

株式評価モデルと格付が用いる 財務情報の異同に関する考察⁽¹⁾

繁 本 知 宏

I. はじめに

財務会計には意思決定支援機能と契約支援機能があるとされる。近年の会計基準開発では、投資家の意思決定に資する有用な情報を提供すること、すなわち意思決定支援機能が重視されている。ここでいう投資家とは、証券市場で取引される株式や債券などに投資する者を指す（ASBJ [2006] 第7項）。すなわち、投資家とは、株式投資家だけでなく社債投資家も含む概念である。さらに、IASB [2018] par. 1.2やFASB [2010] OB2は、こうした投資家だけでなく、融資者などの債権者も会計情報の主要な利用者として位置付けている。このように、会計情報は株式投資家のみならず社債投資家や債権者にも有用な情報を提供することが期待されている。しかし、会計情報の意思決定有用性が議論される場合、Barth *et al.* [2023] p. 3が述べるように、会計情報の主要な利用者として想定されるのは株式投資家であって、社債投資家が意識されることはあまり多くない。この時、株式投資家が求める会計情報が、社債投資家が必要とする会計情報と一致あるいは包含していれば特段の不都合は生じない。しかし、両者の情報ニーズが全く異なる、あるいは部分的な重なりに止まる場合は、株式投資家向けの会計情報だけでは社債投資家のニーズを充足できない。

本稿では、株式評価モデルと格付会社の格付規準書（クライテリア）の観察を通じて、株式投資家と社債投資家が⁽²⁾用いる財務情報が一致しているかどうか、

(1) 本稿はJSPS科研費（課題番号19K02014）の助成を受けた研究成果の一部である。JSPSの助成に対し感謝の意を表する。

一致していなければ何がどう相違しているかを明らかにする。この点を検討するに当たっては、先行研究を基にして実務で広く用いられている株式評価モデルを特定し、その計算要素となる財務情報が、株式投資家が用いる財務情報であると位置づけた。他方、社債の価格形成において財務情報が有用であることは先行研究も指摘しているが（岡部 [1994] 209 ページ）、実際にどのような財務情報をどう利用しているかは未解明の部分も多い。そこで、多くの社債投資家は投資対象の信用リスク評価において格付を活用している点に着目し（Damodaran [2002], 島 [2003]）、格付会社が格付評価を行う際に利用する財務情報を、社債投資家が用いる財務情報の代理変数として位置づけた。その上で、株式評価モデルと格付がそれぞれ用いる財務情報を比較し、両者は一致しているか否か、一致していなければ何がどう相違するのか、といった点を明らかにする。これが本稿の研究目的である。

本稿の構成は次のとおりである。まずⅡ章において株式評価が用いる財務情報を、実務で広く用いられる株式評価モデルを観察して明らかにする。次にⅢ章では、格付会社を社債投資家による信用リスク評価の代理人と位置付け、格付会社が格付評価で用いる財務情報を、クライテリアを観察して明らかにする。続くⅣ章では、前2章で明らかにした財務情報を比較検討し、株式投資家と社債投資家が用いる財務情報は一致しているか否か、一致していなければ何がどう相違するのかという点を明らかにする。そしてⅤ章において考察を総括し、最後にⅥ章で本稿の限界と今後の課題を述べて締め括る。

Ⅱ. 株式評価が用いる財務情報

1. 株式投資家の運用スタイルと財務情報

株式投資家の運用スタイルはパッシブ運用とアクティブ運用に大別できる。パッシブ運用とは市場の効率性を前提として、自己のポートフォリオを、目標

(2) 本稿において財務情報という語は、財務諸表本体や注記に表示される会計情報だけでなく、会計情報を基に算定する財務比率や、実績値を基に推計した将来予測値も含めた広い意味で用いている。

とするベンチマークの特性と一致させるように運用するスタイルであり、その典型例がインデックス運用である。インデックス運用とは、何らかの株価指数に連動するリターンを追求する運用スタイルである。投資対象や投資比率はベンチマークとなるインデックスの複製を目指すことから、個別企業の分析は特段必要ない。このため個別企業の財務情報も必要としない。

他方のアクティブ運用とは、市場に非効率性が存在することを前提として、何らかのベンチマークを上回るリターンを追求する運用スタイルである。高パフォーマンスを得るためには市場や個別銘柄の分析、投資比率の決定、売買実行などを能動的に行う必要がある。

アクティブ運用にはトップダウン・アプローチとボトムアップ・アプローチがある。トップダウン・アプローチとは景気、金利、為替などのマクロ経済環境に関する見通しを基に株式リターンに影響を与える要素に関する予想を行い、資産配分を意図的に傾斜させる方法であり、ボトムアップ・アプローチとは個別銘柄に関する調査を基に銘柄選別を行ってポートフォリオを構築する方法である（伊藤・荻島・諏訪部 [2009] 150-151 ページ）。ボトムアップ・アプローチにおける分析手法は、チャート分析に代表されるような個別銘柄の株価変動の特徴などを分析するテクニカル分析と、個別銘柄の本源的価値を分析するファンダメンタル分析に大別できる。テクニカル分析は、いわば市場の波に乗って収益を得ることを狙うスタイルであり、財務情報を投資判断の材料とする必要はない。これに対してファンダメンタル分析では、投資対象の本源的価値を推定するために、財務情報は不可欠な情報である。ファンダメンタル分析の根底には株価は企業の本源的価値を反映して決まるという考え方がある。ファンダメンタル分析は Fama [1970] がいうウィーク型の市場効率性を前提とし、理論株価と現実の株価に乖離が生じたとしても中長期的に株価は理論株価に収斂すると考える。ファンダメンタル分析は比較的長期を想定した考え方であることから、中長期的な視点に立った投資スタイルの投資家に適している。企業の本源的価値は、企業を取り巻く経済環境やその中で企業が採る経営戦略、それを実現するための経営資源をはじめとするファンダメンタルを分析し、企

業の業績の将来予測を基に推計される。財務情報はそうした分析の出発点として用いられる。

以上から、ファンダメンタル分析に基づくアクティブ運用が財務情報を用いる投資手法であり、そうしたスタイルを採る投資家が財務情報を必要としている⁽³⁾。以下、本稿ではこうしたタイプの投資家を前提として考察を進める。

2. 先行研究が報告する実務における株式評価モデル

企業のファンダメンタルを基に株価を推計する株式評価モデルには多種多様なバリエーションが存在し、分析者によって用いるモデルも様々である。このため、あらゆる株式評価モデルを検討の対象とすることは困難である。そこで本稿では、先行研究が報告する株式評価実務で広く用いられるモデルに焦点を当てて考察を進める。実務で多用されているモデルについては、Asquith *et al.* [2005] や Hand *et al.* [2017]、太田 [2009] が株式アナリストの評価モデルを、青木 [2016] が公開買付 (TOB) における評価モデルを、それぞれ詳細に報告している。

(1) 株式アナリストの評価モデル

株式アナリストが公表するアナリスト・レポートには、主に、株式推奨 (レディング)、予想利益、目標株価、記述的内容の4つが含まれている (太田 [2009])。記述的内容としては、企業の事業内容や経営戦略、近時のトピックスなどに関する定性的な分析のほか、目標株価の算定に用いた株式評価モデルの説明も加えられている。

Asquith *et al.* [2005] は、クレディ・スイスやリーマン・ブラザーズなどの有力投資銀行に所属するセルサイドの株式アナリストが1997年から1999年の間に発行した1,126本のアナリスト・レポートを調査対象として、目標株価の

(3) 個人、年金ファンド、事業法人、金融機関といった投資主体別に投資家を分類することも多い。しかし、同じ投資主体に含まれる投資家であっても、インデックス運用を行う投資家とアクティブ運用を行う投資家が混在していることを考えると、投資家と財務情報の関係を考える上では適切な分類とならない。

算定に用いられた株式評価モデルを調査した。この結果、ほぼ全て (99.1%) のレポートにおいて、PER (Price Earnings Ratio) マルチプルやインデックス対比の PER マルチプル、EV (Enterprise Value) / EBITDA (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) マルチプルといった利益マルチプルが用いられていた。次に多かったのは PBR (Price Book-value Ratio) マルチプルのようなアセット・マルチプルであり、25.1%のレポートで採用されていた。他方、ビジネススクールで優れた評価モデルとして教えている DCF (Discounted Cash Flow) 法は 12.8%に止まり、「この結果に我々は失望している」(Asquith *et al.* [2005] p. 278) と述べている。

他方、1998年から2013年の間に発行されたセルサイドのアナリスト・レポート 220,222本を分析した Hand *et al.* [2017] によれば、DCF法と残余利益法の適用比率は 16:1であった。しかも、残余利益法を用いたアナリスト・レポートのほとんどは、特定の投資銀行(モルガン・スタンレー)に所属するアナリストが作成したものであったことが報告されている。

また太田 [2009] は、わが国に拠点を置く外資系証券会社に所属する株式アナリストが2007年7月から8月に発行したアナリスト・レポート 232本を調査対象として、目標株価の算定に用いられた株式評価モデルを分析した。その結果、最も頻繁に用いられた評価手法は PER マルチプルであり、全体の 55.1%を占めた。以下、PBR マルチプル 16.5%、DCF 法 14.0%、EV/EBITDA マルチプル 8.1%、その他 6.3%であった。⁽⁴⁾ 残余利益法の適用事例はなかった。各評価モデルで算定した目標株価の達成度は、EV/EBITDA マルチプルが最も高く、次いで PBR マルチプルと DCF 法がほぼ同じという結果が報告されている。

(4) 太田 [2009] は、SOTP (sum-of-the-parts) を用いたケースを独立した評価手法として集計している。ただ、SOTPにおける事業ごとの評価は DCF 法、PER マルチプルといった一般的な評価方法が用いられていたため、本稿では SOTP を独立した評価方法と位置付けず、事業ごとの評価方法を独立したものと見做し各 1 件として集計し直した。

(2) TOB における株式評価モデル

青木 [2016] は、2009 年 4 月から 2014 年 5 月の間に公表された公開買付届出書およびそれに対する意見表明報告書の中で示された株式評価モデル 481 件⁽⁵⁾を分析している。複数の評価モデルが併用されているケースが多いため合計が 100% を大きく超えるが、評価モデルごとの適用割合は、市場株価法と DCF 法がそれぞれ 96.9%, 92.9% と圧倒的に高い。次いで類似上場企業比較法が 60.3% と高い数値を示している。これら 3 モデルが頻繁に適用されている一方で、他の評価モデルはほとんど使われておらず、時価純資産法 4.2%, 類似取引比較法 2.3%, 配当還元法 1.5%, 収益還元法 2.1% であった。ここでも残余利益法の適用事例はなかった。残余利益法が適用されない理由として青木 [2016] は、わが国企業の ROE は低いため、残余利益法による株式価値計算式(次節(2)⑤参照)の右辺第 2 項の分子がマイナスとなり、算定結果が株主資本簿価を下回る。こうなると株式評価額が公開買付価格より低くなる可能性が高まるため、実務的には使用が難しくなるからではないか、と述べている。

以上の先行研究が取り上げている実務において利用されている株式評価モデルについて、相対価値評価モデル、絶対価値評価モデル、その他の 3 つに分類すると図表 1 のようになる。このうち相対価値評価モデルと絶対価値評価モデルは次節で検討を加える。他方、その他として分類した、評価対象が上場株式である場合に過去数か月間の平均株価を株式評価額とする市場株価法、類似会社の株価をベンチマークとして株価を算定する類似上場企業比較法、類似取引をベンチマークとして株価を算定する類似取引比較法は、市場データのみを用いる評価方法であるため、財務情報の役割に注目する本稿では考察の対象外に

(5) 公開買付届出書は、公開買付の開始に当たって買付者が内閣総理大臣に提出しなければならない書類であり(金融商品取引法 27 条の 3)、「有価証券の募集・売出しに際して発行者が提出する有価証券届出書に相当するもの」(黒岩 [2016] 274 ページ)である。他方の意見表明報告書は、公開買付の対象会社が、公開買付開始後 10 日以内に内閣総理大臣に提出しなければならない書類であり、公開買付に対する対象会社の意見やその根拠などを記載する(金融商品取引法 27 条の 10)。2006 年の金融商品取引法改正までは一定の場合のみ提出が必要であったが、改正後は全ての公開買付で提出が要求されるようになった。

(図表1) 実務において利用されている株式評価モデル

相対価値評価モデル	PER マルチプル	PBR マルチプル	EV/EBITDA マルチプル	
絶対価値評価モデル	DCF 法	配当還元法	収益還元法	時価純資産法 残余利益法
その他	市場株価法	類似上場企業比較法	類似取引比較法	

置く。

3. 株式評価モデルにおける財務情報の利用

(1) 相対価値評価モデル

相対価値評価モデルとは、何らかの評価指標を同業他社や業界平均などのベンチマークと対比し、評価対象企業の株価の割高、割安を判断する考え方である。このモデルの背後には、市場は平均的にみると合理的な価格付けを行っているが、中には誤った価格が付されている銘柄もあるため、そうした銘柄を見つけ出すことが株価分析の鍵であるという考え方がある。相対価値評価モデルは、後述する絶対価値評価モデルと比べて仮定がシンプルであるため、評価作業が容易である。仮定がシンプルゆえに評価結果の理解も容易である。一方で、仮定がシンプルであることは、分析が粗くなるという短所にもつながる。また、適切な比較対象企業の選択は意外と難しい。このように相対価値評価モデルは、仮定がシンプルである点が長所であり短所でもあるのだが、作業と理解の容易さが重宝されて実務では広く普及している。

以下では、前節で整理した実務で頻繁に用いられている株式評価モデルを観察し、どのような財務情報がどのように利用されているかを確認する。

① PER マルチプル

PER は次の式で計算される。

$$\text{PER} = \frac{\text{株価}}{1 \text{ 株当たり当期純利益}}$$

この式を変形すると株価 = PER × 1 株当たり当期純利益となる。類似企業あ

るいは同業種の企業など比較可能な企業を選定し、比較対象企業の PER に評価対象企業の 1 株当たり当期純利益を乗じて、評価対象企業の妥当と考えられる株価を推計する。⁽⁶⁾

この方法では財務情報として 1 株当たり当期純利益、すなわち当期純利益が用いられる。

② EV (企業価値) / EBITDA マルチプル

$$EV / EBITDA = \frac{\text{企業価値 (株式時価総額 + 純有利子負債)}}{\text{EBITDA}}$$

①で示した PER の分母である 1 株当たり当期純利益は会計基準の相違や会計処理方法変更の影響を受ける。また、一時的な損益や償却費など、将来のキャッシュフロー (CF) 創出力と直接関係しない損益は分母に含めるべきでない (McKinsey & Company *et al.* [2020] 訳本 469 ページ) とも考えられる。加えて、PER は資本構成に影響される。こうした問題に対処できるマルチプル指標が EV / EBITDA である。

この方法で用いられる財務情報は、純有利子負債と EBITDA である。純有利子負債は有利子負債から現金預金を差し引いて計算され、有利子負債には借入金、社債、リース債務、コマーシャルペーパーが含まれる。また、EBITDA は会計基準で定義されていない非 GAAP 財務情報であって定義が定まっている訳ではないが、一般には営業利益 + 受取利息・配当金 + 減価償却費 + のれん償却額として計算される。

③ PBR マルチプル

PBR は次のように計算される。⁽⁷⁾

(6) 別の使い方として、評価対象企業と比較対象企業の PER を比較し、評価対象企業の株価が割高か割安かを判断する方法もあるが、本質は同じである。

(7) なお、PBR はストック・ベースのマルチプル指標であるが、 $PBR = PER \times \text{自己資本利益率 (ROE)}$ であるから、ストック情報だけが PBR に影響する訳ではない。

$$\text{PBR} = \frac{\text{株価}}{1 \text{ 株当たり純資産}}$$

PBR マルチプルも PER マルチプルと同様に、類似企業あるいは同業種の企業などから比較可能な企業を選定し、比較対象企業の PBR に評価対象企業の 1 株当たり純資産を乗じて、評価対象企業の妥当と考えられる株価を推計する。

この方法では財務情報として 1 株当たり純資産、すなわち純資産（簿価）を用いる。この場合、分子の株価は通常、普通株式の株価を表すことから、分母はそれに対応させて普通株主に帰属する純資産額を用いる。

④ 相対価値評価モデルで用いられる財務情報

ここで、これらの相対価値評価モデルで用いられる財務情報を整理すると、当期純利益、EBITDA、純有利子負債、純資産の 4 つが挙げられる。純有利子負債と純資産は簿価ベースである。当期純利益や EBITDA を用いる場合は、過去の実績値よりも将来予測値を使うべきとの指摘もある (McKinsey & Company *et al.* [2020] 訳本 463 ページ)。

(2) 絶対価値評価モデル

絶対価値評価モデルは、評価対象企業の CF や利益などの予想を基に、株式の本源的価値を算定する考え方である。絶対価値評価モデルを用いた株式評価は、個別企業のファンダメンタルをより良く反映した評価ができるという長所がある半面、利益や CF の将来予測ならびに資本コストの推定という難題を抱える短所がある。この点、前述した相対価値評価モデルも長所と短所があった。このため、どちらが優れた考え方かは一概に言えないが、絶対価値評価モデルの方が「ファイナンスの教科書や MBA カリキュラムでは好まれている」(Asquith *et al.* [2005] p. 248) と指摘されている。

以下では、相対価値評価モデルと同様に、前節で整理した実務で頻繁に用いられている株式評価モデルを観察し、どのような財務情報がどのように利用されているかを確認する。

① DCF 法

DCF 法では評価対象企業が生み出すと期待される将来 CF を現在価値に割り引いて株価を算定する。CF_t を t 期の予測 CF, r を割引率, n を企業が CF を生み出す期間, TV を n 期間経過後の残存価値とすれば, 株価 P_E は次の式で計算される。

$$P_E = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

この式について, ゴーイング・コンサーンを前提として CF の予測期間を無限大とすれば, TV の考慮は不要となる。この場合の式は次のようになる。

$$P_E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

この方法では財務情報として CF が用いられる。もっとも, ここでいう CF は将来 CF であり, 財務諸表に表示される CF そのものではない。また, 前節で整理した先行研究では CF として何を使うべきかについての記述はなかったが, 一般的にはフリー・キャッシュ・フロー (FCF) が用いられる。FCF を用いれば株式価値と負債価値を合わせた企業価値が算定されるため, 株式価値は企業価値から負債価値を差し引いて求められる。この点, Damodaran [2002] は, 株主に帰属する FCF を用いて株式価値を直接的に求める方法も示している。分母に含まれる割引率 r は, FCF を用いるならば加重平均資本コスト率 (WACC), 株主に帰属する FCF を用いるならば株主資本コスト率となる。株主資本コストの推計には Sharp [1964] と Lintner [1965] が提唱した資本資産評価モデル (CAPM)⁽⁸⁾ を用いることが多い。

(8) CAPM では, リスク・フリー・レートを r_f , 市場ポートフォリオの期待リターンを $E(R_m)$, 個別銘柄 i のベータを β_i , 市場ポートフォリオのリターンの分散を σ_m^2 とすると, 個別銘柄 i の期待リターン $E(R_i)$ は, $E(R_i) = r_f + \beta_i(E(R_m) - r_f)$ (ただし $\beta_i = \text{cov}(R_i, R_m) / \sigma_m^2$) となる。

② 配当還元法

配当還元法は DCF 法の一つとして位置付けられる。株価 P_E は、DCF 法の計算式の分子にある CF_t を、将来の予想配当 D_t に置き換えればよい。

$$P_E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

まず分母に含まれる r としては、分子の D_t が株主に帰属する CF である配当のみであることから、株主資本コスト率が用いられる。

次に分子の D_t に着目すると、配当還元法を適用するためには将来の各期の配当を予想しなければならない。しかし、配当は経営者の裁量に委ねられる部分が多く不確実性が高いため、予想は現実的には困難である。このため、一定の仮定を置いて将来の配当予想をパターン化するモデルが一般に用いられる。⁽⁹⁾

③ 収益還元法

収益還元法では株主資本コスト率を割引率として用いて、将来の当期純利益 E_t を現在価値に割り引いて株式価値を算出する。

$$P_E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t}{(1+r)^t}$$

配当 = 当期純利益 × 配当性向で表せるため、配当性向が一定であるとすれば、配当還元法で算定した株価は、収益還元法で算定した株価に配当性向を掛けた数値となる。さらに、清算配当まで含めて考えると、当期純利益はいずれ株主に全て配当されることから、配当還元法で算定した株価と収益還元法で算定した株価は一致する。

(9) ゼロ成長モデル、定率成長モデル、多段階成長モデルが一般的である。また、成長率については、ROE と配当性向が一定かつ純資産の増加は内部留保のみという仮定を置いたサステナブル成長率 (= ROE × (1 - 配当性向)) を用いる方法が知られている。

④ 時価純資産法

時価純資産法は、資産と負債を時価で評価して時価純資産額を算出し、その額を発行済株式数で除して株価とする方法である。この場合の時価としては、再調達価額を用いる方法と売却価値を用いる方法の2通りが考えられるが、継続企業を前提とする場合は再調達価額を用いる方が合理的である。

資産と負債の時価評価に際しては含み損益の調整だけでなく、会計上オフバランスとなっている資産・負債や、近い将来に予想されるリストラに伴って生じるであろう債務なども時価評価の対象に含めるのが一般的である。しかし、自己創設のれんまで時価評価しない限り、算定される株価に超過収益力は反映されない。このため、実務では当期純利益の3 - 5倍をのれんと見做して時価純資産に加算することがある（青木・青渕・清松 [2022] 507 ページ）。のれんは将来の超過収益の現在価値と考えられることから、このことは将来予測値の代替として当期純利益の実績値が使われることを意味する。

このように、時価純資産法では純資産に着目するものの財務諸表に表示される純資産を直接的に時価評価するのではなく、資産時価と負債時価の差額として間接的に純資産の時価が算定される。また、場合によっては、将来予測値の代替として当期純利益の実績値が用いられることもある。

⑤ 残余利益法

残余利益法は前節でみたとおり、実務における利用頻度は他の評価方法と比べてかなり低いものの、Penman *et al.* [1998], Francis *et al.* [2000], Hand *et al.* [2017], 西尾・中野 [2006], 土田 [2010] など多くの先行研究が株式価値の推定力の高さを報告している。残余利益法は Ohlson [1995] が提唱した株式評価モデルであり、株価は株主資本簿価と期待異常利益 (expected abnormal earnings) の現在価値の合計によって決まる。すなわち株価 P_t は、 B_t を t 期末の株主資本簿価、 E_t を t 期の当期純利益、 r を株主資本コストとすると次の式のように表せる。右辺第 2 項の分子の $E_t - rB_{t-1}$ が期待異常利益 (残余利益) を意味する。

$$P_E = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - rB_{t-1}}{(1+r)^t}$$

残余利益法で用いる財務情報は、評価時点すなわち現在の株主資本簿価、将来の株主資本簿価、ならびに将来の当期純利益である。

⑥ 絶対価値評価モデルが用いる財務情報

ここまで観察してきた絶対価値評価モデルで利用される財務情報を整理すると、FCF、配当、当期純利益、株主資本（簿価）、資産（時価）、負債（時価）が挙げられる。ただし、財務諸表に表示される実績値をそのまま用いるのは残余利益法における現在の株主資本および時価純資産法におけるのれん価値の代替としての当期純利益の2つであり、その他は将来予測値もしくは時価に評価替えした金額である。

(3) 株式評価モデルが用いる財務情報

本章で整理してきた相対価値評価モデルと絶対価値評価モデルで用いられる財務情報を、ストック情報、損益情報、CF情報に分類し、それぞれを実績値と将来予測値に分けてまとめると図表2のようになる。

このように株式評価モデルでは、ストック情報については簿価ベースの実績

(図表2) 株式評価モデルが用いる財務情報

	ストック情報			損益情報		CF情報	
	実績		将来予測	実績	将来予測	実績	将来予測
	時価	簿価					
相対価値評価モデル		純資産 純有利子負債		当期純利益	当期純利益	EBITDA	EBITDA
絶対価値評価モデル	資産 負債	株主資本	株主資本	当期純利益	当期純利益		FCF 配当

(10) EBITDAは利益情報とみることもできるが、本稿ではR&I編[2001]69-73ページに従い、CF情報に分類した。また、配当は分配情報として別区分を設ける考え方もあるが、現金流出を伴うことを考慮してCF情報に含めた。

値を用いるケースが比較的多い。他方、損益情報やCF情報については実績値が使われることもある。ただ、相対価値評価モデルでは実績値よりも将来予測値が望ましいとの指摘があった。また、絶対価値評価モデルでは、時価純資産法において当期純利益の実績値が用いられることもある。しかし、それは将来予測値の代替として用いられるものであることから、絶対価値評価モデルにおける損益情報とCF情報は、基本的には将来予測値が用いられるとまとめて良いだろう。

Ⅲ. 格付が利用する財務情報

格付とは、金融債務あるいは当該金融債務を負う発行体の信用力を、簡単な符号を用いて相対評価した、格付会社の意見である。格付は、主として社債投資家が社債に投資する際に、投資対象の信用リスクを評価するための情報として用いられる。社債投資家は本来、信用リスクを含む投資対象のリスクを自らが分析すべきものである。しかし、現実問題として全ての投資対象について詳細なリスク分析を行うことは難しい。そこで信用リスク評価については格付を利用するのである。つまり、格付会社は信用リスク評価に関する社債投資家の代理人としての立場にあるといえる。そして、格付会社が重視する財務情報は、社債投資家が投資判断を行うに当たって重視する財務情報と位置付けることができる。

1. クライテリアからみた格付が用いる財務情報

では格付会社は格付評価に当たってどのような財務情報を用いているのか。その解明の手がかりとなるのが、格付会社のクライテリアである。クライテリアとは、格付方法の概要や格付評価で重視する事項を格付会社が説明している文書であり、格付会社のウェブサイトで公表されている⁽¹¹⁾。クライテリアが言及

(11) 2009年に改正された金融商品取引法第66条の36において、格付会社は格付方針等の公表が義務付けられた。これによってわが国で活動する格付会社はいずれもホームページにおいてクライテリア（格付会社によって呼び名は異なる）が公表されている。

している財務情報に着目し、格付における財務リスク分析の視点を明らかにした繁本 [2021] は、財務情報の実績数値を事業リスクと関連付けて解釈した上で、将来の債務償還能力を評価するために事業リスクや財務運営方針、流動性リスクの管理方針といった定性情報を加味して将来数年間の財務数値や財務比率といった財務指標を予測することが、格付における財務リスク分析のフレームワークであると指摘した。そして財務リスク分析を行う際は、収益性・収益力、ならびに CF・利益と有利子負債のバランスに最も着目しており、それに加えて規模や財務構造、利払能力にも目を配っていることが明らかにされた。図表 3 はクライテリアが言及している財務指標等を繁本 [2021] が整理したも

(図表 3) 格付会社のクライテリアが言及している財務指標等

格付会社 視点	R&I	JCR	S&P
収益性・収益力	使用総資本事業利益率 (ROA) EBITDA EBITDA マージン 売上高営業利益率	使用総資本事業利益率 (ROA) 売上高営業利益率	使用総資本 EBIT 比率 (ROA) EBITDA EBITDA マージン
CF・収益と有利子負債のバランス	有利子負債 EBITDA 倍率 有利子負債営業 CF 倍率	有利子負債 EBITDA 倍率	有利子負債 EBITDA 倍率 営業 CF 有利子負債倍率 ファンズ・フロム・オペレーション (FFO) 有利子負債倍率 フリー・オペレーティング CF (FOCF) 有利子負債倍率 配当支払後フリー CF 有利子負債倍率
規模	自己資本 EBITDA 研究開発投資額	自己資本 売上高 営業利益	
財務構造	D/E レシオ 自己資本比率 有利子負債依存度	D/E レシオ 自己資本比率 固定比率 固定長期適合率	
利払能力		インタレスト・カバレッジ・レシオ	インタレスト・カバレッジ・レシオ (EBITDA/支払利息、(FFO+支払利息)/現金支払利息)
その他 (定性的な視点や特定の財務指標が示されていない視点)	財務運営方針 流動性 リスク耐久力	財務運営方針 流動性 B/S 主要科目の増減変化とその理由	財務運営方針 流動性 資本構成 (債務の為替リスク・償還スケジュール・金利リスク、連結対象外の関連会社等への投資)

(注) EBITDA マージン：EBITDA/売上高

ファンズ・フロム・オペレーション (FOF)：運転資本の増減を反映する前の営業 CF

フリー・オペレーティング CF (FOCF)：営業 CF から設備投資額を差し引いた CF

(出所) 繁本 [2021] 116 ページ掲載の図表 8

のである。

図表3をみると、売上高や自己資本などの実数だけでなく、売上高営業利益率や自己資本比率など財務諸表に表示されている数値を加工して得られる財務比率も多く含まれている。そこで、図表3で示した事項のうち財務指標について、ストック情報、損益情報、CF情報の3区分に加え、ストック情報とストック情報を組み合わせた財務指標（ストック－ストック指標）、ストック情報と損益情報を組み合わせた財務指標（ストック－損益指標）、ストック情報とCF情報を組み合わせた財務指標（ストック－CF指標）、損益情報と損益情報を組み合わせた財務指標（損益－損益指標）、損益情報とCF情報を組み合わせた財務指標（損益－CF指標）の5区分を加えた8区分に分類して整理すると図表4のようになる。⁽¹²⁾

(図表4) 格付会社のクライテリアが言及している財務指標の8区分

ストック情報	損益情報	CF情報
自己資本	売上高 営業利益 研究開発投資額	EBITDA
ストック－ストック指標	ストック－損益指標	ストック－CF指標
自己資本比率 D/Eレシオ 固定比率 固定長期適合率 有利子負債依存度	ROA	有利子負債 EBITDA 倍率 有利子負債営業 CF 倍率 営業 CF 有利子負債倍率 FFO 有利子負債倍率 FOCF 有利子負債倍率 配当支払後 FCF 有利子負債倍率
損益－損益指標	損益－CF指標	
売上高営業利益率 インタレスト・カバレッジ・レシオ	EBITDA マージン	

(12) 格付は将来予測ベースの分析が基本であるため（繁本 [2021]）、図表3～6は図表2のように実績値と将来予測値に分けていない。しかし、将来予測の出発点として実績値の分析は当然に行われており、実績値を無視する訳ではない。

2. 格付リリースからみた格付が用いる財務情報

前節ではクライテリアを観察して格付で用いられる財務情報を探った。ただ格付は、モデル式に財務情報をインプットすれば自動的に弾き出されるものではない。クライテリアは格付評価のあるべき姿を示した理想形ともいえ、実際の格付評価は大筋でクライテリアに従いつつも個々の格付対象企業の実態に即した対応がなされていると考えられる。繁本 [2023] はこうした見方に基づき、格付リリースの記述を分析して格付評価における財務指標の利用実態を明らかにした。繁本 [2023] によると、図表4に示した財務指標のうち、固定比率と固定長期適合率は使用が確認されず、研究開発投資額とインタレスト・カバレッジ・レシオは使用こそ確認できたもののその頻度は極めて少数であった。他方、それら以外の財務指標は実際の格付評価においても頻繁な利用が確認されている。

3. 格付が用いる財務情報

図表4においてストック情報、損益情報、CF情報として示されている指標はいずれも、図表3では規模指標に分類されている（EBITDAは収益性・収益力と重複）。一方、ストック・ストック指標以下の、複数の財務数値を加工して計算される指標については、一見すると多くの指標が掲げられている。しかし、実際の使用が確認されなかった固定比率と固定長期適合率を除き、各指標を計算に用いる財務情報に分解すると図表5のようになる。これをみると、使われる財務情報は共通するものが少なくないことが分かる。

さらに、図表5で分解した財務情報をストック情報、損益情報、CF情報に分類した上で、図表4で示したストック情報、損益情報、CF情報と合わせたものが図表6である。繁本 [2023] の分析によれば実際に使用されている財務指標はこれらに限られないものの、支柱のみを取り出せばこのように整理できる。

(図表 5) 格付が重視する財務指標の計算要素となる財務情報

	財務指標	分 子	分母
ストック・ストック指標	自己資本比率 D/E レシオ 有利子負債依存度	自己資本 有利子負債 有利子負債	総資本 自己資本 総資本
ストック・損益指標	ROA	事業利益	総資本
ストック・CF 指標	有利子負債 EBITDA 倍率 有利子負債営業 CF 倍率 営業 CF 有利子負債倍率 FFO 有利子負債倍率 FOCF 有利子負債倍率 配当支払後 FCF 有利子負債倍率	有利子負債 有利子負債 営業 CF 営業利益+正味運転資本増加額 営業 CF-設備投資額 営業 CF-設備投資額-配当・自社株買い	EBITDA 営業 CF 有利子負債 有利子負債 有利子負債
損益-損益指標	売上高営業利益率 インタレスト・カバレッジ・レシオ	営業利益 事業利益	売上高 支払利息
損益-CF 指標	EBITDA マージン	EBITDA	売上高

(図表 6) 格付が用いる財務情報

ストック情報	損益情報	CF 情報
自己資本 総資本 有利子負債	売上高 営業利益 事業利益 支払利息 研究開発投資額	EBITDA 営業 CF 設備投資額 配当・自社株買い 正味運転資本増加額

Ⅳ. 格付と株式評価が用いる財務情報の 異同に関する考察

Ⅱ章では株式評価が用いる財務情報、Ⅲ章では格付が用いる財務情報について明らかにした。これを受けて、本章では両者を比較して異同を整理し、それぞれの財務情報の位置付けや特徴を考察する。株式評価モデルの評価対象である株式と、格付の評価対象である債券は、⁽¹³⁾ リスクとリターンの特徴が異なる。端的に言えば株式はハイリスク・ハイリターン、債券はローリスク・ローリターンである。株式と債券の評価に用いる財務情報は、こうした特性を映じて相違が大きいのではないか。本章ではこの仮説の下で考察を行っていく。

(13) 正確に言えば、格付の評価対象は債券あるいは債券の発行体の信用リスクであって、価格を評価する訳ではない。

(図表 7) 株式評価モデルと格付が用いる財務情報の比較

		ストック情報			損益情報		CF 情報	
		実 績		将来予測	実 績	将来予測	実 績	将来予測
		時価	簿 価					
株価評価 モデル	相対価値評価 モデル		純資産 純有利子負債		当期純利益	当期純利益	EBITDA	EBITDA
	絶対価値評価 モデル	資産 負債	株主資本	株主資本	当期純利益	当期純利益		FCF 配当
格 付			自己資本 総資本 有利子負債		売上高 営業利益 事業利益 支払利息 研究開発投資額		EBITDA 営業 CF 設備投資額 配当・自社株買い 正味運転資本増加額	

図表 7 は図表 2 と図表 6 を合わせたものである。格付は実績値と将来予測値の両方を用いることが繁本 [2021] によって分かっているため、実績と将来予測を区別せずに表示した。

こうして比較すると、前述した仮説に反し、用いられる財務情報には重なりが多いことに気付く。CF 情報は一見すると違っているように見えるが、格付が用いる営業 CF や設備投資額、配当・自社株買い、正味運転資本増加額は FCF の計算に用いるものであるから、実質的には株式評価モデルと大きく変わる訳ではない。ストック情報も自己資本（純資産、株主資本）と有利子負債という主要な項目が共通している。他方、損益情報は共通点がある一方で相違も目立つ。以下ではこれらの点について深掘りしていく。

1. CF 情報

(1) EBITDA

まず CF 情報をみると、株式評価モデル、格付ともに EBITDA が用いられている。EBITDA は非 GAAP 財務情報であって一義的な定義はなく、営業利益 + 受取利息・配当金 + 減価償却費 + のれん償却費として計算されることが多い。EBITDA は償却費という代表的な非現金支出費用を営業利益に足し戻すことから、簡易的な営業 CF としての性格を有する。EBITDA は発生主義会計に基づく営業利益をベースにしており、CF 計算書に表示される営業 CF のよう

に運転資本増減の影響を受けないため、比較的安定したCF指標である。格付がEBITDAを重宝しているのは、中期的な元利払いの原資として、EBITDAのこうした特徴に着目しているものと考えられる。

他方、EBITDAは、減価償却方法やのれん償却の有無、財務構成、税率の影響を受けないため、比較可能性が高い利益指標としての側面もある。EBITDAは比較可能性の高さゆえに、他社との比較を通じて相対的に株価の適正水準を測る相対価値評価モデルにおいて有用性を発揮できる。

このように、EBITDAは株式評価モデルと格付の両方で用いられる。しかし、着目する側面については、株式評価モデルは比較可能性の高い利益、格付は比較的安定した簡易的な営業CFと、意味合いが異なる。

(2) 営業CF, FCF

営業CFはCF計算書に表示される財務数値であって、営業活動すなわち本業から得たCFを意味する。運転資本増減の影響を除いたファンズ・フロム・オペレーション(FFO)などの派生形もある。FCFはEBITDAと同様に非GAAP財務情報であって一義的な定義はない。CF計算書の営業CFに投資CFを加えてFCFとすることが多いが、より正確には税引後営業利益(NOPAT) + 減価償却費 - 設備投資額 - 正味運転資本増加額と計算される(砂川・川北・杉浦[2008] 44ページ)。営業CFから設備投資額を控除(あるいはFFOから設備投資額を控除)したフリー・オペレーティングCF(FOCF)などが用いられることもある。

営業CFは本業から得たCFであり、投資活動や財務活動の原資となる。営業CFは有利子負債の返済原資⁽¹⁴⁾となり得る資金であることから、本業のCF対⁽¹⁵⁾

(14) 本来は元本返済だけでなく利払いも考慮すべきであるが、CF計算書の営業CFは通常、利払いによる現金支出が差し引かれているため、ここでは元利払いの原資ではなく返済原資とした。

(15) 営業CFは確かに有利子負債の返済原資となるが、設備投資などを考えると、実際は営業CF全てを有利子負債返済に充てられる訳ではない。このため、設備投資方針を含む財務運営方針と合わせて分析しなければならない。

比でみた有利子負債の大きさを測るために、格付では有利子負債営業CF倍率⁽¹⁶⁾の計算要素として使用される。ただ、格付はモデル式で決定されるものではなく、ある財務指標が特定の水準にあるからといって格付水準が決まる訳ではない。このため、営業CFを計算要素とする財務指標は、同業他社などと比較分析する際のひとつの重要指標として用いられる。

他方、株式評価モデルでは、営業CFには設備投資額が反映されていないため、営業CF自体がモデル式のインプットとなる訳ではない⁽¹⁷⁾。営業CFはFCFの計算に用いられる。

FCFは設備投資反映後のCFであって、株主に還元するか、有利子負債の返済に充てるか、企業内部に留保するかを経営者が裁量的に決めることができる資金である⁽¹⁸⁾。FCFは株主だけでなく債権者に帰属するCFも含まれるため、FCFをインプットとするDCF法で計算した企業価値は株式価値と負債価値の合計となる。理論的に考えれば信用力の変化に応じて負債価値が変化するため、負債価値は額面と一致するとは限らない。ただ、負債は額面返済が通常であるため、負債価値＝額面と見做し、企業価値から負債額面を控除して株式価値を求めることが一般的である。

他方、格付においては営業CFと同様に有利子負債FCF倍率などの計算要素として用いられ、同業他社などと比較分析する際のひとつの重要指標となる。なお、図表5ではFOCFと配当支払後FCFの形でFCFが現れている。

以上をまとめると、営業CFそのものは単独で用いられず、株式評価モデルではFCFの計算要素として、格付では他社比較を行うための有利子負債営業CF倍率の計算要素として、いわば間接的に用いられる。一方のFCFは、格付では営業CFと同様に有利子負債FCF倍率の計算要素として用いられるのに対

(16) 営業CFを全て有利子負債の返済に充てると完済まで何年かかるかとの観点から、有利子負債償還年数などと呼ばれることもある。

(17) 営業CFは会計処理方法の影響を受けないことから、EBITDAのようにマルチプルの計算要素として用いることも考えられる。ただ、営業CFは運転資本増減の影響を受けて変動が大きくなりがちであるため、営業CFよりもFFOを用いる方が現実的かもしれない。

(18) 無論、配当に関する最終的な決定権限は原則的に株主総会が有する（会社法454条）。

し、株式評価モデルでは DCF 法のインプットとして直接的に用いられる。このように、営業 CF と FCF は株式評価モデルと格付の両方で用いられるが、株式評価モデルにおける FCF の位置付けは他に比べて高い。

2. ストック情報

次にストック情報については、株式評価モデルと格付の両方で有利子負債と自己資本（株主資本）が用いられる。総資本は格付のみが使用し、株式評価モデルでは用いられない。逆に、資産時価と負債時価は株式評価モデルのみが使用し、格付では明示されていない。

(1) 有利子負債

格付は有利子負債を含む金融債務の返済能力を評価するものであるから、有利子負債に着目するのは当然である。ただ、有利子負債の絶対額が問題になる訳ではなく、CF 対比（有利子負債の各種 CF 倍率）、自己資本対比（D/E レシオ）あるいは総資本対比（有利子負債依存度）でみた相対的な水準が格付評価において考慮される。また、有利子負債は契約額で返済されることから、時価ではなく簿価⁽¹⁹⁾（契約額）が用いられる。

これに対し株式評価モデルでは、企業価値から負債価値を控除して株主価値を求める際に、負債価値として有利子負債が用いられる。この時、企業価値と株主価値は時価ベースであることから、負債価値も時価ベースとするのが整合的である。この点は格付と異なる。ただ、便宜的に簿価が用いられることが多く、その場合は格付と異なる。

このように簿価ベースの有利子負債が用いられる場合、有利子負債の評価額はあまり問題とならず、むしろ有利子負債としての性格を有するものが網羅的にオンバランスされているかどうかの問題となる。この点、最も議論的とな

(19) 償却原価法が適用されている社債は額面に着目するのか、それとも償却原価法を適用した簿価に着目するのか。R&I と JCR のクライテリアは言及していないが、S&P は可能であれば償却原価法を用いると述べている。

りやすいのはリース債務であろう。特にオペレーティング・リースについて、わが国の現行のリース会計基準は通常の賃貸借取引に係る方法に準じた会計処理、すなわちオフバランス処理を定めているが（企業会計基準委員会（ASBJ）企業会計基準第13号「リース取引に関する会計基準」第15項）、財務諸表利用者はリース取引の実態に応じて公表財務諸表を修正して利用しているのが実情である。このことは、現行の会計基準が財務諸表利用者のニーズに合った情報を提供し切れていないことの現れとも考えられる。ただ、ASBJは現在、リース会計基準の改訂作業を進めており、借り手の会計処理はオペレーティング・リースも含めた全てのリース取引について資産・負債をオンバランス処理⁽²⁰⁾するよう変更される見通しである。株式評価モデル、格付の両者にとってこの改訂は、有利子負債の実態を把握しやすくするものであり、ポジティブに受け止められるであろう⁽²¹⁾。

(2) 自己資本⁽²²⁾

前述のとおり、格付が有利子負債に注目するのは当然である。しかし、格付は有利子負債の時価を算定する訳ではない。これに対し株式評価モデルは実質

(20) ASBJは2023年5月2日に企業会計基準公開草案第73号「リースに関する会計基準（案）」を公表しており、借り手の会計処理は使用権モデルによりオペレーティング・リースも含めた全てのリースについて資産・負債を計上する規定を提案している。なお、貸し手の会計処理は現行基準の定めを維持することを提案しており、オペレーティング・リースは引き続き通常の賃貸借に係る方法に準じた会計処理となる見通しである。

改正基準が適用されると企業によってはリース債務が膨らむと考えられる。しかしリース債務については、各格付会社ともにクライテリアにおいて実態に応じて調整すると述べている。これを踏まえると、リース会計基準の変更自体は格付に影響を与えないと考えられる。ただ、基準改正を契機として、格付会社が把握できていなかった取引実態が明るみになったり、企業がリースの利用方針を変更したりすれば、格付評価に影響が出ることもあり得るだろう。

(21) 参考までに、財務諸表利用者である証券アナリストの団体である公益社団法人日本証券アナリスト協会は、企業会計基準公開草案第73号「リースに関する会計基準（案）」に対するコメントとして、ASBJの提案に同意する、と述べている。同意の理由としてはIFRSや米国会計基準との差異解消を挙げている。（https://www.asb.or.jp/jp/wp-content/uploads/20230502_CL21.pdf）（2023年9月28日閲覧）

(22) 図表2と図表7にある資産時価と負債時価、ならびに図表5～7にある総資本もここで触れる。

的な自己資本の時価を算定することが目的である。ただし、財務諸表は企業価値や株主価値を表すように設計されていないし（例えばASBJ [2006] 第1章第16項やIASB [2018] par. 1.7 参照）、株式評価イコール会計上の自己資本の時価評価を意味する訳でもない。

自己資本の意味は一義的でない。ここで自己資本の概念整理を行うと、最も広義では、貸借対照表に計上されていない無形資産なども考慮に入れた、経済的価値としての自己資本が考えられる。会計的な視点に絞ると、広義では貸借対照表上の資産合計から負債合計を控除した「純資産額」を意味する。格付⁽²³⁾については債権者からみれば、この純資産額が自己資本となり得る。しかし、株式評価を行う普通株主の視点からみれば、当該純資産額には普通株主に帰属しない部分も含まれるため、貸借対照表上の純資産額から新株式申込証拠金、自己株式申込証拠金、優先株式の払込金額、新株予約権、株式引受権、普通株主に⁽²⁴⁾関連しない剰余金の配当額、非支配株主持分を控除⁽²⁵⁾した金額が「普通株式に係る純資産額」となる。さらに、この普通株式に係る純資産額からその他の包括利益累計額を控除した額を自己資本とする、あるいは貸借対照表の株主資本を自己資本とする考え方など、様々なバリエーションがあり得る。

株式評価モデルは通常、普通株式の価格算定が目的であることから、普通株式に係る純資産額に着目する。このため、PBRの計算式の分母で用いる純資

(23) ただ、格付会社によって自己資本の範囲は見方が分かれている。例えばR&I「格付別財務指標・2021年度版」(https://www.r-i.co.jp/news_rating-data-financial/2022/10/news_rating-data-financial_20221007_jpn_1.pdf) (2023年9月23日閲覧)では「自己資本=純資産-新株予約権-少数株主持分(筆者注:非支配株主持分)」としている一方、JCR「JCR格付レンジ別財務指標2022」(<https://www.jcr.co.jp/download/1967081a82facc6cb4906ff60fdffcca316f8000b0820c500c/22d1030.pdf>) (2023年9月23日閲覧)では「自己資本=資本(筆者注:純資産と思われる)-新株払込金」としている。

(24) 貸借対照表上の純資産額は自己株式(連結子会社が保有する親会社株式を含む)控除後の金額であるため、自己株式の調整は出てこない。

(25) ASBJの企業会計基準適用指針第4号「1株当たり当期純利益に関する会計基準の適用指針」第35項、および実務対応報告第41号「取締役の報酬等として株式を無償交付する取引に関する取扱い」第22項参照。ただし、これらの規定では「普通株式に係る期末の純資産額」との用語が使われているが、株式評価は必ずしも期末時点で行われる訳ではないため、本稿では「普通株式に係る純資産額」と表現した。

産は普通株式に係る純資産額となる。有価証券報告書や決算短信に記載される1株当たり純資産額も、普通株式に係る純資産額を用いて計算される。

他方、絶対価値評価モデルでは、残余利益法において株主資本簿価が用いられる。では、ここでいう株主資本簿価とは何を指すのか。まず、残余利益法適用の大前提として、クリーン・サープラス関係が成立していることが必要である。クリーン・サープラス関係とは、期首「資本」+当期純利益±株主との資本取引（配当、自社株買い、増資など）=期末「資本」が成立していることである。現在の会計基準を前提とすると、この式における期首と期末の「資本」の間にクリーン・サープラス関係は必ずしも成立しない。すなわち、「資本」を純資産と捉えたと、その他有価証券評価差額金や為替換算調整勘定など、損益計算書を経由せず純資産に直入する項目が存在するため、クリーン・サープラス関係が成立しない。ただ、わが国では純資産を株主資本と株主資本以外に区分して表示することから（ASBJ 企業会計基準第5号「貸借対照表の純資産の部の表示に関する会計基準」第4項）、株主資本と親会社株主に帰属する当期純利益の間にはクリーン・サープラス関係が成立する²⁶⁾。したがって、残余利益法では、クリーン・サープラス関係が成立する株主資本簿価と、親会社株主に帰属する当期純利益（将来予測値）を用いることが必要であり、この結果算定されるのは親会社株主に帰属する株主価値となる。

もっとも、残余利益法の構造から考えると、クリーン・サープラス関係さえ成立していれば、起点となるのは株主資本に限る必要はなく、株主資本+有利子負債であっても構わない²⁷⁾。さらに、クリーン・サープラス関係を考える際に必ずしも当期純利益に限定する必要もなく、当期純利益の代わりに包括利益を用いれば、期首純資産+包括利益±株主との資本取引=期末純資産という形が成立する。

このように株式評価モデルでは、相対価値評価モデルではPBRの計算にお

(26) 個別財務諸表では株主資本と当期純利益の間にクリーン・サープラス関係が成立する。

(27) もっとも、この考え方はあまり一般的ではないが、日本公認会計士協会編 [2013] 52-54 ページは、株主資本簿価を用いる方法に加えて総資産簿価を用いる方法も示している。

いて普通株式に係る純資産額が、絶対価値評価モデルでは残余利益法において株主資本がインプットとして用いられる。いずれも使われるのは貸借対照表上の簿価である。

ところで、株式評価モデル、格付のそれぞれにおいて、会計上の自己資本はどのような意味を持つのだろうか。前述のように、DCF法や収益還元法、配当還元法では、評価モデルのインプットに自己資本は登場しない。一定期間経過後の残存価値を設定する場合であっても、それは会計上の自己資本とは異なる。時価純資産法の場合は、純資産すなわち自己資本の時価を算定する訳だが、会計上の自己資本を時価評価する訳ではない。⁽²⁸⁾ただ一般に、貸借対照表に計上されている資産、負債の時価への評価替えを、評価作業の出発点とすることが多い。さらに残余利益法では残余利益を算定する際に、会計上の株主資本すなわち自己資本が投資元本としての役割を果たす。このことは、自己資本は単に計算上の元本に過ぎないとの見方ができる一方で、自己資本が将来生み出すと予想される残余利益の現在価値を算出し、それを自己資本の簿価に加算するという形で、自己資本の時価評価を行っているとも可能である。PBRも、現在の自己資本に加えてどれだけの将来CFが株価に反映されているのかを示す指標だと解釈すれば、残余利益法に通じる側面があるといえよう。このように、株式評価における会計上の自己資本は時価算定の出発点、あるいは将来CFを算定するための投資元本というように、評価モデルによって位置づけが異なる。しかし、誤解を恐れずにいえば、いずれの評価モデルにおいても会計上の自己資本は株式評価に決定的な影響を与える情報とまではいえないという点で共通している。

(28) 貸借対照表に計上されていなくても時価評価の対象となるものがあるし（例えば自己創設のブランド価値など）、逆に貸借対照表に計上されていても時価評価上は価値が認められないものもあることから（例えば繰延資産）、会計上の自己資本を時価評価する訳ではないという意味である。

(29) 含み損益やオフバランス項目を考慮せず単純化して言えば、株価＝自己資本（つまりPBR＝1.0）であれば将来CFの現在価値はゼロと市場は評価している。また、株価＜自己資本（つまりPBR＜1.0）であれば将来CFの現在価値はマイナスであり、事業を続けると自己資本が減少していくと市場は評価していると解釈できる。

他方、格付は基本的に金融債務を負う発行体の債務返済能力を評価するものであるが、自己資本が多ければそれだけで債務返済能力が高いと解釈する訳ではない。実際、図表3を確認すると、自己資本の金額は安全性指標ではなく規模指標として位置づけられている。ただ、自己資本が多ければ、それだけ損失吸収力が大きいといえ、リスクテイクの許容量が増す。リスク許容量が高ければ収益機会も多くなり、債務返済原資となるCFの獲得能力も高くなることが期待できる。また、自己資本の内訳として利益剰余金が多ければ、過去にしっかりと利益を計上してきたことに加え、これまでの財務運営方針は株主偏重ではなく利益の内部蓄積も意識してきたと解釈できる。⁽³⁰⁾ さらに図表5を振り返ると、D/Eレシオや自己資本比率、有利子負債依存度といった自己資本と有利子負債のバランスをみる財務指標が挙がっていた。⁽³¹⁾ これらの財務指標はストックの側面から有利子負債の増加余地を測るものであり、自己資本が多いほど有利子負債の増加余地は大きくなる。自己資本は、会計上は資産と負債の差額概念であり、自己資本自体が債務返済原資となる訳ではない。しかし、債務返済能力を評価する上ではリスク許容量、有利子負債の増加余地、財務運営方針の現れといった意味を持つ。

3. 損益情報

財務会計において利益は最も重要な財務情報とされる。株式評価モデルと格付において利益はどのような意味を持つのか。段階表示される利益のうちどの利益が重視されているのか。ここではこうした観点から検討を加える。⁽³²⁾

(30) 無論、今後も同様の財務運営方針が続くとは限らないため、経営者インタビューなどを通じて定性的な評価を加味することが必要である。

(31) 自己資本比率 = 自己資本 / 総資本、有利子負債依存度 = 有利子負債 / 総資本であるが、本質的には自己資本と有利子負債のバランスを見ていと言って良い。

(32) なお、図表6と図表7をみると、格付には損益情報として利益のほか、売上高、研究開発投資額、支払利息が挙げられている。売上高と研究開発投資額は規模を測る指標、支払利息は利払能力を測る指標であるインタレスト・カバレッジ・レシオの計算要素として位置付けられる財務情報であるが、ここでは利益に焦点を絞って考察し、これら3つの財務情報はこれ以上の検討を加えないこととする。

株式評価モデルの中でモデル式の中に利益が表れるのは PER マルチプル、収益還元法、残余利益法であり、いずれも当期純利益が用いられる。⁽³³⁾これらの利益は前述のように、基本的には将来予測値が使われる。将来予測値は会計システムから生成される会計情報とは異なり財務諸表利用者が独自に算定するものであるが、一般に将来予測値は実績値を出発点として算定される。また、ケースとしては少ないが、将来予測値の代替として実績値が用いられることもある。こうした点を踏まえ、ここでは財務諸表に表示される実績利益を念頭に検討を加える。

PER マルチプルでは、類似企業あるいは同業種の企業など比較対象企業の PER に、評価対象企業の 1 株当たり当期純利益を乗じて、比較対象企業の妥当と考えられる株価を推計する。つまり、 $\text{株価} = (\text{比較対象企業の株価} / \text{比較対象企業の当期純利益}) \times \text{評価対象企業の当期純利益}$ となるから、比較対象企業の当期純利益と評価対象企業の当期純利益の比を求めることが可能でなければならない。この場合、表示通貨や金額単位が同じという形式面だけでなく、両者の当期純利益が比較可能であるという実質面での等質性が必要である。すなわち、同じ基準に基づいて算定された当期純利益同士を乗じなければ、有用な結果は得られない。

収益還元法と残余利益法では、当期純利益の将来予想額あるいはそれを基に計算した残余利益の将来予想額を現在価値に割り引いて株式価値を算定する。こうした計算を行うためには、経常的に獲得可能な利益水準の把握が望まれる。可能であれば利益は毎期一定額という仮定を置くことができれば計算が非常に楽になる。もっとも、わが国の会計基準に基づいて計算された当期純利益には臨時的な損益や非継続事業から生じた損益が算入されており、経常的に獲得可能な利益を表していない。損益計算書に計上される段階利益のうち、こう

(33) 残余利益法は前述のとおり、クリーン・サープラス関係が成立する利益を用いることが必要である。また、PER マルチプルと収益還元法では理論上、必ずしも当期純利益を用いる必要はないが、一般に当期純利益が用いられる。太田 [2009] によると PER マルチプルについては、サンプル 127 件のうち当期純利益を用いるものが 122 件であることが報告されている。

した経常的な利益としては、わが国独特の段階利益である経常利益が最も近いであろう。ただ、経常利益は利払後の利益であるものの、税金支払前の利益であることから、収益還元法や残余利益法を用いる際には、財務諸表利用者が税引後経常利益を推計する必要がある。斎藤 [2019] 47 ページは「純利益は、臨時的な要素を除くなどの調整を加えることで、企業価値評価の基礎となる恒久利益 (permanent income) の予測に実務上も広く利用されている」と述べているが、税引後経常利益はこの調整を加えた純利益に相当しよう。無論、経常利益といえども年によって変動することから、そのまま恒久利益の代理変数とすることはできず、財務諸表利用者が独自に調整を加える必要がある。その調整を加えた利益が、評価モデルのインプットとなる。

以上をまとめると、株式評価モデルでは比較可能性、経常性を備えた当期純利益が必要とされていると解釈できる。

他方、格付では図表5や図表6から分かるように当期純利益はさほど重視されておらず、むしろ営業利益や事業利益といった、本業から得られる利払前の利益が重視されている。格付は金融債務の元利払いの確実性を評価するものであるから、利払前の利益が重視されるのは自然である。ではなぜ本業から得られる利益が重視されるのか。1つの解釈としては、株式評価モデルと同様に格付も、利益の経常性に注目しているからだと考えられる。格付は中期的な債務返済能力を表すものであるから、中期的に安定して獲得可能な利益を予測する上で、臨時的、非継続的な損益を含まない利払前の本業から得られる利益が重視されていると解される。営業利益に受取利息配当金を加算した事業利益も同様の理由で重視されていると理解できる。もう1つ解釈を行うと、利益の経常性に注目するならば、経常利益に支払利息を足し戻した利益でも構わないように思われる。ただ、経常利益には売買目的有価証券の評価損益が計上される。売買目的有価証券は売却しても本業には影響を及ぼさず、直ちに市場で時価をもって売却できるが、厳密に言えば決算時点で評価損益の裏付けとなるCFは生じていない。つまり、売買目的有価証券の評価損益は元利返済の原資として
⁽³⁴⁾ カウントできない。為替差損益も同様である。このために、格付は営業利益あ

るいは事業利益を重視していると解釈できる。

さらに、格付は債務返済能力の絶対評価ではなく、相対評価である。このため、財務面の評価においても、他社との相対的な優劣を分析することが必要である。こうした相対評価を行うためには、利益を含む財務情報の企業間の比較可能性が確保されていなければならない。

こう考えると、株式評価モデルと格付が利益に求める質的な性質には共通点があることに気づく。すなわち、比較可能性と経常性である。ただ、利益の裏付けとなるCFの確実性については、株式評価モデルより格付の方が慎重に評価しているといえよう。

4. 連結情報／単体情報

ここまでの議論では、連結と単体のいずれが重視されているかは触れてこなかったが、最後にこの点を検討しておきたい。

企業会計審議会の「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」（1997年6月6日公表）が述べているように、現代の企業は多角化・国際化が急速に進展し、連結経営を重視する傾向が強まっている。投資家にとっても、企業集団が抱えるリスクとリターンを的確に判断するために、連結情報に対するニーズが一段と高まっている。四半世紀前に指摘されたこれらのことは、現在では企業、投資家の共通認識となっている。こうした中、株式評価モデルで使われる財務情報は、基本的に連結ベースである。配当還元法で用いられる配当額は評価対象企業単体の配当であるが、その配当原資は子会社から吸い上げた利益も含まれることから、配当予測には連結ベースの財務分析が必要である。

格付も基本的には連結ベースの財務情報を基に評価が行われる。企業集団における親会社の格付を考える場合、子会社の財務が悪化した時は親会社が債務を肩代わりするなど支援することが現実には多い。このため、親会社の債務返済能力を正確に分析するためには、子会社を含む企業集団全体の財務の実態を

(34) CFの裏付けという点では、経営者の見積りが多く介在するレベルⅢ公正価値で評価された資産・負債については、格付では一層慎重に扱わざるを得ないであろう。

把握する必要がある（R&I 編 [2001] 76 ページ）。

持株会社の格付の考え方も基本的に一般的な親会社と同じである。ただ、特に純粋持株会社については、資産は主として子会社株式であり、収入は子会社からの配当等に依存している。この場合、企業集団としての CF 創出力に加え、子会社に対する持株会社のコントロール力の強弱が問題となる。当該コントロール力が強ければ持株会社は子会社から CF を吸い上げて自身の債務返済に充てることが容易にできる。しかし、当該コントロール力が弱い場合は、持株会社自身が事業を営んでいないだけに、債務返済原資の確保に支障が生じるおそれがある。こうした場合において、仮に子会社がデフォルトに陥った場合、子会社の資産はまず子会社の債権者への返済に充てられ、持株会社に対する配当の原資はなくなるであろう。こうなると、持株会社は自身の債権者に対する返済原資を確保できない。このように、持株会社の債権者は、子会社の債権者よりも事実上、劣後した位置に置かれる。持株会社の格付ではこうした構造的劣後性を考慮しなければならず、そのためには連結財務諸表だけでなく、持株会社単体の財務諸表も必要となる⁽³⁵⁾。

また、持株会社に限らず親会社がデフォルトした場合、親会社の債権者が自己の債権の回収原資とできるのは、親会社の資産である。子会社は親会社とは別個の法人格を有するため、親会社の債権者が子会社の資産に直接手を出すことはできない。このため、親会社の債権者にとって、とりわけデフォルトからの距離が縮まっている場合は、親会社単体の財務分析も必要となる。

企業集団全体の信用力が高ければこうした心配は不要である。しかし、企業集団全体の信用力が低い場合は、連結財務諸表だけでなく、持株会社あるいは親会社単体の財務諸表も必要となる。さらに、格付対象企業の信用力が低い場合に、単体ベースの財務諸表を用いて資産負債の状況を精緻に把握する必要性が高まることは、持株会社や親会社の格付に限らず、一般的な格付においても同様である。

(35) 言うまでもなく、子会社に対する持株会社のコントロール力を評価するために、財務諸表以外の情報も必要である。

次に子会社の格付を考えておきたい。子会社の格付は、子会社単独の債務返済能力の評価がベースとなる。このため、必要となるのは子会社の財務諸表(当該子会社がさらに子会社を有していれば連結財務諸表)である。しかし、企業集団における子会社の事業上の位置付けや、親会社による支援の意思と能力によっては、企業集団全体の信用力が反映されることもある(久保田 [2021] 139-148 ページ)。こうした点を分析する際には、親会社の連結財務諸表も必要となる。

以上をまとめると、株式評価モデル、格付ともに基本的に連結ベースの財務情報を用いる。しかし格付では、低格付企業や持株会社の格付といった特定のケースでは単体ベースの財務情報も必要となる⁽³⁶⁾。このように両者の情報ニーズは基本的には重なっているものの、相違も存在している。

V. 考察のまとめ

IV章では、株式と債券のリスクとリターンは異なることから、それぞれの評価に用いる財務情報は相違が大きいとの仮説の下で、株式評価モデルと格付がそれぞれ利用する財務情報の異同を整理し、それぞれの財務情報の位置付けや特徴を考察してきた。

まずCF情報については、株式評価モデル、格付ともに重視しており、EBITDA、営業CF、FCFを用いるケースが多い。ただ、それぞれの財務情報の位置付けは必ずしも同一ではない。EBITDAは非GAAP財務情報であり一義的な定義はなく、比較的安定した簡易的な営業CFの側面と、比較可能性が高い利益指標としての側面がある。格付はこのうち前者の側面、株式評価モデ

(36) 徳賀 [2012] 39-40 ページは、単体にしかない情報で必要なもの(製造原価に関する情報等)や連単の関係についての情報を連結財務諸表に追加開示するという解決策の提案に加え、米国における債券のアナリストが連結財務諸表のみが開示されている環境においてどのような分析をしているかを調査して必要な情報があれば連結情報に追加開示すればよいのではないかと、と示唆に富む指摘を行っている。ただ、米国の分析実務に関する調査については、証券分析実務だけに止まらず、倒産法制や倒産処理実務、担保法制や社債契約の内容、さらには格付評価実務など、日本の環境と比較すべき論点が多数存在するため、一筋縄ではいかないことが予想される。

ルは後者の側面に着目して EBITDA を用いているという相違がある。営業 CF については、格付では有利子負債の返済原資となる点に着目し、有利子負債営業 CF 倍率の計算要素として、本業の CF 対比でみた有利子負債の大きさを測るために用いられる。他方の株式評価モデルでは営業 CF を直接使う訳ではなく、FCF の計算要素として用いる。このように営業 CF は相対的に格付の方が重視している。FCF については、株式評価モデルでは株式価値算定のための直接的なインプットの 1 つである。これに対して格付では営業 CF と同様に、有利子負債の大きさを測るために有利子負債 FCF 倍率の計算要素として用いられる。FCF は格付、株式評価モデルの両方において重要な財務指標であるが、株式評価モデルでは EBITDA や営業 CF と比べても重要度が高い財務指標として位置付けられている。

次にストック情報については、特に有利子負債と自己資本に焦点を当てて検討した。その結果、有利子負債に関しては、株式評価モデル、格付ともに、基本的に簿価ベースの有利子負債を用いる点で共通している。ただ、株式評価モデルでは企業価値から株主価値を求める際の控除項目として、格付では返済すべき債務としての位置付けにある点は相違する。自己資本も株式評価モデル、格付の両者が用いる財務情報である。株式評価モデルでは PBR マルチプルで普通株式に係る純資産額、残余利益法で株主資本簿価が使われるが、いずれも簿価ベースであり、自己資本は将来 CF を生み出すための投資元本として位置付けられる。これに対して格付における自己資本は、リスク許容度、有利子負債の増加余地、財務運営方針の現れといった意味を持つ。評価における自己資本の重みという点では、株式評価モデルよりも格付の方が相対的に大きいと考えられる。会計上の自己資本は資産と負債の差額概念であるが、とりわけ格付では単なる差額に止まらない積極的な意味を持つ財務情報と言えよう。

損益情報については、株式評価モデルと格付において利益情報はどのような意味を持つのか、段階表示される利益のうちどの利益が重視されているのか、といった観点から検討を加えた。その結果、株式評価モデルでは株主に帰属する利益としての当期純利益、格付では元利払いの原資となる本業から得られる

利益すなわち営業利益や事業利益が重視されている。この点では相違がみられた。また、格付では利益の裏付けとなるCFの确实性をより慎重に評価している様子も窺われた。しかし、利益が備えるべき特性として、株式評価モデル、格付ともに比較可能性と経常性を求めていることが分かった。

最後にみた連結情報と単体情報については、株式評価モデル、格付ともに基本的には連結情報を用いるが、格付では低格付先や持株会社など特定のケースにおいて単体情報も併用する必要があることを指摘した。

このように、仮説に反して、株式評価モデルと格付が用いる財務情報には共通項が少なくないことが確認できた。しかしその一方で、同じ財務情報であっても両者が着目する側面が異なり、使われ方も異なるケースがあることも明らかとなった。

VI. おわりに

本稿では、先行研究が報告する実務で広く利用されている株式評価モデルならびに格付会社のクライテリアの観察を通じて、株式評価モデルと格付が用いる財務情報を探ってその異同を整理した上で、それぞれの財務情報の位置付けや特徴を考察してきた。その結果の詳細はV章で述べた通りであるが、リスクとリターンの特性が異なるにも関わらず、株式評価モデルと格付が用いる財務情報には共通項が少なくないことが確認できた。しかしその一方で、同じ財務情報であっても両者が着目する側面が異なり、使われ方も異なるケースがあることも明らかとなった。先行研究にはみられないアプローチを採って、これらの事実を明らかにしたことが本稿の学術的貢献である。

そしてこのことは、会計情報の意思決定有用性を議論するに当たり、Barth *et al.* [2023] p. 3が述べるように主として株式投資家を念頭に置いたとしても、格付ひいては社債投資家の情報ニーズも一定程度は視野に入れた議論が可能であることを示唆している。ただ、株式投資家と格付（社債投資家）の情報ニーズは完全に一致している訳ではない。したがって、株式投資家ばかりに目を向けてしまうと、社債投資家も含む「投資家による企業成果の予測と企業価値の

評価に役立つような、企業の財務状況の開示」(ASBJ [2006] 第1章序文 par. 3) が不完全なものとなってしまふ。

これに対する解決策の方向性としては「合理的 (feasible) かつ実行可能 (rational) なものであり、かつ別の大きな問題を発生することがない」(徳賀 [2011] 3ページ) ことを目指す必要があろう。例えば EBITDA や FCF といった非 GAAP 財務情報であれば、株式投資家も格付 (社債投資家) も必要とする情報であるから、財務諸表本体、注記、あるいは有価証券報告書の第一部冒頭の「主要な経営指標等の推移」で開示することが考えられる。しかし、非 GAAP 財務情報の理論的な位置付けを明確にしないまま財務諸表本体に表示することは問題があろうし、各企業の実態に応じた数値の自主的開示を推奨する方が財務諸表利用者にとって有用である可能性もあるなど、制度として開示を要求するためには多くの解決すべき課題が考えられる。この点を考察する際は、IASB が 2019 年 2 月に公表した公開草案「全般的な表示および開示 (General Presentation and Disclosures)」が提案する代替的業績指標を巡る議論が参考になるであろう。本公開草案に対しては世界中から賛否両論が寄せられており、非 GAAP 財務情報を GAAP に組み入れることが単純な問題でないことを物語っている。

最後に、本稿には多くの限界があることも事実である。まず、先行研究を基にして株式評価モデルを幾つか採り上げたが、これらのほかにも株式評価モデルは多数存在する。このため、本稿が検討対象とした株式評価モデルが用いる財務情報には、網羅性に限界が存在する。また、前述のとおり、株式投資家に加えて格付 (社債投資家) の情報ニーズを満たすための解決策の提案は残された課題である。この時、株式評価モデルと格付が用いる財務情報の異同に関する考察について、例えば ASBJ [2006] との関連性を意識して行えば、制度変更を伴うような解決策の提案に際し、より説得的な理由を提示できるかもしれない。これらは今後の課題としたい。

参 考 文 献

- Asquith, Paul, Michael B. Mikhail, and Andrea S. Au, "Information Content of Equity Analyst Reports," *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, No. 2, 2005, pp. 245-282.
- Barth, Mary E., Ken Li, and Charles G. McClure, "Evolution in Value Relevance of Accounting Information," *The Accounting Review*, Vol. 98, No. 1, 2023, pp. 1-28.
- Damodaran, Aswath, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2nd edition, John Wiley & Sons, 2002. (山下美恵子訳『資産価値測定総論』パ
ンローリング, 2008年)
- Fama, Eugene F., "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, 1970, pp. 383-417.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), "Statement of Financial Accounting Concepts No. 8: Conceptual Framework for Financial Reporting Chapter 1, *The Objective of General Purpose Financial Reporting*," Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation, 2010.
- Francis, Jennifer, Per Olsson, and Dennis R. Oswald, "Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates," *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, No. 1, 2000, pp. 45-70.
- Hand, John R. M., Joshua G. Coyne, Jeremiah R. Green, and X. Frank Zhang, "The Use of Residual Income Valuation Methods by U. S. Sell-Side Equity Analysts," *Journal of Financial Reporting*, Vol. 2, No. 1, 2017, pp. 1-29.
- International Accounting Standards Board (IASB), *Conceptual Framework for Financial Reporting*, 2018.
- Lintner, John, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, No. 1, 1965, pp. 13-37.
- McKinsey & Company, Tim Koller, Marc Goedhart, and David Wessels, *VALUATION: Measuring and Managing the Value of Companies*, Seventh Edition, John Wiley & Sons, 2020. (マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳『企業価値評価 パ
リユエーションの理論と実践 (第7版) 上』, ダイヤモンド社, 2022年)
- Ohlson, James A., "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, 1995, pp. 661-687.
- Penman, Stephen H. and Theodore Sougiannis, "A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, No. 3, 1998, pp. 343-383.
- Sharpe, William F., "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," *The Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3, 1964, pp. 425-442.

- 青木茂男「公開買付届出書にみる株式価値評価の状況」『会計・監査ジャーナル』第28巻第3号, 第一法規, 2016年, 88-96ページ。
- ・青瀧正幸・清松敏雄『要説経営分析(六訂版)』森山書店, 2022年。
- 砂川信幸・川北英隆・杉浦秀徳『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社, 2008年。
- 伊藤敬介・荻島誠治・諏訪部貴嗣『新・証券投資論(Ⅱ)-実務篇-』日本経済新聞出版社, 2009年。
- 太田浩司「アナリストレポートの実証分析-目標株価とレポート内容の分析を中心に-」『証券アナリストジャーナル』第47巻第11号, 日本証券アナリスト協会, 2009年, 48-62ページ。
- 岡部孝好『会計報告の理論』森山書店, 1994年。
- 格付投資情報センター(R&I)編『格付けQ&A 決まり方から使い方まで』日本経済新聞社, 2001年。
- 企業会計基準委員会(ASBJ)「討議資料 財務会計の概念フレームワーク」, 2006年。
- 久保田稜『格付分析の教科書 体系的に学ぶ格付分析』日本橋出版, 2021年。
- 黒岩悦郎『金融商品取引法』有斐閣, 2016年。
- 斎藤静樹『会計基準の研究(新訂版)』中央経済社, 2019年。
- 繁本知宏「格付における財務リスク分析の理論」『香川大学経済論叢』第94巻第3号, 香川大学経済学会, 2021年, 77-133ページ。
- 「格付が重視する財務指標: 格付アクション別の格付リリースの頻出語分析」『香川大学経済論叢』第96巻第3号, 香川大学経済学会, 2023年, 1-46ページ。
- 島義夫「格付けをめぐる諸問題」資本市場研究会編『現代社債市場 その現状と展望』財経詳報社, 2003年, 53-75ページ。
- 土田俊也「企業価値評価モデルの実証的な優劣比較」桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析 モデルと財務情報の有用性検証』中央経済社, 2010年, 109-158ページ。
- 徳賀芳弘「会計基準における混合会計モデルの検討」, IMES Discussion Paper Series No. 2011-J-19, 日本銀行金融研究所, 2011年。(https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/11-J-19.pdf)
- 「日本の会計規範を巡る現在の検討課題とその解決策」『会計』第181巻第1号, 森山書店, 2012年, 32-45ページ。
- 西尾公宏・中野誠「株式価値評価モデルの比較分析-残余利益モデル・DCFモデル・経済付加価値モデル-」『証券アナリストジャーナル』第44巻第2号, 日本証券アナリスト協会, 2006年, 98-111ページ。
- 日本公認会計士協会編『企業価値評価ガイドライン(改訂版)』日本公認会計士協会出版局, 2013年。