
企業価値評価

	Page
企業価値が注目されているのはなぜか	3
1 企業価値への注目	3
• 企業価値の考え方と必要とされる背景	3
• M&Aと企業価値	4
• 経営管理と企業価値	5
<C/B>清算価値と継続価値	6
2 企業価値算定と財務諸表	7
• 企業価値、事業価値とは	7
• 企業価値、事業価値の把握	8
• 純有利子負債、株主価値の把握	9
• スtockとフローの対応関係	10
企業価値はどのように算出するのか	11
1 代表的な評価手法	11
• 代表的な評価手法とその活用場面	11
• 中堅 / 中小企業にとっての価値評価の意義	12
2 DCF法	13
• DCF法の活用場面	13
• DCF法による事業価値評価の作業ステップ	14
• DCF法によって算出された事業価値を判断するポイント	15
<演習>DCF法	16
3 類似企業比較法	17
• 類似企業比較法の活用場面	17
• 類似企業比較法の作業ステップ	18
• 評価対象組織の特定と類似企業の選定	19
• 類似企業のデータ収集と類似企業の時価評価	20
• 評価対象組織の評価	21
<演習>類似企業比較法	22

	<u>Page</u>
企業価値・事業価値を重視した経営の実践例	23
1 経営管理への応用	23
• 経営管理に企業価値評価、事業価値評価を応用する目的	23
• 企業価値を向上させるためのアプローチ	23
2 金融部分の最適化	25
• 金融部分の最適化の重要性	25
• 不要投融資の処分	26
• 資本構成の最適化	27
3 事業部分の最適化	29
• 事業部分の最適化の重要性	29
• 事業運営の効率化	30
• 事業ポートフォリオの最適化	31
<C/B>事業の集中と選択	32

1 企業価値への注目

最近良く使われるようになった「企業価値」と「事業価値」について、必要になっている背景と、役立つ場面について解説します。

■ 企業価値の考え方と必要とされる背景

最近「株主重視の経営」が叫ばれており、その中で「企業価値」や「事業価値」という言葉が良く使われるようになってきました。それでは企業の価値は何で計るのでしょうか。これまでは、企業を評価する考え方として売上規模や会計基準の利益および資産効率、シェアなどが用いられてきました。しかし、最近良く使われている「企業価値」や「事業価値」は、現在の本業（事業と投融資）や事業が将来どれだけのキャッシュフローを生むか、という点に主眼が置かれています。

すなわち、企業価値とは「本業が将来生み出すキャッシュフローを現在価値に割り引いた総額」であり、事業価値とは「事業が将来生み出すキャッシュフローを現在価値に割り引いた総額」なのです。

中堅／中小企業においては、銀行の企業に対する融資審査の厳格化を背景に、財務の柔軟性・安全性を確保するために、従来の間接金融依存の資金調達から直接金融の活用も視野に入れる必要が生じています。債権者や投資家は、キャッシュフローベースの利回りを重視します。つまりその企業ないし事業が将来生み出すキャッシュフローは現在の価値でいかほどか、こんご高まる可能性はあるか」を重視するわけです。したがって、中堅／中小企業にとっても将来のキャッシュフローをベースに企業価値、事業価値を考えることは重要になってきているのです。

さらに、経営環境の変化に伴い、M&Aや事業の集中と選択などのドラスティックな施策が必要となる場面が多くなっており、これらの場面で適切でスピーディな意思決定をするために、業界の事業価値の水準と自社の事業価値の水準を知っておく必要が出てきています。なぜならば、これらを知らないと、施策の選択肢の適切な評価ができず、結果として「自社の事業を安すぎる価格で売ってしまった／他社の事業を高すぎる価格で買ってしまった」ということが起こりがちになるからです。

M&Aや事業の集中と選択が経営上の施策の1つとして多用されている欧米では、経営者やCFOが業界と自社の事業価値の水準を知っており、「自社の〇〇事業の事業価値は 万ドルくらい」と常に答えられると言われています。

中堅／中小企業においても、事業の競争力を強化するために、不採算部門の売却や他企業買収によるコア事業の強化、不採算コア事業の合併化等が必要になる場面が多くなると予想され、企業価値と事業価値がより重要になると考えられます。

■ M&Aと企業価値

「事業の集中と選択やM&A等の施策は大企業の話ではないか」と思われる中堅／中小企業の経営者・CFOも多いかもしれません。しかし、(財)中小企業総合研究機構の調査(図表1-1)でも、事業の売却に関心がある企業が2割強、事業の買収を条件によっては引き受けても良いとする企業が約半数と、中堅／中小企業においてもM&Aへの関心が高まりつつわかります。

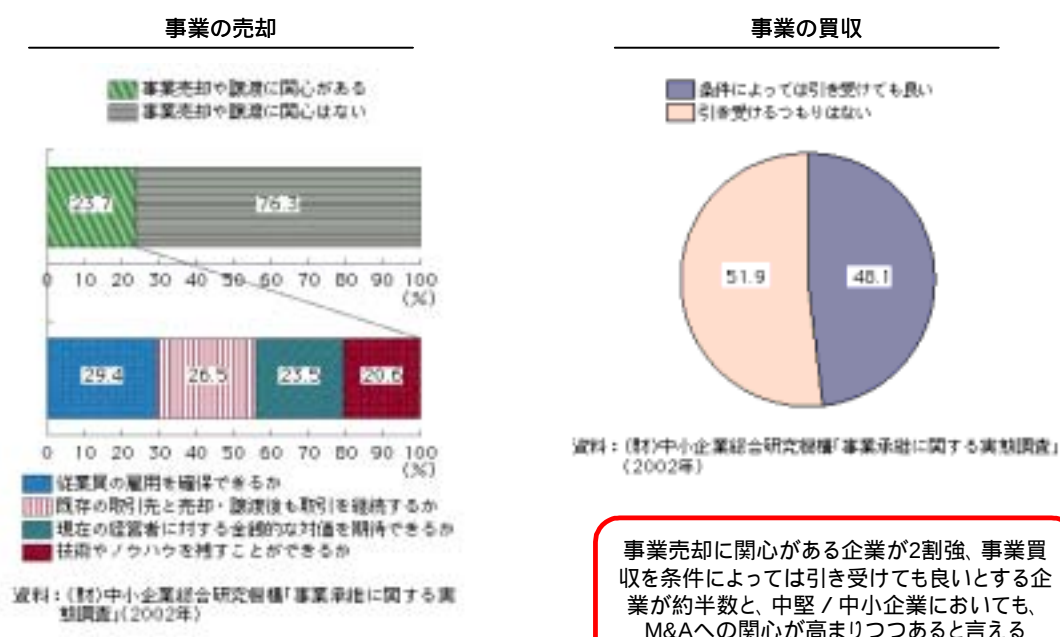
背景として、長引くデフレ経済やグローバル競争の激化、銀行体力の低下、グローバルスタンダードで投資を行う株主の出現などの影響により、自社の競争力を高めるために、不採算部門の売却やコア事業の強化等が多くの企業にとって必要になっており、中堅／中小企業にとっても、「経営強化」や「生き残り」のために、事業の集中と選択やM&A等の施策が重要になってきていると考えられます。

このため、経営者やCFOが、M&Aや事業の集中と選択の際の判断の定量的な基準となる企業価値、事業価値の考え方・算定手法・プロセスを知る重要性が増しています。

では、M&A等を行う際に企業の値段はどのように評価すれば良いのでしょうか。企業の決算書の1つに、期末時点における資産・負債・資本の状態を示すバランスシート(BS)がありますが、バランスシート上の簿価総資産が企業の価値とは言えません。なぜならば、簿価総資産は企業が価値を生み出すための過去の投下資本の結果であり、将来的に投下資本が生み出すリターンは考慮されていないためです。

企業の価値は、将来どれだけのキャッシュフローを生むかにより決定します。この考え方に基づく企業価値と事業価値の定義と算定手法について、次章以降解説していきます。

図表 1-1 中堅／中小企業のM&A



■ 経営管理と企業価値

自社の企業価値や事業価値を知ることは何も事業の選択や集中、M & A等の施策を行う際の一時点においてのみ必要となるものではありません。

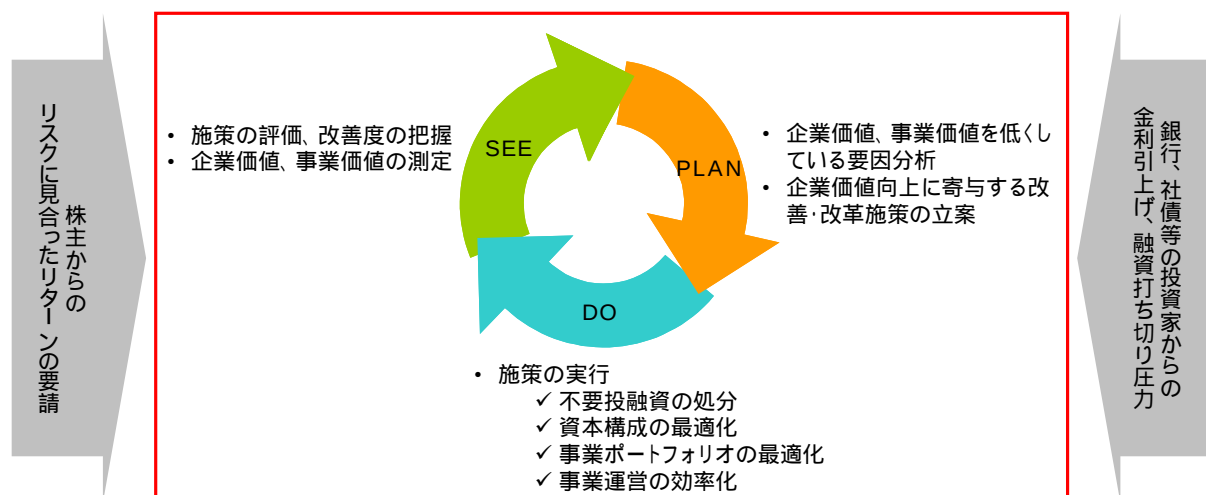
企業としては、直接金融の活用も視野に入れた中で自社が魅力的な融資先・投資先になる、事業の選択や集中、M & A等の「いざ」という時に備えて企業価値・事業価値の向上に努める、という2点から平時より企業価値・事業価値を意識した経営が必要となります。

すなわち、企業が銀行や社債等の投資家、株主が取るリスクに見合ったリターンに応えつづけていれば、企業価値・事業価値が向上し、資金調達での交渉力も増し、事業を売却する等の場面でも有利に交渉が進められるという良い循環ができることになります。

このためには、PLAN-DO-SEEの経営管理サイクルの中で、継続的に自社の企業価値、事業価値を把握し、企業価値、事業価値の向上を図ることが重要となります。

すなわち、PLAN-DO-SEEの経営管理サイクルに企業価値・事業価値評価の考え方を取り入れ、企業価値・事業価値の測定、価値を低くしている要因の分析、価値向上に寄与する施策の立案と実行、施策実行の効果の評価・改善度の把握と企業価値・事業価値の測定、という一連のプロセスに取り組むことが必要になるわけです。

図表 1-2 経営管理と企業価値





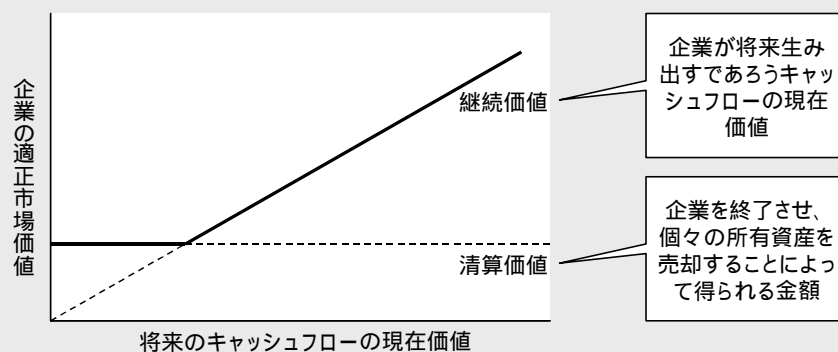
Coffee Break

清算価値と継続価値

企業価値は、企業全体の収益の源である本業(事業と投融資)が将来生み出すであろうキャッシュフローの現在価値で表されますが、M&A等により市場で取引される場合、この価値を「継続価値」と呼んでいます。企業価値は継続価値だけではなく、企業を終了させ、個々の所有資産を売却することによって得られる金額である「清算価値」によっても表すことができます。

下のグラフは、将来のキャッシュフローの現在価値と企業の適正市場価値の関係を示しています。ここで適正市場価値(FMV; Fair Market Value)とは、売買のための情報が全て入手でき、合理的に行動する二者間で取引される価格と定義されます。継続価値が清算価値よりも高い場合、企業の適正市場価格は継続価値により決定されますが、逆に継続価値が清算価値を下回る場合は、企業を清算したほうが価値が高くなるため、清算価値により企業の適正市場価格が決定されます。

継続価値が清算価値を下回り、かつ企業を継続させているとき、企業は株主が清算によって得られる価値を実現せず、逆に低下させていることになります。企業としては、投資効率を高め、インプットである「清算価値」からより多くのアウトプットである「継続価値」を追及することが重要となります。



*「ファイナンシャル・マネジメント」ロバート・C・ヒギンズを参考に作成

<まとめ>

- ✓ 企業価値は本業(事業と投融資)が将来生み出すキャッシュフローを、事業価値は事業が将来生み出すキャッシュフローで示されます。
- ✓ 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、事業価値を把握し、PLAN-DO-SEEの経営管理サイクルを回すことにより、継続的な企業価値、事業価値の向上を図ることが重要となります。
- ✓ 企業価値をバランスシート上の簿価総資産ではなく、将来生み出すキャッシュフローにより決定するのは、簿価総資産が過去の投資の結果であるのに対し、企業の価値は将来生み出すリターンにあると考えるからです。

2 企業価値算定と財務諸表

企業価値、事業価値の概念的な定義は前節で解説しましたが、ここでは企業価値、事業価値の財務理論的な定義について解説します。

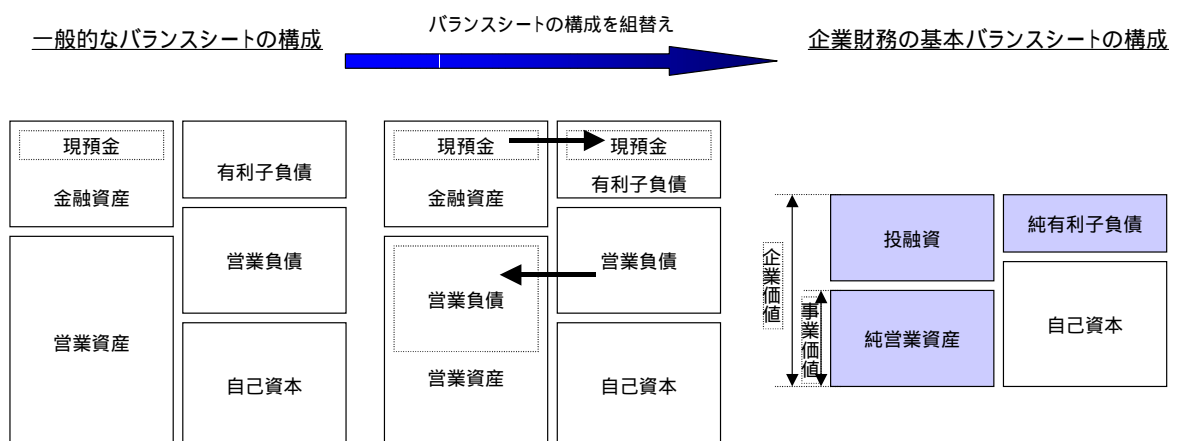
■ 企業価値、事業価値とは

企業価値とは本業(事業と投融資)が将来生み出すキャッシュフロー、事業価値とは事業が将来生み出すキャッシュフローであるという、概念的な定義は前章で解説しました。

企業価値と事業価値は、財務理論的には事業部分の価値が事業価値であり、ここに投融資部分の価値を加算したものが企業価値であると定義されます。すなわち、本コースの『リスクとリターンと資本コスト』でも解説しましたように、バランスシート(BS)で言えば、通常のBSを企業財務の基本BSに組替え、事業価値部分を「純営業資産」、企業価値部分を「投融資 + 事業価値」と算出して把握します。(図表2-1)

簿価ベースでは、通常のBSを企業財務の基本BSを組替えることで把握できますが、企業価値・事業価値評価においては、時価ベースでの把握がより重要となります。投融資については、実際に保有している有価証券や遊休不動産等が「現在いくら売れるか」がキャッシュベースで言えば重要なことはわかりただけでしょうし、また、事業についても今後キャッシュフローを生み出さない事業には価値がないことを考えると、会計上の資産帳簿価格のみで事業価値を把握するのは不十分であるご理解いただけるでしょう。

図表 2-1 企業財務の基本バランスシート



■ 企業価値、事業価値の把握

時価ベースでの把握を考えた場合、投融資については、保有している有価証券や遊休不動産の多くについて市場性があるため、その時価を把握することは比較的容易であると考えられます。したがって、保有している資産の簿価としての投融資の価値だけでなく、時価をそれぞれ算出し積み上げることで、投融資全体の時価が把握できます。

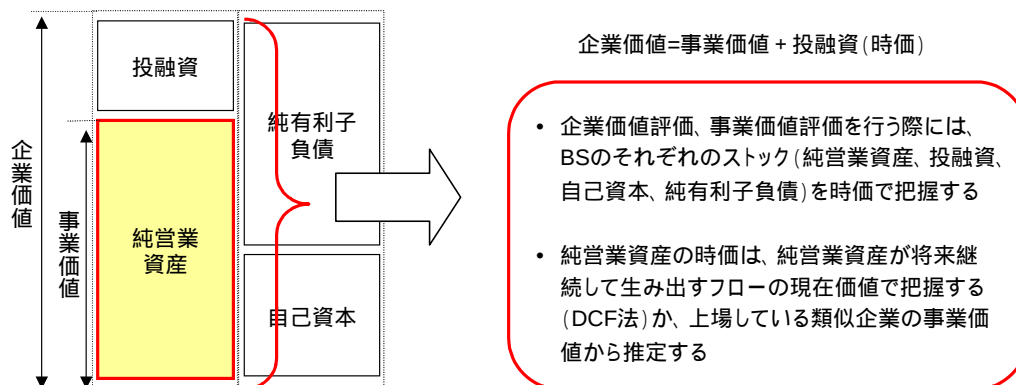
しかしながら、事業部分の時価を把握することは投融資ほど容易ではありません。純営業資産については、まとまりのある事業としてキャッシュフローを生み出すものであり、各設備単体で個別に時価評価し積み上げても事業としての価値とはいえない面があります。このために事業については、どれだけの投下資本を必要とし、どれだけのフローを生み出すか、という観点から価値を把握しなければ意味がないといえます。

このため、財務上、事業価値を時価で捉える場合は、事業部分が将来生み出すキャッシュフローを t 投下資本の資本コスト(通常はWACC)で現在価値に割り引いて求めるか、あるいは上場している同業他社をベンチマークとしてその株式時価総額から推定します。M&A時には、同様の取引価格(市場価格)を参考に時価を決定することもよく行われています。

事業価値を将来キャッシュフローで求める方法をDCF(ディスカунテッド・キャッシュフロー)法、同業他社をベンチマークして求める方法を類似企業比較法、取引価格を参考にする方法を類似取引法と呼びます。

なお、企業価値・事業価値評価においては、時価と簿価の両方を把握し、そのギャップから適切な施策を考えることも重要です。例えば、投融資部分の時価・簿価ギャップが大きい場合には、不要投融資を処分し、有利子負債の圧縮等の施策に結びつけることができます。あるいは、純営業資産の簿価に比べ上記の方法により算出した時価ベースの事業価値が低い場合、設備等に投下した資本に比べリターンが十分でないこととなりますから、事業運営の効率化やさらに事業自体の売却といったドラスティックな施策も検討する必要性が生じるわけです。

図表 2-2 企業価値、事業価値の把握



■ 純有利子負債、株主価値の把握

前節では企業価値・事業価値の把握方法をバランスシートの左側(借方)に着目して紹介しましたが、ここでは、バランスシートの右側(貸方)に着目して把握する方法を簡単にご紹介しましょう。

投融資、純営業資産と同様、簿価だけでなく時価で把握する必要があるという考え方は共通です。純有利子負債については多くの場合に時価と簿価のギャップが小さいために、時価についても簿価で代用されることが多く行われています。

自己資本の価値(株主価値)は、未上場企業の場合、事業価値同様時価の算出が難しいと言えます。上場企業であれば、株式時価総額(株価×発行総数)で求められますが、未上場企業の場合はマーケットで評価されている取引価格がないため、株式時価総額を出すことができません。このため、事業価値と同様に上場している同業他社(類似企業)の株主価値と比較し類推するか、DCF法または類似企業比較法で算出された企業価値から純有利子負債を差し引いて算出します。

以上、バランスシートを構成する各ストック毎に時価ベースで価値を把握する方法を解説しました。これをまとめると図表2-3のようになります。

図表 2-3 各ストック部分の簿価ベース・時価ベースでの把握

企業財務の基本BS		
企業価値 ↑ 事業価値 ↑ ↓	投融資	純有利子負債
	純営業資産	自己資本

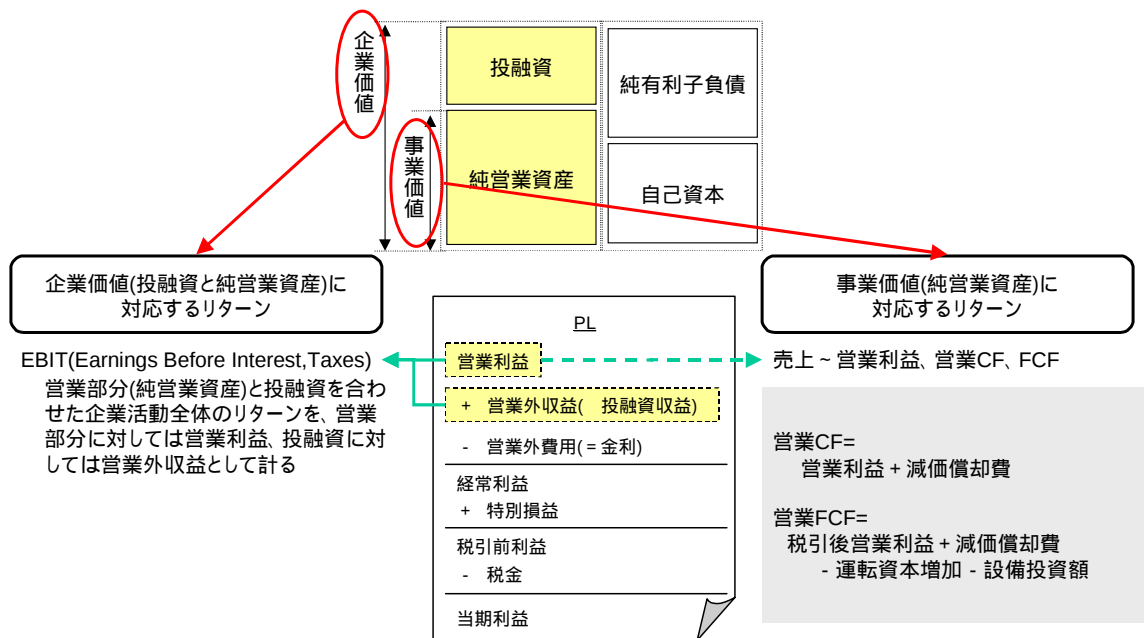
	簿価ベースの価値	時価ベースの価値
投融資の価値	・BS上の金融資産の簿価から現預金を差し引いたもの	・金融資産の市場価格から現預金を差し引いたもの
事業価値	・BS上の簿価営業資産と簿価営業負債をネットしたもの	・事業が将来生み出すキャッシュフローの現在価値 ・同業他社をベンチマークとして推定した値
純有利子負債の価値	・BS上の簿価有利子負債から現預金を差し引いたもの	・時価有利子負債から現預金を差し引いたもの ・有利子負債は時価と簿価であまりずれがないため、多くの場合、簿価で代用される
株主価値	・BS上の自己資本	・株式時価総額(株価×発行総数) ・同業他社をベンチマークとして推定した値 ・DCF法または類似企業比較法で算出された企業価値から純有利子負債を差し引いたもの

■ スtock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、Stockを適切に組替え時価で把握した上で、それらのStockがどれだけのリターンを生み出すかが重要となります。このリターンを適切に定義しなければ、Stockに対するリターンを過少あるいは過大に評価することになってしまいます。

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。企業価値に対応するリターンは事業のリターンに投融資のリターンを加えることになります。したがって利益ベースで言えば、営業利益に投融資の収益とほぼイコールである営業外収益を足したEBIT(Earnings Before Interest,Taxes)が対応することになります。

図表 2-3 | Stockとフローの対応関係



<まとめ>

- ✓ 企業価値と事業価値は、財務的理論には事業部分の価値が事業価値であり、これに投融資部分の価値を加算したものが企業価値であると定義されます。これを時価と簿価の両方を把握することが重要です。そのギャップから適切な施策を考えることも必要になってきます。
- ✓ 企業価値、事業価値を時価で把握する際には、まず、通常のバランスシートの構成を組替えた上で、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。

1 代表的な価値評価手法

代表的な価値評価手法であるDCF法と類似企業比較法の活用場面、中堅 / 中小企業にとっての意義を解説します。

■ 代表的な評価手法とその活用場面

企業価値とは事業価値 + 投融資であり、事業価値とは純営業資産部分の価値であると定義しました。また、事業価値評価の際には、事業価値を生み出す純営業資産の価値を将来のフローで把握するか(DCF法)、類似企業の事業価値から自社の価値を推定する(類似企業比較法)、あるいはM&A時には、同様の取引価格(市場価格)を参考に時価を決定する(類似取引比較法)と解説しました。

DCF法の特徴としては、環境変化や競合の動向等、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に説得性が高い一方で、過程が複雑で計算も難しいために専門知識が必要となります。

類似企業比較法は、DCF法のようにいくつかのシナリオを織り込んだ価値評価はできませんが、DCF法に比べて比較的算出しやすいという特徴があります。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、恣意的な価値評価に陥らないようにする必要があります。

類似取引法については、使用場面がM&A時等比較的限られます。このため、本コースではDCF法と類似企業比較法を中心に解説します。

図表 1-1 代表的な価値評価手法

	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に、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

■ 中堅 / 中小企業にとっての価値評価の意義と必要なスキル

DCF法と類似企業比較法は、ともにM&A時の取引額の評価、経営管理に活用されますが、DCF法については、実際はその算出にあたって専門的な知識や複雑なシミュレーションが必要になりますので専門家に任せるケースがほとんどです。したがって、経営者やCFOの立場からは、大まかな算出の流れとポイントを知っておけばよいでしょう。したがってDCF法については次章で算出ステップとその留意点をご紹介します。

類似企業比較法については、比較的算出がしやすいため、特に、中堅 / 中小企業においては、経営トップやCFO自身で算出をできるようになり、業界と自社の大まかな事業価値を把握し、経営管理や価値向上のための施策につなげることが有効であると考えられます。したがって、類似企業比較法については次章で詳しく算出方法を解説していきます。

図表 1-2 価値評価の意義

必要な場面	背景	必要なスキル
事業の集中と選択 M&A	中堅 / 中小企業でも「生き残り」「コア事業の強化」のために、事業の選択と選択やM & Aといった積極的な施策が必要になっている	- DCF法の計算の流れとポイントを知る - 類似企業比較法により、業界と自社の大まかな事業価値を把握する
経営管理	- 銀行や社債等の投資家、株主がリスクに見合ったリターンを求めている - 資金調達の交渉力を高めるために経営管理を適切に行ない、企業価値を高めていく必要がある	類似企業比較法により、自分で自社の事業価値を算出する

< まとめ >

- ✓ 代表的な価値評価手法には、将来のキャッシュフローで現在価値に割り戻して把握するDCF法、類似企業の事業価値から推定する類似企業比較法、同様のM&A取引から企業価値を求める類似取引法があります。
- ✓ DCF法は、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に説得性が高い一方で、過程が複雑で計算も難しいために専門知識が必要となります。
- ✓ 類似企業比較法は、DCF法に比べて比較的算出しやすいですが、類似企業と評価倍率の選択のポイントを明確にし、恣意的な価値評価に陥らないようにする必要があります。

2 DCF法

代表的な価値評価手法の1つとして、DCF法の活用場面、作業ステップ、判断のポイントについて解説します。

■ DCF法の活用場面

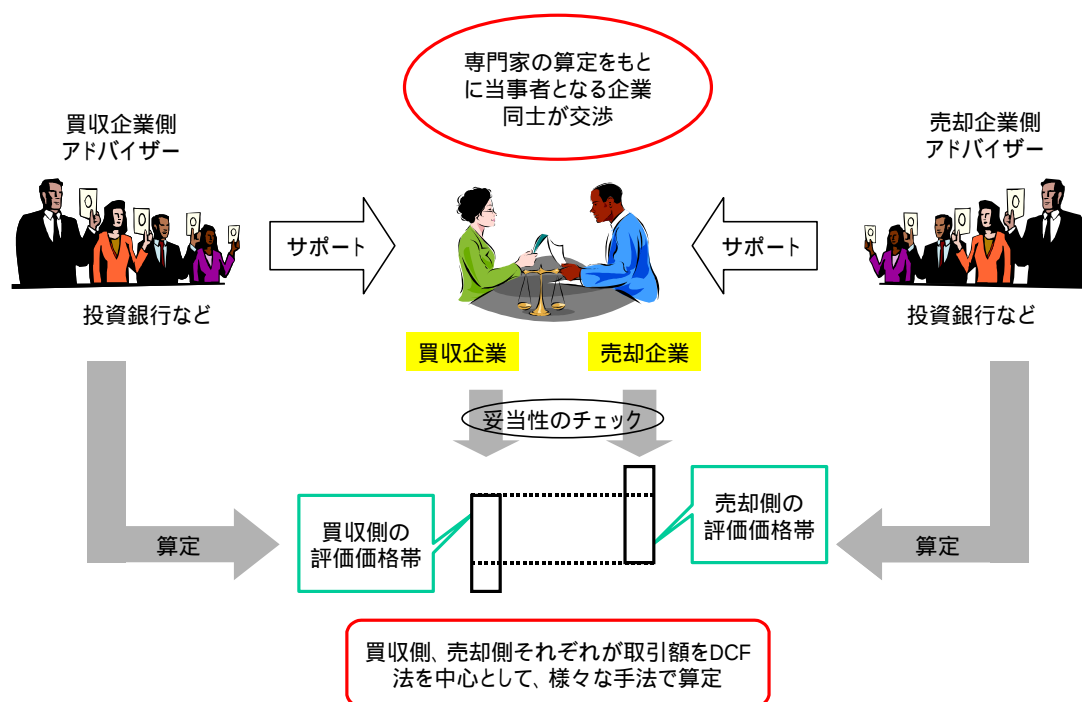
DCF法は、多様な要因を織り込んだ感度分析が可能で、価値の範囲のイメージが湧きやすいため、M&A時の価値算定や経営管理に活用されます。

しかし、DCF法は算出過程が複雑で計算も難しいため、M&A時に価値算定を行う場合には、投資銀行などの専門家をアドバイザーとして雇うことが一般的です。専門家は、DCF法を中心として様々な手法で企業価値を算定し、その結果をもとに当事者となる企業同士が交渉を行い、妥当な取引価格をつめていきます。

価値評価は専門家が主導的に行いますが、企業としてはDCF法の手順を知り、専門家の提言を適切に判断できるようになることが重要です。

次ページ以降では、DCF法の大まかな作業ステップと、専門家の提言を適切に判断するポイントについて解説していきます。

図表 2-1 M&A時の価値算定・交渉例



■ DCF法による事業価値評価の作業ステップ

DCF法により、事業価値評価を行う場合、対象事業特定、データ収集、キャッシュフロー予測、割引率決定、事業価値決定、という一連の作業を行います。

M&Aや経営管理を行う際には、対象事業を特定しないと各事業の価値が把握できず、各事業の価値を構成する要素も分からなくなってしまうため、施策対象として検討する事業を、フローを生み出すまとまりのある単位で選定します。

データは過去3～5年分のバランスシートと損益計算書、キャッシュフロー関連データと事業に関連する投融資のデータを収集しますが、複数の事業を持つ場合には、対象事業ごとに個別のデータの収集が必要になります。

『キャッシュフロー経営』では事業価値に対応するフローとして、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があると解説しましたが、DCF法では営業フリーキャッシュフローを予測します。具体的な予測のポイントとしては、事業計画、中長期計画を活用または同時に作成しつつ、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していきます。

割引率は『リスクとリターンと資本コスト』で解説した、事業の投下資本における負債と自己資本の割合により加重平均した資本コスト(多くの場合は企業全体の資本コスト)、すなわちWACCを求めます。自己資本コストを算出する際に必要になるデータについては、日本銀行のwebサイトや「ブルームバーグ」のwebサイト等を活用して収集します。

事業価値は、年ごとの予測営業フリーキャッシュフローを資本コストで割り引いて計算します(計算方法はP.16『演習』のDCFの公式をご参照下さい)。予測が困難で、かつそれほど精緻な数値が必要とされない、5年以降または10年以降については、企業が永久に継続するとして「継続価値(Terminal value)」を算出します。継続価値は予測営業キャッシュフローは永久に一定または一定の成長率を維持する、との仮定を置いた上で上記のDCF法の公式を用いて算出するか、類似企業比較法で算出します。

なお企業価値を算定する場合は、上記手順で求めた事業価値に投融資の時価を加えて算出します。

図表 2-2 DCF法の作業ステップ

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
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
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。
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
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)で割り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

■ DCF法によって算出された事業価値を判断するポイント

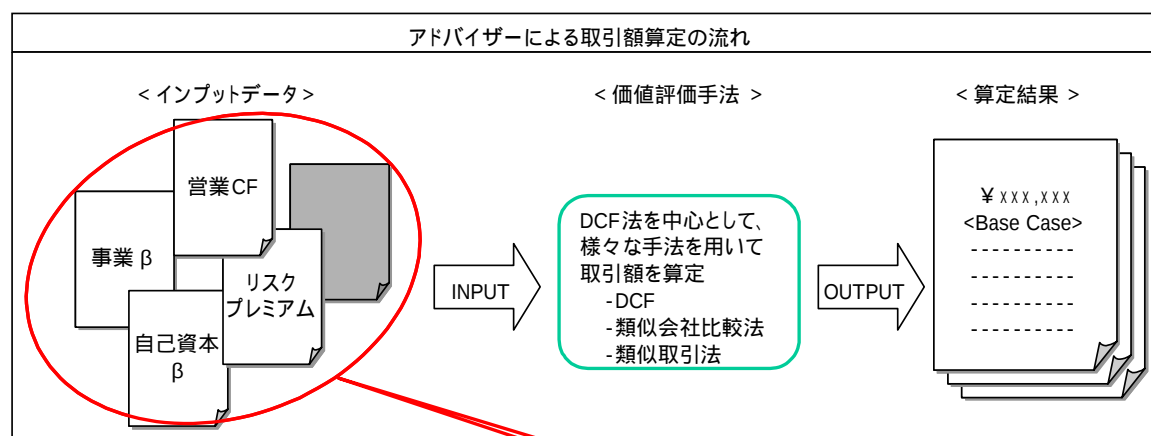
M&Aの当事者となる企業としては、DCF法で事業価値を算定する前提となる営業フリーキャッシュフロー予測が事業シナリオの観点から妥当性のあるものか、割引率が適切に設定されているか等について検討する必要があります。

これらをチェックするポイントとしては、以下のような点があります。

- ・事業の将来性や業界安定性、市場動向・競合動向をどうみているか
- ・今後、資本構成、市場、競合、仕入・取引価格等が変化した場合の影響に関する推計に納得性があるか
- ・フリーキャッシュフローの定義は適切か
(例えば、フリーキャッシュフローは、当該事業に関係のない投融資からのリターンは含まず事業価値に対応したものか)
- ・割引率の設定に当たって、リスクプレミアム、ベータ推計等が適切に行われているか
(例えば、ベータの設定において必要以上に自社のリスクが過大評価されていないか、フリーキャッシュフロー割引く資本コストは事業価値に対応し当該事業に対する負債／資本のバランスを適切に考慮したものか)

上記の予測や割引率の設定は実務的には専門知識や経験が必要となる、DCF法が難しいと言われる所以の部分ではありますが、経営者としても細かい実務的な計算方法等は別として、これまで本コースで解説したようなフリーキャッシュフローの定義や割引率の考え方や意義等、財務理論の最低限の知識は身につけた上で、特にM&A等の重要な意思決定の場面では、事業シナリオ等の経営的見地から判断することが重要になります。

図表 2-3 DCF法によって算出された事業価値を判断するポイント



インプットデータ、特にフリーキャッシュフローやリスクプレミアム、ベータ推計の妥当性をチェックする。

- ・事業の将来性
- ・業界の安定性
- ・市場動向、競合動向
- ・今後の資本構成
- ・市場、競合、仕入・取引価格などが変化した場合の影響 など



演習

DCF法

以下のデータから、事業価値を計算してください。

自社の財務データと予測営業フリーキャッシュフロー

予測営業フリーキャッシュフロー（1年毎、5年後まで一定）：	5億円
負債コスト：	2%
自己資本コスト：	6%
純有利子負債：	50億円
自己資本：	30億円
継続価値*（6年後以降、割引後）：	140億円

- ✓ 事業価値 = 一定年度までの予測DCF + 継続価値
- ✓ DCF法の公式 = $\frac{\text{営業FCF}_1}{1+r} + \frac{\text{営業FCF}_2}{(1+r)^2} + \dots$
- ✓ WACC (r;割引率)の公式 = $\frac{\text{負債} \times \text{負債コスト}}{\text{負債} + \text{自己資本}} + \frac{\text{自己資本} \times \text{自己資本コスト}}{\text{負債} + \text{自己資本}}$

* 継続価値とは企業が永続すると仮定したときの価値であり、予測期間の翌年の営業フリーキャッシュフローをWACCから永久成長率を差し引いたもので割って求める。ここで永久成長率とは、営業フリーキャッシュフローがインフレ等を考慮し、ある一定の率で永久的に成長すると仮定したもの

< まとめ >

- ✓ DCF法は算出過程が複雑で計算も難しいため、M&A時に価値算定を行う場合には、投資銀行などの専門家をアドバイザーとして雇うことが多くなっています。企業としてはDCF法の手順を知り、専門家の提言を適切に判断できるようになることが重要です。
- ✓ DCF法は『キャッシュフロー経営』で解説した営業フリーキャッシュフロー、『リスクとリターンと資本コスト』で解説したWACCを用いて算出していきます。
- ✓ DCF法による事業価値評価では、営業フリーキャッシュフローの予測や割引率の設定が実務的には専門知識や経験が必要となる、DCF法が難しいと言われる所以の部分ではありますが、細かい実務的な計算方法等は別として、これらの考え方や意義を知った上で、事業シナリオの適切さ等の経営的見地から判断できることが重要になります。

3 類似企業比較法

代表的な価値評価手法の2つ目として、類似企業比較法の活用場面、作業ステップとその詳細について解説します。

■ 類似企業比較法の活用場面

類似企業比較法とは、上場企業をベンチマークとして、その企業の株価等から評価倍率を求め、自社の企業価値・事業価値や株主価値（自己資本部分の価値）を推定する方法です。これは、上場企業の株価から事業価値を計算していくという意味で、自社の事業価値を市場に聞く方法ともいえます。

類似企業比較法はDCF法に比べると多様な要因を織り込んだ感度分析が行いにくく、M&A時にシナジーが生じる場合の評価は困難であるという限界はありますが、自社の企業価値、事業価値を継続的にモニタリングし、改善施策につなげる経営管理のために用いる場合には、比較的算出が容易なため、利用価値は高いといえます。

またM&A時の価値算定においても、DCF法と比較して比較的算出が容易という特徴により、価値評価の第1段階でよく使われています。

M&Aや事業の集中と選択が経営上の施策の1つとして多用されている欧米では、経営者やCFOが業界と自社の事業価値の水準を知っていると解説しましたが、欧米企業の経営者やCFOが把握している事業価値も類似企業比較法により計算されたものです。

DCF法に関しては、中堅／中小企業の経営者やCFOにとっては、作業ステップとアドバイザーが算出した事業価値を判断するポイントを押さえれば十分であると述べましたが、類似企業比較法に関しては、経営者やCFO自身で計算し、常に業界と自社の事業価値の水準を把握しておくことが重要と考えられます。

次ページ以降では、類似企業比較法の作業ステップと各ステップの詳細について解説していきます。

■ 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、評価対象組織の特定、類似企業の選定、類似企業のデータ収集、類似企業の時価評価、評価倍率の算出と異常値の検出、評価対象組織の評価、という一連の作業を行います。

評価対象組織の特定については、複数の事業や関係会社を抱えている場合に、評価の対象となる事業部や管轄関係会社を特定する必要があります。これはDCF法の場合と同様に、M&Aや経営管理を行う際には、対象を特定しないと各事業の価値が把握できず、各事業の価値を構成する要素も分からなくなってしまうため、評価対象となる事業を、キャッシュフローを生み出すまとまりのある単位で選定する必要があるためです。

類似企業の選定については、評価対象組織の同業他社を中心に、ベンチマークとなる類似企業を数社選択します。ある意味では、この類似企業の選定により事業価値が決まってしまうことから、恣意的な選定となったり、企業数を絞りすぎてしまうことのないよう慎重に類似企業を設定することが重要です。

～ ではデータを収集し、評価倍率を計算しますが、ベンチマークとする企業によっては、何らかの影響で指標により異常値が出ていることがあるため、異常値を排除して比較可能な評価倍率を計算する必要があります。

評価対象組織の評価については、評価倍率により計算される価値が異なる(事業価値または株主価値)ため、企業財務の基本バランスシートのどの部分の価値を計算しているかを認識し、適切な順番でストックの各部分の価値を算出することが重要です。

図表 3-1 類似企業比較法の作業ステップ

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
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)
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。
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。
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)
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。

■ 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バランスシートと損益計算書を作成して評価します。例えば対象評価組織として、A本部と関係会社3社がある場合、A本部を本社とした連結財務諸表を作成する必要があります。

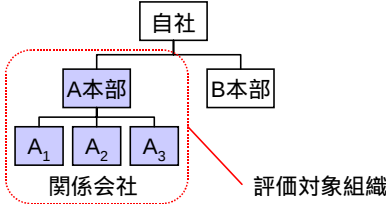
評価対象組織ごとの連結財務諸表の作成は、管理会計が高度に整備されていないと困難が予想されますが、単一の事業または事業のまとまりが1つの場合は、全社としてのバランスシートと損益計算書で評価が可能です。

したがって、上場企業や大企業であれば、多くの事業を営んでいるため、DCF法に比べて比較的算出が容易な類似企業比較法であっても評価対象組織ごとの連結財務諸表の作成に時間と手間を要するケースがあるかもしれませんが、中堅／中小企業の多くは、1つの事業または1つのまとまりとしての事業群をメインに、少数の関連事業を営んでいるケースが多いと思われるので、評価対象組織の特定はそれほど困難ではない場合が多いと考えられます。

類似企業の選定については、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、事業構造、収益構造などが評価対象組織と似ている企業を数社選択します。評価対象組織に完全に一致する企業はまれですが、選定のポイントを明確にして納得性のある選定を行うことが重要になります。

選定のポイントとしては、具体的には業界でのポジション、収益の水準、企業の成長性、海外展開の度合い、顧客ターゲットなどを考慮する必要がありますが、業界に適切な類似企業が存在しない場合は、産業構造が似た業界の他社を参考にすることもあります。

図表 3-2 評価対象組織の特定と類似企業の選定

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

■ 類似企業のデータ収集と類似企業の時価評価

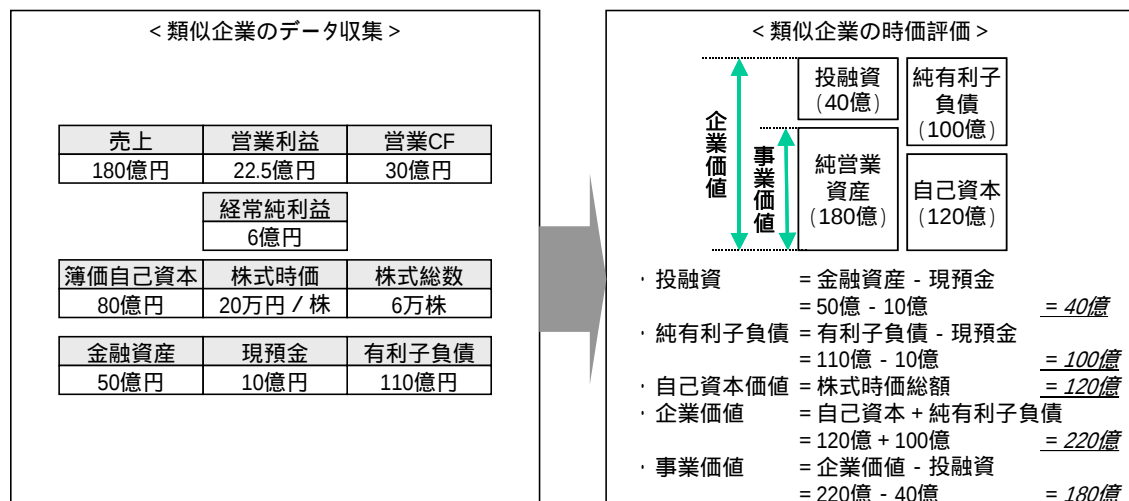
類似企業の選定終了後、選定した類似企業の公表されているデータを収集し、データを用いて類似企業の時価評価を行います。

類似企業の時価評価とは、企業財務の基本バランスシートの各ストック部分を評価することであり、自己資本価値(株主価値)については株式時価に発行済み株式総数を掛けた株式時価総額により求めます。株式時価総額は通常マーケットキャップ(Market Capitalization)と呼ばれ、市場が評価する自己資本価値(株主価値)の総額を示しています。

投融資、純有利子負債については、通常のバランスシートを企業財務の基本バランスシートに組替える手順に従って算出し、企業価値と事業価値については借方(右側;資産)と貸方(左側;負債と自己資本)が同額になる特徴を利用して算出していきます。下の例(図表3-3)で言えば投融資は金融資産から現預金を除いたものですから、金融資産の50億から現預金の10億を差し引き、40億と求められます。企業価値は自己資本価値に純有利子負債を足したものと同額ですから、自己資本価値の120億に純有利子負債の100億を足し、220億と求められます。また、企業価値 = 事業価値 + 投融資ですから、事業価値は企業価値から投融資を差し引くことで求められます。すなわち、企業価値の220億から投融資の40億を差し引き、180億と求められます。

類似企業のデータ収集、時価評価を行った後ははいよいよ評価倍率を算出します。評価倍率としては、事業価値を分子に置く「事業価値 / 売上」、「事業価値 / 営業利益」、「事業価値 / 営業キャッシュフロー」などと、自己資本価値である株価総額を分子に置く「PER(株価総額 / 経常純利益)」や「PBR(株価総額 / 簿価自己資本)」を算出していきます。複数の類似企業それぞれの評価倍率から、異常値を除外して業界平均の倍率を設定します。

図表 3-3 類似企業のデータ収集と類似企業の時価評価



< 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)

■ 評価対象組織の評価

類似企業から業界の評価倍率を算出したら、これを用いて評価対象組織の評価を行います。売上、営業利益、営業キャッシュフローそれぞれの評価倍率によって事業価値、自己資本価値、企業価値を一定の幅の中で把握することになります。

まずは金融資産と有利子負債の時価評価を行い、これらから現預金を差し引くことで、時価ベースでの投融資と純有利子負債を把握していきます。下の例(図表3-4)では、金融資産が40億、有利子負債が80億なので、それぞれから現預金の10億を差し引き、投融資が30億、純有利子負債が70億と求められます。

その後は事業価値を、類似企業の評価倍率を用いて算出します。例えば、事業価値 / 売上の評価倍率が1で自社の評価対象組織の売上高が100億円であれば、事業価値は売上高 × 1で100億円となります。同様に、事業価値 / 営業利益の評価倍率が8で自社の評価対象組織の営業利益が10億円であれば事業価値は80億円と算出されます。

自己資本価値も同様に評価倍率を用いて算出されます。例えば、PER(自己資本価値 / 経常純利益)が20で自社の経常純利益が3億円であれば、自己資本価値は20 × 3億円で60億円となり、PBR(自己資本価値 / 簿価自己資本)が1.5で自社の簿価自己資本が50億円であれば1.5 × 50億円で75億円と算出されます。

評価対象組織の企業価値は、上記で求めた事業価値に投融資を加える、あるいは自己資本価値に純有利子負債を加えることで求められます。

事業価値のみならず、企業価値、自己資本価値、投融資、純有利子負債といった企業財務の基本バランスシートの各ストック部分の時価を把握することにより、他のストック部分とのバランスや時価・簿価ギャップにより、適切な施策を打つことが可能になります。

図表 3-4 評価対象組織の評価

< 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

	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 × 1 = 100億円	10億 × 8 = 80億円	15億 × 6 = 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 × 20 = 60億円	50億 × 1.5 = 75億円

* 矢印は算出の順番

110 ~ 145億	投融資 (30億)	純有利子負債 (70億)
企業価値	事業価値	純営業資産
80 ~ 115億	40 ~ 75億	自己資本



演習

類似企業比較法

以下のデータから、企業価値、事業価値、自己資本価値(株主価値)を5通り計算してください。

自社の財務データ		類似企業評価倍率	
売上:	110億円	事業価値 / 売上:	1 ×
営業利益:	15億円	事業価値 / 営業利益:	8 ×
営業CF:	20億円	事業価値 / 営業CF:	6 ×
純利益:	5億円	PER:	20 ×
簿価自己資本:	50億円	PBR:	1.5 ×
純有利子負債:	35億円		
投融資:	30億円		

- ✓ 企業価値 = 事業価値 + 投融資
- ✓ 自己資本価値 = 企業価値 - 純有利子負債

<まとめ>

- ✓ 類似企業比較法に関しては、経営者やCFO自身が計算し、常に業界と自社の事業価値の水準を把握しておくスキルを身につけることが重要です。
- ✓ 類似企業比較法では、上場企業から類似企業を選定し、それを媒介とすることで自社の評価対象組織の各ストック部分、すなわち事業価値(純営業資産)、投融資、自己資本、純有利子負債の時価を算出することにより、他のストック部分とのバランスや時価・簿価ギャップを把握し、適切な施策を打つことが可能になります。

1 経営管理への応用

企業価値評価、事業価値評価の経営管理への応用と、企業価値を向上させるための4つのアプローチを紹介します。

■ 経営管理への企業価値評価、事業価値評価の応用

経営環境の変化により、銀行からの資金調達が困難になり、直接金融へのシフトが進みつつあります。このような中で、スムーズで十分な資金調達を行うためには、銀行や社債等の投資家、株主に対する交渉力を強化する必要があります。このため、自社の企業価値、事業価値を把握し、PLAN-DO-SEEの経営管理サイクルを回して、継続的に企業価値、事業価値を向上させていくことが重要になります。なぜならば、企業価値、事業価値を継続的に向上させる企業は銀行や社債等の投資家、株主にとって魅力的な融資先・投資先となるためです。

経営管理においては、まずは自社の企業価値、事業価値を把握することが出発点となります。自社の企業価値、事業価値を把握したら、これらの向上を妨げている・低下させている要因を明らかにし、その要因を取り除くあるいはより高めるための施策を立案します(PPLAN)。施策を立案後、実行し(DO)、施策の評価を行い、企業価値、事業価値を改めて測定します(SEE)。

SEEの部分については、『キャッシュフロー経営』や『リスクとリターンと資本コスト』で解説したEVA[®]も業績評価指標として優れています。PLANとDOの部分に関しては、企業価値、事業価値を高めるために「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」といったアプローチが考えられます。

■ 企業価値を向上させるためのアプローチ

企業価値の最大化を実現するためのアプローチは、金融部分を最適化することおよび事業価値を最大化することの2つに大きく分類されます(図表1-1)。

まず、金融部分の最適化を行う手法としては、「不要投融資の処分」と「資本構成の最適化」の2つがあります。

不要投融資の処分とは、バブル時に購入した株券、不動産、ゴルフ会員権などのリスクに見合ったリターンを生み出していない投融資を処分し、創出したキャッシュを他に活用することを指します。

資本構成の最適化とは、負債比率の最適化、投資の回収期間と負債の返済期間のマッチングを行うことで、企業の資本構成をあるべき範囲に設定することを指します。

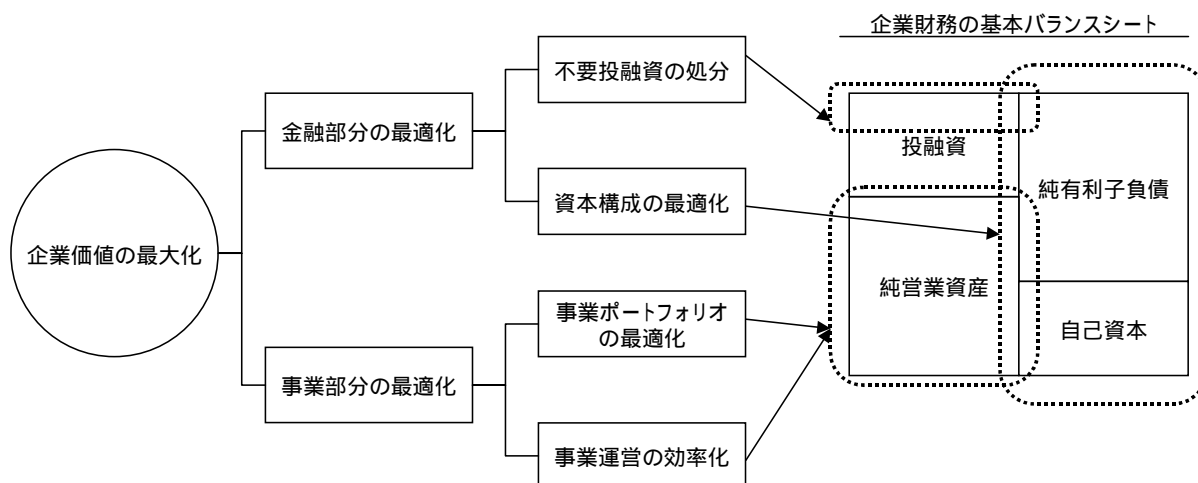
次に、事業価値を増大させる手法としては、「事業ポートフォリオの最適化」と「事業運営の効率化」の2つがあります。

事業ポートフォリオの最適化とは、自社の経営環境や経営戦略を踏まえた評価軸に基づき自社事業を評価し、経営資源を集中させる事業や撤退する事業を決定することを指します。

事業運営の効率化とは、アウトソーシング、セール・アンド・リースバック、BPR、SCM、CRM等を実施して生産性を向上させることを指します。

経営者やCFOは、自社の企業価値・事業価値を把握した上で、これらのアプローチから具体的な施策を立案し、実行することで、より企業価値・事業価値を高めることが求められるわけです。

図表 1-1 経営課題検討の視点



< まとめ >

- ✓ 自社の企業価値、事業価値を把握し、PLAN-DO-SEEの経営管理サイクルを回して、継続的に企業価値、事業価値を向上させることが、銀行や社債等の投資家、株主に対する交渉力を高め、資金調達をスムーズに行うことが可能になります。
- ✓ 企業価値の最大化を実現するための手法は、金融部分を最適化することおよび事業部分を最適化することの2つに大きく分類され、前者としては「不要投融資の処分」と「資本構成の最適化」、後者としては「事業ポートフォリオの最適化」と「事業運営の効率化」があります。

2 金融部分の最適化

企業価値の最大化を実現するために、不要投融資の処分や資本構成の最適化といった金融部分の最適化を検討します。

本節では、金融部分の最適化の重要性、不要投融資の処分、資本構成の最適化について解説していきます。

■ 金融部分の最適化の重要性

金融部分の最適化には、2つのアプローチがあります。すなわち、バランスシートの左側の資産における投融資の見直し(不要投融資の処分)と右側の資本における資本コストの削減(資本構成の最適化)です。

企業は本来、事業に対して投資をして利益を獲得するのが基本ですが、多くの企業が本業とは関係のない不動産や有価証券などにも投資をしています。しかし、こうした投資はバブル期にこそ企業に大きなリターンをもたらしていましたが、バブル崩壊後は逆に本業の利益を圧迫しているケースも散見されます。こうした不要投融資を処分することで得られるキャッシュは経営上、非常に重要な意味を持ちます。

また、昨今の金融機関の融資政策の見直しの中で、多くの中堅／中小企業で資本構成の見直しを迫られています。具体的には、担保価値の下落による融資枠の縮小や、行内格付けの見直しによる融資条件の悪化といったケースが多いようですが、一般的に有利子負債比率が高い中堅／中小企業にとって経営に与えるインパクトは非常に大きいものがあります。担保主義と低金利のため借入に伴う資本コストを意識することは少なかったかもしれませんが、こうした経営環境においては事業の収益性を踏まえた資本構成を考えることが求められます。

いずれにしても、現在ほど金融部分の最適化が求められている時代はないといえます。

■ 不要投融資の処分

不要投融資の処分を行う場合には、まず、実際の投融資の必要性を判断することから始めます。基本的には、リスクに見合ったリターンを得ているか否かという基準で判断します。

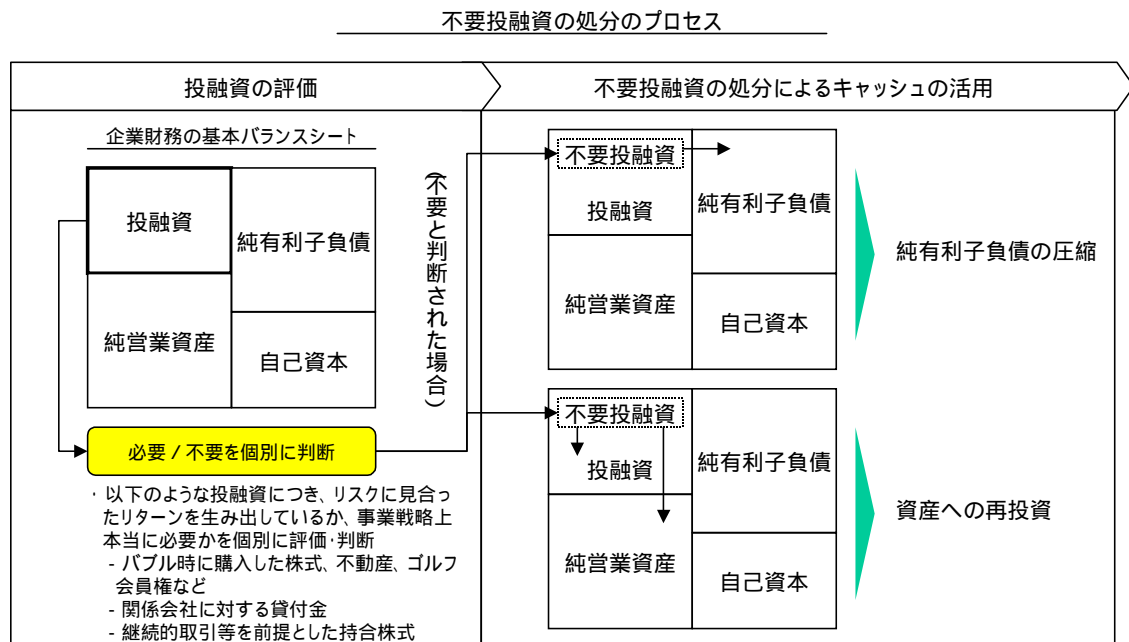
ここでいうリスクとは不確実性のことであり、投資に対して得られるリターンの幅ということもできます。例えば、バブル期に購入した不動産について考えてみると、購入当時は確実に借入金利を上回るほど不動産価値が上昇するというローリスク、ハイリターンと期待されたわけですが、バブルが崩壊した今となっては不動産価値は下落し借入返済だけが残し、ローリスクだと考えられていたものが実際にはハイリスクであり、しかもそのリスク(不確実性)が現実化(確定)しつつあるという状況になっているわけです。

実際には、リスクに見合ったリターンを判断することは難しい面があります。関係会社への投融資や持合株式など必ずしもリスクに見合ったリターンという基準だけでなく、事業とのシナジーを考慮して評価するべきものも含まれています。したがって個々の投融資について要/不要を一つ一つ経営判断していくことになります。

次に、不要と判断された投融資を処分し、それにより得たキャッシュの活用を検討することになります。具体的には、純有利子負債の圧縮と資産への投融資が考えられます。

前者は純有利子負債の圧縮により自己資本価値を向上させることができ、後者はリスクに見合ったリターンを得ることができる投融資や本業に再投資することでキャッシュフローの改善が期待できます。

図表 2-1 不要投融資の処分のプロセス



■ 資本構成の最適化

資本構成の最適化については、本コースの『リスクとリターンと資本コスト』でも解説しましたが、負債比率の最適化と、投資の回収期間と負債の返済期間(長期資産に係る負債)のマッチングとの2つのアプローチが重要となります。

負債比率の最適化とは、負債比率と平均資本コストとの関係から導き出される「あるべき資本構成の範囲」内の負債比率にシフトさせることをいいます。

グラフに示されていますように、はじめは負債コストの方が自己資本コストより安いので、負債の利用によって平均資本コストは下がります。これは、負債は自己資本よりリスクが低い分だけ要求されるリターンも低くてすむうえに、支払金利が損金扱になるので課税所得から控除されて税金削減効果があるからです。ただし、この間に負債の利用によってレバレッジリスクが高まることで自己資本リスクも高まり、自己資本コスト(期待株主リターン)は上昇します。しかし、ここでは負債コスト導入によるコスト削減効果の方が自己資本コストの上昇分よりも大きいために、両者の加重平均である資本コストは低下を続けます。

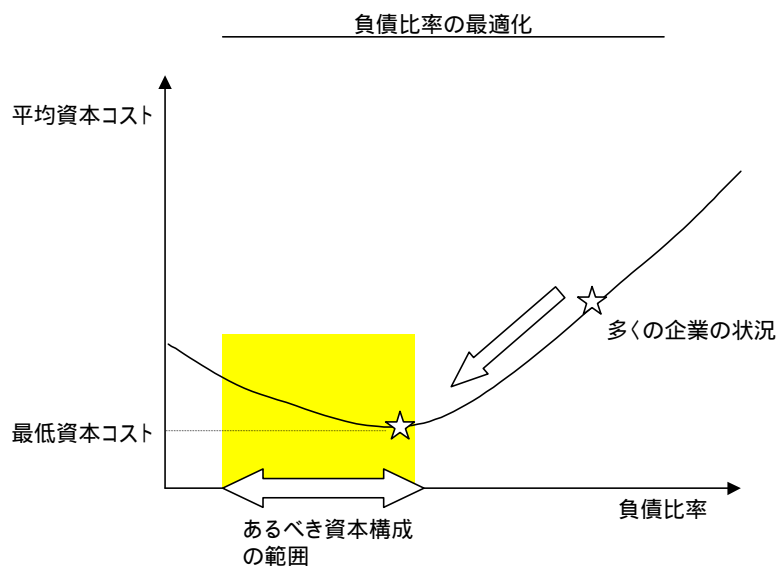
ところが、負債の活用を続ければ、永遠に平均資本コストが低下する訳ではありません。(もしそうだとすれば、負債はいくら使っても良いことになってしまいますが、それは明らかに正しくありません)。負債を使いすぎると格付けが下がるので、負債コストが上がります。同時に、レバレッジリスクが増大するために自己資本リスクが高まるため、自己資本コストも上がります。

平均資本コストが最低になるポイントは、負債利用増大による平均資本コスト削減効果と負債コストおよび自己資本コストの上昇効果が同じになったところ(図表2-2中央の星印の点)ですが、経営環境が常に変化してそれに対応して企業も様々な施策を実施していることを考えると、自己資本と負債の比率がある一点に固定された状態を最適化された資本構成とするのは現実的ではなく、むしろある範囲に納まっている状態として捉えることが実際のなアプローチといえます。その具体的な範囲については、資本コストと事業リターンとの関係から理解することが可能です。

投資の回収期間と負債の返済期間のマッチングとは、長期の投資に対して短期の資金調達ではなく長期の資金調達で対応させ、投資と負債の期間構成を合致させることを指します。

投資の回収期間と負債の返済期間がマッチングされていれば、投資が生み出す収益を負債の返済に充てることが可能です。しかし、投資の回収期間よりも負債の返済期間の方が短い場合には、特に投資の初期は得られる収益よりも負債の返済額の方が大きいことが多いことから、負債の返済のために新たに負債を調達する必要性が生じます。このような場合は、借り換えの拒否や金利の引き上げ要求などで、自社の資金繰りが更に厳しい状況におかれてしまう危険があり、注意が必要です。

図表 2-2 負債比率の最適化



<まとめ>

- ✓ 金融部分の最適化の重要性
 - ・ 投融資の本業圧迫 → 不要投融資の処分
 - ・ 融資政策の転換 → 資本構成の最適化
- ✓ 不要投融資の処分
 - ・ 投融資の評価 → 純有利子負債の圧縮
→ 資産への再投資
- ✓ 資本構成の最適化
 - ・ 負債比率の最適化
 - ・ 投資の回収期間と負債の返済期間のマッチング

3 事業部分の最適化

企業価値の最大化を実現するために、事業ポートフォリオの最適化や事業運営の効率化を通じて事業価値を増大させることを検討します。

本節では、事業部分の最適化の重要性、事業の効率化、事業ポートフォリオの最適化について解説します。

■ 事業部分の最適化の重要性

事業部分の最適化とは、売上や営業資産といった事業規模の拡大だけを意味するものではありません。デフレ経済の下では、より小さな営業資産でより大きなキャッシュを生み出すべく事業の効率化を図り、効率性の高い事業に経営資源を重点的に配分することにより事業が生み出すキャッシュを最大化することが事業部分の最適化であるといえます。すなわち、事業部分の最適化とは、事業の効率化と効率性の高い事業への投資(事業ポートフォリオの最適化)と整理することができます。

事業の効率化については、QC活動といった現場レベルでの改善活動の積み重ねによる効率化と、IT化やアウトソーシングといった事業全体の効率化の2つのアプローチがあります。前者の現場レベルの効率化は多くの企業で実践され、定着していますが、後者の事業全体の効率化については多くの企業で検討されている課題であり、様々な試行錯誤が繰り返されている状況といえます。

事業ポートフォリオの最適化とは、要するに企業が実施すべき事業と、実施すべきでない事業を全体最適の観点から決定すること、すなわち事業の集中と選択です。厳しい経営環境の下、企業間競争が激しくなる中で、企業の経営戦略の重要性が改めて強く指摘されていますが、この経営戦略の本質が事業の集中と選択であるといえます。しかし、現実には事業撤退の判断が遅れたり、新規事業への投資のタイミングを外して、大きな(機会)損失を生じさせてしまうケースが後を絶ちません。

事業部分の最適化という課題は、多くの企業にとって昔から認識されている課題であるにも拘らず、なかなか実現できない課題です。その理由の一つとして、IT化の流れの中で事業の効率化手法が日々進化していることや、激しい経営環境の変化が事業の集中と選択の判断を難しくしているということが挙げられます。しかし、逆説的ではありますが、だからこそ事業部分の最適化という課題への取り組みに何らかの答えを見出した企業だけが勝ち残っていくことができるのではないのでしょうか。

■ 事業運営の効率化

事業運営の効率化とは、より小さな営業資産でより大きなキャッシュを生み出すことであると説明しました。事業の効率化を図るためには、全方位的に、あらゆる観点から効率化を図る方法もありますが、事業全体を網羅的にモニタリングして最も非効率な要素を改善していくという方法が現実的です。

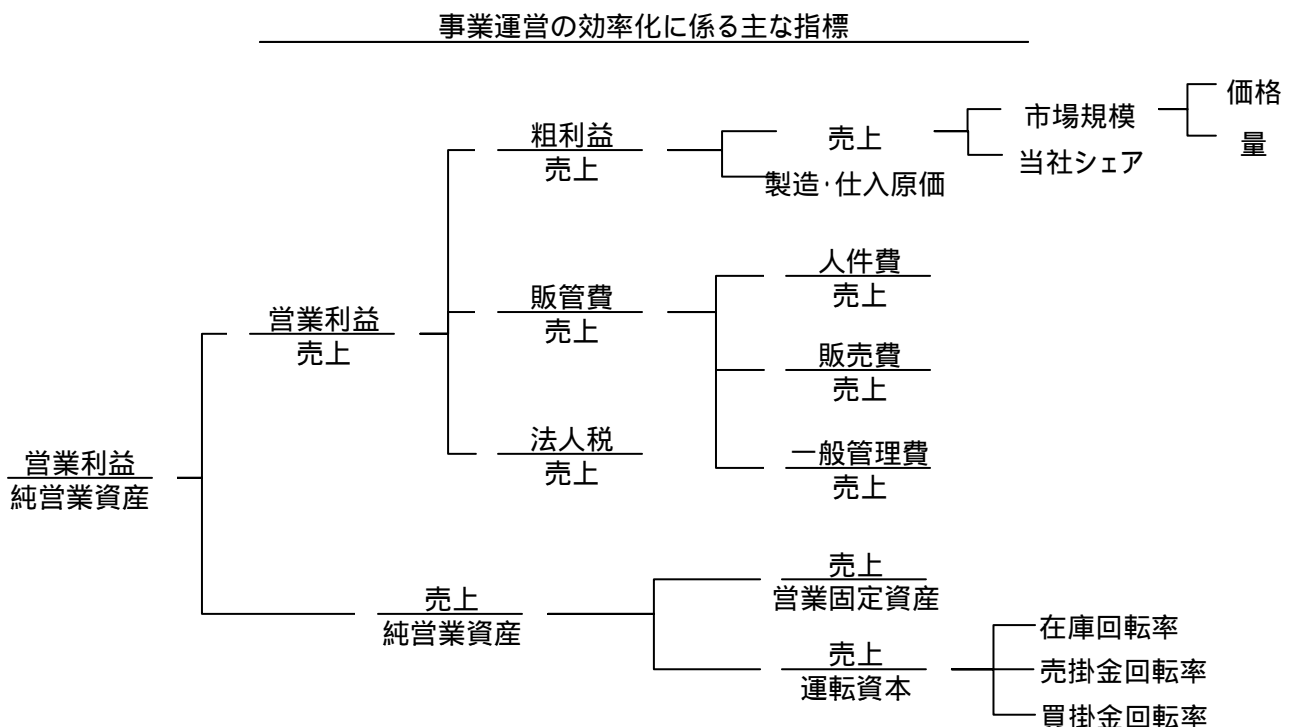
では、最も非効率な要素をどのようにモニタリングすればよいのでしょうか。一般的には、最終的な事業の評価指標、例えば営業ROIC(営業利益 / 純営業資産)のような指標を設定し、この指標をツリー上に要素分解し指標のドリルダウンを行い、整理した全ての指標をモニタリングし、最終的な指標を悪化させている指標(要因)を特定する方法が多くの企業で実施されています。

例えば、営業ROICの悪化→営業利益率の悪化→販管費率の悪化→販売比率の悪化というように問題が売上に対して販売が過剰であることと特定できれば、より効率的な営業活動を実現するためにCRM(Customer Relationship Management)により優良顧客に重点的に営業する仕組みを検討することができます。

また、営業ROICの悪化→純営業資産回転率(売上 / 純営業資産)の低下→営業固定資産回転率(売上 / 営業固定資産)の低下というように、問題が売上と営業固定資産のバランスが崩れていることだと認識できれば、売上向上施策の検討や、セールス・アンド・リースバックなどの営業固定資産の圧縮を検討することになります。

また、事業運営の効率化では、効率化の効果を持続的に享受するために効率化施策を仕組みとしてビルトインしていくことも重要です。

図表 3-1 事業運営の効率化に係る主な指標



■ 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とは、事業の集中と選択であると説明しました。製品にライフサイクルがあるように事業にも成長サイクルがあると考えられています。従って、企業が成長事業だけを展開していると、やがてそうした事業は成熟化、衰退化していくことが想定され、厳しい経営判断を迫られることになります。すなわち、持続的に企業を発展させていくためには、成長または成熟事業から得たキャッシュを今後成長が見込める萌芽期の事業に投資し、継続的に成長事業を生み続ける事業構成を実現しなければなりません。

では、どうすれば、そのような事業構成を実現できるのでしょうか。基本的には既存事業や新規事業案件について、今後どの程度事業の成長が見込めるのか、あるいは今後どの程度の投資が必要で、どの程度のリターンが期待できるのかということの評価し、限られた経営資源を最も効率的に配分すればよいということになります。そこで重要なのが、事業の評価基準です。これまでも様々な事業評価の基準が提案され、実際に活用されてきました。代表的なものは、市場の成長率と市場シェアで評価するマトリックスや業界の魅力度と事業の地位で評価するマトリックスなどがあります。実際にはそれぞれの企業ごとに独自の評価基準を設定しているのが実状です。

しかし、客観的、定量的な評価基準を設定し事業を評価することがある程度できても、事業ポートフォリオの最適化を実現できるとは限りません。すなわち、そうした客観的な評価結果だけで経営判断するのではなく、企業のビジョンやミッションといった主観的な評価基準も加味して判断する必要があるからです。

いずれにしても、明確な共通の評価基準に基づいて全ての事業を評価した上で、経営者や事業責任者が徹底的に議論をし、最終的には経営者が自己の責任の下に判断するということを誠実に実行することが事業ポートフォリオの最適化実現の近道といえます。

図表 3-2 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)



Coffee Break

事業の集中と選択

事業を引き継ぐ後継者の不在は、中堅／中小企業のオーナー経営者にとって重い問題だと思います。下表は、事業ポートフォリオの最適化のソリューションを用い、後継者問題を解決し、他社の事業を強化させ、従業員の給与も上がるという、関係者全てにとってウィン＝ウインの解決を図った中小企業の事例です。表中の「成功要因」でも解説されていますが、ウィン＝ウインの譲渡が行えたのは、経営者と従業員のコミュニケーションが円滑に行われており、経営者は従業員にとっての幸せを第一に考え、従業員は経営者の思い・ビジョンを理解していたことがあります。M&A等、ドラスチックなソリューションを行う際には経済性のみならず、目的を明確にし、関係者が必要なコミュニケーションを図っていることも重要だと言えます。

< 一部譲渡前のB社 >

- 1973年設立、譲渡前従業員27名
- 譲渡前2部門
 - 真空装置製造部門 (C社下請け)
 - 空調システム設計・施工部門 (D社代理店)

一部譲渡に至る経緯

業績	• 業績は2000年11月期まで順調 • 2001年以降ITバブルの崩壊に伴い、真空装置製造部門の受注が急激に減少し、その打開策が急務に	プロセス	• 同県に工場を持つ、同業種のE社に対して、取引の開始または真空装置製造部門の売却を提案 • E社は100万円の発注後、結果を見て買収したいと申し出 • 2001年11月20日の決算日を持って、真空装置製造部門をB社からE社に譲渡
背景	• 代表者が引退の年齢となり、かねてより従業員に対して「主要2部門を分離し、それぞれの専門家に跡を継がせたい」と説明 • 従業員に対して「事業売却の場合は雇用を守る」ことを約束	条件	• 売却の場合は従業員を引き継ぐことが条件 • 従業員を引き継ぐ代わり、技術料を請求しない(土地・建物・設備の簿価のみ)

現状

- 従業員27名中、16名がE社へ(給与も以前より上昇)
- 9名(空調システム設計・施工部門)は新会社F社(B社55%、B社代表5%、従業員9名40%出資)を設立
- 2名は退職

成功要因

- 代表者と従業員の円滑なコミュニケーション(会社の現況、代表者の考え方)と信頼関係
- 売却に際して、代表者が売却価格よりも従業員の雇用の確保を第一に考え、譲渡の重点を雇用に絞ったこと

* 中小企業庁 編「中小企業白書(2003年版)」より作成

< まとめ >

- ✓ 事業部分の最適化の重要性
 - ・ 事業の効率化(より小さな営業資産でより大きなキャッシュ)
 - ・ 効率的な事業の選択と集中的な投資(事業ポートフォリオの最適化)
- ✓ 事業運営の効率化
 - ・ 事業の運営状況のモニタリング
 - ・ 非効率な要素の改善
- ✓ 事業ポートフォリオの最適化
 - ・ 明確な共通の評価基準に基づく事業の評価
 - ・ 徹底的な議論と責任ある経営判断

● DCF法 (P.16)

答. 162.6

解答の流れ

加重平均資本コストWACCの算出

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= \frac{\text{負債} \times \text{負債コスト}}{\text{負債} + \text{自己資本}} + \frac{\text{自己資本} \times \text{自己資本コスト}}{\text{負債} + \text{自己資本}} \\ &= \frac{50\text{億} \times 2\%}{50\text{億} + 30\text{億}} + \frac{30\text{億} \times 6\%}{50\text{億} + 30\text{億}} = \underline{\underline{3.5\%}} \end{aligned}$$

5年後までの予測営業フリーキャッシュフロー
の現在価値の算出

$$\begin{aligned} \text{5年後までの現在価値の総和} &= \frac{\text{営業FCF}_1}{1+r} + \frac{\text{営業FCF}_2}{(1+r)^2} + \frac{\text{営業FCF}_3}{(1+r)^3} + \frac{\text{営業FCF}_4}{(1+r)^4} + \frac{\text{営業FCF}_5}{(1+r)^5} \\ &= \frac{5}{1+0.035} + \frac{5}{(1+0.035)^2} + \frac{5}{(1+0.035)^3} + \frac{5}{(1+0.035)^4} + \frac{5}{(1+0.035)^5} \\ &= \underline{\underline{22.6}} \quad (\text{小数点第二を四捨五入した}) \end{aligned}$$

事業価値の算出

$$\begin{aligned} \text{事業価値} &= \text{5年後までの現在価値の総和} + \text{継続価値} \\ &= 22.6 + 140 = \underline{\underline{162.6}} \end{aligned}$$

● 類似企業比較法 (P.22)

答.

	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	100億円	120億円	120億円	105億円	80億円
企業価値	140億円	150億円	150億円	135億円	110億円
自己資本 価値	105億円	115億円	115億円	100億円	75億円

解答の流れ

	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	110億×1 = 100億円	15億×8 = 120億円	20億×6 = 120億円	135億 - 30億 = 105億円	110億 - 30億 = 80億円
企業価値	110億+30億 = 140億円	120億+30億 = 150億円	120億+30億 = 150億円	100億+35億 = 135億円	75億+35億 = 110億円
自己資本 価値	140億 - 35億 = 105億円	150億 - 35億 = 115億円	150億 - 35億 = 115億円	5億×20 = 100億円	50億×1.5 = 75億円

- ・ 事業価値、企業価値、自己資本価値の順に算出。
- 事業価値 = 変数(売上、営業利益、営業CF) × 評価倍率
- 企業価値 = 事業価値 + 投融資
- 自己資本価値 = 企業価値 - 純有利子負債

- ・ 自己資本価値、企業価値、事業価値の順に算出。
- 自己資本価値 = 変数(純利益、簿価自己資本) × 評価倍率
- 企業価値 = 自己資本価値 + 純有利子負債
- 事業価値 = 企業価値 - 投融資

参考文献

- リチャード・A・ブリーリー 他著、「コーポレート・ファイナンス（第6版）上下」、日経BP社、2002年
- ロバート・C・ヒギンズ 著、「ファイナンシャル・マネジメント」、ダイヤモンド社、2002年
- マッキンゼー・アンド・カンパニー、「企業価値評価」、ダイヤモンド社、2002年
- 西山 茂 著、「企業分析シナリオ」、東洋経済新報社、2001年
- 村藤 功 著、「連結財務戦略」、東洋経済新報社、2000年
- 安田 隆二 著、「企業再生マネジメント」、東洋経済新報社、2003年
- 小宮 一慶 著、「図解キャッシュフロー経営」、東洋経済新報社、1998年
- 渡辺 康夫・松村 広志 著、「図解 企業価値入門」、東洋経済新報社、2001年
- 森 正明 著、「MBAバリュエーション」、日経BP社、2001年
- 中小企業庁 編、「中小企業白書」、中小企業庁、2003年

