

ネット時代の企業評価手法

原 田 保
沢 鶴 龍 志

現在日本のビジネス社会は、大きな変革を遂げている。その属する産業や個々の企業による違いはあるものの、相当部分の企業がかなりの変身を迫られている。日本のビジネス社会の変革に伴い、新興企業が誕生しており、今後そのスピードは増して行くと予想され、新興企業を資金面で支える仕組みも整備されつつある。変化するビジネス社会、変革する既存企業及び新たに誕生してくる新興企業、これらをどのように評価するかが課題として浮上してきている。企業の信用評価システムもビジネス社会の変化に応じて変えていくべきものだからである。本稿では、企業の評価システムにつき、既存のシステムの何が問題でどう今までのやり方を変えて行くべきなのかという点に的を絞って論じた。

1 企業評価の現状と問題点

(1) 企業評価の様々な側面

ここでは、今後求められる企業評価のあり方に対し、リスク判断を行っていく上で重要となる評価の側面を考察していきたい。

① 企業評価とは

企業の評価を行うことは、これからその企業をめぐる展開されるであろう物語を予想することであるといえる。ストーリーの構築にあたって考えるべきことは、主な登場人物とかれらがどのような出来事に遭遇するかということである。企業のマネジメントはこの物語の主人公であり、それが遭遇する出来事は、今後当該企業が市場において遭遇する出来事に相当する。物語の結末が

どうなるかは、主人公の資質やキャラクターが遭遇する出来事にどう対応していくかで決まっていく。そして、出来事にどう対応するかは、その人物のキャラクターによって決まってくるのである。マネージメントの質を判断することは、物語の主人公のキャラクターを決めることにあたる。

企業の評価を行う上で、以下の様な企業の特質が将来の競争力やキャッシュフロー生成力に影響を及ぼす。

1. 企業が掲げる戦略目標の適切性
2. 事業環境の変化に対する対応の適切性、スピードの速さ
3. マネージメントのリーダーシップ
4. 市場に対し、自社のビジョン、製品・サービスの優位性をアピールする能力
5. 市場動向、技術動向についての洞察力
6. 経営の効率性、先進性
7. マネージメントの決断力、倫理性の高さ
8. 他企業との連携。パートナーを選ぶ鑑識眼、自社陣営を有利に導く連携力
9. スタッフの優秀性、人材の層の厚さ
10. 財務管理能力

また新興企業においては、新しいビジネスモデルの既存システムとの共存、既存システムの良いところをどれだけ取り入れられるかという柔軟性も重要である。新興企業においては、そうした点に関する知識や経験に乏しい若い経営者が多い。それを補佐する形で、既存のビジネスモデルを熟知した人間からのサポートがどれだけあるかも重要である。そうしたサポートがないと、草創期の短い期間は成功を収めることができるかもしれないが、成功を確かなものにし、継続させるためには、既存のビジネスについての十分な知識と経験、良質の経営判断ができる補佐役の存在が重要になってくる。

② 定量的評価

これまで企業評価を行う場合、定量的な評価に関しては、損益やバランスシート上の数値及び企業の市場価値に基づいて行われることが多かった。こうした指標としては、損益計算書上のある項目に対し他の項目の比率を算出するもの

(各段階での利益率、インタレストカバレッジ等)、貸借対照表上のある項目の他の項目に対する比率を算出するもの(負債比率、自己資本比率等)、損益計算書上の項目と貸借対照表上の項目を組み合わせるもの(株主資本利益率(ROE)総資本回転率、棚卸資産回転期間等)、あるいは株式市場における評価額と損益計算書、貸借対照表の項目を組み合わせる指標を算出するもの(株価収益率(PER)、株価純資産倍率(PBR))等がある。これらの指標はそれぞれ企業価値を判断するのに有効ではあるが、同時に限界もある。

その原因は大きく分けて2つある。一つは会計方法の問題であり、2番目は市場の評価が常には企業価値に基づいてはいないことによる。

会計方法に関しては、次の3つの問題点がある。

1. 個々の企業で採用している会計方法に違いがあり、会計方法の違いによる影響を評価から排除するのがそれほど容易ではないこと。
2. 現行の会計制度が企業実態を反映するのに必ずしも相応しい制度でない場合があること。
3. 極端な場合、粉飾決算において見られるように、企業の報告する数値が実態を反映していないことがあること。

白田によれば、「財務数値を利用したこれまでの倒産予知研究では、いずれの研究においても、公表財務諸表の財務数値を所与のものとして用いており、企業の経済実態と会計数値が大きく乖離しているわが国においては、それらの研究から精度の高い倒産判別モデルを入手するには、おのずの限界がある。」とされている⁽¹⁾。

一方、株価等の市場による評価については、それが人々の心理的な要因によっても大きく左右されることから、しばしば実態とかけ離れてオーバーシュートしてしまふことがあり、市場の評価が短期的には企業実態の把握を歪める場合がある。

特に新興企業及び成長企業については、財務的な数値も必ずしも完備されて

(1) 白田佳子『企業倒産予知情報の形成』中央経済社、1999年、27頁

おらず、また市場の評価も得てしてオーバーシュートした過度にいきすぎたものになってしまう嫌いがある。こうした情報の不足という欠点を補って、いかにして新興企業、成長企業を適切に評価するかが課題となる。

③ キャッシュフロー分析の重要性

キャッシュフローは会計方法の相違によっては影響を受けない。従って、上記1及び2の欠点はこれによって緩和される。また、様々な方法により、できるだけ実態に近いキャッシュフローを把握することにより、企業の現在の姿を把握し、それに基づいた判断を行う必要がある。さらには、企業の現在のキャッシュフロー生成能力が今後どの程度改善されていくのかを予想する必要がある。

財務変数を利用して企業の倒産可能性を判別する場合、白田は、「1変数(1財務指標)のみで判別することは困難である。なぜなら、企業の財政状態は、収益性、流動性、活動性、成長性や効率性といったさまざまなバランスの上になりたっており、それらを1指標にすべて織り込むことは不可能だからである。」⁽²⁾という意見を述べている。

白田は、「どのような財務指標を分析対象とするか」に関して、「著名ないくつかの先行研究において有意性が高いとして採用されている指標に加え、わが国の金融機関、情報産業会社などにおいて企業評価に採用している指標、さらにオリジナル指標の3つを加えた66の財務指標を検討対象指標とすることとした。」としてX1からX66までの指標をあげているが、そこにはキャッシュフローに関する指標は含まれていない。しかしながら、筆者としては、キャッシュフローに関する指標が企業の評価に関しては最も重要であるとともに、それだけでほとんどが足りると考えており、白田の研究にそれが抜けている点は残念であると考えている。

企業を評価する場合、いろいろな定性的要因及び定量的要因を様々な組み合わせで評価するのであるが、結局のところそれはたった一つのこと集約され

(2) 同上 69頁

るのではないか。それは、その企業が一定期間の間にどれだけ多くのキャッシュフローを生み出せるのかということである。少なくとも、民間企業であればこのことが最大限の目標となるに違いない。

④ ビジネスモデルの付加価値

企業を評価する場合において、その企業が作り出したビジネスモデルが本当に付加価値の高いものであるのかどうかを見る必要がある。たとえばマスコミやアナリストの間でその企業がもてはやされていたとしても、本当に付加価値の高いビジネスモデルなのかどうか、具体的な中身を細かく検討していく必要がある。あたかも斬新なビジネスモデルであるかのように喧伝されていても、仔細に検討してみると、単に市場の急拡大に乗って利益を得ているだけで、その企業自身はほとんど付加価値を創出していないケースも多い。

単に市場の拡大に頼るのではなく、その企業自身が新たな付加価値を提供できるのでなければ長期にわたってその企業が存続することは難しい。どんな成長市場でも成長の踊り場は訪れるのであり、その時でも重要な付加価値を提供できる企業が生き残っていけるのである。

⑤ 新興企業の評価

米国に数年遅れて日本においてもインターネット関連の新興企業が次々に生み出されてきている。新興企業の資金調達場所として東証マザーズやナスダックジャパンの創設により、制度的な整備も進んでいる。さらに米国においては、ベンチャー企業などリスクの高い企業に対しては、いわゆるジャンクボンド市場といわれる社債市場がある。ジャンクボンドとは、格付のレベルでいえば投機的な格付のついた社債である。

こうした社債はリスクは高いが、高いリターンと引き換えにそうした高いリスクの社債にも投資する投資家層がアメリカには存在し、彼らがベンチャー企業の起業に貢献しているのである。日本においては、そうした企業へ社債の形で投資する投資家はまだ少ない。

制度的な整備に加え、投資家としてこうした新興企業をどう評価するかということが問題になる。リターンが高いとしても、それが投資リスクに見合った

リターンであるのかどうか判断が難しい。

日本においても、機関投資家、個人投資家のいずれもバブルの崩壊により、手痛い打撃を蒙ったが、依然として資金は比較的豊富に保有している。しかし、バブルの崩壊により、日本の投資家の投資姿勢は極めて慎重になっている。いわんやリスクの高いベンチャー企業への投資は、大抵の投資家にとって二の足を踏むものになっている。

しかしながら、日本の産業構造は大きく変わりつつあり、既存の産業が競争力を失って淘汰されていく中で、新たな事業の創造が求められている。既存の産業から新たな事業への経営資源のスムーズなシフトが行われなければ、日本の産業は全体として長期にわたって活力と競争力を失っていくことになるだろう。新たな事業の発展のためには、それを担う企業家とそこに資金を供給する投資家の存在が必要であり、さらには、その両者を結ぶパイプが必要になる。制度的なパイプとして先に述べた東証マザーズやナスダックジャパンのような仕組みが必要だが、さらに新興企業についての情報開示やそれを評価する体制が作られる必要がある。

ベンチャービジネスに対するリスク審査の方法が確立され、そこにスムーズに資金が供給されるようになることは、今後の日本経済の構造転換にとって極めて大事な課題と考えられる。

(2) 信用リスクシステムの問題点

既存の審査システムは様々な問題を抱えており、今ある審査体制ではニーズを満たせなくなっている。

① 既存の審査システムの問題点

信用リスク評価の専門家とされている組織においても、審査体制が極めてお粗末な場合が多い。内部でその実態を知ると驚くようなことも多い。ニコラス・リーソンのトレーディング取引のために倒産したベアリング社の審査体制に関し、『クレジットリスクマネジメント』では、次のように述べられている。「明らかに、同社にはこれだけの規模のリスクをモニターし、管理し、コント

ロールする適切な技術もシステムもなかったのである。ただ、真の問題は本当はもっと微妙だったのかもしれない。どうもベアリング社のリスク管理の文化は、同社が扱っていた取引活動には相応しくなかったように見えるのである。⁽³⁾

しかし、こうしたことは、何もベアリング社や大和銀行、住友商事だけに特別限られたことではない。多くの組織において、リスク審査の人材や体制はお粗末なことがあり、それにも拘らず問題が発生しないのは、種々の不運が重なり、多額の損失が発生することは、ごくまれにしか起こらないからにすぎないと思われる。我々は専門家を信頼しすぎるきらいがある。専門家と名がつけばどんな分野の専門家であれ、その言うことを信頼してしまいがちである。それは、クレジットアナリシスの分野でも同様である。しかしながら、専門家といっても実は様々で、リスクの分析に関しそれほど長けているのではない人々も大勢いる。

今後は、企業の評価に関して個々の投資家自身が判断することが重要になる。個々の投資家が専門家の意見に単に頼るのではなく、自分でもある程度まではクレジットアナリシスが行えるようになる意義は2つある。一つは、その方がタイムリーで自分の状況にあったリスク分析が可能になる点。もう一つは、専門家の意見を参考にするにしても、自分である程度までの判断ができれば、専門家の判断を批判的に見ることができるからである。

② 金融機関の審査体制に潜む問題点

問題の一つは、世界中どこでも組織は間違いを認めたがらないものであるということである。間違いを認める人間が現れると組織はそういう人間をむしろ排除しようとする。従って、組織に居続けようとするれば、間違いはできるだけ見つけないようにするのがそこにいる人間の習性となる。そうした組織の文化を変えていかない限り、早期にリスクを発見し、判断の誤りを修正することは可能にならない。どうやってそうした企業文化を育てていくかということは今

(3) ジョン・B・カウエット、エドワード・I・アルトマン、ポール・ナラヤン共著 高橋 秀夫監訳 信用リスク管理研究会訳『クレジットリスクマネジメント』シグマベイスキャピタル、1999年、600頁

後の課題だろう。

その際、トップの意識がどうであるかということが重要だと思われる。『クレジットリスクマネジメント』では、「経験からすれば、強固なリスク文化の鍵は、CEOが自らの考え方を全社員に知らしめることである。このような状況の下では、ほとんどすべての社員がその考え方に同調し、期待通りの働きをする。しかし、トップからの明確なメッセージがないと、社員は自分達が正しいと考えることは何でもしようとする。その場合、良い選択をする者は多いが、そうでない者もいる。」⁽⁴⁾と述べられている。トップがその考えを明確に述べることで、全てが解決するとは思えないが、トップがその意志を明確に述べ、そのための具体的な方策を講ずれば、事態は改善されるだろう。

表面的には伝統ある金融機関で、そこにおけるリスク審査体制も万全であるように見えるところであっても、実態としてはリスク審査体制に大きな欠陥があるところもある。しかしながら、そうした点は、外側からは中々分かり難い。むしろ権威ある組織の判断ということで盲目的に信じてしまいがちである。しかしながら、それがかなり危険であることを、過去の様々な金融機関の失敗が示している。

③ 銀行の与信態度についての問題点

銀行の行動様式の中には、基本的に与信先とのリレーションシップを重んじて与信していく傾向がある。リスク判断とリレーションシップを比較した場合、銀行においてはリレーションシップが優先される傾向があった。リスクは大きい将来の取引関係から得られるメリットを考慮してそのリスクに眼をつぶることがかなりあったと思われる。

銀行の上層部が基本的にそうした態度をとると、銀行内で審査を行う人間もリスク審査への身の入れ方が違ってくる。つまり、どんなに一生懸命リスク審査をしても、最終的にはそれ以外の要素で与信判断が行われるという意識があれば、審査にそれほど身が入らなくなってしまう恐れがある。そうした審査を

(4) 同書 605 頁

続けている間に、リスク自体が見えなくなってきてしまうのではないだろうか。1980年代の終わりから、1990年代にかけて日本の銀行において多額の不良債権が発生した原因の一つにそうした点があげられるのではないかと思われる。

一方、いわゆる担保主義も適切な審査を怠らせる要因として働いた。十分な担保をとっているという安心感から、事業リスクについての判断がおろそかになり、それが続いた結果、そうした審査態度が習性と化してしまった面がある。一方、バブルが崩壊すると、今度はあまりにリスクに対し慎重になり、貸し渋りが発生した。何れの態度においても、結局は、リスク判断を放棄しているものであり、望ましくない。金融機関において、もっと正面からリスクに取り組んで行く基本認識が必要である。

④ 維持コストの高さ／専門機関の不足

信用リスク分析の重要性が増す一方、分析システムの“維持コスト”が高いことが問題になる。つまり、信用リスクのモニタリングには、豊富な知識と経験を有し、分析力にも優れたスタッフをそのために配置しておく必要があり、それには人材やコスト、時間の点でも大変な負担をその組織に強いることになる。

それを解決するには、信用分析がより容易にできるようになる必要がある。ベテランの審査部員等を配置しなくても、またそれほど多大な時間をかけなくてもある程度までの信用分析が誰によっても、一定のトレーニングを積み重ねていくようなシステムが必要である。

審査に関しては、個別分野の知識、専門性が必要になる場合がある。特に、IT産業等の成長分野においては、新しい技術の評価を専門に行う機関が必要になっている。技術面の評価を専門とする機関に鑑定を依頼し、それと信用評価システムを組み合わせることで総合評価を行う必要性が高まるのではないだろうか。鑑定評価というと、従来、不動産についての鑑定等が中心だったが、今後は、バイオテクノロジーやIT等の先端技術についての評価が重要になるとと思われる。しかしながら、現状はそうした仕組み、機関はまだあまり発達していない。自らの与信判断と専門家の意見をうまく組み合わせることによって、多くの案

件を素早く審査することが可能になると考えられる。

⑤ 資産流動化のための市場の必要性

企業に対する評価は状況の変化に応じて時々刻々変化すべきものである。しかしながら、仮に評価が悪い方向に変わったとしても、その投資からの撤退手段がなければ評価を変更する意味はない。現状においては、モニタリングの結果、引き揚げが妥当と判断されても、それを実行するための市場が整備されていないという問題がある。この点に関しては、特に日本の現状では、投資についての流通市場が未整備であることから、撤退の意思決定をしたとしても、それを実行に移す手段がない場合も多いのである。

投資からの撤退を容易にする手段として、投資資産を取引できるセカンダリー市場の存在が重要になる。そのためには、各々の投資について、その時点での価値がどの程度なのかについて、多くの投資家が共有できるような価値尺度が必要になる。しかしながら、信用リスクに関する共通の価値尺度がないため、市場におけるプライシングに関しては、混乱が生じている。

信用リスクをコントロールする手段としては、分散化が有効である。現代ポートフォリオ理論の結論は、その点にあると思われる。しかしながら、リスクコントロールを分散化によって図ろうとする場合、常にポートフォリオの中身の入れ替えが生じる。そのためには、投資に流動性が付与される流通市場の存在が前提となる。そして流通市場が整備されていくためには、企業価値に関する共通の尺度が整備されていく必要があると思われる。

この点に関しては、伝統的なリレーションシップを重視する銀行に対し、債券の投資家の方が機動的に対処することができる。投資が失敗だと判断した場合、債券投資家は先を争って投資の売却を試みるだろうが、リレーションシップを重視する銀行においては、そうした素早い決断は難しい。むしろ、銀行は悪化した貸し出し先の状況を改善しようとして、様々な努力を行い、時には追加の融資によって事態の打開を図ろうとする。しかしそのことは、結果として事態が決着するまでの時間を引き延ばし、銀行にとっては、不良債権となる投資の金額を増加させただけにすぎないことも多い。間接金融から直接金融への

シフトは、こうした事態の決着までの時間を早めるという効果もあると考えられる。

そうした方向への変化のためには、信用分析に関する共通の価値尺度、信用分析に関する共通の言葉、が存在していなければならない。つまり、共通の価値尺度が存在するからこそ、プライシングが可能になって流通市場が存在し得るようになるのであり、資産処分市場の成立が容易になるのである。

⑥ 広い範囲の主体がリスク判断を求められる時代

従来は、あまり自ら信用リスク判断を行わなかった組織や個人が、自ら信用リスク判断を行う必要が増加している。例えば、事業会社において、ビジネスがグローバル化するにつれ、従来のように決まりきった取引先とのみ取引を行っていれば良いという状況は急速になくなりつつある。特にインターネットを通じた資材の購入が広がっていくと、いままで全く取引関係のなかった多くの企業が新たな取引先として浮上してくる。それらは、地域的にも、従来の取引相手とは、かなり異なった相手先である。

米国企業が既に経験しているように、インターネットを通じた取引関係が、企業にとって、新たな可能性を切り開く。ネットをビジネスに取り入れている企業とそうでない企業とでは、競争力に大きな差がついてしまう。従って、競争上、多くの企業はネット上で、新しい多くの取引関係を次々と結んでいく必要が生じる。しかしながら、そうした取引先は、従来の取引先とは異なったビジネス慣行を持った企業であり、その市場の競争状態も異なっている、また、取引方法もより多様化する。従って、そこに潜むリスクはより複雑化したものとなる。

『クレジットリスクマネジメント』では、そのあたりの事情については、「ますます多くの企業が戦略的な提携関係を結ぶとともに、アウトソーシングやジャスト・イン・タイム方式の在庫管理を行うようになるにつれて、必要な原材料の供給や不可欠なサービスの提供をますます他の企業に依存するようになっていく。この相互依存によりカウンターパーティー・リスクの要素が導入される。戦略提携先や仕入先を選択する時でも、多くの企業は信用度の観点か

ら相手組織を評価することに時間を割くことはほとんどない。」あるいは、「デリバティブ取引は信用リスクを伴うため、企業は金融取引のカウンターパーティー・リスクにもっと注意を払わねばならないし……」と述べられている⁽⁵⁾。まさに「信用リスクを負うものとして、また自分自身も信用リスクを体現するものとして、事業会社は銀行同様に信用リスクを理解して管理するという課題に直面し始めている」⁽⁶⁾のである。

(3) 評価される企業側の新たな動き

評価される企業の側に様々な変化が起きている。新しい評価のあり方はこうした変化を踏まえたものであるべきである。

① 戦略的思考の導入

現在の日本企業を取り巻く一般的な状況としては、

1. バブル期の過剰投資による過剰供給能力に苦しんでいること。
2. デフレ環境が定着する中で、旧来の経営意識から抜け出せていないこと。
3. グローバル市場における競争力、製品開発力の低下が見られること。
4. 情報化や新しいビジネスモデルの導入に関する遅れが生じていること。

等があげられるだろう。

日本企業を取り巻く未曾有の危機を経験する中で、改革の必要性が叫ばれ、新たな戦略が摸索されている。これまで、日本企業は、どちらかというあまり真剣に戦略的思考を行わなくても存続が可能な恵まれた環境にあった。しかしながら、ようやくここへきて、日本企業も危機の深刻さに気づき、戦略的ビジネスモデルの構築に着手し始めた。

② 情報化

企業のIT化(インフォメーションテクノロジー)による競争力の向上も図られている。過去数年、米国企業が好調な業績を維持できた大きな理由の一つが、彼らの情報化投資による生産性、効率性の向上であった。また、インターネット

(5) 同書 76 頁

(6) 同書 77 頁

ト等の新たな媒体を使ったビジネスモデルにより、競争力を高めた例も多い。日本企業においては、過去数年、リストラ等の後ろ向きの改善に主眼がおかれ、戦略的な情報化投資がおろそかにされてきた。しかしながら、企業の情報化の基礎になる技術的資源やノウハウを日本企業は幅広く蓄積しており、必ずしも不利な立場にある訳ではない。

企業の現状及び将来の方向性に関し、社内のベクトルを統一しておくことが、効率の上からもまた、スピーディーかつドラスティックに戦略を遂行していく上でも極めて重要である。そのためには社内における情報の共有化が不可欠である。如何にしてそうした情報の共有化を図るかという仕組み作りとそのため投資を優先して行う決断が必要になる。従って、情報化の進展具合によって、その企業の競争力を判断していく視点が今後はより必要になると考えられる。

③ グローバルスタンダードへの積極的参加

日本企業にあっては、グローバルスタンダードは外から外圧としてやってくるという意識が強かった。外圧として捉えると、それを如何にうまくかわすかという対処方法になりがちである。

現在のグローバルスタンダードは、確かに外圧、それもアメリカからの圧力によって進められている面もある。しかし、そうした受け止め方をしている限り、常に後追いになってしまい、イニシアチブを取ることはできない。日本企業にとって、グローバルスタンダードは、自分達もその形成に参加していくのだという意識が必要である。少なくとも、その一部は自分達が作り出していくのだという意識が大切である。その面で、日本企業の意識が従来に比べて変化してきたと思われる。

現在、米国企業が繁栄を謳歌しているインターネットやパソコンの分野においては、事業の基礎となる技術やシステムを米国企業が握っているケースが多い。その結果、日本企業は単なるもの作りに甘んじており、収益の面でも差をつけられている。そこを変えていかなければ、日本企業の競争力の向上は望めない。そうした点で現在、変化の兆しが見られる。

例えば、急速に市場が拡大している携帯電話機市場において、現在の第2世

代といわれている機器においては、ノキア、エリクソンといった北欧のメーカーが世界市場で強い地位を占めている。これは、ヨーロッパを中心にした GSM と呼ばれる方式がデファクトスタンダードとなったからである。

これに対し、次世代の携帯電話システムにおいては、日本はヨーロッパと協力して W-CDMA と呼ばれるシステムをデファクトスタンダードにしようと努力しており、一定の成果をあげている。従って、次世代以降の携帯電話機市場においては、現在とは業界地図が変わる可能性もある。

いずれにせよ、日本企業がグローバルスタンダードをより意識するようになったことで、その競争力に変化が現れる兆しが見える。

④ アウトソーシング、提携、合併の進展

様々な業界で、グローバル化が進展しており、内外の壁は低くなりつつある。また、世界的に競争力向上のため、合併や買収による業界の再編が進行している。日本企業もその埒外にはおらず、次々と世界的な業界再編の渦に巻き込まれている。

バブル時代においては、主として日本企業が海外企業を買収していたが、現在は海外企業による日本企業を買収も数多く行われている。海外企業との買収提携を通じて、日本企業の体質にも変化が見られる。

また、総合電機メーカーに典型的に見られるように、これまで日本企業は、自前で部品から完成品にいたる全ての分野を持っている傾向があった。そのことによって、投下資本が必ずしも効率的に使われてこなかった面がある。今後は、自社のコアコンピタンスをより意識し、そこに経営資源を集中する戦略が取られるようになると予想され、それ以外の部分はアウトソーシングによって賄われるようになるだろう。

⑤ 人事制度の変化

日本企業が変化に対応していくためには、そのための人材確保が重要である。そのための社内教育システムの拡充も大切であるが、現在の日本の教育システム、企業の研修システムから、こうした大きな変化に即応できる人材を短期間で育てていくことは難しいと思われる。そうした人材を確保するためには、従

来は社内で育成していた人材をより外部から調達してくるようになるだろう。それは単に国内だけにとどまらず、海外からの人材の調達もより盛んになっていくだろう。その結果として、日本企業の企業風土は一層の変化を遂げていくことになるだろう。

また、これまでは、一旦日本の大手企業に就職した場合、大部分の人間が終身雇用制度の下で働く傾向が強かったが、今後はそうした傾向が急速に変わる可能性がある。若年層における、企業への就職についての考え方は従来とは大きく変化している。このことが将来の日本企業における人事面からの企業カルチャーを大きく変えていく可能性がある。

⑥ 新興企業における人材確保の難しさ

インターネット関連事業で急成長を遂げている会社に共通して見られる傾向は、事業のかなりの部分が創業者によるアイデアに基づくもので、それが事業の成否を決めている場合が多いことである。

しかしながら、一旦そのアイデアが成功を収め事業規模が拡大を始めると、創業者が1人で会社の隅々までコントロールすることは不可能になってくる。また、当初の事業以外にも事業内容を拡大していくと、創業者が従来と同じスタンスで新たな事業に関わっていくのは難しくなってくるだけでなく、当初の事業では豊富な知識やアイデアを持っていた創業者も、時間や知識、経験上の制約から従来のような優れたアイデアを提供できなくなってくる。

従って、事業の拡大に伴って、他から有能な人材を獲得してくる必要が生じ、こうした人材を獲得し続けられるかどうか、企業のその後の発展を決める重要な要因になる。

⑦ 個性の時代 / 提案力が勝負

これからの世界の変化は、グローバリゼーションが一層進み、ビジネス社会においても、国境、国籍の持つ意味がより小さくなっていくことが考えられる。その企業がどこの国の企業であるのかということが、以前に比べ意義が薄れてきている。その傾向は今後さらに進み、日本企業もその中で、蚊帳の外にいる訳には行かないだろう。

企業が成功を収めるためには、市場ニーズにあった製品をどれだけタイムリーに提供できるかが決め手になる。例えば、これまで日本の金融機関はあまり特徴を出さず、個性的な動きをすることは不得意だった。

しかしながら、これからグローバルな市場で海外の金融機関と競争していくためには、特徴のある付加価値の高い商品を生み出していけるかどうか、その金融機関の競争力を左右することになる。そうした中で、個々の企業の強み、個性がより強く問われていくことになる。

消費者が今後どういったことを望んでいくのかというニーズを予想することは非常に難しいことである。それよりも、むしろ消費者に向ってあるビジョンを提案し、それがどれほど魅力的であるかを消費者にアピールし、そちらの方向に向かって市場をリードしていく方がやりやすいかもしれない。

日本企業にはこれから、こうした動きがより必要になってくるのではないだろうか。しかしながら、現実にはそういったイニシアチブを取る面で、日本企業はまだ不足している。今後は、世界に向かって説得力のある提案を行い、自社の描くビジョンに向かって世界を引っ張っていく姿勢が日本企業にも求められる。

⑧ ビジネスモデル特許

米国において、ビジネスモデル特許が裁判所によって認められる例が出てきている。ビジネスモデル特許とは、簡単にいえば、商売のやり方を特許として認めることである。従来は、特許は、ある技術について成立してきたものであり、商売のやり方といったことは、特許の対象にならなかった。

日本で、このビジネス特許が今後どう取り扱われていくのか未知数の部分もあるが、米国における風潮がグローバルスタンダードとして、世界に広まる傾向があることを考えると、ビジネスモデル特許も今後日本で、より広く成立していく可能性がある。

従って、ある企業が行っている事業領域において、他社のビジネスモデル特許が成立することで、それまでのビジネスモデルを継続できなくなる恐れがある。

今後インターネット関連の事業においてビジネスモデル特許は、極めて重要な影響を及ぼす可能性がある。しかしながら、この点に関しては、単に受け身の姿勢でいるのではなく、ビジネスモデル特許を戦略的に用いて事業展開を有利に行っていくことも考えられる。

2 ネット時代における新しい信用リスク文化への提言

(1) 新しい信用リスク文化とは

ここでは、新しい信用リスク文化が何であるのか、またそれを構築するためにどのような条件が必要であるのかを考察していく。

① 共通のクレジット言語の必要性

先に見た通り、ネット時代を迎え、より多くの人々が信用リスクを判断するのに必要な情報をインターネット等を通して得られるようになり、ポートフォリオの分散化を実行するためには、信用リスクの判断に関し、人々の間に共通の価値尺度、共通のクレジット言語がより必要になってきている。しかしながら、現状は、信用リスク判断の手法は、それぞれ個人や組織でいわばオーダーメイド的に行われているのが現状であり、共通のクレジット言語というものはあまり存在していない。むしろそこをブラックボックス化することで、自らの信用リスク判断に付加価値をもたらそうとしている場合すらある。信用リスク判断における、透明性を高め、誰にも分かる共通のクレジット言語で、信用リスクを語ることで、ネット時代のリスク判断に求められている。

信用リスクの分析に関しては、共通の言葉が存在せず、いわば個々のアナリストが手探りでそれぞれの方法を編み出している現状では、例えば同じ組織に属するアナリストであっても、その分析手法はかなりまちまちなのではないだろうか。信用分析についてアナリスト同士が議論する場合でも、共通のクレジット言語が存在しないために、議論がかみ合わないことも多い。不毛な議論を避けるためには、共通のクレジット言語を作り上げていくことが必要である。

② 自らリスク分析を行うカルチャーを育てる

信用リスクの分析に関し、今後ともそのかなりの部分が、個々のアナリストの資質に大きく依存するという構造は変わらないと思われる。『クレジットリスクマネジメント』では、「結局これらのツールの有効性は、実際に用いる人たちのスキル、動機、態度によって大きく変わる。それ故に信用リスクを保有する市場参加金融機関は、プロフェッショナルたちの選抜やトレーニング、インセンティブ、組織に行きわたった雰囲気と細心の注意を払わなければならない。これらのすべては金融機関のリスクに対する文化の極めて重要な要素を構成している。向こう十数年のうちに、正しいツールを用い、かつ正しい文化を作り上げることでできた金融機関が成功を収めることになる⁽⁷⁾。」と述べているのは全く正しいことだと思われる。

また、ロジャー・ヘイル (Roger Hale) を引用して「信用判断は属人的なものであり、ガイドラインや分析技術だけで行えるものではない。オフィサー各々が常識と優れた判断を求められるのだ⁽⁸⁾」という意見が紹介されている。しかしながら、実際は、信用リスクの判断は、多くの機関投資家等において、他の権威ある機関の意見に相当程度依存しているのではないかと思われる。外部の判断にあまりに頼りすぎることは、危険なことである。権威ある機関の意見を聞くにしても、その機関による判断を自分なりに検証できるシステムが必要である。

信用リスクの判断を外部に委ねてしまうことは次の点で危険である。まず、世の中の大勢がそうだと判断している事柄が、後の時点から振り返って見ると、しばしば誤っていることがあるからである。バブル時の不動産や株式に対する投資は、まさにそうした例である。信用リスク判断を外部に頼っている限り、全体が誤った方向に進んでいる場合にそこから逃れることは難しいと思われる。また、外部の判断というものは、それが手に入るまでには相当の時間がか

(7) 同書 11 頁

(8) 同書 128 頁

かるものである。従って入手時点では、むしろ情報としては古いものになってしまっている可能性がある。従って、変化が大きくそのスピードも速い現代においては、自らリスク判断を行う必要性はより高まってきていると思われる。

リスクを自分で理解した上で、それをコントロールしようとするのが大切である。全面的に第三者に頼るのではなく、ある程度までは自らリスクを理解しようとするのが大事である。そうした努力があって始めて、リスクのより良いコントロールも可能になるだろうと思われる。

③ 分析の障害の解消

これまで、信用リスク判断が一部の者に独占されてきた理由は、分析方法をマスターするのに時間や専門的知識が必要であったことやリスク対象に関する必要な情報が入手困難だったことがあげられる。入手できる情報だけでは分析に不十分であるばかりでなく、情報がかなり古いものしか手に入らないという状況もあった。

ところが、その点に関し、インターネットの発展がかなり状況を変えつつある。インターネットを使うことで、かなりの情報が個別企業について入手可能になっただけでなく、非常にアップトゥデートな情報の入手が可能になった。従って、個人にとってあとは分析のツールさえ手に入れば、必要な分析が可能になるとと思われる。

但し、インターネット等に企業が今後どの程度の信用リスクに関する情報を提供できるようになるかは、そのことに企業がどれだけのメリットを見出すかにかかっている。実際にインターネット上で公開される企業の投資家向けの情報は相当な進歩を見せている。企業側にそれだけのインセンティブが働いているということは、インターネットによる情報公開が企業側にとってもかなりメリットのあるものであることを窺わせる。

④ 信用リスクに関する業種間の相関関係

業種間の信用リスクの相関関係に関しては、まだそれを客観的な指標として示す手法が確立していない。『クレジットリスクマネジメント』でも、「より一般的にいえば、分散投資手法は、純粋な科学というより直感と常識に基づくも

の、ということができらるだろう。今日にいたるまで、異業種間、または異種の証券間の相関関係を明確にした分析はほとんど存在しない。」と述べられている⁽⁹⁾。同書ではまた、「最も難しいことは相関の計測である」と述べられている⁽¹⁰⁾が、これは正しい指摘だと思われる。この点については、本稿で提言する信用リスク評価システム（後述）が、異業種間の相関関係を計る上で、何らかの貢献ができるのではないかと期待している。

業種間の相関関係に関しては、現在の日本においてそのパターンが数年前と大きく変わりつつある。一つは、電力、通信とそこに機器を納入するメーカーを一つのグループとすると、それ以外の製造業や小売業との間に以前は負の相関関係があった。これは、その他の製造業や小売業の業績が不況により低迷すると、政府は景気刺激策として、電力会社や NTT に対し、設備投資を前倒しさせる等の措置をとってきたことと関係している。それによって、電力会社や NTT に機器を納入している重電メーカーや通信機器メーカーの業績はプラスの影響を受けてきた。

こうしたことは、現在ではなくなりつつある。一方で、インターネット等の IT 産業があらゆる業種に入り込みつつあり、ほとんどの業種と IT 産業との間に正の相関関係が構築されつつあるのではないだろうか。

⑤ 信用リスクの質の変化

これからの、信用リスク評価の課題として、信用リスクの質が従来との判断とは異なったものになりつつあるという点を考慮する必要がある。デフォルトにいたる経過が従来とは異なったものになりつつあり、その結果、従来の審査基準があてはまらなくなる部分が出てきている。こうした情勢の変化に組織として対応するにはかなり時間がかかるため、まずは個人がそうした変化を捉え、新しい信用リスク評価の方法を打ち立てる必要があると思われる。

例えば、『クレジットリスクマネジメント』では、「個人破産は増加した。これは前例のないことだが、消費者に今まで以上に多くの貸付がなされ、破産に

(9) 同書 91 頁

(10) 同書 395 頁

対する消費者の態度が変わってきていることの結果である。米国の一部では、法律家の支援を得て、個人破産が伝染病のように広がっている。明らかに、今では多くの人々が自らの債務を払わなくても大丈夫であると思っている。企業の世界でも同様なことが起こっていることは容易に想像できる。もしこうしたことが起これば、歴史的なデータに基づく信用リスク・モデルは、実務家を大変危険な方法でミスリードしかねない。」⁽¹¹⁾と述べられている。

ネット取引の拡大や新しいネットによる取引形態が今後さらに次々に出現してくると予想され、新しい取引形態や参加者についてのリスク判断が求められることになる。こうした新たに発生する取引形態、取引先についての考え方は、基本的なリスク判断についての考え方に基づいて、個々の投資家はその都度行っていくしかないと思われる。というのは、変化のスピードがあまりにも速く、その都度、専門家の判断を仰ぎ、彼らによるリスク判断の方法が確立されるのを待っている時間的余裕はないからである。

⑥ モニタリング

信用リスク判断については、与信時点における判断だけでなく、いかに継続的にリスクをモニタリングしていくかということが重要である。そのためには、あまり複雑な手続きを経ずに比較的容易に継続的なモニタリングができることが重要になる。また長期に亙る与信の場合には、途中でリスク判断の担当者が交代することがしばしばある。その場合においても、信用リスク判断の基準について、継続性が保たれることが必要である。こうした点からも、現在より以上のクレジットリスクについての共通の尺度、共通の言葉が必要になってくる。

モニタリングに際しては、将来へ向けての評価だけでなく、過去に行った評価と現実とを対比させて、もし評価が誤っていたら、なぜそうなったかの検証も重要になる。そうした検証に基づく反省が分析の精度を上げていくのに貢献するだろうからである。

しかしながら、筆者の経験では、様々な機関投資家等において、過去の判断

(11) 同書 600 頁

についての分析ということはおおざりにされているのではないと思われる。現実には、日常的な業務の忙しさに追われ、その都度その都度の案件を追うことだけで精一杯であり、過去のリスク判断に関して誤りがあった場合に、どこにその原因があるのかを、リスク判断の手法や審査の体制について体系的に見直す努力はあまりなされていないように見受けられる。また上に述べた理由以外にも、過去の分析の誤りを指摘することは、自分や他人の首を絞めることにつながるという意識があるのではないだろうか。

過去の誤りを追求することは、将来へ向けての有効な手段なのだという意識を育てるとともに、過去の誤りについての責任追及に一定の限度や免責を設ける仕組みが必要なのではないかと感じられる。また、こうした過去の分析について共通の尺度、共通の言葉があれば、評価がより客観的に行われるようになるメリットもあるのではないだろうか。

⑦ 信用リスクに関する権威付けの問題

信用リスクの判断者は、投資家にその判断を尊重してもらうためにはある程度権威を持つ必要はあるだろう。しかし、それがあまりに行き過ぎると問題が生じる。自己の判断の正当性の根拠として、自らの権威を持ち出すことは誤りだと考えられる。例えば、権威ある信用リスクの判断者自身が、これは〇〇の判断だから投資家はそれを尊重すべきだ、という態度で、判断を押し付けることは誤りだと思われる。

金融機関の信用リスクに関しては、「予言の自己成就」といったことも起こり得る。つまり、A という金融機関の信用力は低いということを権威のある B がいうと、A に対する人々の信認が低下するので、それによって A の業績が悪化してしまうことが起こる。その結果、人々は B がそのことを予見できていたのだと思い、B の判断についての権威が一層高まるという構図が成立する。

もしも権威ある B が、自らの権威を一層高めるためにこうした手段をとるとしたらそれは恐ろしいことである。しかながら、現実にはそうした傾向も完全には否定できない。信用リスクの判断は、ブラックボックス的な傾向を持ち、どこか神秘的なものを受け取られている。従って、常に必ずしも厳格な説明を

求められている訳ではない。そのことが、上記のような傾向を助長しているようにも見える。

こうしたことを防ぐためにも、信用分析においてもっと広く理解されるような共通の言葉、分かり易いプロセスの構築は必要であろうと思われる。それによって、信用分析についての意見が、勘と経験に頼ってきたものから、より客観的なものになって行く必要がある。投資家は、外部の権威ある機関の信用分析に関する意見について、自分なりの検証もできるようになるのではないかなと思う。また、共通の言葉を用意することによって、ある対象についての見方が異なる時に、どこにその異なった見方の根源があるのかが、より明瞭になり、より建設的な形で、議論を進めていくことが可能になると思う。

(2) 信用リスク評価システムに関する提言

ここでは、投資後のフリーキャッシュフローの絶対額と [純資産—純債務] の2つの指標を中心に据えた、簡単な評価システムとそれを実際の企業評価に用いた場合の結果を示したい。

① 新たな信用文化の構築

筆者が提案する新しい企業評価方法の構築のためには、あるレベルまでについての信用リスク分析は、誰にでも取り組めるようなものであることがその骨子であり、そのためのツールが必要になる。そのツールはブラックボックスなどではなく、その機能が十分に理解された上で使用できる道具であるべきなのである。その上で、より多くの人々が、専門家に任せるのではなく、自らリスク判断を行い、その判断に基づいて投資を行うことができれば、社会全体としての効率性向上につながるだろうと考えている。

現在の信用分析システムにおいては、各投資家毎に、システムの技術的側面、いわばリスク判断の定量的側面と信用文化につながるリスクの定性的判断のどちらか一方に偏っている場合が多いのではないかなと思える。理想的には、システムの技術的側面を精緻なものにするとともに、その背後に確立された信用文化をささえる意識、価値観を有することが必要ではないかなと思う。

実際のリスク判断においても、定量的、数学的な処理及び定性的な判断の何れもがバランス良くなされることが必要である。そして、そのどちらについても分かり易く語られた上で、両者の融合が図られる必要があるのではないだろうか。

新しいネット時代に相応しい、信用リスクの評価システムの概要を述べれば、次の様な条件を備えたものであろうと思われる。

1. ブラックボックス化していない、誰にも理解できる信用リスク評価システムであること。
2. 定量的分析と定性的分析の両方をミックスした評価システムであること。
3. 過去の実績だけでなく、企業の将来性をも考慮した評価システムであること。
4. 新技術の評価等専門知識を必要とする分野については、専門家の鑑定を利用するようなシステムであること。
5. 評価の適正さを維持するため、常に比較的容易にモニタリングが可能なシステムであること。

こうしたことを踏まえて、次に筆者が考えてきた、新しい信用リスクの評価システムについての提案を行いたい。

② キーになる指標

これまで述べてきた共通の信用リスクについての言葉を見つけ出すという作業を行う場合、何をキーとなる指標として捉えるかが重要である。次にその指標をどう料理して判断するのが問題になる。ここでは、筆者がアイデアとして持っている、新しい信用評価のシステムについて、これまで考えてきたことと、今後の課題について述べて見たい。

『クレジットリスクマネジメント』では、多変量のシステムを構築する際、キーとなる問いは、「(1)潜在的な倒産を見出すにはどの財務比率が最も重要なのか、(2)選択された財務比率に対してどのようなウェイトを賦課すべきか、そして(3)そのようなウェイトを客観的に決定するにはどうしたらよいか」であると述べられている。また重要な指標が何なのかという点に関しては、同書は、「その企

業の根底にある事実が変化した場合にのみ変化するモデルが理想的なモデルである。」⁽¹³⁾と述べている。

この意味で、筆者としては、重要な指標は2つに絞られると考えている。一つは、投資後のフリーキャッシュフローの絶対額であり、他の一つは、純資産と債務との差額で捉えたバランスシートの強さである。

投資後のフリーキャッシュフローの絶対額であるが、これは、企業の利益に減価償却等のキャッシュフローに影響する金額を加えあるいは差し引き、そこからさらに、必要運転資金や設備投資の金額を引いたものの絶対額を用いる。この数字がプラスであれば、その企業はバランスシートを強化していくことができ、逆にその数字がマイナスであれば、バランスシートは次第に弱体化していく。

従って、一定期間に亘って、その数字を追うことで、その企業のバランスシートが強化される方向へ進んでいるのか、それとも弱体化しているのかを見ることが出来る。利益よりもキャッシュフローを使うのは、会計方法の違いによる影響を排除して、真の企業の姿を知るためには、キャッシュフローの分析が必要だからである。

問題は、このキャッシュフローに関する情報が十分得られない場合があり、特により小さな企業においてそうした傾向がある。この問題をどう解決していくかは、今後の課題の一つである。

③ 2つの指標の意味

信用分析の主たる目的は、つまるところ対象となる企業の倒産確率がどの程度あるのかということであると考えられる。これは、倒産という地点までの距離という様に考えられる。この地点までの距離が遠い企業ほど、リスクが低いということがいえる。この距離にあたるのが、次の指標である、純資産と債務との割合である。この2つの差額が大きいほど、この距離が長いといえる。

(12) 同書 177 頁

(13) 同書 276 頁

一方、フリーキャッシュフローは、その地点に向かうスピードを表すと考えられる。もし、フリーキャッシュフローがマイナスであれば、倒産地点に近づいていることになり、マイナスの金額が大きい程そのスピードが速いといえる。一方、フリーキャッシュフローがプラスであれば、逆にその地点から遠ざかっているといえる。その金額が大きいほど、より速いスピードでその地点から遠ざかっているといえる。いずれにしろ、距離とスピードから、そこへ到達する時間が計られることになる。この距離と時間との関係から、企業についてのリスクを計ろうとするのが基本的なアイデアである。

④ 具体例による分析

次に、例としてあげたものは、東芝及びソニーの過去6期間における上記2つの指標の変化をグラフに表したものである。X軸にフリーキャッシュフローをとり、Y軸に純資産-純債務をとってある。ここで、フリーキャッシュフローは次の式で表される。

$$FCF = RCF - CPX - WC$$

FCF：フリーキャッシュフロー

CPX：設備投資

WC：運転資金

また、純資産-純債務のうち、純債務は、金融債務（借入金+社債、CP）の合計から金融資産（現預金+短期有価証券）の金額を引いたものである。これら2つの数値を東芝とソニーにつきX-Y平面上の点として捉えグラフ化したものが次のグラフである。

図1 東芝：信用力指標の変化

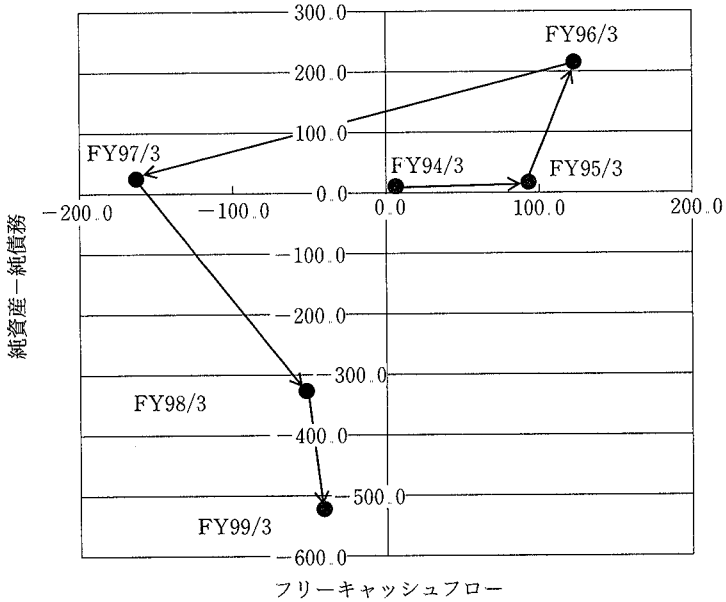
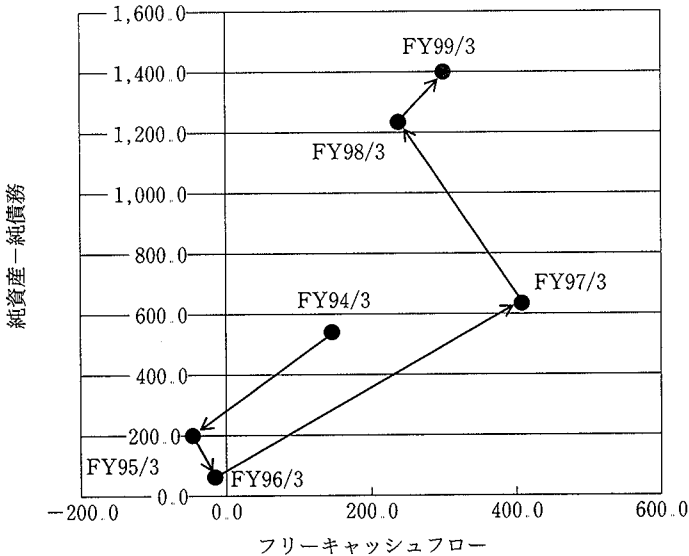


図2 ソニー：信用力指標の変化



⑤ グラフの解釈

このX-Y平面上での位置をどう評価するかに関して述べたい。まず第一象限についてだが、ここは、フリーキャッシュフローと〔純資産-純債務〕の両方ともにプラスになる領域であり、最もポジティブに評価できる領域と捉えられる。一方、第三象限になると、フリーキャッシュフローと〔純資産-純債務〕の両方ともマイナスの領域となり、最もネガティブな評価となる領域となる。第二象限は、〔純資産-純債務〕はまだプラスであるが、フリーキャッシュフローはマイナスであり、それが続けばいずれ〔純資産-純債務〕にもその影響が現れ、第三象限に移行してしまう可能性がある。また、第四象限は、〔純資産-純債務〕はまだマイナスであるが、フリーキャッシュフローは、プラスになっており、それが続けばいずれ第一象限に移行できる可能性がある。

グラフ上である期から次の期への移行は矢印で示されている。この矢印のうち、 \nearrow 方向のベクトルは、フリーキャッシュフローが増加し、(純資産-純債務)も増大していく方向なので、プラスに評価できる。一方 \swarrow 方向のベクトルはフリーキャッシュフローが減少し、(純資産-純債務)も低下していく方向であるので、ネガティブな評価になる。

東芝のグラフを見ると、94年3月期から96年3月期までは、かろうじて第一象限に止まっているが、それ以降は第二象限から、さらには第三象限に移行しており、信用リスクが急速に悪化しているのが見て取れる。特に、97年3月期においては、 \swarrow 方向への動きが大きく、大幅に悪化していることが見て取れる。98年3月期と99年3月期には、フリーキャッシュフローは改善しているが、依然としてマイナスであり、グラフ上の点は、下方へさらなる低下が続いている。

一方、ソニーについて見ると、95年3月期及び96年3月期にはフリーキャッシュフローが悪化し、一旦第二象限に移行してしまうが、97年3月期には \nearrow 方向に大きく動いており、大幅に改善して第一象限に戻っている。その後、98年3月期、99年3月期とも、フリーキャッシュフローはプラスであり、グラフ上の点はさらに上方へ移っていつている。これによって、ソニーの好調な業績が、明瞭にグラフ上の形となって表れている。

⑥ 成長企業の評価

これまで、リスク審査の主眼は、特に社債や借入金のリスクについては、その企業の倒産確率がどの程度あるかという点におかれてきた。しかしながら今後は、「どこがだめになるか」、という分析よりも、「どこがより大きな価値を生む企業になる可能性が大きいのか」という分析の方がより重要になってくると予想される。

先に見たグラフは、過去の実績を反映したものであり、これまでにその企業が達成してきた業績を示している。これに対し、成長企業については、将来の企業のパフォーマンスをどう評価するかが問題になる。成長企業の評価を行うにあたっては、将来の成長性とボラティリティーの高さを指標として判断することを提唱したい。

従来、成長企業を見る場合には、そのボラティリティーの高さに眼が行ってしまい、リスクの高さだけが注目される傾向にあった。しかしながら、成長性が高いがボラティリティーの高い企業と成長性は低いがボラティリティーの低い企業につき、信用リスク評価の観点からはある程度同じように見ることができると考えられるのではないだろうか。

成長性の判断を行う場合、2つの要因がある。一つは当該企業が属している業界全体の成長性であり、もう一つはその企業自体の成長性である。その企業が属している業界全体の成長性については、その分野の専門家や業界団体が予想する成長を参考に決めることができる。

その企業自体の成長性については、特にその企業のマネージメントの質が問題になる。これはそれまでのマネージメントのパフォーマンスを見て自分で判断する必要がある。自分なりにそのマネージメントが今後、変化にどう対応していけるか、また市場をリードするような施策を打ち出していけるかどうかを判断していく必要がある。

これらのことから、成長企業を評価する場合において、次のような指標が考えられる。まず、分子に [業界の成長力 = マネージメントの質] を持つてくる。分母には当該企業の [今後のフリーキャッシュフローのボラティリティー]

を持ってくる。業界の成長力及びマネージメントの質に関しては各々10段階で評価を行う。また、フリーキャッシュフローのボラティリティーに関しては1から100までで、指標化した数字を用いる。

この指標を仮に将来性指数と名づければ、例えば業界の成長力及びマネージメントの質が各々最高ランクの10であると評価できれば、分子は $10 \times 10 = 100$ となる。一方、この企業の将来のキャッシュフローのボラティリティーも非常に高くその指数は100であると判断されれば、その企業の将来性指数は $100 \div 100 = 1$ となる。一方、業界の成長力やマネージメントの質はそれぞれ最低ランクの1であるけれども、将来のキャッシュフローは非常に安定していると予想され仮にそれが最低のボラティリティーである1と判断されれば、この企業の将来性指数も同様に $(1 \times 1) \div 1 = 1$ となり、前の企業の将来性指数と同じになる。

⑦ 企業評価についての今後の方向性

企業の総合評価は、座標軸上における現在のポジションと上記の将来性指数を組み合わせることで判断することになる。将来のキャッシュフローのボラティリティーをどう指数化するかという点と、座標軸上の現在のポジションとこの将来性指数をどう組み合わせることで総合的な判断を行うかという点は、今後の課題である。将来的には、現在のグラフ上のポジション、ベクトルであらわされる過去のパフォーマンス及び将来へ向けたパフォーマンスの予想、この3つを数学的に統合して一つの指標で表せないかと考えている。

これまで縷々述べてきたように、現在信用リスクの分析においては、様々な分析主体の間で、分析に関し、必ずしも共通の言葉が存在していないと感じられる。各々の主体はそれぞれ独自にその意見を述べるだけで、お互いの意見の相違を議論するための接点が少ないように思われる。今後、筆者が考える方向に沿って、信用リスク審査における方法論に関し、ある程度の共通認識ができあがれば、信用リスクを分析する主体の間で、より建設的な意見交換が可能になると思われる。

(3) ネット時代の企業評価の実例¹⁴⁾

① 情報の収集

インターネットにより従来は収集に多大のコストや時間がかかったり、そもそもアクセスできなかったような情報が個人でも手に入るようになってきた。以前であれば情報が不足していることで個人が投資先について分析を試みることは非常に難しかったが、この状況が大きく変わりつつある。東証マザーズのホームページを開くと、新規上場会社の概要というページがあり (<http://www.tse.or.jp/mothers/newcom.html>), 新規上場会社の概要, 事業の概況等に関する記載事項や直近の財務状況がPDF形式で取ることができ、これによってかなりの情報を得ることができる。

ここでは、例として㈱クレイフィッシュを取り上げ、インターネットからの情報によりどんなことが分かり、どのような分析が可能かということをも具体的に見ていきたい。

② 会社の概況

クレイフィッシュの会社概要は、インターネット上で入手することができる。まず、東証マザーズのホームページ (<http://www.tse.or.jp/mothers/index2.html>) にアクセスし、そこから「Mothers 上場会社の新規上場会社の概要」を開き、概要の表の中から㈱クレイフィッシュの新規上場会社の概要をPDF形式で開く。

まず、「会社の概況」により、クレイフィッシュの役員の経歴、会社の沿革が分かる。クレイフィッシュの社長は平成7年大学を中退してクレイフィッシュを設立したもので、現在26歳（平成12年6月現在）と非常に若い経営者であることなどが分かる。また、主要な事業であるヒットメールの累積顧客数などのようなスピードで伸びてきたのかもこの概要によって知ることができる。ま

(14) ここでの記述は、本文中でも述べられているように、インターネットの東証マザーズのホームページからとった、株式会社クレイフィッシュについての「マザーズ新規上場会社概要」（平成12年2月10日 東京証券取引所 上場審査部）、「事業の概況等に関する特別記載事項」及び「平成12年9月期 第1四半期業績状況」に基づいている。

たこれまでの株式発行状況や主要株主の状況も把握できる。それによって、当社と光通信との密接な資本関係、創業者の持分、その他の主な株主の出資の状況等、当社を支える株主について知ることができる。

また、事業の概況は、当社の主要な事業の売上構成比、従業員数、最近の業績推移等についても情報を与えてくれる。それによれば、同社の売上（平成11年9月期）においては、ヒットメール事業の割合が71%を占めており、この部分が当社の中核事業であることが分かる。また従業員数としては、平成11年9月末現在70人でまだ規模は比較的小さな企業であることが分かる。

③ 収支・財務の状況

最近の業績については、売上は順調に増加しているものの、平成8年9月期及び平成11年9月期には経常赤字を計上しており、特に直近の平成11年9月期においては、11億3千8百万円の売上に対して3億8千7百万円にも及ぶ経常赤字を計上しており、何故このような赤字が発生したのか、今後もこの赤字は続くのかどうかを調べる必要があるということが分かる。今期（平成12年9月期）の業績については、第1四半期（平成11年12月期）については、9億4千万円の売上に対し、4億6千6百万円の赤字を計上しており、売上高に対して約50%もの赤字であり、業績は芳しくない。

一方バランスシートについて見ると、平成11年9月期のバランスシートでは、資産合計62億4千3百万円のうち、実に57億4千2百万円が現預金で占められており、非常にキャッシュリッチな企業であることが分かる。また、売掛金は非常に少なく（4千4百万円）、棚卸資産もほとんど0に近い。これらは、同社が、インターネット事業を営むことからくる特徴であると思われる。また有形固定資産も非常に小さい（4千3百万円）。従って、キャッシュフローの面からは、同社は設備投資や売上増加に伴う運転資金をほとんど必要としない体質であることが分かる。

バランスシートの負債・資本の側を見ると、負債・資本合計62億4千3百万円のうち、資本合計が41億3千2百万円を占めており、これは前期の9千3百万円から大幅に増加している。平成11年9月期においては、3回の第三者割り

当て増資により、合計 30 億円が払い込まれており、資本の増強が図られている。また有利子負債は、1 年以内償還予定の社債が 17 億 2 千 5 百万円あるだけで、他の借入金等はほとんどないことが分かる。従って、上記 1 年内償還予定の社債を償還してしまった後は、債務の償還に関するリスクは軽減されると考えられる。手持ちの現預金の金額は 1 年以内償還予定の社債を大幅に上回っており、差し当たって社債の償還に関するリスクは少ないと考えられる。なお、「平成 12 年 9 月期 第 1 四半期業績状況」の中で（注記事項 重要な後発事象）、「社債の繰上償還 平成 11 年 11 月 1 日に、第 3 回無担保社債（新株引受権付）のうち 1,725,000 千円を繰上げ償還しております。尚、自己資金により繰上償還を行い、これによる償還期限までの支払利息の減少見込額は 393,016 千円になります。」という記述がある。従って、上記社債は自己資金により繰上げ償還されたことが分かる。

平成 11 年 9 月期の損益計算書を見ると、売上総利益のところまでの比率は前期とあまり大きく違わないが、販売費・一般管理費が大幅に増加（対売上比で前期の 45.1%から 73.8%に増加）しており、この販売費・一般管理費の増加が収益を大きく圧迫していることが分かる。この結果営業利益が 3 億 4 千 6 百万円の赤字となったのである。以上が上場会社概要から読み取れるクレイフィッシュの収支・財務に関する分析である。

④ 「事業の概況等に関する特別記載事項」

「事業の概況等に関する特別記載事項」も同じく東証マザーズのホームページの新規上場会社の概要の表から「事業の概況等に関する特別記載事項」として、PDF 形式で入手できる。「事業の概況等に関する特別記載事項」からどんな情報が得られるかを見ていきたい。ここでは、事業の概要の他、当社が自ら、「当社の事業展開その他に関してリスク要因となる可能性があると考えられる主な事項を記載」し、また「投資家の投資判断上、重要であると考えられる事項」についても述べている部分である。

当社の事業内容としては、当社が「ヒットメール」と呼ばれる日本の中小企業向けの電子メール・ホスティング・サービスを主たる事業とすることが述べ

られている。ホスティング・サービスとは、「電子メールやホームページなどを運用するためのサーバと呼ばれるシステムをサービス提供者側で用意し、レンタル契約ないしは使用契約に基づきインターネットを通じてユーザーに提供するサービス」であり、「このサービスを利用することにより、ユーザーは自己の負担で情報通信システムを構築することなく、自己専用のシステムと同様の機能を楽しむことができる」ということが、添付されている《用語集》で解説されている。

当社の売上は主として顧客からの定額の月額料金に依存しているので登録ドメイン名（インターネット上でそのユーザーを識別するために設けられ、インターネット上の住所のような機能をもっている）の数が多いほど売上が多くなるとされている。平成12年1月31日現在、当社が顧客のために登録したドメイン名の数は、44,811件であること、日経マーケット・アクセスによれば当社のドメイン名の登録数は、平成11年9月30日現在日本で最大のホスティング・サービス提供者となっていることが記されている。また、「顧客は一旦当社を通じてドメイン名を取得すると、継続して当社のサービスを受けるのが一般的である」と述べられている。

当社と光通信との関係については、「当社は、株式会社光通信を通じて、当社のサービスの提供を展開しており」、「㈱光通信は、当社の販売取次代理店であり、その子会社である株式会社コール・トゥ・ウェブと合わせて、当社発行済普通株式総数の50.1%の株式を保有」している親会社であることが述べられている。当社は、直接一般ユーザーに対しヒットメール関連サービスを提供する他、光通信に対する業務委託を通じて、光通信による、あるいは光通信の子会社／代理店を通じての販売取次やマーケティングを委託している。その他、当社と光通信との取引関係について詳細な説明がなされている。

次に当社の事業展開についての戦略が述べられており、現在提携関係にある光通信との関係をより確固たるものにする事、引き続きヒットメール事業を最重要事業と位置づけ、短期間のうちに圧倒的なマーケットシェアを獲得することが、戦略として述べられている。

⑤ 提示されたリスク要因

「事業の概況等に関する特別記載事項」には、当社に関するリスクが細かく述べられている。ここでは、当社の直面する可能性のあるリスクの内容が網羅的に述べられている。この中から、当社が直面するであろうリスクのうち、何が当社の企業価値や競争力に重大な影響を及ぼすものであるのかを判断しなければならない。リスクとして挙げられているものには、次のようなものが含まれる。

1. インターネット市場における競合企業の増加、サービス価格の過当競争、他業界からの参入による競争の激化。
2. 当社の業歴が浅いこと。
3. インターネット関連サービスの市場に属する会社の多くが直面するトラブル、サービスの遅延、予定外の経費負担の可能性。
4. 技術者獲得競争が激しいことにより、必要とされる優秀な人材を確保できないかもしれないこと。
5. 当社が現社長の個人的資質や人脈に依存していること。
6. ホスティング・サービス市場は、市場に参入する際の実質的な障壁がほとんどなく、将来新たな参入他社との間で競争がさらに激しくなる恐れがあること。
7. 既存の競合他社及び潜在的な競業他社(NTT、NCC、富士通、NEC、独立系インターネット・サービス・プロバイダ、海外企業等)の多くが、当社に比べ実質的により大きな資本力、技術力及びマーケティング力、より幅広い顧客基盤、より長期の事業経験及びより高い知名度を有しており、また、業界において確固とした取引関係を他社と築き上げていること。
8. 競合他社の中には類似のホスティング・サービスを当社より低価格や時には無料で行っているものがあること。それによって、当社の収益が悪化する可能性があること。
9. 当社が、顧客の要求に適時かつ効率的に対応したサービス、期待される特色を備えたサービスを提供できないかもしれないリスク。

10. サービスへの不満から顧客を失ってしまうかもしれないリスク。
11. ホスティング・サービス市場が継続して発展していかどうかのリスク。
当社は、中小企業によるインターネットの使用を抑制する要因として、インターネット・ワーク基盤に生じる機能の中断その他の遅延の結果、サービスの中断、遅延が発生することにより、市場の発展が鈍化または減退する可能性があることをあげている。
12. 当社は、現在、電気通信事業法に基づく規制及び当社事業に一般的に適用のある規制以外に行政当局の直接の規制は受けていないが、今後そうした規制を受けるようになり、事業が悪影響を受けるかもしれない点。
13. 日本及び諸外国における法令及び規制の制定が、インターネット一般の発展に障害を与える可能性があること。

⑥ リスク分析

以上の点を踏まえて、当社についてのリスクを以下のように分析していくことができる。まず、先に列挙されていたリスクファクターは、大きく分けて、

- イ. 市場の成長性
- ロ. 規制環境
- ハ. 競争状態
- ニ. 当社の競争力
- ホ. 技術変化

等に分類できる。これらのリスクを一つ一つ検討した上で、果たしてそうしたリスクが発生する可能性は、どの程度あるか、リスクが発生した場合の当社に対する影響はどの程度深刻なものになる可能性があるか、リスクが発生した場合、当社はそれに対する対抗手段、抵抗力をどの程度持っているか、等を吟味する必要がある。その結果、当社が抱えるリスクは発生する可能性が高く、発生した場合当社に大きな悪影響を与え、それに対する抵抗力が弱いと判断されれば、当社のリスクは高いことになる。

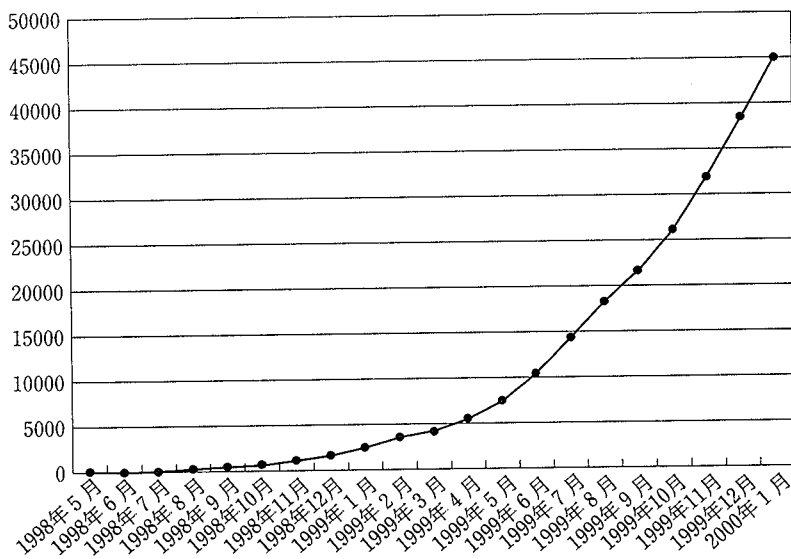
当社について全体として見ると、インターネットのホスティング・サービス市場というものは、歴史も浅く、今後どのように変化していくのか、技術面及

びビジネスモデルの形態としてもまだ不確実性の相当高いマーケットであると思われる。その中において、当社は、まだ事業基盤も弱く、今後競争相手に対し、どのように競争力を発揮していけるのかまだ未知の部分が多い。また財務基盤も脆弱であると考えられることから、一旦リスクが発生した場合、それに対する抵抗力は弱いと判断される。従って、トータルで見た場合、当社のリスクはかなり高いと判断される。以下、主要なリスクファクターについて検討を加えていきたい。

⑦ 中核事業の構造

当社の基本サービスであるヒットメールは、平成10年5月からスタートしている。ヒットメールの料金は、1ヶ月1万である。当社の総顧客数の推移は、次の通りである。

図3 総顧客数の推移



これを見ると、当社の顧客獲得は順調に行われてきていることが見て取れる。当社は、新たな加入申し込みがあると、加入申込み受け付け時に、一人当たり、

日本のドメイン名を取得する場合 6,500 円、米国のドメイン名を取得する場合 1,700 円の初期費用が当社に発生する。この初期費用は、加入者が毎月支払う月額料金から、まず継続的費用が差し引かれ、残りの金額から順次回収される。従って、新規加入者が大幅に増加した場合には、その期間について多額の営業損失が発生する恐れがあり、加入者数が急増を続けた場合、当社は営業損失を継続的に発生させる一方、顧客数の伸びがどこかの時点で安定し、その後は収益が発生するという構造になっている。成長が安定軌道に乗ってきた場合本当に利益が出せるのかどうか、またそれはいつの時点で実現できるのかを検討する必要がある。

表 1 損益計算書 (百万円)

	平 10.9 期	平 11.9 期
売上高	227	1,137
売上原価	151	645
売上総利益	125	492
販売費・一般管理	125	839
営業利益	0	-346
営業外収益	2	2
営業外費用	1	42
経常利益	2	-387
特別利益		0
特別損益	0	1
税引前当期純利益	1	-388
税金	0	2
当期純利益	0	-391

当社の平成 10 年 9 月期及び平成 11 年 9 月期の損益計算書は上の通りである。これによれば、当社の売上高は平成 10 年 9 月期から平成 11 年 9 月期にかけて 4 倍に増加している。この間の売上原価の増加は、売上高の増加を若干上回る程度であるが、販売費・一般管理費が 7 倍弱と大幅に増加している。当社の四半期業績状況によれば、新システムの開発のための先行投資等の負担が大きいため、経常損失を計上するにいたったことが記されており、将来のた

めの研究開発投資が収益を圧迫していることが分かる。

当社の直近の収益状況については、次の通りである。

表2 直近の収益状況 (百万円)

	平成11年第1四半期	平成12年第1四半期
売上高	80	939
営業損失	41	449
経常損失	43	465
当期純損失	44	472

直近の平成12年9月期第1四半期(平成11年10月1日～平成11年12月31日)を1年前の平成11年9月第1四半期と比較して見ると、売上高は8千万円から9億3千9百万円へと10倍以上に増加しているが、営業損失、経常損失、純損失も各々10倍以上に膨らんでいる。

平成12年9月期については、ヒットメールの顧客数が10万を超えると予想しているが、顧客基盤を維持するための安定的なシステムインフラの整備や、新規サービス提供のための開発投資等、先行投資が予想されることから、損益的には厳しくなると予想している。当社の場合、先に見た通り、ヒットメールの顧客を獲得すると当初は、当社にとって費用負担が発生する。また、顧客の増加に伴い、インフラの整備や開発投資等が必要になる。従って、今後も成長戦略を続けるとすると、キャッシュフロー的には、事業からのキャッシュフローによって成長を賄うことは無理であり、外部からの資金調達が必要になる。

次の表は、平成10年9月期及び平成11年9月期の貸借対照表である。当社の総資産は、平成10年9月期から平成11年9月期にかけて平成10年9月期の2億3千5百万円から平成11年9月期の62億4千3百万円へと大幅に増加している。しかしながら、この間、当社の有形固定資産はほとんど増えておらず、平成11年9月期においても4千3百万円にすぎない。また投資その他の資産も1億8千9百万円であり、そのかなりの部分が差し入れ保証金である。総資産の増加分の大部分が現預金の形で残されており、平成11年9月期末で57億4千2百万円に達しており、これは総資産の92%にあたる。総資産の増加は、増資

と借入金の増加で賄われており、平成10年9月期から平成11年9月期にかけて増資払い込み金が30億円あり、またこの間に社債と借入金の額は16億6千7百万円増加している。

すなわち、当社は増資と社債・借入金によって総資産を大きく増加させているが、そのかなりの部分を現預金の形で温存している。これは、先に見た通り、当社は成長を続ける限り、事業からのキャッシュフローが大幅に不足すると見られることから、その不足を補うために手元流動性を厚くしているものと考えられる。従って問題は、当社がキャッシュフローがプラスになるまで、あとの程度の期間を要し、その間社債や借入金あるいは増資によって資金調達を続けていくことができるかどうかである。

表3 貸借対照表

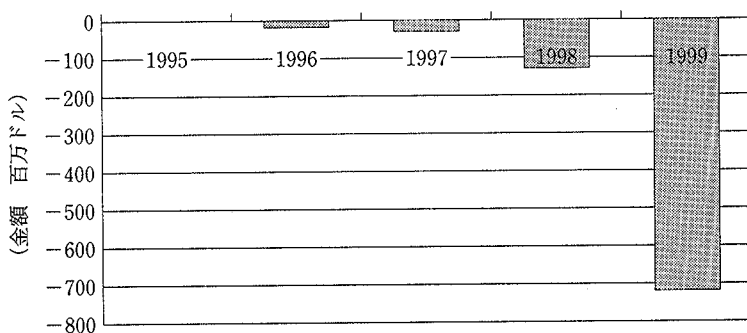
(百万円)

	平10.9期	平11.9期		平10.9期	平11.9期
(資産の部)			(負債の部)		
現預金	111	5,742	買掛金	6	128
売掛金	74	44	短期借入金	2	
有価証券		200	1年内償還長期借入金	65	1,725
棚卸し資産	1	3	未払金	16	132
その他流動資産	3	9	その他流動負債	20	82
流動資産合計	193	6,000	流動負債合計	112	2,072
有形固定資産	11	43	長期借入金	28	37
無形固定資産	0	0	固定負債	29	37
投資その他資産	29	189	負債合計	142	2,110
固定資産合計	42	233	(資本の部)		
繰延資産	0	8	資本合計	93	4,132
資産合計	235	6,243	負債・資本合計	235	6,243

企業の成長に伴い、多額の先行投資が必要になることから、長期に亘って赤字を続けるケースは、インターネットの新興企業で多い。次の例は、こうした傾向は、インターネット関連の企業において良く見られる傾向であり、例えば、アマゾン・ドット・コム、について見ると、次のグラフで見ると、利益については赤字が続いており、しかも赤字幅が拡大している。これは、事業の拡大のために多額の投資が必要になるからである。アマゾン・ドット・コムの場

合、商品の配送のための巨大な配送センターが必要になっている。1998年のクリスマス商戦時には2箇所しかなかった配送センターを2000年2月までに7箇所に増やしており、さらに2000年中には全米8番目の配送センターとヨーロッパに2箇所オープンする予定である。アマゾン・ドット・コムでは、株式市場からの資金調達によりこのための資金を賄ってきた。しかしながら、米国においてもIT関連銘柄の株価はバブルだといわれ続けており、好調だった株式市場にもいつ終わりが訪れるか分からない状況にある。それまでの間にアマゾン・ドット・コムのようなインターネットの新興企業が利益を生み出せる体制に移行していけるのかどうか、時間との戦いでもある。

図4 アマゾン・ドット・コムの純利益の推移



ちなみに、当社の平成12年9月期における研究開発費の見込みは14億2千8百万円であり、(7億5千6百万円のアウトソーシング研究開発費を含む)。事業の拡大に伴い、今後研究開発費を大幅に増加させる予定である。

当社は、以上のような収益構造にあるため、ヒットメール関連サービスを開始した平成10年5月以来、利益を計上していない。この結果、平成11年12月末の当社の累積損失額は8億5千9百万円に達している。

⑧ 親会社への依存関係

当社は、ヒットメールサービスに関し光通信との間で業務委託契約を締結し、それに基づいてヒットメール関連サービスの販売取り次ぎ及びマーケティングをすべて光通信に委託している。この契約期間は平成10年5月から7年間であ

り、その後は自動更新される。当社は、この契約に基づき、ヒットメールサービスに対し加入者が支払う月額料金の50%を販売委託手数料として光通信に支払っている（ヒットメールの標準的なサービスの場合）。当社は、「事業の概況等に関する特別記載事項」の中で、「㈱光通信に代る、同社と同等の販売能力及びマーケティング能力を備えた他の取次代理店を獲得すること、または当該能力を備えた営業組織を当社独自で設立・発展させることは、当社にとって容易なことではありません。もし、㈱光通信の協力を得られなくなったり、㈱光通信が当社のサービスの販売取次及びマーケティングを十分に行わなくなれば、当社の事業に悪影響を及ぼす可能性があります。」と述べている。クレイフィッシュのリスクを考える場合、光通信の動向が大きな影響を及ぼす点を考慮する必要がある。

⑨ 財務面からの制約

当社によれば、「現在保有している現金、預金等に本募集及び海外募集の手取金を加えれば、少なくとも当面の12ヶ月間の運転資金及び当社の計画している業績の発展を実現するのに必要な資金を賄えます。しかしながら、当社のサービスに対する需要の増加に対応するため、または、ますます競争が激化しつつある市場において当社の競争力を強化するため、現在予定している金額を超える金額の支出が運転資金または研究開発その他の費用のために必要となる可能性もあります。」と述べられている。また、「当社の資金源は限られており、追加の資金調達に失敗することがあるかもしれません。特に、当社は、現在いかなる金融期間からも借入のための信用枠を受けておらず、当社の満足しうる条件により融資を受けることができない可能性や、融資を受けることが全くできない可能性もあり得ます。従って、最終的に新たなエクイティ・ファイナンスによる資金調達に頼らざるを得なくなるかもしれません。しかし、当社が当該エクイティ・ファイナンスによる資金調達を実行できない可能性もあります。」とも述べられている。

以上から、当社にとって、資金調達の問題が極めて重要な課題であることが分かる。当社の資金調達は、今後とも増資等のエクイティ・ファイナンスによ

るものが中心であると思われる。しかしながら、エクイティ・ファイナンスについては、その時々マーケットの状況によって、条件が変化し、場合によっては、発行ができない場合もある。従って、当社は将来的に資金調達面から成長を制約されたり、事業の継続に支障を来す恐れがあると考えられる。

⑩ システムリスク

当社のネットワークは、年中無休で稼働している必要がある。サービスの中断は当社の信用力に決定的な悪影響を及ぼす恐れがある。また、ネットワーク上のセキュリティの問題も当社の事業においては、極めて重要な問題である。当社は、顧客に関し、様々な情報を得ることが可能な立場にあるが、顧客に関する情報が流出したりした場合、決定的な悪影響を当社の信用力に及ぼす。サービスについての高い信頼性を維持することは当社にとって、極めて重要であり、そのために多額の研究開発費も必要になるものと考えられる。

インターネット関連事業においては、今後も長期間に亘って、技術革新が続くと予想される。また、ビジネスモデルも次々に新しいものが出現すると予想される。従って、ある技術やビジネスモデルによって、一時期有利なポジションを得たとしても、次の時点ではそれを圧倒する新たな技術やビジネスモデルが出現し、市場地位をあっという間に覆されてしまう恐れがある。従って、この業界においては、常に多額の投資を継続することにより、技術的に最先端のサービスを提供できるよう努める必要があるが、そうした努力が常に顧客に受け入れられるとは限らない。メーカーの場合には、ある製品が失敗した場合、その反省の上にならば、次の製品を開発すればよいが、当社の場合、一度ビジネスモデルが失敗するとそれで顧客の信用を失って、その後の事業の継続が困難になるというリスクを負っている。

⑪ ニュースによる動向チェック

ここでもクレイフィッシュを例に、どんなニュース情報が手に入るか見て見たい。まず、ニュースを探すためのウェブサイトだが、これは、国内外の主要な検索サービスを1画面に集めた「検索デスク」が便利である (<http://www.searchdesk.com/>)。これを使えば、多くのサーチエンジンを効率的に使うこと

ができる。

検索デスクのニュースを選択し、様々な検索エンジンによって、クレイフィッシュに関するニュースを拾って見よう。それぞれの検索エンジンに特徴があり、同じテーマであるにもかかわらず、出てくるニュースはかなり異なっている。

まず、PC WEEK/Japan 1998年12月8日の記事によれば、「光通信、クレイフィッシュ、伊藤忠テクノロジーの3社は業務提携し、光通信が12月6日より中小企業向けに、電子メールサーバ及びWebサーバのアウトソーシングサービス「Hitmail」の販売を開始」したことが報じられている。

それによれば、「クレイフィッシュは伊藤忠テクノロジーから同社のサーバセンターをレンタルしてシステムを構築し、このシステムを光通信にOEM供給する。テストマーケティングの段階で既に1,000件の法人顧客を獲得しており、今後本格的に販売を展開することで、'99年2月までに1万件的法人顧客を獲得する予定。Hitmailでは月額1万円の低料金で50個の電子メールアドレスと最大100Mバイトのホームページを利用できる。」と述べられている。

次にINTERNET Watch 2000年3月10日の記事によれば、クレイフィッシュが3月8日にNasdaqに新規上場し、初日終値の公募価格に対する上昇では米国史上10番目の記録となったことが報じられている。その後、3月10日に、クレイフィッシュの株式は、日本で東証マザーズに上場されている。東証マザーズでは「公募価格1,320万円に対し、6,500万円の売り気配で始まり、前場終了時には5,360万円の売り気配、大引けでは4,500万円の売り気配で、気配値を大きく下げて、結局初日は値段がつかなかった。」「初日に値段がつかないのはこれまで通りだが、売り気配となったのはマザーズで初めてのこと。」と報じられている。

この日のクレイフィッシュの軟調な展開は、株式市場全体の動きにも影響されている。また、同社の親会社である光通信の株価下落にも影響されたといえる。いずれにせよ、こうした株価の動きは、先に述べた通り、クレイフィッシュにとって株式市場からの資金調達は今後極めて重要であることを考慮すると、その将来に不安を投げ掛けるものであるといえる。

特にその後、様々な点でクレイフィッシュの今後にとって重要な役割を果たすと見られる光通信の株価が急落を続け、クレイフィッシュの上場をはさんで苦境に陥ったことは、クレイフィッシュにとって極めて不幸なことであったといえる。

米国のナスダックはITやインターネット関連の銘柄が多いことで知られているが、株価の動きは極めて神経質なもので、乱高下を記録している。日本においても、東証マザーズやナスダックジャパンにおける同様の銘柄は、乱高下を繰り返している。こうした動きは、IT関連やインターネット関連銘柄に対しての、一方での高い期待と他方における大きな不安心理を反映していると考えられる。

2000年6月14日のYahoo!ニュース(ラジオたんぱ)によれば、クレイフィッシュの株価が同日急落したことが報じられている。「主力事業である中小企業向け電子メールサービスの顧客獲得状況が5月は新規獲得数が前月比41%減、解約が同46%増となった。『販売を全面委託している光通信の営業力縮小の影響を受けた』(中堅証券)と見られ、『顧客獲得の減少傾向が続く可能性が高い。先行き不安視で下値模索が続くだろう』という。」と報じられている。まさに、当社が光通信にマーケティング面で依存し、光通信の業績の悪化や信用力の低下により、当社が多大な影響を被る恐れがあるというリスクが顕在化している。

また2000年6月14日のZDII NEWSは、「クレイフィッシュの成長路線に赤信号。光通信の影響で新規顧客減と解約増」と題して、「5月末の新規顧客獲得数が前月の約7割の水準にまで低下し、同時に解約率も約5割も上昇したからだ。」と報じられている。続けて、「同社によると5月末におけるヒットメールの新規顧客獲得数は前月比41%減の4,244件となり、解約数は46%増の2,337件となった。顧客数は1,907件の純増とはなったものの、新規顧客獲得数の減少は3ヶ月連続、解約率は2ヶ月連続して起きている。このため、新規顧客獲得数はピークだった今年3月の時点と比較すると、約4割の水準にまで低下。構造的な凋落傾向をたどりつつある。」と報じている。「原因は、販売を委託す

る光通信が社会的なパッシングを受けて、事業を縮小させていることや新規参入などによるコンペティターの出現が影響していると考えられる。」としている。まさに、当社のリスクのところでも述べた様々なリスクが顕在化してきつつあるといえる。

但し、記事の中では、「新規顧客を獲得しても、実際に黒字化となり収益に貢献するのは2年目から。従って、新規顧客獲得数が減少すれば、設備投資や光通信に対する初回のマージンが抑制されるため、収益面ではプラスに働くが、1年以内に解約されると、黒字化できないために、損失となってしまう。」と述べられている。

この部分は、当社の収益構造を分析しているものであるが、我々は先に、当社の収益構造を分析しているので、この記事の意味するところをきちんと理解することができる訳である。最後にこの記事は、「上場時には、主幹事の野村證券は2003年9月期には黒字化するとレポートを発表しているが、新規顧客獲得件数が急減し、解約率がジリジリと上昇するという現状が続けば、2003年9月期の黒字化は難しくなりそう。」と結ばれている。当社のビジネスモデルの根幹を支える部分で問題が生じてきていることから、当社の存続が問われる危機的状况に陥りつつあると思われる。

以上見てきた通り、インターネットを通じたニュースにより、その企業のおかれている現状を把握したり、将来の動向を判断するのに貴重な情報を与えてくれる。繰り返しになるが、そうした貴重な情報をリアルタイムでほとんどコストをかけずに得ることができるという点で、インターネットは投資家、中でも個人投資家に大きな武器を手に入れさせたといえる。

⑫ ま と め

日本経済は様々な面で大きな変革を遂げつつあるが、経済の変化や産業構造の変化に伴って、企業の評価、信用リスクのやり方についてもかなりの変化が起りつつあると考えられる。従来の企業評価、信用リスクの判断は、担保に依存し、そもそも企業評価や、信用リスクの判断を最初から行わなかったり、一部の権威ある機関の判断を尊重し、自らの判断を放棄してしまう傾向があっ

た。日本の金融機関における不良債権の山やいろいろな経営判断の誤りは、従来の審査のやりかたでは立ち行かなくなっていることを示しており、新しい企業評価、信用リスク判断の方法が求められている。

一方、評価される企業の側においても、従来は規制等により、個々の企業の創意工夫が必ずしも業界での成功に結びつかず、創意工夫のインセンティブが弱かったといえる。特に、規制で保護されていた業界にはその傾向が強い。しかしながら、規制緩和や海外企業の参入により、競争は激しくなる一方で、個々の企業の創意工夫がその企業の将来の業績に大いに反映されるようになってきた。従って、個々の企業がどういう戦略を今後とろうとしているかということは、今後のその企業の業績を見る上で、極めて重要になってきているのである。

また、日本においても、インターネット関連の新興企業が多く生まれ出てきており、また既存の大企業も IT 産業の方向へ大きく舵を切り替えつつある。今後こうした分野が日本経済で占める地位はますます高まっていくと考えられ、これらのセクターを分析する新たな方法論が求められている。新興のインターネット企業や大企業の IT ビジネスを評価するのに、もはや従来の審査方法では対応できなくなっているのである。

一方、インターネットによる情報検索が可能になったことで、個人でもかなりの情報が手に入れられるようになった。それは3つの点で画期的なことである。まず、個人でも質の高い情報が手に入るようになったことである。次に、非常に新しい情報から逆に古い情報まで、時間的に幅広い範囲での情報収集が可能になった。また、情報を得るための時間とコストが大幅に低下した。インターネットによるこれらのメリットを最大限に利用することで、従来はほとんど不可能であった、個人のレベルにおいてもかなり質の高い分析、企業評価が可能になった。個人が自ら、企業のリスクについての判断を行うことで、新興企業に対する新たな投資家層が生まれてくる可能性がある。また、個人が投資する際に、投資判断を他の権威ある機関に完全に委ねてしまうのではなく、基本的な分析方法さえ心得ていればかなりの程度まで分析が可能になったといえる。

本稿においては、以上のような変化を踏まえて、企業の評価のありかた、信用リスクの判断の方法について、従来とは違った視点を提示することに努めた。また、実際に個人でも、インターネットを通じた情報収集により、かなりの程度まで分析が可能であることを示した。これによって、今後個人投資家が自らの投資判断に基づいて投資を行うという方向への変化に、少しでも貢献できれば幸いである。個々人が、良質な情報を得て、自らの判断に基づき行動する社会は真の民主主義に1歩近づいているのではないかと思う。経済の分野においても、インターネットの発達や規制の緩和により、そうした方向への変化が進行しているのだとしたら、それは大変喜ばしいことと考えられる。

参 考 文 献

- 白田佳子『企業倒産予知情報の形成』中央経済社、1999年
ジョン・B・カウエット、エドワード・I・アルトマン、ポール・ナラヤン共著 高橋 秀夫
監訳 信用リスク管理研究会訳『クレジットリスクマネジメント』シグマベイスキャピタル、
1999年
関根次郎『経営革新のシナリオ』東洋経済新報社、1999年
マイケル・E・ポーター著 竹内弘高訳『競争戦略論I・II』ダイヤモンド社、1999年
中谷巖『日本経済「混沌」からの出発』日本経済新聞社、1998年