


企業価値評価

 黒田公認会計士事務所

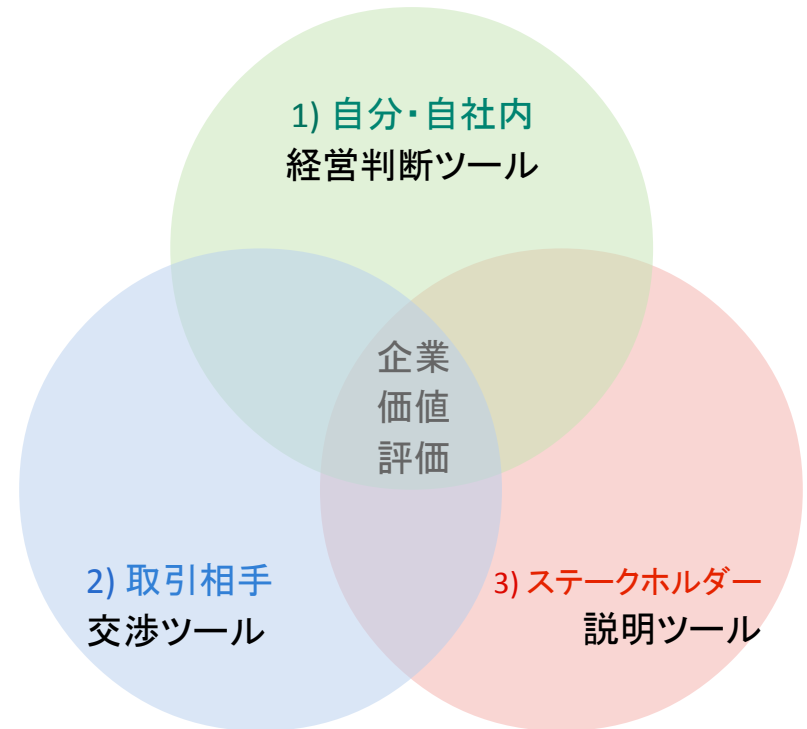
企業活動のバリュエーションの意義

企業価値評価(バリュエーション)の意義

- 1) 自らの経営判断ツールとして
- 2) 取引相手との交渉ツールとして
- 3) ステークホルダー(利害関係者)に対する説明ツールとして

具体的には

- 1) 自らがM&Aや自社株買いなどを実施する場合、その経営判断には、企業の価値や株価を把握する必要がある。
- 2) M&Aや資金調達(VCやファンド等)のように取引相手がいる際に、その交渉ツールに利用します。
- 3) 企業経営者はその経営判断についてステークホルダーに説明責任を追います。

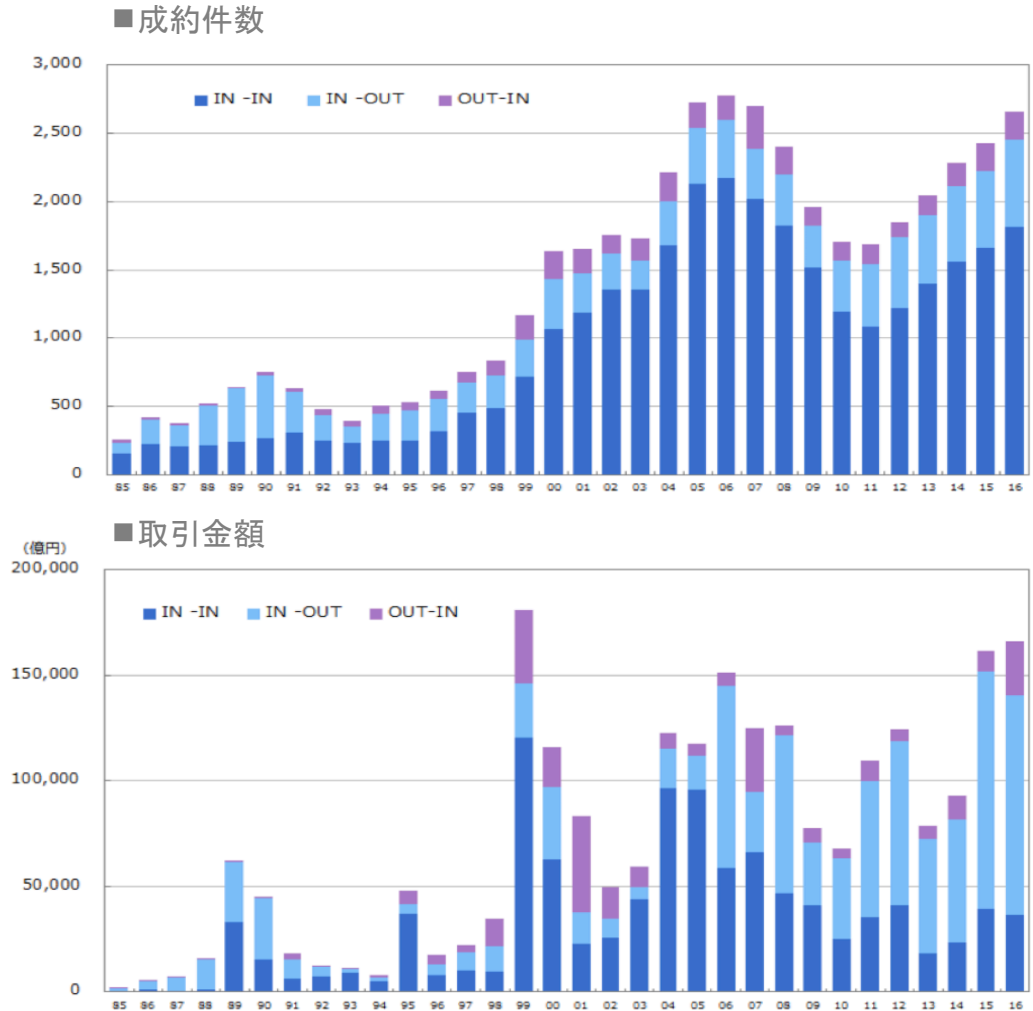


過去30年の日本企業のM&A推移

成約件数は、1990年2000年初頭のITバブルでM&Aが活発化。
2008年のリーマンショックにより、M&Aが衰退したものの、M&Aの需要は高く
2016年の成約件数は2500件を突破。

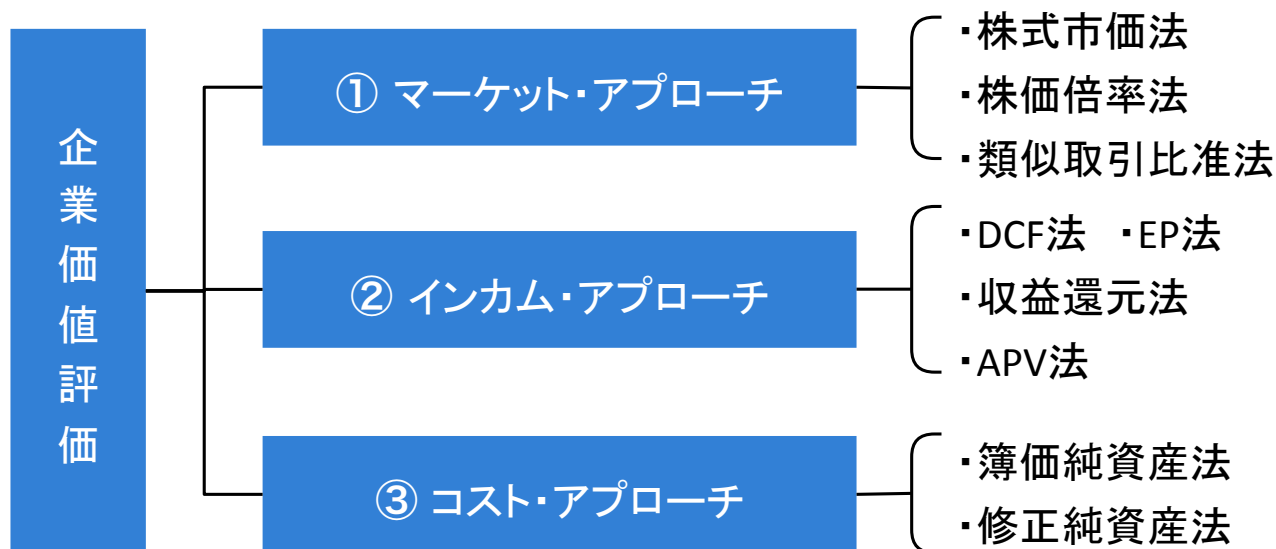
現在の成約件数の大半は、IN-INと呼ばれる国内企業が国内企業を買収する件数が過半数を占めるが、取引金額は、日本企業が海外企業を買収するIN-OUTが大部分を占める。

いづれにしても、今後M&A件数がますます増加していくことに違いはなく、株価評価の必要性が高まっている。

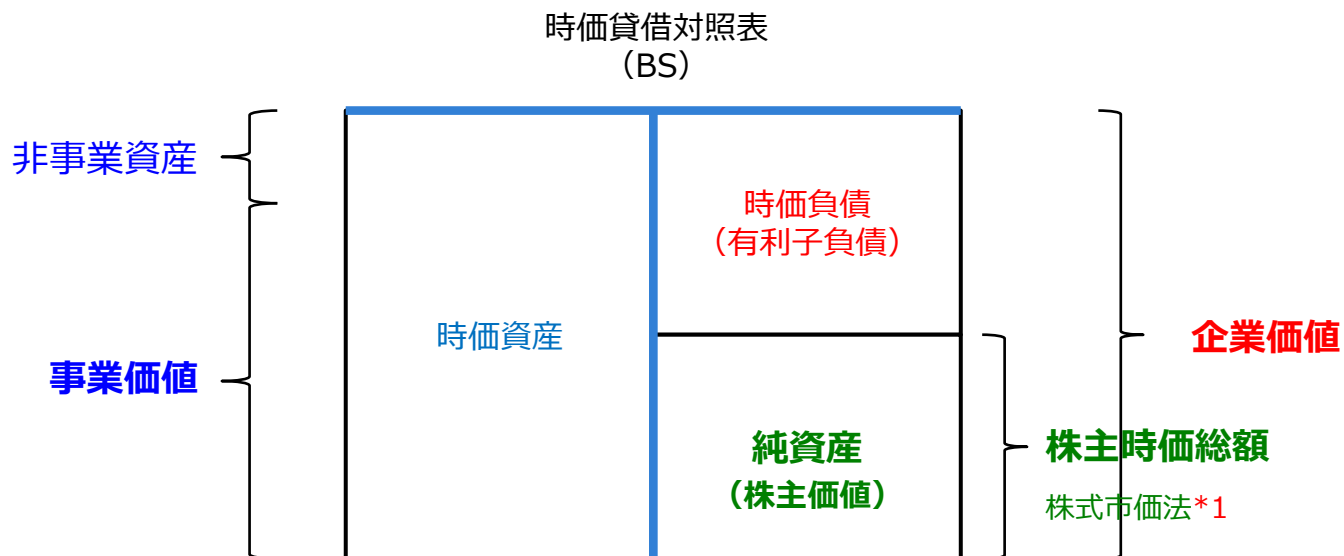


企業価値評価の3つのアプローチ

- ① **マーケット・アプローチ**: 株式市場やM&A市場における取引価格を基準に事業価値または株主資本価値を算定する方法
- ② **インカム・アプローチ**: 将来のキャッシュ・フローや損益を基準に事業価値または株主資本価値を算定するアプローチ
- ③ **コスト・アプローチ**: 企業の純資産の時価評価額等を基準に株主資本価値を算定するアプローチ



マーケットアプローチ：株式市価法



*1 株式市価法：株主時価総額 = 株価 × 発行済株式総数

【株価】

- ✓ 直近株価、1ヶ月平均株価、3ヶ月平均株価、6ヶ月平均株価等を利用
- ✓ イベント分析：異常な株価推移を排除
- ✓ 株式の流動性を検証：流動性が低い場合は、異常な株価となっていないか？

マーケットアプローチ：株価倍率法

株価倍率法とは

株価倍率法とは、評価対象企業と類似公開会社の株式時価総額または事業価値を整合する財務数値で除して株価倍率を算定し、その株価倍率を評価対象会社の財務数値に乗じて株式時価総額または事業価値を算定する方法をいう。

算定プロセス

- ① 類似公開会社の選定（業種、規模、資本構成、利益率、成長性等）
- ② 類似公開会社の株価倍率を算定
- ③ 採用する株価倍率の特定
- ④ 評価対象会社の株式時価総額または事業価値を算定

マーケットアプローチ：株価倍率法

株価倍率法

Q.B社の価値はいくら？



【詳細】

上場会社(マザーズ上場)

医療系IT会社

最終利益2,400万円

株価24,000円

発行済株式総数1万株

最終利益の10倍の株主時価総額

【詳細】

非上場会社

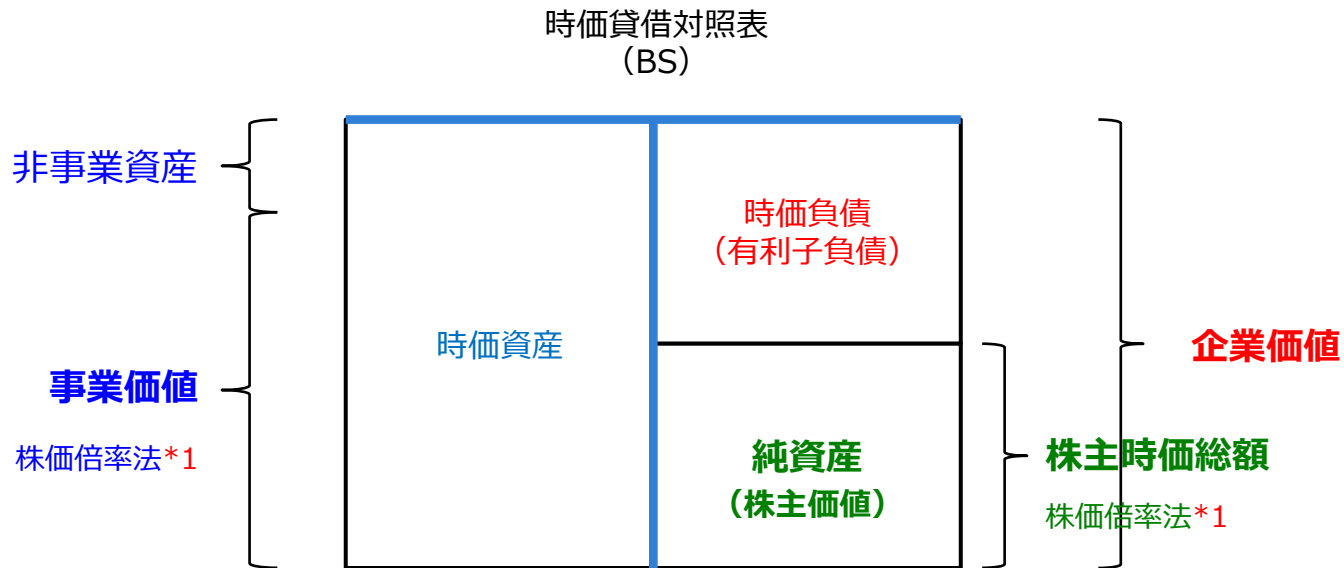
医療系IT会社(A社と類似業種)

最終利益1,200万円

株価????円

発行済株式総数1万株

株価倍率の算定



*1 株価倍率法：事業価値・・・売上高、EBIT、EBITDA等 他財務数値以外*2
：株主価値・・・経常利益、税前利益、最終利益等

*2 財務数値以外：コンビニ業 → コンビニ店舗数、ケーブルテレビ → 加入者数 等

株価倍率の特徴

売上高倍率	<ul style="list-style-type: none">➤ 売上高倍率は、まだ利益面での実績はないものの将来性が期待されるベンチャー企業や一時的な損失に陥っている企業の評価で利用される。
EBIT倍率	<ul style="list-style-type: none">➤ 本業での収益力を表すEBITに基づくものであり、事業会社のM&Aにおいて頻繁に用いられる。➤ EBITは、減価償却費を差引後の資料であり、対象会社と類似企業の設備の償却費の負担の差が評価に影響を与える。
EBITDA倍率	<ul style="list-style-type: none">➤ EBITDAは、EBITに償却費を足し戻して算定され、営業キャッシュ・フローに近く、本業の収益力を表す指標である。そのため、事業会社のM&Aにおいて頻繁に利用される。
PER	<ul style="list-style-type: none">➤ 株式時価総額と当期純利益から容易に算定できるため、一般投資家の株式投資において馴染みのある株価倍率である。➤ 当期純利益は、金融損益や税金が差し引かれた指標であるため、資本構成や税率の違いにより影響を受けやすい株価倍率である。
経常利益倍率	<ul style="list-style-type: none">➤ 経常利益倍率は、金融や不動産業など、有利子負債による資金調達が必要となる企業を評価する際に用いられることがある。➤ PERと異なり、経常利益には特別損益や税金の影響が含まれていないため、PERと比較し安定する傾向にある。
PBR	<ul style="list-style-type: none">➤ PBRは、純資産の状況により資金調達力の安定性が左右される金融や不動産業の企業の評価において重視される株価倍率である。

マーケットアプローチ：類似取引比準法

類似取引比準法

Q.B社の価値はいくら？



【詳細】

A社(非上場A社が上場会社C社に買収された)

医療系IT会社

最終利益2,400万円

買収金額24,000万円

最終利益の10倍で買収されている。

【詳細】

非上場会社

医療系IT会社(A社と類似業種)

最終利益1,200万円

企業価値は????円

インカムアプローチ：DCF法

DCF法とは

DCF法(Discount Cash Flow法)とは、将来生み出すと予想されるキャッシュ・フロー(フリーキャッシュ・フロー:FCF)の現在価値の合計をもとに企業の評価額を算出する方法。要するに将来の収益見通しを現時点での価値に置き直して企業評価額とする方法。

算定プロセス

- ① フリー・キャッシュ・フロー(FCF)の算定
- ② 継続価値の算定
- ③ 割引率の算定
- ④ FCFと継続価値の現在価値の算定
- ⑤ 非事業用資産の加算、有利子負債等の減算

フリー・キャッシュ・フロー

FCFとは

フリー・キャッシュ・フロー(FCF)とは、債権者と株主に分配可能なキャッシュ・フローをいう。

$$\text{FCF} = \text{EBIT} \times (1 - \text{法人税率}) + \text{減価償却費} - \text{設備投資支出} - \text{運転資本等の増減}$$

NOPAT, EBIAT

EBITは、Earnings Before Interest and Taxesの略称で、金利税金差引前利益をいう。営業利益に事業のために保有している資産を源泉に生み出される営業外収益を加算し算定する。

Ex.

■ 加算する営業外収益:

取引先の自動車メーカーと良好な関係を継続するために保有する株の受取配当金

■ 加算しない営業外収益:

全額非事業用資産である現預金や有価証券の受取利息等

継続価値

継続価値とは

継続価値(Terminal Value:TV)とは、事業計画期間終了時点における評価対象企業の事業価値をいう。算定方法は永久還元モデルと倍率モデルがある。

■ 永久還元モデル

計画最終年度のキャッシュ・フローを適切な割引率によって割り引くことで継続価値を算定する方法。

$$\text{継続価値} = \text{継続可能FCF} \times (1 + \text{継続成長率}) / (\text{wacc} - \text{継続成長率})$$

継続成長率

- マクロ要因(経済成長率(名目GDPを上限))とミクロ要因(売上やEBIT成長率)を考慮
- 日本では、低インフレや低成長率が続いていたため、保守的にゼロと仮定することもある。

■ 倍率モデル

計画最終年度のEBIT、EBITDA等に適切なEBIT倍率やEBITDA倍率を乗じて継続価値を算定する方法。

割引率

WACC (Weighted Average Cost of Capital)

事業価値を求める割引率は、債権者と株主が評価対象企業に求める期待リターンの加重平均、WACC(Weighted Average Cost of Capital)を利用する。

■ WACCの算定式

$$\text{WACC} = E / (D + E) \times \text{株主資本コスト} + D / (D + E) \times \text{負債コスト} \times (1 - t)$$

E: 株式時価総額 D: 有利子負債 t: 実効税率

➤ 株主資本コスト

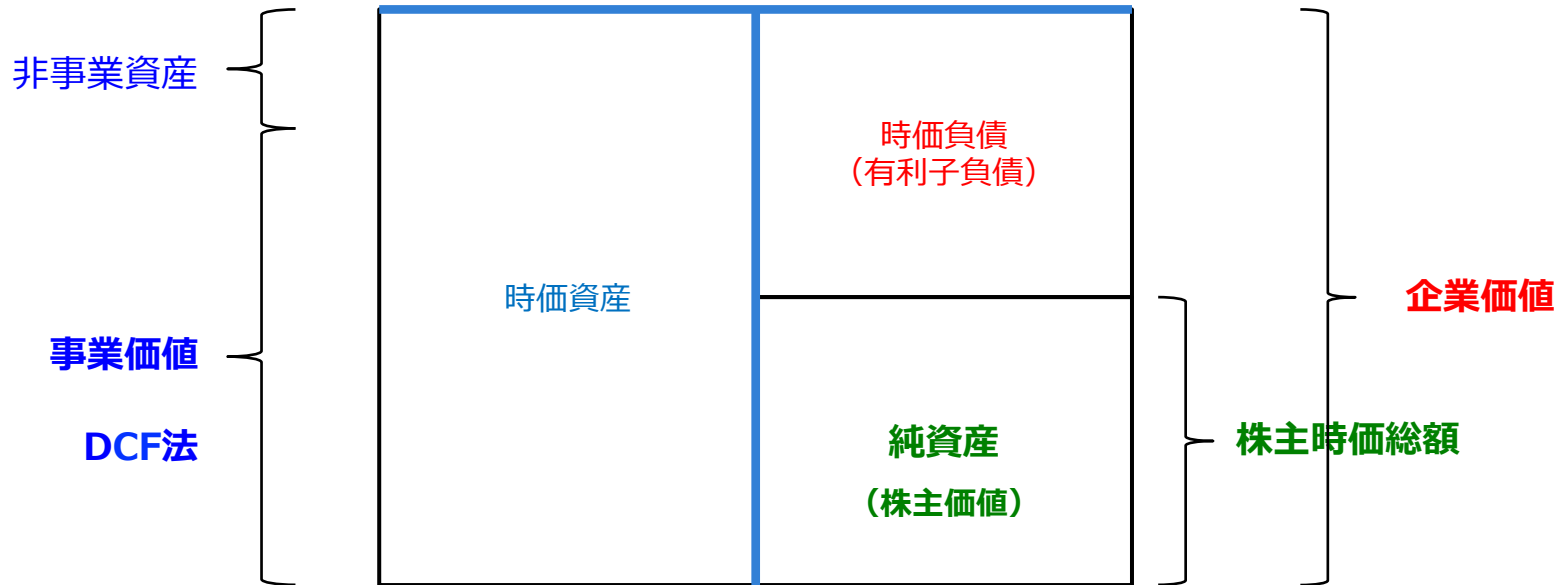
株主資本コストは、評価対象企業へ投資するにあたり期待する収益率であり、一般的にCAPM理論を用いて算定することが多い。

➤ 負債コスト

負債コストは、対象会社の金利の加重平均や、対象会社の格付けあるいは対象会社と同等の格付けによる利回りを推定して利用する。

FCFの割引価値：事業価値

時価貸借対照表
(BS)



インカムアプローチ:EP法

EP法とは

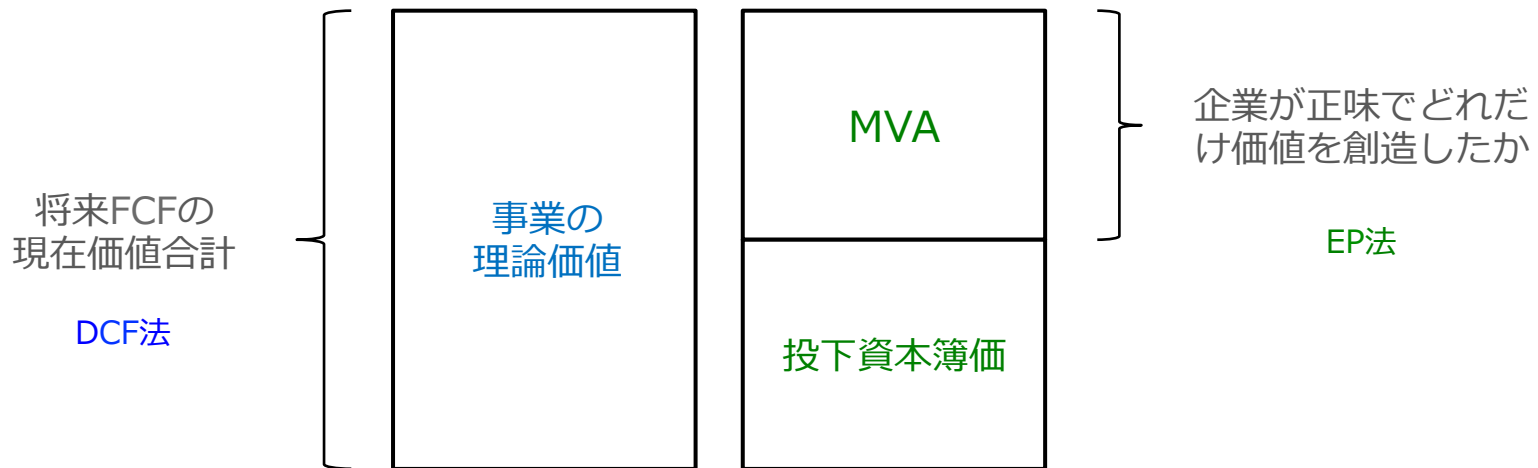
EP(Economic Profit)とは、企業の売上高から通常の費用項目と共に資本費用(Capital Charge:CC)に相当する金額を差し引いた経済的利益である。つまり、企業が正味でどれだけの価値を創造したかを表す尺度である。このEPの割引現在価値合計がMVA(Market Value Added)である。

算定プロセス

- ① EPの算定
- ② 継続価値の算定
- ③ 割引率の算定
- ④ EPと継続価値の現在価値の算定
- ⑤ 投下資本の加算、有利子負債等の減算

*1: $EP = EBIT \times (1 - \text{法人税率}) - \text{投下資本} \times wacc$

DCF法とEP法



【業績管理指標として】

➤ FCF:

各期の営業CFから初期投資額を一括控除する。つまり、営業CFと初期投資額というコストが時間的な乖離のために対応しないため、業績評価指標としては望ましくない。

➤ EP:

初期投資を一括控除するかわりに、各期の営業CFから、営業CFを稼ぐのに犠牲となった設備の減価償却と期首投下資本にかかる資本コストを控除して算定される。つまり、営業CFそれに対応する減価償却費及び資本コストを対応させるEPの方が、業績評価指標として優れている。

DCF法とEP法の設例の前提

【経営成績及び財政状態の前提】

損益計算書 (億円)		貸借対照表 (億円)	
売上高	400	流動資産	150
営業費用	300	固定資産	550
営業利益	100	無利子負債	100
支払利息	40	有利子負債	500
税前利益	60	株主資本	100
法人税等	24	総資産	700
税引後利益	36	総資本	700

【その他前提】

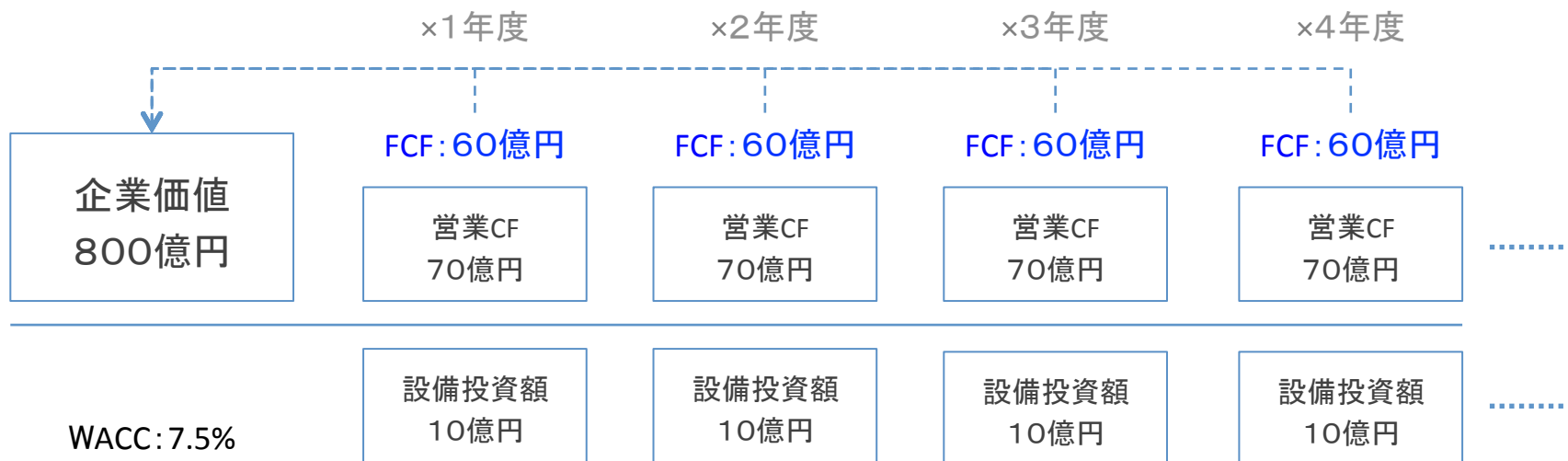
- 1) 毎年、10億円の減価償却費に相当する取替投資のみを実施することで、継続して現状の経営成績と資本構成を維持できると仮定。
- 2) 毎年の利益全額を株主に配当。
- 3) 運転資本は一定。
- 4) 有利子負債の金利は8%で一定。
- 5) 株主資本コストは12%で一定。株主時価総額は300億円。
- 6) 法人税率40%で一定。

DCF法【設例】

【設例】

NOPAT	60億円	}	営業CF 70億円
減価償却費	10億円		
設備投資額	△10億円		
FCF	60億円		

WACC: 7.5%



EP法【設例】

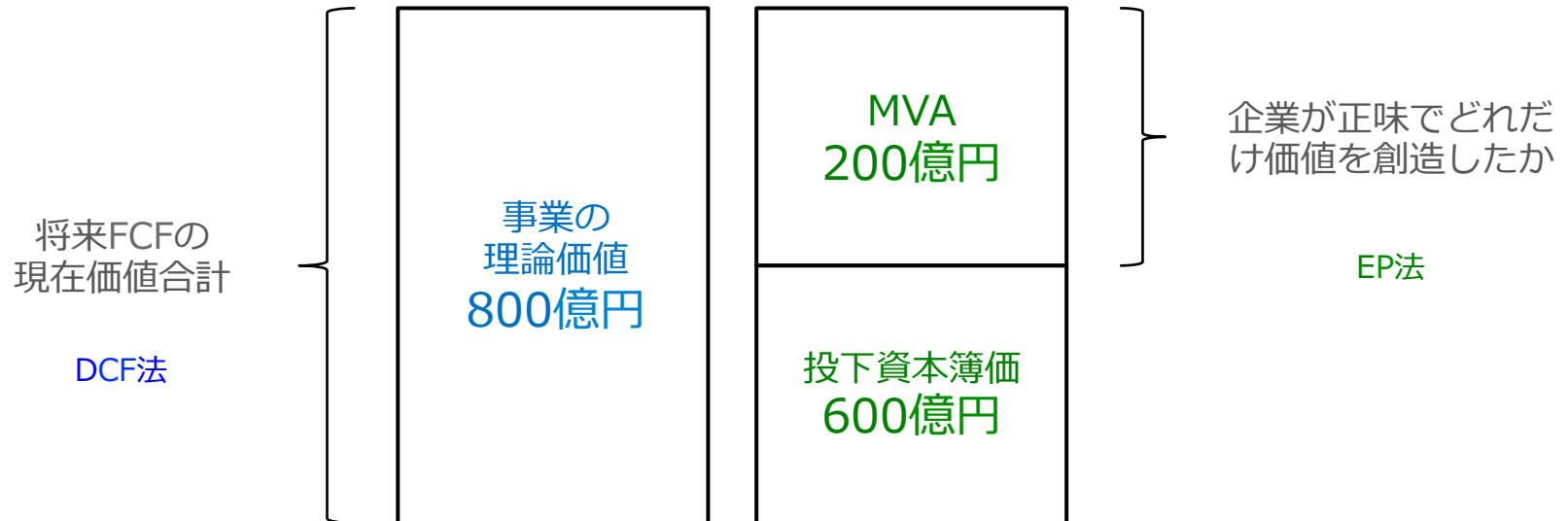
【設例】

NOPAT	60億円	}	営業CF 70億円
減価償却費	10億円		
減価償却費	△10億円		
投下資本コスト:CC	△45億円	←	投下資本600億円 × wacc7.5%
EP	15億円		

WACC: 7.5%



DCF法とEP法の関係



コストアプローチ：修正純資産法

修正純資産法とは

修正純資産法では、企業の貸借対照表を勘定科目ごとに再調達原価または正味売却価格へ修正して評価対象企業を評価する方法をいう。

資産科目	留意事項	負債科目	留意事項
受取手形および売掛金	引当金	退職給付に係る負債	数理計算上の差異や過去勤務差異等、未認識債務を計上。
棚卸資産	棚卸資産の評価に関する会計基準	その他引当金や偶発債務	会計基準の認識要件にとらわれず引当金計上
有価証券	金融商品に関する会計基準 満期保有目的の債券→時価評価		
有形固定資産	不動産：鑑定評価書、路線価、公示価格等		
投資その他の資産	関係会社株式や非上場株式は、時価評価。		

各評価指標のメリット・デメリット

	評価方法	長所	短所
マーケット アプローチ	株式市価法	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 市場取引価格によるため客観的 ✓ 簡便 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 需給関係の偏りや風評などにより本来の株価と乖離する可能性。 ✓ 非上場企業では利用できない。
	株価倍率法 類似取引批准法	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 類似公開会社の株価倍率を参照するため客観的 ✓ 手続きが比較的容易 ✓ 支配権プレミアムを含む価値（類似取引批准法） 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 類似企業や類似取引の選定に恣意性が介入する余地がある。
インカム アプローチ	DCF法 EP法	<ul style="list-style-type: none"> ✓ ファイナンスに基づき理論的 ✓ キャッシュ・フロー予測を用いるため、各社固有の強み・弱み・に基づく成長性を反映できる。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ キャッシュ・フロー予測、割引率、継続成長率などの判断に恣意性が介入する余地がある。
コスト アプローチ	修正純資産法	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 再調達原価の観点から示唆を得ることができる。 ✓ 比較的容易 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ のれんや無形資産の価値を含まない評価手法である。