

# なにわ漫才式フレームワークに基づくポートフォリオの構築

## 企業価値に影響を与える「ボケ・ツッコミ」メカニズムの応用理論

小野夏実・蔵田美優・中川亜也羽・前田晃治

(宮川ゼミ I 部 3 回生)

### 第1章 はじめに

1990 年ごろに起こったバブル崩壊後、日本の証券市場の低迷は日経平均株価を見ても明らかである。この状況から脱することができていない原因の一つは多くの日本企業が過剰にリスク回避的な行動をとっていることであると考え、ここに問題があると考えた。そこで我々はポートフォリオを構築することで、この問題解決へのアプローチを行う。

この低迷した状況は、企業価値式を通して考えると、予想フリーキャッシュフロー(FCF)と資本コスト( $r$ )のバランスが崩れてしまっていることが原因である。そこで、このバランスを上手くコントロールしている企業を選出する。

我々は FCF の拡大と  $r$  の低下をなにわ漫才のボケとツッコミになぞらえて考え、ボケとツッコミそれぞれに対しパラメータを設定した。また、ツッコミの形式にも着目して 4 つに企業のタイプを分類した。そして最終的に企業を選出し、ポートフォリオを構築した。

以下本稿の構成を述べる。次章では現在の日本企業の問題点を提示し、3 章ではなにわ漫才と企業価値の関係、ツッコミの 4 類型について、そして 4 章では実際に指標を用いて企業を選定し、5 章で選出した企業を時系列で分析する。最終章では総評を行う。

### 第2章 問題意識

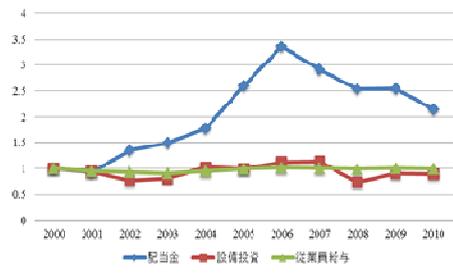
#### 2.1 日本経済の低迷と企業の財務体質の改善

バブルが崩壊した 1990 年以降、株価の低迷が続いている。少し変動はあるが、全体的な水準は年々低下している。日経平均株価が低下する間、日本企業はなすすべもなく指をくわえて見ていただけかというところではない。図表 1 は 2000 年から 2010 年の売上高と当期純利益の推移を表したグラフである。売上高は横ばいであるのに対し、当期純利益率は右上がりの傾向を示している。このことから日本企業はこの期間、無駄な費用や人員を削り、企業内部のリストラクに成功したことが分かる。低迷を抜け出すために日本企業は努力し、売上が伸びなくても利益を出すことのできる財務体質に変化できたのであろう。

図表 1 売上高・当期純利益の推移



図表 2 配当金・設備投資・従業員給与の推移



(2000年の数値を1とする)【出所】財務省法人企業統計より筆者作成

ところが、その利益の配分先を見ると、疑問が生じる。図表 2 によると、配当金は当期純利益率の推移と同様の動きを示している。それとは対照的なのが、設備投資額と従業員給与である。我々はこの事実に対し、生み出された利益が企業本体の将来の成長につながる投資に使われていないように考えた。

## 2.2 投資家からの評価

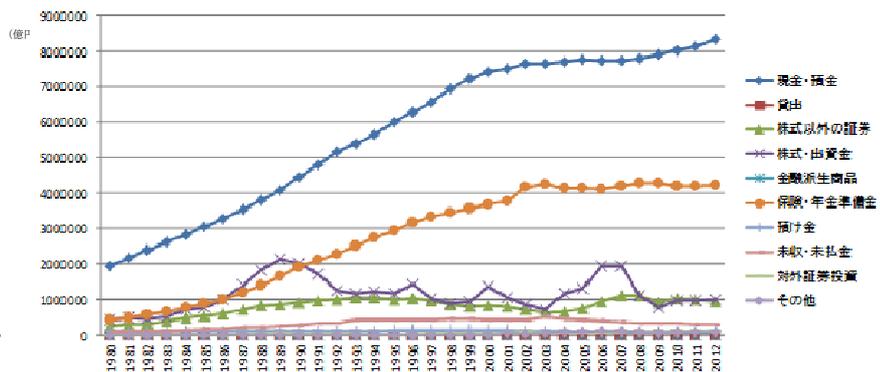
図表 3 は日本の家計部門の資産配分を表している。日本の家計部門の資産配分はこの 20 年の推移を見ると、あまり変化がない。資産配分の過半数が「現金・預金」となっている。これを見ると、「株式・出資金」の比率は年々減少していることがわかる。日本の家計からの評価は、市場全体に対しての危機感が増し、投資離れが進んでいるのだと考えられる。

日経平均の値動きや先ほどの 2.1 での企業の利益配分行動に対して投資家がどのような判断をとっているのかということを示したのが以下の図表 4 である。PER の逆数を利用して簡略的に疑似資本コスト  $r$  を算出している。これを見ると市場全体に対するリスクが高まっている

と言える。

上述した疑似資本コストについてここで説明しておく。配当割引モデルを用いると、資本コスト  $r$  を簡略的に表すこと

図表 3 家計の資産配分



【出所】日本銀行 資金循環統計より筆者作成

ができる。配当割引モデルとは、企業価値を企業が将来にわたって株主に支払うと期待される配当の観点から導き出すモデルである。このモデルを利用すると、PER は資本コスト  $r$  の逆数であると言える。V は企業価値つまり株価、 $r$  は資本コスト、 $g$  は成長率、DPS

は一株当たり配当、EPSは一株当たり利益を表している。企業が生み出した利益をすべて配当にまわすと仮定すると、内部留保がなくなるため成長率  $g$  は  $0$  になる。PERは株価を一株当たり利益で割るので以下のように式を変形していくと、資本コスト  $r$  の逆数になっていることがわかる。

$$V = \frac{DPS}{r - g}$$

$$V' = \frac{EPS}{r}$$

$$PER = \frac{V'}{EPS} = \frac{EPS}{r} \times \frac{1}{EPS} = \frac{1}{r}$$



【出所】宮川 (2012)

### 2.3 投資に消極的な日本企業

日本企業は生み出した利益を企業の将来の成長のための投資につなげることができておらず、その結果投資家から評価されていないと我々は判断した。そしてこれが日本経済の低迷の原因の一つであると考え。こういった、企業に対するリスクが高まるという状況の中で、企業は成長のための投資に消極的になりすぎているのではないかと考えた。このような状況を打破するような企業を選出する。

## 第3章 企業価値となにわ漫才の関係

### 3.1 企業価値と企業の戦略行動

企業の戦略行動には2つの局面が存在する。1つ目は大胆で明るい拡大路線をとる局面である。企業はこのような戦略をとることによって企業の規模を拡大することを目的としている。もう1つの局面はリスクを低減する局面である。拡大路線をとり、積極的に拡大するだけでなく、リスクを管理することも必要となる。この2つの局面が噛み合うことで企業は更なる成長を遂げると考える。そしてこれはコーポレートファイナンスで定義される

企業価値の公式になぞらえることができる。 $V = \frac{FCF}{r}$  この式において、 $V$ すなわち企業

価値を向上させるには  $FCF$  を拡大させることと、 $r$  を低下させることが必要であると理解できる。 $FCF$  の拡大を企業の戦略行動における拡大路線を見せる局面、 $r$  の低下を企業の戦略行動におけるリスクを低減する局面に当てはめられると考えた。このように企業の戦略行動は企業価値式に置き換えて考えられる。

### 3.2 企業価値におけるボケとツッコミのメカニズム

さらに企業価値式はなにわ漫才のボケとツッコミで言い表すことができると考えた。なにわ漫才には、ボケとツッコミ 2つの要素が存在する。ボケとは大げさな言動や、突拍子もない行動をとること、ツッコミとはボケに対して的確な指摘をすることである。漫才では、このボケとツッコミのかけ合いにより笑いが生まれるのである。そして漫才が笑いを生むこの構造は、企業価値式の企業価値を向上させるために必要な FCF の拡大と  $r$  の低下になぞらえることができると考えた。FCF の拡大とは、漫才のボケのように大胆な行動が必要となる。 $r$  の低下とは、ツッコミのように FCF を拡大するうえで生じる不確実性を的確な指摘により低下させることと考えた。このように企業価値にはボケとツッコミのメカニズムが当てはまると考えられる。

### 3.3 ツッコミ 4 種類の分析

ボケとツッコミからなるベーシック漫才企業は 4 種類あり、ツッコミの観点から、ボケに対するノリのよさとツッコミの精度の 2 軸によって分類できる。4 種類とはノリツッコミ、ツッコミボケ、スベリツッコミ、ボケゴロシである。我々はノリツッコミが最も高度なツッコミだと考えた。以下、オール阪神巨人のネタを使って具体的に説明する。<sup>1</sup>

#### ① ノリツッコミ

A「そういえば血液型何型なん？」

B「昔は B 型やったけど、最近調べてないからわからへんわ。明日にでも病院行こうかな。」

A「ああ、そういえば、わたしも最近調べてへんな。明日病院へ行ってこよう。…って血液型がそんなにコロコロ変わるかいな！」

このように、血液型が変わるといふボケに対して一度ノってから鋭くツッコんでいるのがノリツッコミである。ノリもよくツッコミの精度も高い、つまり拡大路線に便乗してからしっかりツッコむことで、ボケを最大限に活かし大きな笑いを生むことができる。

#### ② ツッコミボケ

A「そういえば血液型何型なん？」

B「昔は B 型やったけど、最近調べてないからわからへんわ。明日にでも病院行こうかな。」

A「あほ、血液型がそんなにコロコロ変わるかいな。結婚してはじめて変わるんや！」

本人はボケに対してツッコんでるつもりだが、ツッコミになっておらずツッコミ自体が

<sup>1</sup> オール阪神巨人のネタより筆者が一部加工。

ボケになっている、ノリはよいがツッコミの精度は低いものがツッコミボケである。

### ③ スベリツッコミ

A「そういえば血液型何型なん？」

B「昔はB型やったけど、最近調べてないからわからへんわ。明日にでも病院行こうかな。」

A「え、病院？お尻でも見てもらうん？ケツ液型なだけに!!!!」

ツッコみではいるがボケに対してノっておらず、ダジャレが言いたいだけの独りよがりなツッコミになっている。ツッコミの精度は高いがノリは悪いのがスベリツッコミである。

### ④ ボケゴロシ

A「そういえば血液型何型なん？」

B「昔はB型やったけど、最近調べてないからわからへんわ。明日にでも病院行こうかな。」

A「え、血液型って変わるん!?知らなかったわ！わたしも病院行こうかな？」

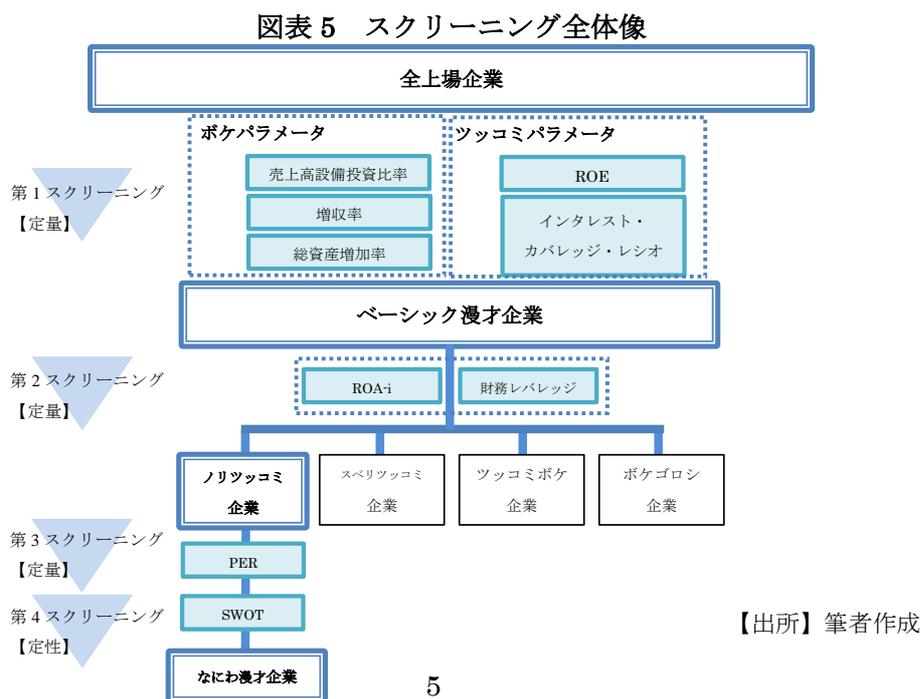
ボケに対してボケだとは気付かず真面目に返している、ノリも悪くツッコミの精度も低いものがボケゴロシである。

企業の戦略行動がどのように位置づけられるかを検討しながら次章では実際にポートフォリオの構築過程を説明していく。

## 第4章 なにわ漫才ポートフォリオの構築

### 4.1 スクリーニング全体像

定量および定性的な情報により、日本経済の低迷を救う「なにわ漫才企業」を選出する。



## 4.2 定量スクリーニング

### 4.2.1 データセット

本研究においてスクリーニング対象とする企業は、2007年から2011年の間に継続して上場し、その間の財務データが取得可能な企業 3,439 社とする。

分析に必要なデータは「日経 NEEDS FQ」より取得した。なお本研究では継続的に推移を追う必要があるが、企業のユニーク性を問うものであるため、上場して日が浅い企業も含めるため、データは直近 5 年間のものを利用した。

### 4.2.2 【第 1 スクリーニング】ベーシック漫才企業の選出

漫才にはボケとツッコミがあり、ボケとツッコミの掛け合いにより笑いが生まれる。そこで我々は企業価値式の FCF の拡大をボケ、 $r$  の低下をツッコミとした。

現状として、日本企業は生み出した利益を企業の成長に活かせず配当に回すことが多いが、FCF を拡大するには積極的に設備投資を行い、事業を拡大することが重要である。我々は企業の成長に投資している企業を選出するため、売上高設備投資比率をパラメータに用いた。また、投資が成功している企業を選出するため、設備投資の結果として売上高、総資産の増加率を見る。 $r$  の低下についてはリスク管理をするため効率性と安全性をはかる ROA とインタレスト・カバレッジ・レシオを利用する。

各指標全社の中央値以上の企業を選出した。なお売上高設備投資比率は 5 年間の算術平均を、増収率と総資産成長率は幾何平均を用いた。その結果、第 1 スクリーニングを突破した企業は 317 社である。これを我々はベーシック漫才企業とする。

### 4.2.3 【第 2 スクリーニング】ノリツッコミ企業の選出

選出されたベーシック漫才企業を母数に、ノリツッコミ企業を選出する。我々の考えるノリツッコミ企業とは、ノリツッコミ漫才の「ボケに対して一度ノることでボケを最大限に活かし、最後はしっかりツッコむ」といった考え方から、「FCF の拡大を最大限にするため、一度はリスク管理せずに拡大を最大限にした上で、しっかりリスク管理する」と定義する。ノリツッコミ企業選出にあたり ROA-i と財務レバレッジに注目する。

$$ROE = \left\{ ROA + (ROA - i) \times \frac{D}{E} \right\} \times (1 - t)$$

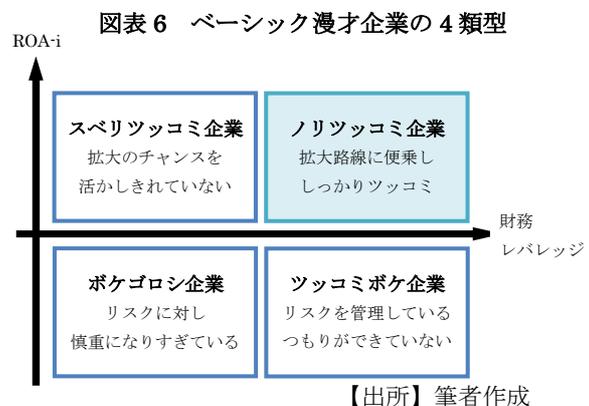
D=負債 E=自己資本 i=有利子負債利子比率 t=法人税率

ROE と ROA の関係は上記の式で表すことができる。上記の式を見ると、ROA が有利子

負債利率を上回っている限り、財務レバレッジが大きいほど、ROEが高くなる。つまり、負債で資金を調達することによって ROE を高めることができるのである。ROA が有利子負債利率を上回っているということは、安全な経営を行えていると言える。また、財務レバレッジが高いということは、負債調達までして事業投資をするという積極的な経営を行っているということである。これを漫才に言い換えると、単にボケに対してツッコミをするだけでなく、ボケに一度便乗したうえで最後にきちんとツッコむということである。

そこで我々は第1スクリーニングで選定した漫才企業の中から、さらに ROE というツッコミパラメータの指標を分解し、ROA-i が正かつ財務レバレッジのきいた経営を行っているノリツッコミ企業を選出していく。ノリツッコミ企業選出の過程を図で表すと以下のようになる。

図6について、ROA-i が正であり、財務レバレッジがきいたノリツッコミ企業は右上に位置する。財務レバレッジをかけることでFCFの拡大を促している。同時に ROA-i が高いということは、リスク管理に成功しているということである。



右下のツッコミボケ企業財務レバレッジはきいているが、ROA-i が負である。財務レバレッジがきいているのでノっているが、企業の財務が健全でないということはツッコミができていない状態だといえる。

左上のスベリツッコミ企業は ROA-i が正であり、財務レバレッジがきいてない。企業の財務は健全なのでツッコミはできているが、財務レバレッジがきいていないのでボケにノっていないということである。財務レバレッジをかけることで事業拡大の要素を持ちながら低いレバレッジにより ROE を下げているもったいない企業である。

左下のボケゴロシ企業は ROA-i が負、かつ財務レバレッジがきいていない。財務も健全でなく、財務レバレッジもきいていない。そのためボケを生かすことができず、ツッコミもできていない状態である。

我々はノリツッコミ企業が日本経済を牽引し、他の企業もノリツッコミ企業を目指すことで日本経済の低迷を脱すると考え、ポートフォリオにノリツッコミ企業を採用した。

ROA-i と財務レバレッジに関しては最新年（2011年）の数値でスクリーニングした。ROA-i が正であり、財務レバレッジが中央値以上である企業をノリツッコミ企業として選

出した。ノリツッコミ企業は 133 社<sup>2</sup>となった。

### 4.3 【第3スクリーニング】笑いを生み出す企業の選出

「実際に観客を笑わせることができている漫才」であることが重要と考えるため、選出されたノリツッコミ企業のうち、さらに投資家に評価されている企業を選抜した。顧客を笑わせるつまり企業でいうと、投資家に評価されているという観点から、PER をスクリーニング指標に用いた。最新年 2011 年の数値でスクリーニングする。中央値以上の企業 72 社<sup>3</sup>が選出された。

### 4.4 【第4スクリーニング】なにわ漫才企業の選出

上述のとおり算出されたノリツッコミ企業のうち、我々の考えるノリツッコミ企業に合う企業を、定性的観点より選出する。本稿では定性的観点として SWOT 分析を利用する。内部要因と外部要因をそれぞれ横、縦にとり、マトリックスを作る。図の右上は他社にとっての脅威を自社の強みにより機会に変える状態である。

図表7 SWOT マトリックス

		外部要因	
		機会	脅威
内部要因	強み	自社の強みにより取り込むことのできる事業機会	他社にとっての脅威を自社の強みにより機会に変える
	弱み	自社の弱みで事業機会を逃すような事態	市場の脅威と自社の弱みが重なって起こる最も悲観的なシナリオ

【出所】筆者作成

図の左上は自社の強みにより取り込むことのできる事業機会のことである。図の左下は自社の弱みで事業機会を逃すような事態のことである。図の右下は市場の脅威と自社の弱みが重なって起こる最も悲観的なシナリオのことである。

我々の考えるノリツッコミ企業は一度リスクをとった上でそれを管理するため、他社がリスクと感ずることもチャンスと捉えることが必要である。そのような企業を選出するため、SWOT マトリックス（下図）の右上に注目した。これにより、「脅威を自社の強みにより機会に変える」企業を定性的に選出する。その基準を示すために具体例を 3 社挙げる。

まず、パーク 24 株式会社を取り上げる。当社の主力事業は時間貸駐車場の運営・管理である。自動車保有台数の減少という脅威がある。しかし、当社はカーシェアリングという自動車の短時間利用が可能なサービスを行うことによって車を持たない人に対してサービスを行うことで収益をあげている。このように自動車保有台数の減少という脅威を、新サービスの展開という強みにより新たな収益獲得の機会としている。

<sup>2</sup> ROA、有利子負債利率、財務レバレッジの数値が取得できない企業は除くため、133 社となる。

<sup>3</sup> PER が同値の企業が存在するため、72 社となる。

次にダイキン工業株式会社の主力事業は、空調・冷凍機、化学、油機及び特機製品の製造販売であり、原材料価格や競合他社との競争激化などが、当社の業績に深く関わっている。しかし当社は新商品の開発について設計・生産技術・購買・サプライヤーの同時並行の協業展開という強みを生かすことで、品質、コスト、開発スピードの革新を図っている。これにより市場において有利な立場にある。原材料価格の高騰、競争激化という脅威を、同時並行の協業展開という自社の強みにより市場優位性を得る機会とした。

最後に、ユニ・チャーム株式会社の主力事業は幼児用紙オムツ、生理用品、ペットトイレタリー製品の製造・販売である。競合が多く、消費者向けの商品という性格上、価格競争が激しく、これが脅威となる。しかし、当社では会社全体で同じ価値観を共有するため「SAPS 経営」という管理業務を円滑に進める独自の経営手法を採っている。競争激化という脅威を、「SAPS 経営」という強みにより差別化する機会に変化させている。

以上の第1から第4スクリーニングの結果構築されたポートフォリオが以下である。

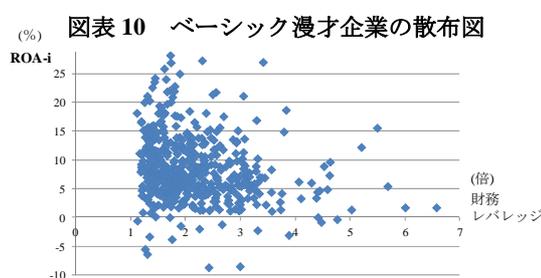
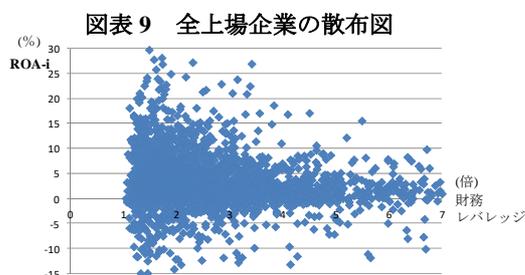
図表8 なにわ漫才ポートフォリオ

東証コード	企業名	産業	東証コード	企業名	産業
T2453	ジャパンベストレスキューシステム	サービス業	T6268	ナブテスコ	機械
T3382	セブンアンドアイHD	小売業	T6367	ダイキン工業	機械
T3407	旭化成	化学	T6503	三菱電機	電気機器
T4303	Eストアー	情報・通信	T7522	リコー	電気機器
T4541	日医工	医薬品	T7752	ワタミ	小売業
T4666	パーク24	不動産業	T8113	ユニ・チャーム	化学
T4817	ジュビターテレコム	情報・通信	T9104	商船三井	海運業
T4911	資生堂	化学	T9782	ベネッセホールディングス	サービス業

【出所】筆者作成

## 第5章 ノリツッコミ企業：時系列の考察

全上場企業（ツッコミがない企業を含む）をツッコミの型で分類すると図表9のような分布になる。我々は、全上場企業のうちボケとツッコミの要素を持つ企業をベーシック漫才企業として選出した。ROA-iはツッコミの精度を表すため、ツッコミパラメータを用いてスクリーニングしたことにより、ベーシック漫才企業の分布は図表10のようになる。



【出所】日経NEEDS FQに基づき筆者作成

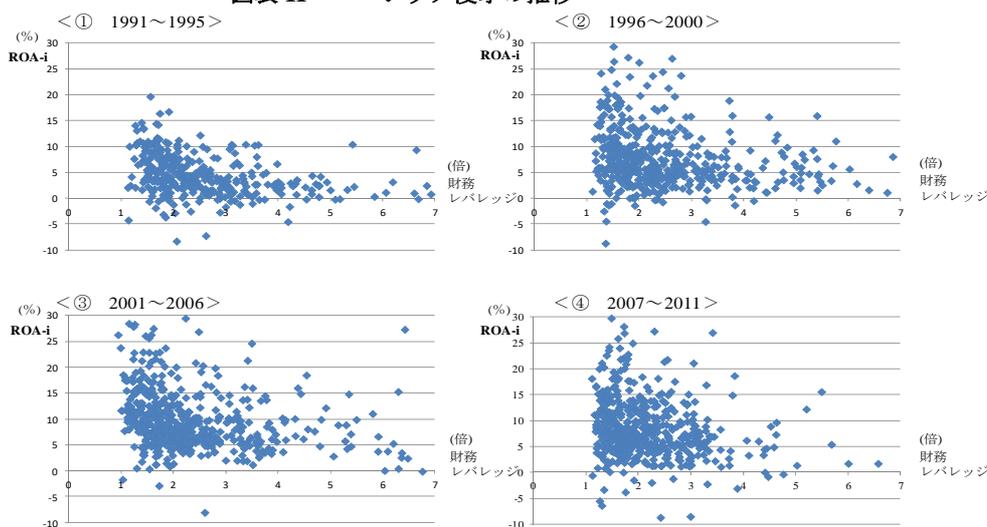
ツッコミをしているつもりだができていない「ボケコロシ企業」と「ツッコミボケ企業」を含むためROA-iが負の企業も存在するが、ツッコミをしていることが前提のため、下に

分布する企業が減る。横の分布に着目すると、全上場企業に比べ、ベーシック漫才企業は財務レバレッジが低いといえる。我々はこの財務レバレッジの低さに日本企業低迷の原因があるのではないかと考え、過去の散布図の推移を見ることとした。

図表 11 は 1991 年から 2011 年までを時系列に沿って 4 分類したものである。全体的にグラフの上方に企業が集まっている。1991 年から 1995 年の 5 年間はバブル崩壊後の影響で全体的に ROA-i の値が小さく、相対的にグラフの下方に企業が偏っている。ところが、1996 年から 2000 年になると下に溜まっていた企業の分布が散り、ノリツッコミ企業が増加している。企業業績が回復しているため、利益率が上昇し、ROA-i が上昇傾向にある。その後 2001 年から 2006 年、IT バブル崩壊後にも同様の分布が見られる。

我々の分析対象は直近 5 年 2007 年から 2011 年である。1996 年から 10 年間分布が分散していた企業が偏ってきているように思える。企業業績が画一化され、その結果分布が

図表 11 ベーシック漫才の推移



【出所】 日経 NEEDS FQ に基づき筆者作成

偏ったと考えられる。この原因として考えられるのが財務レバレッジである。財務レバレッジをあげることで ROE を高めることができる左上に分布するスベリツッコミ企業は惜しい企業であるため、この部分をノリツッコミ企業に成長させる必要があると考える。

ROA-i が高いほど、本業での利益が利子率を上回っているといえる。そのため、理論式上では ROA-i が高い企業は財務レバレッジをかけることで ROE を高め、付加価値を生み出すことができる。しかし、図表 9、10、11 の散布図によると、ROA-i の高さに対し、財務レバレッジを高めていない企業が多くあることがわかる。ここに理論と現実の乖離がある。我々が考える原因は大きく 2 点ある。1 つ目は、我々の散布図から見ると自己資本比

率が高い企業が ROA を高められる企業が多いからである。2 つ目は、財務レバレッジが高いと倒産リスクが高まるため、投資家から敬遠されやすくなる可能性があるからである。

散布図をなす点の個々の企業の分析を行っていないため、ひとつの結論を導き出すことはできない。しかし財務レバレッジが低い理由をつきとめ打開策を打つことができれば、日本企業の成長への我々なりのヒントを得られると期待している。

## 第6章 おわりに

本研究では企業価値を漫才になぞらえ、ポートフォリオを構築した。現在の日本企業の行動はリスク回避的になっているが、そのままでは企業の成長が見込めないため、積極的に事業を拡大することも必要だと考えた。そこで、我々は企業戦略の 2 局面を考えるに当たり、ボケとツッコミに着目した。漫才のフレームワークを通じて事業拡大とリスク管理のバランスがとれた企業を選出し、現在の日本経済低迷の打開に貢献すると考えた。

また、ベーシック漫才企業を 4 分類したうちのノリツッコミ企業をポートフォリオの対象としたが、他の 3 つの企業群に関しても、今後成長の余地があると考えられる。ノリツッコミ企業が日本経済を牽引すると同時に、他の企業群がノリツッコミ企業を目指すことで、さらなる経済の回復が見込めると我々は考える。

今後、ポートフォリオや散布図をさらに詳細に分析することで、研究を深めていきたい。

### 参考文献・参考 URL

リチャード・A・ブリーリー/スチュワート・C・マイヤーズ/フランクリン・アレン(2007)『コーポレート・ファイナンス第 8 版上』日経 BP 社

日本証券アナリスト協会編(2006)『証券アナリストのための企業分析(第 3 版)』東洋経済新聞社

森久/関利恵子/長野史麻/徳山英邦/蔣飛鴻(2008)『財務分析からの会計学』森山書店

宮川壽夫「経営戦略と株価の関係」日本 IR 協議会講演資料 2012 年 10 月 2 日

財務省 法人企業統計 <<http://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/index.htm>>2012 年 11 月 28 日

日本銀行 資金循環統計 <[www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm](http://www.boj.or.jp/statistics/sj/index.htm)> 2012 年 11 月 28 日

パーク 2 4 株式会社 <<http://www.park24.co.jp/>> 2012 年 12 月 5 日

ダイキン工業株式会社 <<http://www.daikin.co.jp/index.html>> 2012 年 12 月 5 日

ユニ・チャーム株式会社 <<http://www.unicharm.co.jp/index.html>> 2012 年 12 月 5 日