企業価値評価

スライド

目 次

	Page
Ⅰ. 企業価値が注目されているのはなぜか	2
1. 企業価値評価の必要性	2
2. 企業財務の基本BSと企業価値、事業価値の定義	3
3. 企業財務の基本BSと時価と簿価のギャップ	4
4. ストックとフローの対応関係	5
Ⅱ. 企業価値はどのように算出するのか	6
1. 代表的な企業価値評価手法	6
2. DCF法の作業ステップ	7
3. 類似企業比較法の作業ステップ	8
4. 評価対象組織の特定と類似企業の選定	9
5. 類似企業のデータ収集と類似企業の時価評価	10
6. 評価対象組織の評価	11
Ⅲ. 企業価値評価の活用例	12
1. 企業価値を向上させるためのアプローチ	12
2. 不要投融資の処分	13
3. 資本構成の最適化	14
4. 事業ポートフォリオの最適化	15
5. 事業運営の効率化	16

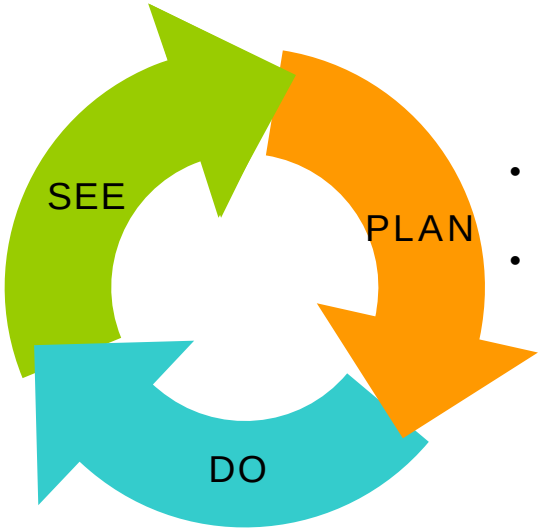
Ⅰ．企業価値が注目されているのはなぜか

1．企業価値評価の必要性

経済環境の悪化で、企業にリスクに見合ったリターンが求められている中、自社の企業価値、事業価値を認識し、PLAN-DO-SEEの経営管理のサイクルを適切に回し、継続的に改善度を把握する上で、企業価値評価の考え方が重要です。

株主からのリスクに見合ったリターンの要請

- 施策の評価、改善度の把握
- 企業価値、事業価値の測定



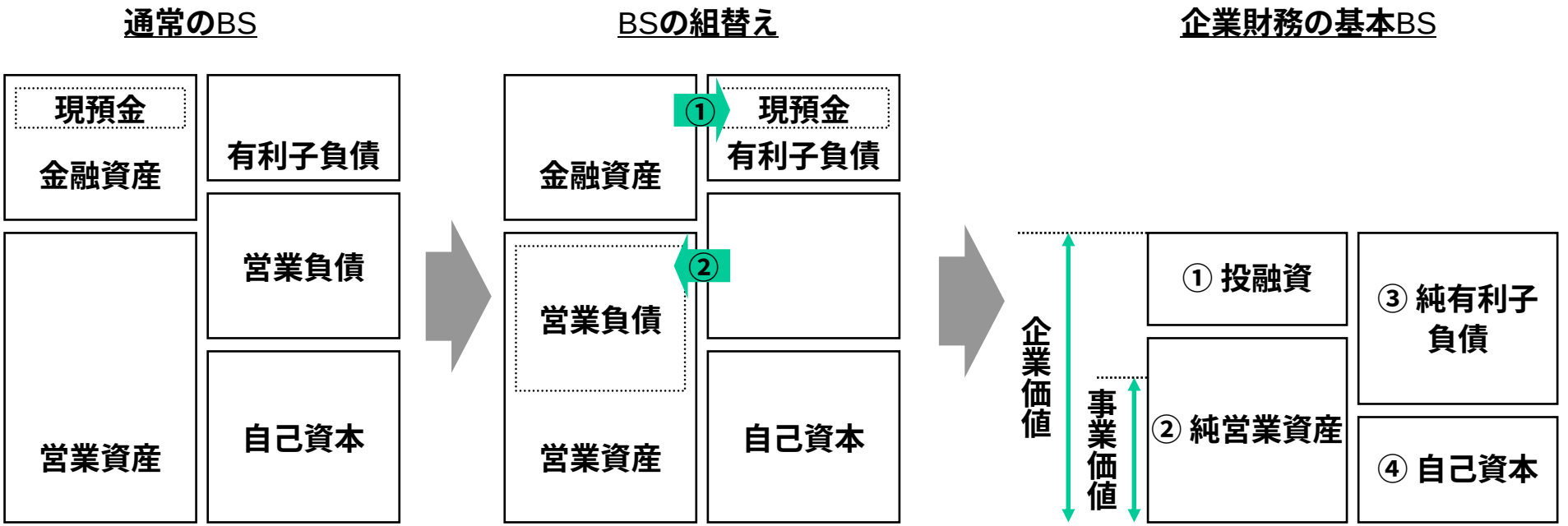
- 企業価値、事業価値を低くしている要因分析
- 企業価値向上に寄与する改善･改革施策の立案

- 施策の実行
  - ✓ 不要投融資の処分
  - ✓ 資本構成の最適化
  - ✓ 事業ポートフォリオの最適化
  - ✓ 事業運営の効率化

銀行、社債等の投資家からの金利引上げ、融資打ち切り圧力

2．企業財務の基本BSと企業価値、事業価値の定義

企業価値評価、事業価値評価を行う際には、企業における事業や投融資がそれぞれどれだけの価値を生み出しているかを適切に把握するために、まず、通常のBSの構成を組替える必要があります。事業価値は純営業資産に、企業価値は純営業資産に投融資を加算したものに対応しています。

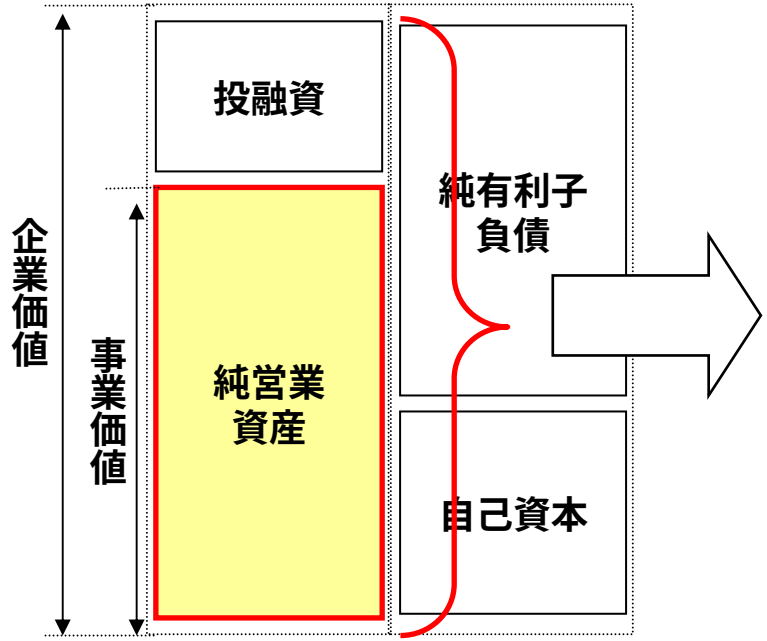


組替え手順
① 現預金を資産サイドから負債サイドに移す
② 営業資産と営業負債をネットし、純営業資産とする

①投融資：金融資産－現預金
②純営業資産：営業資産と営業負債のネット
③純有利子負債：有利子負債－現預金
- 事業価値：純営業資産
- 企業価値：事業価値＋投融資

3．企業財務の基本BSと時価と簿価のギャップ

企業価値評価、事業価値評価を行う際には、まず、通常のBSの構成を組替えた上で、それぞれ時価で把握する必要があります。投融資については個別に評価を積み上げ、純営業資産（事業価値）については、DCF法を用いて将来生むキャッシュフローを現在価値で把握するか、上場している類似企業の事業価値と比較し把握することになります。

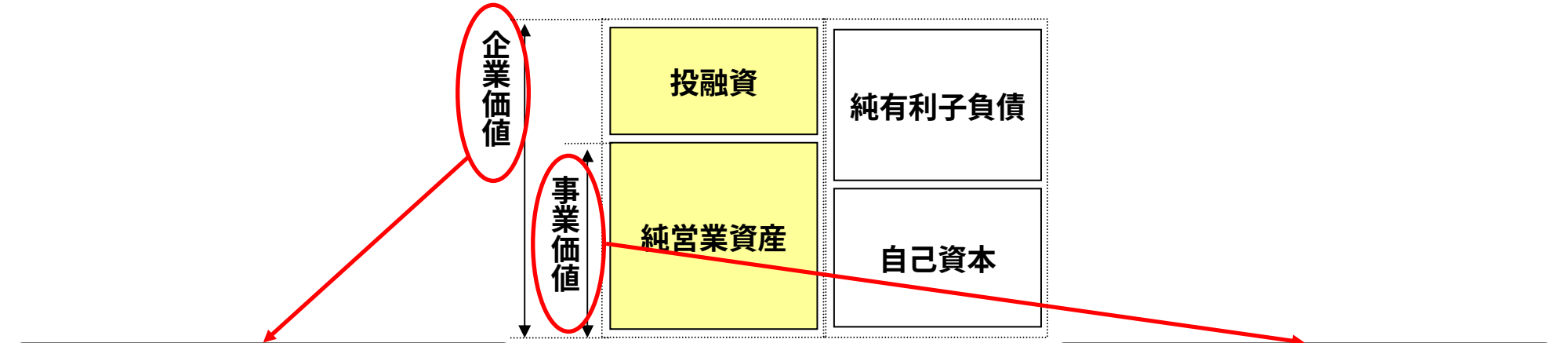


企業価値=事業価値＋投融資（時価）

- 企業価値評価、事業価値評価を行う際には、BSのそれぞれのストック（純営業資産、投融資、自己資本、純有利子負債）を時価で把握する
- 純営業資産の時価は、純営業資産が将来継続して生み出すフローの現在価値で把握する（DCF法）か、上場している類似企業の事業価値から推定する

4．ストックとフローの対応関係

事業価値評価、企業価値評価を行う上では、ストックを適切に組替え時価で把握した上で、それらのストックがどれだけのリターンを生み出すかが重要となります。事業価値に対応するリターンは、売上～営業利益、営業キャッシュフロー、営業フリーキャッシュフローとなります。



企業価値(投融資と純営業資産)に対応するリターン

EBIT(Earnings Before Interest,Taxes)

⇒営業部分(純営業資産)と投融資を合わせた企業活動全体のリターンを、営業部分に対しては営業利益、投融資に対しては営業外収益として計る

PL

- 営業利益
- ＋ 営業外収益(　投融資収益)
- － 営業外費用(＝金利)

経常利益

＋ 特別損益

税引前利益

－ 税金

当期利益

事業価値(純営業資産)に対応するリターン

売上～営業利益、営業CF、FCF

営業CF=
営業利益＋減価償却費

営業FCF=
税引後営業利益＋減価償却費
－運転資本増加－設備投資額

Ⅱ. 企業価値はどのように算出するのか

1. 代表的な企業価値評価手法

代表的な事業価値評価手法として、DCF（ディスカウンテッド・キャッシュフロー）法と類似企業比較法があります。DCF法は、M&A時に価値算定の手法の1つとして、また経営管理に活用されます。類似企業比較法は、比較的算出しやすいため、中堅・中小企業にとって、自社の事業価値、企業価値をモニタリングし、改善施策につなげる経営管理に適しており、M&A時の価値算定手法の1つとしても活用されます。

	手法	特徴	活用場面
DCF法	将来の一定期間までの予測フリーキャッシュフローを、資本コストで現在価値に割引き、さらに一定期間後の継続価値を算出して事業価値を求める。企業価値は事業価値に投融資の価値を加算して求める	多様な要因を織り込んだ感度分析が可能で、価値の範囲のイメージが湧きやすいため、外部関係者や社内への説得性が高い ただし、フリーキャッシュフローの予測や自己資本ベータ算出等、過程が複雑で、計算も難しいため専門知識が必要となる	M&A時の取引額の評価 新規投資評価 経営管理
類似企業比較法	自社の事業領域と近い上場企業（類似企業）を複数選定し、評価倍率を求めて自社の事業価値を算出する。企業価値は事業価値に投融資の価値を加算して求める	類似企業の評価倍率から自社の事業価値を算出する、価値評価の簡便法であり、比較的算出しやすい ただし、類似企業と、評価倍率の選択のポイントを明確にしないと、恣意的な価値評価に陥る危険がある	経営管理 M&A時の取引額の評価

2．DCF法の作業ステップ

DCF法により、事業価値評価を行う場合、①対象事業特定、②データ収集、③キャッシュフロー予測、④割引率決定、⑤事業価値決定、という一連の作業を行います。企業としては、キャッシュフローの予測と割引率の決定の妥当性をチェックすることが重要です。

①対象事業特定	• 複数の事業を持つ場合、施策対象として検討する事業を選定する
②データ収集	• 過去3～5年分のBSとPL、CF関連データと、事業に関連する投融資のデータを収集する
③キャッシュフロー予測	• 事業価値に対応したフローである、営業フリーキャッシュフローを予測する • 市場、競合、為替動向、仕入･取引価格が変化したときに、営業フリーキャッシュフローにどの程度の影響があるかを予測する。 • 事業の中長期的な見通しを過去の実績を踏まえて予測し、複数の場合を考慮し、幅のある営業フリーキャッシュフローのシナリオを予測する。
④割引率決定	• 負債コストを算出する。社債やCPがある場合は金利の加重平均を取る。 • 自己資本コストを算出する。業界の事業ベータを取り出し、自社の資本構成から、自己資本ベータを計算し、リスクフリーレートとリスクプレミアムを決定して、自己資本コストを求める • 負債コストと自己資本コストを加重平均して、WACCを求める
⑤事業価値決定	• 営業フリーキャッシュフローを適切な割引率（通常WACC）で割引いて事業価値を計算する • 事業価値に投融資の時価を加え、企業価値を計算する

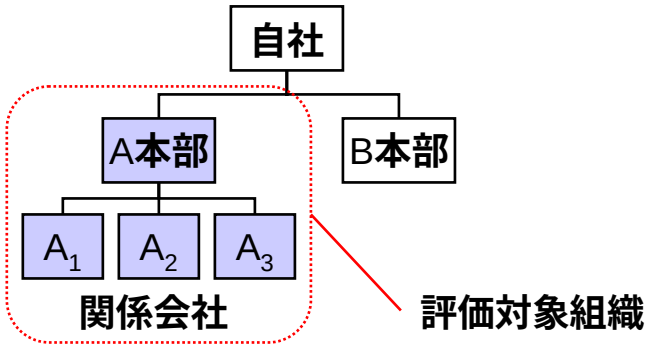
3．類似企業比較法の作業ステップ

類似企業比較法により、事業価値評価を行う場合、①評価対象組織の特定、②類似企業の選定、③類似企業のデータ収集、④類似企業の時価評価、⑤評価倍率の算出と異常値の検出、⑥評価対象組織の評価、という一連の作業を行います。

①評価対象組織の特定	評価の対象となる事業部やその管轄関係会社を特定する
②類似企業の選定	評価対象事業が属している業界において、上場している類似企業を数社選択する。 （評価対象の類似選定）
③類似企業のデータ収集	類似企業の株価（時価）、株式数、売上、営業利益、自己資本の簿価等のデータを収集する。
④類似企業の時価評価	類似企業の株価総額、純有利子負債、投融資、事業価値を算定する。
⑤評価倍率の算出と異常値の検出	異常値を排除して比較可能な評価倍率を計算する。 ・事業価値／売上 ・事業価値／営業利益 ・事業価値／営業CF ・PER（株価総額／経常純利益） ・PBR（株価総額／簿価自己資本）
⑥評価対象組織の評価	類似企業の評価倍率に評価対象組織の数値を掛けて事業価値や自己資本価値を算出する。

4．評価対象組織の特定と類似企業の選定

評価対象組織は、事業のまとまり等で評価する場合、本部や関係会社それぞれのBSとPLを作成して評価します。類似企業は、評価対象組織の特性を考慮して複数決定します。

評価対象組織の特定	• 評価を行う対象組織を特定する。このとき、事業のまとまり等、評価対象が複数の本部や関係会社等の場合、それぞれのBS、PLを作成して評価を行う。 
類似企業の選定	• 評価対象組織の同業他社を中心に、株式を上場している企業のうち、 ✓ 事業規模 ✓ 業界特性 ✓ 収益構造 等が、評価対象組織と似ている企業を数社選択する。 • 選定にあたって、具体的には、以下のようなポイントを考慮する。したがって、業界に適切な類似企業が複数存在しない場合は、産業構造が似た業界の他社を参考とすることもありうる。 ✓ 業界でのポジション　✓ 利益等の絶対額 ✓ 企業の成長性　✓ 海外展開の度合い ✓ 顧客ターゲット

5．類似企業のデータ収集と類似企業の時価評価

選定した類似企業の公表されているデータを収集し、評価倍率を算出します。

＜類似企業のデータ収集＞

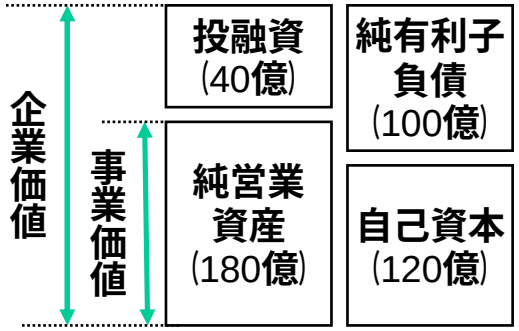
売上	営業利益	営業CF
180億円	22.5億円	30億円

経常純利益
6億円

簿価自己資本	株式時価	株式総数
80億円	20万円／株	6万株

金融資産	現預金	有利子負債
50億円	10億円	110億円

＜類似企業の時価評価＞



・投融資　＝金融資産－現預金
　＝50億－10億　＝*40億*
・純有利子負債　＝有利子負債－現預金
　＝110億－10億　＝*100億*
・自己資本価値　＝株式時価総額　＝*120億*
・企業価値　＝自己資本＋純有利子負債
　＝120億＋100億　＝*220億*
・事業価値　＝企業価値－投融資
　＝220億－40億　＝*180億*

＜評価倍率の算出＞

事業価値／売上	事業価値／営業利益	事業価値／営業CF	PER (株価総額／経常純利益)	PBR (株価総額／簿価自己資本)
1x	8x	6x	20x	1.5x
(180億／180億＝1)	(180億／22.5億＝8)	(180億／30億＝6)	(120億／6億＝20)	(120億／80億＝1.5)

6．評価対象組織の評価

業界の評価倍率から、評価対象組織の時価評価を行います。

＜業界の評価倍率＞

事業価値／売上	事業価値／営業利益	事業価値／営業CF
1x	8x	6x

PER	PBR
20x	1.5x

＜評価対象組織のデータ＞

売上	営業利益	営業CF
100億円	10億円	15億円

経常純利益	簿価自己資本	金融資産
3億円	50億円	40億円

有利子負債	現預金
80億円	10億円

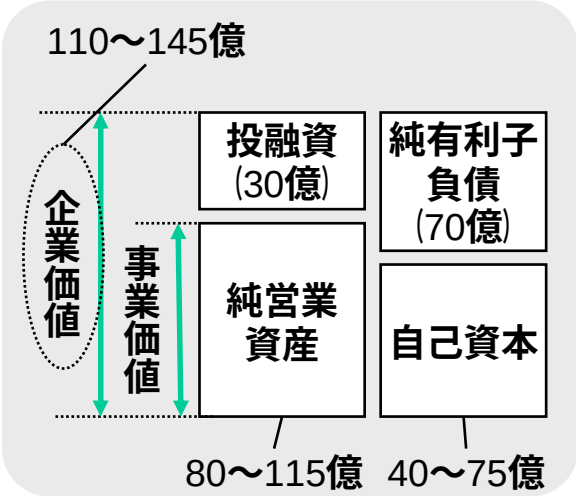
・投融資　＝金融資産－現預金
　＝40億－10億　＝*30億*
・純有利子負債　＝有利子負債－現預金
　＝80億－10億　＝*70億*

対象組織の時価評価

＜対象組織の時価評価＞

	事業価値／売上	事業価値／営業利益	事業価値／営業CF	PER	PBR
事業価値	100億x1＝100億円	10億x8＝80億円	15億x6＝90億円	130億－30億＝100億円	145億－30億＝115億円
企業価値	100億+30億＝130億円	80億+30億＝110億円	90億+30億＝120億円	60億+70億＝130億円	75億+70億＝145億円
自己資本価値	130億－70億＝60億円	110億－70億＝40億円	120億－70億＝50億円	3億x20＝60億円	50億x1.5＝75億円

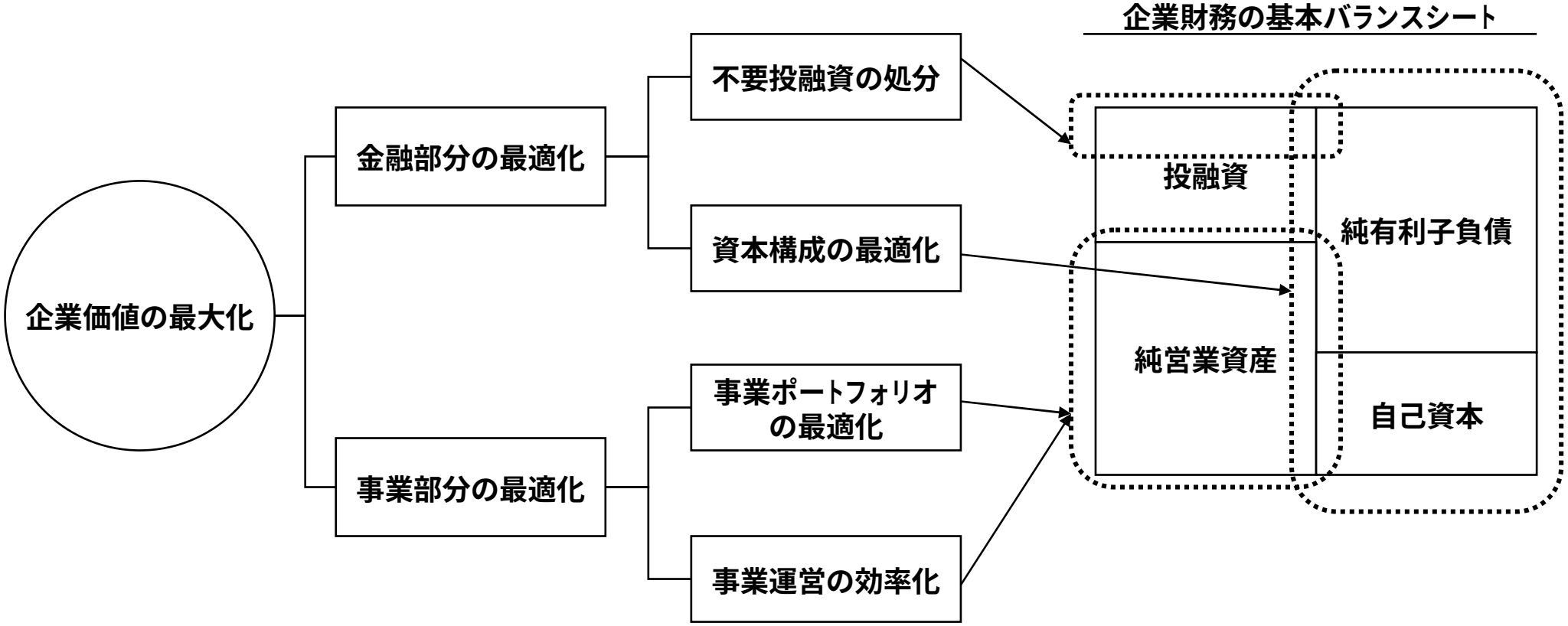
＊ 矢印は算出の順番



III. 企業価値評価の活用例

1. 企業価値を向上させるためのアプローチ

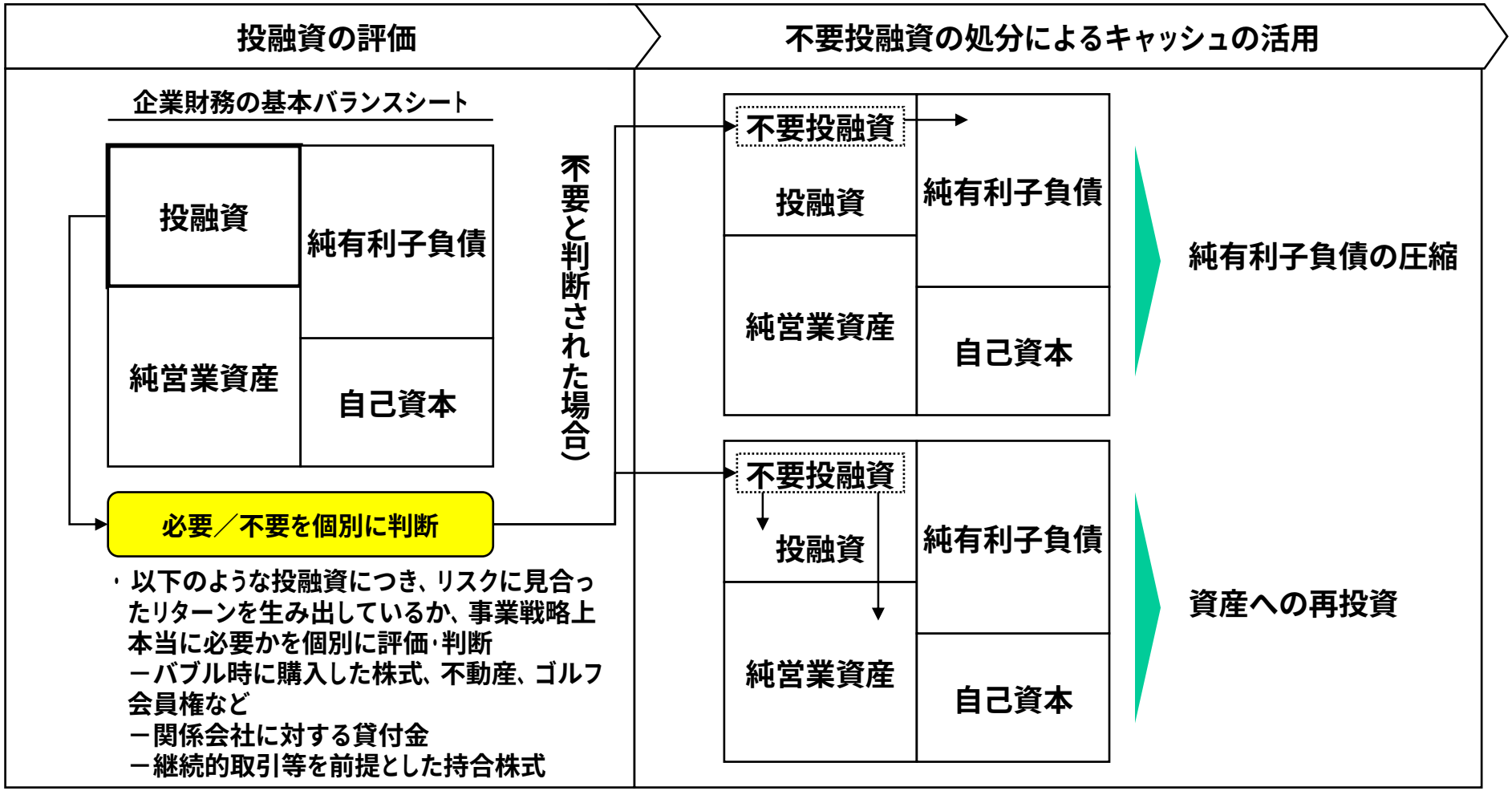
自社の企業価値、事業価値を把握した上で、これらを向上させるためのアプローチとしては、「不要投融資の処分」「資本構成の最適化」「事業ポートフォリオの最適化」「事業運営の効率化」が考えられます。



2．不要投融資の処分

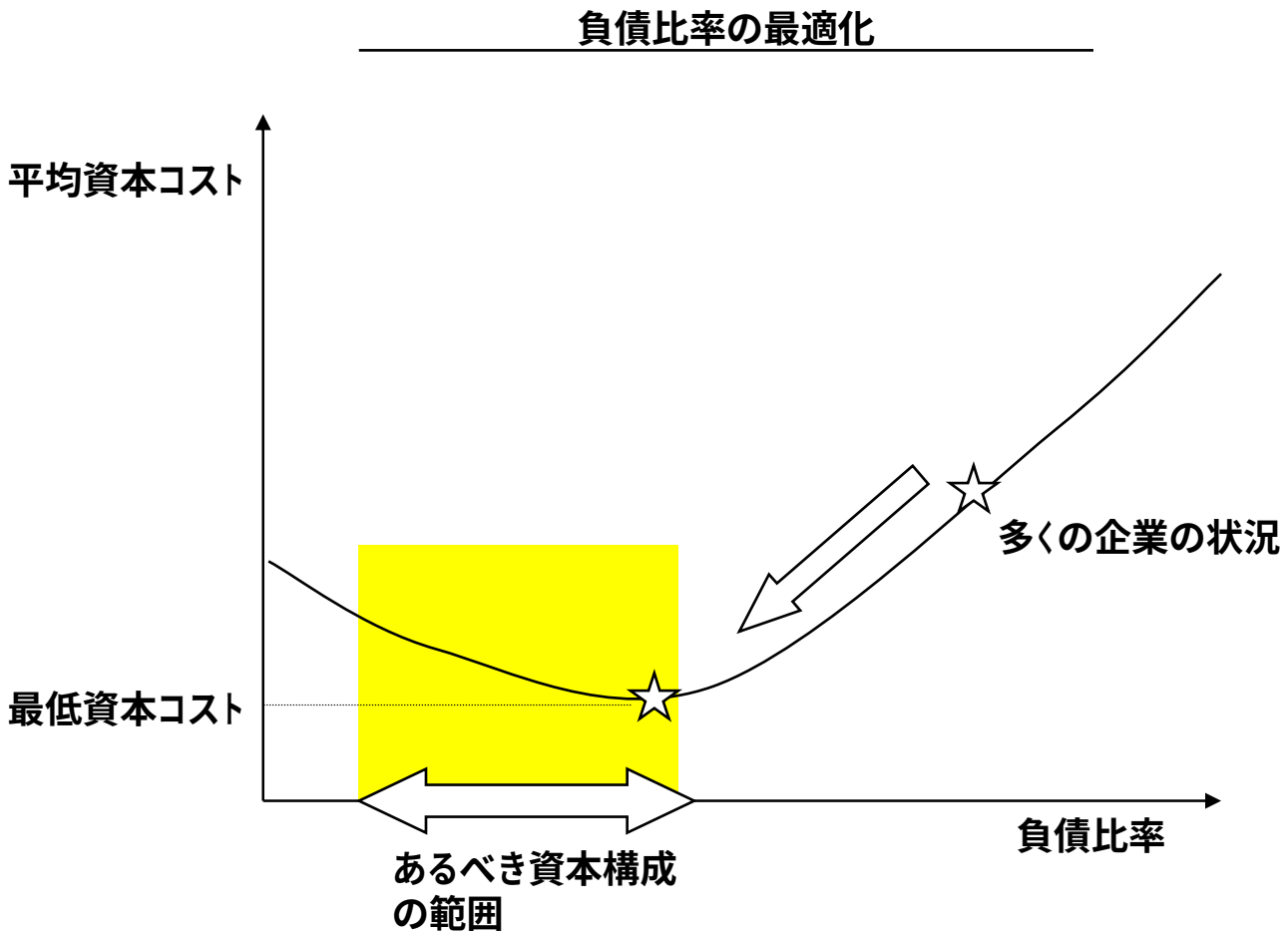
不要投融資を処分することで自己資本価値の増加やフローの改善といった効果が期待できます。特に、バブル期に取得した投融資資産については、処分の決断を先送りすることで経営上大きな問題が生じる恐れがあるため早急な検討が必要です。

不要投融資の処分のプロセス



3．資本構成の最適化

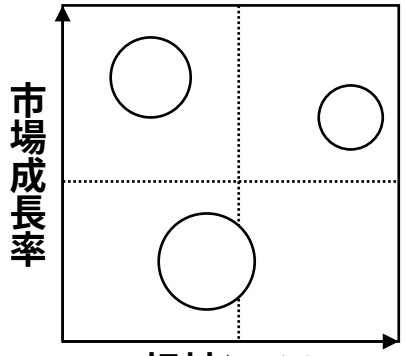
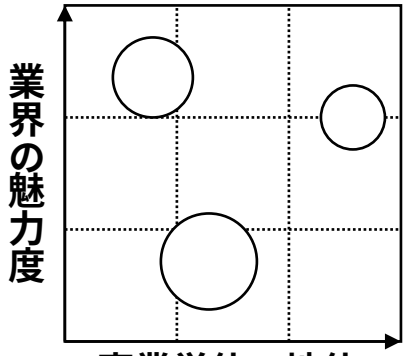
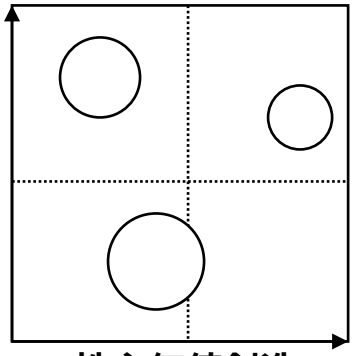
資本構成の最適化につきましては、2つの視点があります。一つは負債比率の最適化であり、もう一つは投資の回収期間と負債の返済期間（長期資産に係る負債）のマッチングです。負債比率の最適化に関しては、あるべき資本構成の範囲内で、安全性に配慮しつつ資本コストの低減を図ることが重要となります。



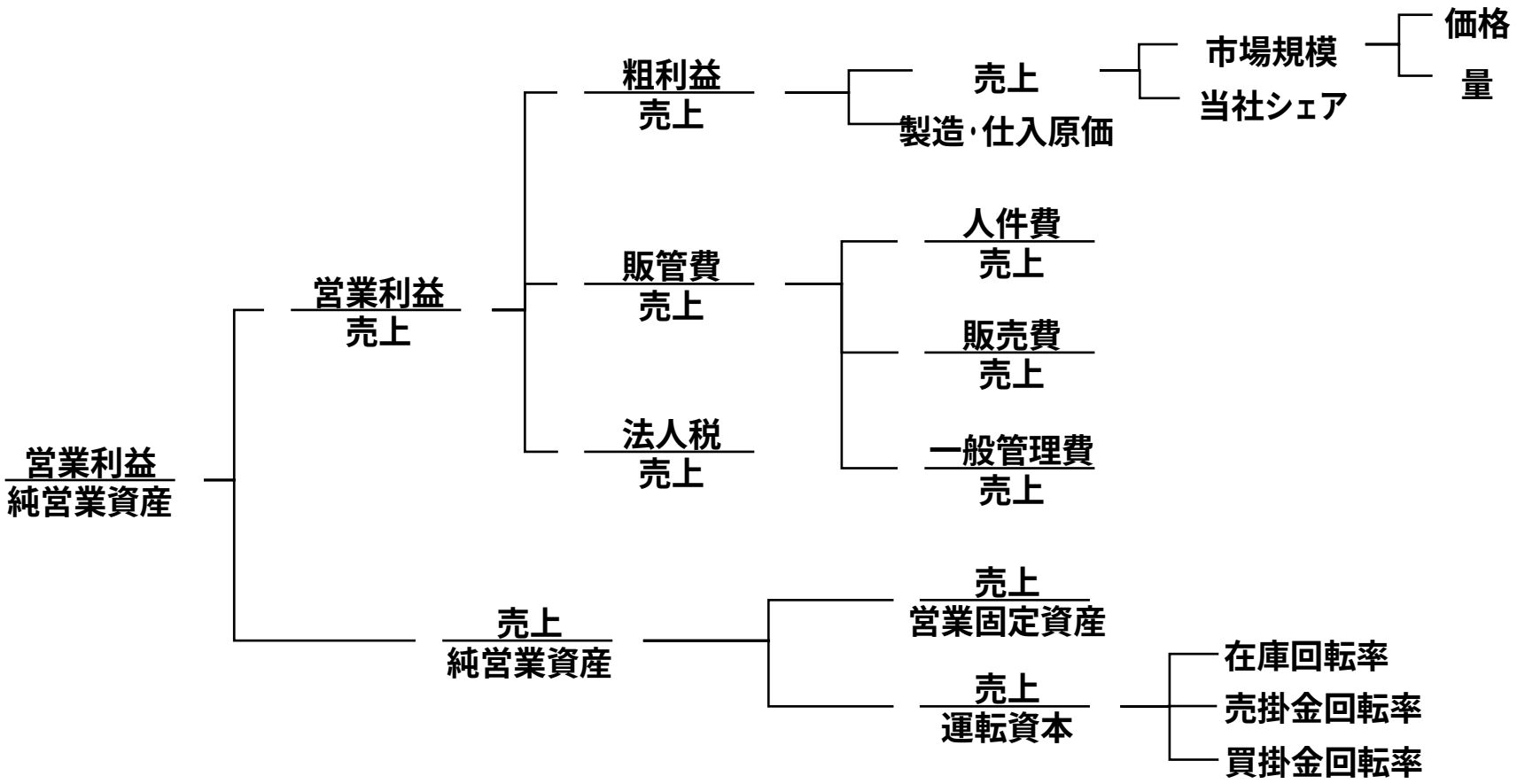
4．事業ポートフォリオの最適化

事業ポートフォリオの最適化の目的は、経営資源の最適配分の実現であり、自社の経営環境や経営戦略を踏まえ適切な評価軸（基準）を設定する必要があります。

事業ポートフォリオ最適化のフレームワーク（例示）

	市場重視型	ポジショニング重視型	EVA®活用型
イメージ			
特徴	- 評価基準、評価結果ともに分かりやすい - 一般的に相対シェア、市場成長性の客観的な算定は容易である	- 望ましい評価基準を各企業ごとに設定できる - 両軸上の位置判断に恣意が入り得るという指摘がある	- 資本の効率性と戦略的視点から各事業の将来の期待収益性を評価するために開発された - 株主価値創造指標の水準の扱いには注意を要する。（直近期だけのデータによる評価は危険な場合がある）

5．事業運営の効率化

事業運営の効率化は、より小さなストック（純営業資産）でより大きなフロー（営業利益）を生み出すために生産性を向上させることを目的として、アウトソーシング、セール アンド リースバック、BPR、SCM、CRM等を実施していくものです。効率化のポイントを把握するためには、事業の効率性を示す指標をブレイクダウンすることで指標を悪化させる原因を特定する必要があります。

事業運営の効率化に係る主な指標