



第9回 企業価値の評価

(企業はどのように評価するのか)

会計と経営のブラッシュアップ
平成25年2月25日
山内公認会計士事務所

本レジュメは、企業会計基準及び次の各書を参考にさせていただいて作成した。(財務諸表論第11版 武田隆二著 H21年1月中央経済社発行)
(ゼミナール現代会計入門第9版 伊藤邦雄著 H24.3日本経済新聞社発行)(三式簿記の研究 井尻雄二著 S59.5中央経済社刊)

I 企業価値とは何か

- ①企業価値とは企業が将来にわたって生み出す利益の合計
- ②利益とは企業に対する社会の評価の結果

1. 企業とは、継続して

- (1)利益を出来るだけ多くあげ続けることを目的として設立される
- (2)利益をあげ続けるためには社会に対して役立たなければならない
- (3)「企業価値を創造せよ、さもなくば撤退せよ」とは、(1)、(2)を要約したものでいつの時代にも変わらない原則である。

2. ライブドアや村上事件は、継続的利益（企業価値）を目標としたか

ニッポン放送に対する敵対的TOB（株式公開買い付け）は、企業価値を十分に高めて経営を行っていない企業に対して、株式を買い集め、その経営権を握って**企業価値を高めよう**とする者からの買収攻撃でもあった。

村上ファンド（非効率な企業経営を行う企業に対し「**もの言う株主**」として資産の有効活用による企業価値の向上等を提案した）はライブドア代表者らからニッポン放送株式の獲得（目標3分の1）の情報を得て、同株の買付を行ない、ライブドアの株式取得中（5%）に株式を売却して利益を得た。

H21.2.3 東京高裁は村上世彰氏の**インサイダー取引**を認定し、懲役2年（執猶3年）及び罰金300万円、追徴金11.49億円の判決を言い渡した。



3. 企業価値の評価に関する変化

(1) 会計制度の改革

会計基準の国際的統合化の波。

連結決算中心主義、年金負債等のオンバランス化、金融商品の時価評価など。

海外と同一尺度で計られることとなった日本企業の財務。

(2) 株式所有構造の変化

従来日本企業は、事業法人や金融機関などの**安定株主**の存在（持ち合い株）により、他企業からの買収の脅威を感じることなく経営することができた。しかし、それは必ずしも企業価値の最大化を目指すことに適合しない。

(3) M & A の増加

グローバル競争の激化に伴い、もはや一企業の競争力では市場に残って行けない。企業価値を十分に高めなければ**敵対的M & A**の標的となる。

4. 企業買収の脅威

(1) 安定株主の変化（株式所有目的の明確化）

(2) 株式交換による買収資金の不要化、容易化

(3) 終身雇用制の崩壊など人事制度や環境の変化

(4) 企業の評価

企業は日々動いている。会計とはその生きた企業を写し出す技術である。企業評価とは企業の価値をとらえることであり、企業の**過去の情報**（資産の成長性、収益性等）と**現在の情報**（他社との比較、資産活用の効率性、リスク評価等）と**将来の情報**（事業計画、将来予測等）の適正な収集と適切な評価である。

評価項目	過去	—	現在	—	将来
財 産					
事 業					
収 益					
リスク	△		○		◎

5. 公正価値とは

金融商品の市場価額、資産の証券化、企業の評価などにおいて、公正価値が要求される。

(1) FASB、IASB の定義「測定日における市場参加者の秩序ある取引のなかで、ある資産を売却することで受取るであろう価格、あるいはある負債を移転することで支払うであろう価格、時価が想定される

(2) 公正価値

一般的には時価である。多数の売手と買手が経済合理性により市場を通じて取引するときの価格によって資産を評価した額をいう。活発な取引が成立する市場等の存在により、客観的妥当性が存在すると考えられる。

(3) いかにか公正価値を見積るか（企業評価の場合）

① コスト・アプローチ

時価純資産評価額である。

すべての資産項目と負債項目の時価を個別に評価して、その差額である時価ベースの純資産を株主価値とする評価方法。

② インカム・アプローチ

過去及び将来の利益（年間基準利益）を計算し、資本還元率（マーケットリスクプレミアム）で資本還元する方法である。一連の予測経済利益を適切な割引率または資本還元率によって現在価値に割引いて算定する。

③ マーケット・アプローチ

公開会社の場合には時価である「市場株価方式」を適用し、未公開会社の場合には「類似公開会社方式」又は「類似取引方式」を適用する。

マーケット・アプローチの利点は、実際の株価、取引額に基づいているという実証的な面はあるが、欠点としては、類似公開会社又は類似取引の選定などの困難な点がある。

(4) リーマンショック

2008年9月の金融危機による金融市場の機能不全は、公正価値会計に対する不信を起こした。

IASBは同年10月に「市場が活発でない場合の金融商品の公正価値と開示」を公表し、市場が活発でない場合には、市場価格をベースとした修正理論価格といった合理的に算定された価額を開示し、公正価値とすべきとした。

6. 公正価値等による企業評価の例

次のような企業について、公正価値等による企業評価を行って下さい。

評価対象株式 2,000 株

(1) 財務状態

B/S		P/L	
千円			
資産の部	1,000,000	売上高	1,000,000
負債の部	600,000	原価・経費・税金	984,000
純資産の部	400,000	当期純利益	16,000

(2) 発行済株式数

20,000 株

(3) 資本金

100,000 千円

(4) 有利子負債（利率 3%）

300,000 千円

(5) 遊休資産

200,000 千円

(6) 1 株当り類似業種比準価額

12,500 円

(7) 過去の年配当額 20/3 500 円、21/3 300 円、22/3-24/3 400 円

1 株当りの評価額

2,000 株の評価

①コスト・アプローチ

②インカム・アプローチ

③マーケット・アプローチ

④配当還元方式

（少数株主の特例）

(1) 時価純資産方式による計算 (①コスト・アプローチ)

時価純資産方式は、会社のすべての資産を時価で評価し、判明したすべての負債を差引いて算出した純資産で評価する方式である。(即ち、清算価値的な評価である)

時価純資産方式により評価した結果は次の通りである。

1株当りの時価純資産価額 22,500円

(企業評価@22,500×2,000株 45,000,000円)

尚、評価益が出た場合の税金については通常の方法を控除することとした。
(適用税率は事業税の外形標準課税等を加味して40%とした)

$$1 \text{ 株当りの評価額} = \frac{\text{(時価純資産 - 法人税等)}}{\text{発行済株式数}}$$

この方式により評価するために、価格時点における貸借対照表を作成した。
その結果、価格時点の評価額は次の通りとなった。

平成24年3月31日時点の財産状態

	修正後貸借対照表 (評価額)	修正前貸借対照表 (帳簿価額)
	千円	千円
資産の部	1,200,000	1,000,000
負債の部	700,000	600,000
法人税等 (修正時)	40,000	0
純資産	<u>450,000</u>	<u>400,000</u>

(発行済株式 20,000株)

$$1 \text{ 株当りの評価額 } 450,000 \text{ 千円} \div 20,000 \text{ 株} = \underline{22,500 \text{ 円}}$$

(2) 収益還元方式による計算 (②インカム・アプローチ) — 1 の場合

会社の過去の利益実績から、現状の年間平均利益を求め、それを公表指標の利益率で資本還元し、自己資本の生み出す利益の評価額(2)とし、また、現在の自己資本に対する危険額を資本還元して自己資本の毀損評価額(3)を求め、それらを現在の自己資本額(1)に加減して、収益還元価額(1)+(2)-(3)を求めた。

以上の方法により評価した結果は次の通りである。

1 株当りの収益還元評価額 24,500 円

(企業評価@24,500×2,000株 49,000,000円)

	上記による計算 千円	(WACCによる計算例)
(1)自己資本額	400,000	—
(2)利益の資本還元額	169,000	246,278
(3)自己資本の毀損額	△79,831	—
収益還元価額	<u>489,168</u>	<u>246,278</u>
発行済株式	<u>20,000 株</u>	<u>20,000</u>
1 株当り評価額	<u>24,500 円</u>	<u>12,314</u>

① 自己資本額 400,000 千円

平成 24 年 3 月末日の会社の帳簿価額を採用した。

(上記)

② 利益の資本還元額	<u>169,000 千円</u>
1) 年間 (平均) 利益	16,000 千円
2) 資本還元率	
(イ) 指標の自己資本利益率	7.58 %
(中小企業の財務指標)	(参考資料)
(ロ) 企業物価上昇率	
2003~2007 年度	1.42
(日本銀行)	(参考資料)
(ハ) 企業倒産率	④÷⑤ 0.47
企業倒産件数	13,905件 (参考資料)
法人企業数	2,964,498社 (参考資料)
	<u>計 9.47 %</u>

$$16,000 \text{ 千円} \div 9.47\% = \underline{169,000 \text{ 千円}}$$

収益還元価額の計算においては、会社の過去の財務実績の平均値を主として採用し、重要な誤り以外の修正は行わなかった。

その理由は公表指標の精度とのバランスを考えてのことである。

③ 自己資本の毀損額	<u>△79,831 千円</u>
------------	-------------------

1) 自己資本額	400,000 千円
2) 自己資本毀損率	1.89%
(ロ) 企業物価上昇率	1.42
(ハ) 企業倒産率	0.47

$$\text{自己資本額 } 400,000 \text{ 千円} \times \text{毀損率 } 1.89\% = \Delta 7,560 \text{ 千円}$$

また、同時に△7,560 千円を顕在化していない年間(平均)損失と見て、自己資本の毀損額△7,560 千円 ÷ 資本還元率 9.47% = △79,831 千円現在の自己資本を約 20% 評価減するのは正しいか。

(WACC 計算例)

左記の自己資本コスト	9.47 %
自己資本	400,000 千円
有利子負債	300,000 千円
負債コスト	3 %
税率	40 %

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \frac{400,000}{(400,000+300,000)} \times 9.47\% \\ &+ \frac{300,000}{(400,000+300,000)} \times 3\% \times (1-0.4) \\ &= 5.41\% + 0.77\% = 6.18\% \end{aligned}$$

$$\text{税引後 EBIT} = 16,000 + 9,000 \times (1-0.4) = 21,400$$

$$\text{税引後 EBIT} 21,400 \div 6.18\% = 346,278$$

$$\begin{aligned} \text{評価 } 346,278 - \text{負債 } 300,000 + \text{遊休 } 200,000 \\ = 246,278 \text{ 千円} \cdots (1) \end{aligned}$$

$$(1) \div 20,000 \text{ 株} = \underline{12,314 \text{ 円}}$$

② 負債は有利子負債のみで充分か。その他負債を加味する必要はないか。

②インカム・アプローチ — 2 の場合 簿価純財産、混合 WACC で計算
(利率の高い時、再検討)

仮定：(1)自己資本利益率（自己資本コスト、資本還元率）10%

(2)税金 40%

				簿価純財産 (コストアプローチ)	WACC (インカムアプローチ)
(単位：千円)					
(A)	資産	100,000	自己資本	100,000	$\frac{100}{100} \times 10\% = 10\%$
	営業利益	10,000			$6,000 \div 10\% = 60,000$ (評価)
	税金	4,000			評価 60,000
	当期利益	6,000			<u>100,000</u> <u>60,000</u>

仮定：(3)支払利率 12% (以下、通常利益と同じ)

(B)	資産	100,000	借入金	50,000	$\frac{50}{100} \times 10\% + \frac{50}{100} \times 12\% \times (1-0.4) = 8.6\%$
			自己資本	50,000	$2,400 \div 8.6\% = 27,907$ (評価)
	営業利益	10,000			借入金控除 50,000
	支払利息	6,000			<u>50,000</u> <u>△22,093</u>
	税金	1,600			
	当期利益	2,400			

仮定：(4)支払利率 3%

(C)	資産	100,000	借入金	50,000	$\frac{50}{100} \times 10\% + \frac{50}{100} \times 3\% \times (1-0.4) = 5.9\%$
			自己資本	50,000	$5,100 \div 5.9\% = 86,441$ (評価)
	営業利益	10,000			借入金控除 50,000
	支払利息	1,500			<u>50,000</u> <u>36,441</u>
	税金	3,400			
	当期利益	5,100			

仮定：(5)支払利率 3%

(D)	資産	100,000	借入金	100,000	$\frac{0}{100} \times 10\% + \frac{100}{100} \times 3\% \times (1-0.4) = 1.8\%$
			自己資本	0	$4,200 \div 1.8\% = 233,333$ (評価)
	営業利益	10,000			借入金控除 100,000
	支払利息	3,000			<u>0</u> <u>133,333</u>
	税金	2,800			
	当期利益	4,200			

仮定：(6)支払利率 3%

(E)	資産	100,000	借入金	150,000	$\frac{\Delta 50}{100} \times 10\% + \frac{150}{150} \times 3\% \times (1-0.4) = 1.8\%$
			自己資本	△50,000	$3,300 \div 1.8\% = 183,333$ (評価)
	営業利益	10,000			借入金控除 150,000
	支払利息	4,500			<u>△50,000</u> <u>33,333</u>
	税金	2,200			
	当期利益	3,300			

H24. 6. 14 の評価例

流動資産	2	流動負債	18
固定資産	94	借入金	58
		A	自己資本 20

税引利益（基準利益）から還元される会社財産 B (?) 百万円
 この会社財産を使って年間にあげる利益 2,419 百万円
 還元率としての自己資本コスト（株主の期待収益率）

$$2,419 \text{ 千円} \div 13.220\% = 18 \text{ 百万円}$$

$$B (?) = 18 \text{ 百万円}$$

評価

A > B 純財産充実でAでOK

A < B } 成長性あり — B (安全性からA)

..... " 不明 — A

A > 0 } 成長性なし — A

又は (A+B) / 2

A < B } (A+B) / 2 or 0

A < 0 }

②インカム・アプローチ — 2 の場合 混合 WACC、税金有で計算

仮定 : (1) 自己資本利益率 5%
(2) 税金 40%

(単位 : 千円)

(A)	資産	100,000	自己資本	100,000
	営業利益		10,000	
	税金		4,000	
	当期利益		6,000	

純財産 (コストアプローチ)	収益 (インカムアプローチ)
$\frac{100}{100} \times 5\%$	= 5%
$6,000 \div 5\%$	= 120,000 (評価)
	評価 120,000
<u>100,000</u>	<u>120,000</u>

仮定 : (3) 支払利率 12%

(B)	資産	100,000	借入金	50,000	自己資本	50,000
	営業利益		10,000			
	支払利息		6,000			
	税金		1,600			
	当期利益		2,400			

$\frac{50}{100} \times 5\% + \frac{50}{100} \times 12\% \times (1-0.4) = 6.1\%$	
$2,400 \div 6.1\%$	= 39,344 (評価)
	借入金控除 50,000
<u>50,000</u>	<u>△10,656</u>

仮定 : (4) 支払利率 3%

(C)	資産	100,000	借入金	50,000	自己資本	50,000
	営業利益		10,000			
	支払利息		1,500			
	税金		3,400			
	当期利益		5,100			

$\frac{50}{100} \times 5\% + \frac{50}{100} \times 3\% \times (1-0.4) = 3.4\%$	
$5,100 \div 3.4\%$	= 150,000 (評価)
	借入金控除 50,000
<u>50,000</u>	<u>50,000</u>

仮定 : (5) 支払利率 3%

(D)	資産	100,000	借入金	100,000	自己資本	0
	営業利益		10,000			
	支払利息		3,000			
	税金		2,800			
	当期利益		4,200			

$\frac{0}{100} \times 5\% + \frac{100}{100} \times 8\% \times (1-0.4) = 4.8\%$	
$1,200 \div 4.0\%$	= 30,000 (評価)
	借入金控除 100,000
<u>0</u>	<u>△70,000</u>

仮定 : (6) 支払利率 3%

(E)	資産	100,000	借入金	150,000	債務超過	△50,000
	営業利益		10,000			
	支払利息		4,500			
	税金		2,200			
	欠損金		3,300			

$\frac{\Delta 50}{150} \times 5\% + \frac{150}{150} \times 8\% \times (1-0.4) = 4.8\%$	
$3,300 \div 4.8\%$	= 68,750 (評価)
	借入金控除 150,000
<u>△50,000</u>	<u>△81,250</u>

(3) 類似業種比較方式による計算 (③マーケット・アプローチ)

税法の定める類似業種比準評価に準じて計算した結果は次の通りである。

1株当りの類似業種評価額 17,500円

(企業評価@17,500×2,000株 35,000,000円)

類似業種比準価額① 12,500円 (参考資料)

純資産評価額② 22,500円

評価額 (①+②) / 2 17,500円

(4) 配当還元方式による計算 (④少数株主方式)

会社の過去の配当実績を指標等の配当率を参考にした資本還元率で割引いて計算した。

1株当りの配当還元価額 9,000円

(企業評価@9,000×2,000株 18,000,000円)

(1) 1株当り配当の実績

決算	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	5年間の平均
配当	500	300	400	400	400	400
額面相当額	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000

(2) 資本還元率について

財産評価基本通達によれば、その株式の1株当りの資本金の額に対して、配当率10% (標準配当率) を額面相当額として評価している。

しかし乍ら、この配当率の設定はかなり以前のもので、金利の状況と比較しても高い比率となっている。

今回の評価に当っては、中小企業の財務指標 (中小企業編、平成19年発行) に掲載されている実数分析 (配当実施額等、卸売業) の配当率4.45%を参考にして基準的な配当率とした。(参考資料)

(3) 今回の評価に当っての配当還元価額

過去5年間の平均1株当り配当 400円
 $400円 \div 0.0445 = 9,000円$

(注) 額面相当額 5,000円

資本金÷発行済株式の総数 20,000株
 $100,000,000円 \div 20,000株 = 5,000円$

配当還元価額9,000円÷額面相当額5,000円 = 1.8倍

(5) 鑑定評価の結果計算（所有割合 10%株主の場合の株式評価）

鑑定対象株式の発行済株式（所有割合 10.0% 支配割合 20.0%下記※1 参照）に対する支配割合、財産状態、収益状況を勘案して鑑定評価を行った結果は次の通りである。

1 株当りの評価額 12,000 円

(10%所有割株式評価@12,000×2,000株 24,000,000円)

①時価純資産価額（22,500円）に支配割合※1 と本業の非継続割合※2 を乗じて評価割合を算出した。

$$22,500 \text{ 円} \times \frac{2,000 \text{ 株}}{20,000 \text{ 株}} \times 2 \text{ 倍} \times \frac{1}{3} \times \frac{1}{3} = 1,500 \text{ 円} \quad \dots (1)$$

②収益還元価額（24,500円）に支配割合※1 と本業の継続割合※2 を乗じて評価割合を算出した。

$$24,500 \text{ 円} \times \frac{2,000 \text{ 株}}{20,000 \text{ 株}} \times 2 \text{ 倍} \times \frac{2}{3} \times \frac{2}{3} = 3,300 \text{ 円} \quad \dots (2)$$

③配当還元価額（9,000円）に上記支配割合※1 以外の比率を乗じて評価割合を算出した。

$$9,000 \text{ 円} \times \left(1 - \frac{2,000 \text{ 株}}{20,000 \text{ 株}} \times 2 \text{ 倍}\right) = 7,200 \text{ 円} \quad \dots (3)$$

上記の評価割合を合計して (1) + (2) + (3) =12,000 円

※1 支配割合（20.0%）とは、鑑定対象株式（2,000株、所有割合 10.0%）の発行済株式（20,000株）の 50%超である 10,000株に対する割合である。

この計算式で支配割合が 100%を超える時は 100%までとする。

※2 事業の継続割合(評価対象の本業継続割合)を 3分の2(非継続割合 3分の1)とした。

上記の評価は、会社の継続割合を勘案して、①コスト・アプローチと②インカム・アプローチを採用し、株式の支配割合を見て④配当還元方式を加味して評価した。

Ⅱ 日本の経営と経営資源の見直し

財務面から見た日本の経営の見直しは、「効率化戦略」と「成長、継続戦略」である

リストラの目的は、経済環境の変化に*対応するため、日本の経営の中で行われて来た企業全体の中の資源の無駄使いの排除、すなわち、人、物、金、の最適配分とスリム化である

先進各国等と比較しても、尚、人件費高、物価高である我国は量的な面においてもリストラを更に進行する必要がある、併せて質的な面においては企業経営を継続的に改革することのできる、経営力の確立が必要と考えられる

(1) 経営方法の見直し

リストラは第一段階であるとともに、習慣化すべき経営改善であり、究極の目標はどうかすれば、あるいは、どのような経営要素によって、企業成長の為に継続的に B/S、P/L が改善し続けられるかを知り、実施することである

(2) 過剰投資と債務の見直し

B/S の改善---リストラ
B/S の改善---継続的な成長

(3) 過剰採用の見直し

P/L の改善---リストラ
P/L の改善---継続的な成長

日本経済の起承転結と企業経営

牽引力となった商品、キーワード

起（経済復興）

1945年---仕組作り---

財閥解体、農地改革、労働運動、合法化
シャープ勧告による税制の整備
1ドル=360円の単一為替レートの設定

（石炭）
戦後の復興、朝鮮戦争
鉄、エネルギー
官民協調、輸出戦略

承（高度成長）

1960年---経済成長、世界の奇跡---

オリンピック景気、いざなぎ景気
所得倍増、先進工業国へ、量産化

（電器、紡績、建設、製薬）
家電、三種の神器
系列、終身雇用

転（危機の克服と安定成長）

1975年---石油危機の克服---

変動相場制と第一次石油危機
財政からの強力な支援
---円高危機の克服---日本的経営手法
世界同時不況と経済環境の激変
自動化、省力化による製品の差別化
1985年プラザ合意 実物経済からマネー経済へ

（建設、製薬）
3C、自動車、人口1億人超
1980年トフラーの予言
（不動産、株式投資）
55年体制 出生率1.91人
財テク、地価上昇

結（ゼロ成長）

1990年---バブルから不連続の時代へ---

地価、株価の急落と資産デフレ
余剰労働とリストラ
金融システム不安

冷戦構造の終結
平均株価2万円割れ
グローバル化とIT化
価格破壊、公定歩合1%

メインバンク制の下、借金、投資過多の1980年代以降の日本経済の中で、企業は本当に投資回収を行った経験はあったのか？

始（IT化とグローバル化、結からの脱却はできるのか）

2000年---20世紀の清算と再出発---

少子高齢化、労働の多様化
情報伝達の迅速化と透明性
フルセット主義の放棄、製造業の変身
経営責任の強化と法令遵守
IFRS（国際会計基準）の採用

20世紀の廃棄と排除
投資回収、金融商品
ソフト重視とビジネスモデル確立
IT化、柔軟な教育、競争と効率
自己責任、企業価値経営
当期業績利益から包括利益

2. DCF法による経営資源の再チェック

企業の衰退の原因は何か。

それは企業価値の創造に焦点をあてない経営戦略にある。

価値の創造を経営戦略の中心に据える企業こそ、環境の変化等、直面する機会や脅威を最大限に活用することができる。

(第1フェーズ) ---- 現在価値の分析 (経営資源の時価評価額) 投資収益率の検討

経営者は与えられた経営資源を活用し、株主に対して利益をもたらし、その期待に添っているか。

(第2フェーズ) ---- 各部門における現状維持価値

各单位ごとに、現在の経営者(事業計画)のもとでこのまま推移した場合のキャッシュ・フローを推計し、割引キャッシュ・フロー法(DCF法)を用いて現在価値を求める。

1. 現経営者(事業計画)は期待通りに企業価値を創造しているか。
2. 推計された現状維持価値と経営資源の時価評価との間にギャップはないか。
3. 同業他社よりも価値を創造しているか。
4. 各事業単位の企業価値の寄与度の比率は妥当か。

例えば将来価値をほとんど創造しないにも関わらず、投資額の大部分を占めてしまう事業単位や、経営者が注意を払い、かなりの時間を費やしているにも関わらず、価値を破壊する事業単位が存在していないかを確かめる。

(第3フェーズ) ---- 内部的潜在価値の分析

現在の経営(事業計画)に可能な変更を加え、変更された事業計画に基づいてキャッシュ・フローを推計して現在価値を求める。

当面は価値を創造しているものの、将来的にはそれが見込めない事業単位から、将来価値を創造する事業単位や新規事業へ人員を再配置したり、資金配分を変えるといったことの検討。

(第4フェーズ) ---- **外部的潜在価値の分析**

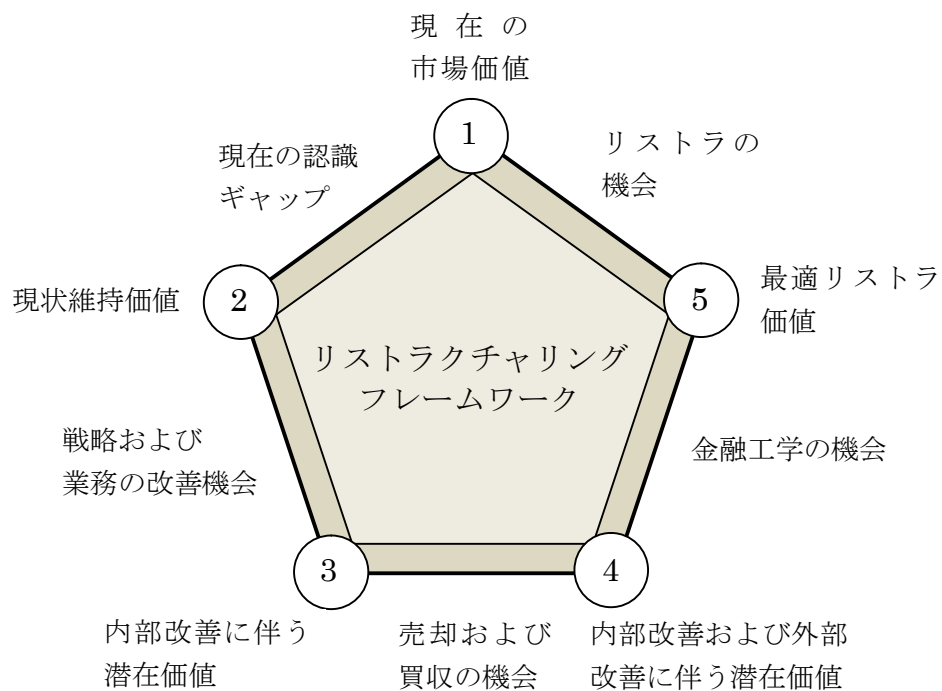
各事業について売却、精算、合併等を行った場合の現在価値を求める。

ある事業単位がほとんど価値を創造しないか、あるいは価値を破壊するという場合には、売却、精算を検討する。

(第5フェーズ) ---- **最適リストラ価値の分析**

上記によって分析された結果に基づいて、部分最適ではなく全体最適、即ち全体的に見て企業価値が最大化される戦略を構築する。

リストラクチャリングの機会を評価するための
ペンタゴン・フレームワーク



企業価値の把握と改善

	<u>I</u> 財産時価評価	<u>II</u> 現事業価値	<u>III</u> 内部的潜在価値	<u>IV</u> 外部的潜在価値	<u>V</u> 最適リストラ価値
A	2,115	1,750	2,640	2,500	2,640
B	275	300	320	350	350
C	600	200	400	500	500
D	200	175	190	175	190
E	150	125	160	200	200
F	35	25	78	35	78
本社 管理	-425	-425	-325	-375	-225
合計	2,950	2,150	3,463	3,385	3,733
負債	-300	-300	-300	-300	-300
株主 価値	2,650	1,850	3,163	3,085	3,433
比率	100%	69.8%	119.3%	116.4%	129.5%

(注) 本社管理費

I . II ---現状の本社費用

III ---本社費用の節減

IV ---事業処分費用

V ---事業処分後の改善本社費用

3. DCFによる企業価値

- (1) フリーキャッシュフロー＝営業利益＋減価償却－設備投資－運転資金
(注)継続価値を<処分>価値とする場合(以後、事業継続しない)
- (2) 税率＝現状の実行税率 50%
- (3) 他人資本コスト＝平均借入利率(税引後)
5.4383%
- (4) 自己資本コスト＝長期国債10年平均利回＋リスクプレミア
2.90% + 5.00% = 7.90%
- (5) 加重平均利率＝(借入利率×借入金比率)×(1-0.5)＋(自己資本コスト×自己資本比率)
(5.4383%)×(180/212)×(1-0.5)+(7.90%×(32-212))=3.5%
- (6) 有利子負債 180 自己資本 32

株主価値計算等

	2002	2003	2004	2005	2006年	合計
税引前フリーキャッシュフロー	97	89	81	74	68	408
税引後フリーキャッシュフロー	48	44	41	37	34	204
税引後現在価値 a	46	40	35	30	26	176
継続<処分>価値(注) b						81
事業価値 A=(a+b)						257
運用有価証券評価額 B						0
事業外資産 C						0
企業価値 D=(A+B+C)						257
有利子負債 E						180
株主価値 F=(D-E)						78
現価係数	0.9484216	0.899503	0.853108	0.809106	0.767374	

(注)継続<処分>価値の推計<開始年度の(自己資本＋有利子負債×50%の現価)>＝105
105×Z＝81

W	最終年度末の純資産等価値	105.836
X	2006年(5年目)の資金コスト	0.054383
Y	6年目以降のフリー・キャッシュ・フロー成長率…GDPの成長予測	0.00
Z	5年目の現価係数	0.767374

継続<処分>価値 (W/X-Y)×Z×70%<W/Z> 81

リストラは人減らしではなく経営資源の効率化

日本的経営とそれを支えてきた経営構造が今、**大きな転換点**を迎えている。

企業の経営成果を測る指標が従来の「利益」から「キャッシュ・フロー」へと移行し、「時間がたてば、時価は必ず簿価を上回る」という**含み益神話**は崩壊した。経営者は環境の変化に応じて、時機を失することなく適切な財務的対応をする必要がある。

その第一は、全ての経営資源は事業の中で、その最高価値を実現しているか否かと問うことであり、この点に問題があれば改善（リストラ）を検討する必要がある。即ち、B/Sの効率化を図り、停滞の中で資源の無駄遣いをしている事業、部門等の存在を調査し、限られた経営資源の有効活用を図る行動をとるべきである。

その第二は、債務の支払義務であり、特に借入金は経営成績と比較して、適正な規模であるかどうかの検討を行い、限度を超えた借入を避ける必要がある。時代は借入金の軽量化を要請していることを忘れてはならない。

その第三は、経営における原価及び経費の効率化、即ち固定費の管理強化による業務の改革を行う必要がある。即ち、P/Lの効率化を図り、直接業務と間接業務の区分を明確にし、経営成果に貢献しない人件費等の経費の存在を明らかにして、改善のための行動をとる必要がある。

その第四は、投資は営業キャッシュ・フローにより回収できる範囲内で行うべきであり、事業活動とバランスのとれた規模で行わなければならない。

IT革命がリードする構造改革は時代のトレンドであり、護送船団方式や業界横並びの、下請け的体質に守られてきた日本の企業は、遺伝子レベルとも言っているほどの本質的な意識改革が要求されているのである。

リストラは人減らしではない、経営資源の効率化である。財務業績指標の改善ばかりに気をとられ、売上、利益偏重の経営にとどまってはならない。

リストラと併行して、中長期的な視点から戦略を立案し、投資を行い、人材を育成し、顧客満足度を高めるというバランスのとれた経営への改善を行う必要がある。

コストと利益の考え方

従来の企業の中には、その置かれている財務 及び 困難な経済環境を理解して、コストと利益についての考え方を改める必要があるものが多い。利益が無ければ、資金の調達、設備の更新や市場のリスクや確実性をカバーできない。即ち企業の存続を図れない。

今までの利益は、大枠の計画はあるものの、結果的には成行で得られたものであった。これでは、安定した売上高を計上し、必要とする利益を達成することは極めて困難と思われる。

$$\begin{array}{rcc} \text{安定を欠く売上高} & - & \text{ほぼ計画通りのコスト} = \text{計画できない利益} \\ \text{(流動的)} & & \text{(固定的)} \quad \quad \quad \text{(成行的)} \end{array}$$

今後は、売上高の減少も視野に入れて、確実性のある利益でなければならない。

$$\begin{array}{rcc} \text{安定を欠く売上高} & - & \text{弾力性のあるコスト} = \text{確実な利益} \\ \text{(下方流動的)} & & \text{(下方弾力的)} \quad \quad \quad \text{(約制的)} \end{array}$$

コストは原価と諸経費のことであり、(売上高 - 原価) - 諸経費 = 利益となるが、確実な利益をあげるためには、**コストの弾力性**が必要である。

即ち、経営の安定の為には、諸経費の下方弾力性を確保しなければならない。

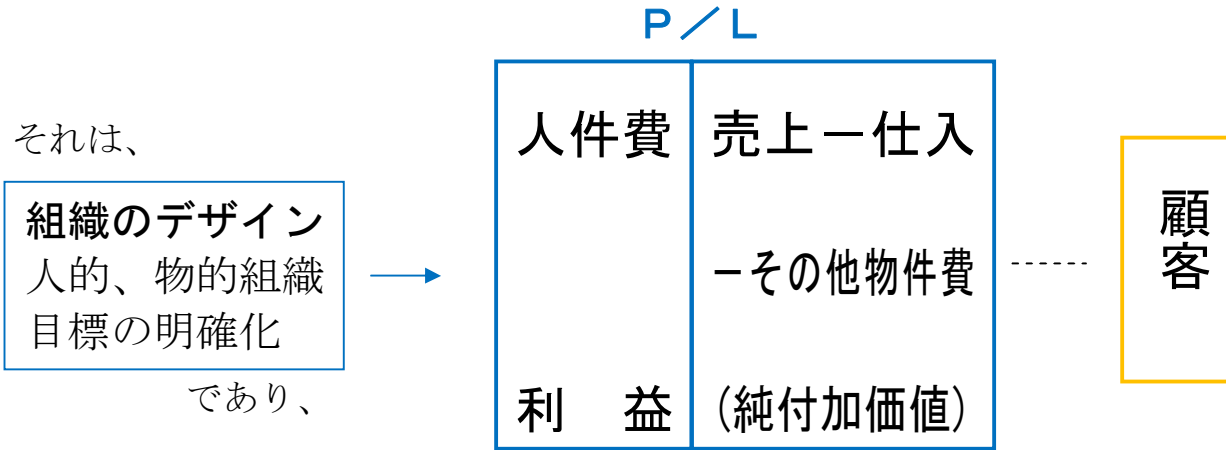
$$\begin{array}{r} \text{売上高} - \text{確実な利益} = \text{コスト} \\ \text{(流動的)} \quad \text{(固定的、約制的)} \quad \text{(差額弾力的)} \end{array}$$

以上に述べているのは、経営学でいう利益の最大化を図れ、と言っているのではない。最小限の利益を明らかにして、事業の存続と繁栄を図る必要のために言っているのである。

結局、利益とは最小限の固定費であり、コストの下方弾力性を確保する。

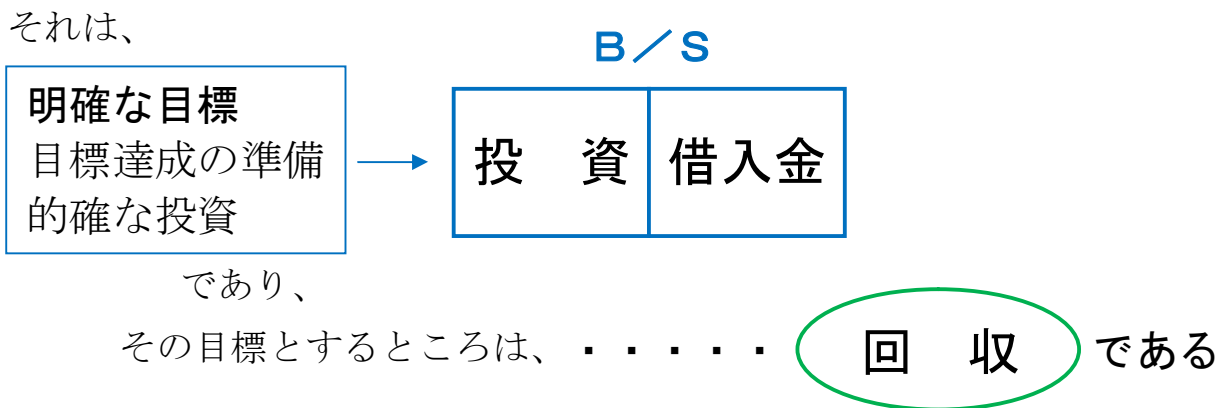
企業の強化と目標

①利益とは..... 収益－費用という、システムである。



その目標とするところは、..... **顧客** である

②投資とは..... 借入返済義務である。その義務とは、回収のシステムである。



$$\frac{\text{利益 } 100 \times 10 \text{ 年}}{\text{投資 } 1,000} \geq 1 (100\%) / \text{年}$$

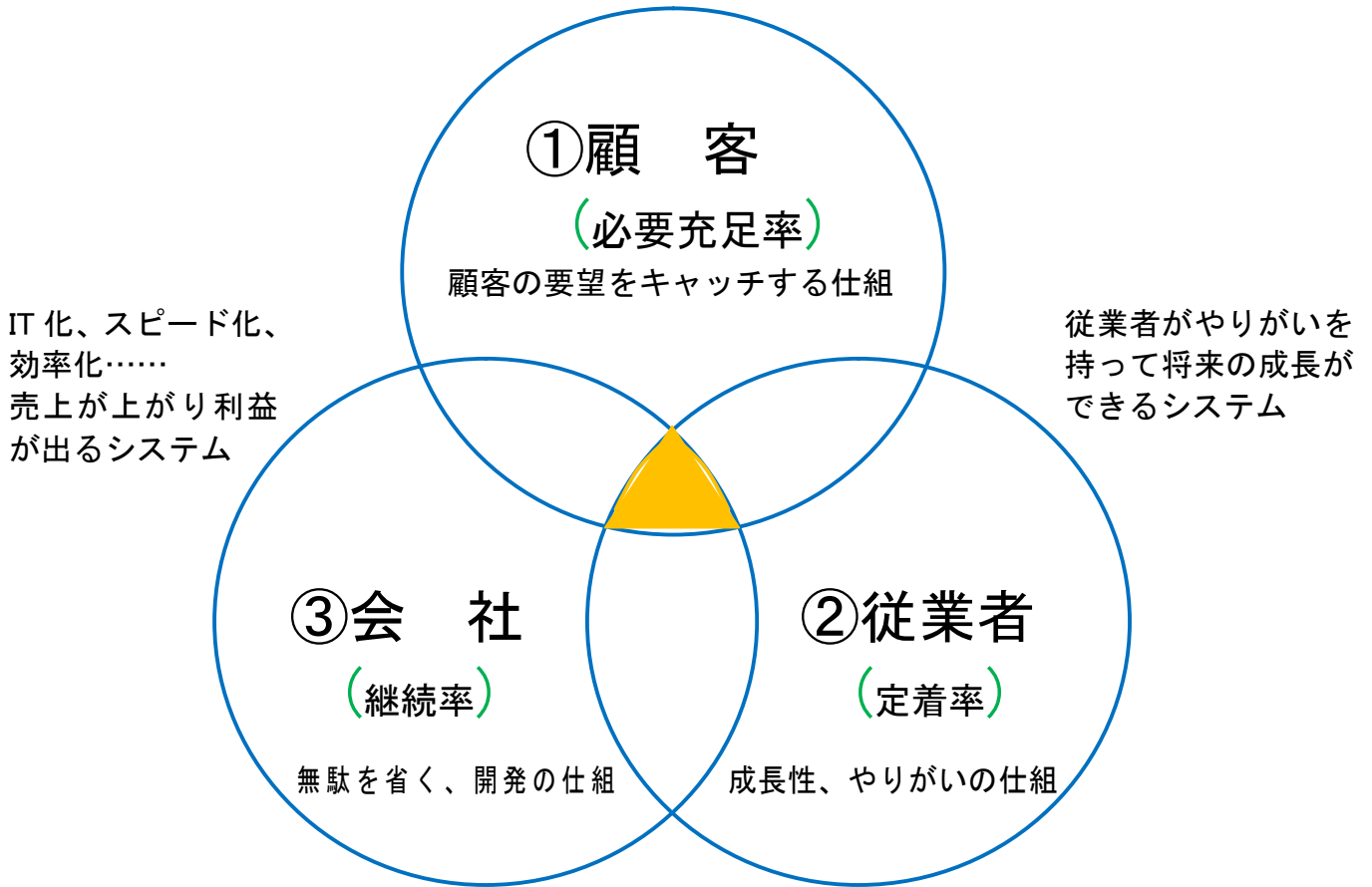
$\frac{\text{利益 } 100}{\text{売上 } 2,000} \times \frac{\text{売上 } 2,000}{\text{投資 } 1,000}$ <p>(効 率) (物 量)</p>	回収
--	----

③企業の目的とは..... ①と②を重視し、③継続すること

企業が高い収益をあげ続けるには次の2つの方法しかない。

- 1. 独占力を持つ
石油会社やマイクロソフトはその典型であるが、普通は存在しない。
- 2. 普通の会社は、商品力を持ち、適切なビジネスモデルを構築する。
商品力とは技術力、製品力、サービス力等とも言い換えられる。

顧客の顕在的、潜在的な要望を把握し、その要望の実現化に応える経営システム



..... **継続** である

会計は企業の目的と密接に関係する。(新陳代謝)

Ⅲ 企業評価の予備知識

1. 企業とは、資金の調達面から見れば、負債か、資本の調達である

B / S			
	(資金の調達)	…資本コスト (WACC)	調達
	負 債	負債コスト	
諸資産 (実物資産への投資)	資 本	出資コスト	

その資金を活用することによって投資を行ない、企業活動の成果をあげる

P / L			
	(財・サービスの販売)		
雇 用 購 入 (財・サービスの生産)	売 上		活用
活動成果			

2. 投資効率とは、

資本コスト（投資）を上回る企業価値の創出である

$$\text{資本コスト (WACC)} = \text{投資家の要求収益率 (Required Rate of Return)}$$

資本コストが高いほど
(投資効率が高いほど)

- (1) 企業の収益の評価（現在価値）は低下する
- (2) 企業の初期投資の必要額は低下する

3. 株式コストの推定

C A P M (Capital Asset Pricing Model)

投資家にとって、市場の資金貸借可、取引コスト無の条件の下での資産での税引後期待収益率は、

$$i \text{ の期待収益率} = \text{安全資産の利子率} + \text{市場リスクプレミアム} \times B$$

$$(7.0\%) \quad (1.0\%) \quad + \quad (5.0\%) \times (1.4)$$

安全資産利子率－ 例えば国債など、無リスク資産(仮定)の利子率 (仮に 1.0%)

市場リスクプレミアム－ 市場全体の平均投資資産と安全資産の収益率格差 (仮に 5.0%)

B － 評価対象資産 i の値動きの市場全体の平均投資からの乖離 (乖離なしの時は 1) (仮に 1.4)

4. WACCの意味

B / S		P / L	
資 産	100,000	売 上	100,000
	その他 40,000	営 利	5,000
	借 入 30,000	利 息	900
	資 本 30,000		(3%)
業界の自己資本コスト	8%	税 前	4,100
税 率	40%	税 金	1,640
当社の支払利率	3%		(40%)
		税 引	2,460

	EBIT (A)	P/L (B)
営 利	5,000	5,000
税 金	-2,000	—
利 息	-900	-900
税 金	360	—
税 前	4,100	4,100
(税金計)	(-1,640)	(-1,640)
税 引	2,460	2,460

$$WACC = \frac{30,000}{60,000} \times 8\% + \frac{30,000}{60,000} \times 3\% (1-0.4) = 5.3\%$$

12% →8.6%

4% →6.2%

$$WACC \text{ 評価(A)、(B)とも } 2,460 \div 0.053 - 30,000 = \underline{\underline{16,415}}$$

$$\text{単純利益法 } 2,460 \div 8\% = \underline{\underline{30,750}}$$

$$\text{純資産評価 } \underline{\underline{30,000}}$$

- (C) 金利が上ると 3%→5% (仮に WACC 4.9%→5.5%)
株式価値は下る

	(C)	(D)
営 利	5,000	5,000
利 息	1,500	900
税 前	3,500	4,100
税 金	1,400	1,640
税 引	2,100	2,460

$$\text{WACC(C) 評価} \quad 2,100 \div 0.055 - 30,000 = \underline{\underline{8,182}}$$

- (D) 金利が下ると 3%→1% (仮に WACC 4.9%→4.3%)
株式価値は上る

$$\text{WACC(D) 評価} \quad 2,820 \div 0.043 - 30,000 = \underline{\underline{35,581}}$$

金利 (努力) 効果 —— 金利が下ると①収益面 (up) 及び②WACC 割引面 (down) の効果があり、企業価値 (経営結果) は上昇する。

加重平均資本コスト (WACCBT)

税引後加重平均コスト

$$WACCBT = \frac{D}{D+E} \times R(d) + \frac{E}{D+E} \times R(e) \times (1-T)$$

(1-T) 税引後

D : 負債資本の金額 (借入金額)

R (d) : 平均利率 (負債コスト)

T : 実効税率 40%

E : 株主資本の金額

R (e) : 株主資本コスト (期待収益率)

株主平均コストの計算 (R(e))

$$R(e) = R(f) + [E(R_m) - R(f)] \times B$$

R(e) : 株主資本コスト

R(f) : リスクフリーレート(新発10年国債)(05.4 1.240%)

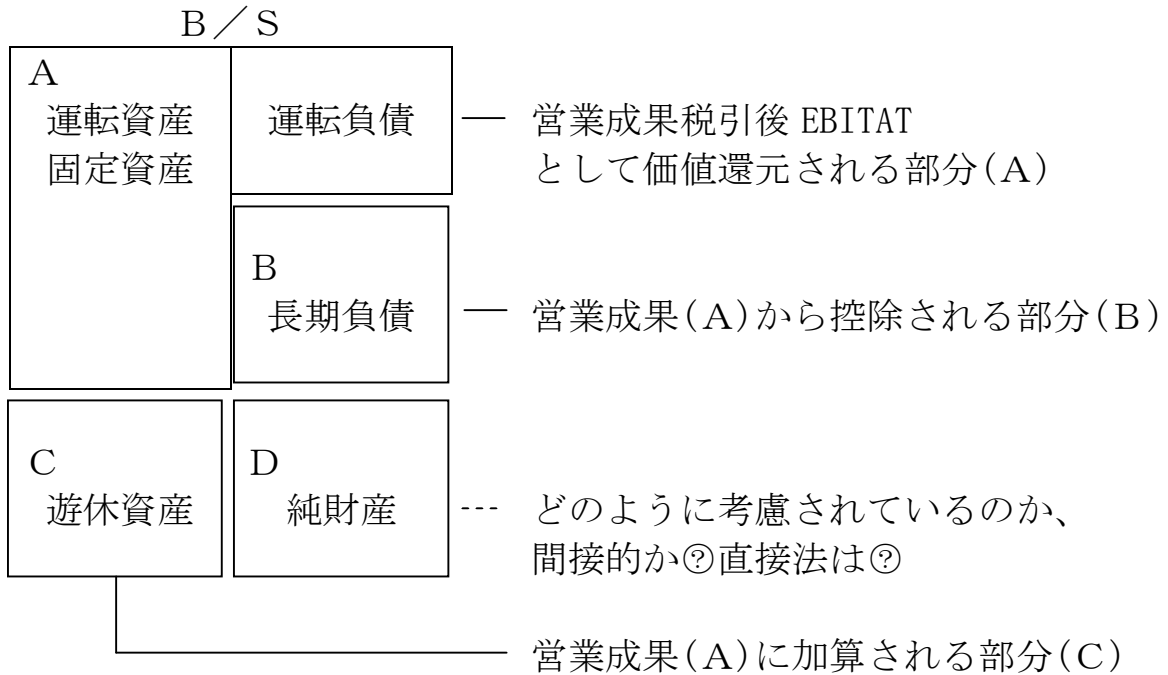
B : ベータ値 (個別株式の株式市場全体に対する

相対的なリスク、1又は1.5とする)

$E(R(m) - R(f))$ = マーケット・リスクプレミアム

期待収益率 R(m) を法人企業統計の非製造業の売上営業利益率とする。(05.4~6 3.1%)

WACCの計算



WACCによる企業評価…… (A) - (B) + (C)

	EBITAT	計算 P/L	
売上高	100,000	100,000	
原価・経費	95,000	95,000	
営業利益	5,000	5,000	
税金 (40%)	2,000	—	
利息	-900	-900	
税金	+360	—	
税前利益	4,100	4,100	
(税金)	(-1,640)	(-1,640)	
税引利益	2,460	2,460	(価値還元される営業成果)

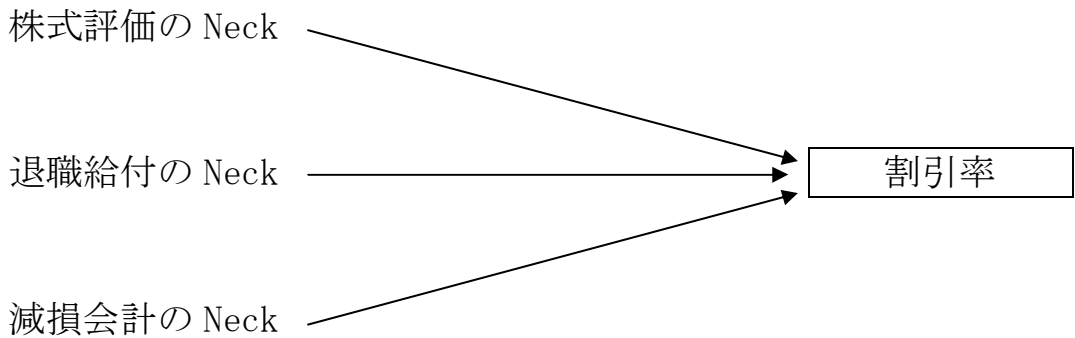
評価とは

目的資産のリスクを反映する適切な割引率(期待収益率か?)を求め、その率を用いて、その資産の収益の期待値(実現収益か?)を割引く。

$$\frac{\text{税引後期待値(年)} \dots\dots\dots \text{将来変動}}{\text{税引後割引率} \dots\dots\dots \text{リスクマイナス}} \left\{ \begin{array}{l} \text{収益リスク} \\ \text{資産リスク} \end{array} \right.$$

市場リスク — 利子率など
 経済全体のマクロ的条件によって引起されるもの

個別リスク — 工場に置ける事故のように個別の経済主体に固有の事情によって引起されるリスク



評価方法の比較

時価純資産法			収益還元法	
従前分	100,000③	↑ 評価益 ↓	企業評価	<u>200,000④</u>
時価評価資産	100,000①		剰余金	56,000⑤
営業権評価	100,000②		資本金	(80,000×.07)
			剰余金	<u>256,000</u>

$$\textcircled{1} + \textcircled{2} + \textcircled{3} = 300,000$$

超過収益力

$$\text{平均利益率} = 5\%$$

$$\text{当社} \quad \text{〃} \quad = \underline{10\%}$$

差 \oplus 5%の評価

自己資本利益率(税前) 差 \oplus 5%

5年間の差益

$$\oplus 5,000/\text{年}$$

$$5,000 \div 0.05 = 100,000 \textcircled{2}$$

$$\text{利益 } 10,000/\text{年} \div 0.05$$

$$= 200,000$$

①時価純財産

②営業権評価超過収益力を加味

③従前分

$$\textcircled{1} + \textcircled{2} + \textcircled{3} = \underline{300,000}$$

④収益還元(将来収益)の現在価値

⑤利益剰余 \oplus (現在の収益計上)

\ominus (現在の欠損計上)

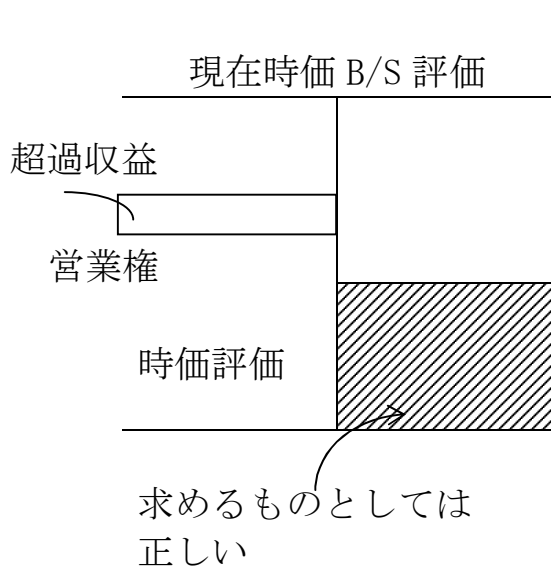
⑥⑤のリスク(0.7)ーおかし/現時点評価

立場による評価の違い

買い手 \longrightarrow やはり将来に着目するか
 売り手 \longleftarrow でも、ここ数年で実現する
 程度でいいのではないか? \Rightarrow 増加額

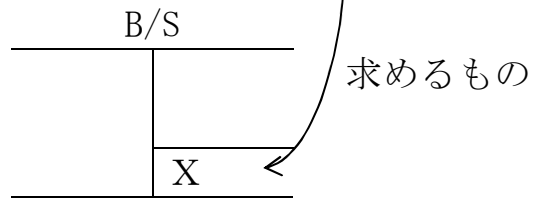
厳密な意味での 現在価値 とは $\left[\begin{array}{l} \text{清算価値か} \\ \text{継続価値か} \end{array} \right] \Rightarrow 10 \text{ 年程度で OK か}$

収益還元法



将来価値 収益還元法

- ①B/S が計上するであろう将来収益
- ②その収益の還元値(将来価値)
- ③時価評価も含んだ収益還元値
但し、将来価値



過去価値 収益還元法

- ②③の中に×は含まれているか、含まれていないか
 - (1) 将来収益の価値と見ればXは含まれていない
 - (2) 過去収益価値と見れば含まれている
 - (3) (1)と見えXを加えてもOKではないか
 - (4) そしてXの将来リスクの現在価値についても判断すべきである②
- ① Xは含まれていると ← 考えてもいいのでは

評価しているものは何か

時価純財産 B/S		収益還元法 P/L
時価評価	+	収益力評価 ⊕ 既得剰余金として
	-	
営業権評価	自己資本	

1. 将来リスク評価はどうするか
2. 積上(B/S)と還元(利益)の関係は明確か
3. 右側(収益還元)と一致しなくてもよいか

1. 収益力評価は将来のみか

$$\frac{\text{過去} + \text{将来}}{\text{過去の成果} + \text{収益力評価}}$$
 過去の評価は B/S 評価か
2. 既得剰余金を加えてよいのか、資本金部分は？
3. 収益力評価に、No.2 を加えてはいけないのではないか
4. 配当還元の時、簿価部分は評価しないのか、収益を還元しているからそれでよいのか
5. No.2、No.3 は、収益力評価だけで収益還元されているのではないか
6. No.5 だとすると、赤字累積企業と黒字累積企業の公平性はどうか
7. (収益)期間のとらえ方に問題があるのか

1 億円の株式

- (1) 1 億円で売れる時
- (2) 5 千万円で売れる時
- (3) 1.5 億円で売れる時

1 億円の株式

- 配当 5%、500 万円
 $500 \div 0.05 = 1 \text{ 億円か}$
- 配当 0%、計算はできず 0 円か
- 配当 10%の時
 $1,000 \text{ 万円} \div 0.05 = 2 \text{ 億円か}$

IV コスト・アプローチの検討 (ネットアセット・アプローチ)

1. 簿価純資産法

会計上の純資産額に基づき 1 株当り純資産額を計算する方法である。

2. 時価純資産法

B/S の資産負債を時価で評価しなおし計算する方法である。

- (1) 再調達時価純資産法
- (2) 清算処分時価純資産法
- (3) 営業権を評価する方法
 - ① 有形資産の時価
 - ② 営業権の時価

この場合は**超過利益分の割引率還元**と考えられる。

インカム・アプローチにおける割引率還元の対象は、企業全体の利益である。この相違を明確に認識する必要がある。

V インカム・アプローチの検討

1. 計算の方法

評価対象会社のキャッシュ・フローないし利益に基づいて評価額を計算する。

将来期待される収益獲得能力を評価額に反映するために、

(1) 評価会社の将来見積を基礎として、(2)市場の割引率を基準にして、割引還元する。

2. 問題点

- (1) 事業計画等の将来情報の確実性(恣意性の排除)
- (2) 諸々の期待値に対する仮定の客観性
- (3) 株主資本コストの妥当性
- (4) 加重平均資本コストの妥当性
- (5) 株主価値算定の妥当性

フリー・キャッシュ・フロー法 (DCF 法) の基本式

$$\begin{aligned}
 V_0 &= \frac{FCF_1}{(1+k_w)} + \frac{FCF_2}{(1+k_w)^2} + \frac{FCF_3}{(1+k_w)^3} + \dots \\
 &= \frac{FCF_1}{(1+k_w)} + \frac{FCF_2}{(1+k_w)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+k_w)^n} + \frac{TV}{(1+k_w)^n}
 \end{aligned}$$

V_0 : 評価時点 (第1期首) の事業価値

FCF_t : t期の営業フリー・キャッシュ・フローの期待値

k_w : 加重平均資本コスト (WACC)

TV : ターミナル・バリュー (終価)、n+1期以降の FCF を n 期末時点に割り引いた価値

加重平均資本コスト

①税引後割引率

$$k_w = \frac{E}{E+D} \cdot k_e + \frac{D}{E+D} \cdot k_d \cdot (1-t)$$

k_w	: 加重平均資本コスト
E	: 株主資本価値
D	: 負債価値
k_e	: 株主資本コスト
k_d	: 負債コスト
t	: 税率

②税引前割引率

$$k_w = \frac{E}{E+D} \cdot \frac{k_e}{(1-t)} + \frac{D}{E+D} \cdot k_d$$

□	税引前 CF には、税引前割引率を、税引後 CF には、税引後割引率を使うことに注意 (ex.日本の固定資産の減損に用いる割引率は税引前と規定されているので、割引前 CF を使う)
---	---

株主資本コスト

③ 株主資本コストの算定式

$$k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) + S_p$$

k_e	: 株主資本コスト
r_f	: 安全利子率(リスクフリーレート)
β	: 個別株式のベータ
r_m	: 株式市場収益率の期待値
$r_m - r_f$: 市場リスク・プレミアム
S_p	: 個別リスク・プレミアム

(日本公認会計士協会編 企業価値評価ガイドライン)

疑問点

1. ①と③の組合せで OK (③は税引後と考える)
2. ②と③の組合せの有無③

インカム・アプローチの一般的な論点

事業計画を巡る論点	
①作成主体	評価対象会社によって作成された事業計画について、算定人等による修正の可否
②利用可能性	紛争事例において、争っている一方の当事者である評価対象会社が作成した事業計画の算定時の利用可能性
③確実性等価とリスク	分子であるキャッシュ・フローにリスク等を織り込む場合について

株主資本コストを巡る論点	
①安全利子率	安全利子率(リスクフリーレート)として用いるべき指標
②市場リスク・プレミアム	<ul style="list-style-type: none"> 市場リスク・プレミアムとして、将来のリスクを推定する方法と過去の一定期間の数値を用いる方法の選択 過去の一定期間の数値を用いる場合、(i)用いる期間の長さ、(ii)異常値の排除の可否、(iii)長期間のデータの入手方法 など
③ベータ(β)値	どの類似会社の β 値を用いるべきか、類似上場会社の選定
④個別リスク・プレミアム/ディスカウント	<ul style="list-style-type: none"> 非流動性ディスカウント スモールビジネス・リスク・プレミアム マイノリティ・ディスカウント など

加重平均資本コストを巡る論点	
①負債コスト	将来の負債コストの推定値と評価対象会社の実績値との選択
②最適資本構成	資本負債割合について、類似会社の平均値を用いる方法と何らかの方法で評価対象会社の最適資本構成を推定する方法との選択 など

割引現在価値を巡る論点	
①ターミナル・バリュウ(終価)	ターミナル・バリュウ(終価)に特別な要素(成長率等)を見込むことの可否

株主価値算出に関する論点	
①遊休・非事業資産	<ul style="list-style-type: none"> 遊休・非事業資産の範囲 事業資産と非事業資産の区分 など
②負債の範囲	控除すべき負債の範囲

インカム・アプローチの各評価法の選定	
①配当還元法	配当還元法を採用する事例の検討
②残余利益法、調整現在価値法	残余利益法や調整現在価値法を採用する事例の検討

VI マーケット・アプローチの検討

1. 計算の方法

同業他社、事業や類似取引事例と比較することによって、評価する方法である。

(1) 市場株価法

市場の完全性や株価の操作性等を考慮する必要がある。(買占め、一時的な投機取引、業績修正、浮動株の状況等)

(2) 類似上場会社法(倍率法、乗数法)

(3) 取引事例価額法

マーケット・アプローチの一般的な論点

評価法及び論点	論点の概要
市場株価法 採用する株価期間 平均株価の算定方法 プレミアム/ディスカウント	<ul style="list-style-type: none"> ・市場株価が評価対象会社の客観的価値を反映していると認められるか(反映していないと認められる特段の事情の有無)。 【特段の事情の例】 <ul style="list-style-type: none"> ▶特殊株主による買占め等による異常な株価形成 ▶業績修正発表等による一時的な株価の異常変動 ▶取引が少ないことによる価格形成の歪み など ・評価基準日以前のどの位の期間の株価を平均するか(1か月、3か月、6か月等) ・市場株価終値の単純平均値とするか出来高加重平均値とするか ・支配権に係るプレミアム(コントロール・プレミアム)付加の要否・割合 など
類似上場会社法 類似上場会社選定の合理性 採用する倍率 採用する株価期間 プレミアム/ディスカウント	<ul style="list-style-type: none"> ・評価対象会社と類似上場会社の類似性、選定の合理性 ・EBIT 倍率、EBITDA 倍率、PER 倍率、PBR 倍率等のどの倍率を採用するか ・評価基準日以前のどの位の期間の株価を平均するか(1か月、3か月、6か月等) ・支配権に係るプレミアム(コントロール・プレミアム)付加の要否・割合 ・非上場株式の場合の非流動性ディスカウントの要否・割合 など
類似取引法 取引事例法(取引事 価額法)	<ul style="list-style-type: none"> ・取引の類似性 ・採用し得る取引情報が少ない、詳細情報の入手が困難 など

(日本公認会計士協会編 企業価値評価ガイドライン)