



第2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24年10月8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を提案等した）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。

本レジュメはブラッシュアップ日迄にホームページに up してあります

<http://yamauchi-cpa.net/index.html>



山内公認会計士事務所
yamauchi@cosmos.ne.jp

3. 企業価値に関する変化の理由

(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

(3) 終身雇用制の崩壊など人事制度の変化

(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

(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。活発な取引が成長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
負債の部	600,000		原価・経費・税金
純資産の部	400,000		当期純利益
			400,000
			384,000
			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%） 500,000 千円

(5) 1 株当り類似業種比準価額 12,500 円

(6) 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。

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法人税等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)

	千円	WACC
(1)自己資本額	400,000	—
(2)利益の資本還元額	169,000	120,000
(3)自己資本の毀損額	△79,831	—
収益還元価額	<u>489,168</u>	<u>120,000</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>6,000</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。

② 利益の資本還元額	169,000 千円
<hr/>	
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)
	計 9.47 %

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

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へてのことである。

③ 自己資本の毀損額 △79,831 千円

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
①or②の控除という意味が例えば①を50%にするのか。

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 500,000 千円

負債コスト 3 %

税率 40 %

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \frac{400,000}{(400,000+500,000)} \times 9.47\% \\ &+ \frac{500,000}{(400,000+500,000)} \times 3\% \times (1-0.4) \\ &= 4.2\% + 1.0\% = 5.2\% \end{aligned}$$

$$(\text{利益 } 16,000 + \text{利息 } 15,000) \div 5.2\% = 620,000 \text{ 千円}$$

$$\text{評価 } 620,000 - \text{負債 } 500,000 = 120,000 \text{ 千円} \cdots (1)$$

$$(1) \div 20,000 \text{ 株} = \underline{6,000 \text{ 円}}$$

(or + 自己資本)…これはギモン

$$(1) + \text{自己資本 } 400,000 = 520,000 \text{ 千円} \cdots (2)$$

$$(2) \div 20,000 \text{ 株} = 26,000 \text{ 円}$$

←左記の批判

(1)自己資本比率 9.47%のギモン
6.0%位なら割引率 3.7%で

$$\begin{aligned} & (16,000 + 15,000) \div 3.7\% - 500,000 = 337,838 \text{ 千円} \\ & 337,838 \div 20,000 \text{ 株} = 16,892 \text{ 千円} \\ & \text{となる} \end{aligned}$$

②インカム・アプローチ — 2 の場合 混合 WACC で計算

仮定：(1)自己資本利益率（自己資本コスト、資本還元率）10%
 (2)税金考慮しない

				純財産 (コストアプローチ)	収益 (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			$10,000 \div 10\% = 100,000$
	当期利益	10,000			評価 100,000
				100,000	100,000

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	$\frac{50}{100} \times 10\% + \frac{50}{100} \times 12\% = 11\%$
			自己資本	50,000	$10,000 \div 11\% = 90,909$
	営業利益	10,000			借入金 50,000 控除 40,909
	支払利息	6,000			50,000
	当期利益	4,000			40,909
					又は $4,000 \div 10\% = 40,000$ か

仮定：(4)支払利率 8%

(C)	資産	100,000	借入金	50,000	$\frac{50}{100} \times 10\% + \frac{50}{100} \times 8\% = 9\%$
			自己資本	50,000	$10,000 \div 9\% = 111,111$
	営業利益	10,000			借入金 50,000 控除 61,111
	支払利息	4,000			50,000
	当期利益	6,000			61,111
					又は $6,000 \div 10\% = 60,000$ か

仮定：(5)支払利率 8%

(D)	資産	100,000	借入金	100,000	$\frac{0}{100} \times 10\% + \frac{100}{100} \times 8\% = 8\%$
			自己資本	0	$10,000 \div 8\% = 125,000$
	営業利益	10,000			借入金 100,000 控除 25,000
	支払利息	8,000			0
	当期利益	2,000			25,000
					又は $2,000 \div 10\% = 20,000$ か

仮定：(6)支払利率 8%

(E)	資産	100,000	借入金	150,000	$\frac{\Delta 50}{150} \times 10\% + \frac{150}{150} \times 8\% = 8\%$
			債務超過	$\Delta 50,000$	$10,000 \div 8\% = 125,000$
	営業利益	10,000			借入金 150,000 控除 $\Delta 25,000$
	支払利息	12,000			$\Delta 50,000$
	欠損金	$\Delta 2,000$			$\Delta 25,000$

②インカム・アプローチ — 3 の場合 借入金分離で計算

仮定 : (1) 自己資本利益率 10%
(2) 税金考慮しない

(単位 : 千円)

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

純財産 (コストアプローチ)	収益 (インカムアプローチ)
$\frac{100}{100} \times 10\% = 10\%$	
$10,000 \div 10\% = 100,000$	評価 100,000
<u>100,000</u>	<u>100,000</u>

仮定 : (3) 支払利率 12% (通常利率 9%)

(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			
	当期利益		4,000			

$10,000 \div 10\% = 100,000$	
$6,000 \div 9\% = 66,667$	
借入金 50,000 控除	66,667
<u>50,000</u>	<u>33,333</u>
又は $4,000 \div 10\% = 40,000$ か	

仮定 : (4) 支払利率 8% (通常利率 10%)

(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		4,000			
	当期利益		6,000			

$10,000 \div 10\% = 100,000$	
$4,000 \div 10\% = 40,000$	
借入金 50,000 控除	40,000
<u>50,000</u>	<u>60,000</u>
又は $6,000 \div 10\% = 60,000$ か	

仮定 : (5) 支払利率 8% (通常利率 6%)

(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		8,000			
	当期利益		2,000			

$10,000 \div 10\% = 100,000$	
$8,000 \div 6\% = 133,333$	
借入金 100,000 控除	133,333
<u>0</u>	<u>△33,333</u>
又は $2,000 \div 10\% = 20,000$ か	

仮定 : (6) 支払利率 8% (通常利率 15%)

(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		12,000			
	欠損金		△2,000			

$10,000 \div 10\% = 100,000$	
$12,000 \div 15\% = 80,000$	
借入金 150,000 控除	80,000
<u>△50,000</u>	<u>20,000</u>
又は $\Delta 2,000 \div 10\% = \Delta 20,000$ か	

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 10%
(2) 税金 50%

(単位 : 千円)

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

純財産 (コストアプローチ)	収益 (インカムアプローチ)
$\frac{100}{100} \times 10\% = 10\%$	
	$10,000 \div 10\% = 100,000$
	評価 100,000
<u>100,000</u>	<u>100,000</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		2,000			
	当期利益		2,000			

$\frac{50}{100} \times 10\% + \frac{50}{100} \times 12\% \div (1-0.5) = 17\%$	
	$10,000 \div 17\% = 58,824$
	借入金 50,000 控除 $2,000 \div 17\%$
<u>8,824</u>	<u>11,765</u>

仮定 : (4) 支払利率 8%

(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		4,000			
	税金		3,000			
	当期利益		3,000			

$\frac{50}{100} \times 10\% + \frac{50}{100} \times 8\% \div (1-0.5) = 13\%$	
	$10,000 \div 13\% = 76,923$
	借入金 50,000 控除 $3,000 \div 13\%$
<u>26,923</u>	<u>23,077</u>

仮定 : (5) 支払利率 8%

(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		8,000			
	税金		1,000			
	当期利益		1,000			

$\frac{0}{100} \times 10\% + \frac{100}{100} \times 8\% \div (1-0.5) = 16\%$	
	$10,000 \div 16\% = 62,500$
	借入金 100,000 控除 $1,000 \div 16\%$
<u>$\Delta 37,500$</u>	<u>6,250</u>

仮定 : (6) 支払利率 8%

(E)	資産	100,000	借入金	150,000	債務超過	$\Delta 50,000$
	営業利益		10,000			
	支払利息		12,000			
	欠損金		$\Delta 2,000$			

$\frac{\Delta 50}{150} \times 10\% + \frac{150}{150} \times 8\% \div (1-0.5) = 12.7\%$	
	$10,000 \div 12.7\% = 78,740$
	借入金 150,000 控除 $\Delta 2,000 \div 12.7\%$
<u>$\Delta 71,260$</u>	<u>$\Delta 15,748$</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) 今回の評価に当てる配当還元価額

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 日本的経営と経営資源の見直し

財務面から見た日本的経営の見直しは、「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、日本的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
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

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。

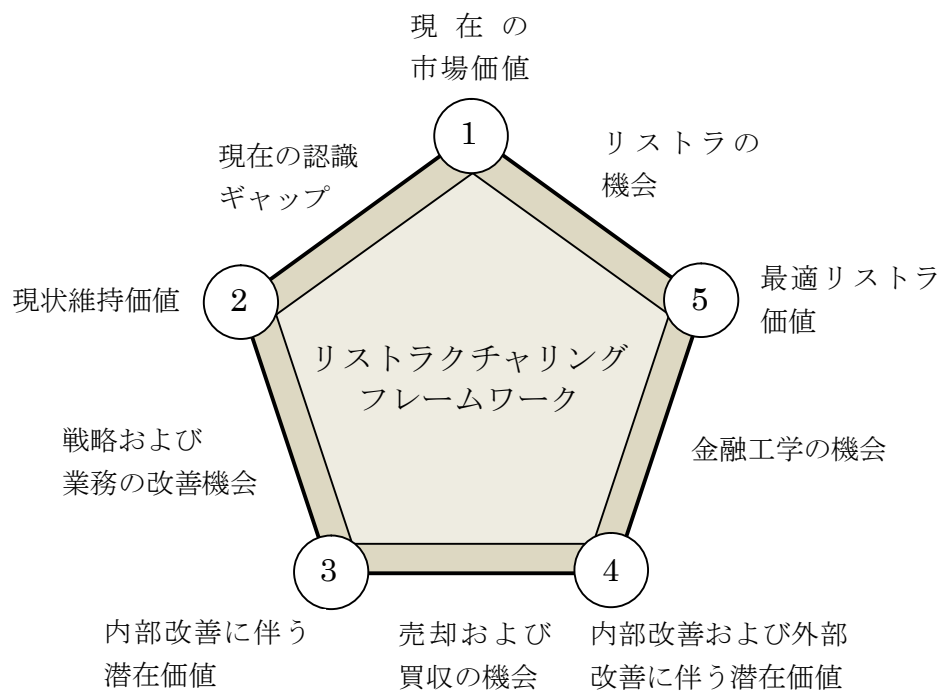
1. 現経営者（事業計画）は期待通りに企業価値を創造しているか。
2. 推計された現状維持価値と経営資源の時価評価との間にギャップはないか。
3. 同業他社よりも価値を創造しているか。
4. 各事業単位の企業価値の寄与度の比率は妥当か。

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認する。

(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>価値とする場合は営業利益とする
- (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)
5.00%
- (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)＋(自己資本コスト×自己資本比率)
有利子負債 180 自己資本 32
0.054383

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)>

W	最終年度末の純資産等価値	105.836
X	2000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。

I T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った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

タイムスは、会社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。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。

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

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。

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

コストは原価と諸経費のことであり、 $(\text{売上高} - \text{原価}) - \text{諸経費} = \text{利益}$ 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。

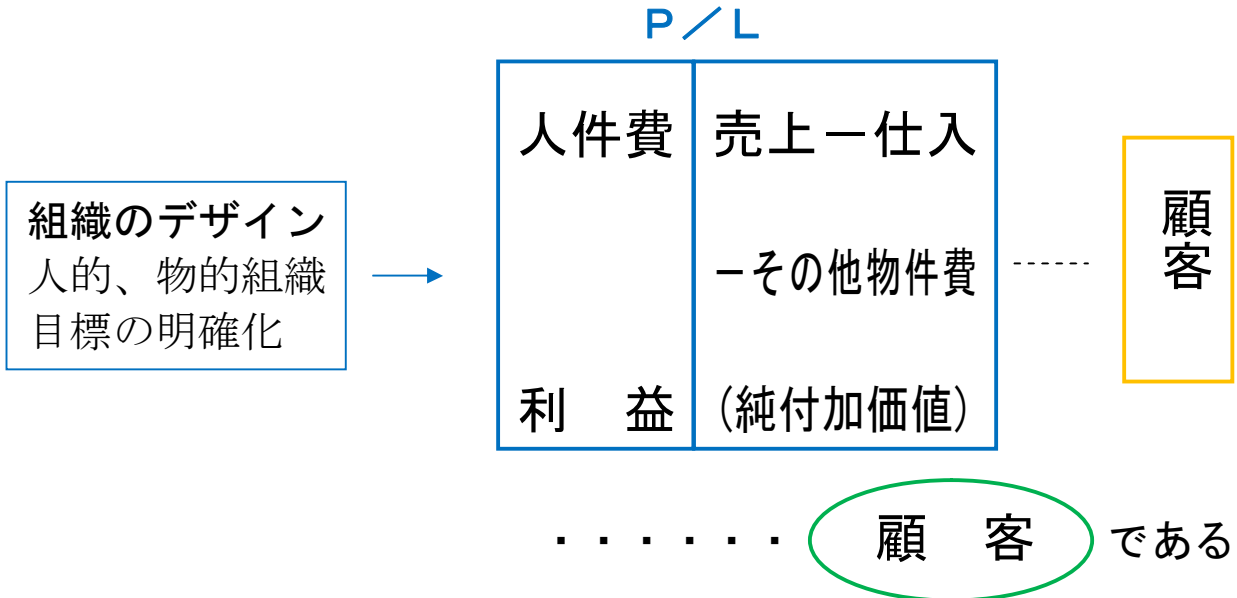
$$\begin{array}{l} \text{売上高} - \text{確実な利益} = \text{コスト} \\ \text{(流動的)} \text{(固定的、約制的)} \text{(差額弾力的)} \end{array}$$

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。

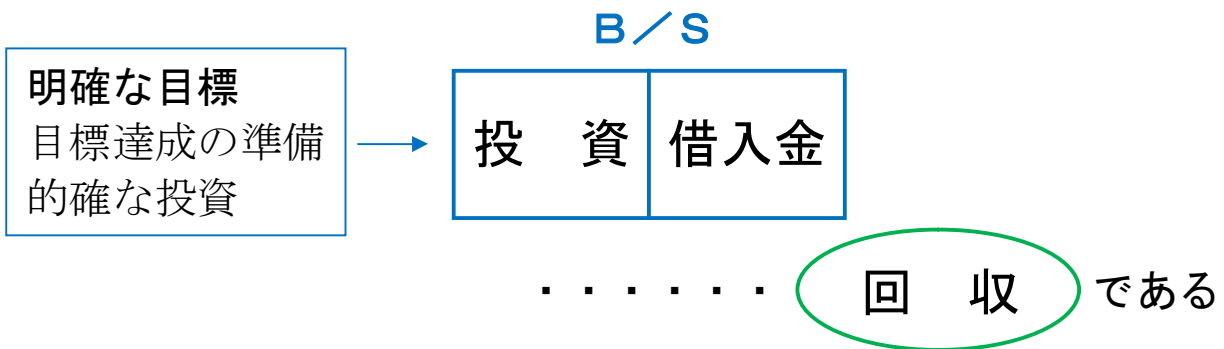
結局、利益とは最小限の固定費であり、コストの下方弾力性を確保する。

産業と企業の強化

①利益とは..... 収益－費用という、システムである。



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。



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

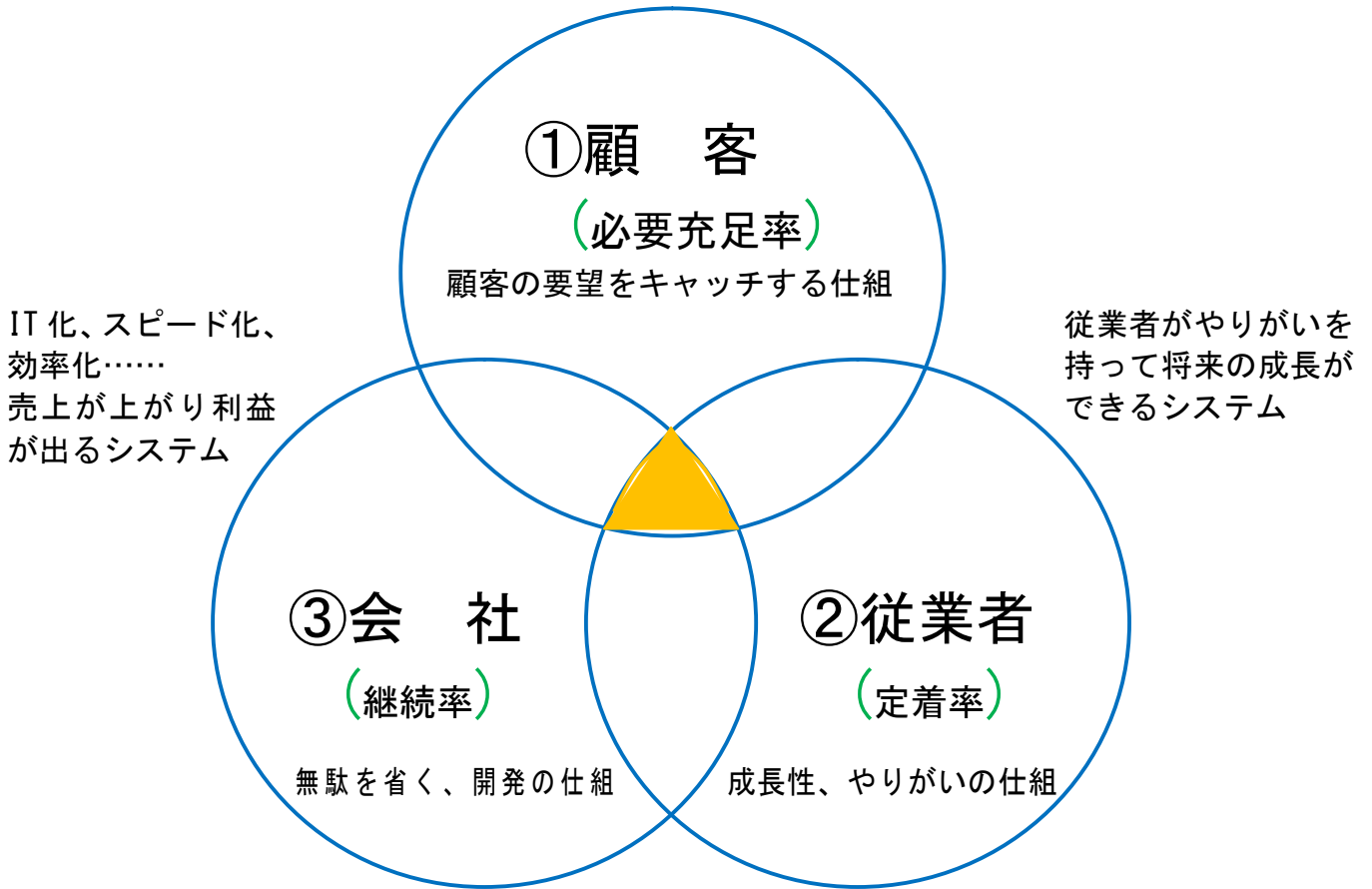
$\frac{\text{利益 } 100}{\text{売上 } 2,000}$ (効 率)	×	$\frac{\text{売上 } 2,000}{\text{投資 } 1,000}$ (物 量)	<p>回収</p>
--	---	--	-------	-----------

③会社の目的とは..... ①と②を超えて、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、
その要望の顕在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、

B / S							
諸資産 (実物資産への投資)	<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 35%; text-align: center;">(資金の調達)</td> <td style="width: 65%;">…資本コスト (WACC)</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">負債</td> <td style="text-align: center;">負債コスト</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">資本</td> <td style="text-align: center;">出資コスト</td> </tr> </table>	(資金の調達)	…資本コスト (WACC)	負債	負債コスト	資本	出資コスト
(資金の調達)	…資本コスト (WACC)						
負債	負債コスト						
資本	出資コスト						
P / L							
雇用 購入 (財・サービスの生産)	<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 35%; text-align: center;">(財・サービスの販売)</td> <td style="width: 65%;"></td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">売上</td> <td></td> </tr> </table>	(財・サービスの販売)		売上			
(財・サービスの販売)							
売上							

2. 投資効率とは、

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

資本コストが高いほど $\left\{ \begin{array}{l} (1) \text{ それぞれの収益の評価 (現在価値) は低下する} \\ (2) \text{ それぞれの初期投資の必要額は低下する} \end{array} \right.$

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、税金や取引コスト無の条件の下での資産での期待収益率は、

$$i \text{ の期待収益率} = \text{安全資産の利子率} + \text{市場リスクプレミアム} + B \\ (8.5\%) \quad (1.0\%) \quad + \quad (5.0\%) \times (1.5)$$

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 1.5)

4.