

平成 21 年 6 月 1 日現在

研究種目：基盤研究（C）
 研究期間：2007～2008
 課題番号：19530412
 研究課題名（和文） 企業価値創出と株主価値 - - - 日米比較 - - -
 研究課題名（英文） Value creating process at Shareholders point of view---Comparative analysis between Japan with US.
 研究代表者
 青木 茂男（AOKI SHIGEO）
 青山学院大学・会計プロフェッション研究科・教授
 研究者番号：50129061

研究成果の概要：

研究による知見は以下の通りである。日本企業は資産使用効率が低い、規模が小さい企業ほど収益性が低い、株式新規公開企業は利益調整を行っている、実質無借金企業に対して市場は株主価値を適正に評価している、総資産対負債比は東証 1, 2 部企業は年数を経るほど低いが、新興市場企業は異なる、増配アナウンスの株価への影響は 2 週間程度で消滅する、不確実性が高い企業にはオプション価値が見られる、企業価値の測定には多くの仮定や予測があり画一的な方法はない、無形価値測定モデルによる測定結果はモデルによって異なる。

交付額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2007 年度	2,300,000	690,000	2,990,000
2008 年度	1,200,000	360,000	1,560,000
年度			
年度			
年度			
総計	3,500,000	1,050,000	4,550,000

研究分野：会計学

科研費の分科・細目：経営学 会計学

キーワード：

企業価値、株主価値、負債価値、DCF 法、リアル・オプション、日米比較、企業規模

1. 研究開始当初の背景

経営者の目的は企業価値の向上、すなわち株主価値向上にあるとされている。しかし、T. Copeland の Valuation(1990)以降、株主価

値という用語が使用される場合でも、必ずしも概念は明確でなく、抽象的な議論に終始することも多い。企業価値の研究は、純粋な理論的研究、財務データと株価関連性、個別

企業についての株主価値測定、コーポレート・ガバナンスなど多面的であることも一因である。

企業価値を具体的に金額で測定することは議論を深める意味で不可欠であるが、多くの文献では理論式を示すか、計測するにしても割引超過利益法だけにとどまっている。無限の将来にわたるキャッシュ・フローの予測と膨大な作業を必要とする DCF 法による計測が行われることはほとんどない。議論を深める意味でも、財務データを使用して企業価値を実際に計測し、株主価値創出プロセスを解明する必要がある。株主価値創出プロセスが明確にされれば、経営者は経営指針が明確になり株主価値創出に向けて行動できる。

株主価値創出について、従来は理論研究が中心であったため、そうした研究が経営者の行動指針に結びつくことは少なかった。ここにデータに基づいて実証的に株主価値創造の過程を明らかにすることの重要性がある。

本研究の背景はまさにこの点にある。

2. 研究の目的

この研究目的は、理論的に計測される株主価値と市場で形成される株価との関係を日本および米国について上場企業の財務データ(日経 Needs および米国 Compustat)を用いて統計的手法で実証的に比較検討し、もって株主価値創出の過程を明らかにすることにある。実証分析は大量の企業(日経 225 構成企業、米国 S&P500)を長期的、統計的に分析する。

株主価値経営の重要性は広く認識されているが、株主価値を財務データを用いて理論的に計測し、株主価値創出プロセスを解明している研究は少なく、抽象的な議論に終始することも多い。

本研究では、DCF 法によって株主価値を計

測し、キャッシュ・フローの形成プロセスを検討し、株価との関連性を検討して株主価値創出プロセスを明らかにする。株主価値創出について従来は理論研究が中心であったため、そうした研究が経営者の行動指針に結びつくことは少なかった。ここにデータに基づいて実証的に株主価値創造の過程を明らかにすることの重要性がある。

3. 研究の方法

研究方法としては、文献による先行研究の他に、データベース(日経 NEEDS 財務および株価、Compustat)を用いた企業価値の測定、負債価値の実証研究を行った(主として青木、青淵が分担)。また、DCF 法による企業価値の測定は将来のキャッシュ・フローによって測定するが、不確実性を測定に反映させるためにモンテカルロ・シミュレーションによる測定をも試みた(青木)。

最近では企業価値における有形資産よりもレピュテーション、ブランド価値、研究開発資産など無形価値の重要性が指摘されている(たとえば、日本管理会計学会 2008 年度全国大会統一テーマ「インタンジブルズ(intangibles)と管理会計」)。

無形価値を創出する一つにリアル・オプションがある。企業に将来の選択肢(不確実性)があれば、そうでない場合に較べて価値が高いと考えられる。オプション価値である。そこでオプション価値(無形価値)を含めて企業価値を測定することを試みた(中嶋)。

本研究では、上述した企業価値の金額的測定の他にも、企業価値創出過程の背景、日米の収益力格差、企業規模と収益性の関係、株式新規公開(IPO)企業における利益調整行動、実質無借金経営企業に対する市場の評価、増配アナウンスが株価に与える影響、食品偽装表示問題に学ぶ企業価値回復と創造なども

研究した。企業価値を表面的な数値だけでなく、その背後にある、企業価値への作用因(ドライバー)も研究して内容を深めた。

4. 研究成果

平成 19 年度は、企業価値創出と株主価値を多角的に研究した。青木は企業価値創出の根源である収益力の日米比較を行った。日本の大企業は外部委託生産が多いため売上高が膨らんでおり、表面的には売上高総利益率が低く見えるが、実際は誤りであり、売上高付加価値率などから推定すると、日本の売上高総利益率は米国と同じであり、使用資産回転率の低さ、すなわち、資産効率が悪いことが米国に較べて収益性が低い原因であることが明らかになった。日米の収益力格差の原因に加えて、平成 20 年度は企業規模と収益性の関係も日米企業について行った。日米ともに企業規模が小さい企業よりも大きい企業の収益性が高いことが明らかにされた。規模が大きくなるにつれて売上高総利益率が高くなるためである。

青淵はわが国における株主価値について 3 つの視点から研究を行った。株式新規公開(IPO)企業における利益調整行動。企業価値創出を目指す IPO 企業経営者は、上場後初の決算数値と直近の予測値との乖離による市場における信頼性の逸失を防ぐため、わずかに予測値を上回るような利益調整を行っていることが確認された。実質無借金経営企業に対する市場の評価。回帰分析の結果、株価は株主価値を適正に示していることが確認された。企業の増配アナウンスが株価に与える影響。増配アナウンス直後の短期間では、安定配当額政策企業の累積超過収益率(CAR)が安定配当性向政策企業のそれを上回るが、2 週間程度で CAR は増配アナウ

ス 10 日前の水準に戻る。一方、安定配当性向政策企業の CAR は増配アナウンス以前より上昇傾向にあり、この企業の増配アナウンスは株主価値の増大に寄与している。

青木と中嶋は、DCF モデルなど無限流列を活用したモデルにはキャッシュ・フローの予測等に不確実性の問題があるとの視点から、モンテカルロシミュレーションやリアル・オプションの適用を研究した。その結果、リアル・オプションモデルには、企業の将来の意思決定や不確実性の価値算定を可能にするので、従来の無限流列モデルよりも、より詳細な企業評価を行うことができる可能性があることが判明した。ただし、オプションをどのように認識するかという点の問題が残る。今後は、実証研究による知見が積み重ねられていく必要がある。

平成 20 年度は企業価値創出と株主価値をテーマに、企業価値測定における問題、株主価値測定の際に企業価値から控除する負債価値の測定上の問題、企業価値測定における不確実性への対処、企業規模と収益性の関係、について研究した。は青木、は青淵、は中嶋が担当した。

企業価値は予測に基づいて測定するのであるが、キャッシュ・フロー予測の困難性、資本コストや無形価値測定手法の未成熟、測定手法の多様性、などによって測定結果は手法によって大きく異なる。企業価値測定は Science と Art の中間とも言われる所以である。

また、DCF 法から株主価値を推計する際に控除する負債価値も本来は時価であるべきところを簿価で代用しているが、成熟企業と新興企業との間には時価と簿価の関係に相違があるものと思われる。企業の発展段階によって負債価値の評価を変える必要があるが、この実証研究は後日である。

負債価値の研究は学会でも緒に就いたばかりだが、今回は企業の発展段階による総資産と負債の関係の実証分析を行った。東証1, 2部企業の総資産に対する負債の割合は年を追って減少傾向にあり、それを株主資本が補っているが、新興市場の企業のそれにはこの傾向は見られない。

また、予測の不確実性を企業価値測定に組入れる方法としてリアル・オプションの可能性を研究した。全ての企業にオプション価値を見いだすのは困難だが、製薬、石油掘削など不確実性が特に高い産業においてはオプション価値を考慮して企業価値を測定する必要がある。

以上が企業価値測定に直接関係するテーマだが、企業価値は根源的には収益力によって創出されるものである。

ただ、企業価値概念は多様である。金額で測定できるものだけを企業価値とする立場、金額で測定できるものに、コンプライアンスやレピュテーションなど非財務的な要素を含めて企業価値とする立場がある。金額だけで企業価値を把握するのは研究者に多いが、非財務的要素を含めるのは経営者に多い。非財務的要素については青淵が「食品偽装表示問題に学ぶ企業価値回復と創造」(図書)で論じた。

計数的に測定した企業価値と非財務的な企業価値をいかにして総合的に結合するかは今後の研究課題である。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計10件)

青木茂男、企業価値が意味するもの、管理

会計学、第17巻、第2号、38, 47頁、2009年、査読無

青木茂男、財務データからみた日米比較---配当と自己株取得の実態、企業会計、Vol.61, No.6、6, 13頁、2009年、査読無

青淵正幸、株主価値評価における負債価値の検討、立教ビジネスレビュー、第2号、103, 111頁、2009年、査読無

中嶋教夫、企業評価におけるリアル・オプションの活用の可能性について、明星大学経営学研究紀要、第4号、55, 64頁、2009年、査読無

青木茂男、企業規模と収益性---日米比較---、産業経理、第68巻、13, 22頁、2008年、査読無

青木茂男、書評「櫻井通晴著 レピュテーション・マネジメント---内部統制・管理会計・監査による評判の管理---」、産業経理、第68巻、154, 155頁、2008年、査読無

青木茂男、収益力の日米比較---企業価値創出の根源的なもの---、会計プロフェッション、第3巻、41, 56頁、2008年、査読無

青淵正幸、株式新規公開企業の利益調整に関する一考察、立教ビジネスレビュー、創刊号、127, 135頁、2008年、査読無

青淵正幸、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、2008年、査読有

中嶋教夫、リアルオプションモデルを活用した企業評価について、明星大学経営学研究紀要、第3巻、55, 64頁、2008年、査読無

[学会発表](計5件)

中嶋教夫、企業評価におけるリアル・オプションの活用の可能性について、日本経営分析学会、2008.10.25、青山学院大学

青木茂男、企業価値の意味するもの、日本

管理会計学会、2008.8.30、甲南大学

青淵正幸、起業の意識に関する一考察、日本経営ディスクロージャー研究学会、2008.1.5、立教大学

中嶋教夫、企業評価におけるリアルオプションの活用について、日本経営ディスクロージャー研究学会、2008.1.5、立教大学

青淵正幸、増配企業に対する市場の評価、日本財務管理学会、2007.11.3、福井県立大学

〔図書〕(計3件)

亀川雅人編著、青淵正幸編著、創造的破壊 - 企業価値の阻害要因 - 、第12章 食品偽装表示問題に学ぶ企業価値回復と創造、学文社、243, 255頁、2009年

小椋康宏編著、青淵正幸分担執筆、講座/経営教育、第3巻、第14章 経営者・管理者のための財務教育、中央経済社、253, 272頁、2009年

青木茂男、要説経営分析(3訂版)、森山書店、473頁、2008年

〔その他〕

特になし

6. 研究組織

(1)研究代表者

青木 茂男 (AOKI SHIGEO)

青山学院大学・大学院会計プロフェッション研究科・教授

研究者番号：50129061

(2)研究分担者

青淵 正幸 (AOBUCHI MASAYUKI)

立教大学・経営学部・准教授

研究者番号：00290130

中嶋 教夫 (NAKAJIMA NORIO)

明星大学・経済学部・講師

研究者番号：90409425

(3)連携研究者

なし