

# 新規株式公開における企業価値の推定

## - ケーススタディー -

大鹿 智基（早稲田大学メディアネットワークセンター）  
(oshikat@mn.waseda.ac.jp)

### 1. 報告の目的と概要

この報告は、株式の新規公開（IPO）を行う企業に対する評価のプロセスについて、Cosi Inc.の例を用い、理論・実務の双方から概観し、業種分析や戦略分析など、定性的な分析の重要性を確認することを目的とする。企業価値評価に関する書籍は、Palepu et al. (2000)、Copeland et al. (2001)、Penman (2000)など多くが出版され、またそのプロセスを指導する科目は、MBA（経営学修士）の講義においても、多くの受講生が登録する科目の一つである。このことは、企業価値評価が、学界のみならず実務においても重要視されていることは示している。

ところが、これらの書籍、講義においては、実際に評価を行うプロセスと同じ順序で、その手法が解説される場合が多い。そのような構成は、企業評価を初めて学ぶ者に、ある種の戸惑いを与えてしまう可能性がある。なぜなら、会計数値（それが会計利益であろうと現金収支であろうと）による企業価値評価プロセスが示されることを期待して学び始めた者に対し、戦略分析など定性分析の重要性が最初に示されるからである。

そこで、この報告では、実際の評価プロセスとは逆の順序、すなわち評価モデルの提示を最初に行い、ついで定性分析への道筋をたどる、というアプローチで解説する。これにより、なぜそれぞれの評価モデルで必要となる数値を求めるために、その前段階の（定性的な）分析が必要となるのかを、より容易に理解できるだろう。

また、IPO 企業の評価の場面における特有の事情についても検討する。IPO 企業では、過去の会計数値が入手困難である（新興企業では物理的に会計数値が存在しないこともありうる）場合も少なからず見受けられる。その場合、似たような戦略を有する企業や、同程度の規模で運営されている企業など、比較企業の分析に重点をおく必要があるだろう。

これらの考察を踏まえ、企業評価のプロセスを具体的に実践する。分析にはCosi Inc.の例を利用する。これにより、企業評価の過程で用いられる多くの仮定が、最終的な企業価値算定の結果に大きな差をもたらすことを示し、仮定を形成するための、幅広い定性分析が重要であることを示唆する。

## 2. 企業評価のプロセス

この報告で用いる企業価値評価モデルは、キャッシュフローをベースとしたキャッシュフロー割引モデル ( Discounted cash flow model )、会計利益を基礎とする残余利益モデル ( Residual income model )、ならびに各種株価倍率 ( Multiples ) である。これらは、一定の条件のもとでは、同値となる。しかし、実際の評価の場面においては、すべての条件が満たされることはほとんどなく、それぞれのモデルの優劣が競われることも多い。とりわけ、会計利益とキャッシュフローのどちらが企業価値をより正しく導出する際に有用か、という点は、学界においても、長年の議論の対象である。最近では、Ohlson(1995)において残余利益モデルに再び焦点が当てられたことにより、この議論が再燃している。しかし、ここでは、それらの優劣について論じることなく、それぞれの方法を用いて算出した企業価値 ( の推定値、以下同じ ) に大きな違いが現れること、また様々な仮定の変化に対応し、企業価値が大きく変化することなどを示す。

これらのモデル、とりわけキャッシュフロー割引モデルや残余利益モデルの適用にあたっては、将来にわたる各変数の推定が必要である。この推定値の精度が、モデルの精度に影響を与えることは言うまでもない。初期の Ball and Brown(1968)では、翌期の会計利益の期待値は当期の会計利益と等しい、というランダム・ウォークの仮定をおいた。その後も、(特に)短期的にはランダム・ウォークであることが仮定されることが多いが、高橋(2002)は、少なくとも中・長期的には、会計利益がランダム・ウォークには従わないことを示した。

また、会計利益 ( もしくは ROE ) が平均回帰する傾向にあることを活かして、自己回帰モデルを用いた推定も行われている。平均回帰の度合、また逆に持続性の度合については、Sloan(1996)以降、会計利益をキャッシュフローの要素とそれ以外の会計発生高 ( accruals ) に分け、それぞれの持続性の度合を推定している。その結果、キャッシュフローの持続性が相対的に高いものの、投資家はそれを完全に認識しておらず、その認識の齟齬を用いた裁定取引も可能であることが示された。したがって、市場の期待値は必ずしも ( 統計的に ) 正しい利益の推定値とならない。また、Ohlson(1995)は、会計利益自体の自己回帰に加え、「翌期の会計利益に影響を与えるが、当期の会計利益には現れていない要素」を組み込んだモデルを提示した。しかし、この「未知の要素」の完全な特定には至っていない。

さらに、Liu and Ohlson(2000)では、簡便的な推定方法として、アナリスト予測利益の利用が提唱された。しかし、アナリスト予測利益は上方にバイアスがかかっていることが、O'Brian(1988)や Abarbanell(1991)などを始めとして、多く示されている。

以上から、将来の企業業績の推定には、非常な困難を伴うことが理解できる。この報告では、当該企業の将来について二つのシナリオを想定し、将来 10 年間にわたる詳細な予測を行った。特に、レストラン経営の業績予測にあたり、将来

業績の重要な鍵となる三つの要素、すなわち店舗数、各店舗の売上高、各費用の比率、について綿密な検討をした。

### 3. IPO 企業評価における比較企業の分析

IPO 企業の評価では、将来業績の推定プロセスが、一般企業の評価における推定プロセスに比べ、より複雑になることも多い。なぜなら、比較的設立から間もない企業が多く、その企業の過去の財務諸表をベースにして、将来業績の評価を行うことが困難である可能性が高いからである。分析対象となる企業が、すでに長年にわたる同種の経営活動を行っていれば、過去の財務諸表を精査することで、景気変動との関連なども分かるだろうし、将来の利益数値（の期待値）の予測も容易であることが多いだろう。しかし、起業後間もない企業や、IPO 企業の場合、過去の財務諸表が公表されていない可能性もある。また、その企業の目指す戦略そのものが斬新であればあるほど、将来の状況に対する不透明性は増すだろう。

したがって、このような場合には、まず類似企業の分析を行い、それによって得られた情報を利用することが大切である。ただし、真の意味での類似企業を探すことは困難である。似たような戦略を持っていても、規模の面や、財政状態などで異なることは十分ありうるであろう。逆に、同じ業種に属する、同規模の企業でも、目指す戦略が全く同一であることは稀であろう。したがって、様々な角度から分析した類似企業を拾い出し、それらに共通する（もしくは平均的な）特性を探し出す必要がある。

さらに、複数のシナリオを考えることも大切であろう。新規のコンセプトを持つ企業の場合、そのコンセプトが受け入れられるか否かによって、将来業績は大きく変わってしまう。したがって、少なくとも成功と失敗の二通りのシナリオと、それぞれの発生する割合を推定する必要があるだろう。

### 4. ケーススタディ

これまでの分析を基礎とし、IPO 企業の評価プロセスを、Cosi Inc. の事例を用いて具体的に検討する。将来業績の鍵となる要素が、最終的な企業価値にどれほどの影響を与えるかを示すため、その他の要素については、比較的単純な仮定をおいた。たとえば、資本コストの推定にあたっては、類似企業の 値の平均を CAPM（資本資産評価モデル）に代入する、という極めて単純な、そして問題の多い方法を用いた。しかし、資本コストの微妙な変化が、企業価値に大きな変化をもたらすことを合わせて示し、資本コスト精緻化の重要性について示唆した。その他にも、利用するモデル、ならびに代入する数値の背後にある諸々の仮定の微妙な変化が、最終的な企業価値に劇的な影響を与えることを具体的に表すことで、初期のプロセスである定性分析の重要性を示した。

<参考文献>

- Abarbanell, J. (1991), "Do Analysts' Earnings Forecasts Incorporate Information in Prior Stock Changes?" *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, pp.147-165
- Copeland, T., T. Koller, and J. Murrin (2001), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Third Ed., McKinsey and Co. Inc., New York, NY
- Miller, M. H., and F. Modigliani (1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, Vol.34, pp.411-433
- Liu, J., and Ohlson (2000), "The Feltham-Ohlson (1995) model: Empirical implications," *Journal of Accounting Auditing and Finance*, Vol.15, No.3, pp.321-331
- O'Brien, P. (1988), "Analysts' Forecasts as Earnings Expectations." *Journal of Accounting and Economics*, Vol.10, pp.53-83
- Ohlson, J. A. (1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2, pp.661-687
- Palepu, K. G., V. L. Bernard, and P. M. Healy (2000), *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements*, Second Ed., South-western College Publishing
- Penman, S. (2000), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, Irwin/McGraw-Hill
- Pratt, S. P. (1998), *Cost of Capital: Estimation and Applications*, New York, NY: Wiley
- Sloan, R. (1996), "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?" *The Accounting Review*, Vol. 71, No.3, pp.289-315
- Smith, A. (1990), *The Fundamental Analysis*, Course packet for "Financial Statement Analysis," Graduate School of Business, University of Chicago
- Stewart, III, G. Benett (1991), *The Quest for Value: The EVA Management Guide*, New York, NY: Harper Collins
- Sougiannis, T., and T. Yaekura (2001), "The Accuracy and Bias of Equity Values Inferred from Analysts' Earnings," *Journal of Accounting Auditing and Finance*, Vol.16, pp.331-362
- 高橋 (2002), "会計利益とランダムウォーク仮説 - 利益変動の持続性に関する実証研究 -," 日本管理会計学会第1回リサーチ・セミナー資料, 2002年6月29日