

# 企業価値評価モデルにおける有効性の検証

200520890 竹村 滋芳  
200620873 照井 良太郎  
200620891 陳 子佩

(経営・政策科学専攻)

指導教員

原田 信行

筑波大学大学院博士課程システム情報工学研究科  
修士(ビジネス)特定課題研究報告書

平成 20 年 1 月

---

**A Research on the Validity of Corporate Valuation Models**

## 報告書要旨(全体)

本稿の目的は、企業価値評価に関わる理論と現状を整理し、企業価値評価の実践的有効性を検証することである。

まず第2章では、企業価値評価に関する先行研究や既存のモデルに関する議論を総括し、研究枠組を確立した。そこで、明確になったことは以下の4点である。①企業価値の定義やその評価の方法は、様々なものが存在する。②代表的な企業価値評価モデルや無形資産モデルを用いた企業価値評価には、それぞれモデルの構造に由来する特徴がある。③現在、企業価値評価モデルは様々な場面で活用されている。特に頻繁に用いられている運用現場においては、業種によって財務体質が違うにも関わらず、ユニバース全体に1つの企業価値モデルを適用している。④先行研究では、各企業価値評価モデルの有効性を実証してきた研究、企業価値評価モデルの有効性を比較してきた研究が多く存在しているが、業種ごとに分析した研究、企業価値評価モデルを包括的に扱った研究は存在しない。その上で、本研究においては、1)代表される企業価値評価モデルのEBOモデルとDCFモデルの有効性の比較分析、2)無形資産モデルを用いた企業価値評価の実践的有効性の検証という、2つの目的を設定した。

この枠組みに基づき、第3章では、EBOモデルとDCFモデルの有効性の比較分析を業種別に行い、第4章では、無形資産モデルを用いた企業価値評価の有効性の検証を行った。具体的には、1996年以降の財務データを用い、それぞれモデルの実践的有効性を、3つの視点(評価誤差、株価説明力、投資パフォーマンス)から、業種別(7業種)に検証した。

結果は、概ね企業価値評価モデルの有効性を確認することができ、しかも、その有効性は近年ますます高まっているようである。さらに、業種や時期によって最適なモデルは異なっていた。これらは、経営者や投資家は、モデルの特性を理解した上で、評価対象の業界、資本構成、また日本の経済状況などを考慮し、最適なモデル選択を行う必要があるということを示している。

## Abstract

The purpose of this research is to review the definitions of corporate value and the valuation models and to examine the validity of corporate value based on the valuation models.

In the Chapter 2, we reviewed the definitions of the corporate value and the valuation models, and constructed the framework for this research. We clarified 4 points in this chapter. ① There are many definitions of corporate and ways to evaluate the corporate value. ② The valuation models and the intangible capitalization model have different characteristics because they are constructed with different bases. ③ The valuation models are used in many fields nowadays. And in many cases, the valuation models are not used by industry, though different industries have different industry characteristics. ④ There is little comparative research on valuation models by industry, though there is a lot of research on the comparative research on valuation models. As a result, it is important to compare the validity of EBO model and DCF model by industry, and to examine the validity of the corporate value based on capitalization of intangible assets by industry.

The validity was examined in three aspects: the valuation error, the ability to forecast the stock price and the investment performance. In Chapter 3 and Chapter 4, we compared the validity of EBO model and DCF model by industry, and examined the validity of the corporate value based on capitalization of intangible assets by industry, using the yearly financial data and monthly stock price from 1996 to 2005, among 7 industries.

In the conclusion, the validity of corporate value based on EBO model, DCF model, and the corporate value based on capitalization of the intangible assets were confirmed. And we found that the models tend to become more effective in recent years and the optimal models were different for different industries. As a result, it is important for the managers and the investors to select the optimal models, considering the industry characteristics (capital structure for example) and the Japanese economy.

## 目次

第1章	序論	1
1.1	研究背景	2
1.2	論文構成	3
第2章	企業価値評価の概要と研究枠組 (竹村)	4
2.1	はじめに	6
2.2	企業価値評価について	6
2.3	企業価値評価モデルの種類と特徴	6
2.3.1	代表的な企業価値評価モデル	7
2.3.2	無形資産モデルを用いた企業価値評価	12
2.4	日本における企業価値評価モデルの現状	13
2.5	先行研究	14
2.6	研究枠組	16
2.6.1	研究目的	16
2.6.2	分析方法	17
2.6.3	データと分析期間	18
2.6.4	本研究の特徴	19
2.7	業種特性	21
2.8	おわりに	23
	参考文献	25
	図表	29
第3章	残余利益モデルと割引キャッシュフローモデルにおける有効性の比較分析 (照井)	37
3.1	はじめに	39
3.2	資本コストの推定	39
3.2.1	株主資本コストの推定	39
3.2.2	加重平準資本コストの推定	41
3.3	残余利益モデルに基づく評価	44
3.4	割引キャッシュフローモデルに基づく評価	44
3.5	企業価値評価モデルの有効性の検証	45

3.5.1	評価誤差による検証	45
3.5.2	回帰分析による検証	50
3.5.3	パフォーマンス分析による検証	52
3.6	おわりに	55
	参考文献	57
	図表	59
第4章	無形資産モデルを用いた企業価値評価の有効性の検証（陳）	70
4.1	はじめに	72
4.2	無形資産の定義	72
4.3	モデルの構築	73
4.3.1	無形資産価値評価モデルの事例	73
4.3.2	無形資産評価モデル	74
4.4	データについて	77
4.4.1	本章の研究におけるデータと分析期間	77
4.4.2	データの修正	77
4.5	無形資産の推定	78
4.5.1	タイムラグと営業利益に対する影響度	78
4.5.2	無形資産の年減価率の算出	80
4.5.3	無形資産の年累積率の算出	81
4.5.4	無形資産の算出	81
4.6	無形資産モデルを用いた企業価値評価の有効性の検証	82
4.6.1	評価誤差による検証	82
4.6.2	回帰分析による検証	84
4.6.3	パフォーマンス分析による検証	85
4.6.4	有効性検証の結論	87
4.7	おわりに	88
	参考文献	89
	図表	92
第5章	結論	100
	謝辞	103