



MBS Review

ベンチャー企業の株式価値評価のための 木村 哲 1
期待リターンと資本政策の研究

企業業績の季節変動の財務分析
—アパレル企業の四半期報告書をもちいて— 山口 不二夫 15

Measuring Systematic Market Liquidity 王 京穂 33

不動産プロフェッショナルのキャリア形成について 村木 信爾 51

Number 15
March 2019

ベンチャー企業の株式価値評価のための 期待リターンと資本政策の研究

明治大学専門職大学院グローバル・ビジネス研究科 木村 哲

1章 問題意識

通常企業価値評価をする場合、代表的評価手法としてのDCF法においては、将来フリーキャッシュフローをWACCと呼ばれる資本コストで割り引いて現在価値を計算する。この方法は、多くのコーポレートファイナンスの教科書で採用され、上場企業向けには実務的にも採用されていることが多い。しかし、この方法は、ベンチャーキャピタルやエンジェル投資家では通常そのまま利用することができない。ベンチャー企業のステージによるが、投資家にとっての期待リターンが30%~80%程度になり、通常のDCF理論をそのまま適用することは難しい。なぜそのまま適用できないのだろうかというのが基本的な問題意識である。先行研究としてハーバード大学のSahlman (2006)の研究があり、実務的に十分利用されているが、その論文でも理論的整理がまだ十分でない部分がある。ベンチャー企業の価値評価を考える場合に、通常のDCF法を利用できない問題点を挙げると次のようになる。

- ① ベンチャー企業のリスクは、大きく変化し、通常5ステージからなるとされる。そのステージ毎の投資家にとっての期待リターンは、各ステージからエグジットするまでの全期間の年平均リターンとして利用される。実務的経験値としては、ベンチャーキャピタルの期待リターンは、シードステージ80%程度、スタートアップステージ60%程度、アーリーステージ50%程度、エクспанションステージ40%程度、さらにIPOが可能になると上場直前ステージとしてエグジットステージ30%程度の期待リターンになるといわれる。各ステージでの期待リターンは異なってくる。この期待リターンはどのように決めたらよいのだろうか。
- ② リスクには、事業リスク、成長性に関するリスク、倒産するリスク、経営者の能力に関するリスク、流動性リスク等、多くのリスクがある。それらのリス

クプレミアムがどのように上記期待リターンと関係しているのだろうか。

- ③ 日本では、エンジェル投資家やVCにおいて、投資額の基礎となるベンチャー企業の現在の株式価値を計算する方法として、3年後の予想当期利益の1~2倍という株式価値計算倍率が用いられることがある。この数値の内容は、正しいといえるのだろうか。

現状を確認しよう。ベンチャーキャピタルやエンジェル投資家は、株式投資家なので企業価値はほとんど念頭になく、株式価値しかみない。DCF法或いはDDM法を理解している投資家は、3年後程度の株式価値或いはIPOするときの株式価値を、EBITDA倍率や3年後の当期利益に対し株価倍率を利用して将来株式価値を予想し、それを、最低でも欲しい期待リターンで割り引いて現在株式価値を計算する方法が一般的である。その時の倍率は、将来性があるか、成長するか、競合者が現れないか、優れた技術力があるか、経営者の能力が十分か、等のファクターを考慮して決めることになる。そこから最低でも欲しい期待リターンを資本コストつまり、割引率として利用して現在の投資価値を計算する。ここで倒産リスクを考慮しないことを前提とした企業の収益力と成長性が決める株式価値の計算のための当期利益の収益倍率の論点と、倒産リスクを考慮することを前提としたリスクを見て最低でも欲しい期待リターンを考える論点は、異なる論点であることに注意が必要である。実務的には、個々の企業の倒産確率を考えることを省略して、アーリーステージの倒産確率といったように、ステージで倒産確率を処理してしまう。

このような実務的な方法は、総合的な直観から導き出された方法であり、取引経験者にとっては有用な一つの方法であると考えられる。しかし、その理論的本質を理解しておくことができれば、本質を踏まえて本来の株式価値の計算が可能になる場合もある。特に、本論文では、エンジェル投資家にとっての株式価値の正しい考え方を重視している。それは、日本において多くのエンジェル

投資家を育てることが、社会的に重要な課題であると考えるからである。本論文の研究目的は、本質的な理論を踏まえた簡略化した株式価値計算方法或いは企業価値計算方法を研究し、一般エンジェル投資家はその概念を利用することにより、容易に適切な投資価値を判断できるようにすることである。それができれば、社会的にも理論的にも貢献することになる。

2章 先行研究

ベンチャー企業の株主価値評価方法の先行研究については、Sahlman (2009) “A method for valuing high-risk, long-term investment” が有名で、実務的にもスタンダードな方法として利用されている。まず、言葉の定義が定まっていない分野であるので、言葉の定義と問題意識の前提として、論文のポイントを2章に再整理する。ただし、ここでは、企業価値全体への言及は避け、株式価値のみについて論ずる。

2.1. ベンチャー発展段階の割引率とファイナンスの先行研究

ベンチャー企業には発展段階がある。先行研究として、Harvard 大学の Sahlman と Scherlis ら多くの学者が発展段階を整理している。本論文では、発展段階の分類名称を、日本で普及している名称ということもあり、Scherlis をベースにしている高見・蜂谷 (2001) 論文の分類名称を採用する。各ステージの内容は Sahlman の論文を参考にした。

① シードステージ

資金調達初期段階。起業家のアイデアの探究を支援するために、わずかな投資 (通常5百万円～1億円程度) が行われる。多くの場合、不完全なビジネスプラン、不完全な管理チームであり、基本的な技術が実現可能であるという保証はほとんどない段階。製品技術が確立されている場合、シードマネーは、スタートアップ資金に一般的に必要な経営者人材の募集とビジネスプランの作成に資金を提供するためだけに調達される。シードマネー投資家は、起業家に基本的なビジネスアドバイスや、おそらくオフィス施設を提供することを期待している。シードマネー投資家は、投資するプロジェクトに80%を超える割引率を適用する。

② スタートアップステージ

業務を開始する準備ができている組織に、より重要な資金をコミットする段階。ハイテク企業は、独自の技術を組み込んだプロトタイプの製品を用意する必要がある

状況。専門小売業やエンターテインメントなどの低技術ベンチャーは、優れた管理能力を備えた強力なコンセプトを持つべき状況。スタートアップベンチャーの投資家は、サプライヤー、銀行、潜在顧客にアクセスできるように、経営陣を支援することがある。スタートアップ投資家は、50%から70%の割引率を適用する。

③ アーリーステージ

アーリーステージの会社は継続性があり、実績のある製品、および何種類かの収入がある段階。アーリーステージの資金は、通常、会社の最初の主要なマーケティング活動、販売およびその担当者を雇う資金に使用される。多くの場合、ファンド資金は製品の拡張や製品ラインの拡張にも利用される。アーリーステージの投資家は、ベンチャーの人員数と売上レベルを管理する。生産や販売において問題が発生すると、より積極的に関わるようになり、必要に応じて主要マネージャーを置き換えることもある。アーリーステージのベンチャーに適用される割引率は、通常40%から60%である。

④ エクспанションステージ

資金調達は、通常、積極的な生産、持続可能な販売、および、利益を有する会社の成長を支援するために、運転資本および固定資産のニーズに提供される。初期段階の資金は、ベンチャーの存続可能性を証明することに主に専念していたが、エクспанションステージ以降の資本は、営業費用ではなく資産に支払う可能性が高いため、清算時に回収が容易になり、投資家の全体的なリスクが低下する。エクспанションステージの投資家は、通常、問題解決に積極的に関与することは期待していない。彼らは、一般的にビジネスプランと比較して、パフォーマンスを監視する。エクспанションステージ投資の割引率は30%から50%である。

⑤ エグジットステージ (ブリッジステージ)

ブリッジ・ファイナンスは、企業を新規株式公開 (IPO) まで運ぶことを目的としている。一般的にブリッジ後1年以内に IPO が期待される。ブリッジ投資家は、継続的な資本ニーズを満たすための資金を提供する。一部は IPO で売却することを期待している場合がある。また、ブリッジ投資家は、アーリーステージの投資家から株式を購入するために、ファンド資金を利用する場合もある。ブリッジ投資家は、通常パッシブ投資家で、割引率は20%から35%である。

2.2. 株式価値と新規発行株数計算と株価の計算方法について

ここで、Sahlman の VC における出資比率、新規発行

株式数、株価の計算に関する Basic Method のポイントを整理して紹介する。まず、前提となる基本定義式を示す。

$$\text{発行後全体株式数} = \text{既存株式数} + \text{新規発行株式数}$$

$$\text{出資比率} = \frac{\text{新規発行株式数}}{\text{発行後全体株式数}}$$

$$\text{新規発行株式数} = \text{発行後全体株式数} \times \text{出資比率}$$

$$\text{発行後全体株式数} = \text{既発行株式数} + \text{新規発行株式数}$$

出資に関する数値には、投資額、将来企業価値、期待リターン、新規発行株式数、出資比率、発行後全体株式数、株価、がある。これらの数値は相互に関連しており、計算の順番があることに注意する必要がある。

まずここでは、資金調達が1回だけと仮定する。最初の段階でわかっている数値は、既発行株式数である。次に考える必要があるのは投資額と将来株式価値と期待リターンの3つの数値である。期待リターンは独立して決定できるが、厳密に考えれば、投資額が決まらなければ将来当期利益は決まらず、将来当期利益の見通しがなければ投資額が決まらないというトートロジーの問題を含む。しかし、実務的には3つの数値を試行錯誤しながら同時に決めなければならない。投資額と将来当期利益と期待リターンが決まれば、出資比率を計算できて、新規発行株式数と発行時点の一株当たり株価を決めることができる。通常の場合の計算の順番は次のようになる。

- ① 既発行株式数の確認
- ② 将来予想株式時価総額を計算するための予想将来当期利益の予想株価倍率を検討して決定
- ③ 将来株式時価総額の計算
- ④ 投資段階を判断しリスクを踏まえた期待リターンの決定
- ⑤ 現在株式価値の計算
- ⑥ ベンチャー企業の資金計画より、必要資金調達額（投資額）の時期と金額の決定
- ⑦ 現在株式価値と投資額と既発行株式から投資時点の株価を計算
- ⑧ 投資額の期待将来価値の計算
- ⑨ 出資比率の計算
- ⑩ 取得新規株式数の計算
- ⑪ 取得後全体発行株式数の計算

理解のための計算事例を次のように仮定する。

- ・投資対象ベンチャー企業：Micro Electronics Enterprises (ME社) とする。
- ・現在既発行株式数：1,000,000株

- ・5年後のME社予想当期利益：2.5億円
- ・5年後の予想PERの決定：15倍
- ・5年後の株式価値：37.5億円
- ・投資家の5年間の年平均期待リターン：年率50%
- ・新規資金調達額（投資額）：1回で3.5億円調達
- ・投資期間：5年
- ・新株発行は今回のみで今後予定なしと仮定する。（Dilutionなしのケース）

上記事例を利用すると、5年後の株式価値は、5年後予想当期利益に倍率をかけて

$$2.5 \times 15 = 37.5 \text{億円}$$

と求める。期待リターンは50%なので、現在の株式価値は次のように求まる。

$$\begin{aligned} \text{現在株式価値} &= \frac{\text{5年後株主価値}}{\text{割引率}} = \frac{37.5 \text{億円}}{(1+50\%)^5} \\ &= 4.9 \text{億円} \end{aligned}$$

新規発行時にかかわる株価については、資金計画から新規資金調達額（投資額）が決まっていれば、既存株主部分の株価に注目し、現在株式価値から投資額を引き、既存株主の持ち分としての既存株主価値を求め、それを既存株式数で除して求めることができる。

$$\text{株価} = \frac{\text{既存株主価値}}{\text{既存発行株数}} = \frac{(4.9 - 3.5) \text{億円}}{1000000 \text{株}} = 143.8 \text{円}$$

次に投資家に何株渡せば良いかという問題になる。すなわち投資家が必要な出資比率を求めるプロセスである。出資比率の計算は以下のようなになる。まず予想将来当期利益から将来株式価値を計算する。次に投資家にとっての期待リターンを利用して投資額についての将来の株式価値を計算し、その比率から必要出資比率を計算する。或いは、期待リターンを利用して、現在株式価値を計算し、投資額との比率を求めて、出資比率を計算することもできる。

$$\begin{aligned} \text{必要出資比率} &= \frac{\text{投資家にとっての必要将来株式価値}}{\text{将来株式価値}} \\ &= \frac{(1 + \text{IRR})^{\text{years}} \times \text{投資額}}{\text{将来株式価値}} \\ &= \frac{(1 + \text{IRR})^{\text{years}} \times \text{投資額}}{\text{PER} \times \text{将来当期利益}} \\ &= \frac{\text{投資額}}{\text{将来株式価値} / (1 + \text{IRR})^{\text{years}}} \end{aligned}$$

ME社の計算事例で再確認する。

$$\begin{aligned} \text{投資家にとっての必要将来価値} &= \\ &= (1 + 0.5)^5 \times 3.5 \text{億円} = 26.6 \text{億円} \\ \text{株式の将来価値} &= \text{PER} \times \text{5年後PER} = \end{aligned}$$

$$15 \times 2.5 \text{億円} = 37.5 \text{億円}$$

$$\text{株式現在価値} = 37.5 / (1 + 0.5)^5 = 4.9 \text{億円}$$

$$\text{必要出資比率} = 26.6 \div 37.5 = 70.9\%$$

ME社への投資家にとって、期待リターンが50%で、3.5億円を投資する場合の出資比率は、5年後に、企業価値37.5億円のうちの26.6億円を獲得する必要があるため、必要出資比率70.9%が必要になることがわかる。この出資比率計算段階では、株価及び新規発行株式数は利用していないことに注意。

次に既発行株式数と投資額と現在株式価値が既知の場合の、新規発行株式数を求める方法を考える。この計算のためには、現在株式価値が必要になる。

$$\text{新規発行株式数} = \frac{\text{投資額}}{\text{現在株式価値} - \text{投資額}} \times \text{既発行株式数}$$

$$\frac{\text{投資額}}{\text{現在株式価値}} = \text{必要出資比率}$$

$$\frac{\text{投資額}}{\text{現在株式価値} - \text{投資額}} = \frac{\text{必要出資比率}}{1 - \text{必要出資比率}}$$

であるので、出資比率が分かれば、新規発行株式数を次の式でも求められる。

$$\text{新規発行株式数} = \frac{\text{出資比率}}{1 - \text{出資比率}} \times \text{既発行株式数}$$

ME社の事例で確認すると、既発行株式数1,000,000株であるので、株式現在価値4.9382億円を前提にして3.5億円投資する場合の新規発行株式数とその後の全体発行株式数は、

$$\text{新規発行株式数} = \frac{3.5}{4.9382 - 3.5} \times 1,000,000 = 2,433,476 \text{株}$$

この新規発行株式数がわかれば、株価は、次のように投資額を新規発行株式数で割ることによってでも求められる。

$$\text{株価} = \frac{\text{新規投資額}}{\text{新規発行株式数}} = \frac{3.5 \text{億円}}{2,433,476 \text{株}} = 143.8 \text{円}$$

全体発行株式数が分かれば次の関係式でも株価が計算できる。

$$\text{株価} = \frac{\text{株主価値現在価値}}{\text{全体発行株式数}} = \frac{37.5 \div (1 + 0.5)^5 \text{億円}}{3,433,476 \text{株}}$$

$$= \frac{4.9382 \text{億円}}{3,433,476 \text{株}} = 143.8 \text{円}$$

以上が一連の計算例であるが、状況により、どのパラメータ数値が先に決まるかはケースバイケースであり、関連の数式を利用して必要なパラメータ数値を計算していくことになる。

2.3. ポストマネバリューとプレマネバリューの概念と計算式

投資家にとっての出資比率の議論は、投資期間の最終時点の株式価値をベースに考えるが、それは、同時に、新規発行時点での株式価値を考えることになる。その際の重要な概念は、プレマネバリューとポストマネバリューである。プレマネバリューとポストマネバリューの定義は次のようになる。

$$\text{ポストマネバリュー} = \text{現在株式価値}$$

$$\text{プレマネバリュー} = \text{新規投資時の株価} \times \text{既発行株式数}$$

$$\text{ポストマネバリュー} = \frac{\text{将来株式価値}}{(1 + \text{IRR})^{\text{years}}}$$

$$\text{ポストマネバリュー} = \text{プレマネバリュー} + \text{新規投資額}$$

ポストマネバリューを先に求めた場合には、プレマネバリューは次の式で求まる。

$$\text{プレマネバリュー} = \text{ポストマネバリュー} - \text{新規投資額}$$

したがって、ME社の事例では次のようになる。

$$\text{プレマネバリュー} = 143.8 \text{円} \times 1,000,000 \text{株} = 1.438 \text{億円}$$

$$\text{ポストマネバリュー} = 1.438 \text{億円} + 3.5 \text{億円} = 4.938 \text{億円}$$

$$\text{ポストマネバリュー} = \frac{37.5}{(1 + 50\%)^5} = 4.938 \text{億円}$$

株価からポストマネバリュー・プレマネバリューをみれば次の関係がある。

$$\text{ポストマネバリュー} = \text{新株発行時株価} \times \text{最終総株数}$$

$$\text{プレマネバリュー} = \text{新株発行時株価} \times \text{既発行株数}$$

2.4. 複数回資金調達計画の場合の投資時点出資比率の計算方法

前述のME社のケースは、投資期間5年の1回だけ資金調達をする場合の計算例であった。実際には、複数回に分割して資金調達を行うことが多い。それは、企業の成長に従って資金調達していくのが自然であり、それは、ベンチャー経営者にとって、ある程度成功してきた後の増資においては、株価が高く評価されるので、発行する株式数が少なくて済むからである。

投資家からみれば、成功する度合いに応じて投資をすることにより、投資リスクを減少させることができるという側面がある一方、リスクが小さい分だけ期待リターンも小さくなる。ただし、経営者以上に事業リスクが小

さいことを評価できる投資家がいたとすれば、その投資家にとっては、成功する前に投資をしたほうが有利になる。通常複数回資金調達、創業経営者のメリットから利用される。さて、このような場合、ポイントは、出資比率の計算をどのように行えば良いかということである。Sahlman の論文に計算方法が紹介されているので、そのポイントを整理する。

資金調達3.5億円を、分割して調達する例を考える。投資期間全体を5年と仮定して、現在に1.5億円を調達し、2年後に1億円、4年後に1億円調達すると仮定する。5年後株式時価総額の計算に利用するPERを15倍とする。また、当初投資の期待リターンは50%、2年後投資の期待リターンは40%、4年後投資の期待リターンは25%と仮定する。この3回の出資時の出資比率と株価の計算方法を確認する。

第一段階として、以下の計算により、最終時点の株式価値に対する投資の価値として、最終時点での出資比率を計算する。

$$\begin{aligned} \text{出資比率(0)} &= \frac{\text{投資額の将来価値}}{\text{5年後株式時価総額}} = \frac{1.5^5 \times 1.5}{15 \times 2.5} \\ &= 30.4\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{出資比率(2)} &= \frac{\text{投資額の将来価値}}{\text{5年後株式時価総額}} = \frac{1.40^3 \times 1.0}{15 \times 2.5} \\ &= 7.3\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{出資比率(4)} &= \frac{\text{投資額の将来価値}}{\text{5年後株式時価総額}} = \frac{1.25^1 \times 1.0}{15 \times 2.5} \\ &= 3.3\% \end{aligned}$$

すなわち、将来予想PER15倍と仮定すれば、VCの出資比率は合計41%になる。この場合には、創業者の株式比率は最終的に59%になる。従って、創業者にとって満足のいく増資ということになる。しかし、いつも将来予想PERが15倍に評価されるとは限らない。もし、経営者の能力やビジネスモデルの評価が低く、将来予想PERが10倍だったとすれば、下記のようになる。

$$\begin{aligned} \text{出資比率(0)} &= \frac{\text{投資額の将来価値}}{\text{5年後株式時価総額}} = \frac{1.5^5 \times 1.5}{10 \times 2.5} \\ &= 45.6\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{出資比率(2)} &= \frac{\text{投資額の将来価値}}{\text{5年後株式時価総額}} \\ &= \frac{1.40^3 \times 1.0}{10 \times 2.5} = 11.0\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{出資比率(4)} &= \frac{\text{投資額の将来価値}}{\text{5年後株式時価総額}} \\ &= \frac{1.25^1 \times 1.0}{10 \times 2.5} = 5.0\% \end{aligned}$$

上記のPER10倍の評価の場合、創業経営者が資金計画を変えなければ、VCの出資比率が最終的に61.6%になり、創業経営社の出資比率が38.4%になってしまう。おそらく、PERが10倍にしか評価されないことがわかれば、創業者は、資金計画全体を見直すことになる。

次に、この3分割出資の例で、最終時点出資比率が計算できているときの、各投資時点の必要出資比率の計算と、発行時株価の計算をする必要がある。これは多少難しいプロセスになる。それは、前述1回投資の場合の出資比率は、最終時点での出資比率であり簡単に求められるが、複数回投資する時点の出資比率は、最終時点出資比率を投資時点出資比率に換算しなければならないからである。ここで、投資時点のリテンション率という概念を導入する。なお、APPENDIX3にリテンション率の計算プロセスの解説を記載した。

リテンション率(投資時点) =

$$1 - \text{その後の投資の最終時点出資比率の合計}$$

このリテンション率を利用すると、最終時点出資比率と投資時点の出資比率の関係を求めることができる。投資時点出資比率にリテンション率を掛ければ最終時点出資比率と一致するはずであるので、

$$\begin{aligned} \text{投資時点出資比率} \times \text{リテンション率(投資時点)} \\ = \text{最終時点出資比率} \end{aligned}$$

この関係式から、もう一つのリテンション率の定義式を得る。

$$\text{リテンション率(投資時点)} = \frac{\text{最終時点出資比率}}{\text{投資時点出資比率}}$$

従って、次の式で、投資時点の出資比率を求めることができる。

$$\text{投資時点出資比率} = \frac{\text{最終時点出資比率}}{\text{リテンション率(投資時点)}}$$

例えばME社の例では、

$$\text{リテンション率(0)} = 1 - 7.3\% - 3.3\% = 89.4\%$$

$$\text{リテンション率(2)} = 1 - 3.3\% = 96.7\%$$

最終時点出資比率情報とリテンション率を利用すると、投資時点の出資比率を計算することができる。その関係式は以下の通り。

$$\text{投資時点出資比率(0)} = \frac{30.4\%}{0.894} = 34.0\%$$

$$\text{投資時点出資比率(2)} = \frac{7.3\%}{0.967} = 7.6\%$$

$$\text{投資時点出資比率(4)} = \frac{3.3\%}{100\%} = 3.3\%$$

投資時点の出資比率がわかれば、新規発行株式数を計算できる。

$$\text{新規発行株数} = \frac{34\%}{1-34\%} \times 1,000,000 = 515,055 \text{株}$$

$$\text{新規発行株数} = \frac{7.6\%}{1-7.6\%} \times 1,515,055 = 124,077 \text{株}$$

$$\text{新規発行株数} = \frac{3.3\%}{1-3.3\%} \times 1,639,131 = 56,522 \text{株}$$

次のステップとして、投資時点の新規発行株式数が変わったので、投資時点の株価が計算できる。

$$\text{株価(0)} = \frac{\text{新規投資額}}{\text{新規発行株数}} = \frac{1.5 \text{億円}}{515,055 \text{株}} = 2.91 \text{万円}$$

$$\text{株価(1)} = \frac{\text{新規投資額}}{\text{新規発行株数}} = \frac{1.0 \text{億円}}{124,077 \text{株}} = 8.06 \text{万円}$$

$$\text{株価(2)} = \frac{\text{新規投資額}}{\text{新規発行株数}} = \frac{1.0 \text{億円}}{56,522 \text{株}} = 17.69 \text{万円}$$

以上が複数回数資金調達の際の、最終出資比率、リテンション率、投資時点出資比率、新規発行株式数、投資時点株価の計算プロセスになる。

なお、株価をポストマネバリュから求めると、次のようになる。

$$\begin{aligned} \text{株価(0)} &= \frac{\text{ポストマネバリュ} \times \text{リテンション率}}{\text{投資時点総発行株数}} \\ &= \frac{4.938 \text{億円} \times 0.894}{1,515,055 \text{株}} = 2.91 \text{万円} \end{aligned}$$

つまり、ポストマネバリュには、今後の出資（投資）による分も含まれてしまうために、リテンション率を乗ずる必要がある。

2.5. 期待リターンの計算方法としてのシカゴ方式の確認

Sahlman (2009) の先行研究においても、まだ解決がつかないのは、期待リターンの求め方であった。一部実務家は自分たちの方法を開発していた。その代表的手法が、ファーストシカゴのベンチャーキャピタルグループで開発された方法である。この方法は、期待リターンともう一つのファクターとして、実現可能性確率を導入する方法である。この方法は、「期待リターンは高いが実現性が低い」という現実に存在するケースも表現できる。その方法は、予想キャッシュフローを求める方法として、3つの可能なシナリオを作成し、そのそれぞれに確率を付与して平均を求める方法である。各シナリオは、その知覚される確率に従って重み付けされる。この

方法の概要をここで確認する。

事例として、150万ドルを投資する第1ラウンドベンチャーキャピタリストの観点から、マイクロエレクトロニクス企業の例を検討する。投資は13%配当優先株式の形で行われると仮定する。

成功シナリオ (IPO) : これは、典型的な最も大きい成功シナリオである。このシナリオでは、VCは4年間13%の配当金を徴収し、5年目にIPOのシェアを獲得する。最終的な所有権の割合はどのように求められるのかまだ分からないので、5年目のキャッシュフローは数式として明記する必要がある。

$$5 \text{年目のキャッシュフロー} = (\text{合計配当金}) + ((\text{最終所有}\%) \times (\text{ターミナルバリュ}))$$

IPO および最終価値に基づく配当金は現在見積もることができるが、最終的な所有権は変数として残す必要がある。所有割合は後で解決する。

メインシナリオ : メインシナリオの場合、当社は3年間配当を支払うに十分な収益性で生き残り、その後4年間の定額償還が始まり、VCは13%の収益率を生み出す。このシナリオの可能性が高いことを考えると、VCはIPOが存在しなくてもリターンが実現するように投資を構造化することが重要である。

失敗シナリオ (清算) : このシナリオでのキャッシュフローは、資金調達の期待される用途に応じて大きく変動する。資本金全体を給与として支払うサービスベンチャーについては、清算時に残存現金以外回収することはできない。資本を運転資本に利用する小売ベンチャーの場合、投資元本の多くは回収可能でなければならない。ME社の場合、当社は最終年度末に予想配当金の半分を支払い、投資した現金の20%は清算時に回収すると仮定する。

この上記3つのシナリオが配置されると、それぞれの確率が決定されなければならない。もちろん、この作業は完全に自信を持って行うこともできない。しかしVCは、成功と失敗の確率を割り当てることができる。例えば、ME社の例で、ベンチャーキャピタル投資の典型として、確率は25%/50%/25%と仮定する。

$$X = 25\% \times (\text{最終所有}\%) \times (\text{成功シナリオターミナルバリュ}) + 50\% \times (\text{所有}\%) \times (\text{メインシナ}$$

リオターミナルバリュー) + 25% × (最終所有%)
 × (失敗シナリオターミナルバリュー)

上記の加重平均キャッシュフロー X は、平均的予想キャッシュフローを表している。事例では、VC は、予想ポートフォリオ平均割引率は28%になる。したがって、事例では28%で予想キャッシュフローを割り引く。Sahlman (2009) は、シカゴ方式で実際の VC が思っている確率を利用して求めた数値は、市場で利用されている割引率より小さい傾向があると指摘している。その理由は、業界として、投資家に有利にしておくことが重要であるからではないかと説明している。

3章 ベンチャーキャピタルの期待リターンの構造についての理論的考察

3.1. 理論的構造の検討

各ステージにおけるベンチャーキャピタリストの期待リターン(割引率)は非常に高い。これはなぜこのように高いかということがベンチャーキャピタル論における重要な論点である。例えば、Shalman は次のようにリスクプレミアム要素を列挙している。

- ① ベースレート：国債金利
- ② システマティック・リスク・プレミアム：市場の株式市場に対するシステマティックな不確実性度合が大きいことは推察できる。
- ③ 流動性リスクプレミアム：非上場株式であるので、流動性リスクプレミアムとして10%程度見込む必要がある。
- ④ 付加価値：VC が経営者支援をしたり、ネットワークを提供したりするアクティブ型投資家である。

しかし、Shalman は、結果的に上記の要因では現実の期待リターンを十分説明できないとし、調整数値を導入している。

ここで、Shalman 論文で導入されている調整数値の内容を、改めてベンチャーキャピタルの期待リターンの構造として考察することにしたい。Merton (1974) “On the Pricing of Corporate Debt” の企業価値の倒産に関する構造モデルの論文に示されているように、倒産事象は、負債がない場合も含めて、企業価値が0を下回る現象として考えることができる。

このことから筆者は、Sahlman が調整係数で対処している内容は、信用リスクであると考えれば、すべてを理

論的に解釈できると考える。当期利益が赤字になれば、将来キャッシュフローはマイナスの価値になり、企業価値がマイナスになり倒産である。負債の信用リスクと同様に、倒産確率が信用リスクを補完する期待リスクプレミアムとなる。さらに倒産リスク以外のリスクから発生するリスクプレミアムも考えておかなければならない。それは、事業リスクや経営者リスクや財務リスクであり、営業利益の不確実性である。それは通常のハイリスク企業に要求される期待リターンと同様のものである。

ここで、信用リスク以外のすべてのリスクを統合して事業リスクと称することにする。事業リスクプレミアムは、信用リスクプレミアムとは別のものと考えことにする。これは、社債及び優先株の期待リターン及び信用リスクプレミアムに関する Duffie-Singleton (2003) の理論的枠組みと同じであるので、基本的概念としてその理論を利用する。式で表すと次のようになる。

期待リターン = 無リスク金利 + 事業リスクのリスクプレミアム + 信用リスクプレミアム

ここでは、Duffie-Singleton の理論的枠組みを基本アイデアとして、その信用リスクプレミアムの決定構造を簡単に表現する方法を検討したい。具体的には次のような信用リスクに関する無裁定状況プロセスを考える。例えば1年間倒産確率20%、倒産を考えないときの期待リターン(=無リスク金利+事業リスクプレミアム)が10%の企業が10社あると仮定する。

倒産を考えないときの事業リスクプレミアムをCAPM 理論のベータ値で考えるとすると、次のように表現できる。

$$\text{事業リスクプレミアム} = \beta(r_M - r_f)$$

但し、

r_M : 市場ポートフォリオ

期待リターン

r_f : 無リスク金利

投資家は、その10社へポートフォリオ投資すれば、2社倒産するので、8社のリターンでカバーしなければならない。このとき、8社の期待リターンはリスク補完として、

$$\begin{aligned} & 10 \times (1 + \text{期待リターン}) \\ & = 10 \times (1 - \text{倒産確率}) \times (1 + \text{期待リターン} + \text{信用} \\ & \quad \text{リスクプレミアム}) \end{aligned}$$

とならなければならない。したがって次の関係式を得る。

$$\text{信用リスクプレミアム} = \text{倒産確率} / (1 - \text{倒産確率}) \\ \times (1 + \text{期待リターン})$$

上記例の数値を当てはめると

$$\text{リスクプレミアム} = 20\% / (1 - 20\%) \times (1 + 10\%) \\ = 27.5\%$$

このプロセスを整理すると、1年間倒産確率をP、期待リターンをE(r)、信用リスクプレミアムをCRPとすれば、次の式を得る。

$$\text{CRP} = \frac{P}{(1-P)} \times (1+r)$$

この式が倒産リスクを補完する信用リスクプレミアムを求める式である。

したがって、期待リターンE(r)を表現する式は、無リスク金利 r_f と事業リスクプレミアム $\beta(r_M - r_f)$ と信用リスクプレミアムCRPの合計であるので、

$$E(r) = r_f + \beta(r_M - r_f) + \text{CRP}$$

$$E(r) = r_f + \beta(r_M - r_f) + \frac{P}{(1-P)} \times (1+r)$$

例えば、無リスク金利+事業リスクプレミアム=10%、倒産確率40%、信用リスクプレミアム=32.5%とすると、期待リターンは、62.5%となる。

3.2. 信用リスクプレミアムの実証分析

理論式を基に、(無リスク金利+事業リスクプレミアム)の数値と倒産確率の数値を縦横にして、信用リスクプレミアムと期待リターンを求める表を作成すると下表のようになる。

信用リスクプレミアム		倒産確率					
		0%	10%	20%	30%	40%	50%
無倒産仮定 期待リターン	10%	0.0%	12.2%	27.5%	47.1%	73.3%	110.0%
	20%	0.0%	13.3%	30.0%	51.4%	80.0%	120.0%
	30%	0.0%	14.4%	32.5%	55.7%	86.7%	130.0%
	40%	0.0%	15.6%	35.0%	60.0%	93.3%	140.0%
	50%	0.0%	16.7%	37.5%	64.3%	100.0%	150.0%

合計期待リターン		倒産確率					
		0%	10%	20%	30%	40%	50%
無倒産仮定 期待リターン	10%	10.0%	22.2%	37.5%	57.1%	83.3%	120.0%
	20%	20.0%	33.3%	50.0%	71.4%	100.0%	140.0%
	30%	30.0%	44.4%	62.5%	85.7%	116.7%	160.0%
	40%	40.0%	55.6%	75.0%	100.0%	133.3%	180.0%
	50%	50.0%	66.7%	87.5%	114.3%	150.0%	200.0%

この表からわかることは、1章で述べた、「ベンチャーキャピタルの期待リターンが、シードステージ80%程度、スタートアップステージ60%程度、アーリーステージ50%程度、エクспанションステージ40%程度、エグジットステージ30%程度の期待リターンになる」といわれるという5段階の数値は、倒産確率の5段階の数値40%、30%、20%、10%、0%にほぼ該当することがわかる。つまり、倒産確率で表現すれば、シードステージ倒産確率40%程度、スタートアップステージ倒産確率30%程度、アーリーステージ倒産確率20%程度、エクспанションステージ倒産確率10%程度、エグジットステージ倒産確率0%程度に該当するということができる。これにより期待リターンを倒産確率から表現できることが確認できた。シカゴ方式は、シナリオを決めて、そのシナリオの付与確率を考えることで現実を説明するが、信用リスクを導入する方法がより簡単に本質を理解できると思われる。

3.3. 予想将来当期利益による現在株式価値株価倍率実証分析

上記のように、将来株式価値と期待リターンを求めて現在株式価値を求めるプロセスが理論的に正しい考え方であるが、日本のVCの資本政策の実務的計算においては、簡便法として、期待リターンと将来株式価値を求めないで、将来当期利益を用いた現在株式価値計算のための株価倍率を導入して、現在株式価値を計算する方法がとられることがある。ここで、予想将来当期利益による現在株式価値株価倍率の理論的内容を検討する。

実務的に、「5年後の予想当期利益に、株価倍率1~2倍」といわれる数値はどのように計算されるかを考える。

まず現在の株式価値を確認する。前述の事例を利用する。

$$\begin{aligned} \text{現在の株式価値} &= \frac{\text{5年後株主価値}}{\text{割引率}} = \frac{37.5\text{億円}}{(1+50\%)^5} \\ &= 4.9\text{億円} \end{aligned}$$

期待リターンから、株価と全体発行株数がきまると、予想当期利益から予想当期利益倍率が計算できる。例えば、次のように計算すると、2倍程度になることがわかる。

$$\begin{aligned} \text{株価倍率} &= \frac{\text{全体発行株数} \times \text{株価}}{\text{予想当期利益}} = \frac{\text{株式価値の現在価値}}{\text{予想当期利益}} \\ &= \frac{4.9\text{億円}}{2.5\text{億円}} = 2.0 \end{aligned}$$

結果的に、これは次のように計算できる。

$$\begin{aligned} \text{株価倍率} &= \frac{\text{株式価値の現在価値}}{\text{予想当期利益}} \\ &= \frac{\text{将来当期利益による将来株式価値の株価倍率}}{(1+IRR)^{\text{years}}} \\ &= \frac{15}{(1+50\%)^5} = 2.0 \end{aligned}$$

上記を一般化して表現すると、

将来当期利益による現在株式価値のための株価倍率=

$$\begin{aligned} \frac{\text{現在株式価値}}{\text{将来当期利益}} &= \frac{\text{将来株式価値}}{\text{将来当期利益}} \times \frac{1}{(1+IRR)^{\text{years}}} \\ &= \frac{\text{将来当期利益による将来株式価値の株価倍率}}{(1+IRR)^{\text{years}}} \end{aligned}$$

ポストマネバリューを利用すると次のようにも書ける。

将来当期利益による現在株式価値のための株価倍率

$$= \frac{\text{ポストマネバリュー}}{\text{予想当期利益}} = \frac{4.9\text{億円}}{2.5\text{億円}} = 2.0$$

従って、日本で簡便的に利用される予想将来当期利益による現在株式価値株価倍率が、それほど間違った数値ではないことが分かった。

4章 資本政策の計算ツールの作成

4.1. 資本政策の必要性

創業者にとって、資金計画により増資の必要性があっても、経営権の保持という観点からは出資比率を51%以上確保しておきたいというニーズがある。特に、ステージ毎に新たに資金調達をしていくケースを考えると、ダイリューションの問題を考える必要がある。ダイリューションとは、他人の新規出資により自分の出資比率が低下することをいう。VCにとっても、将来経営権を取得

したいという場合には出資比率戦略は重要である。

3章までの考察で、VCにとって、将来株式価値と期待リターンを前提にした投資額と新規発行株式数と投資時点株価を計算できるようになった。しかし、将来株式価値については、予想将来当期利益とその株価倍率によって決まってくるので、市場の評価の不確実性の高い数値である。少なくとも予想将来当期利益の合意を得て、次に株価倍率の合意を得る手順になると考えられる。したがって、これらの数値について複数のシナリオを考える必要があり、各ファクターの数値の変化がお互いどのように影響しあうかを知っておくことが必要になる。そのためには試算表を作成する必要がある。

4.2. Sahlman 方式と日本式の資本政策計算の融合した資本政策試算表の作成

Appendix1にあるように、Sahlman 方式資本政策計算は、資金計画があり、必要資金調達額の計算と既存の株式数の確認が第一歩である。その資金調達額は投資額になる。その次は期待リターンと将来株式価値の計算である。最後に、新規発行株式数、株価などの項目も計算できるようになる。

一方日本の実務界の通常資本政策の計算表は、ストックオプションの計算ができるように潜在株式数の計算ができるようになっている。この二つの要素を満たす資本政策試算表を作成した。その資本政策試算表のサンプルは、Appendix2を参照のこと。

このサンプルは、仮定として、3年間投資、3年後当期利益から現在株式価値を計算、増資を3回に分けて行うこと、3年後にエグジットすることを仮定している。なお、全体作業を紹介すると、この資本政策試算表のデータは、予想損益計算書、予想貸借対照表、予想キャッシュフロー計算書、資金計画表から構成される別の計算シートから自動的に作成される。したがって、重要なことは、予想損益計算書と資金計画表と予想貸借対照表、予想キャッシュフロー計算書による将来5年間にわたる事業計画と資金計画であり、その結果として、資本政策としては、株式での資金調達としての第三者割当の計画の妥当性が計算される。それにより、創業経営者の株主持ち分がどのように変化するかを確認することができる。

5章 まとめ

本論文は、まず、2章において、先行研究のSahlmanの論文を参考にして、ベンチャー企業へ投資をするエン

ジェル投資家と VC の立場から、高い期待リターンがなぜ要求されるのか、それは経済合理性からみて妥当なのかを理論的に整理した。なお Sahlman の論文のポイントとなる複数回資金調達をする場合のリテンション率の数式を確認した。それらを基礎として、3章において Sahlman が言及しなかった信用リスクについて分析を行った。その結果、信用リスクの概念を導入することにより、実務的なアーリーステージの期待リターン80%程度の意味を理解することができるようになった。また、実務で利用される、将来当期利益を現在株式価値に換算する係数1～2倍の意味を理解した。結論的には、実務的な取引慣行は、経済合理性からみて妥当な範囲であることが理論的に解明できた。

最後に4章で、得られた知見を統合して、資本政策試算表を作成し、事業計画と資金計画と資本政策を統合的に分析できるツールを作成した。エンジェル投資家及び VC、並びに創業経営者が、このツールを使うことにより、投資或いは資金調達を従来以上に容易にすることができるようになるのではないかと考えている。まだ詳細の使い勝手については工夫が必要であると思われるので、このツールを実務的に利用しやすいようにレベルアップして、実務で利用できるツールとすることが今後の課題である。

資：現状と展望」証券アナリストジャーナル2000年4月号

参考文献

- ・ Copeland Tom, Tim Koller, Jack Murrin, McKinsey & Company Inc. “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”, 3rd Edition
- ・ Lin Timothy H. and Richard L. Smith (1998),” Inside Reputation and Selling Decision: The Unwinding of Venture Capital Investing during Equity IPOs”, Journal of Corporate Finance, Vol.4, pp241-263.
- ・ Sahlman, William A., and Daniel R Scherlis. “A Method For Valuing High-Risk, Long-Term Investments: The "Venture Capital Method". Harvard Business School Background Note 288-006, July 1987. (Revised October 2009.)
- ・ Tirole Jean (2006),” The Theory of Corporate Finance”, Princeton University Press
- ・ 高見茂雄, 蜂谷豊彦「ベンチャー企業の企業価値評価」, 富山大学紀要. 富大経済論集 48(1), 131-152, 2002-07
- ・ 中嶋啓浩, 浅井重子「日本のベンチャーキャピタル・ファンドのパフォーマンス特性」証券アナリストジャーナル2000年4月号
- ・ マイケル・J・コーバー「プライベート・エクイティ投

Apendix1

Example of Sahlman Basic Method

		Year 0	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5
1	Revenue Growth		150%	100%	100%	60%	60%
	Rate Revenues	500,000	1,250,000	2,500,000	5,000,000	8,000,000	12,800,000
	Net Income Percent	-50%	-5%	10%	15%	17%	19.50%
	Net Income Interest	-250,000	-62,500	250,000	750,000	1,360,000	2,500,000
	(A/T) @ 7.9%	0	0	0	0	0	0
	EBIAT	-250,000	-62,500	250,000	750,000	1,360,000	2,500,000
2	Working Capital @ 20.0%	100,000	250,000	500,000	1,000,000	1,600,000	2,560,000
	Fixed Assets @ 40.0%	200,000	500,000	1,000,000	2,000,000	3,200,000	5,120,000
	Free Cash Flow (資金不足)	-550,000	-512,500	-500,000	-750,000	-440,000	-380,000
	Cum. External Finc. Need (資金不足累計額)	550,000	1,062,500	1,562,500	2,312,500	2,752,500	3,132,500
3	Debt Issues (負債調達額)	0	0	0	0	0	0
	Equity Issues (資本調達額)	1,500,000	0	1,000,000	0	1,000,000	0
	Debt Outstanding (借入残高額)	0	0	0	0	0	0
	Equity Outstanding (資本残高額)	1,500,000	1,500,000	2,500,000	2,500,000	3,500,000	3,500,000
4	Cash balance (最終現金)	950,000	437,500	937,500	187,500	747,500	367,500
5	Final %Ownership Allocated for Management						
6	Assume: Longterm IRR Requested Each Round By Investors	50%	45%	40%	30%	25%	20%
7	Implied IRR in Each Round ,Looking Forward						
	1期間フォワード	71.8%	61.1%	62.4%	35.2%	25%	
8	Final %Ownership Required by investors at terminal PER (最終時点出資比率内訳)						
	investment 1.5			investment 1		investment 1	
	company terminal income 2.5						
	PERシナリオ 10	45.6%		11.0%		5.0%	61.5%
	15	30.4%		7.3%		3.3%	41.0%
9	Eventual Retention(進捗度) %Faced by an Investor in Each year						
	PERシナリオ 10	84.0%		95.0%		100.0%	
	15	89.3%		96.7%		100.0%	
10	Current (at Financing)%Ownership Required (出資時点必要出資比率)						
	PERシナリオ 10	54.2%		11.6%		5.0%	
	15	34.0%		7.6%		3.3%	
11	Shares to issue, if Pre-Financing Shares =1000,000 (新規発行株数)						
	PERシナリオ 10	1,184,626		285,376		130,000	1,600,003
	15	515,055		124,077		56,522	695,653
12	Cumulative Shares Outstanding (累積発行株式数)						
	当初発行株式数	1,000,000					
	PERシナリオ 10	2,184,626		2,470,002		2,600,003	2,600,003
	15	1,515,055		1,639,131		1,695,653	1,695,653
13	Price per Share (株価推移)						
	PERシナリオ 10	1.27		3.50		7.69	9.62
	15	2.91		8.06		17.69	22.12
14	Implied valuation (post money)						
	PERシナリオ 10	2,766,222		8,655,248		20,000,000	25,000,000
	15	4,412,313		13,210,641		30,000,000	37,500,000

Apendix2

資本政策試算表						
		パラメータ	前期末（現在）	1年後	2年後	3年後
エグジットまでの投資期間	3年	3				
当期利益			-1,000	-5,315	685	5,640
3年後当期利益による株式価値倍率	優良企業は15倍、平均10倍、不調企業は5倍	15				15
3年後将来株式価値						84,600
各年のフォワード期待リターン	3年間のフォワード期待リターンを70%、50%、30%とする。			70%	50%	30%
残存期間平均期待リターン				49%	40%	30%
3年後当期利益による株式価値倍率			5	8	12	15
現在株式価値＝ポストマネバリュウ			25,520	43,385	65,077	84,600
プレマネバリュウ				33,385	55,077	79,600
想定株価（円）	単位は円		10	24	36	44
ポストマネバリュウからの株価チェック				24	36	44
最終時点出資比率				23%	15%	6%
リテンション率			56%	79%	94%	94%
投資時点出資比率				29%	16%	6%
第三者割当増資額（資金調達額j）			10,000	10,000	10,000	5,000
既存株式数				1,000	1,414	1,690
新規発行株式数			1,000	414	276	113
顕在総株式数			1,000	1,414	1,690	1,803
増資前資本金			5000	5,000	10,000	15,000
増資前資本準備金			5000	5,000	10,000	15,000
増資前剰余金				-1,000	-6,315	-5,699
増資後資本金				10,000	15,000	17,500
増資後資本準備金				10,000	15,000	17,500
増資後剰余金				-6,315	-5,699	-623
				1	2	3
顕在株 総発行株式数			1,000	1,414	1,690	1,803
顕在株 創業者株式数			1,000	1,000	1,000	1,000
顕在株 その他株式数			0	414	690	803
累積ストックオプション株数			0	0	150	150
創業者ストックオプション株数			0	0	50	50
その他ストックオプション株数			0	0	100	100
累積潜在顕在総合株数			1000	1,414	1,840	1,953
創業者総合株数			1000	1000	1050	1050
累積その他総合株数			0	414	790	903
総合株数比率				100%	100%	100%
創業者総合株数比率				71%	57%	54%
その他総合株数比率				29%	43%	46%

Appendix3

リテンション率の計算プロセス解説

今あるベンチャー企業にベンチャーキャピタルが2回出資すると仮定する。記号として、FV：最終時点株式価値

S1：第1出資額、S2：第2出資額

全株数：新規発行株数1 + 新規発行株数2 + 創業者保有株数

とする。例えば、最終株式価値からみた第1出資比率は

$$FV \text{ ベース第1出資比率} = \frac{S1}{FV} = \frac{\text{新規発行株数1}}{\text{新規発行株数1} + \text{新規発行株数2} + \text{創業者保有株数}}$$

一方、出資時点でみる出資比率は次のように認識される。

$$\text{出資時点ベース第1出資比率} = \frac{\text{新規発行株数1}}{\text{新規発行株数1} + \text{創業者保有株数}}$$

出資時点ベースの第1出資比率をFVベースの出資比率を使って表現すると、次のようにリテンション率が必要になる。

$$\text{出資時点ベース第1出資比率} = \frac{\text{新規発行株数1}}{\text{全株数}} \times \frac{\text{全株数}}{\text{全株数} - \text{新規発行株数2}}$$

$$= FV \text{ ベース第1出資比率} \times \frac{1}{\frac{(\text{全株数} - \text{新規発行株数2})}{\text{全株数}}}$$

$$= FV \text{ ベース第1出資比率} \times \frac{1}{\left(1 - \frac{\text{新規発行株数2}}{\text{全株数}}\right)}$$

$$= FV \text{ ベース第1出資比率} \times \frac{1}{(\text{リテンション率1})}$$

一般的な表現としては、

$$\text{ある出資時点のリテンション率} = 1 - \frac{\text{その後発行される全株式数}}{\text{全株数}}$$

$$\text{ある出資時点のリテンション率} = 1 - \text{その後の出資の最終時点出資比率の合計}$$

企業業績の季節変動の財務分析 —アパレル企業の四半期報告書をもちいて—

山口 不二夫

目次

- I 本稿の目的
 - II 資料と方法
 - III 有価証券報告書の財務情報の分析
 - 1 基本指標の考察
 - 2 損益計算書の推移
 - 3 資産・負債・資本の推移
 - 4 キャッシュ・フロー計算書の推移
 - 5 経営分析比率の分析
 - 6 ライセンス・ブランド喪失による影響
 - IV 四半期報告書の財務情報の分析
 - 1 四半期財務データの趨勢分析
 - 2 四半期収益力の経年変化
 - V むすびにかえて
- 註
文献・資料
図表

I 本稿の目的

本稿の目的は、第一にわが国上場企業で現在開示されている四半期報告書の有用性の確認である。わが国では2008年から四半期情報の開示が義務付けられたが、現在その情報の有用性に疑義が提示されている¹⁾。本稿はわが国の四半期情報の開示ルールと開示状況をケースによって確認し、その情報の利用方法を考える。その上で現在の開示制度の問題点と改善策を考察する。

そもそも四半期情報の開示が求められる理由は2つあると考えられる。一つは速報性である。一年に一度の年次決算あるいは、半期に一度の中間決算の情報では企業に発生した変化や変動を把握し対処するのに遅すぎるといえる。もう一つは、企業業績には季節変動があり、その季節変動の把握が企業を理解するのに重要であるという考え方である。もしも速報性を重視するなら

ば、現代では四半期の情報でさえ遅すぎ、なぜ月次の情報開示でないのかという疑問がわく。やはり四半期情報の開示の背景には、企業業績の季節変動制の把握という動機があると考えざるを得ない。

本稿ではケースとして業績の季節変動が大きいアパレル（服飾）企業を取り上げる。そのなかでも近年、所有していた有力ブランドを契約上の理由で失ったA社を分析対象とする。当社の分析により所有していたブランドという無形資産の価値の把握が可能であり、業績の季節変動を分析する中で無形資産の価値やその変化が読み取れるのではなかと考えるからである。その意味では、本稿の二つ目の目的は、季節変動情報を用いることで目に見えず、数値化されていない無形資産を捉える試みである。

II 資料と方法

資料はわが国の有価証券報告書を用いる。有価証券報告書はわが国金融商品取引法第24条で規定されているが、2008年（平成20年）4月からは四半期24条4の7により四半期報告書を提出することになった。具体的な内容は企業内容等の開示に関する内閣府令第17条の15に定

められた。提出の必要な会社は上場又は店頭登録している会社である。開示項目は図表1に示した²⁾。四半期報告書は経営上の重要な変化にたいする即時性が主要な目的であり、即時性を必要としない項目は省略していることがわかる。提出会社の単独の財務諸表が開示されていないのは、即時性という点からは説明できない。年次決算以外の3回の処理の手間を軽減するために、重要性の乏しい項目として削除されているとしか考えられない。

図表1 有価証券報告書・四半期報告書の開示項目と分量 A社の例

項目と掲載頁	有価証券報告書	第一四半期報告書	第二	第三四半期報告書
【表紙】	1	1	1	1
第一部 【企業情報】	2	2	2	2
第1 【企業の概況】	2	2	2	2
1 【主要な経営指標等の推移】	2	2	2	2
2 【沿革】	4	なし	なし	なし
3 【事業の内容】	5	2	3	2
4 【関係会社の状況】	6	なし	なし	なし
5 【従業員の状況】	7	なし	なし	なし
第2 【事業の状況】	8	3	4	3
1 【業績等の概要】	8	なし	なし	なし
2 【生産、受注及び販売の状況】	9	なし	なし	なし
3 【経営方針、経営環境及び対処すべき課題等】	10	なし	なし	なし
4 【事業等のリスク】	11	3	4	3
5 【経営上の重要な契約等】	12	3	4	3
6 【研究開発活動】	12	なし	なし	なし
7 【財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析】	13	4	5	4
第3 【設備の状況】	14	なし	なし	なし
1 【設備投資等の概要】	14	なし	なし	なし
2 【主要な設備の状況】	14	なし	なし	なし
3 【設備の新設、除却等の計画】	14	なし	なし	なし
第4 【提出会社の状況】	15	5	7	5
1 【株式等の状況】	15	5	7 注	5
2 【自己株式の取得等の状況】	20	なし	なし	なし
3 【配当政策】	21	なし	なし	なし
4 【株価の推移】	21	なし	なし	なし
5 【役員の状況】	22	6	10	6
6 【コーポレート・ガバナンスの状況等】	25	なし	なし	なし
第5 【経理の状況】	33	7	11	7
1 【連結財務諸表等】	34	8	12	8

(1) 連結財務諸表	34	8	12	8
注記事項	42	12	17	12
連結付属明細表	65	なし	なし	なし
2 【財務諸表等】	67	なし	なし	なし
第6 【提出会社の株式事務の概要】	80	なし	なし	なし
第7 【提出会社の参考情報】	81	なし	なし	なし
1 【提出会社の親会社等の情報】	81	なし	なし	なし
2 【その他の参考情報】	81	なし	なし	なし
第二部 【提出会社の保証会社等の情報】	82	17	22	17
			【四半期レビュー報告書】 卷末	卷末
監査報告書	卷末	なし	なし	なし
内部統制報告書	卷末	なし	なし	なし

(注) 第二四半期には大株主の状況の掲載が要求されている。

(出典) 三陽商会 有価証券報告書；2018年12月期決算 四半期報告書；2018年各四半期決算

有価証券報告書の中で多くの分量を占めるのは、経理の状況である。A社の例では全82頁のうち47頁を占めている。そのうち連結財務諸表は33頁を占めている。四半期報告書は第一四半期、第三四半期では全17頁そのうち連結財務諸表は9頁、第二四半期は全22頁そのうち連結財務諸表は9頁を占めている。

本稿の目的は第一に四半期情報が、経営分析を行う上で有用であることを示すことである。そのためには、通常の経営分析を行い、その上で、四半期情報がどのように役立つかを示す必要がある。本稿では年次の有価証券報告書をまず分析し、その要点を記す。そのあとで、四半期情報を利用した分析を行い、年次の財務諸表分析にどのような考察が付け加えることができるかを明らかにする。

Ⅲ 有価証券報告書の財務情報の分析

1 基本指標の考察

図表2-1を参照されたい。経常利益の推移をみると、本表からは2つのピークがあるように見える。2013年と2014年の二つのピークである。しかし、2008年に秋にリーマンショックによる企業業績の大幅な落ち込みがあったことを加味すると、2008年09年の業績の悪化はリーマンショックによるものと説明できる。そう考えると2014年までは2010年11年を除いては、安定的に業績が推移してきたと見ることもできるのである。(A社は12月決算であり、2017年決算あるいは単に17年と書いたときは2017

年12月の決算データのことを指す。)

売上高を見ると2003年をピークとして、その後減少傾向であることがわかる。その中で2014年に百億円台の経常利益を確保しているのは健闘しているといえる。ただし、2015年秋に同社が主要ブランドを喪失したことを考えると、前年の利益の急増は駆け込み需要によるものであった可能性がある。

総資本は2007年をピークに、減少傾向にある。どのような資本や資産が減少したか、後で確認する必要がある。従業員数は2008年のリーマンショック以降減少傾向にある。とくに2017年の減少幅は大きい。7年間で半減させるという大リストラを行っている。

主要指標を観察したので、次に2015年秋の主要ブランドの損失の影響を考えたい。当社は2015年第二四半期をもって、あるライセンスブランドの製造及び販売のライセンスを失った(四半期報告書 2015年第二四半期4頁)。このブランドの商品は戦前、丸善が輸入していたが、1970年からはA社がライセンスを獲得して日本人の体格に合わせた商品を提供し、1996年からは富裕層の若者をターゲットとしたブランド名を課した日本オリジナルの新商品開発戦略が当たり、大きく売り上げを伸ばしていた。このブランドの使用契約の終了は、突然のことではなく数年前からはほわわかっていて、有価証券報告書の事業等のリスクの項目で以下のように述べている³⁾。

「知的財産の使用について 当社グループは現在数社の海外提携先と契約し、…これらのライセンスブランドの総売上高は当社グループの売上高の過半を占めてお

ります。…（中略）…契約更新時における契約更改条件等によっては、当社グループの経営成績に影響をおよぼす可能性があります。」

すでに2008年にはライセンスブランド喪失に危機感を感じていたことがわかる。その喪失に対処してきたはずであるが、2016年以降大幅な経常損失を計上し、業績の低下は甚大である。

株価の変化が興味深い。株価は通常は企業評価にほとんど役に立たず、「人気投票」そのものである。同社では2002年から07年にかけて、すなわち2008年秋のリーマンショック直前に業績は好調で、最高株価は1370円に達している。あとで見ると、その後東日本大震災時にボトムになった後、業績は回復するが、株価は低迷する。ライセンスの喪失を予想しての株価形成であるが、今回は将来の業績を予測したことになった。

従業員数の変化は興味深い。2001年から低下傾向にある。この背景には二つの要因がある。1つは本稿の主題であるライセンスの喪失による業績の低下を予測していたこと、もう一つは同社の販売方法にあった。一般的に小売りの形態には、一般店舗、専門店、ネットを含む通販、コンビニ、スーパーなど様々な方法が試みられてきた。同社は百貨店に依拠していることが特徴である。同社の持っていたライセンスブランドが百貨店の高級化戦略と一致し、双方で大きなメリットがあった。しかし、日本全体で見ると百貨店というビジネスモデルの頂点は昭和30年代であり、その後長期の低落傾向である事実はいがめない。ライセンスの関係で海外展開ができない以上、国内市場とくに百貨店の集客力の変化に業績を委ねることになってしまった。もっとも同社も手をこまねいていたわけではない。専門店やアウトレットを試み、業績の低下を食い止めていたことも付記しておく⁴⁾。

2 損益計算書の推移

同社の業績の推移の概要は、経営基本指標の項目ですでに述べた。付け加えるべきことは3点である。1つは営業外の項目とくに金利項目が次第に優良化し、2011年を境に金利を負担する会社から、金利で儲ける会社に転換したことである。このことは次の貸借対照表の推移で金融資産と有利子負債の変化として、その背景を確認しておく必要がある。次に特別項目の確認である。2013年までは数年に一度数十億円単位の特別損失を計上していた。最大のものは05年の72億円の特別損失であるが、そのうち68億円は退職給付会計に起因する損失である。2008年、11年、13年、15年、16年などには資産の評価損失、廃棄損失による特別損失を計上している。2016年に

はブランド変更費用を29億円計上している。

3点目は減価償却費の推移である。減価償却費の計上額は2001年当時は29億円程度あったが、その後減少し、14年に9億円に低下し、2017年には7億円となっている。設備投資を控えているのである。

3 資産・負債・資本の推移

資産の内訳項目は、基本指標には含まれていないので、詳しくみていく。金融資産の項目を確認すると、現金預金は2014年にピークの274億円を記録するが、翌二年間に損失を計上する中で減少させている。2017年は増加に転じている。長期保有の有価証券は2015年の227億円より減少したが、まだ17年は164億円保有している。有形固定資産はこの5年間150億円台とほとんど変化していない。

最大の問題は無形資産である。2014年に25億円と最大を記録し、2017年現在15億円である。2014年は経常利益102億円を記録し、2017年は19億円の損失に落ち込んでいる。これは商標権9億円、その他10億円、2017年は商標権5億円その他10億円と書かれており、現在の会計ルールに沿って自己創設のれんや、自身で育んだのれんを含んでいない。実際の収益力を反映しているブランドの価値が反映されていない。貸借対照表の無形資産に収益力の源泉であるのれんが計上されていないことに注意されたい。同社の収益力はブランドの力によるものが非常に大きい。現在の貸借対照表の無形資産にはそのようなブランド力は計上されていない。

負債では有利子負債の変化が目される。2011年に267億円あった有利子負債を、2015年に96億円にまで減少させている。

剰余金はそれまで好調であった業績を受けて2015年には303億円を記録するが、その後二年間で損失を計上したせいで2017年には171億円に減少している。

4 キャッシュ・フロー計算書の推移

キャッシュ・フロー計算書を検討するとこれまでの、損益計算書と貸借対照表の推移に関する考察内容を確認することができる。営業キャッシュ・フローはリーマンショックの影響を受けた2009年、東日本大震災の影響を受けた2011年を除いて2014年までは波はあるものの好調である。投資キャッシュ・フローからは2013年の資産の売却、2016年17年のプラスから投資の解消（現金化）の様子がわかる。これらはブランド喪失に伴う経営の悪化に備えて行われたものと推定する。財務キャッシュ・フローは2012年以降は大幅なマイナスを記録し、有利子負

債の返済に努めたことわかる。

数年前から同社ではブランド喪失に伴う業績悪化に備えてきた、もちろん新ブランドの醸成に腐心したと推定するが、財務的に把握できるのは投資を解消した資金で有利子負債を返済し、財政状況をよくすることであった。そのために投資の抑制、基本指標で見たような大幅な人員の整理という縮小再生産でしかなかった。

5 経営分析比率の分析

総資本経常利益率を観察すると、リーマンショックと東日本大震災の影響を除くと8%程の利益率をあげていることがわかる。2015年の秋以降にライセンスブランドを喪失してからは、総資本回転率、売上高利益率ともに大幅に低下したことがわかる。

総資本回転率は売上高の低下した2015年以降は、1回転を割ってしまうが、それまではリーマンショックと東日本大震災の影響を除くと1.1回転ほどである。利幅を示す売上高営業利益率は7%弱、好調時には9%を越すこともあった。

売上高経常利益率の背景を知るために、図表2-8が有効である。ここで同社は2015年まで平常時は売上高原価率が52%程度、売上高販売管理費率が42%程度、その結果売上高営業利益率が6%程度であることがわかる。低い原価にブランド力による付加価値を加えて高価に販売し、利益を稼得する典型的な価値創造型企業⁵⁾であることがわかる。費用のなかでも売上高減価償却費比率は2%台から1%前後へと半減している。投資を抑制し、設備を持たない企業へ変貌している様子が観察できる。売上高純金利負担率も0.5%からマイナスへ変化し、金利を支払う企業から金利で儲ける企業へ、財政状況が優良化したことがここでもわかる。

回転率の指標で興味深いのは、棚卸資産回転期日が2002年以增加傾向にあり、2008年以降70日を越えている点である。リーマンショック以降大幅に在庫が増え、減少させることができなかつたのである。

図表2-8の財務安定性の比率では、当座比率、流動比率と2013年以降非常に大きく増加している。借入金依存度も2013年以降13%以下となっており、自己資本比率は56%を超えた。財政状況は非常に優良化している。問題なのは収益性なのである。

6 ライセンス・ブランド喪失による影響

A社は2015年の秋にライセンス・ブランドを喪失しているが、期の途中なので、2014年と2016年を比較してみる。この二年を比較すると売上高は $1110 - 676 = 434$ (億

円) 売上総利益は $536 - 282 = 254$ (億円)、営業利益は $102 - (\blacktriangle 84) = 186$ (億円)。総資産はそれぞれ1032億円と808億円であり、金融資産がそれぞれ472億円、352億円あるので事業資産は2014年は560億円、2016年は456億円である。この情報を整理すると次のようになる。

	売上	費用	営業利益	総資産	事業資産 (総資産 - 金融資産)
2014年公表数値	1110	1008	= 102	1032	560 億円
2016年公表数値	676	760	= $\blacktriangle 84$	808	456 億円
両年変化分	434	248	= 186	224	104 億円

この中で、両年の変化はライセンスブランドの移行に起因することは明らかである。毎年186億円のネットキャッシュフローを生み出すライセンスであった可能性が高いのである。

IV 四半期報告書の財務情報の分析

一般的に企業の業績は季節変動があるのが通常の状況である。代表的な季節性のある産業としてビール産業は夏季に、日本の旅行産業あるいは航空産業は5月の連休と8月に、製菓業は2月に売上が集中する。製茶業は生産と在庫は5月に突出する。携帯電話の販売など一見季節性と関係がないと思われる場合でも売上に季節性が存在する。これはクリスマス商戦、新学期商戦などで季節性が発生しているのである⁶⁾。

1 四半期財務データの趨勢分析

図表3を参照されたい。制度化された2008年4月以降の四半期決算情報のうち、売上高、販売管理費、営業利益、経常利益、当期純利益、有利子負債、金融資産、棚卸資産、総資産の推移について掲載した。この表は非常に観察しにくいので、これらの勘定科目の変化を直観的に把握するために、グラフ化したのが図表4である。

この売上高の変化の図表から夏秋の第3四半期の売上や利益が一番低く、第4四半期に急増し、第1四半期、第2四半期がそれに次ぐことがわかる。それに対して販売管理費は毎四半期ごとに上下して傾向的に減少しているのがわかる。毎四半期ごとに上下する理由はわからない

い。2015年第4四半期は、通常ならば前四半期に比べて売上高なら百数十億円以上、営業・経常利益なら40億円ほど伸びるところが、売上高で55億円、営業・経常利益で7、8億円しか回復していないところにライセンス・ブランドの喪失の大きさがわかるのである。

貸借対照表項目の季節変動について観察したい。有利子負債、金融資産は季節変動的な動きは見られない。棚卸資産は第3四半期、すなわち9月末に大きくなっている。これは販売が増え掻き入れ時である次期、第4四半期のための在庫増と考えられる。その在庫増を受けて総資産額も第3四半期が大きいのである。

2 四半期収益力の経年変化

次に年次ごとの各四半期の収益力の変化を考察したい。図表5を参照されたい。各年の4つの四半期の売上高の推移、営業利益の推移、売上高営業利益率の推移、総資本経常利益率の推移をグラフ化している。第4四半期の売上高がずば抜けて大きい、2015年に114億円以上も低下している。翌年の第1四半期で99億円、第2四半期で53億円、第3四半期で45億円低下している。4百億円ほどの売上げが失われたのである。営業利益に関しては前年より第1四半期が50億円、第2四半期が55億円、第3四半期が80億円、第4四半期が16億円ほど減少している。もちろん前年は駆け込み需要があって増加していたという事情はある。

利益率については、営業利益の傾向とほぼ同じ傾向がみえる。ただし、別な側面もいくつか観察できる。

- ① 2015年のライセンスの喪失まで、売上高は停滞的であったが、利益率；総資本経常利益率も売上高営業利益率も上昇傾向にある。この理由は売上が停滞的な中で、利益率の高い商品に特化していった可能性を示唆している。しかしこの利益率高い商品に特化するという戦略は、利益の出ていないブランドやビジネスモデルを切り捨てる戦略ともいえ、将来の成長の芽を摘んでしまった可能性もある。
- ② 第1四半期（1月から3月）売上高は第2四半期とそれほど違わないが、営業利益は第2四半期を大きく上回っていた。本社では第4四半期が年間利益の半分近くをあげているが、2012年以降、第1四半期の利益率は第4四半期のそれに迫ってきているのである。もちろん2015年のライセンスブランドの喪失により、この四半期業績も大きな影響を受けるのであるが、2012年から第1四半期の業績が向上したことが、今後の戦略の参考になる可能性がある。

V むすびにかえて

本稿はわが国上場企業で示されている四半期報告書の有用性の確認を目的としている。ケースとして業績の季節変動が大きいアパレル（服飾）企業を取り上げた。そのなかでも近年、有力ライセンス・ブランドを契約上の理由で失ったA社を分析対象とした。本稿は小論なので、ここではA社の経営分析の結果は繰り返さない。ここでは四半期報告書が追加的にどのような有用性を提供できるかについてまとめたい。

企業の業績は季節によって変動する。これは製造業では容易に想像できるが、サービス業においても季節変動は大きい。四半期報告書が意味を持つとしたらそれは、前期との比較ではなく、季節変動を考慮したうえで、前年同四半期と比較することによってはじめてその有用性を発揮する。企業は季節変動を持つのが自然であり、四半期報告書は前年同期あるいは数年間の同四半期と比較することで有用性を発揮できる。その意味では、損益計算書を前年同四半期と比較しているのは理にかなっている。ところが現状は貸借対照表では、各四半期の貸借対照表と期首（正確には前期末）と比較している。棚卸資産など貸借対照表項目においても季節変動は存在するので、貸借対照表も前年同期と比較するのが好ましいと考えられる。

現状のディスクロージャー制度における四半期報告書では冒頭に「企業の概況」が掲記されるが、現状では前年同四半期と前期（一年間）が比較対照されている。前年同四半期のみならず、通常の有価証券報告書のように、5年間の同四半期との比較が好ましい。

また現代企業はしばしば多角化あるいは事業のシフトが行われる。セグメント情報は現状のディスクロージャー制度では限界を持ちながらも⁷⁾、複数の事業部門の分析に非常に重要である。本稿で取り上げた企業は単一セグメントのため、その情報を使うことはできなかったが、有価証券報告書では開示されている各セグメントの投資資産、減価償却費、のれん償却額などが、四半期報告書のセグメント情報では開示されていない。四半期情報の作成と開示は非常にコストがかかるといわれている。四半期報告書の作成でも、これらの情報は収集されているはずである。本稿ではそのコストはわからないので有用性の考察のみ行なったが、より有用性を向上させるためには、各セグメントの投資資産、減価償却費、のれん償却額などは開示してもよいのではないかと。

企業の財務データの質をチェックする上で重要な

は、有価証券報告書では「注記事項」のなかの「会計方針に関する事項」である。ここに重要な会計処理について、どのような方法が採用されているか書かれている。多くの四半期報告書ではあまり多くの情報が書かれていないが、金融庁は「四半期報告書の作成提出に際しての留意事項」という書類で「経理の状況 …中略… g 四半期連結財務諸表の作成に当たっては、四半期連結財務諸表規則に従い、適切な科目による適正な金額の計上を行うとともに、四半期連結財務諸表作成のための基本となる重要な事項、記載すべき注記等を会社の実態に即して適正に記載すること。」と規定している。四半期報告書の会計関係の項目は充実したものとするためには、この規定が順守されねばならない。

註

- 1 Ball and Shivakumall (2008) ではすべての四半期発表はすべての年次情報の約1%から2%と関連している。鈴木智英・伊藤邦男対談 The End of Accounting『企業会計』Vol.70、No.12においても、四半期情報の位置付けを再考する時に来ている(33頁)。と述べられている
- 2 四半期報告書の開示項目については以下のサイトを参照いただきたい。http://elaws.e-gov.go.jp/search/html/348M50000040005_20180401_429M60000002055/pict/S48F03401000005-013.pdf 2019年1月6日確認
四半期報告書の作成提出に際しての留意事項については、以下の金融庁ホームページの史料を参照された。 https://www.fsa.go.jp/policy/m_con/20080729_a.html 2019年1月6日確認
- 3 三陽商会『有価証券報告書』2008年12月期、15頁
- 4 『同上書』2009年12月期8頁など
- 5 山口(2010)論文において価値創造型企業の定義を行っている。同稿で利益率の高い業種を調査し、1新規産業、2部分独占型企業、3価値創造型企業に整理した。部分独占型産業とは鉄道業、航空産業、通信業やかつての電力産業のように開業に巨額の設備投資を必要とし、その代わり一旦開業すると新規参入が困難となり地域独占、部分独占により高い利益率を獲得できる産業や企業である。価値創造型企業とは低い製造

コストにもかかわらず、高い技術やブランドなどで高い付加価値を付与することのできる企業で、販管費が大きいことが特徴として挙げられる。その中でもとくに、研究開発費、広告宣伝費、買収のれんの償却費が高額となるという特徴を持つ。

- 6 AppleのiPhoneを例にとると、2017年第1クォーターQ1(10月から12月):77,316千units,61576百万ドル, 2018年Q2(1月から3月):57217千units,38032百万ドル, Q3(4月から6月):41300千units, 29906百万ドル, Q4(7月から9月):46889千units,37185百万ドルとクリスマス商戦の時期が目立って販売が活発なのである。<https://investor.apple.com/investor-relations/financial-information/default.aspx> 2019年1月6日確認
- 7 わが国の現状の有価証券報告書でのセグメント情報の問題点は以下のとおり。①セグメント利益は営業段階の利益なので、営業外項目とくに金利項目、特別損失項目が考慮されていない。とくに不動産部門など減損、特損が多い部門は実際より利益のかさ上げが可能となる。また、補助金は特別利益なので補助金の多い部門は業績が悪く見えてしまう。②セグメント間の内部振替価格が公正かどうかかわからないので、セグメント間の不利益移転が可能である。③セグメンテーション(セグメント分け)の変更期のみ2年分対照されるが、長期間の利益の比較できなくなる。

文献・資料

- Ball and Lakshmanan(2008), How Much New Information Is There in Earnings?, *Journal of Accounting Research*, 46
- 鈴木智英・伊藤邦男(2018)「対談 The End of Accounting」『企業会計』中央経済社、Vol.70、No.12
- 山口孝、不二夫、由二(2000)『企業分析—増補版—』白桃書房
- 山口不二夫(2010)「売上高原価率・販売管理比率・営業利益率と企業買収後の業績評価」『MBSレビュー』明治大学グローバル・ビジネス研究科、Vol.5
- 三陽商会『有価証券報告書』各期

図表2-1 経営基本指標

決算期	01.12	02.12	03.12	04.12	05.12	06.12	07.12	08.12	09.12	10.12	11.12	12.12	13.12	14.12	15.12	16.12	17.12
A社																	
A 売上高	1,352	1,416	1,421	1,383	1,366	1,391	1,431	1,331	1,142	1,121	1,046	1,076	1,064	1,110	974	676	625
B 経常利益	89	130	132	93	98	101	101	48	-55	21	17	59	75	103	70	-82	-19
C 総資本	1,149	1,115	1,070	1,067	1,188	1,178	1,242	1,073	1,060	1,023	988	971	984	1,032	997	808	755
D 従業員数(期末)	21.43	21.09	21.22	20.88	20.17	19.94	19.81	20.01	19.93	18.95	18.10	17.29	14.00	13.51	13.28	12.90	9.91
(百人)																	
株価	648	743	803	827	1,294	1,370	1,137	656	369	362	328	279	322	320	457	305	193
最高																	
最低	240	483	500	525	537	681	593	346	271	271	167	172	231	210	273	147	157
単独売上高	1,323	1,393	1,402	1,362	1,347	1,370	1,406	1,306	1,117	1,098	1,024	1,053	1,045	1,094	964	668	613
(連単倍率)	1.02	1.02	1.01	1.02	1.01	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02	1.02	1.01	1.01	1.01	1.02
単独経常利益	86	129	132	91	95	99	100	50	-51	26	61	26	79	104	72	-81	-18
(連単倍率)	1.04	1.01	1.00	1.03	1.03	1.02	1.01	0.96	1.08	0.81	0.28	2.27	0.95	0.99	0.97	1.01	1.06
単独総資本	1,111	1,088	1,025	1,023	1,145	1,135	1,199	1,049	1,040	998	967	947	962	1,012	980	800	749
(連単倍率)	1.03	1.02	1.04	1.04	1.04	1.04	1.04	1.02	1.02	1.03	1.02	1.03	1.02	1.02	1.02	1.01	1.01
単独従業員数	19.55	19.64	20.63	20.35	19.85	19.57	19.38	19.38	19.35	18.20	17.41	16.58	13.41	13.18	13.09	12.68	9.64
(連単倍率)	1.10	1.07	1.03	1.03	1.02	1.02	1.02	1.03	1.03	1.04	1.04	1.04	1.04	1.03	1.01	1.02	1.03

(出典) 三陽商会『有価証券報告書』各期をもとに出口が作成した。以下の図表の出典もすべて同じ。

図表2-5 キャッシュ・フロー推移 (連結)

A社	(01.12)	(02.12)	(03.12)	(04.12)	(05.12)	(06.12)	(07.12)	(08.12)	(09.12)	(10.12)	(11.12)	(12.12)	(13.12)	(14.12)	(15.12)	(16.12)	(17.12)
営業キャッシュ・フロー a	119	208	45	116	13	62	44	1	-75	55	20	77	53	99	32	-97	0
投資キャッシュ・フロー	-13	-18	-25	-18	-25	19	-10	-35	-21	-13	-24	-16	153	-3	-3	30	19
うち固定資産の売却・購入差額 b	4	-12	-23	-17	-33	14	1	3	-11	-7	-5	-14	135	-3	-9	-13	-11
財務キャッシュ・フロー	-97	-137	-72	-69	15	-48	-22	-15	90	-36	4	-61	-97	-20	-38	-15	-12
現金現金等価物の期末残高	61	114	62	91	93	126	138	89	82	87	87	88	198	274	266	184	192
フリーキャッシュ・フロー= a+b	123	196	22	99	-20	76	45	4	-86	48	15	63	188	96	23	-110	-11

単位:億円

図表 2-2 売上・損益の推移 (連結)

A社

	(01. 12)	(02. 12)	(03. 12)	(04. 12)	(05. 12)	(06. 12)	(07. 12)	(08. 12)	(09. 12)	(10. 12)	(11. 12)	(12. 12)	(13. 12)	(14. 12)	(15. 12)	(16. 12)	(17. 12)
売上高(=営業収益)	1,352	1,416	1,421	1,383	1,366	1,391	1,431	1,331	1,142	1,121	1,046	1,076	1,064	1,110	974	676	625
* 売上原価 (営業費用のうち)	730	737	713	730	727	742	763	703	655	600	550	558	548	574	494	394	334
売上総利益	622	679	708	653	639	649	668	628	487	524	496	518	516	536	480	282	291
販売費・一般管理費 (営業費用のうち)	528	546	576	563	543	551	571	580	539	499	475	459	445	434	414	367	311
営業利益	95	133	132	90	95	97	97	48	-52	24	21	59	71	102	66	-84	-19
営業外収益	3	4	5	7	7	7	7	7	8	12	11	11	11	6	6	4	4
うち受取利息・割引料,受取配当金	1	1	0	1	2	2	3	3	2	2	3	3	3	4	4	3	3
営業外費用	9	7	5	4	5	4	3	6	10	15	17	10	7	4	2	2	4
うち支払利息・割引料	8	6	4	3	2	2	2	2	3	3	3	3	3	2	1	1	1
経常利益	89	130	132	93	98	101	101	48	-55	21	17	59	75	104	70	-82	-19
特別利益	15	0	0	0	6	5	16	42	3	1	0	0	27	1	1	35	20
特別損失	31	13	1	1	72	2	2	41	11	3	19	15	37	5	34	36	11
(退職給付関係損失)		0	0	1	68	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(各種資産評価損・売却損)	5	13	1	1	5	2	0	41	11	3	19	3	36	5	5	36	11
税引前当期利益	72	118	131	92	31	104	114	50	-63	19	-2	44	65	100	38	-82	-10
法人税等および調整額、少数株主利益	30	54	62	41	16	43	50	27	-22	11	10	23	29	37	12	31	0
当期純利益	42	64	69	51	15	61	64	23	-41	8	-12	21	36	63	26	-113	-10
減価償却費	29	29	29	27	23	20	20	12	13	12	12	11	12	9	10	10	7
純金利益負担	7	5	4	2	0	0	-1	-2	1	1	0	0	-1	-2	-3	-2	-2

単位:億円

(注) 減価償却費はキャッシュ・フロー計算書より記入

* サービス業で営業費用が原価と販管費に分離できないときは全額売上原価にいいて、販管費はゼロとする。

図表2-3 資産の推移(連結)

A社

単位:億円

	(01.12)	(02.12)	(03.12)	(04.12)	(05.12)	(06.12)	(07.12)	(08.12)	(09.12)	(10.12)	(11.12)	(12.12)	(13.12)	(14.12)	(15.12)	(16.12)	(17.12)
[流動資産]	555	555	536	539	559	601	649	555	517	492	497	476	578	618	564	436	390
当座資産	357	363	292	300	312	335	341	258	235	244	227	228	330	412	355	260	260
現金・預金	61	114	62	91	93	126	138	89	82	87	87	90	198	274	266	184	192
売上債権(売掛金、 有価証券(流動資産内のモノのみ))	296	249	230	209	219	209	203	169	153	157	140	138	132	138	89	76	68
棚卸資産	165	158	185	212	206	230	257	255	234	216	232	223	225	187	183	163	121
繰延税金資産	14	21	14	18	31	22	23	25	22	20	28	18	14	10	8	0	0
▲貸倒引当金	▲4	▲3	▲3	▲3	▲3	▲2	▲1	▲1	▲1	▲1	▲1	▲1	▲1	▲0	▲0	▲0	▲0
その他	23	16	48	12	13	16	29	18	27	13	11	8	9	9	9	9	9
[固定資産]	594	560	534	528	629	576	593	519	544	1,023	491	495	407	413	433	372	365
有形固定資産	354	337	332	322	330	300	318	301	293	288	275	280	159	156	154	156	160
(減価償却累計額)	162	217	218	151	209	187		166	167	177	183	176	66	66	62	62	57
無形固定資産	12	12	12	12	11	10	10	10	10	10	21	22	25	25	22	19	15
投資その他 (繰延税金資産)	228	211	191	195	288	266	265	208	241	233	195	193	223	233	258	198	190
[繰延資産]	29	42	15	5	0	0	0	0	0	32	22	10	0	0	0	0	0
【総資本＝総資産】	1,149	1,115	1,070	1,067	1,188	1,178	1,242	1,073	1,060	1,023	988	971	984	1,032	997	808	755
投資有価証券	112	83	116	129	247	225	212	127	131	132	108	123	182	198	227	168	164
金融資産総額	173	197	178	220	340	351	350	216	213	219	195	213	380	472	493	352	356
有価証券の評価益(61	114	62	91	93	126	138	89	82	87	87	90	198	274	266	184	192

(注) 割引譲渡手形は有価証券報告書の注記、脚注から。

売上債権＝受取手形＋売掛金、期中平均＝(前年度＋今年度)／2

図表 2-4 負債・資本の推移 (連結)

A社

	(01. 12)	(02. 12)	(03. 12)	(04. 12)	(05. 12)	(06. 12)	(07. 12)	(08. 12)	(09. 12)	(10. 12)	(11. 12)	(12. 12)	(13. 12)	(14. 12)	(15. 12)	(16. 12)	(17. 12)
[流動負債]	474	521	403	390	396	366	452	417	423	341	381	329	292	265	215	169	185
買入債務(買掛金、支払手形など)	241	258	261	253	232	254	249	212	181	167	160	157	166	158	144	93	74
短期借入金	116	110	53	20	40	5	46	102	177	105	165	105	39	27	24	14	68
その他	117	153	89	117	124	107	157	103	65	69	56	67	87	80	47	62	43
[固定負債]	270	157	160	128	198	183	124	93	132	186	148	160	140	150	131	143	83
長期借入金	214	100	105	85	97	100	54	52	87	142	102	111	93	96	72	78	20
社債	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
退職給付引当金	56	58	44	31	20	15	10	6	10	13	17	21	22	26	33	32	26
その他	0	-1	11	12	81	68	60	36	35	31	29	28	25	28	26	33	37
【負債合計】	744	678	563	518	594	549	576	510	555	528	529	489	432	415	345	312	267
少数株主持分	0			0	0	0											
資本金	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
資本剰余金	150	150	150	151	151	151	151	151	101	101	101	101	101	101	101	101	101
利益剰余金・自己株式	104	137	207	248	293	327	295	246	237	225	199	212	254	303	310	187	171
評価差額金・少数株主持分							69	16	18	19	10	22	22	66	90	58	66
【資本合計】	405	437	507	549	594	628	666	563	505	495	459	482	553	617	651	496	488
有利子負債	330	210	158	105	137	105	100	154	264	247	267	216	132	123	96	92	88
純借入高	269	96	96	14	44	-21	-38	65	182	160	180	126	-66	-151	-170	-92	-104

単位:億円

(注) 買入債務=支払手形+買掛金。割引譲渡手形は注記、脚注から。資本合計=自己資本。

純借入高=長・短期借入金+社債+割引譲渡手形-現金・預金-有価証券

図表2-6 収益力の分析(連結)

	(01. 12)	(02. 12)	(03. 12)	(04. 12)	(05. 12)	(06. 12)	(07. 12)	(08. 12)	(09. 12)	(10. 12)	(11. 12)	(12. 12)	(13. 12)	(14. 12)	(15. 12)	(16. 12)	(17. 12)
総資本経常利益率 A社	7.73	11.49	12.08	8.70	8.69	8.54	8.33	4.18	-5.16	2.02	1.69	6.02	7.67	10.32	6.90	-9.09	-2.43
経常利益/期中平均総資本×100: ROA																	
売上高経常利益率 A社	6.57	9.18	9.29	6.72	7.17	7.26	7.04	3.64	-4.82	1.87	1.63	5.48	7.05	9.37	7.19	-12.13	-3.04
経常利益/売上高×100																	
総資本回転率 A社	1.18	1.25	1.30	1.29	1.21	1.18	1.18	1.15	1.07	1.08	1.04	1.10	1.09	1.10	0.96	0.75	0.80
売上高/期中平均総資本×100																	
総資本営業利益率 A社	8.23	11.75	12.08	8.42	8.43	8.20	8.01	4.15	-4.88	2.30	2.09	6.02	7.26	10.12	6.51	-9.31	-2.43
営業利益/期中平均総資本×100																	
自己資本利益率 A社	10.33	15.20	14.62	9.66	2.62	9.98	9.89	3.74	-7.68	1.60	-2.52	4.46	6.96	10.77	4.10	-19.70	-2.03
当期利益/資本合計×100																	
財務レバレッジ (%) *	283.75	255.15	211.05	194.44	199.90	187.58	186.49	190.59	209.90	206.67	215.25	201.45	177.94	167.26	153.15	162.90	154.71

* 総資本/自己資本: 自己資本比率の逆数

図表2-7 売上高諸利益率・費用率の分析(連結)

	(01. 12)	(02. 12)	(03. 12)	(04. 12)	(05. 12)	(06. 12)	(07. 12)	(08. 12)	(09. 12)	(10. 12)	(11. 12)	(12. 12)	(13. 12)	(14. 12)	(15. 12)	(16. 12)	(17. 12)
売上高原価率 A社	54.00	52.05	50.18	52.78	53.22	53.34	53.32	52.82	57.36	53.52	52.58	51.86	51.50	51.71	50.72	58.28	53.44
売上高総利益率 A社	46.00	47.95	49.82	47.22	46.78	46.66	46.68	47.18	42.64	46.74	47.42	48.14	48.50	48.29	49.28	41.72	46.56
売上高総利益/売上高×100																	
売上高販売管理費率 A社	39.01	38.56	40.53	40.71	39.75	39.61	39.90	43.58	47.20	44.51	45.41	42.66	41.82	39.10	42.51	54.29	49.76
販売管理費/売上高×100																	
売上高営業利益率 A社	6.99	9.39	9.29	6.51	6.95	6.97	6.77	3.61	-4.55	2.14	2.01	5.48	6.67	9.19	6.78	-12.43	-3.04
営業利益/売上高×100																	
営業外収支差損率 A社	0.42	0.21	0.00	-0.22	-0.15	-0.22	-0.27	-0.03	0.18	0.27	0.57	-0.09	-0.38	-0.14	-0.47	-0.34	0.05
(営業外収益-営業外費用)/売上高×100																	
売上高純利益率 A社	3.09	4.52	4.86	3.69	1.10	4.39	4.47	1.73	-3.59	0.71	-1.15	1.95	3.38	5.68	2.67	-16.72	-1.60
純利益/売上高×100																	
売上高純金利負担率 A社	0.50	0.35	0.28	0.14	0.00	0.00	-0.07	-0.13	0.09	0.09	0.00	0.00	-0.05	-0.16	-0.26	-0.33	-0.35
(支払利息+受取利息+配当金)/売上高×100																	
売上高減価償却率 A社	2.14	2.05	2.04	1.97	1.68	1.44	1.40	0.90	1.14	1.07	1.15	1.02	1.13	0.81	1.03	1.41	1.18
減価償却費/売上高×100																	

図表2-8 回転率の分析(連結)

	(01. 12)	(02. 12)	(03. 12)	(04. 12)	(05. 12)	(06. 12)	(07. 12)	(08. 12)	(09. 12)	(10. 12)	(11. 12)	(12. 12)	(13. 12)	(14. 12)	(15. 12)	(16. 12)	(17. 12)
総資本回転率(回) A社	1.18	1.25	1.30	1.29	1.21	1.18	1.18	1.15	1.07	1.08	1.04	1.10	1.09	1.10	0.96	0.75	0.80
売上高/総期中平均資産額																	
有形固定資産回転率(回) A社	3.82	4.10	4.25	4.23	4.19	4.42	4.63	4.30	3.86	3.86	3.72	3.88	4.85	7.05	6.28	4.36	3.96
売上高/期中平均有形固定資産額																	
売上債権回転日(日) A社	79.84	70.22	61.52	57.93	57.18	56.15	52.54	51.01	51.46	50.47	51.82	47.15	46.31	44.39	42.53	44.55	42.05
期中平均売上債権/売上高×365																	
棚卸資産回転日(日) A社	44.56	41.64	44.05	52.39	55.85	57.20	62.11	70.20	78.15	73.26	78.16	77.17	76.84	67.74	69.33	93.41	82.93
期中平均棚卸資産/売上高×365																	
買入債務回転日(日) A社	65.15	64.37	66.66	67.83	64.80	63.76	64.15	63.21	62.80	56.65	57.05	53.77	55.40	53.27	56.59	63.98	48.76
期中平均買入債務/売上高×365																	
借入金月商倍率(倍) A社	2.39	0.81	0.81	0.12	0.39	-0.18	-0.32	0.59	1.91	1.71	2.07	1.41	-0.74	-1.63	-2.09	-1.63	-2.00
純借入高/平均月商																	

図表2-9 貸借対照表の静態比率(連結)

	(01. 12)	(02. 12)	(03. 12)	(04. 12)	(05. 12)	(06. 12)	(07. 12)	(08. 12)	(09. 12)	(10. 12)	(11. 12)	(12. 12)	(13. 12)	(14. 12)	(15. 12)	(16. 12)	(17. 12)
当座比率 A社	75.22	69.67	72.46	76.92	78.79	91.53	75.44	61.87	55.56	71.55	59.58	69.30	113.01	155.47	165.12	153.85	140.54
当座資産/流動負債額×100																	
流動比率 A社	117.04	106.53	133.00	138.21	141.16	164.21	143.58	133.09	122.22	144.28	130.45	144.68	197.95	233.21	262.33	257.99	210.81
流動資産/流動負債額×100																	
企業間信用比率 A社	122.55	96.51	88.12	82.61	94.40	82.28	81.53	79.72	84.53	94.01	87.50	87.90	79.52	87.34	61.81	81.72	91.89
(売上債権+期印刷渡手形)/買入債務×100																	
固定比率 A社	146.68	128.15	105.33	96.22	105.84	91.72	89.04	92.18	107.72	206.67	106.97	102.70	73.60	66.94	66.51	75.00	74.80
固定資産/自己資本額×100																	
固定長期適合率 A社	88.03	94.28	80.06	78.02	79.39	71.02	75.06	79.12	85.40	150.22	80.89	77.10	58.73	53.85	55.37	58.22	63.92
固定資産/自己資本+固定負債×100																	
負債比率 A社	183.75	155.15	111.05	94.40	99.95	87.42	86.49	90.59	109.90	106.67	115.25	101.45	78.12	67.26	53.00	62.90	54.71
負債合計/自己資本×100																	
借入金依存度 A社	28.71	18.83	14.77	9.84	11.53	8.91	8.05	14.35	24.91	24.14	27.02	22.25	13.41	11.92	9.63	11.39	11.66
(長・短期入金+社債+期購手形)/(総資本+期購手形)×100																	
自己資本比率 A社	35.24	39.19	47.38	51.43	50.02	53.31	53.62	52.47	47.64	48.39	46.46	49.64	56.20	59.79	65.30	61.39	64.64
自己資本(=資本合計)/総資本×100																	
留保利益率 A社	9.09	12.29	19.35	23.22	24.69	27.76	23.75	22.93	22.36	21.99	20.14	21.83	25.81	29.36	31.09	23.14	22.65
(利益準備金+剰余金)/総資本×100																	
剰余金比率 A社	15.04	17.69	16.67	20.62	28.62	29.80	28.18	20.13	20.09	21.41	19.74	21.94	38.62	45.74	49.45	43.56	47.15
(現金+預金+有価証券+投資有価証券)/総資本×100																	

単位：億円

図表3 三陽商会四半期業績の変化

	08年第1期	09年第1期	10年第1期	11年第1期	12年第1期	13年第1期	14年第1期	15年第1期	16年第1期	17年第1期	18年第1期	08年第2期	09年第2期	10年第2期	11年第2期	12年第2期	13年第2期	14年第2期	15年第2期	16年第2期	17年第2期	18年第2期
売上高	329	268	264	234	264	258	293	299	190	175	157	302	263	258	243	254	250	240	254	151	144	136
累計	329	268	264	234	264	258	293	299	190	175	157	631	531	522	477	518	508	533	553	341	319	293
販売管理費	132	121	118	111	108	106	106	100	98	79	74											
累計	132	121	118	111	108	106	106	100	98	79	74											
売上高販売管理比率	49.25%	45.85%	50.43%	42.05%	41.86%	36.18%	33.44%	31.58%	51.58%	45.14%	47.13%	53.99%	50.39%	51.44%	46.00%	48.75%	40.55%	63.56%	55.56%	56.62%		
営業利益	25.0	-5.0	10.3	3.6	21.4	19.0	39.0	49.8	-5.2	-2.5	-0.4	-8.0	-27.0	-6.2	-6.9	4.3	9.4	6.2	27.7	-52.9	-13.8	-7.7
累計	25.0	-5.0	10.3	3.6	21.4	19.0	39.0	49.8	-5.2	-2.5	-0.4	17.0	-32.0	4.1	-3.3	25.7	28.4	45.2	77.5	-58.1	-16.3	-8.1
売上高営業利益率	7.60%	-1.87%	3.90%	1.54%	8.11%	7.36%	13.31%	16.66%	-2.74%	-1.43%	-0.25%	-2.65%	-10.27%	-2.40%	-2.84%	1.69%	3.76%	2.58%	10.91%	-35.03%	-9.58%	-5.66%
経常利益	17.0	-5.6	8.5	1.7	20.6	19.6	37.1	49.4	-5.7	-3.1	-1.2	1.0	-27.4	-5.8	-7.6	5.4	11.5	8.6	30.4	-51.9	-14.0	-6.2
累計	17.0	-5.6	8.5	1.7	20.6	19.6	37.1	49.4	-5.7	-3.1	-1.2	18.0	-33.0	2.7	-5.9	26.0	31.1	45.7	79.8	-57.6	-17.1	-7.4
売上高経常利益率	5.17%	-2.09%	3.22%	0.73%	7.80%	7.60%	12.66%	16.52%	-3.00%	-1.77%	-0.76%	0.33%	-10.42%	-2.25%	-3.13%	2.13%	4.60%	3.58%	11.97%	-34.37%	-9.72%	-4.56%
純利益	48.0	-4.2	4.6	-4.7	11.8	11.2	22.6	31.2	10.4	11.1	16.2	-52.0	-15.8	-4.9	-11.0	1.7	-12.9	9.1	19.5	-65.3	-13.2	13.9
累計	48.0	-4.2	4.6	-4.7	11.8	11.2	22.6	31.2	10.4	11.1	16.2	-4.0	-20.0	-0.3	-11.0	13.5	-1.7	31.7	50.7	-54.9	-2.1	30.1
有利子負債	194	235	247	245	205	133	96	94	90	90	90	218	236	252	242	157	130	96	94	90	92	
金融資産	186	237	189	220	246	346	493	428	337	358	358	223	193	188	237	240	401	493	375	351	416	
棚卸資産	295	257	212	252	24	238	181	206	144	115	115	260	237	212	218	216	202	181	170	123	114	
総資本	1,032	1,054	972	980	987	961	997	940	762	749	749	1,018	978	954	950	928	931	997	817	735	780	
自己資本比率 (%)	51.9	47.6	46.4	48.5	52.0	57.2	61.2	65.5	63.6	65.3	65.3	52.3	49.2	46.4	49.1	53.8	61.5	64.2	64.1	64.4	65.2	
総資本回転率	1.04	1.00	0.96	1.08	1.05	1.22	1.20	0.81	0.92	0.84	0.84	1.03	1.06	1.02	1.07	1.08	1.03	1.02	0.74	0.78	0.70	
総資本経常利益率	-0.54%	0.81%	0.17%	8.41%	7.94%	15.44%	19.82%	-2.43%	-1.63%	-0.64%	-0.64%	-10.77%	-2.37%	-3.19%	2.27%	4.96%	3.69%	12.20%	-25.41%	-7.62%	-3.18%	

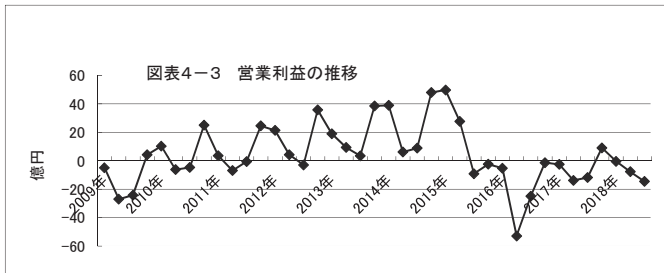
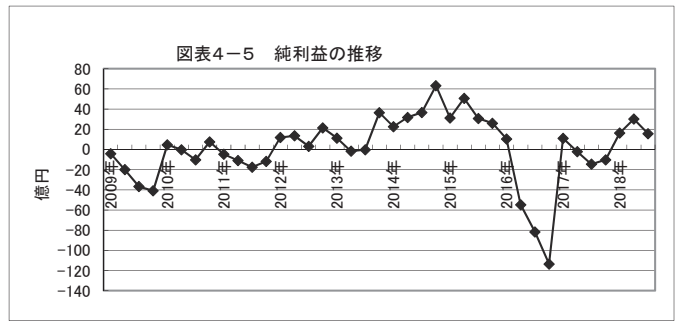
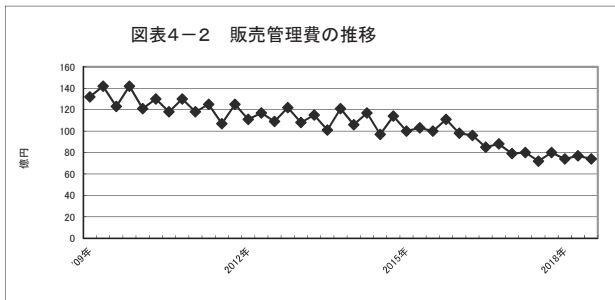
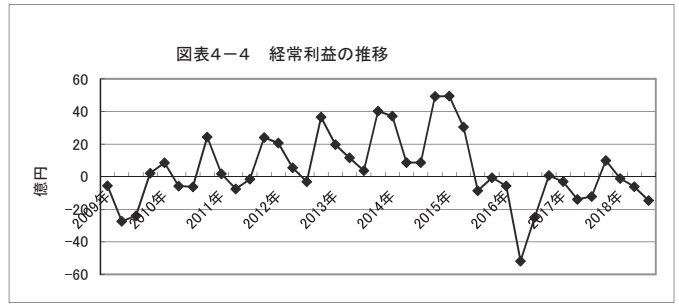
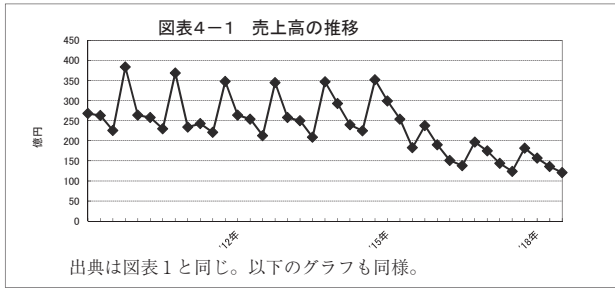
注) 回転率の算出には、期中平均を用いていない。

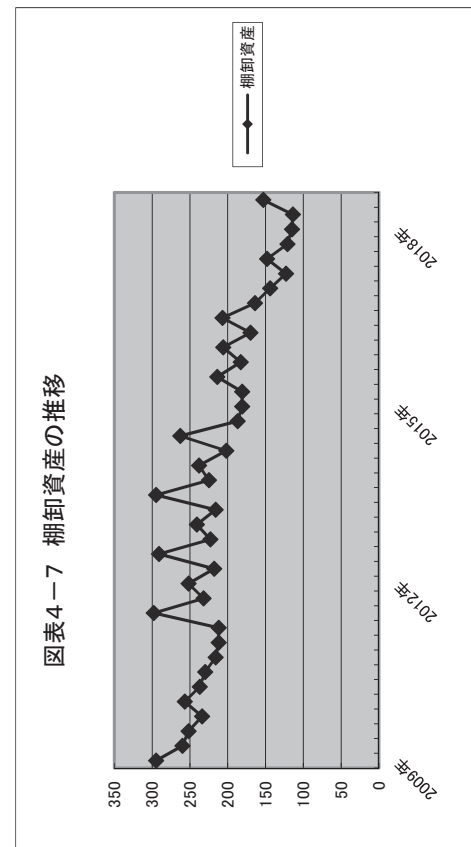
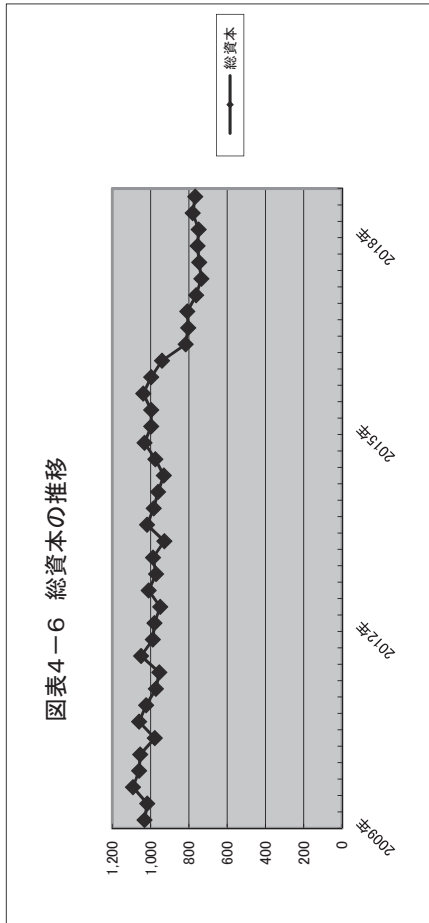
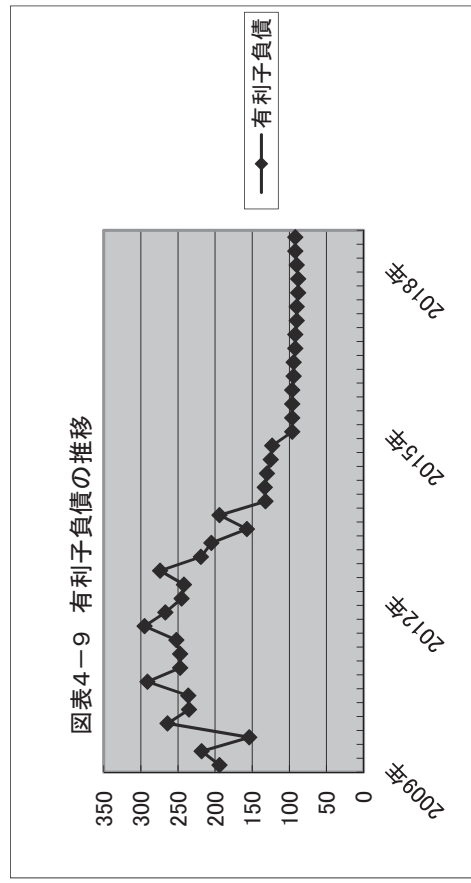
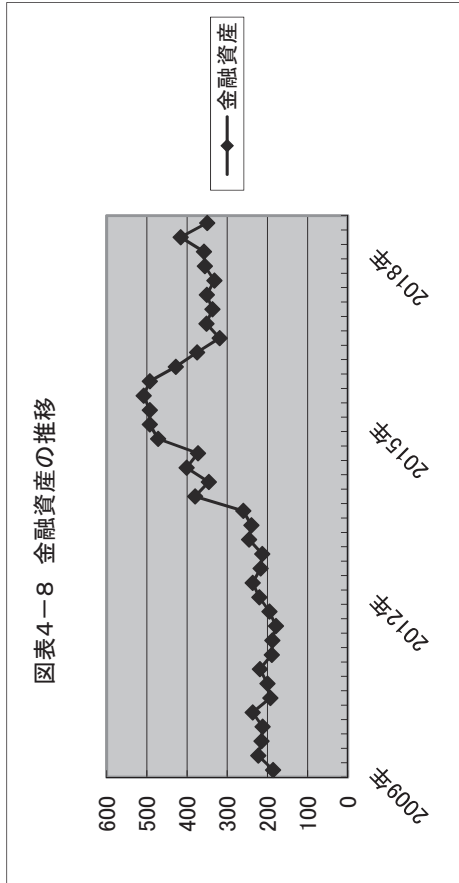
三陽商会四半期業績の変化(つづき)

単位：億円

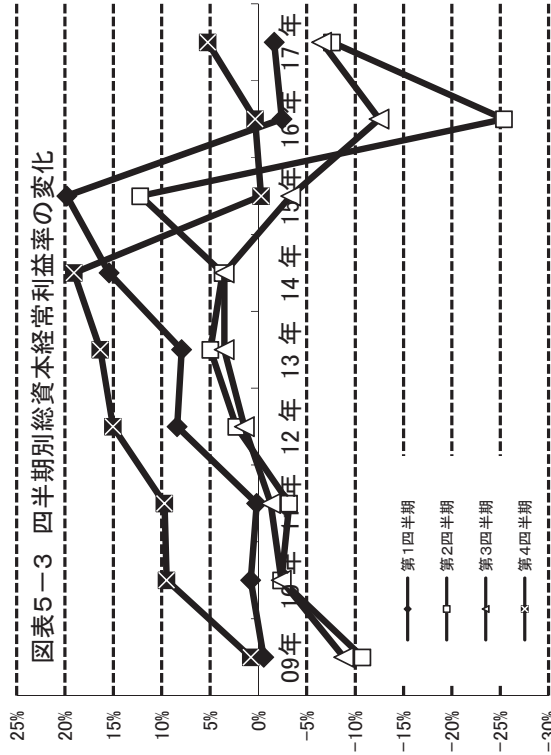
	08年第3	09年第3	10年第3	11年第3	12年第3	13年第3	14年第3	15年第3	16年第3	17年第3	18年第3	08年第4	09年第4	10年第4	11年第4	12年第4	13年第4	14年第4	15年第4	16年第4	17年第4	
売上高	277	226	230	221	213	209	225	183	183	138	124	121	423	384	369	348	345	347	352	238	197	182
累計	908	758	752	696	731	717	758	736	479	443	414	1,331	1,142	1,121	1,046	1,070	1,064	1,110	974	676	625	625
販売管理費	123	118	107	109	101	97	100	85	72	74	74	580	142	130	125	122	121	114	114	111	88	80
累計	397	369	350	337	324	320	303	279	231	225	225	580	539	499	475	459	445	434	414	367	311	311
売上高販売管理	54.42%	51.30%	48.42%	51.17%	48.33%	43.11%	54.64%	61.59%	58.06%	61.16%	137.12%	137.12%	36.98%	35.23%	35.92%	35.36%	34.87%	32.39%	46.64%	44.67%	43.96%	43.96%
累計																						
営業利益	-24.2	-4.7	-0.5	-2.9	3.5	8.9	-9.1	-25	-12	-15	-15	31.0	4.2	25.1	24.6	35.8	38.6	48.0	2.4	2.4	1.3	9.0
累計	17.0	-56.2	-0.6	-3.8	22.8	31.9	54.1	68.4	-83.0	-28.1	-22.6	48.0	-52.0	24.5	20.8	58.6	70.5	102.1	66.0	-84.3	-19.1	-19.1
売上営業利益率	-10.71%	-2.04%	-0.23%	-1.36%	1.67%	3.96%	-4.97%	-18.04%	-9.52%	-11.98%		7.33%	1.09%	6.80%	7.07%	10.38%	11.12%	13.64%	-1.01%	-0.66%	4.95%	4.95%
経常利益	1.0	-24.1	-6.3	-1.6	-3.2	3.7	8.6	-8.7	-25	-12	-15	29.0	2.1	24.3	24.0	36.5	40.2	49.2	0.7	0.7	0.7	9.9
累計	19.0	-57.1	-3.6	-7.5	22.8	34.8	54.3	71.1	-82.7	-29.3	-22.1	48.0	-55.0	20.7	16.5	59.3	75.0	103.5	70.4	-82.0	-19.4	-19.4
売上経常利益率	0.36%	-10.66%	-2.74%	-0.72%	-1.50%	1.77%	3.82%	-4.75%	-18.19%	-9.84%	-12.15%	6.86%	0.55%	6.59%	6.90%	10.58%	11.59%	13.98%	-0.29%	0.36%	5.44%	5.44%
純利益	-1.0	-16.4	-10.0	-6.6	-10.4	1.4	4.9	-20.0	-76.8	22.2	15.6	27.0	-4.2	17.8	5.8	18.3	36.8	26.6	-5	-5	-32	4
累計	-5.0	-36.8	-10.3	-17.6	3.1	-0.3	36.6	30.7	-81.8	-14.6	15.6	22.0	-41.0	7.5	-11.8	21.4	36.5	63.2	26.0	-113.7	-10.3	-10.3
有利子負債	154	291	295	274	194	125	96	92	88	92	88	154	264	247	267	219	132	123	96	92	88	88
金融資産	215	200	179	217	260	373	508	319	332	350	350	215	212	219	195	213	380	472	493	352	352	356
棚卸資産	252	230	290	291	295	263	214	207	149	153	153	255	234	216	232	229	225	187	183	164	121	121
総資本	1,092	1,060	1,050	1,010	1,019	975	1,038	804	740	767	767	1,073	1,060	1,023	988	971	984	1,032	997	808	755	755
自己資本比率(%)	46.9	45.1	44.5	45.0	49.7	59.8	63.2	63.0	62.3	65.1	65.1	52.5	47.6	48.4	46.4	49.7	56.1	59.8	65.4	61.4	64.6	64.6
総資本回転率	0.83	0.87	0.84	0.84	0.82	0.92	0.71	0.69	0.66	0.63	0.63	1.58	1.45	1.44	1.41	1.42	1.41	1.36	0.95	0.98	0.96	0.96
総資本経常利益率	-8.83%	-2.38%	-0.61%	-1.27%	1.45%	3.53%	-3.35%	-12.49%	-6.54%	-7.67%	10.81%	10.81%	0.79%	9.50%	9.72%	15.04%	16.34%	19.07%	-0.28%	0.35%	5.25%	5.25%

企業業績の季節変動の財務分析—アパレル企業の四半期報告書をもちいて—

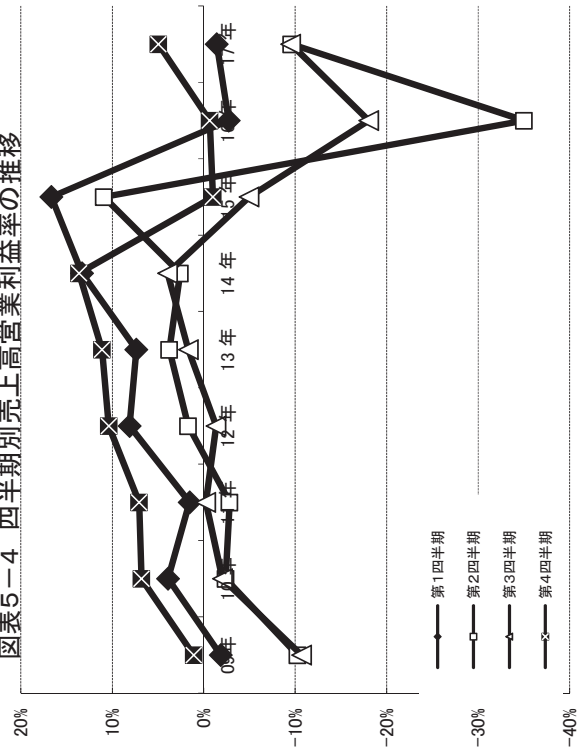




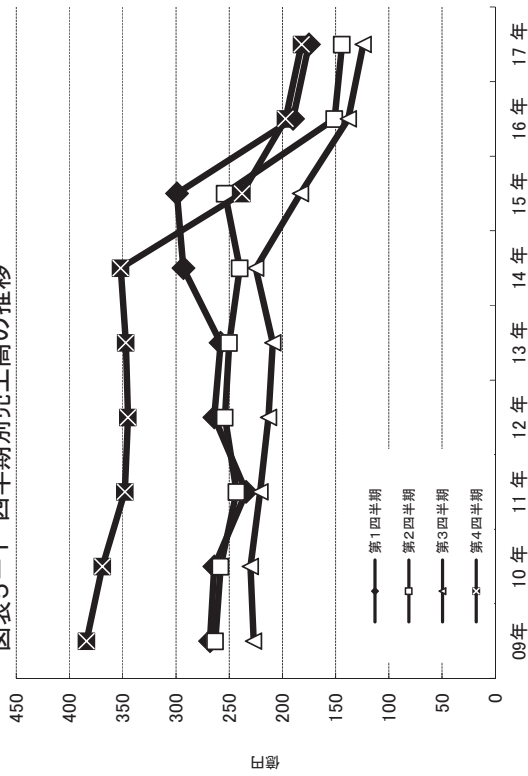
図表5-3 四半期別総資本経常利益率の変化



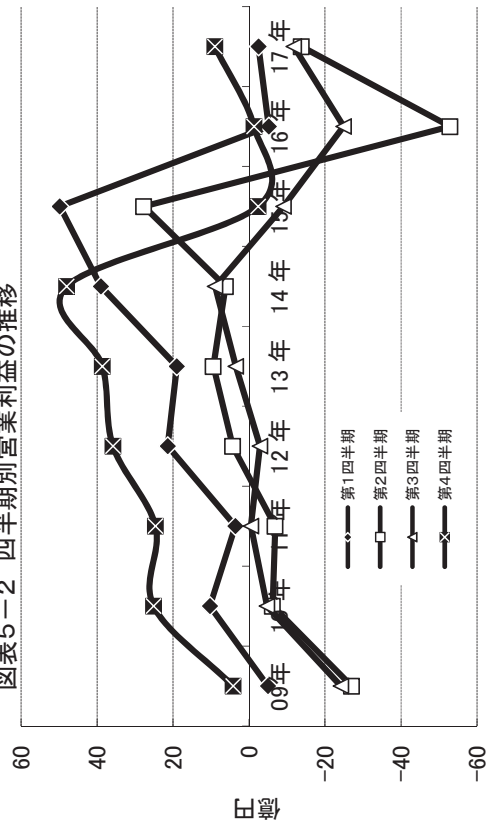
図表5-4 四半期別売上高営業利益率の推移



図表5-1 四半期別売上高の推移



図表5-2 四半期別営業利益の推移



Measuring Systematic Market Liquidity¹

Wang Jingsui (王京穗)

Abstract

Market liquidity represents the ease with which financial security transactions can be executed. High liquidity allows transactions at a low cost within a short period of time. This study covers the Japanese corporate bond market's liquidity and its premium. Compared to stock markets, bond markets have limitations in its data availability for liquidity research. Corporate bond market is an OTC market, and because it has a low trade volume, data such as transaction price, volume are hard to obtain. This study uses easy-to-obtain alternative data to measure bond's liquidity. In real estate area, data of transaction price and volume are harder to obtain. This research will give us useful hints on measuring real estate asset's market liquidity.

1. Introduction

Market liquidity (hereafter referred to as "liquidity") represents the ease with which financial security transactions can be executed. High liquidity allows high volume security transactions at a low cost within a short period of time. Since high liquidity is often taken for granted in financial theories, the effects of liquidity were not always taken into consideration. However, sharp declines in liquidity have become frequent, following the financial crisis of 2008, and the understanding of liquidity and its premium has become more important than ever before.

This study covers the Japanese corporate bond market's liquidity and its premium. Compared to stock markets, bond markets have limitations in its data availability for liquidity research. Corporate bond market is an OTC market, and because it has a low trade volume, data such as transaction price, volume, and BASP (Bid-Ask-Spread) are hard to obtain. This study uses easy-to-obtain data from JSDA (Japanese Securities Dealers Association)'s RSY (Reference Statistical Yields for OTC bond transactions) to calculate HLG² (High-Low Gap). Japanese corporate bond market's liquidity was measured, and liquidity premium's framework was then built based on that data.

This study comprises the following sections. Section 2 will introduce existing research on the liquidity index. Section 3 will 1) verify the background theories and effectiveness of HLG as an indicator of liquidity, 2) deconstruct the systematic risk and unsystematic risk in HLG, 3) construct a decomposition model of corporate bond spread (yield spread of corporate bonds over government bonds) into the liquidity risk and default risk premiums, and 4) verify the model using historical data, and construct a framework to measure liquidity and its total premium. Section 4 will summarize the findings and determine its possible applications.

The following are major conclusions of the findings in this study:

- 1) HLG is an effective indicator of liquidity.

1 This study based on the research that received the support of the Grant in Aid for Scientific Research (22530323).

2 Refer to Appendix-1 for RSY and HLG.

- 2) HLG can be divided into market liquidity as a whole and other liquidity.
- 3) HLG and its fragments can be used to estimate, by separating, liquidity premiums from corporate bond spreads.
- 4) The liquidity premium estimated by this study's model is extremely reliable.

2. Liquidity of Bonds

2-1. Existing Research

Volume and turnover ratios are a clear indicator of liquidity. If the trade volume is high, a large volume of transactions can be completed in a short amount of time. High turnover ratios frequent transactions with short asset holding periods.

On the other hand, low trade volume and turnover ratios do not always mean low liquidity. Especially in the case of assets having high substitutability and a low unsystematic risk, such as for bonds, low trade volume of an individual security does not always mean it is difficult to trade. For this reason, many technical indicators have been developed to more accurately measure liquidity.

1) **BASP indicator**

Because high BASP makes trading difficult, BASP can be used as an indirect indicator of liquidity. In the case of government bonds, the dealer's asking price BASP is widely used as an indicator of liquidity, and BIS also uses BASP to measure liquidities of government bonds of various countries.

However, bid and ask prices for bonds, other than government bonds, are not recorded, so it is difficult to use BASP as a general indicator for liquidity.

2) **Market impact indicator**

Market impact is the level of a price change following a transaction. It is usually defined by the ratio of price change and transaction volume. One of the major indicators is devised by Amihud [2002], which is widely used as a liquidity indicator for publicly traded stocks. It is calculated by computing the average period of the daily price fluctuation divided by the daily transaction volume. In the case of corporate bonds, Lin, H., J. Wang, and C. Wu [2011] used the U.S. TRACE³ to study Amihud's index, but in practice, it is difficult to apply a market impact index to assets which struggle to measure the trading volume and price, such as for bonds, comprising of low trading volumes.

3) **Time series indicator**

Time series indexing uses time series data patterns of asset price alone to determine the degree of liquidity. There are many kinds of time series indexing, including those using change in volatility of similar bonds, and smoothness of the yield curve. Pastor and Stambaugh [2003] have observed that when there is a large fluctuation in asset price for those with not enough liquidity, there is a negative auto-correlation on the next day, with the correction in the opposite direction. They proposed a liquidity measurement model as a rate of return time series with auto-correlation. Chen, Lesmond and Wei [2007] devised a method to estimate an implied transaction cost using the maximum likelihood method against a time series data for pricing, and defined cost as an alternative liquidity indicator.

However, in the case of low transaction volume (OTC-based corporate bond transactions) excluding U.S. TRACE, we cannot obtain sufficient price information and therefore application of time-series indexing is also difficult.

³ TRACE (The Trade Reporting and Compliance Engine) is an American corporate bond information system operated by FINRA (The Financial Industry Regulatory Authority).

4) Trade interval indicator

Trade interval is another effective indicator of liquidity. It can be applied to assets with a low transaction frequency, and has a wide range of application. Liu [2006] proposed a method of trade interval indicator using the number of trade days and turnover ratios for days where there were no transactions. It is difficult to measure trade intervals in the case of OTC transaction based bonds, but Lesmond, Ogden, and Trzcinka [1999] determined that market makers tend to continue asking for the same price when transactions do not occur, and will use the number of days with zero daily rate of return as an alternative indicator for trade intervals. Wang, Okazaki [2009] and Wang [2011] determined that trade intervals have an effect on distribution of opinions toward prices in the market, and the RSY for Japanese government-guaranteed bond and corporate bond's highest and lowest opening HLG were determined to function as an alternative indicator for trade intervals.

2-2. Liquidity Risk Premium

Investing in assets with a low liquidity carry the risks of price uncertainty during acquisition and sale, as well as difficulty of sale. These risks shall be called the liquidity risk in this study. Investors demand a premium in return for bearing liquidity risk. Ibbotson [2009] conducted an empirical research on stock liquidity and excess return. It was concluded in his research that liquidity is independent from traditional factors such as size, value, growth, and momentum, and he states that it is one of the sources of excess return.

In the case of corporate bonds, corporate bond spread is the premium for the risk toward its security, and it is thought to be comprised of liquidity risk premium and default risk premium. Collin-Dufresne and Goldstein [2001] explained that default risk premium can only explain approximately 25% of corporate bond spread fluctuations, pointing to the existence of premiums other than default risk. Chen, Lesmond and Wei [2007], Lesmond, Ogden and Trzcinka [1999], and others have conducted research on the U.S. bond market. These researches have concluded that the effect of liquidity risk in terms of the corporate bond spread is equal or greater than the credit rating. CDS (Credit Default Swap) is thought to have higher liquidity than corporate bonds. But according to Longstaff, Mithal and Neis [2005], the ratio of default risk premium in CDS pricing is about 51% for AAA/AA bonds, about 56% for A bonds, and about 71% for BBB bonds explaining that liquidity risk also exist for CDS.

For studies on Japanese corporate bonds, there are Kaguraoka [2010], Miyakawa & Watanabe [2010], and Nakamura [2009] as well as others. Kaguraoka, Miyakawa, and Watanabe introduced HLG in the multivariate statistic model, and confirmed its effects on corporate bond spreads. Nakamura [2009] concluded that liquidity risk better explains fluctuations in spread than default risk.

Wang and Okazaki [2009] used HLG as a liquidity indicator to estimate liquidity premium of Japanese government-guaranteed bonds. Wang [2010] also used HLG to deconstruct liquidity premiums in corporate bond spreads.

2-3. Data

The historical data used in this study is listed in Table-1. The data range is from January, 2005 to August, 2010.

Table-1: Data Set Used

Data Set A		Source
Data Content	Average monthly HLG for government bonds	QUICK
	Average monthly HLG for government-guaranteed bonds and FILP agency bonds	QUICK
	Average monthly HLG for corporate bonds by credit rating	QUICK
	Monthly trade volume for government bonds, government-guaranteed bonds, FLIP agency bonds, and corporate bonds	JSDA
Data Set B		Source
Data Content	Monthly HLG for individual corporate bonds	QUICK
	Median for corporate bond spreads	QUICK
Criteria	Bond duration between 2 and 7 years	
Data Set C		Source
Data Content	Monthly HLG for individual corporate bonds	QUICK
	Monthly historical volatility for individual corporate bonds	QUICK
	Monthly trade volume for corporate bonds	JSDA
Criteria	Bond duration between 2 and 7 years	

R&I's (Rating & Investment Information, Inc) bond rating was used on bonds with BBB rating or higher. Data Set C included samples with extremely large corporate bond spreads, but those with spreads greater than 6% were deemed ineligible and were excluded. To avoid the effects of government bond futures, bond duration was included in data criteria.

Refer to Appendix-2 for a summary of the panel data.

3. Market Liquidity and its Premium

3-1. Basic Model

Dealer's Price Quotation Model in Figure-1 will now be introduced. Dealers can quote their prices at point t , but their base information used at this instance is the trade price (including similar bonds) of the previous transaction time t^- . The interval Δt of t and t^- is presumed to have the following effects on the asking price:

If Δt is small, information at t^- is close to its market condition at point t , and dealers can set the asking price with a high conviction. There is limited room for individual judgment by dealers, and there will be small variation in asking prices. If Δt is large, information at t^- would be obsolete, causing gaps in information. Dealers must individually analyze the market condition and set asking prices based on their judgments. In this case, each dealer's judgment will normally differ, and there will be a variance in the asking price at t . The variance is thought to become greater as Δt becomes larger.

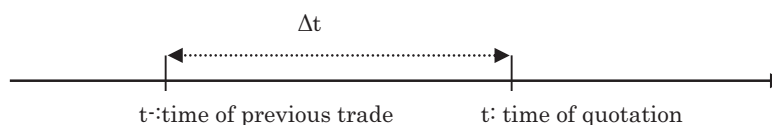


Figure-1: Dealer Price Quotation Model

This relationship is important. In the bond market, Δt cannot be directly observed, but variation in its asking price can be measured. In the Japanese corporate bond market, RSY's highest and lowest opening HLG is an indicator of this variance. Bond i 's HLG are defined as the following:

$$HLG_{i,t} = |H_{i,t} - L_{i,t}| \quad [1]$$

$H_{i,t}$ and $L_{i,t}$ are highest and lowest RSY values for t within bond i in [1]. $HLG_{i,t}$ is the distribution of opinion range of bond i for multiple dealers. If the distribution of opinion follows Gaussian or uniform distribution, then $|H_{i,t} - L_{i,t}|$ and standard deviation of distribution of opinion $\sigma_{op,i}$ will have the following relationship⁴:

$$|H_{i,t} - L_{i,t}| \propto \sigma_{op,i} \quad [2]$$

3-2. HLG and Trade Intervals

As a matter of course, trade interval Δt is a function of trade volume. If the average trade size is constant, then trade volume V and Δt will have a relationship of $\Delta t \propto 1/V$. It should be noted that V is not only the trade volume of the bond in question, but also the trade volume of similar corporate bonds that can be used as a reference for pricing information.

The cause of variance in asking price is the uncertainty of Δt . Deviation of corporate bond spread y_i is:

$$dy_i = b_i \cdot dt + \sigma_{y,i} \cdot dw(t) \quad [3]$$

Furthermore, i is the bond number, $\sigma_{y,i}$ is bond i 's volatility, b_i is the drift term, and $w(t)$ represents the Brownian motion. After the progress of Δt , t becomes:

$$y_i(t^- + \Delta t) = y_i(t^-) + b_i \cdot \Delta t + \sigma_{y,i} \cdot (w(t^- + \Delta t) - w(t^-)) \quad [4]$$

The standard deviation of $y_i(t^- + \Delta t) - y_i(t^-)$ is:

$$STD[y_i(t^- + \Delta t) - y_i(t^-)] = \sigma_{y,i} \sqrt{\Delta t} \quad [5]$$

Let's say $\sigma_{y,i} \sqrt{\Delta t}$ is comparable to distribution of opinion standard deviation $\sigma_{op,i}$ for a dealer's asking price, HLG and Δt will have the following relationship by using equation [2]:

$$HLG_i \propto \sigma_{y,i} \sqrt{\Delta t} \quad [6]$$

HLG is a trade interval indicator as well as being proportionate to volatility $\sigma_{y,i}$ and the square root of interval Δt_i . In this study, the monthly average HLG⁵ is used.

3-3. Effectiveness as a Liquidity Indicator

The effectiveness as a liquidity indicator for HLG will be determined by looking at two angles: the correlation of HLG and trade volume, and the comprehensiveness of the empirical order.

1) Correlation of HLG and Trade Volume

Table-2 shows the correlation of a monthly and a 3-month average for HLG and trade volumes of Japanese corporate bonds, government bonds, government-guaranteed bonds, and FILP agency bonds. From this chart, a negative correlation of HLG and trade volume is observed, regardless of the types of bonds. In other words, this is

4 Strictly speaking, the relationship in [2] is dependent on the number of dealers quoting an asking price. This study will not consider its effect. Please refer to Appendix-1 for details.

5 Daily HLG is easily affected by dealer's supplies and expectations. Monthly average data can eliminate this problem to a degree.

the proof that the trade volume information is included in HLG, and it supports the argument of its effectiveness as a liquidity indicator.

Table-2: Spearman's rank correlation for average HLG and trade volume.

	All Corporate Bonds	AAA Bonds	AA Bonds	A Bonds	BBB Bonds	Govt. Bonds	Guaranteed Bonds	FILP Bonds
Monthly Avg.	-0.464	-0.561	-0.444	-0.539	-0.490	-0.592	-0.553	-0.439
3-Month Avg.	-0.492	-0.540	-0.422	-0.539	-0.487	-0.650	-0.632	-0.533

- Source: Data set A

2) Comprehensiveness of the Empirical Order

In the Japanese bond market, government bonds are thought to have the highest liquidity, followed by government-guaranteed bonds and FILP agency bonds. This order will be referred to as an empirical order in this study.

Figure-2 shows the monthly moving average of HLG for government bonds, government-guaranteed bonds, and FILP agency bonds. HLG for Government bonds is the lowest, and the number increases in the order of government guaranteed bonds, then FILP agency bonds. The liquidity order and the empirical order of HLG coincides regardless of the time period.

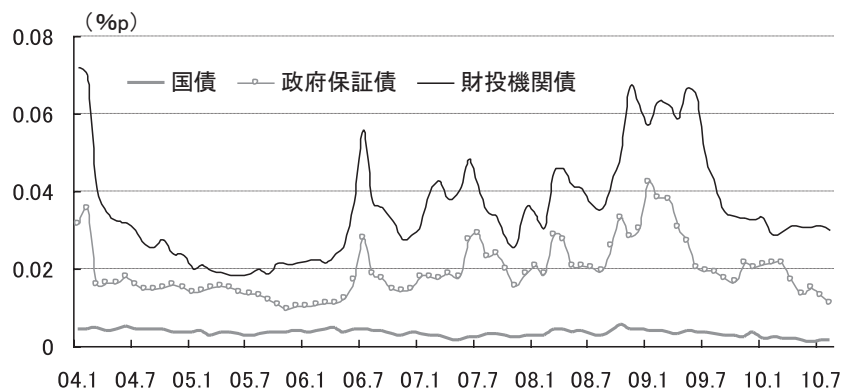


Figure-2: Monthly moving average for HLG of government and other bonds

The moving average HLG by corporate bond rating is shown in Figure-3. There is an increase in HLG for corporate bonds following the Lehman Shock in August 2008. HLG captures the decrease in liquidity.

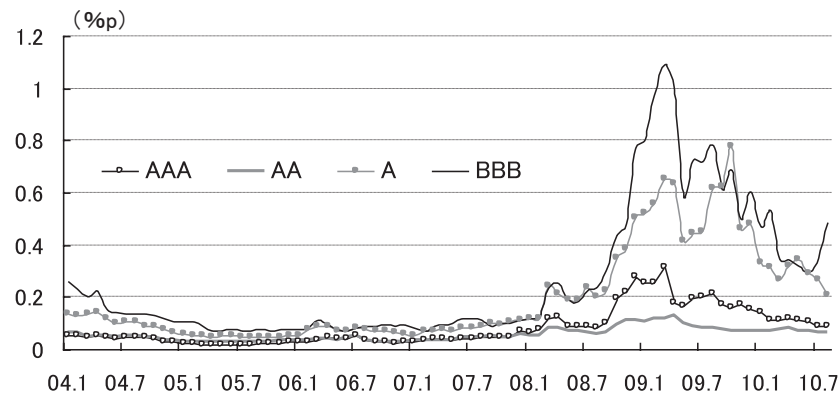


Figure-3: Monthly moving average HLG for rated corporate bonds

Kyle [1985] identifies three dimensions of liquidity: tightness, depth, and resiliency. BIS [1999] has also adopts this definition. Tightness represents the deviation of trade price from the equilibrium price. RSY is the market opinion rather than trade price, but if its variance is significant, there will be an uncertainty of future trade prices, and the possibility of diverging from the equilibrium price will increase. That is, HLG is an indirect indicator of tightness. Depth represents the volume that can be traded without affecting market price, while trade volume and frequency are its major indicators. The relationship of HLG and Δt , as well as the relationship of HLG and trade volume observed by numerical analysis in [6], is the proof that HLG is a measurement of depth. Resiliency is the speed at which a price imbalance, caused by temporary discrepancy in supply and demand, returns to normal price. The speed of recovery is generally thought to be faster when market opinions toward prices are in agreement, rather than when dealers have different opinions. In other words, the smaller the HLG, a faster resiliency can be observed.

As seen in the above analysis, it can be concluded that HLG is an effective, comprehensive indicator of liquidity.

3-4. Decomposing HLG

Regardless of trade volume V , so long as the average transaction size is constant, the statement $\Delta t \sim 1/V$ is true and the relationship $HLG_i \propto \left(\frac{\sigma_{y,i}^2}{V}\right)^{0.5}$ can be observed from [6]. Figure-4 confirms this equation using Data Set A. This is a scatter diagram (logarithmic scale) with $HLG_i(t)$ as the y-axis, and $\sigma_{y,i}(t)^2/V(t)$ as the x-axis. From its shape, the relationship:

$$\log(HLG_i(t)) = \log(K_i) + x \cdot \log\left(\frac{\sigma_{y,i}^2(t)}{V(t)}\right) \tag{7}$$

can be observed between $HLG_i(t)$ and $\sigma_{y,i}(t)^2/V(t)$.

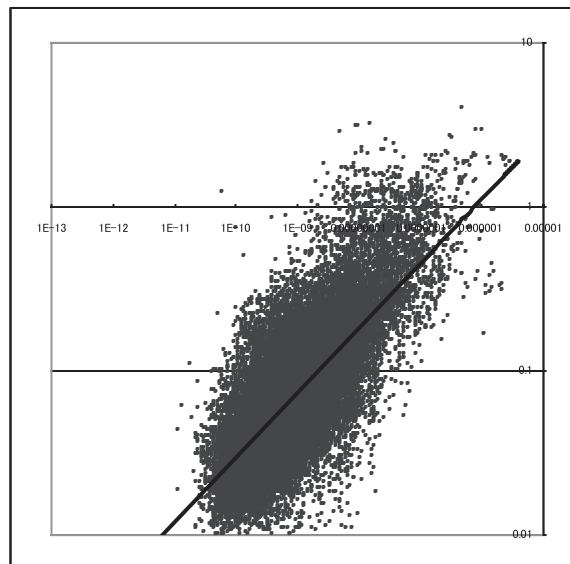


Figure-4: The relationship of $HLG_i(t)$ and $\sigma_{y,i}(t)^2/V(t)$.

In [7], i is the bond number, $\sigma_{y,i}(t)$ is its volatility, and $V(t)$ is the trade volume for all corporate bonds. Assuming $1/V(t)$ is the condition of market liquidity as a whole (systematic liquidity), then HLG is its function, and the sensitivity of systematic liquidity is determined by individual bond's volatility and coefficient K_i . In addition, transaction size and trade volume often have a positive correlation, and radicand x is predicted to be

smaller than 0.5.

Table-3 is an estimated result of [7]. x is 0.329, $\log(K_i)$'s average is estimated to be 4.63. The numbers are within the expected range, and it is statistically significant.

Table-3: Estimated result of equation [7].

Dependent Variable: HLG
 Method: Panel Least Squares
 Sample: 2005M01 2010M08
 Periods included: 68
 Cross-sections included: 1584
 Total panel (unbalanced) observations: 81636

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Log_K	4.640345	0.027774	167.0741	0.0000
X	0.329160	0.001338	263.1905	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.690435	Mean dependent var	-2.652499
Adjusted R-squared	0.684310	S.D. dependent var	0.964274
S.E. of regression	0.541790	Akaike info criterion	1.631350
Sum squared resid	23497.92	Schwarz criterion	1.812108
Log likelihood	-65003.43	Hannan-Quinn criter.	1.686711
F-statistic	112.7152	Durbin-Watson stat	0.706832
Prob(F-statistic)	0.000000		

K_i can vary depending on the bond in [7], and is an attribute of each bond. The distribution of K_i is shown in Figure-5. [7] can be interpreted as the following:

- 1) Systematic liquidity is determined through $1/V^x(t)$, and each HLG bond's sensitivity is $K_i \cdot \sigma_{y,i}^{2x}(t)$.
- 2) $K_i \cdot \sigma_{y,i}^{2x}(t)$ is the liquidity characteristic of individual bonds.

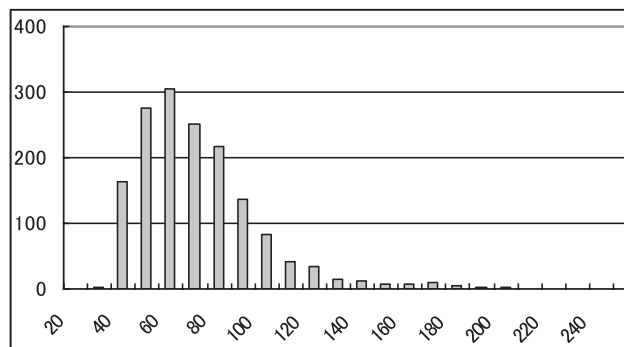


Figure-5: Distribution of K_i

To summarize, approximately 70% of HLG can be explained by systematic liquidity. The sensitivity of systematic liquidity is made up of individual bond's characteristics, volatility and K_i .

In terms of CAPM, HLG can be decomposed into:

$$HLG_i(t)^2 = HLS_i^2(t) + HLU_i^2(t) \tag{8}$$

In [8], $HLS_i(t)$ represents the price uncertainty caused by the systematic liquidity. $HLU_i(t)$ shows the price uncertainty caused by factors other than systematic liquidity. This $HLU_i(t)$ includes judgment towards default

risk, uncertainties due to dealer supplies as well as other causes such as diminishing liquidity caused by individual bonds.

Using Table-3's results:

$$HLS_i(t) = K_i \left(\frac{\sigma_{y,i}(t)^2}{V(t)} \right)^{0.32} \quad [9]$$

$$HLU_i^2(t) = HLG_i^2(t) - HLS_i^2(t)$$

can be derived. It is possible to decompose HLG as systematic liquidity factor $HLS_i(t)$ and other factors $HLU_i(t)$ using [9].

3-5. Forming a Corporate Bond Spread Model

It is apparent from numerous research results that default risk can only explain a part of a corporate bond spread. The actual average spread for rated corporate bonds (Table-4), and the default rates announced by R&I (Table-5) show the disparity in corporate bond spread and is significantly smaller than the disparity in default rates between different bond ratings. The existence of a factor other than default risk premium in the corporate bond spread can also be observed using this data.

Table-4: A sample corporate bond spread (average SRY in August 2008)

AAA	AA	A	BBB	BB
0.188	0.282	0.815	0.965	1.348

- Data Source: QUICK

- Credit Rating: R&I

Table-5: Default rate by credit rating

	Cumulative default rate (%)							Average default rate (%) / Year
	1 year later	2 years	3 years	4 years	5 years	6 years	7 years	
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15	0.30	0.010
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.11	0.16	0.007
A	0.05	0.14	0.26	0.42	0.57	0.73	0.99	0.098
BBB	0.07	0.28	0.48	0.72	1.05	1.38	1.68	0.176
BB	1.86	3.19	4.67	5.72	6.44	7.33	8.68	1.456

- Data Source: R&I

Corporate bond spread here will be defined as:

Corporate spread = Liquidity risk premium + Default risk premium

Liquidity risk premium = Risk unit price \times Liquidity indicator

The three candidates of liquidity indicator for the calculation of liquidity risk premium are 1) HLG, 2) HLS, 3) HLS and HLU. The simplest method is the use of HLG. It is also consistent with CAPM, which only pays premium for systematic risk. The usage of HLU is an eclectic one where premium is also paid for individual risks.

Default risk premium will be dependent on corporate bond ratings. Depending on the liquidity measurement used, there are the following three models for corporate bond spread i at time t :

$$sp_{i,t} = a \cdot HLG_{i,t} + \sum_k h_k \cdot R_{i,t}(k) + \varepsilon_{i,t} \quad [10-1]$$

$$sp_{i,t} = b \cdot HLS_{i,t} + \sum_k h_k \cdot R_{i,t}(k) + \varepsilon_{i,t} \quad [10-2]$$

$$sp_{i,t} = b \cdot HLS_{i,t} + c \cdot HLU_{i,t} + \sum_k h_k \cdot R_{i,t}(k) + \varepsilon_{i,t} \quad [10-3]$$

In this study, [10-1], [10-2], and [10-3] will be referred to as the HLG model, HLS model, and HLS + HLU model, respectively. In each model, corporate spread $sp_{i,t}$ is decomposed into parts that represent liquidity risk premium and the part that represents the default risk premium $\sum_k h_k \cdot R_{i,t}(k)$. In the HLG model, liquidity risk premium is $a \cdot HLG_{i,t}$, in the HLS model, it is $b \cdot HLS_{i,t}$, and in the HLS + HLU model, it is $b \cdot HLS_{i,t} + c \cdot HLU_{i,t}$. Coefficients a , b , and c represents the liquidity risk unit prices in each model. h_k is the default risk premium corresponding to the credit rating k . $R_{i,t}(k)$ is a variable that represents the bond rating, and if bond i 's rating at time t , $Rating_{i,t}$ is equal to k , then it is 1, else it is 0.

$$R_{i,t}(k) = \begin{cases} 1 & \text{if } Rating_{i,t} = k \\ 0 & \text{else} \end{cases} \quad [11]$$

3-6. Testing

Coefficients $a, b, c, \{h_k\}$ will be estimated using Data Set C against the three models in [10]. GLS (time series SUR weighting) will be used for estimation. Table-6 is the estimation results, without taking into consideration bond rating⁶ scores. From these three charts, all variables derived were found to be statistically significant (critical p-value 1%). Liquidity risk unit prices a, b, c were estimated to be 1.8, 1.36 to 1.38, and 0.9. Liquidity risk unit prices are positive, and $c < a < b$ are also logical. In addition, it was confirmed that default rating premium $\{h_k\}$ for each credit rating increased as ratings decreased. The Durbin-Watson Ratios were under 2, but they were in the range of 1.3 to 1.5, so it is conceivable that the problem of error terms in serial correlation is void. Statistical software Eviews-7 was used.

By comparing the three models' results as well as their ability to explain sp , HLS model was a much more effective route than the HLG model. This is an indirect evidence that liquidity premium makes a larger part of HLS than HLG in the market. In addition, HLS + HLU model had a stronger explanation than the HLS model. This means that a premium is paid for factors other than systematic risk in the market. Of course, this premium is lower than the systematic risk premium.

Table 6-1: HLG Model Testing (without taking into account variation in ratings score)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Raa	0.120	0.003	43.2	0.000
Ra	0.268	0.002	112.6	0.000
Rbbb	0.406	0.004	113.3	0.000
HLG	1.812	0.010	180.9	0.000
Weighted Statistics				
R-squared	0.508	Mean dependent var		0.537
Adjusted R-squared	0.508	S.D. dependent var		1.267
S.E. of regression	0.744	Sum squared resid		26762.8
Durbin-Watson stat	1.322			

6 Due to the limitation in AAA sample size, AAA and AA were combined as AA.

Table 6-2: HLS Model Testing (without taking into account variation in ratings score)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Raa	0.063	0.003	24.1	0.000
Ra	0.165	0.002	68.3	0.000
Rbbb	0.313	0.004	86.7	0.000
HLS	2.996	0.016	185.5	0.000

Weighted Statistics				
R-squared	0.512	Mean dependent var		0.530
Adjusted R-squared	0.512	S.D. dependent var		1.224
S.E. of regression	0.736	Sum squared resid		26161.7
Durbin-Watson stat	1.482			

Table 6-3: HLS + HLU Model Testing (without taking into account variation in ratings score)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Raa	0.066	0.003	25.8	0.000
Ra	0.164	0.002	70.6	0.000
Rbbb	0.303	0.003	88.2	0.000
HLS	2.552	0.014	188.6	0.000
HLU	0.948	0.009	106.1	0.000

Weighted Statistics				
R-squared	0.560	Mean dependent var		0.595
Adjusted R-squared	0.560	S.D. dependent var		1.326
S.E. of regression	0.760	Sum squared resid		27876.7
Durbin-Watson stat	1.449			

Table-7 is the estimation results taking into consideration variation in bond rating⁷ scores. The overall pattern is similar to the case without the variation in ratings scores, but the model interpretability decreased when including variations in scoring. The market may not be considering these variations when setting the asking price, or it is possible that the ratings are not as precise. The Durbin-Watson Ratio also performed worse when variation in scoring was considered.

Table 7-1: HLG Model Testing (with score variation)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Raaa	0.142	0.006	25.5	0.000
Raa-	0.222	0.007	31.7	0.000
Ra+	0.273	0.005	58.7	0.000
Ra	0.305	0.005	66.0	0.000
Ra-	0.347	0.005	69.8	0.000
Rbbb+	0.395	0.006	63.6	0.000
Rbbb	0.449	0.007	62.5	0.000
HLG	1.472	0.012	125.2	0.000

Weighted Statistics				
R-squared	0.491	Mean dependent var		0.462
Adjusted R-squared	0.491	S.D. dependent var		0.943
S.E. of regression	0.624	Sum squared resid		18790.3
Durbin-Watson stat	1.215			

7 Due to the limitation in AAA and AA + sample sizes, AAA, AA +, and AA were combined as AAA.

Table 7-2: HLS Model Testing (with score variation)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Raaa	0.074	0.004	19.3	0.000
Raa-	0.118	0.006	20.7	0.000
Ra+	0.152	0.004	37.2	0.000
Ra	0.181	0.004	47.4	0.000
Ra-	0.229	0.004	51.9	0.000
Rbbb+	0.299	0.006	54.4	0.000
Rbbb	0.375	0.006	61.9	0.000
HLS	2.345	0.020	118.2	0.000
Weighted Statistics				
R-squared	0.480	Mean dependent var		0.452
Adjusted R-squared	0.480	S.D. dependent var		0.968
S.E. of regression	0.636	Sum squared resid		19528.8
Durbin-Watson stat	1.379			

Table 7-3: HLS + HLU Model Testing (with score variation)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Raaa	0.082	0.004	20.0	0.000
Raa-	0.127	0.006	22.2	0.000
Ra+	0.161	0.004	39.9	0.000
Ra	0.190	0.004	49.5	0.000
Ra-	0.234	0.004	53.8	0.000
Rbbb+	0.293	0.005	53.9	0.000
Rbbb	0.364	0.006	59.5	0.000
HLS	2.010	0.016	122.7	0.000
HLU	0.812	0.010	82.4	0.000
Weighted Statistics				
R-squared	0.528	Mean dependent var		0.514
Adjusted R-squared	0.528	S.D. dependent var		1.024
S.E. of regression	0.654	Sum squared resid		20681.9
Durbin-Watson stat	1.309			

Table-8 is the decomposition of the (average) corporate bond spread by credit rating into liquidity risk spread and default risk spread using the results in Table-6. From the table, liquidity risk premium for AAA/AA, A, and BBB rating bonds were approximately 21%, 43%, and 52% of the entire corporate bond spread. This result, once again, shows the importance of liquidity.

Table-8: Structure of liquidity risk premium and default risk premium

Rating	AAA • AA	A	BBB
Corporate bond spread	0.225	0.550	0.857
HLG	0.059	0.124	0.167
Liquidity risk spread	0.047	0.239	0.445
Default risk spread	0.178	0.311	0.412

- Average values from January 2005 to August 2010 were used in the calculation.

3-7. The Stability of the Liquidity Risk Premium

Many studies include macro factors, industry types, or maturity dates in the right side of equation [10]. In this section, the reliability of this study’s models and the problem of missing variables will be addressed by adding macro factors and maturity dates into the models in this section.

The middle columns of Table 9-1, Table 9-2, and Table 9-3 show the estimated result by adding the bond maturity date (*Mat*) as an explanatory variable to the three models in [10]. From *t* values, it has become apparent that the maturity date is statistically significant as an explanatory variable. However, the inclusion of maturity date barely affected the estimated value of liquidity risk premium. HLS, HLS, and HLU included information that was entirely different from maturity dates, and the results were confirmed to be stable.

Using Miyakawa & Watanabe [2011] as a reference, macro indices relating to default and liquidity risks: 1) 10-year JGB (Japanese Government Bond) and 2-year JGB yield deviation < *JGBSLOPE* >, 2) 10-year JGB yield < *JGB10Y* >, 3) Nikkei average return < *NKY* >, and 4) TIBOR and JGB's spread < *T_JGBGAP* >, were included as explanatory variables. Intriguingly, the estimated values for liquidity risk premium remained nearly the same, even with the inclusion of these explanatory variables. This means that HLS, HLS, and HLU included information on non-macro indices, and that their informational value was reaffirmed. On the other hand, inclusion of macro indices greatly changed its estimated results of the default risk premium $\{h_k\}$, but model's explanation rate (*Adjusted R2*) barely increased at all. To explain the corporate bond spread, this means that macro indices are redundant with credit rating information, and that macro factors did not consist of a significant amount of additional information.

From the above analysis, the composition of liquidity risk premium in this study's models was found to be extremely stable.

Table 9-1: HLG model's stability check

	Model [10]		Add Maturity		Add Macro Factors	
<i>HLG</i>	1.812	(180.9)	1.795	(178.2)	1.671	(172.2)
<i>Raa</i>	0.120	(43.2)	0.189	(31.1)	-0.117	(-10.8)
<i>Ra</i>	0.268	(112.6)	0.334	(58.2)	0.029	(2.7)
<i>Rbbb</i>	0.406	(113.3)	0.471	(74.1)	0.174	(15.9)
<i>Mat</i>			-0.047	(-12.8)		
<i>JGBSLOPE</i>					-0.029	(-4.7)
<i>JGB10Y</i>					0.116	(23.1)
<i>NKY</i>					0.054	(6.4)
<i>T_JGBGAP</i>					0.628	(43.8)
<i>Adj. R2</i>	0.508		0.510		0.528	
<i>D.W Ratio</i>	1.322		1.320		1.303	

-The values in parentheses are t values.

Table 9-2: HLS model's stability check

	Model [10]		Add Maturity		Add Macro Factors	
<i>HLS</i>	2.996	(185.5)	2.970	(182.9)	2.709	(169.1)
<i>Raa</i>	0.063	(24.1)	0.158	(23.6)	-0.177	(-16.8)
<i>Ra</i>	0.165	(68.3)	0.257	(39.8)	-0.069	(-6.6)
<i>Rbbb</i>	0.313	(86.7)	0.404	(57.4)	0.086	(7.9)
<i>Mat</i>			-0.062	(-15.5)		
<i>JGBSLOPE</i>					0.023	(3.7)
<i>JGB10Y</i>					0.081	(16.3)
<i>NKY</i>					0.145	(11.9)
<i>T_JGBGAP</i>					0.751	(51.6)
<i>Adj. R2</i>	0.512		0.513		0.509	
<i>D.W Ratio</i>	1.482		1.479		1.449	

-The values in parentheses are t values..

Table 9-3: HLS + HLU model's stability check

	Model [10]		Add Maturity		Add Macro Factors	
<i>HLS</i>	2.552	(188.6)	2.535	(186.6)	2.395	(177.0)
<i>HLU</i>	0.948	(106.1)	0.942	(105.4)	0.885	(101.5)
<i>Raa</i>	0.066	(25.8)	0.139	(22.6)	-0.152	(-15.5)
<i>Ra</i>	0.164	(70.6)	0.234	(39.9)	-0.050	(-5.1)
<i>Rbbb</i>	0.303	(88.2)	0.372	(57.8)	0.094	(9.4)
<i>Mat</i>			-0.048	(-13.1)		
<i>JGBSLOPE</i>					0.017	(3.0)
<i>JGB10Y</i>					0.081	(17.2)
<i>NKY</i>					0.129	(12.4)
<i>T JGBGAP</i>					0.619	(46.2)
<i>Adj. R2</i>	0.560		0.563		0.570	
<i>D.W Ratio</i>	1.449		1.446		1.421	

-The values in parentheses are t values.

4. Conclusion

This study proposes HLG as an indicator to measure the liquidity of bonds, and confirmed the background theories and verified their effectiveness. Using the dealer's quotation model as a base, the logical reasoning of using HLG as a liquidity indicator was proven. In addition, historical data was used to analyze the correlation of HLG and bond trading volume, as well as the comprehensiveness of an empirical order to confirm HLG's effectiveness as a liquidity indicator.

HLG is also an indicator of uncertainty in price, and from this angle, this study proposed decomposition models of HLG into systematic liquidity contribution (HLS) and other parts (HLU), forming three models to calculate the liquidity risk premium. Of the three models, HLG model is the simplest, while HLS model follows the concept of CAPM, and HLS + HLU model paid premiums for individual risks. As a result of testing historical data, all three models were found to work. However, the HLS + HLU model had the best ability to explain the corporate bond spread. The fact that corporate bonds investments are not as diversified as equities, is believed to be the backbone of these results.

Furthermore, test results confirmed liquidities HLG, HLS, and HLS + HLU to constantly affect the price of corporate bonds. In addition, Japanese corporate bonds, on average, were constructed by liquidity risk premiums that accounted for 21% of spreads in AAA/AA rated bonds, 43% for A, and 52% for BBB. There are similar conclusions in previous studies, but this study uses models that are very stable in estimating liquidity risk premiums. Even when maturation duration and macro indices were included in the model, liquidity risk premiums were barely affected. Since HLG are calculated from the disclosed RSY data, the models in this study bring new possibilities to the bond liquidity analysis field known to have limited data, highlighting robustness and the significance

The main ideas behind the models in this study indirectly estimate liquidity through the disagreement (distribution) of market opinions toward asset prices. This idea is simple and widely applicable. For example, it can also be applied to CDS or real estate pricing. These are possible topics of study for future research.

References

- Amihud, Y., "Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects," *Journal of Financial Markets* 5, 2002, pp.31-56.
- Chen, L., D. Lesmond, and J. Wei, "Corporate Yield Spread and Bond Liquidity," *Journal of Finance* 112, 2007, pp.119-149.
- Collin-Dufresne P. and R. S. Goldstein, "Do Credit Spreads Reflect Stationary Leverage Ratios?" *Journal of Finance* 56,

2001, pp.1929-1957.

- Lesmond, D., A. J. Ogden, and C. Trzcinka, "A New Estimate of Transaction Costs," *Review of Financial Studies* 12, 1999, pp.1113-1141.
- Lin, H., J. Wang, and C. Wu, "Liquidity Risk and Expected Corporate Bond Returns," *Journal of Financial Economics* 99, 2011, pp.628-650.
- Liu, W., "A Liquidity Augmented Capital Asset Pricing Model," *Journal of Financial Economics* 82, 2006, pp.631-671.
- Longstaff, F. A., S. Mithal, and E. Neis, "Corporate Yield Spreads: Default Risk or Liquidity? New Evidence from the Credit Default Swap Market," *Journal of Finance* 60, 2005, pp.2213-2253.
- Miyakawa, D., and S. Watanabe, "Opinion Difference as a Measure of Illiquidity," submitted, 2011. (Miyakawa, D. and S. Watanabe, "Walking after Midnight: Measurements and Pricing Implications of Market Liquidity on Corporate Bonds," Development Bank of Japan Discussion Paper Series #1004, 2010.)
- Pastor, L. and R. Stambaugh, "Liquidity Risk and Expected Stock Returns," *Journal of Political Economy* 111, 2003, pp. 642-685.

(The following papers are in Japanese)

- Wang Jingsui, "Measuring Market Liquidity", Discussion Paper Series of Institute of Social Science, Meiji University, F-2013-1, P1-P24, 2013.
- Wang Jingsui, "Market Liquidity and Pricing", Memoirs of the Institute of Social Science, Meiji University, Vol 51, P205-P223, 2012.
- Wang Jingsui, "Market Liquidity and Risk Management in Japanese Bonds Market", Working Paper Series No.11-J-2, Bank of Japan, 2011.
- Wang Jingsui, "Market Liquidity and Valuation -from Bond Market to Real Estate Market", Discussion Paper Series of Institute of Social Science, Meiji University, J-2013-2, P1-P38, 2013.
- Wang Jingsui, "Pricing and VaR with Market Liquidity", MBS Review, Graduate School of Global Business of Meiji University, Vol 6, P21-P31, 2010.
- Wang Jingsui, Masaki Okasaki, "Market Liquidity and Liquidity Spread in Japanese Bond Market", 2008 JAFEE Winter Conference, The Japanese Association of Financial Econometrics and Engineering, P79-P99, 2009.

**APPENDIX-1. RSY (Reference Statistical Yields for OTC Bond Transactions)
And HLG (High-Low Gap)**

The Japanese RSY (Reference Statistical Yields for OTC bond transactions) is a value calculated based on the trade quotation reported at 3pm every day to the Japan Securities Dealers Association (JSDA) by twenty one member security firms for selected stocks. There are the average, the median, the day's high, and the day's low values in RSY, and each cumulative data is calculated after removing a certain percentage of the highest and the lowest values. Assuming the asking price for Company n from the largest to smallest is $\{y_n, y_{n-1}, \dots, y_1\}$. RSY is calculated after removing k numbers of highest and lowest values from the target data. Here, the number k is determined by n number of companies quoting an asking price (Table A-1).

Table A-1: Number of data n and $k(n)$ numbers removed

N	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
K	1	1	1	1	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	4
$2k/n$	0.34	0.28	0.26	0.22	0.40	0.36	0.34	0.30	0.28	0.40	0.38	0.38	0.34	0.32	0.30	0.38

- From JSDA's home page.

RSY's highest value is y_{n-k} , and lowest value is y_{1+k} . HLG will be the following:

$$HLG = y_{n-k} - y_{1+k}$$

Table A-1's third row is the percentage of data cut out of the final data. There are some discrepancies caused by n , but on average approximately a third of data are removed on both sides. HLG calculated in this method and the distribution of y 's standard deviation σ 's ratio $m = HLG/\sigma$ varies depending on the types of distribution. However in the case where y is either a Gaussian or a uniform distribution, then m is shown as Table A-2. From the table, it is apparent that m is not very dependent on the n number of companies quoting an asking price, and it is slightly larger than twice the standard deviation of price distribution of opinions.

Table A-2: m in $m = HLG/\sigma$ and number of data n

n	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
m_1	1.93	2.14	2.30	2.44	1.68	1.82	1.93	2.04	2.14	1.68	1.77	1.86	1.93	2.01	2.07	1.75
m_2	2.31	2.47	2.60	2.69	2.08	2.20	2.31	2.40	2.47	2.08	2.17	2.24	2.31	2.37	2.42	2.14

- m_1 is for normal distribution. m_2 is for uniform distribution.

APPENDIX-2. Panel Data Summary

There are extremely large corporate bond spreads included in the data (Table A-3). To remove these values as outliers, only 99.5% of the sample and those with spread under 6% were used.

Table A-3: Distribution of corporate bond spread

<i>sp</i>	Total		Sample	
1	54,508	91.0%	54,508	91.0%
2	57,382	95.8%	2,874	4.8%
3	58,528	97.7%	1,146	1.9%
4	59,120	98.7%	592	1.0%
5	59,425	99.2%	305	0.5%
6	59,607	99.5%	182	0.3%
7	59,689	99.7%	82	0.1%
10	59,800	99.9%	37	0.1%
15	59,880	100.0%	80	0.1%
20	59,886	100.0%	6	0.0%
25	59,887	100.0%	1	0.0%
30	59,888	100.0%	1	0.0%
35	59,888	100.0%	0	0.0%
40	59,890	100.0%	2	0.0%
45	59,891	100.0%	1	0.0%
50	59,891	100.0%	0	0.0%

Sample values with spreads of 6% or more that were removed belonged to A and BBB ratings, and they are concentrated in the periods after the Lehman Shock in 2008 3Q (Table A-4).

Table A-4: Samples analyzed

	Number of samples considered				Number of samples removed	
	AAA	AA	A	BBB	A	BBB
2005.1-3	3	588	669	306	0	0
2005.4-6	3	650	744	328	0	0
2005.7-9	5	697	826	340	0	0
2005.10-12	9	750	909	353	0	0
2006.1-3	38	828	978	368	0	0
2006.4-6	102	915	1,028	406	0	0
2006.7-9	9	978	1,058	432	0	0
2006.10-12	9	1,053	1,162	436	0	0
2007.1-3	9	1,054	1,287	460	0	0
2007.4-6	9	1,077	1,316	464	0	0
2007.7-9	9	1,094	1,310	459	0	0
2007.10-12	9	1,106	1,376	459	0	0
2008.1-3	9	1,091	1,368	437	0	0
2008.4-6	9	1,167	1,385	423	0	0
2008.7-9	9	1,193	1,303	422	25	1
2008.10-12	6	1,247	1,156	382	43	9
2009.1-3	9	1,257	1,075	345	75	41
2009.4-6	13	1,278	1,110	333	68	42
2009.7-9	16	1,367	1,139	326	18	22
2009.10-12	18	1,358	1,188	325	15	35
2010.1-3	18	1,428	1,207	326	0	40
2010.4-6	18	1,503	1,259	340	2	20
2010.7-8	12	1,004	850	218	0	10

不動産プロフェッショナルのキャリア形成について (Career Development of Professionals in Real Estate Business)

村 木 信 爾

内容

1. はじめにー環境の変化と新しいプロフェッショナル像……………51
2. 不動産プロフェッショナルの要件……………52
3. サービスの顧客価値と不動産プロフェッショナルサービス……………54
4. 不動産プロフェッショナルへの成長段階……………57
5. キャリアの成長・発達に大きな影響を与える要素……………59
6. キャリアの節目、転機と転職……………65
7. おわりに……………67

1. はじめにー環境の変化と新しいプロフェッショナル像

現代の社会経済は、少子高齢化、人口減少、財政赤字、グローバル化、ICT（情報通信技術）の発達、金融技術の発達等のキーワードで語られるが、不動産業界もこのような変化へ対応し、変革することを迫られている。これはあらゆるサービス従事者においてあてはまり、プロフェッショナルサービス、特に不動産業に従事するプロフェッショナルも例外ではない。

筆者は社会人になり不動産業務に従事したところから、組織内でも顧客からも一目置かれるプロフェッショナルと呼ばれるような同僚の先輩が、どのような考え方、行動パターンを持ち、またどのような経験をしてそのような専門性を身につけられたかについて関心を持っていた。そして、そのプロとしての行動パターンは、マーケティングという枠組みで説明できるのではないかと考えていた。

その後、キャリアのほとんどを不動産業界に身を置いてきたが、上に述べたような昨今の急激な社会、経済環境の変化に伴い、現代におけるプロフェッショナルあり

方、その定義も変わってきたのではないかと思う。プロフェッショナルとは、古くは聖職者、医者、弁護士を意味し、近年は、会計士、税理士、不動産鑑定士などの士業を含めるようになったが、最近では、NHKの「プロフェッショナルの流儀」という番組で紹介されているように、さまざまな分野で能力を発揮する人、精通者などの意味に幅広く使われるようになった¹。

知識や情報、データを持っていることを強みに単純な作業で報酬を得られていた既存のサービスは、AIにとって代わられると言われている。一方顧客は激変するビジネス環境の中で、自らのコアビジネスのあり方を模索しており、その複雑で不透明なニーズの明確化の助けになるようなサービスを外部のプロフェッショナルに求めている。しかし、そのような顧客に対して、ある一つの分野のプロフェッショナルとして一人で対応することは難しいため、他の分野の専門家とともに、その元締めになって複合的なサービスの束を提供する必要がある。逆に、他の分野の専門家からも手伝ってほしいと依頼される存在になり、お互いに自分の専門サービスを提供し合うような親しい関係を作る必要がある。

以下、現代のプロフェッショナルの核となる要件を、

1 プロフェッショナルと同様に、「スペシャリスト」という言葉がある。これは、ある特定の分野の専門家ではあるが、他の専門家との協働による業務の広がりというニュアンスは少ないように思う。プロフェッショナルは、スペシャリストでもあることが多い。プロフェッショナルと呼べる人の中には、自分自身の専門性は深くないが、他のスペシャリストをコーディネーターすることに秀でている人も含まれるかもしれない。

①ある分野で高度な専門知識、スキルを持ち、組織内外で応用できること（コンプライアンス遵守、ITリテラシーを持っていること、グローバル化対応等も含む）、②自律的なキャリアを歩んでいること、③自己成長志向であること、④柔軟かつ顧客志向（価値共創志向）であること、⑤連帯力があり、オープンイノベーションが可能であること、⑥公共性があり、社会貢献を行うこと、の6つの観点を持ち、かつ成果を上げることと定義する²。

自分自身がこのようなプロフェッショナルと言えるかどうか、はなはだ心もとないが、今まで出会った多くのプロフェッショナルから学んだことや自らの経験を踏まえて、不動産プロフェッショナルと呼べる人のキャリアの成長・発達に大きな影響を与える要素等について、主に個人住宅以外の業務用不動産の売買仲介サービス³や不動産鑑定評価サービス等を例にとり、サービス・マーケティングの枠組みも用いながら、考えてきたことを述べてみたい⁴。

本稿が不動産の業務に従事している経験の浅い担当者に対して、どういう心構えで自らを鍛え、プロとして歩んでいくのが良いかについてのヒントを与え、また、経営層にとってもプロフェッショナルの育成や採用において少しでも役に立てば幸いである。さらには、不動産に限らず他の分野でのプロフェッショナルを目指す人にも参考にしていただけることを期待する。

2. 不動産プロフェッショナルの要件

上記のプロフェッショナルの定義を、不動産に関するサービス分野にあてはめ、現代の不動産プロフェッショナルの要件を挙げる。

(1) 高度な専門知識、スキル、応用力

①知識、ノウハウの専門性

法人向けあるいは個人向け市場において、仲介、鑑定

評価、開発、資産管理などの不動産業務に携わるための深い専門的知識と実務的応用能力のことである。具体的には、例えば仲介において、基本サービスとして、調査、契約締結、残代金決済などを堅実・確實、円滑に実施することや、トラブルなどイレギュラーな事態にも対応でき、取引を自己完結できることである。また、一人前になってからは、自らの専門性を深化させ、同時に他の専門家とのネットワークを広げることにより、顧客と共に付加価値をより多く創造し、専門家として成熟していくことである。

②コンプライアンス遵守

上記①の専門性は、遵法性を踏まえたものでなければならず、社会人としての基本的義務を果たすとともに、宅地建物取引業法等の法律、規則等、専門家としての独自の責任を果たさなければならない。反社会的勢力への対応、消費者保護、情報漏えい、ハラスメント等に関するコンプライアンスの遵守は当然のことである。

③グローバル対応

外国人による対内投資や海外不動産を扱うための語学力や知識が必要とされてきている。現代においては、グローバルに通用する知識、発想を持ち、少なくとも英語による外国人とのコミュニケーションができることが求められるようになった。

④ITリテラシー・不動産テック

現代社会のビジネスパーソンは、情報機器や情報システムをある程度自分自身で扱えることを要求されているが、それが当たり前になりすぎてITリテラシーが必要である、ともあまり言われなくなった。

また、AI、ビッグデータを用いた不動産テック⁵が急速に日本においても台頭してきているため、不動産業界もそのビジネスモデルの変革を急激に迫られている。この動きにキャッチアップし、必要に応じてこれを取り込んで、利用していくことが今後の不動産関連ビジネスでは必須となった。

2 組織管理能力については、有能なプロであれば、組織の長として管理を任せられ、リーダーシップを発揮している場合も多いと考えられる。但し、リーダーシップには他に多くの論点があるので、本稿で想定する組織管理能力は、専門性を発揮するための最低限の管理能力（例えば、部長、課長として部下の業務を指導、サポートすること等）を想定する。

3 仲介サービスとしては住宅の仲介サービスも基本的な内容は同じである。住宅仲介は業務用不動産仲介と比べて、サービス提供者と顧客の相互作用（アクセスの容易性・チャネルの利便性、人的対応価値）やブランドが業績に大きく影響すると考えられる（図1参照）。

4 なお、本稿における不動産プロフェッショナルは、不動産仲介会社等に属するサービスプロバイダーと、顧客企業内においてCRE（企業不動産）に関する業務に携わり、外部のサービスプロバイダーを使う立場である組織内不動産プロフェッショナルの両方を意味する。したがって、以下で述べる「組織」も、サービス提供者それぞれの属する仲介会社や顧客である一般企業を指すものとする。

⑤不動産証券化対応

投資用不動産については、証券化、流動化されることも多いため、受益権の売買等に対応できることが要求される。これには、宅建免許のほか、金融商品取引法上の二種免許が必要になる。同法では、勧誘における、適合性の原則、説明義務、契約前、契約時交付書面の交付義務、内部管理態勢などが定められている。

(2) 自律的なキャリア

キャリアとは、一般に全生涯にわたる仕事上の経歴、経験、専門職業などを表すが、過去の仕事の経歴を振り返りつつ、今後の進む道を自分自身で考えて、自分らしい道を切り拓いていくプロセスである⁶。それは、自分自身が大事にしたいものを、仕事上やプライベートライフの中で実現しようと、限られた時間の中で楽しみながら求めていくプロセスそのものである。

自律的とは自分自身をコントロールすることであり、自律的なキャリアとは、自分のキャリアパスにおいて、人の意見を参考にしつつも、自分自身で考えてやりたいことを見つけ、それを主体的に実行し続けるキャリアである、と言える。

組織の立場から、従業員の自律性を育成するには、ワークライフバランスを制度上確保することや、健康性、快適性、安全性を兼ね備えたワークプレイスを従業員が選択できるようにすることなど、精神的な自律を実質的に可能にする労働環境を整備し、できるだけ自由裁量を与える必要がある。但し、仕事を与えられるのを待ち、自分の意見も持っていないような人に対しては、その必要は少ないだろう⁷。また、新人の間は自律性よりも自分の仕事の基礎をきっちり身に付けさせ、会社のビジョンなどを理解させることを優先させた方が良いと思う。

完全に自律的であろうとすると、独立して一人でビジネスをするしかない。自律的であろうとしても組織に属していれば、自分らしさを活かして自律的にふるまうのは難しい場合も多いだろう。したがって、個人としては属する組織との関係をうまく保つ必要がある(5. (6))

組織と個人の関係参照)。

(3) 自己成長志向

自己成長志向とは、不動産業務を面白く意義ある仕事であると信じ、この分野で自分が成長し、変化し続けていきたいという思いである。

面白いと思う仕事は、疲れを知らず夢中になって打ち込め、力をもらえるが、やらされていると感じる仕事では、疲れると力を奪われ、精神衛生が悪くなる⁸。もちろん組織の中では自分にとって面白い仕事ばかり担当できるわけではない。単純な面白くないと思う作業の役割を与えられたら、それをもっと効率的にできないか考え、また、その単純作業の背景にあるものを深く勉強すれば、自分の成長に繋げることができる。例えば、証券化対象不動産関連の事務作業を担当しているときに、不動産証券化の意義、課題などを研究することなどである。

不動産業務では、対象物件が一つとして同じものはないので、何十年も経験がある人でも一つ一つの案件で異なった苦労を経験し、そこから教訓を得ることにより自分が成長したと感ずることが出来る。

ビジネスの環境が大きく変わる中では、従来からの理論も疑ってみる価値がある。最善を尽くして主体的に深く、ある分野の最先端の知識、実務まで追求し、自分がどこまではわかっていて、どこはわかっていないのかという限界を認識する。そして、それを乗り越えるよう努力する⁹。そうなればもっと仕事が面白くなる。新人でも、ある分野において必死に勉強し自分自身で考え抜けば、先輩にもキャッチアップでき、自分の考えを展開できるようになる。

(4) 柔軟かつ顧客志向(価値共創志向)

人の意見をよく聞き、柔軟性をもって激変する環境にある顧客のニーズをくみ取り、顧客と共に価値を創造したいと思うことである(価値共創志向)。柔軟性とは、誰かに遠慮して妥協することなく自分の意見に固執するところは固執し、相手の意見の良いところは素直に認め

5 海外では「Prop Tech」と呼ばれることが多い。不動産テックの利用例としては、売買、賃貸情報のマッチングサイト、価格査定サイト、投資分析や立地判断支援サイト、顧客・情報の管理支援サイト、取引プロセスの合理化(物件確認の自動応答サイトやオンラインの内見VR、電子契約など)、金融でのクラウドファンディング、IoTを利用した画像認識やセキュリティ、ブロックチェーンを用いた履歴管理や認証、またシェアオフィス(We Work等)や民泊(Airbnb等)などが挙げられる。

6 「キャリアとは、仕事を通じて志を実現する成長プロセスである。」(伊藤真・野田稔『あなたは、今の仕事をするためだけに生まれてきたのですか』2015年(日本経済新聞出版社) pp.47)

7 高橋俊介『キャリア論』2003年(東洋経済新報社) pp.164

8 藤原和博『エネルギーを奪う仕事、もらえる仕事』1998年(新潮社) pp.62

9 大前研一『ザ・プロフェッショナル』2005年(ダイヤモンド社) pp.19-30、73

て自分を変える姿勢である¹⁰。

大量生産、大量販売の時代から、顧客ニーズを知り、顧客満足をいかに高めるかの時代に移ったが、現在は、世の中の大きな変化の中で顧客自身も必要な製品やサービスが何かははっきり分かっておらず、なんとなく何かをほしいと感じている世界である¹¹。顧客に共感し、寄り添ってこれからのビジネスに何が必要か、共に顧客にとっての価値を創造していくことができる人でないと、顧客に支持され、成果を上げることはできない。但し、顧客の意向を聴きすぎると、自分が進むべき方向を見失うこともありうるため、変化に対応するには、自律性が必要になる¹²。

(5) 連帯力、オープンイノベーション

環境の変化により、顧客自身も理解していない顧客の真のニーズに対応するためには、プロフェッショナルとしての自分自身の力量だけでは足りない場合が多いだろう。不動産の分野では専門家であると同時に、組織内の他の部署や外部の司法書士、土地家屋調査士、弁護士、税理士等のプロフェッショナルとの連帯できるネットワークを持ち、その専門家等と協働し、イノベーションを起こすことが期待されている（一種のオープンイノベーション）。

ある分野において、自分自身の専門性が高くないと、ネットワークを組もうにも他の専門家には相手にされない¹³。お互いに頼りない相手とは組みたくないからである。自分の実力を評価できる能力のある社内外の人と親しい友人関係になって、その専門性を評価し合えるような関係を作る必要がある。

また、自分が顧客への窓口であり続け得られるように、自分も他の専門家の専門内容について、一定程度の理解が必要である。他の専門家の分野の理解が無ければ、顧客に他の専門家を紹介するだけになり、その顧客は紹介した専門家と直接やり取りするだけになってしまうからである。

(6) 公共性、社会貢献

弁護士、税理士、不動産鑑定士など国家によって独占業務が許されている「士業」の場合は特に、その資格の

前提として果たさなければならない社会的責任や、その専門家としての独自の義務に基づく責任を果たさなければならない。当然ながら、社会貢献、公共性重視の精神を持って、少なくとも公共性に反することを行わないことが必要である。企業の社会的責任（CSR）を果たし、社会的責任投資（SRI）、ESG（環境、社会、ガバナンス）投資を行うことや災害復旧協力なども含まれる。ESG投資については、世界の中で日本は遅れているが、GPIF（年金積立金管理運用行政法人）や、J-REIT、大手不動産会社もESG投資に力を入れ始めた。社会に貢献しない企業、人は淘汰される時代になりつつある。

(7) 成果を上げること

プロフェッショナルは以上の要件を満たし、かつ、成果を上げることが求められる。ここでいう成果とは仲介報酬などの金銭的報酬のみならず、組織内で業務改善などの提案、実行や人材育成に従事することや、出版や講演、社会貢献等により所属する組織の評判、ブランドを向上させること等も含まれる。

3. サービスの顧客価値と不動産プロフェッショナルサービス

顧客が評価するサービスの価値を大きく以下のように分類する¹⁴（図1参照）。

- A. サービスの商品性（基本サービス、付加価値、価格およびコンプライアンス）と
- B. サービス提供者と顧客の相互作用
 - a. 顧客による情報入手・アクセスの容易さ、チャネルの利便性
 - b. 人的対応価値（案件を依頼したい、付き合いたいと思う担当者の信頼性や反応性など）
- C. ブランド価値

(1) サービスの商品性

提供されるプロフェッショナルサービスの、商品としての構成要素には、基本プロセスにおける当たり前のサービス、プロフェッショナルとしての付加価値、価格（報酬）、があるが、特にコンプライアンス遵守がこれら

10 関島康雄『キャリア戦略』（経団連出版）2016年 pp.154

11 野田稔・ミドルマネジメント研究会『中堅崩壊』（ダイヤモンド社）2008 pp.54

12 関島康雄・前掲書（注10）pp.148

13 但し、自分自身にそう深い専門性が無くても、強力なリーダーシップで、他の専門家をまとめて引っ張っていくよう専門家も存在する。金井壽宏・鈴木竜太編著『日本のキャリア研究』2013年（白桃書房）pp.278

14 戸谷圭子『カスタマー・セントリックの銀行経営』2018（金融財政事情研究会）pp.77

の前提である。

例にとって説明する。

①基本サービスと付加価値

以下、上記2. プロフェッショナルの要件に基づき、業務用不動産売買仲介サービスと不動産鑑定サービスを

(例1) 業務用不動産売買仲介サービス

業務用不動産売買仲介とは、不動産の売買仲介のうち、マンションや戸建て住宅を個人に居住用として販売するいわゆる住宅仲介を除くもので、自社使用、投資用に関わらず、アパート、オフィスビル、商業施設、ホテル、介護施設、物流施設、工場などの仲介サービスを指す。買主が企業、あるいは個人の投資家向けのB to Bの仲介サービスである。

仲介者としての基本サービスのプロセスは、a. 情報収集（新規顧客または既存顧客から）→b. 情報の商品化→c. マッチング、情報加工・提供、交渉→d. (詳細調査)、契約締結→e. 残代金決済、引渡し、と続くプロセスである。大きな問題がなければ、通常の一人前の仲介担当者にとって、できてあたりまえのプロセスであるといえる。

基本サービスのプロセスの中で、プロフェッショナルとしての主な付加価値を生み出す能力としては、以下の例が挙げられる。

- 最初の情報を、提携先（金融部門・税理士、等）へのプロモーション、セミナー（広告）・出版の企画等により獲得すること、また、一度成約できた顧客等、有力な顧客を継続的に接触して更なる取引を目指せる能力である。これにはプロとしての基礎能力や応対力とともに、社内外の高品質な人的ネットワークを持ち、継続的にフォローすることが要求される（情報収集、フォロー力）。
- 得られた初期情報の対応方法を決め、他の専門家（税務、法律等）のサービスを利用しつつ、明確な売買、有効活用情報に仕分けし、かつ情報を時間をかけて商品として醸成させることである（情報仕分け、醸成力）。
- 明確になった情報を発想豊かにマッチングし、思いついたらすぐに情報提供を実行することである。また顧客の立場を踏まえつつ、成約への執着心をもって、合意点到達のため納得感ある提案をし続けることである（発想力、行動力、提案力）。
- 堅実・確実に調査を実施し、契約から残代金決済まで当たり前問題なくスムーズに進めるために、ふだんから心がけている工夫であり、かつトラブルを防止、抑制することである。またトラブル、イレギュラーな事態への対応ができることである（トラブル抑止、対処力）。

(例2) (不動産鑑定評価サービス)

不動産鑑定士としての基本サービスのプロセスは、不動産鑑定評価基準に則った以下の鑑定評価プロセスである。
a. 鑑定評価の依頼目的を確認して受注→b. 鑑定評価の対象、評価の条件、価格時点、価格の種類など基本的事項を確定→c. 土地の所在、建物の構造等を実地に確認し、また権利の内容等を確認→d. 経済情勢、地域の変化、対象不動産固有の要因など価格形成要因を分析し、最有効使用を判定する、→e. 鑑定評価方式を適用し、鑑定評価額を決定する。

基本サービスのプロセスの中で、プロフェッショナルとしての主な付加価値を生み出す能力をとっては、以下の例が挙げられる。

- 依頼者の真のニーズを理解し、売買目的、税目的、紛争解決目的等に応じて適切な条件を設定して受注できること。依頼者は何をどのように鑑定士に依頼したらよいか理解できていないことも多い（状況把握力）。
- 鑑定士が利用できる取引事例のみならず、独自の情報ソースから得た統計データなどの定量情報や、独自ルートで取得した定性情報を駆使してそれらを分析し、評価の説得性を高めることができること（情報収集・分析力）。
- 借地権、借家権、ホテル、病院などの事業用不動産、継続賃料などの難しい類型の他、区分地上権、地役権、土

壤汚染地や心理的瑕疵のある物件の評価など、どのような対象であっても、価値評価の原点に戻って、豊富な根拠をもとに、理論に基づいた説得力の高い評価書を作成できること（理論構築力、実証力）。

○ビッグデータを利用して評価に応用することや、商業施設の商圈分析や投資シミュレーションなどを行って、顧客の意思決定のための判断材料を提供することなど、コンサルティング力が挙げられる（コンサル力）。

②コンプライアンス、公共性

宅地建物取引業法、不動産鑑定法などの法律、通達、規則などを遵守することはもちろん、少なくとも公共性に反しないサービスを提供することであり、CSRの活動や、ESG投資など社会貢献が上記の基本サービス、付加価値の土台になる。

(2) サービス提供者と顧客との相互作用

サービス提供者と顧客との相互作用から生まれる顧客価値は、以下の2つに分類できる。

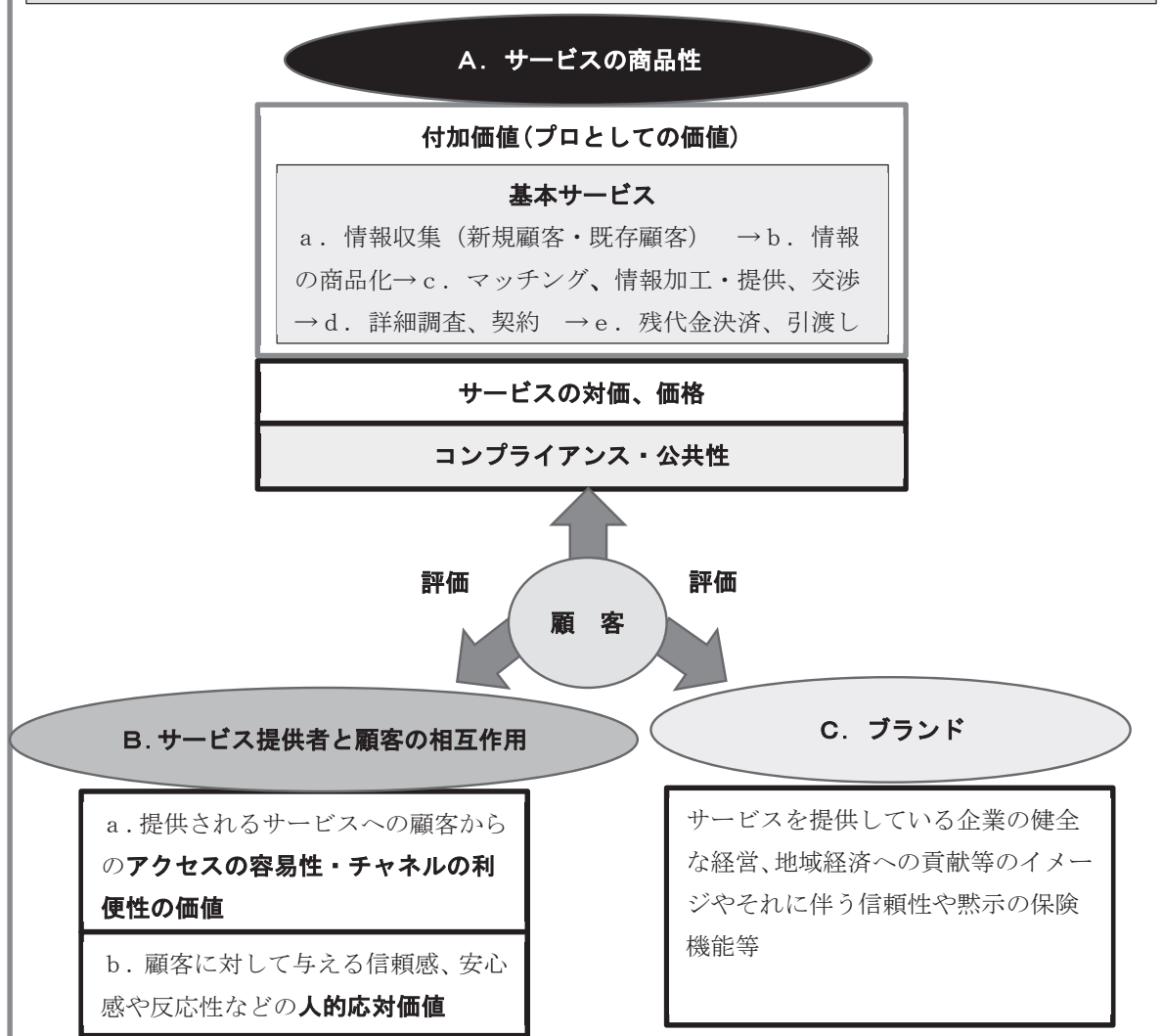
a. 提供されるサービスへの顧客からのアクセスの容易性・利便性の価値

サービス提供側の広告、パブリシティ、紹介活動などのプロモーションや店舗、WEBサイト等顧客チャネルの工夫などの活動により、顧客がサービス商品にいかに容易に到達できるかという観点の価値である。

b. 人的対応価値

サービスを提供する担当者が、対応中において顧客に対して与える信頼感、安心感や反応性の観点の価値である。

図1 不動産プロフェッショナルサービスの価値の3要素（不動産仲介サービスの例）



(3) ブランド

ブランド¹⁵があれば健全に経営しているイメージ、不動産業として地域、社会に貢献しているイメージがあり、顧客の信頼性、忠誠心、愛着心を高め、実質的には同じ品質でも高い価格で売れ、また、何かあったときに適切に対応してくれるだろうという安心感(黙示の保険機能)も顧客に与える。例えば、金融機関や大手デベロッパー系の仲介会社や鑑定会社のブランドである。

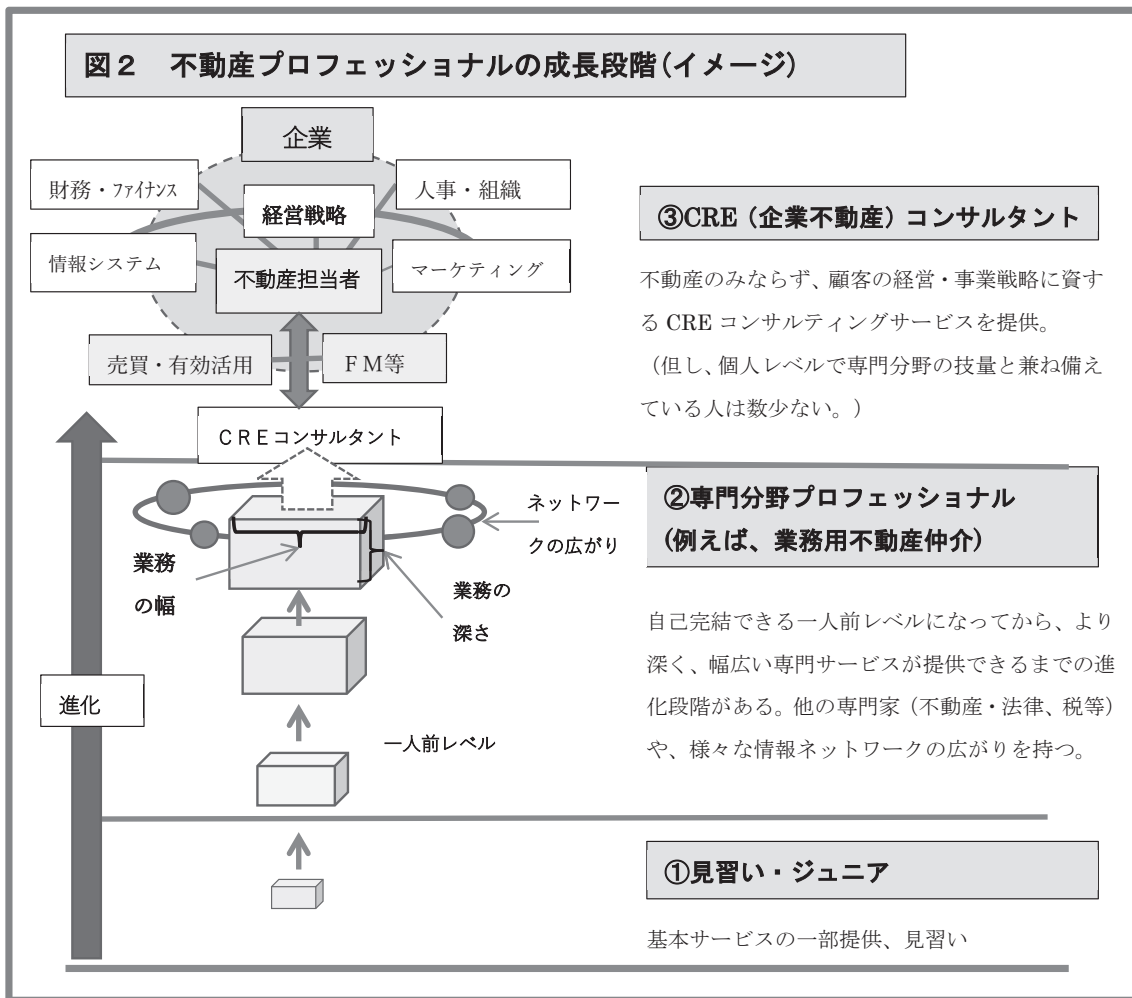
また、仲介の世界では、宅地建物取引士の士資格は、持っていても当たり前の資格であるが、不動産鑑定士、税理士、司法書士などの関連資格を持つ個人のブランドも含まれる。ブランドのある会社は、情報収集などではかなり有利な立場にあるが、その分サービス提供者として

は、そのブランドを傷つけないように、細心の注意を払い、万が一それを傷つけるようなミスが発覚すれば、それを挽回するために最大限のコストを払っている。

4. 不動産プロフェッショナルへの成長段階

(1) 不動産プロフェッショナルへの各段階

不動産プロフェッショナルには、ある専門分野において、基本サービスの一部を提供する見習い、ジュニアの段階から、一人前と言われる段階、その専門性が進化した段階、そして顧客の経営・事業戦略に関わる不動産の相談にのることができるまでの段階がある¹⁶。例えば業務



15 ブランドは、企業が販売または提供する商品やサービスについて、他企業や競争相手と区別するために使用する名前、象徴、デザインなどを言う。購買行動において、ブランドは商品の信頼性や品質を保証するものとして、大きな選択要因となっている(流通用語辞典より)。また、商品やサービスそのものの価値とは別に、ブランド名や商標が生み出す知名度やイメージなどの付加価値全体をさす概念のことを、ブランドエクイティと言う(小学館 日本大百科全書(ニッポニカ)より)。

16 知識・スキルの獲得という点から見ると、特定領域に入ってから最初の10年間の活動が鍵を握ると言われている。松尾陸『経験からの学習』2006年(同文館出版) pp.87

用不動産仲介においては以下の段階を踏む (図2 参照)。

①プロフェッショナル以前の見習い、ジュニア

基本サービスの一部の提供やその見習いの段階で、まだ単独では顧客満足を満たすことができず、熟練者のサポートが必要な段階である。

②専門分野プロフェッショナル

宅建などの資格取得者が、基本動作を着実にやり、一人前として一連の基本的なプロセスを自己完結できるようになり、さらに専門性の深さを極めていく段階である。また自分が窓口になって税理士や弁護士など他の専門家のサービスを束ねて顧客に提供し、顧客から多様な相談を受けるような存在になる。この専門性の深さ、幅がある一定のレベルを超えるとプロフェッショナルであると言える。

③CRE (企業不動産) コンサルタント

不動産分野 (売買・賃貸借、PM・FM等) の実務はもちろん、それにとどまらず経営者の相談相手になって、企業の保有不動産と顧客の経営戦略・事業戦略との整合性について検討してCRE戦略を立案できる段階である。但し、専門分野での技量と共に幅広い見識を兼ね備え、

かつ顧客の経営にも影響力のあるような不動産プロフェッショナルは数少ないと思われる^{17,18}。

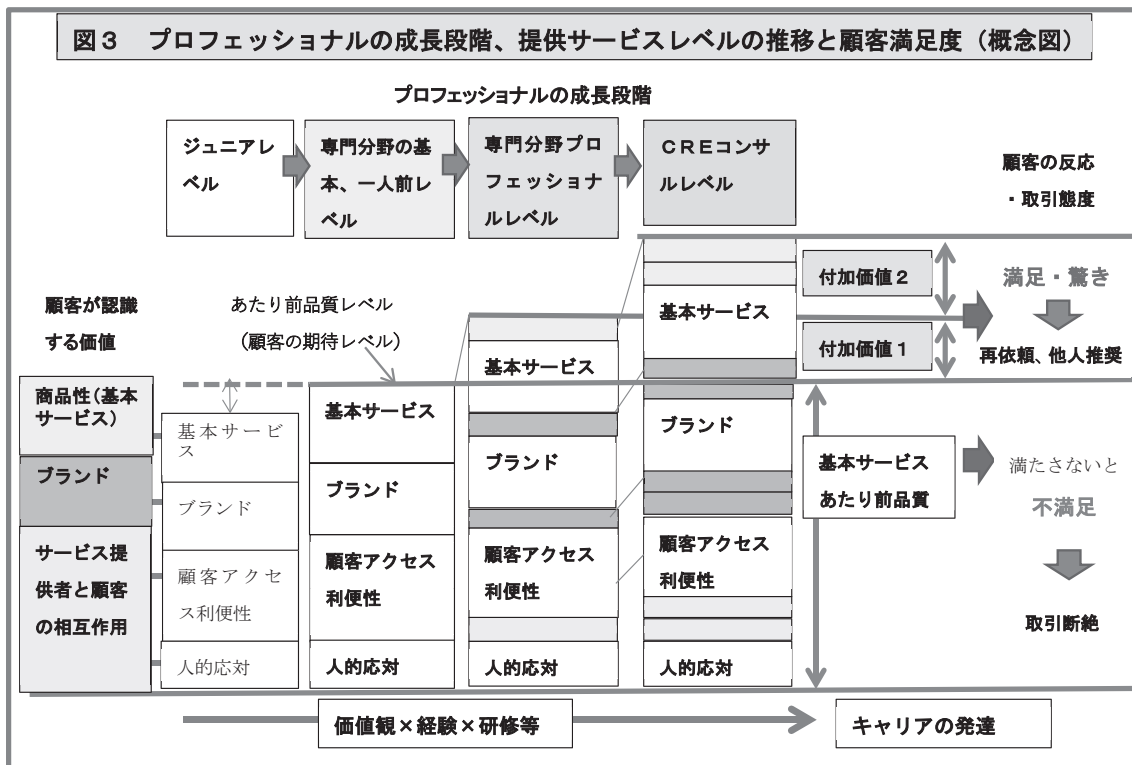
(2) サービスレベルの成長段階と顧客満足度の関係 (図3参照)

①ジュニアレベル

ジュニアが提供するサービスは、ブランドを含むサービスの商品性、サービス提供者と顧客の相互作用 (顧客アクセス、人的対応品質) の合計が、まだ基本サービスの当たり前品質レベルに達しない段階である。ジュニアは熟練者のサポートなしには顧客が期待したサービスを提供できず、顧客は不満感、失望を覚え、取引が断絶することがある。

②専門分野プロフェッショナル

サービス提供者が、実務経験、研修を積んで成長、発達するにつれ、図1のサービスの価値の3つの要素において付加価値が増加していき、顧客が期待する当たり前品質レベルに達して、所謂一人前になる。付加価値がある一定レベルを超えるとその専門分野においてプロフェッショナルと呼べる人になる (図表3では、顧客の



17 不動産サービスそのものとは別に、不動産情報のデータベース、システムを提供するサービスベンダーや、財務・会計、人事・組織等、の面を中心にCREについてのコンサルティングを行うプロが存在する。

18 図表2の「企業」を「公共団体」に置き換えると、PRE (Public Real Estate) に対する不動産のアドバイザーになりうる。また、「街づくり組織」等と置き換えると、その専門性を活かして街の経営、運営に携わる不動産に強い街づくりアドバイザーになりうる。

期待レベルを超え、付加価値1がついている状態)。

顧客は提供されたサービスに満足を覚え、またそれが期待以上であれば驚きを覚えて、再度この人に依頼したい、さらには、他人に推奨したいと思うようになる。

③CRE（企業不動産）コンサルタント

熟練レベルのプロフェッショナルになると、顧客の経営戦略・事業戦略と保有不動産との整合性について検討してCRE戦略を立案できるようになる。さらに顧客満足度は高まれば、いわゆる「ご最真」「お得意さん」になって、顧客が再度サービスの提供を依頼したり、他人に推奨したりする傾向はさらに強まる（図表3では、満足レベル、付加価値1レベルを超え、付加価値2が付加された状態）。

プロフェッショナルは、以上のキャリアの成長過程を、次項5.における価値観、経験、研修等によって発展さ

せていく。

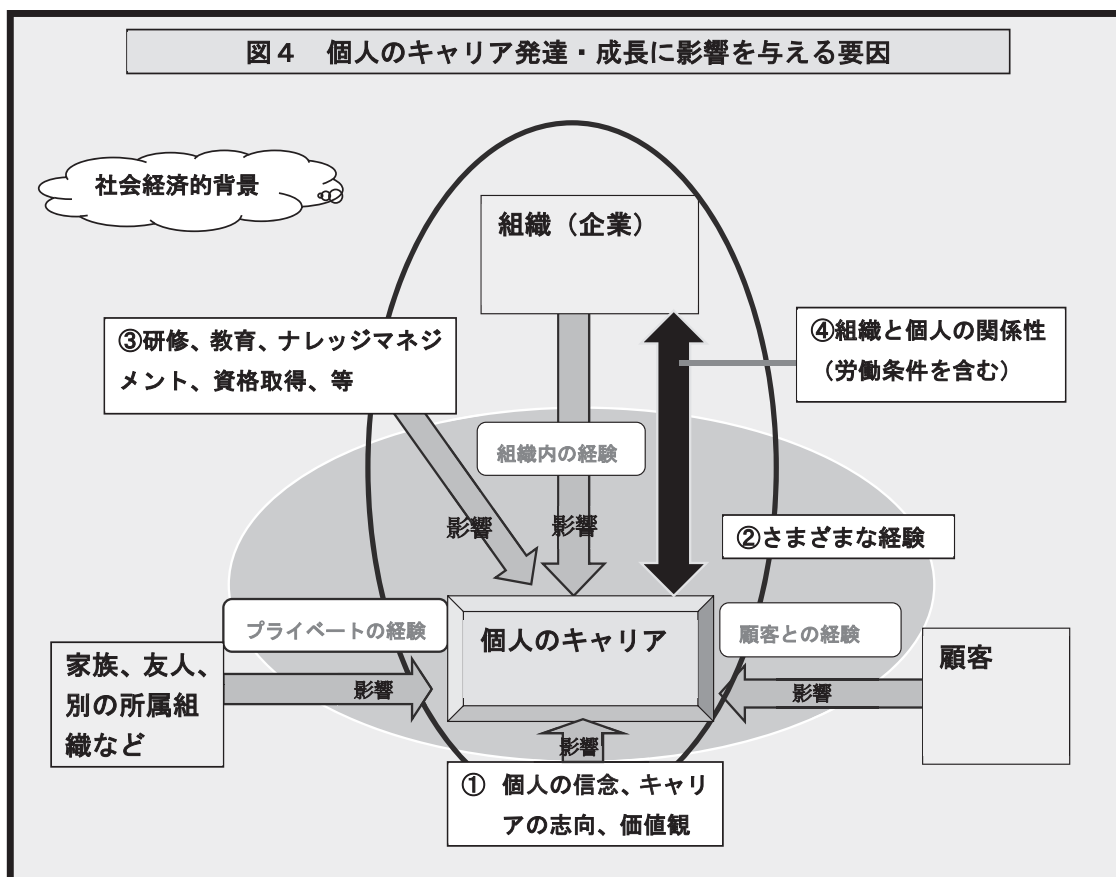
5. キャリアの成長・発達に大きな影響を与える要素

プロフェッショナルとしての個人のキャリアの発達に大きな影響を与える要素としては、社会経済的背景と共に、個人の志向・価値観、さまざまな経験、組織と個人との関係性、研修プログラム、資格取得等がある（図4参照）。

（1）個人の志向、信条、価値観

①キャリア全般に関する志向

一生にわたるキャリアの志向については、キャリア・アンカーという概念がある¹⁹。キャリア・アンカーとは、人は仕事をするうえでそれぞれ自分にとって優先したい



19 マサチューセッツ工科大学（MIT）のエドガー・シャイン教授が提唱した概念で、「管理能力」、「技術的機能的能力」、「安全性」「創造性」、「自立と独立」「奉仕・社会献身」「純粋な挑戦」「ワークライフバランス」の8つに分類されている。「キャリア・アンカーとは、ある社員が、いきいきと働くことのできるキャリアのタイプは、その人固有のものであり、最終的にはそこにたどり着く拠り所だ、という考え方である。

但し、キャリアの初期には明確には認識できず、人生における選択をする機会が増えるにつれ、時間の経過と共に、本当は何がしたいのか徐々にわかってきて安定するものだ、と考えられている。（『キャリア・アンカー』エドガー・H. シャイン（白桃書房）金井壽宏訳p95-96訳者あとがきより）

こと、志向、信念、価値観を持っているが、最終的にはそれぞれたどり着いて落ち着くところがある、という考え方である。組織の中で、管理職になりいずれは経営トップに立ちたいという強い思いの人もいれば、自分の専門性を活かしたこの仕事をずっと続けたいとこだわる人もいる。また、組織に入るのは嫌で、独立してチャレンジし続けたいという人もいれば、逆に安全、安定した仕事を最優先したいという人もいる。

但し、多くの人は、特定の比較的強い傾向の志向は持っているものの、キャリアの最初の頃にはどの要素も持っており、時間の経過とさまざまな経験を経て、それぞれの要素のウエイト付けが少しずつ変化していくのが現実だと思う。学生のころから強い信念、志向を持っている人もいれば、社会人になってからだんだんその信念が強まってくる人、定年直前にそれに気付く人もいる。

②顧客対応に関する志向—目標達成志向か顧客志向（価値共創志向）か

また、個人の信条、価値観は、具体的な業務において、組織の売上、収益を何よりも優先したいと思うか（目標達成志向）、顧客のニーズに応えることに何よりも喜びを感じるか（顧客志向）に大きく分類できる。顧客志向であるほうが自らの学習は推進され、結果的により多くの業績を上げる。また組織も顧客志向であることが、サービス提供者の顧客志向を増進させるという²⁰。ただし、顧客のCRE（企業不動産戦略）のような中長期的なプロジェクトに関われば、短期的には業績に結び付かないことも多く、担当者はジレンマに陥ることもある。目標達成志向と顧客志向のバランスをうまくとることが求められる。

③自ら従事するサービスの質に関する志向

更に、自らの仕事、提供するサービスの質に関して、コンサルサービスを志向するか（コンサル型）、作業効率を重視するサービス（作業効率型）を重視するかという志向の違いがある。コンサル型とは、顧客の経営課題、事業、業務上の重要な課題、問題点を整理し、具体的解決策の選択肢を提供するサービスで、非定型的、個別的でオーダーメイドのサービスである。扱える件数は多くないが、1件当たりの報酬は大きい。作業効率型は、明確になった定型的な個別課題の全部または一部を、早く、正確に低コストで行うサービスである。不動産の評価サービスではバルク物件の簡易評価などが当てはまる。多数の案件を受けるが、1件当たりの報酬は少ない。現

状のプロフェッショナルサービスの多くは、その両方の要素を含むが、今後はどちらかに重心を置くことが求められていると思う。

④計画された偶然

自分がやりたいこと、志向、価値観を持ち、その方向性を定めてみても、うまくいくこともある、うまくいかないこともある。しかし、自分自身でそのやりたいことの方向性を決めて行動していなければ、本当は大きな可能性のあるチャンスを見逃してしまう。大きく変化する現代の社会経済環境の中では、偶然の機会によって自分の進路が決まり、そこでの経験から多くを学び、良い機会にしていかなければならないことが多い。そのことをうまく表現したものにスタンフォード大学のジョン・D・クランボルツ教授によって提唱された「計画された偶然」理論がある。変化スピードの大きい現代社会においては、一定の方向性を定めて進みつつ、偶然の機会をチャンスに変えていく能力が必要とされる。この理論は、以下の能力3つの骨子から構成される。

- ・個人のキャリアは、予期しない偶然の機会によってその8割が形成される
- ・その偶然の機会を、本人の主体性や努力で最大限に活用することによって、キャリアを歩んでいく力に発展させることができる。
- ・偶然の機会をただ待つのではなく、それを意図的に生み出すように積極的に行動し、自分の周りに起きることに心を研ぎ澄ませることで自らのキャリアを創造する機会を増やすことができる。自ら偶然を引き寄せるといふ思いと実行が、夢を実現する可能性を高める。そして、このような偶然を引き寄せるための資質として、好奇心 (curiosity)、持続性 (persistence)、楽観性 (optimism)、柔軟性 (flexibility)、リスクテイキング (risk taking)、の5つの個人の資質が挙げられている²¹。

これらは、例えば、不動産仲介のプロフェッショナルにとっても必要な重要な資質だと思う。すなわち、現状にとどまらず常に新しい社会の動きや顧客のビジネスに興味、関心を持ち、学習を続ける姿勢（好奇心）、一旦目標を決めたら挫折を繰り返しながらも継続して物事を進めていくことができること（継続性）、いったんある顧客から断られても新しい機会はまたやってくる、うまくいくものと考えられるポジティブな性格（楽観性）、環境変化に対して対応し、固執せず、顧客からの批判に対しても誠実にそれを受け入れ、そのフィードバックを活用

20 松尾睦・前掲書（注16）pp.182-183

21 高橋俊介・前掲書（注7）pp.71-72

できること（柔軟性）、リスクを見極めてできるだけ
の対策を取った上で、リスクに挑戦する姿勢（リスクテイ
キング）、を持つことである。少なくとも常に安定を好み、
確実・無難に仕事をこなそうとする人ではない。

（2）さまざまな経験

不動産のプロとして成長する上で大きなきっかけにな
るものに、顧客との具体的な案件を通じての経験、組織内
での経験、およびプライベート上の「ひと皮むける」経
験がある^{22 23}。

① 顧客との仕事上の経験

大規模なリストラのための不動産売却など、顧客の大
きな課題を解決したプロジェクトへの参画により、顧客
の期待に応えた経験は人を成長させる。また、顧客であ
る経営者の経営理念、生き方から多くを学ばせてもらう
こともある。自分の能力をはるかに超えるプロジェクト
では無理であるが、個人の能力を若干越え、頑張れば何
とか手の届くような挑戦的な課題を任され、苦労して達
成すれば個人は成長する。

② 組織内での経験

所属する組織内では、以下のような経験が、個人のキャ
リアに大きな影響を与える。

1) 苦労したがやりがいのある仕事の経験

ビジネス上の挫折を経験し再出発した経験、事業の立
て直しを任された経験、トラブル処理の経験あるいは、
難しい新規プロジェクトのリーダーを任される経験など
は、人を大きく成長させる。特に若い時のこのような苦
労は、決して無駄にはならず、むしろ将来の仕事の糧で
あり、肥やしになる。その苦労した経験により得た教訓
およびその時に考えた価値観の変化などを、人に語る機
会を持ち、文章化することより自分に定着させることが
できる（5.（5）参照）。

2) 人事異動

就職して最初の仕事への配属されたあと、営業現場か
ら本部ラインへの異動、逆に本部ラインからスタッフ職
へ異動、遠隔地への転勤、新製品開発プロジェクトチ
ームへの参加など、組織の中では様々な人事異動の機会が
ある。希望した部署へ異動できず、それが強い契機となっ
て社内公募に応募し、採用され、その後不動産仲介のベ
テランになったという人もいる。転勤によって、仕事上

得られた知識、ノウハウ、失敗によって得た教訓により、
成長することは当然であるが、その時にめぐりあわせた
職場の上司、部下や取引先等との出会いにより、その人
から聞かされた仕事上の教訓、価値観が、キャリアにお
ける成長、発達に影響する。

3) 海外転勤

海外転勤によって、異なったカルチャーをもつ外国人
と働くことで異質な経験ができ、日本にいた時とは異
なった目線で物事を見るきっかけになる。また、海外へ
転勤すると、日本人スタッフは一般に数が少なく、国内
での役職以上の仕事を任されることが多いので、自らを
鍛える良い機会になる。グローバル化が進んできている
現在、国内においても外国人の顧客、同僚と仕事をする
機会が多くなったが、海外勤務の経験は貴重である。

4) 出向の経験

また他社、特に顧客の会社への出向は、大きく人を成
長させる経験である。例えば企業内におけるCRE（企
業不動産）担当者が、不動産仲介、管理会社などサービ
ス会社へ出向すること、逆に不動産サービスベンダーか
ら、顧客企業へ不動産担当者として出向することは、両
組織の結びつきを強めると共に、サービスの質を大幅に
アップさせると思われる。お互いの意思決定の過程が分
かるようになるからでもある。

5) 昇格・降格

昇格、昇進は、個人の成長の証である側面があり、管
理職への昇格によってマネジメント能力をつけるように
頑張ろうという気持ちが起こる。しかし、管理職なるの
が遅れたり、降格したりするとその逆の気持ちが起こる
だろうし、悔しい気持ちがバネになって発奮すること
もある。

③ 家庭等プライベートの経験

キャリアに影響を与えうる要因としてプライベートに
おける経験もある。働き方改革により、ワーク・ライフ・
バランス（ワーク・ファミリー・バランス）も日本にお
いて注目されてきた。プライベートにおいて心配事があ
ればよい仕事はしばらく、逆にそれが安定していれば、
時間を切り替えて思い切って仕事に打ち込むこともでき
る。進学、結婚、子供の誕生、子育て、離婚、死別、転
勤による転居、50歳、60歳などある節目の年齢への到達
等、プライベートでの環境にキャリアは影響を受ける。

22 金井壽宏『仕事で「ひと皮むける」関連「ひと皮むけた経験」に学ぶ』2002年光文社新書、

23 大手不動産販売会社1社の営業担当者98名アンケートした結果、30歳未満の新人・中堅群に比べ、30歳以上のベテランにお
いて、スキルと業績の関係が強まっている項目が多く、経験を積むほど営業スキルと業績の関係が強まっている、という研究
がある。（不動産営業担当者のスキルと業績に対する経験の効果（相関分析））松尾陸・前掲書（注16）pp.93

(3) 研修・教育

① 研修の活かし方

組織内外における研修、教育、資格取得などは、経験と結びつくことにより大きな効果があると考えられる。大組織では、キャリア初期、まず仕事の基礎やビジネスマナーなどの基礎が叩き込まれる。金融機関などでは法務、財務、税務などの基礎教育が用意され、資格試験や検定試験の受験も利用される。仕事の経験を積み一定の年齢になれば、それまでの経験を振り返ってまとめるのと同時に、その後のキャリアの展開のために、ビジネススクールなどにおいて新しい知識やスキルを身に付け、経営感覚を養う機会を持つことも有用である。

② ナレッジマネジメントの取り組み

ナレッジマネジメントとは、簡単に言えば、個人が経験したことや近くにいる人が経験したこと（間接経験）を教訓として自分自身の言葉でまとめ、それを体系化し、体系化したものを他人に教え、それを教えられた人が業務の現場で使い、そこで新たな発見を得て、またそれを発見した人が文章化してまとめ・・・というサイクルを組織的に回していくことである。

ナレッジマネジメントの実践には困難を伴うことが多い。対等のギブアンドテイクの関係があれば別であるが、プロと言えるような人は、特に転職が多い人の場合、自分の強みを喜んで無償で他人に提供することは一般に期待できない。組織としてそれが実現するようにするためには、情報提供者に何らかの大きなインセンティブが与えられるような仕組みが必要である。

ある不動産会社では、営業成績等でトップグループの人を何十人か集めて認定し、その人達がやっている、最初の情報入手から取引を成功させてから、再度、再々度その顧客から指名されるようになるまでの行動パターンを抽出し、マニュアルを作成して、そのマニュアルを中途入社営業マンに、まず入社後の合宿研修で徹底的に叩き込んでいくという。それだけですぐ高度なプロにな

れるわけではないが、一つの効果的なナレッジマネジメントの実践であると思う。

③ 高等教育機関における不動産教育の必要性

企業活動において、その生産、販売、物流拠点、本社、社宅等、CRE（企業不動産）として不動産は活用されており、また投資対象である面でも不動産は重要な経営基盤であり、社会的基盤でもある。したがって、企業の総務、不動産担当者のみならず経営者にとっても、不動産に関する基礎知識を身に付けておくことは重要である。また、昨今公的不動産（PRE）の活用、地方の街づくりなども国の大きな課題になっており、不動産関連のニーズは大きい。

企業や自治体に対して不動産のサービスを提供する人は多く、不動産管理、仲介、鑑定、開発、建築等のいわゆる不動産業界に携わる人の他、不動産に関連した金融・ファンド業界等においても、活躍する人は数多い。そのため建設・不動産業は、産業界において大きな雇用の供給源となっている²⁴。

このように、不動産に関連する業務に大きな社会的ニーズがあるにも関わらず、学問として不動産について扱う講座がある大学や大学院などの高等教育機関が数少ないことが、日本の課題の一つである。

④ 不動産関係教育を実施している大学の現状と課題

日本の大学における学部、大学院において総合的に不動産関連科目が教えられているところは数少ない²⁵。不動産に関連すると考えられる既存学部の講義内容は、例えば、法学部においては民法、借地借家法、一部の行政法規、経済学部ではマクロ、ミクロ経済学、商学部や経営学部では、会計学、不動産ファイナンス、まちづくり、経営戦略等、工学部建築学科では、建物の建築、設計、数理学科では、不動産に関するビッグデータ解析、などがある。不動産鑑定評価に関しては、最近各府県の不動産鑑定士協会等が中心になり、大学において不動産鑑定評価の寄付講座を始めている²⁶。

以上の現状において、既存学部、または大学院の既存

24 不動産業界全体では、法人数は321,361（全産業の11.6%）（建設業は全産業の16.6%）、民営不動産業従業者数は1,179,995人（全産業の2.1%）（建設業は6.6%）である（平成26年）。2018.9 「2018不動産業統計集」（公益財団法人日本不動産流通推進センター）

25 日本においては、学部では、明海大学不動産学部、日本大学理工学部、経済学部、大学院では、明治大学ビジネススクールのほか、早稲田ビジネススクール（不動産ファイナンス）に不動産の講座がある。ヨーロッパ諸国、アメリカ、中国、シンガポールでは、著名な数多くの大学、大学院において充実した不動産の授業、コースを設けている。明治大学ビジネススクールでは、不動産マーケット分析、不動産評価、不動産開発、不動産税務、不動産証券化、企業不動産戦略（CRE）、不動産サービス論等の科目がある。

26 関西学院大学商学部、甲南大学経営学部、関西大学経済学部、近畿大学法学部、滋賀大学経済学部ですでに実施されており、早稲田大学でも2019年度秋から実施予定であるとのことである。

の講座に若干の新しい不動産関連の専門講座を新たに追加して、不動産コースを設置して学部間連携すれば、大学の組織に大きな変更なく、独自性、特色ある不動産教育が可能になると思われる。また、学生にとっては、下記(4)の不動産関連の資格試験の準備にもなるとともに、大学にとっても、世界の著名大学の不動産学部、RICS等の国際的組織との関係を深めることにより、大学のグローバル化にも貢献しうる。特に、在学中に宅地建物取引士、不動産鑑定士等の資格取得を支援するような講座を設置すれば、学生の就職、職業選択にも大いに貢献すると思われる。

(4) 専門資格取得など自己研鑽

①不動産関連資格の種類

不動産関連専門資格は、公的資格、民間団体を合わせると数多い。不動産に関連する主な資格には、評価関係では、不動産鑑定士、仲介業関係では、宅地建物取引士等、建築関係では、一級建築士、二級建築士、調査関係では、測量士、土地家屋調査士、土壤汚染調査技術管理者などがあり、コンサルティング分野では不動産コンサルティングマスター、不動産カウンセラー、証券化関係投資、ファンド分野では不動産証券化マスター、管理、ファシリティマネジメント分野では、認定ファシリティマネージャー、ビル経営管理士、賃貸不動産経営管理士など、また再開発関係では再開発コーディネーター、再開発プランナーがある。税・会計関係の税理士、公認会計士、法律分野での弁護士、司法書士も不動産案件になじみの深い資格である。海外の不動産関係では、英国チャータード・サーベイヤーズ協会(RICS)のMRICS、FRICS²⁷、米国不動産鑑定協会(AI)のMAI²⁸、コアネットグローバルのMCR²⁹などの不動産関連の資格があり、日本国内でも資格を取得できる。

②資格取得の意義

仲介実務における重要事項説明書の説明、契約書への署名は、宅地建物取引士でないと許されておらず、不動

産鑑定評価書の発行は不動産鑑定士の資格者でないと国から許されていない独占業務である。これが最大の資格取得の意義であるとともに、資格を取る過程で得た知識をベースに、資格取得後の実務で専門のノウハウを身に付け、他の業務においてもそれを活かすことができる。不動産鑑定士の場合、専門の不動産鑑定士としては、地価公示、地価調査、固定資産税評価、相続税路線価評価など公的評価の他、民間会社、金融機関等からの鑑定評価、担保評価の受注や裁判所関係の評価などで活躍できる。また、不動産鑑定業務そのものではない分野で不動産の価値評価に関するスキル、能力で、資格を活かせる場面も多い。一般事業会社における財務担当、金融機関における不動産ファイナンス担当者が担保評価を行うときにはプロとしての評価目線が必要である。特に、不動産開発業者や金融機関は、借地権、借家権、底地、継続賃料、ホテル、商業移設、ヘルスケア施設などの事業用不動産の開発や金融において、資格者が持っているレベルの不動産の基礎知識とその事業経営や、権利の価値についての深い洞察力がなければ、そのプロジェクトを自信を持って推進していくことはできないのではないだろうか。

その他、資格取得のメリットとしては、将来不動産関連のプロを目指す学生にとっては就職が有利になることが挙げられ、大手の不動産会社への就職活動においても、少なくともその入社之门は広がると思われる。但し、企業に入ってから、その人が資格だけで重宝されることは少なく、この資格の名に恥じない能力を使って、いかに企業に貢献できるかが問われるのは当然である。また、所属する組織の中でその専門性を発揮したいのに発揮できない場合には、それを求める会社への転職、あるいは独立できるという選択肢を持てる。今から20年、30年後の制度は保証できないが、ある企業を定年などで退職したときに、独立開業する道があるというのはサラリーマンにとって大きな魅力である。例えば地方在住の不動産鑑定士の場合、公的評価の定年は70歳から75歳になりつ

27 RICSの会員はMRICS(Professional Members:土地、不動産、建設の専門性の高い分野で業務を行う者に与えられるメンバーシップ、全世界で約65,000人)およびFRICS(Fellows:MRICSのうち業界の発展に貢献し卓越した成果を達成したものに与えられるメンバーシップ、約32,000人)等がある。その資格取得方法には、専門家資格(不動産鑑定士など)を持つ人を認定するパスの他に、大学を通じてのパスがある(日本ではまだその資格取得のための指定大学はない)。日本においては、2012年8月に一般社団法人RICSジャパンが設立され、2018年現在の会員数(日本在住者のみ)は、約160名である。(勤務先は外資系・日系の不動産会社、アセットマネジメント、大手ゼネコン、不動産鑑定会社など)。

28 AIは、米国で鑑定業界の最高峰の称号として認識されているMAI(Master of Appraisal Institute)の認定制度を持ち、また国際評価基準委員会(IVSC)等、国際的な団体との関係も深い。

29 グローバルなCRE担当者を養成するコアネットグローバルには国際資格としてMCR(Master of Corporate Real Estate)、等の資格制度がある。

つある。

資格さえあれば、外部の人に評価され、転職、独立時は絶対に役にたつという資格信仰は間違っているが、自ら携わる業務に直接、間接的に結びつくものであれば、その資格の価値は大きいといえる。

③ダブル資格の強み

2つ、3つと複数の有力な資格を持てば、その魅力、強みは掛け算で倍増する。例えば、税理士、不動産鑑定士の両方の資格を持って活躍されている人は多い。税務の相談においてでた不動産評価に関する相談を、不動産鑑定士の観点で評価でき、適切なアドバイスを行えば、顧客の信頼も深まり、自らの鑑定事務所でも鑑定評価を受注することも可能である。逆に、鑑定評価の顧客から税務相談を受けることもあるだろう。公認会計士でかつ不動産鑑定士の人も、監査法人やコンサルティング会社などにおいて、不動産会社、不動産ファンドの監査、コンサルティング業務などに活躍している人が多い。宅建資格、建築士と他の資格とのダブル資格の人も数多くいる。

二つの業務が、利益相反にあたるような場合は、両方を同時に受託することはできない。また、二つの専門性を追うことによってどちらも中途半端にならないようにぶれない軸を持つ必要があるが、ダブル資格を持つことはサービス業として強力な強みとなりうる。

④AI時代の専門資格

AIにより近い将来なくなるのではないかと研究者に指摘されている職業として、公認会計士、税理士などとともに宅地建物取引士、不動産鑑定士なども含まれている。AIは、サービスの効率化、情報の透明化を進めることに役立つので、おそらく専門資格者の業務のうち、単純な計算業務、申告業務等は確実にAIにとって替わられるだろう。しかし複雑な現代社会において、将来は不確実性が大きいので、人間の感性を使って人間が判断することが必要な業務も少なくはない。AIを利用しつつ、一つの専門資格の分野において人間にしかできない専門性を極め、他の複数の専門家と協働して、複雑なニーズをもつ顧客のワンストップの窓口になることができればこれらの専門資格者も生き残ることができるのではないかと思う。

(5) 雑誌への投稿、出版の機会、講師の機会、読書等の自己研鑽

組織内、顧客向けともに自らの経験をもとに研究成果、

教訓などを他人に語る機会があれば、その人自身が成長するきっかけになる。社内外でセミナーや勉強会の講師をするようになると、その準備の過程で、自分の中の暗黙知であるノウハウを形式知である文章にし、その際に足りないことがあれば書籍、インターネットなどで調べ、考えをまとめることを余儀なくされるからである。もちろん、多くの人に自分の考えを表明すること自体が喜びであるとともに、質問を受けることによってさらに考えが深まる。執筆や講師の機会を積み重ねていけば、プロとしての「私の履歴書」の一部にもなる。

執筆等を行うためには、言うまでもなく絶えず読書等の自己研鑽が必要である。なお、不動産関連の書籍は。書店やネットで見つけたときにすぐ購入しておきたい。名著であっても出版部数は多くなく、売り切れると絶版になってしまうことが多いからである。書籍への自己投資は飲食に比べると安いものではないだろうか。

(6) 組織と個人の関係

キャリアは基本的には個人自らが切り拓いていくものと言えるが、何らかの組織に属している限り、組織との関係がその人のキャリアに大きく影響を及ぼす。自分自身のやりたいこと、自律性と組織の方針にはトレードオフの関係があり、また個人の組織上の地位、権限がその人のキャリアに大きく影響を与える。

①個人の組織へのコミットメント

コミットメントとは、責任を伴う約束、公約、仕事についての強いやる気、組織に対する愛着、等を意味する³⁰。組織に対するコミットメントが高まって良い関係を構築できれば、個人にとっては自分の能力を発揮して業績を上げ、成長することができ、組織にとっても、従業員の離職、欠勤を防ぎ、業績にとってプラスになる。労働の流動化が進んでいる時代であるからこそ、企業は組織に長期的に関わる組織にコミットしている人材の育成に努めるべきである。個人が組織に貢献し、組織において個人に対して信頼感が生まれると、組織から多くの良い仕事の機会が個人に与えられるようになる。逆に組織に貢献しようとしないうる人に組織は重要な仕事を任せようとはしない³¹。

雇用、キャリアが多様化するにつれて、個人のコミットメントも多様化する。組織へのコミットメントは、情緒的コミットメントと功利的コミットメントの2種類に大別される。情緒的コミットメントとは、金銭的理由以

30 野田稔『組織論再入門』2005年（ダイヤモンド社）pp.81他

31 金井壽宏・鈴木竜太編著・前掲書（注13）pp.64

外の、組織への愛着の感情、組織に属することへの誇り、組織の日標にむけての没入、組織のメンバーとの仲間意識、組織への貢献意欲などを意味する感情的なコミットメントであり、功利的コミットメントとは、組織に属することによって得られる金銭的その他の利益のためのコミットメントであり、また転職することによる不利益を考えて組織に居続けるという依存的な側面も含む³²。

組織の中の同僚との信頼関係が大きくコミットメントに影響し、親しい人が多ければ組織へのコミットメントは強まる。また、会社経営が苦しい時でも人員削減を行わないような会社の社員は、組織に対するコミットメントが大きく、キャリア形成を組織の中で長期的に考えるようになるだろう。コンサルタントなど個人の知識・スキルの汎用性が高い組織では、労働市場における転職可能性が他の職種に比べて大きいため、組織に対するコミットメントは比較的小さいと言える。また、組織の中での上昇が遅れ、自分の専門性も伸ばせないと感じる個人は、組織とは心理的に距離をおき、自分自身で専門性を高めていくように努力しているかもしれない³³。

転職が多くなった現在、功利的コミットメントは持つが情緒的コミットメントを少ししか持たない人も多くなったため、組織も個人に対し、情緒的コミットメントをあまり期待しないほうがよいのではないだろうか。もちろん、現在も情緒的コミットメントを持つ社員が多ければ業績に良い影響を与えるので、企業はさまざまな取り組みを行っているが、個人の価値観の多様化や雇用のグローバル化の影響もあり、情緒的コミットメントを強く個人に求めることは難しくなっていると思われる。

②組織による支援体制

個人と組織がそれぞれ進みたい方向性、ベクトルを確認したうえで、組織は個人に、試行錯誤してチャレンジさせる機会を与えることが必要だろう。自分でキャリアを選んだという納得感が個人にあれば、たとえ失敗してもそれを糧として次のキャリアに活かすことができる³⁴。

また、資格取得については、組織としては、その組織の仕事に関係があり、その延長線上で個人のやりたい仕事にチャレンジするための知識、スキル取得のための資格取得に限って支援することは当然と思われる。それは

組織、個人双方にとって納得感がある。

6. キャリアの節目、転機と転職

(1) 大きな節目、転機

①不透明感、いきづまり、閉塞感

社会人になりキャリアをスタートしてからも、自分の希望する道を進めるとは限らない。むしろほとんどの人は、自分のデザインしたとおりにはならず、停滞感を持ち、いきづまり、挫折するときがあるのではないだろうか。組織の中で自分が価値ある存在で、組織に貢献していると認められているか、その組織に属していることを、誇りに思えるかということは重要であり、そう思えなくなると、いきづまり感を感じる³⁵。

②立ち止まって振り返り、ベストの選択を

長いキャリアの期間においては、組織の中で自分の目標を持つこともなく、漫然と与えられた仕事をこなしながら過ごす時もあり、また何らかのひと皮むける経験をきっかけに、新たな目標を持って進んでいくときもある。自分は何者か、何ができるのか。何がしたいのか、何に貢献できるのか、ということを見問自答していくと、劣等感に苛まれることもある（思いがけなく人から褒められ優越感を持つこともあるが）。自分は自分以上でもなく自分以下でもない。ライバルや素晴らしい有能な人がいるからといって自分を卑下する必要もないし、たまたま褒められたからと言って自分が上等の人間になったわけでもない。

但し、一旦いきづまり感、停滞感、閉塞感を持つと、しばらく抜けることができなくなるときがあり、それが嵩じると思い詰め、精神的に病んでしまうこともある。外から見ていたらこの人などどこでもやり直せる機会があると思われるような人が、本人にはそれがわからなくなってしまっている。そのようなときには所属する組織などから少し距離を置き、自分を客観的に見つめることが必要だ。本当に自分が精神的に潰れそうになったらそこから逃げ出そう（ここから先は簡単にコメントできるような世界ではない。できるだけ早くこの道の専門家に相談することが大切だ）。

また、自分を客観的に見るために、ふだんから組織内

32 鈴木竜太『組織と個人』2002年（白桃書房）pp.12

33 金井壽宏・鈴木竜太編著・前掲書（注13）pp.44

34 高橋俊介・前掲書（注7）pp.104,163

35 山本寛編著『働く人のキャリアの停滞』2016（創成社）

外において色々なタイプの人と出会い、多くの経験をしておくに越したことはない。ときには一人になり、座禅やマインドフルネスなどを実践し、頭の中をカラにするくせをつけておくのも良い。

進学、就職など人生の節目、岐路に差し掛かったときや、何らかのショッキングな出来事があったときなどには、最初は立ち止まり、過去を振り返り、今後についてゆっくり考える。気持ちがどん底まで落ち込んだ時には、その後、上を向くしかなくなる。そしてそのことがきっかけで迷いつつ行った選択により、大きな展望が開けることがある（開けないこともある）。大きな節目はそう頻繁にあるわけではなく、自分自身に心の揺れを感じないと節目であることに気が付かないかもしれないが、節目にはしっかり自分の頭で考え、手作りでキャリアデザインをしていくべきだと思う。もちろん、自分のネットワークにある人々、信頼できる周りの人々からたくさんアドバイスをもらい、後押しをしてもらってお世話になったらよい³⁶。

どの道を選んでも100%幸せで、あるいは100%不幸であることはあり得ない。あるとき自分なりにベストの選択をしたという割り切り感が持てるかどうかが問題だ。これからのキャリアを全部決めることはできないし、環境は変わるものなので、いったん選択しても実際にうまくいくかどうかわからない。偶然に身を任せて、うまくいかなかったら軌道修正すればよい。しかし悩んで選んだ限りは、後でこの道でよかったと思えるような歩みをしたい。また、あるとき反面教師だと思った人へも感謝し、人生のプロセスで無駄なことは何もなかったと言えるようにしたい³⁷。

③資格試験へのチャレンジでブレークスルーも

サラリーマンが所属する組織を離れて、自営業や独立したプロフェッショナルになりたいと思うとき、弁護士、公認会計士、税理士、不動産鑑定士など独立できる資格にチャレンジする道がある。上記5.(4)述べたように、資格を持っているからといって、仕事がうまくいくという時代ではないが、努力すれば組織を離れて、一気に独立して活躍することも可能である。しかしこれは大きな賭けでもある。組織内で働いているほうが似合っていると自覚している人も多いと思う。

(2) 転職

①社会的背景

激変する社会経済の変化の中で、企業は従業員に早期の成果を求め、中途採用やリストラをせざるを得なくなり、また従業員も自律的なキャリアを求め、自分を活かすためには転職することに抵抗感が少なくなった³⁸。社会的に見れば、大企業での構造転換により居場所の少なくなったかつて優秀だった人がそのまま組織に残り、自分の意欲や能力以下の仕事についている実態がある。一方、ベンチャーから大きくなってきた中小企業においては、しっかりした組織で基本動作ができていた優秀な人材が不足しているというミスマッチが現実に起きている。人材が健全に流動化し、社会の適所に適材が配置されることは大きな意味がある³⁹。

大手不動産サービスベンダーA社から顧客企業であったB社にCRE（企業不動産）担当として転職し、数年働いたあとA社のライバルである大手不動産サービスベンダーC社に転職するようなことは欧米企業ではよくある。日本でもそのようなことが一部見られるようになった。このような不動産サービス会社－顧客間の転職による交流はその業界全体のサービスレベルを上げるのに役立っている。

②個人にとっての転職

基本的には、現在属する組織の中で自分が活かせており、将来のキャリアのビジョンある程度描けていれば、安易な気持ちで転職はしないほうが良いと思う。但し、今がキャリアの節目であると感じ、自分を突き動かすような熱い気持ちがこみ上げてくるのであれば、転職する方が良いと思う。これも個人次第である。

③組織にとっての人材流動化、ジレンマ

社内に競争意識や緊張感がなく、ぬるま湯的な社内風土で、ほとんど働かなくてもそれなりの給料がもらえ、このまま定年まで大過なく過ごしたいというような従業員ばかりだと会社は倒産する。企業にとっては、社内で従来の知識、陳腐化したスキルにこだわる従業員を抱えてしまうより、外部から新しい事業の経験者を中途採用できれば、社内のスキル、ノウハウは随時更新され、新陳代謝し、組織に適度に緊張感を与えて活性化させ、イノベーションの種になりうる。但し、転職者が多過ぎる

36 金井壽宏『働く人のためのキャリアデザイン』2002年（PHP新書）pp.149

37 金井壽宏・前掲書（注36）pp.114,211

38 関島康雄・前掲書（注10）pp.161-162

39 関島康雄・前掲書（注10）pp.29

と企業内の知識、ノウハウなどが蓄積、継承が難しくなるし、採用コストがかかる、新米ばかりでは顧客が離れやすいというようなデメリットがある。しかし、もし会社が個人に自立させず、会社から離れられないようにしたとしても、そのような会社は発展しないだろう⁴⁰。

企業は、外部企業でも十分通用する人を求め、そのような人を育てようとしているが、外でもやっていけるような自立した人を育てたら、転職しやすくなるというジレンマを抱えている。

④人材流動化を前提とした組織づくり

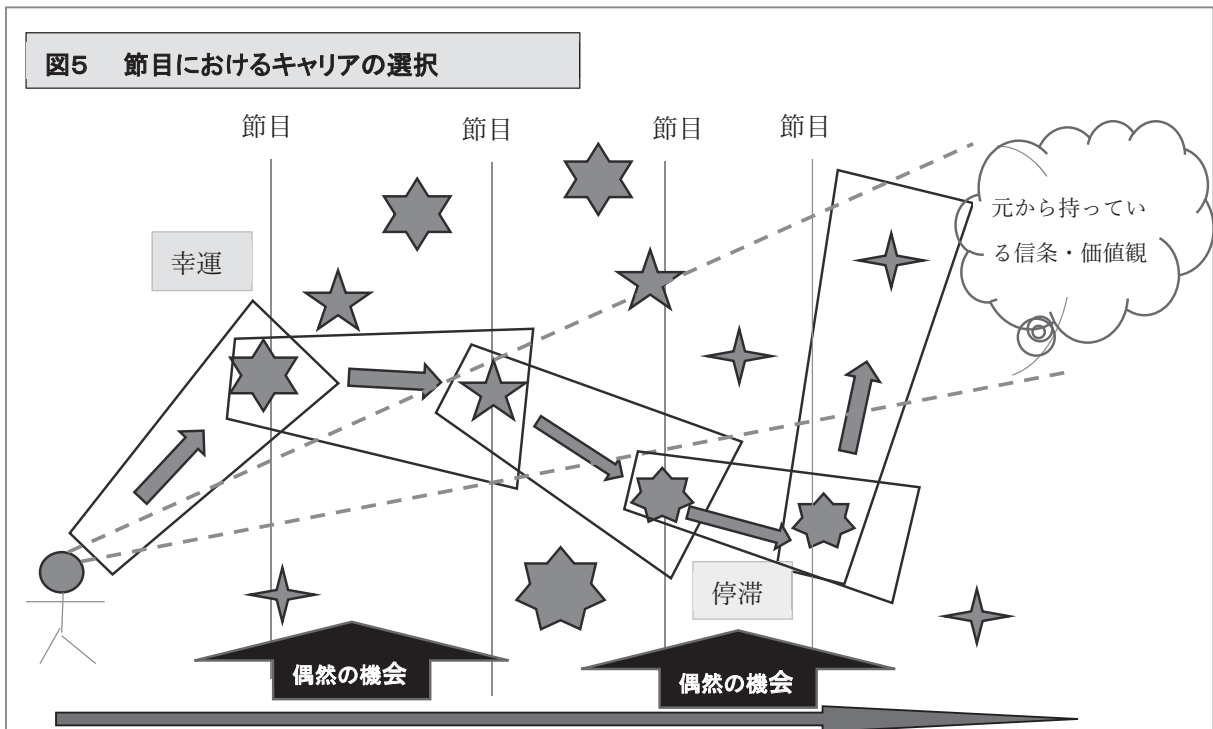
現在は、有能な従業員が辞めても、魅力のある会社であればほしい人材を確保できる時代でもある。しかし、有能な人材を保持するには、その人が成長できる良質の機会を与え続けることが必要だ。企業が従業員全員の様々なキャリアプラン、生き方に合うような職場を提供できないのであれば、ある程度人材が流動化することを前提とした組織づくりが必要であると思う⁴¹。人材流動化を前提とすれば、個人の持つ知識、ノウハウ（人脈など）の社内での継承は、流動化の少ない組織以上に難しいが、ナレッジマネジメントなどにより、できるだけ組織の知識として提供してもらおう「仕組み」を作り、それ

に対しては相応の報酬を払うべきだろう。企業は、従業員にとって待遇や自分自身の自律的なキャリア形成において魅力あるものになるように注力し、退職しない、他の企業のプロが憧れるような組織をめざすべきである。

7. おわりに

(1) 偶然の機会—「ご縁」と「一期一会」

人が一生において、出会える人、キャリア上の経験は限られている。そして、その機会は「ご縁」であり、二度と同じ機会はなく、同じ経験をすることはできない。本稿で紹介した「計画された偶然」理論（5.（1）④参照）は、大変興味深いのが、日本でも同様の処世訓があったのではないかと。すべては「ご縁」であるという言葉と茶道に由来する「一期一会」という言葉である。考えが適わなかったことはご縁がなかったと見え、偶然をうまく利用できたときは、昔から赤い糸でつながっていたと考える。そして、元の意味からは少し離れるが、一生に一度だけの二度と会えないかもしれない機会なので、その機会を大切にすべきというのが「一期一会」である。



40 野田稔・ミドルマネジメント研究会・前掲書（注11）pp.245

41 転職者のOB・OG会を定期的に行っている企業がある。一度同僚として働いた人は気心が知れているため、ライバル企業への転職者でない限り、守秘義務を守ったうえで、企業-参加者間の情報交換はスムーズに行われやすい。また、転職者であるプロフェッショナル個人としても、嫌でなければ共に苦勞を共にした元同僚との同窓会は楽しいし、このような元所属した組織との緩やかな関係を仕事の上で利用するのも良い。

(2) 求めて得る機会、受けざるを得ない機会、 選択できる機会

人が直面する様々な機会には、自ら積極的に求めて得る機会、求めたものではないが受けざるを得ない機会、および選択できる機会がある。

自ら積極的に求めて得る機会の例としては、資格試験の受験などがある。このような機会には、よく考え、しっかり覚悟を決め、期限を決めてチャレンジしたい。但し、結局それが成功しないことがある。むしろそのほうが多いかもしれない。このようなチャレンジにおいて、成功しなければそれまでのプロセスはまったく無駄だったのだろうか。「絶対合格する」と休むことも忘れて準備し、夢中になって取り組んだことは、それだけでも十分意味ある経験であると言える。結果的に願いが適わなかったときにそのチャレンジが全く無駄であった、恥ずかしいと後悔するようであれば、最初からやめておいた方がよいと思う。もちろん、成功したときはもっと嬉しいが、転んでもただでは起きない、後の生活の肥しにする、という気持ちを持っていれば、思いが適わなくても、何かを得たはずだ。そのプロセスを苦しみながら楽しみたい。

受けざるを得ない機会の例としては、組織の中での転勤がある。組織の中において、転勤による仕事の変化や上司や部下などの同僚とのめぐり合わせにより、自分の人生の方向性が変わる場合がある。また、自分の転勤の結果が他の人のキャリアの方向性を変えてしまうこともある。筆者自身も、20代の前半に新入社員として入社したときにたまたま上司であった2人の大先輩に、50歳前後に経験した別々の大きな転機において、それぞれ大変お世話になり、自分のキャリアに大きな影響を与えてもらった。また、海外赴任の際、ある国へ赴任予定だった人が渡航直前の精密検査に引っかかり、出国できなくなったために急遽自分の海外赴任先が決まった経験がある。逆に、筆者の急な人事異動によって、後任者となった後輩のキャリアの方向性を、思いがけなく、しかも2度も大きく変えてしまったことがあった。

選択できる機会の例としては、思いがけない人との出会いがある。たまたま、会議やパーティなどで紹介されて知り合ったことがきっかけで、自分のメンター（仕事、人生における助言者）的存在になってもらった人や、キャリア上の大きな飛躍、展開につながったという人がある。その機会は喜んで活用するのよよし、しなくてもよい

ものだ。また、自分の気の合わない人と会う機会を避ける選択もある。組織を卒業したあとは特に、大切な人との時間を大切に、会いたくない人がいれば会わなくてもよいし、つまらないことにはかかわらなくてよい。その時間を別の機会に有効に使いたい。

自ら積極的に求めた機会は当然のことながら、受け入れざるを得なかった機会の結果も自分が責任を取るしかない。選択できる機会はパスしてもよいが、いったんそれを選択したら、そこから新しい道が始まり、これも自分で責任をとることになる。

(3) 漂流し、出会いと別れを楽しむ

人が生きていく環境は、確実なものは少なく不確実性が大きい。何一つして未来永劫確実なものはない。自分が決めた方向に向かって継続して進み、漂流し、出会いと別れ、偶然を楽しむ。但し、自分が決めたという意識がないと、漂流を楽しむことはできず、ただ流されてしまう。流されるだけで出会う偶然と、自分で仕掛けて出会う偶然とは異なる。後者のほうがずっと面白いのではないか。元気を出して進む人は、元気を出すからやる気が出て行動を起こし、その結果を信じて、実際に成果をあげるまでがんばってみるという良い循環が起こるものだ。

自分のキャリア、人生にプラスの影響を与えてもらえる出会いもあれば、逆に過去に自分のキャリアに大きなマイナスの影響を与えた人、裏切られた人、このような人にはなりたくないという反面教師との出会いもある。よく考えれば、たまたま出会って、自分のキャリアに大きなプラスの影響を与えた人とマイナスの影響を与えた人が共にあって、現在の自分のキャリアが作られたのだということに気付く。

(4) すべてなるようになるという姿勢と諦念

大きな方向性を決めて突き進むものの、何かの偶然により思っていた以上にうまくいく場合もあれば、うまくいかないときもある。世の中にはどうにもならないこともあるが、自分の身に起こったことは全て必然と考える。しかし個人がそうありたいと思うことは、現実化する可能性が高い。良い流れが出てきたらその流れに乗る。そのためにはすべてはなるようになるという柔軟な姿勢が不可欠である⁴²。偶然に思いがけない幸運な発見をする能力、またはその能力を行使することセレンティティ⁴³という。

42 植島啓司『偶然のチカラ』2007年（集英社新書）pp.217

バブル経済が崩壊し、山一証券や日本長期信用銀行、日本債券信用銀行など大手の銀行が破たんした後、元の会社の後継会社に残って再建に尽くしている人はいるが、自らの専門分野で活躍できる場を求めて会社を飛び出し、プロとして活躍している人は多い。筆者の知り合いにも、思ってもみなかった破たんという機会がなければ、この道（医療分野）のプロにはなれなかった、とおっしゃっていた人がいる。

(5) お世話になった人とのギブアンドテイク

学生時代や社会人になってから、先輩、同僚の方々に、仕事のイロハから人生観まで聞かせていただいたり、人の紹介など頼みごとを聞いてもらったりしてお世話になってきた人は多い。逆に、何かの機会に真剣に人に頼まれたら、できるだけのことをやってきたつもりだ。お世話になりっぱなしの人もいるし、頼まれることばかりの人もいる。お世話になった人に何か同じようなことでお返ししようとする、それは現実にはできないことが多い。結局自分自身を中心に考えると、生を受けてから死ぬまでの間に、ギブ&テイクの帳尻は合っているのではないかと思う。個人的にテイクが多いと感じる人は、恩返しのつもりで次の世代の誰かに進んで自分の持っているものを与えたい。このギブアンドテイクは、世代間を超えた時限の中で成り立つと言える。できれば人に尽くす、ギブのほうが多い人生でありたいと思う。

(6) プロフェッショナルであり続けること

最後に、繰り返しになるが、不動産サービスに関わらず、どのような分野においてもこれからの時代を生き抜き、より充実したキャリアを歩むためには、好奇心、持続性、楽観性、柔軟性、誠実さ、チャレンジ精神、夢中になれる情熱を持ち、自分のやりたいこと見つけて活動し続け、広い意味でのプロフェッショナルであり続けることが必要なのではないか。そのためには、まずある分野の専門性ある知識を、時間を惜しんで叩き込む。そして得られた知識を仕事の現場で活かし、その現場で新たな知識、ノウハウ、教訓を得る。そのように常に成長を続けていく。ある分野でプロフェッショナルと言える人であれば、定年などにより組織を離れても、引き続き楽

しみながらその専門性を活かせる機会が見つかる可能性は高い。不動産分野にもそういう人が数多くいる。

筆者は学生時代の就職活動のとき、たまたま不動産業務に携わっている先輩の話聞いたのがきっかけで不動産の仕事の面白さを感じ始めた。そして、社会人になってすぐ不動産鑑定士を目指したのを皮切りに、今まで不動産に関するさまざまな業務に従事する機会に恵まれた。その間、厳しい局面に出会ったことも多かったが、常に不動産の仕事に面白さを感じてきた。若い人々にもできるだけこの面白さを感じてもらい、どんどんこの業界に入ってきてほしいと思う。

偶然の機会との遭遇を楽しみながら、自分が常に成長し続けていくことに喜びを感じて、体力の続くところまでプロフェッショナルとしてこの仕事に関わることができればそれに勝ることはない。

(主な参考文献)

- 伊藤真・野田稔『あなたは、今の仕事をするためだけに生まれてきたのですか』2015年（日本経済新聞出版社）
 高橋俊介『キャリア論』2003年（東洋経済新報社）
 藤原和博『エネルギーを奪う仕事、もらえる仕事』1998年（新潮社）
 大前研一『ザ・プロフェッショナル』2005年（ダイヤモンド社）
 関島康雄『キャリア戦略』2016年（経団連出版）
 松尾睦『経験からの学習』2006年（同文館出版）
 野田稔・ミドルマネジメント研究会『中堅崩壊』2008年（ダイヤモンド社）
 金井壽宏・鈴木竜太編著『日本のキャリア研究』2013年（白桃書房）
 戸谷圭子『カスタマー・セントリックの銀行経営』2018（金融財政事情研究会）
 エドガーH. シャイン、金井壽宏訳『キャリア・アンカー』（白桃書房）
 J. D. クランボルツ／A. S. レヴィン著 花田光世、大木紀子、宮地夕紀子訳
 『その幸運は偶然ではないんです！』2005年（ダイヤモンド社）
 金井壽宏『仕事で「ひと皮むける」 関経連「ひと皮むけ

43 セレンティピティとは、偶然に思いがけない幸運な発見をする能力、またはその能力を行使すること。この能力により、失敗した実験の結果から予想外の有用なデータや知識を得たり、検索結果を点検しているときにノイズの中から偶然に当初の目的とは異なる価値のある情報を発見したりできる。ただし、すべてが偶然や幸運に依存するのではなく、有用なデータ、情報に気付くための基盤となる潜在的な知識や集中力、観察力、洞察力を要する。英国の小説家、ウォルポール（Horace Walpole 1717-1797）がスリランカの昔話『セイロン（Serendip）の三王子』（Three Princes of Serendip）にちなんで造った語といわれる。（図書館情報学用語辞典）

た経験」に学ぶ』2002光文社新書

野田稔『組織論再入門』2005年 (ダイヤモンド社)

鈴木竜太『組織と個人』2002年 (白桃書房)

金井壽宏『働く人のためのキャリアデザイン』2002年
(PHP新書)

山本寛編著『働く人のキャリアの停滞』2016 (創成者)

植島啓司『偶然のチカラ』2007年 (集英社新書)

以 上

MBS Review

(Number15 March 2019)

2019年3月31日発行

編集者・発行人 木村 哲
発行所 **明治大学専門職大学院グローバル・ビジネス研究科**
東京都千代田区神田駿河台1-1
〒101-8301 電話03(3296)2398

印刷所 株式会社 丸井工文社
東京都港区南青山7-1-5



Number 15

March 2019

*Research on Expected Return and Capital Policy
for Equity Value Evaluation of Venture Companies* 1
Satoru Kimura

*Analysis of Seasonal Variation using Quarterly Reports
of Apparel Company* 15
Fujio Yamaguchi

Measuring Systematic Market Liquidity 33
Wang Jingsui

*Career Development of Professionals in
Real Estate Business* 51
Shinji Muraki

Meiji University
Graduate School of Global Business

1-1, KANDA-SURUGADAI CHIYODA-KU, TOKYO 101-8301 JAPAN