。しかしそれでも大いに参考になる。

FCFによる企業価値測定は易しくない。1級のアナリストの収益予測は、結果数値よりも導出した前提の組み方、とりわけ周辺産業環境への理解度と当該企業の位置付け、が評価されていると思う。最終予測期(ソニーで4期、トヨタで5期)が正確であったかどうかをその結果確定時に確認してもアナリストへの評価は決まらない。投資家のアナリストに対する評価は、アナリストが投資対象企業の見通しを、現実の市場価格と自ら測定した企業価値との乖離をいかに合理的、説得的に語れるか、そしてその成果(当該企業への評価の変化=株価の対応)が短期間(半年から1年)に現実化

するかに尽きると思う。多くの投資家を動かすには独創的な視点と明晰さを必要とする。投資家の持つイメージを深化させたり、全く異なった見方を与えたりすることが必要であろう。アナリストの評価が個人投資家よりも機関投資家が主体となっていることも考慮しておかねばならない。

キャッシュフローの経営管理上の有用性は大きいので、その内部管理指標がアナリストの企業評価を深化させる要素になっていることは間違いない。

企業評価の手法はさらに、EVA (Economic Value Added = 経済付加価値)、MVA (Market Value Added = 市場付加価値)、CFROI (Cash Flow Return on Investment = キャッシュフロー投資収益率)、NPV法 (Net Present Value = 現在価値法)、またキャッシュフローではなくて伝統的な会計数値の方からの企業価値推計など多彩な発展をしている<sup>(12)</sup>。

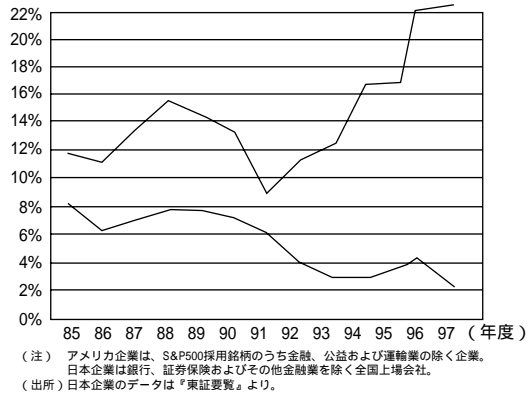
### 3. 時価会計の採用効果

#### (1) 企業価値評価と時価

企業の価値評価手法の変遷に簡単に触れた。企業価値は、企業が将来キャッシュフローをどれだけ生み出し、その現在価値は幾らかに集約される。もし、現在形成されている市場価格が推定理論価値よりも低ければ投資誘因となろう。逆に市場価格よりも低ければ既存株主（一般株主であれば）は売却することが合理的である。しかし、後例の場合に理論価値の低さが経営資源の有効利用に問題あり（結果としての予想キャッシュフローの少なさ）とすれば、経営に手を加えれば現在市場価格形成の企業実態以上の価値に生まれ変わるかも知れない。一般投資家と経営権を握ることが可能な機関投資家との投資視点の差異である。ただ両者の共通点はともかく現在の当該企業の収益力（利益 / 投下資本）の的確な把握という点で一致する。M&A (Merger & Acquisition = 買収・合併) を仕掛ける側では、経営資産が十分な効率を挙げていないことが狙いとなる。企業の収益力が一般市場金利以下であれば経営の意味を失う。経営母体の市場価格如何では購入して企業価値を高めて売却することが有効な投資戦略となる<sup>(13)</sup>。

収益力問題とからめて、ここで ROE について触れておこう。ROE (Return on Equity = 株主資本利益率) は当期純利益 / 株主資本 (自己資本) で算定される。つまり株主から預かった資金の収益力である。日本の企業は株主の付託に応えていない。バブルがはじけた後の1990年代、日本企業の ROE 低水準に対する海外からの猛烈な批判である。経営が十分な効率を挙げていないという指摘は、買収による効率アップを含意とする恫喝的な発言として持ち合い株式に守られた企業経営者を震えあがらせた。確かに日本の ROE は異常に低い。

図表4：日米企業のROE比率比較



株主資本が市場原理により合理的な収益率を求めていると想定するには ROE は低すぎる水準である。時に市場利率よりも、また企業収益率（負債を含めての総資本効率を測る指標であり、金利支払い前利益 / 総資産）よりも低いことがある。これで経営が大過なく進行しているとすれば別途理由が考えられねばならない。日本の企業システムと株主対策，産業政策を含めて論議を呼んだわけだが，ここでは，低収益にもかかわらず，電力，鉄鋼，造船，セメント，非鉄など日本の基幹産業への資金供給パイプが政府主導のもとに確保されたこと（政府系金融機関，都銀，地銀，相銀，信金・信組，生・損保，または商社，ノンバンクバンクなどを通して）を指摘するに留めておこう<sup>(14)</sup>。

ROE は株主資本の効率という株式会社として最も基本的な指標を再認識させた。ただしこの指標にも弱点がある。時価評価が重要性を増すという時代背景の中で，分母の株主資本が簿価ベースになっていること，ROE の上昇とレバレッジ（負債と株主資本の比率）の関係を考慮しておかねばならないこと，を挙げておく。では，株主資本は  $B/S \text{借方資産} - \text{負債} = \text{株主資本}$  で示されるように簿価である。出資額 + 留保利益として簿価株主資本は意味を持つが，資産・負債が時価評価されると，その評価損益が自己資本の部に表示されることを含意として時価による ROE 測定が可能となる。市場の評価（発行株式数 × 株価 = 時価総額）と時価による株主資本との比較は分析上有用である。

は企業の総資産効率が市場利率よりも高い時に，負債の増大が ROE を高める方向に働くが，その限界を ROE 自身は示してくれない<sup>(15)</sup>。

## （2）時価評価と M&A

資本市場では，時価評価問題を損益（1期もしくは累積）の発生，あるいは資産（もしくは負債，資本）の増減 株式評価の変化と考える。意外性は変動幅を増幅させる。IASC（国際会計基準委員会）による IAS（国際会計基準）制定は大詰めにており，議論的となった金融商品（資産および負債）は，1998年12月に IAS 第39号「金融商品: 認識と測定」として IAS 理事会の承認を得ている<sup>(16)</sup>。

金融資産（流動・固定）を時価評価すると，P/L，B/Sに影響する。実は評価損益を全てP/Lを通過

させるかどうかはまだ最終結論を得ていない。ただ、B/S面では株主資本のところに表示されることになろう。これにより、土地とならび含み資産の最大供給源である金融資産が時価表示となり分析指標への影響が大きい。ただし日本では土地の時価評価がされないと実態開示は十分ではない。

時価の焦点は金融資産にあるが、有形固定資産（特に土地）の評価は企業分析実務では重要である。有形固定資産の時価評価は米国、ドイツは原則禁止、イギリスは選択可能、フランスは特別法による強制評価替え、そしてIASでは現段階では標準処理として取得原価、代替処理として評価替えを認めている。日本は原則禁止、ただし平成10年3月、実質的には金融機関の対象にしているものの、土地再評価法が成立している。国別事情が異なることの反映であるが、同じ禁止でも、事業用の土地はキャッシュインフローをもたらさないことに着目（米国）する場合と、過去の凄まじいインフレへの拒否反応（ドイツ）とでは意味が異なってくる。

### （3）数値例による検討

数値例により検討してみよう。別表はA、B、2社のB/S、P/Lである。

A社は有価証券と土地に含み利益を持つ古い企業である。B社は現在のA社と同じ資産を市場で購入し経営を始めたとする。時価が膨れた分だけB社の資金負担は大きくなる。つまりA社の含み益100億円相当分をB社は長・短借入金を100億円増やして対応している。もしA社が利益蓄積を行っていたら、資本金がB社よりも小さくなっているはずである。ここでは同じにしているがこの点は後に触れる。表面数値で見た両社の格差は圧倒的である。A社の資産は圧縮され、借入金が少ない（支配利息小）ために、ROA、ROE、マージン、回転率、どれをとってもA社が上である。

ここでA社を時価評価してみよう。総資産は倍増の200億円、総資産効率（回転率）はB社と同じ。総資本事業利益率（ROA）は21.5%とB社にならぶ。問題は貸方株主資本である。評価変替えした100億円をP/Lを通過させるとその期は利益急増（税引前当期純利益45億円 145億円）、税金を支払い残余が株主資本に入るがこれは現実的ではない。評価益の内P/Lを通過させかつ税金対象となるのは大きくはない。評価益という未実現段階の課税になるからだ。ここではとりあえず、評価益を全てP/Lを通さずに直接B/S（株主資本）に持ち込む。A社の株主資本比率は50%から75%に引き上げられ、固定比率を87%に引き下げる。安全性は高まるがROEは45%から15%（ $22.5 \div 150$ ）に悪化する。これらの指標から判断すると、A社は過度に安全性をとり、表面的な収益力を頼りとしてぬるま湯的経営をしてきたと判断される。それは、この企業を買収して経営資源の有効活用を図ればもっと企業価値を高めると考える投資家が出てきてもおかしくない。

もし株主資本の内訳が、A社は資本金20億円（5万円×400万株）+内部留保30億円、B社は資本金50億円（5万円×1,000万株）のみとしよう。A社1株当たり純資産（Book Value Per Share = BPS）は再評価前125円、再評価後375円。B社は再評価に関係なく50円。株価資産倍率（株価÷BPS）はA社が急低下（3分の1へ）する。BPSを清算価値とすれば、株価がこれを下回れば買収、清算しても儲かるわけだが、存続を前提とすれば資産内容の検討（経営再構築）によっては買収価値が生じる。

図表5：199X年度財務諸表と経営比率

貸借対照表(単位:億円)	A社	B社
総資産(=負債+株主資本)	100	200
流動資産	50	70
(内:有価証券)	(10)(注1)	(30)
固定資産	50	130
(内:土地)	(10)(注2)	(40)
(内:投資)	(20)(注3)	(70)
負債合計	50	150
流動負債	30	100
(内:借入金)	(10)	(80)
固定負債	20	50
(内:借入金)	(10)	(40)
株主資本合計	50	50

注：それぞれの時価は(注1)30、(注2)40(注3)70

## 損益計算書(単位:億円)

売上高	200	200
営業利益	40	40
営業外収益	10	10
(内:受取利息配当金)	(3)	(3)
営業外費用	5	10
(支払利息割引料)	(1)	(6)
経常利益	45	40
特別利益	8	8
特別損失	8	8
税引前当期純利益	45	40
税金引当金	22.5	20
当期純利益	22.5	20

## 経営諸比率

総資本事業利益率(ROA)	43.0 (21.5)%	21.5%
株主資本当期純利益率(ROE)	45.0 (15.0)%	40.0%
売上高経常利益率	22.5%	20.0%
売上高当期純利益率	11.25%	10.0%
借入金利率	5.0%	5.0%
総資本回転率	2.00 (1.00)回転	1.00回転
自己資本比率	50% (75)%	25%
流動比率	166.6 (233.3)%	70%
固定比率	100 (86.7)%	260%

注：( )は時価評価後の比率

## (4) 経営への波及効果と時価問題への不安

時価が表面化することにより、経営者の責任は預託した株主資金を効率的に運用して期待に応えられたか、が問われることになる。含み資産経営とは、環境悪化のうちに過去の蓄積を吐き出し、好況期には内部蓄積を厚くする運営である。これは現在の業績への責任所在を曖昧にする。株式持ち合い(これは株価形成を歪める)によってモノ言わぬ株主を増やし、過去の蓄積を頼んだ防衛的な経営は、実は高度成長という量的拡大が前提となる経済環境(政策のバックアップによってさらに)の場合には効果的であった。

時価評価の問題は、企業経営における責任、権限、そして報酬のあり方に变革をもたらせるであろう。日本の企業は、曖昧さと独特の監視体制を組み込んだゆるんだ組織体を特徴とする。現在の

不満を将来は返すことでトータルとしては満足させるという暗黙の了解で成り立っていたシステムでもあった。組織もまた文化という考えを筆者は持っているので簡単に消滅するとは思えないが、さしずめは国際化の進展する中で、その弱点が突かれることは覚悟しなくてはならないであろう。

最後に実務上の問題を含めて時価問題への不安を述べておきたい。本稿では時価問題を積極的に評価する立場で論を進めてきた。しかし時価が効果的であるためには、まさに「公正価値 - Fair Value」として正しく測定されることが大事である。例を挙げるならば、資産・負債の公正価値測定のためには、将来キャッシュフロー（アウトもインも）の正確な把握と適切な割引率の設定が必要である。IAS が「割引プロジェクト起草委員会」を設立して、普遍化できる割引概念から合理的で客観的な具体的手法を探るという体制をとったことは資産・負債の時価評価が容易ではないとみていることの表れでもあろう。また、金利の上昇局面では、割引率も上昇して資産・負債共に現在価値をより小さく表示するため、負債金額の大きい企業に財務内容改善効果を生む。計算過程の精密、正確さは、投入因子の不正確さをカバーするものではない。筆者は測定コストと効果が信頼を得るには相当の試行錯誤期間が必要と思う。後退せず過渡期を切り抜けるには、測定根拠（考え方、前提、計算方法）の可能な限りの開示が必要であろう。

### 結語に代えて

会計制度変革が企業経営まで揺さぶっている。筆者は現在の風潮がやや行き過ぎと見ている（例えば批判の対象である日本的な経営にも積極評価すべき点多々あり）が、行き過ぎてみないと修正は起るまい。ただ、日本の企業経営がよりどころとしていた「高度成長」という神話が蘇ることはあるまい。その意味では日本の企業経営が変化を求められていることは間違いないだろう。

実は筆者は、昨今、キャッシュフローが持て囃されているが故に、会計データが軽視される危険性を感じており、企業評価上のキャッシュフロー分析にもう少し立ち入り、キャッシュフローと伝統的な企業会計データとの関係、両者の比較による新しい経営分析を実例に即して行い両者の補充関係を指摘したいとの意図をもってしたが今回は果たせなかった。今後の研究課題として進めてみたい。

### 注

- (1) 環境を破壊する経済成長は見直すべきであるとの論理は、人類の生き残りを賭けて説得的ではある。しかし、経済成長そのものが人間関係の豊かさを奪うとの理由で納得しない者もいる。経済成長をまずは認める国とそうでない国との意識格差は大きい。会計と文化、日本の会計の特質については、後掲、平松一夫『国際会計の新動向』P127-154 が興味深い。
- (2) IASC（国際会計基準委員会）の定義によれば、「公正価値」は、「取引の知識がある自発的な当事者の中で、独立第三者間取引条件で、資産が交換され、もしくは負債が決済される金額をいう - JICPA 訳」となる。取引所で売買される株式価格（時価）は理想的な条件下では限りなく「公正価値」に近い。理解できるが、実際問題として「公正価値」を求めることは至難である。同じ内容の企業 A、B が発行する社債で A 社社債は上場されている。B 社社債は非上場という点で換金性は同じではない。「公正価値」は明らかに異なってくる。

- これを実務で処理するのは容易ではない。なお、年金問題は不確定要素が多く、本稿ではとりあげていない。
- (3) 欧州に発生したバブルについては多くの研究者が取り上げている。中では、J. K. ガルブレイス『バブルの物語』。事実関係では他資料が優るが、背後の人間を捉えている点で抜きん出ている。
- (4) 『ウォール街200年』には逸話が紹介されている。1927年、クーリッジ大統領が企業の諸問題と弊害の研究者として名高いW. Z. リブレイ教授に話を聞いた。教授の指摘である、企業の公共の利益に反する行動、不健全な経済力集中の事実、を全面的に認めた後、「今われわれが実行に移せるものがあるかね」と尋ねた。教授は「残念ながら現行法規では大統領に権限はありません。これは州政府の措置に委ねるほかありません」。大統領は安堵の溜め息を漏らした。かくしてでたらめを尽くしたウォール街改革はならず、投機の盛行、大暴落の下地が準備され、証券2法(証券法1933年、証券取引法1934年)の制定につながる。下線は筆者の付加。
- (5) 利回りが意義を失っていく中で、利回り計算の修正で説明できないかとの努力がなされた。裸利回りである。将来の増資が株主に有利な価格(時価よりも安い価格)で割当てられる時には、株価の権利落ちにより利回りが修正される。例えば時価200円の株式が1:1株主割当(50円払込)増資を行うと株価は125円に権利落ち $[(200 + 50) \div 2]$ する。10円配当を継続すれば、配当利回りは5%から8%に上昇する。これを裸利回りとした。しかし、説明を合理的にするには、将来数度にわたる増資を想定しなければならない。なお増資では1株利益が減少することに注意、減配しないことが条件になる。また、時価発行(わが国での第1号は日本楽器1968年)への移行は裸利回りを無意味なものとした。
- (6) PERの歴史的考察では、後掲の住ノ江佐一郎『株式価格の基礎理論』を参考にした。触れなかったが紹介されているダイス(Dice, C. A)の論が興味深い。また、PERの本質論では、ピュシュゲン(Hans. E. Buschgen)の『株価収益率論』は現代に通じる。
- (7) 相場水準が新理論を求める興味深い事例が日本にある。1988年10月、日本証券経済研究所による『日本の株価水準研究グループ報告書』である。空前のバブルの天井1年前に発表されたものであり、成層圏のPER(東証平均70倍)の研究論文として話題を呼んだ。設備投資の誘因指数であるトービン(Tobin, J.)の $q$ を株価水準の判断に応用したのである。結論は衝撃的であった。株価が既存の尺度で律することが難しくなった時、測定道具が不合理なのか、株価が異常なのか、はにわかには判断できない。筆者はこの論文を読み返して、今でも示唆に富むものとして評価しており、その後の事実に適合しなかったという理由だけでは批判的にはなれない。
- (8) 配当割引モデルの完成者として名を残すウィリアムズ(John Burr Williams-*The Theory of Investment Value* 1938)は将来配当流流を資本還元することでヒルファーディングのいう擬制資本を求めようとした。この将来配当(利益、キャッシュフローにも通じる)を現在価値に割り戻す(その割引率は、利子率、資本還元率、資本コスト、期待収益率などの考えに繋がる)との思想はウィリアムズの前にも存在した(Wiese, R. G Guild, S など。またウィリアムズ算式を発展させたWalters, J. E. Gordon, M. J. などを含めても)が、企業価値評価モデルとして体系化した功績はウィリアムズのものであろう。彼は、株式の内実価値(Intrinsic Value-現在は内在価値が一般化)を配当に求める。価値基盤を配当に求めることへの批判は十分承知の上である。企業が初期の急成長期にある時、利益があるに関わらず配当を実施しないで内部留保に努めた方が資金効率は高くなり、投資家もそれを評価する。配当還元モデルではこれをどう説明するか。ウィリアムズが配当にこだわったのは、株主へのリターンは、配当が唯一の手段であり(株式売却を考慮せず)、実際に配当するかどうかにかかわらず、企業評価は配当能力(利益が意識されよう)に基盤を置くとの考えであったとみてよいだろう。現代のファイナンス理論では利益が株主のものであり、それがどこかで配当にまわる限り、企業価値は将来配当額の現在価値合計に等しいとの考えが支持されている。
- (9) 今まで断ってなかったが、企業価値という場合、株主に帰属する部分の価値の意で使用した。配当金の還元ではその意味が明瞭である。しかし、企業活動は株主資本と負債資本合計によって支えられている。企業を「現金の流入」と「現金の支出」で捕捉できる総合的1機能体と見れば、その企業価値増分である流出・流入差額(利益=キャッシュフロー)もまた、株主資本と負債資本に分割帰属させねばならない。株主、債権者両者に帰属するフリーキャッシュフローの現在価値合計から、負債価値を控除する形で株主価値を測定する手法が実務で一般的であるのは、この方が負債の推定が不要で簡便であるとする。しかし、全体価値を測定する場合でも、株主資本、負債資本の平均割引率(資本、負債コスト)算定のためには株主資本、負債の按分比率は

必要となる。

- (10) CAPM は、Capital Asset Pricing Model の略で資本試算評価モデルと訳され、1970年代前半、William Sharpe によって唱導された理論である。市場全体の動向に対して、個別銘柄の株価反応度をベータ値で表示し、市場全体のリターン（無リスク証券の利子＋リスクプレミアム）に対する個別銘柄の反応度を調べて、投資銘柄の最適ポートフォリオ（投資組合せ）を探ろうとする手法である。この個別銘柄のベータ値を個別企業の価値評価に利用することが出来る。
- (11) 使用した報告書は、「ソニー」1999.8.9 メリルリンチ 執筆者 栗山史氏、「トヨタ自動車」1999. 7. 27 執筆者 日興ソロモン・スミス・バーニー松島憲之氏、エコノミスト誌（1999. 9. 14）によるアナリスト ランキングで栗山氏は家電部門 3 位、松島氏は自動車部門 1 位。引用データは、2000年 3 月期以降の利益、キャッシュフロー、フリーキャッシュフロー（FCF）、減価償却、設備投資予想である。FCF は両氏とも税引利益＋減価償却費用－設備投資で算定。
- (12) 企業価値測定の動きは依然として米国で盛んであり日本でも企業に工夫されながら採用されている。井出正介『株主価値創造革命』、菊地正俊『企業価値評価革命』が詳しい。また、会計データ（ここでは ROE）利用による企業評価の試みでは K. G. Palepu 等 *Introduction to Business Analysis & Valuation*、邦訳『企業分析入門』P167 以降。
- (13) 会計制度は多数の利害関係者に利用されており、投資家の立場はその一つに過ぎない。しかし時価評価を含めての制度変更には、米国（投資家が強い）の影響力が感じられる。M&A 戦略も市場主義を前面に打ち出す米国型戦略である。
- (14) 企業の国際化、対応する資金需給の国際化により、国境を越えた規模で投資家は企業の資金運用効率（収益率）を評価し、資金の取り手である企業は資金供給側の力量を測る。評価のミスは直ちに自己にはねかえる。市場主義の浸透であるが経験の乏しい日本にはまだ戸惑いがある。ROE を高めた効率経営には、不採算部門の切り捨て、人員整理など日本企業が最も忌避してきた政策が前面に出てくる。国際化は経営理念まで揺さぶることになる。
- (15)  $ROE = [ROA + (ROA - i) \times (D/E)](1 - t)$ 、ただし ROE：税込株主資本利益率、ROA：総資本利益率（金利支払前営業利益）、 $i$ ：市場利子率、 $D$ ：負債、 $E$ ：株主資本、 $t$ ：法人税率、の算式からレバレッジ（ $D/E$ ）の上昇は、 $ROA > i$  の条件下で ROE を上昇させる。負債に固定的な利子を支払えば残りは株主の稼得利益になると解釈してもよい。ただしやり過ぎると、株主資本比率の低下（格付けの低下）を招く。
- (16) ただしその後も、主要国の会計基準設定主体をメンバーとする JWG（ジョイントワーキンググループ）によるプロジェクト（資産・負債の測定に全面的に採用するという方向）が進行しており、その結果が最終的には IAS 39号に替わることになる。

以上

#### 参考文献

- ビュシュゲン、H. E. 神戸大学経営学部訳『株価収益率論』千倉書房 1971年
- Bernstein, Leopold. A. *Financial Statement Analysis 1989 4th ed.* IRWIN
- コーブランド、T. 伊藤邦雄訳『企業評価と戦略経営』日本経済新聞社 1993年
- Dodd, David. L. *Security Analysis 5Th Edition 1988* McGraw-Hill
- ガルブレイス、J. K 鈴木哲太郎訳『バブルの物語』ダイヤモンド社 1991年
- ゴードン、M. J. 坂本安一監修『投資と企業評価』中央経済社 1972年 Graham, Benjamin *THE INTELLIGENT INVESTOR FOURTH REVISED EDITION*
- グラント、J. L. 兼広崇明訳『EVAの基礎』東洋経済新報社 1998年
- 芳賀沼千里「フリー・キャッシュフロー・バリュエーションへの一考察」証券アナリスト ジャーナル 1997年11月号
- 平沼亮「リストラクチャリングと企業・株価評価」日本証券アナリスト協会セミナー資料 1997年 5 月
- 平松一夫『国際会計の新動向』中央経済社 1994年
- ヒューラー、R. ファーレル、J. L. 東洋信託銀行訳『証券投資分析の理論と実際』日本経済新聞社 1990年

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS IASC 1998 ”

- 井手正介, 高橋文郎 『株主価値創造革命』 東洋経済新報社 1998年
- 伊東弘文, 徳増編 『現代経済システムの展望 - 会計の国際化とわが国制度への影響 - 』九州大学出版会 1997年 3月
- 株価変動研究グループ 「日本の株価変動に関する研究」 日本証券経済研究所 1991年 7月号
- 鎌田信夫 「現金収支計算書の有用性とその限界」 企業会計 1996年10月号
- 川合一郎 『株式価格形成の理論』 日本評論社 1977年
- 企業財務制度研究会 『包括利益をめぐる論点』 企業財務制度研究会 1998年
- 菊地正俊 『企業価値評価革命』 東洋経済新報社 1999年
- 菊谷正人 「土地再評価法管見」 JICPA ジャーナル 1998年 8月号
- 黒沢泰 「不動産鑑定士から見た会計上の土地の時価」 JICPA ジャーナル 1999年 8月号
- マルキール, B. 井出正介訳 『ウォール街のランダム・ウォーク』 日本経済新聞社 1993年
- 松井, キャシー 「EVA から見た日本の株価」 証券アナリスト ジャーナル 1998年 3月号
- 中瀬忠和 「株主重視の会計とは」 JICPA ジャーナル 1999年 7月号
- 日本の株価水準研究グループ 「日本の株価水準研究グループ報告書」 日本証券経済研究所 1988年10月
- 日興リサーチセンター編 『わが国証券市場の新潮流』 日興リサーチセンター 1988年
- 日興証券調査部 「証券利回りの水準と体系」 日興証券投資月報 1952年 6月号
- 日興証券調査部 「株価分析の新発展」 日興証券投資月報 1952年10月号
- 日興証券調査部 「ニューヨーク株式市場の現段階」 日興証券投資月報 1956年 7月号 日興証券調査部 「証券分析 - 株価収益率による接近」 日興証券投資月報. 1962年 3, 4, 5月号
- 大村和夫 『企業分析と投資価値評価』 東洋経済新報社 1994年
- パレブ, K. G. バーナード, V. L. ヒーリー, P. M. 斉藤静樹監訳 『企業分析入門』 東京大学出版会 1999年
- プライスウォーターハウス編 井手正介監訳 『株主価値追求の経営』 東洋経済新報社 1998年
- 斉藤静樹編 『企業会計における資産評価基準』 第一法規出版 1994年
- 桜井通晴 「キャッシュフロー経営の意義」 企業会計 1998年 8月号
- 白木豊, 加藤直樹 「EVATAモデルの考え方と日本企業への適用」 証券アナリスト ジャーナル 1998年 3月号
- ソーベル, R. 安川七郎訳 『ウォール街二百年』 東洋経済新報社 1960年
- 住ノ江佐一郎 『株式価格の基礎理論』 多賀出版 1979年
- 高橋文郎 「企業評価に関する3つの疑問」 証券アナリスト ジャーナル 1999年 2月号
- 高橋元 『証券市場と投資の理論』 同文館 1993年
- 徳賀芳弘 「会計測定値の比較可能性」 国民経済雑誌 第178巻第1号 1998年10月
- 徳増, 加藤直樹 『企業会計ビッグバン』 東洋経済新報社 1997年
- 徳増, 力丸洋, 加藤直樹 『時価会計導入後の企業経営』 東洋経済新報社 1998年
- 梅田誠 「キャッシュフロー計算書の必要性」 企業会計 1998年10月号
- 渡辺茂 『ROE 革命』 東洋経済新報社 1994年
- 山田辰己 「IASC 金融商品プロジェクト及びJWG プロジェクトの推移」 JICPA ジャーナル 1999年 8月号

以上