

企業価値評価

Creating for values of firms

2017年8月19日

Tetsuyuki Kagaya

t.kagaya@r.hit-u.ac.jp



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY



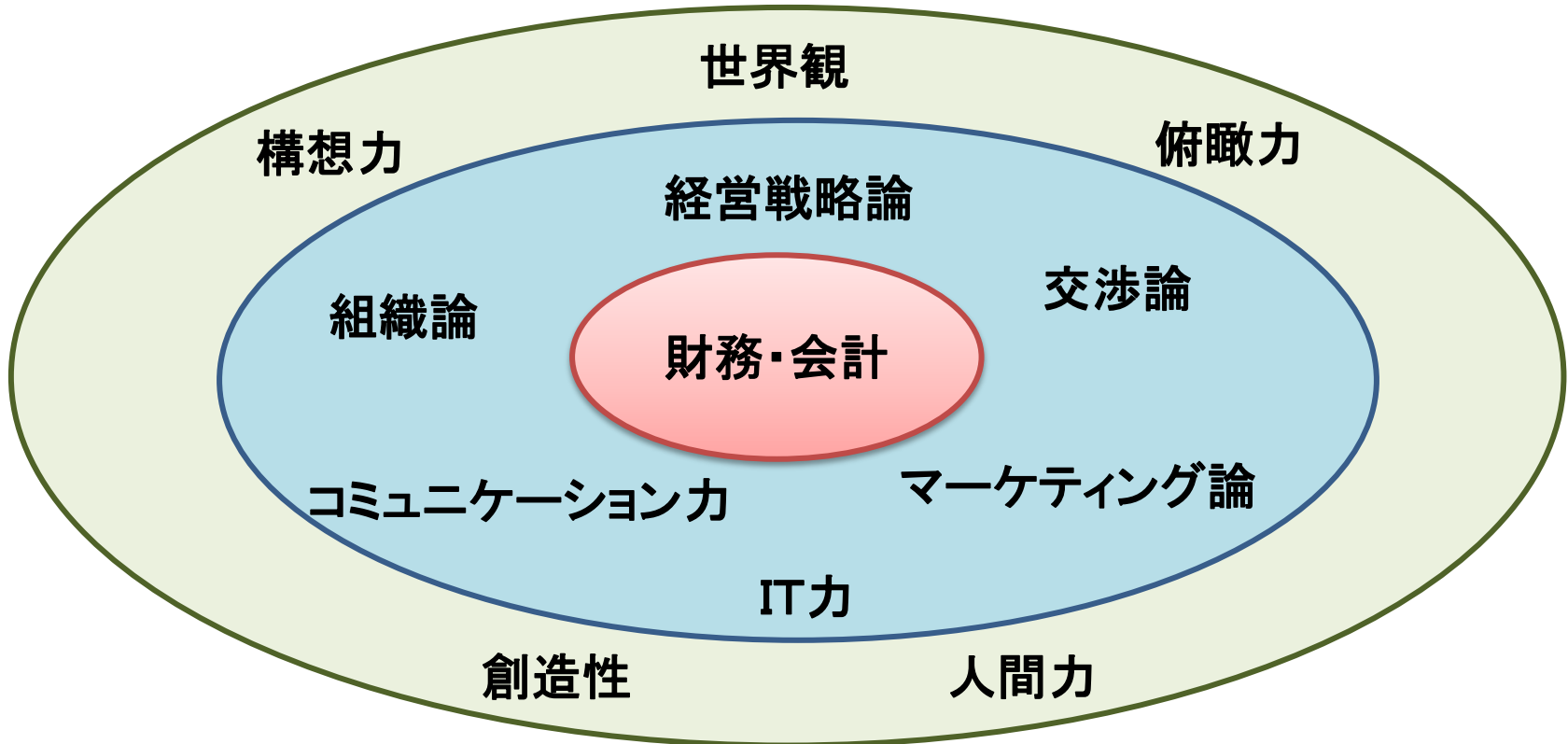
Contents

- 1 本セッションの狙い
- 2 なぜいま企業価値か
- 3 企業価値とは何か
- 4 バリュエーション・フレームワーク
- 5 価値算出シミュレーション・論点 ーニトリのケース
- 6 Question and Answer

あなたが想起するエクセレント・カンパニーとは？

HFLP (C) のプログラム・コンセプト

財務リーダー



✓「神は細部に宿るが、価値は統合から生まれる」
→部分をつなぐ(統合する)力を滋養

✓ 専門性、応用力、統合力、チーム(NW)力を磨く

✓ 自社を越える、業界を越える、国を越える

✓ 「論語と算盤」

HFLP C カリキュラム 全体像



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

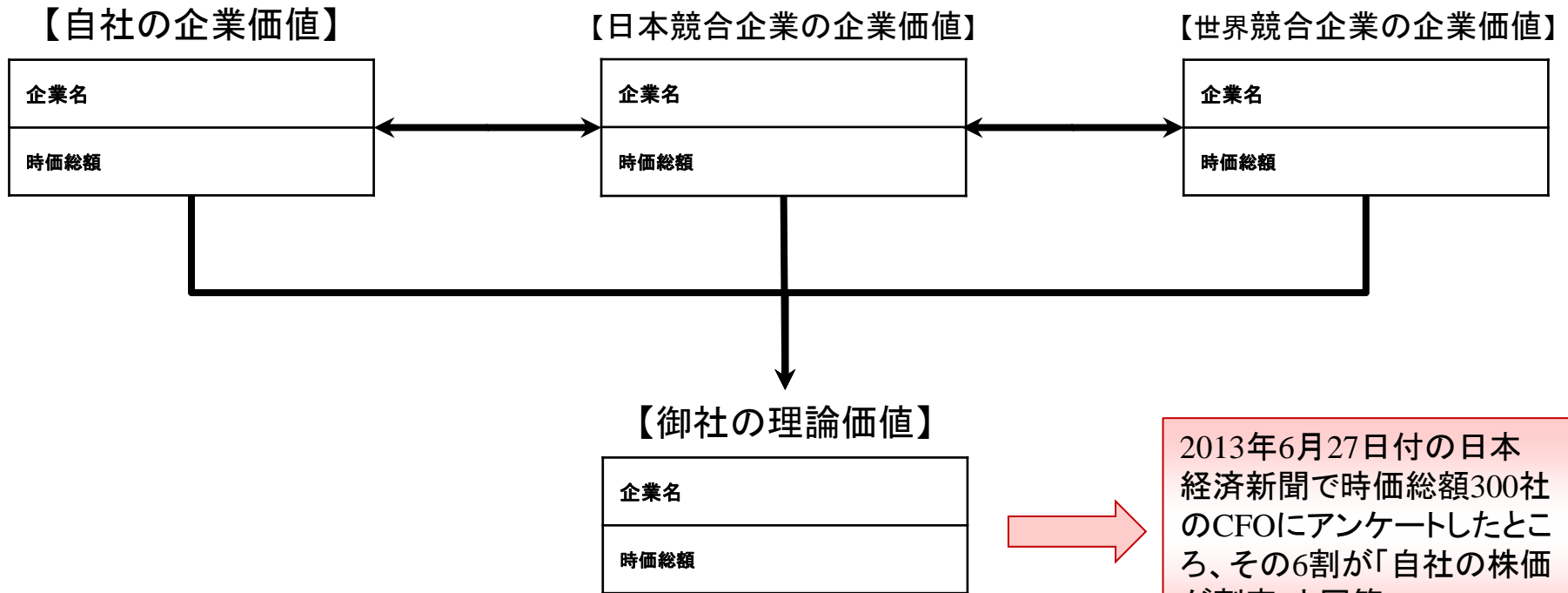
回	日程	時間	テーマ	場所	回	日程	時間	テーマ	場所
1	7/14 (金)	18-21時	ガイダンス・懇親会	学術・特	5	10/20 (金)	18-21時	経営戦略論	如水・コン
	7/15 (土)	9-12時	企業価値経営論	フォーリッジ		10/21 (土)	9-12時	Tax Planning	フォーリッジ
	7/15 (土)	13-16時	投資家からみた企業価値創造	フォーリッジ		10/21 (土)	13-16時	Tax Planning	フォーリッジ
	7/15 (土)	16-17時	Workshop 説明会	フォーリッジ		10/21 (土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ
a	7/22 (土)	9-16時	Follow upセッション	フォーリッジ	6	11/2 (木)	18-21時	コーポレートファイナンス	学術・特
2	8/4 (金)	18-21時	ファンダメンタル分析 I	学術・特		11/3 (金)	9-12時	リスク管理論	学術・特
	8/5 (土)	9-12時	ファンダメンタル分析 I	学術・特		11/3 (金)	13-16時	為替リスク管理	学術・特
	8/5 (土)	13-16時	ファンダメンタル分析 I	学術・特		11/3 (金)	16-18時	Workshop	学術・会
	8/5 (土)	16-18時	Workshop	学術・会	7	11/25 (土)	9-18時	M&A II (合宿)	国立・マキ
b	8/19 (土)	9-16時	Follow upセッション	学術・特		11/26 (日)	9-12時	M&A II (合宿)	国立・マキ
3	9/2 (土)	9-18時	ファンダメンタル分析 II (合宿)	フォーリッジ	8	12/15 (金)	18-21時	戦略的IR	如水・コン
	9/3 (日)	9-12時	CEO/CFO Lecture(合宿)	フォーリッジ		12/16 (土)	9-12時	投資家との対話	フォーリッジ
4	9/29 (金)	18-21時	アナリストによる企業評価	学セ・特		12/16 (土)	13-16時	投資家との対話	フォーリッジ
	9/30 (土)	9-12時	バリュエーションII	フォーリッジ		12/16 (土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ
	9/30 (土)	13-16時	M&A I	フォーリッジ	9	1/20 (土)	9-12時	総括	フォーリッジ
	9/30 (土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ		1/20 (土)	13-18時	総括 ※終了後、懇親会を予定(20時迄)。	フォーリッジ

※如水・コン:如水会館コンファレンスルーム 学術・特:学術総合センター1階特別会議室 丸・コン:丸の内ビル コンファレンススクエア Room4
学術・リエ:学術総合センター1階リエゾラボ フォーリッジ:セミナーハウスフォーリッジ(世田谷区) 国立・マキ:一橋大学国立東キャンパスマーキュリータワー3201室

本セッションの狙い

本セッションの狙い

企業価値創造をめぐるさまざまな論点に深く入り込む中で、企業価値評価のコアを修得いただき、自社の企業価値創造をめぐる現状についてより深く認識いただくこと。



日本および海外でのリーディングカンパニーに対して、グローバル市場でより優位なポジションに立つため、いかに価値金額のギャップを埋めていくべきか？

日本企業と海外企業の時価総額(中分類)①

産業分類	日本	時価総額	海外	時価総額	産業分類	日本	時価総額	海外	時価総額
自動車製造	トヨタ自動車	18,544,709	Volkswagen	8,596,946	飲料	キリンHD	2,217,858	Anheuser-Busch InBev	25,632,358
多角化通信サービス	日本電信電話	10,814,869	Compañía Anónima Nacional Teléfonos de Venezuela	30,378,359	石油ガス等	JXTG HD	2,131,965	Exxon Mobil Corporation	37,468,721
無線通信サービス	ソフトバンクG	9,858,352	China Mobile	24,258,345	インターネット販売・直販	楽天	1,871,474	Amazon.com	52,426,158
銀行	三菱UFJ FG	9,324,800	Mercantil Servicios Financieros	64,950,163	商業サービス・サブライ	セコム	1,806,538	Waste Management	3,653,594
タバコ	日本たばこ産業	6,866,625	Philip Morris International	20,027,902	ITサービス	富士通	1,688,957	Visa	25,154,161
電子装置・器具・部品	キーエンス	6,186,953	Hon Hai Precision Industry	7,436,880	家庭用製品	ユニチャーム	1,657,341	The Procter & Gamble	25,663,736
家庭耐久品	ソニー	5,733,732	Midea Group Co.	4,391,799	レジャー製品	シマノ	1,499,933	Hasbro	1,462,309
保険	日本郵政	5,725,302	Ping An Insurance (Group) Company of China	15,361,553	メディア	電通	1,454,610	Comcast Corporation	21,064,619
医薬品	武田薬品工業	4,572,374	Johnson & Johnson	39,501,163	ガス	東京ガス	1,328,784	The Hong Kong and China Gas	2,924,565
ソフトウェア	任天堂	4,499,725	Microsoft Corporation	61,912,656	航空	ANA HD	1,325,621	Delta Air Lines	3,933,394
機械	ファナック	4,374,304	Caterpillar	7,416,509	電力	関西電力	1,323,149	NextEra Energy	7,573,796
化学	信越化学	4,311,103	Corporación Grupo Químico	32,440,160	食品	明治HD	1,276,269	Nestlé	28,936,164
テクノロジーその他	キヤノン	4,141,232	Apple	85,676,082	建設・エンジニア	大成建設	1,199,047	VINCI	5,579,459
自動車部品	デンソー	4,137,235	Continental	4,956,021	産業コングロマリット	東芝	1,041,568	General Electric Company	24,497,839
食品・雑貨小売り	セブン&アイHD	3,931,658	Wal-Mart Stores	26,641,224	ヘルスケア技術	M3	963,241	Cerner Corporation	2,358,189
鉄道・道路	JR東日本	3,914,727	Union Pacific Corporation	9,104,807	空運・ロジスティックス	ヤマトHD	873,324	United Parcel Service	10,540,363
商社・流通	三菱商事	3,799,601	Ferguson	1,657,607	その他小売	良品計画	741,066	Target Corporation	3,454,348
電機設備	三菱電機	3,670,974	ABB	5,537,143	消費者金融	アコム	736,309	American Express Company	8,324,115
建築物製品	ダイキン工業	3,420,779	Johnson Controls International	4,012,482	紙・森林製品	王子HD	559,513	Manufacturas de Papel	3,428,774
専門小売	ファーストリテイリング	3,377,607	The Home Depot	19,760,797	建設素材	太平洋セメント	512,447	LafargeHolcim	4,005,555
消費財	花王	3,308,262	Unilever N.V.	18,013,793	独立電源・再生エネ	電源開発	511,258	China Yangtze Power Co	5,496,403
プロフェッショナルサービス	リクルートHD	3,189,145	RELX	4,828,939	ヘルスケア供給者サービス	メディパルHD	457,631	UnitedHealth Group	20,422,039
インターネット	ヤフー・ジャパン	2,846,434	Alphabet	71,804,373	海運	商船三井	411,435	A.P. Møller - Mærsk A/S	4,868,803
不動産管理・サービス	三菱地所	2,784,130	F.V.I. Fondo de Valores Inmobiliarios	23,160,870	多角化消費者サービス	ベネッセHD	406,395	TAL Education Group	1,445,847
ホテル・レジャー等	オリエンタルランド	2,648,804	McDonald's Corporation	13,970,827	バイオテクノロジー	ペプチドリーム	397,205	Amgen	14,068,668
半導体・半導体製造装置	東京エレクトロン	2,555,518	Taiwan Semiconductor Manufacturing Company	20,317,423	繊維・アパレル・奢侈品	アシックス	380,975	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	13,920,575
ヘルスケア装置・サブライ	HOYA	2,417,386	Medtronic	12,608,269	容器・パッケージ	東洋製罐G	366,979	Envases Venezolanos	2,809,107
金属	新日鐵住金	2,392,737	BHP Billiton	12,127,890	公共インフラ	日本空港サービス	332,226	Aena	3,227,632
資本市場等	野村HD	2,329,754	The Goldman Sachs Group	9,799,670	流通	キヤノン販売	315,876	Genuine Parts Company	1,377,787
多角化金融サービス	オリックス	2,240,410	Berkshire Hathaway	47,716,469	通信装置	日立国際電気	292,599	Cisco Systems	17,373,955

日本企業と海外企業の時価総額(小分類)①

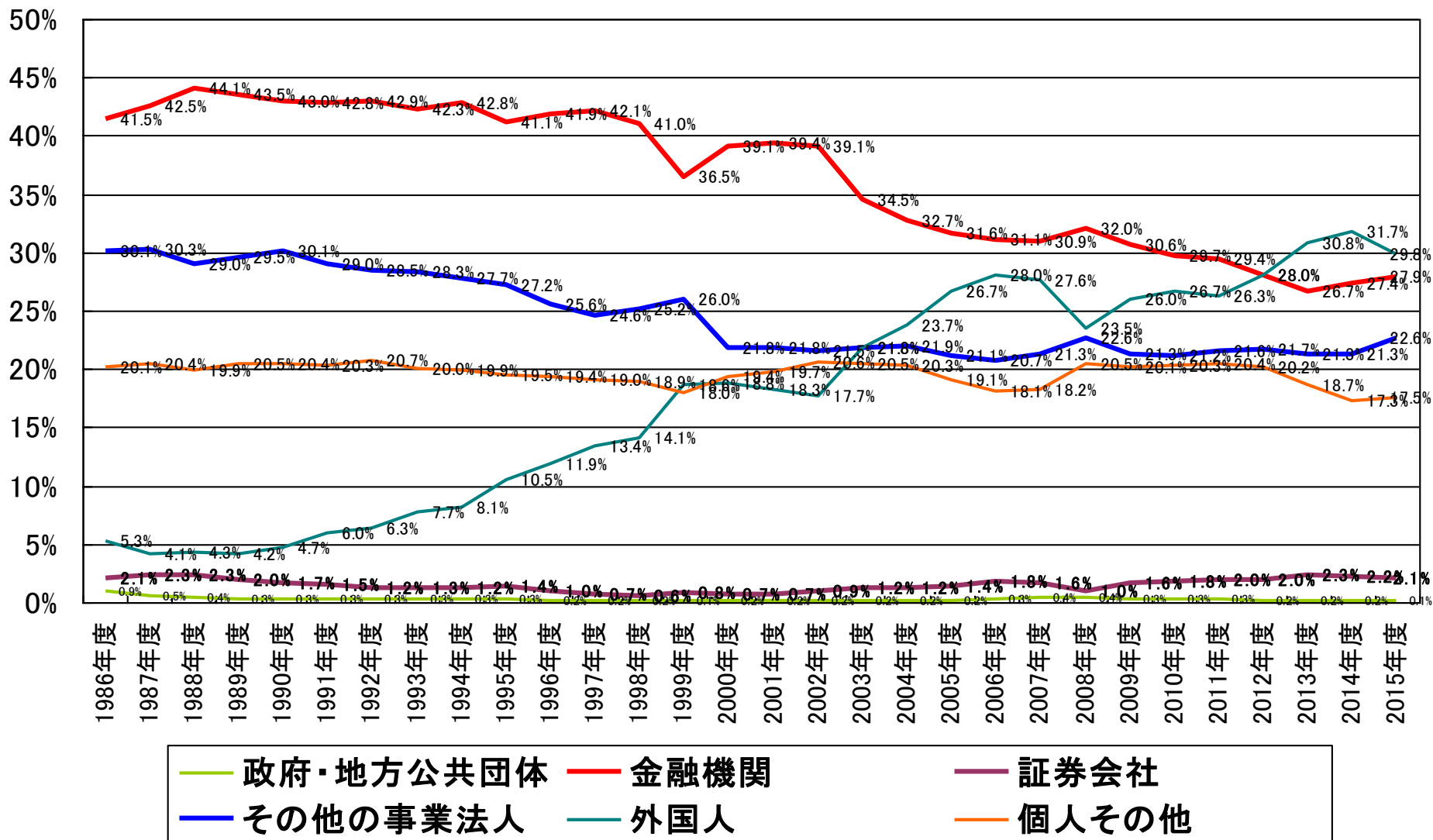
産業分類	日本	時価総額	海外	時価総額	産業分類	日本	時価総額	海外	時価総額
自動車製造	トヨタ自動車	18,544,709	Volkswagen	8,596,946	多角化不動産	三菱地所	2,784,130	F.V.I. Fondo de Valores Inmobiliarios	23,160,870
統合通信サービス	日本電信電話	10,814,869	Compañía Anónima Nacional Teléfonos de Venezuela	30,378,359	レジャー施設	オリエンタルランド	2,648,804	Shenzhen Overseas Chinese Town	1,240,021
無線通信サービス	ソフトバンクG	9,858,352	China Mobile	24,258,345	半導体装置	東京エレクトロン	2,555,518	ASML Holding	7,177,104
多角化金融	三菱UFJ FG	9,324,800	Mercantil Servicios Financieros	64,950,163	ヘルスケアサプライ	HOYA	2,417,386	Essilor International Société Anonyme	3,019,664
タバコ	日本たばこ産業	6,866,625	Philip Morris International	20,027,902	鉄鋼	新日鐵住金	2,392,737	Vale	5,545,937
電機装置	キーエンス	6,186,953	Hangzhou Hikvision Digital Technology Co.	4,547,746	農業機械	クボタ	2,375,563	Deere & Company	4,533,411
家庭用電機	ソニー	5,733,732	LG Electronics	1,133,858	投資銀行等	野村HD	2,329,754	The Goldman Sachs Group	9,799,670
生命保険	日本郵政	5,725,302	Ping An Insurance (Group) Company of China	15,361,553	その他金融サービス	オリックス	2,240,410	FirstRand	2,428,849
医薬品	武田薬品工業	4,572,374	Johnson & Johnson	39,501,163	ビール	キリンHD	2,217,858	Anheuser-Busch InBev	25,632,358
家庭エンターテインメント	任天堂	4,499,725	Activision Blizzard	5,144,321	石油・ガス小売	JXTG HD	2,131,965	Reliance Industries	8,225,433
産業用機械	ファナック	4,374,304	Illinois Tool Works	5,370,501	インターネット・直販	楽天	1,871,474	Amazon.com	52,426,158
特殊化学	信越化学工業	4,311,103	Ecolab	4,219,453	安全保障サービス	セコム	1,806,538	G4S	740,570
技術・ハードウェア	キヤノン	4,141,232	Apple	85,676,082	コモディティ化学	旭化成	1,766,060	Corporación Grupo Químico	32,440,160
自動車部品・装置	デンソー	4,137,235	Continental	4,956,021	家具小売り	ニトリHD	1,735,122	Bed Bath & Beyond	478,116
食品小売り	7&I HD	3,931,658	Woolworths	3,038,491	半導体装置	ルネサス・エレクトロニクス	1,732,202	Taiwan Semiconductor Manufacturing Company	20,317,423
鉄道	JR東日本	3,914,727	Union Pacific Corporation	9,104,807	ITコンサルティング	富士通	1,688,957	International Business Machines	14,896,008
取引会社・流通	三菱商事	3,799,601	Ferguson	1,657,607	ソフトドリンク	サントリー飲料	1,671,690	The Coca-Cola Company	21,602,198
重電機・装置	三菱電機	3,670,974	Vestas Wind Systems	2,284,402	家庭用製品	ユニチャーム	1,657,341	The Procter & Gamble Company	25,663,736
電機部品	村田製作所	3,654,839	Corning Incorporated	2,907,830	石油・ガス掘削	国際石油開発帝石	1,566,963	ConocoPhillips	6,201,217
電子部品・装置	日本電産	3,600,292	ABB	5,537,143	レジャー製品	シマノ	1,499,933	Hasbro	1,462,309
タイヤ・ゴム製品	ブリヂストン	3,593,794	Compagnie Générale des Etablissements Michelin	2,684,509	ヘルスケア装置	テルモ	1,469,511	Medtronic	12,608,269
損害保険	東京海上HD	3,476,215	Chubb	7,555,616	広告	電通	1,454,610	WPP	2,865,139
建築物製品	ダイキン工業	3,420,779	Johnson Controls International	4,012,482	ハイパーマーケット	イオン	1,393,489	Wal-Mart Stores	26,641,224
アパレル小売り	ファーストリテイリング	3,377,607	Industria de Diseño Textil	13,615,896	多角化化学	三菱ケミカルHD	1,337,118	BASF	9,668,942
消費財	花王	3,308,262	Unilever	18,013,793	ガス	東京ガス	1,328,784	The Hong Kong and China Gas	2,924,565
人的資源・雇用サービス	リクルートHD	3,189,145	Adecco Group	1,436,476	航空	ANA HD	1,325,621	Delta Air Lines, Inc.	3,933,394
インターネットソフトウェア	ヤフー・ジャパン	2,846,434	Alphabet	71,804,373	電力	関西電力	1,323,149	NextEra Energy	7,573,796
建機・重量トラック	コマツ	2,795,727	Caterpillar	7,416,509	建設	積水ハウス	1,319,099	D.R. Horton	1,475,877

日本企業と海外企業の時価総額(小分類)②

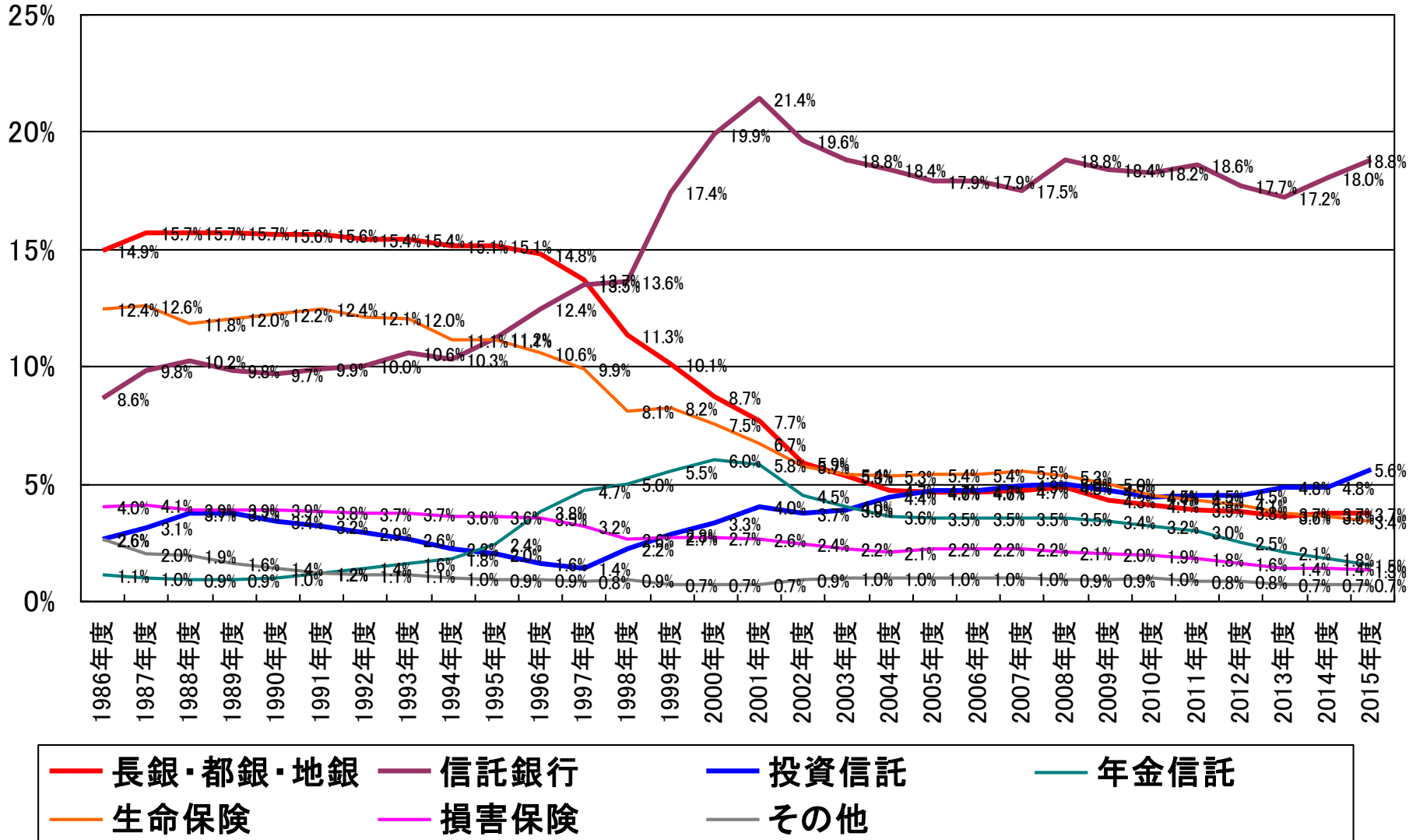
産業分類	日本	時価総額	海外	時価総額	産業分類	日本	時価総額	海外	時価総額
地域銀行	りそなHD	1,315,166	Banco Occidental de Descuento Banco Universal	12,119,038	デパートメントストア	伊勢丹三越	419,180	S.A.C.I. Falabella	2,499,527
食品	明治HD	1,276,269	Nestlé	28,936,164	海運	商船三井	411,435	A.P. Møller - Mærsk	4,868,803
建設・エンジニア	大成建設	1,199,047	VINCI	5,579,459	環境・ファシリティサービス	パーク24	409,191	Waste Management	3,653,594
金融取引所・データ	日本取引所G	1,061,350	CME Group	4,603,380	教育サービス	ベネッセHD	406,395	TAL Education Group	1,445,847
産業コングロマリット	東芝	1,041,568	General Electric Company	24,497,839	靴、シューズ	アシックス	380,975	NIKE	10,708,682
二輪車	ヤマハ	970,872	Bajaj Auto	1,398,500	金属・ガラス容器	東洋製罐G HD	366,979	Envases Venezolanos	2,809,107
ヘルスケア技術	M3	963,241	Cerner Corporation	2,358,189	研究・コンサルティング	日本M&Aセンター	351,440	RELX	4,828,939
システムソフトウェア	日本オラクル	945,715	Microsoft Corporation	61,912,656	空港サービス	日本空港ビルディング	332,226	Aena, S.A.	3,227,632
多角化金属	住友金属鉱山	920,333	BHP Billiton	12,127,890	資産運用・信託銀行	SBI HD	316,639	The Bank of New York Mellon Corporation	6,053,281
アプリケーション・ソフトウェア	ライン	898,484	SAP	13,930,903	卸売	キャノン販売	315,876	Genuine Parts Company	1,377,787
空運・ロジスティクス	ヤマトHD	873,324	United Parcel Service	10,540,363	通信装置	日立国際電気	292,599	Cisco Systems	17,373,955
不動産運営	ヒューリック	767,242	Swire Properties	2,234,405	港湾サービス	上組	290,428	Shanghai International Port	2,584,588
商用印刷	凸版印刷	750,625	Deluxe Corporation	385,723	ヘルスケア・サービス	ミラカ	287,488	Fresenius SE & Co.	5,161,512
生活雑貨等	良品計画	741,066	Target Corporation	3,454,348	データ処理・アウトソーシング	GMOペイメントゲイトウェイ	239,750	Visa	25,154,161
消費者金融	アコム	736,309	American Express Company	8,324,115	蒸留酒・ワイン	タカラHD	221,749	Ron Santa Teresa	17,314,083
映画エンターテインメント	東宝	718,500	The Walt Disney Company	19,006,420	ホテル等	リゾートトラスト	216,881	Carnival	5,400,314
トラック	日本通運	676,914	DSV	1,321,506	アパレル・宝石・奢侈品	フコールHD	212,230	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	13,920,575
レストラン	日本マクドナルドHD	596,322	McDonald's Corporation	13,970,827	オフィスサービス・サプライ	コクヨ	207,679	Société BIC	601,662
自動車小売り	USS	565,609	O'Reilly Automotive	1,986,320	不動産開発	大京	194,048	China Vanke Co.	4,161,612
紙製品	王子HD	559,513	Manufacturas de Papel	3,428,774	専門ストア	サンリオ	187,936	Ulta Beauty	1,721,708
コンピュータ・電機小売	光通信	558,126	Best Buy Co.	1,965,694	アルミニウム	日本軽金属HD	183,911	Norsk Hydro	1,450,266
医薬小売	ツルハHD	553,434	Walgreens Boots Alliance	9,537,583	食品流通	三菱食品	182,270	Sysco Corporation	3,111,489
産業用ガス	太陽日本酸素	553,072	Air Liquide, société anonyme	5,225,720	多角化サポートサービス	ダスキン	160,069	Cintas Corporation	1,570,879
家庭装置	リンナイ	535,611	Midea Group Co.	4,391,799	紙パッケージ	レンゴー	154,996	International Paper	2,508,125
専門金融	三菱UFJリース	523,081	Bohai Financial Investment HD	710,084	農業製品	サカタのタネ	151,431	Archer-Daniels-Midland	2,648,690
建材	太平洋セメント	512,447	LafargeHolcim	4,005,555	石油・ガス装置	三井海洋開発	148,295	Schlumberger	10,531,222
独立電力製造等	電源開発	511,258	NTPC	2,329,805	ケーブル・衛星	スカイパーフェクトJSAT	147,019	Comcast Corporation	21,064,619
報道	日本テレビ放送網	478,384	CBS Corporation	2,953,709	出版・印刷	ゼンリン	124,550	News Corporation	928,938
ヘルスケア流通	メディパルHD	457,631	McKesson Corporation	3,760,343	繊維	セイレン	111,521	Eclat Textile Corporation	348,272

なぜいま企業価値か

投資部門別株式保有比率①



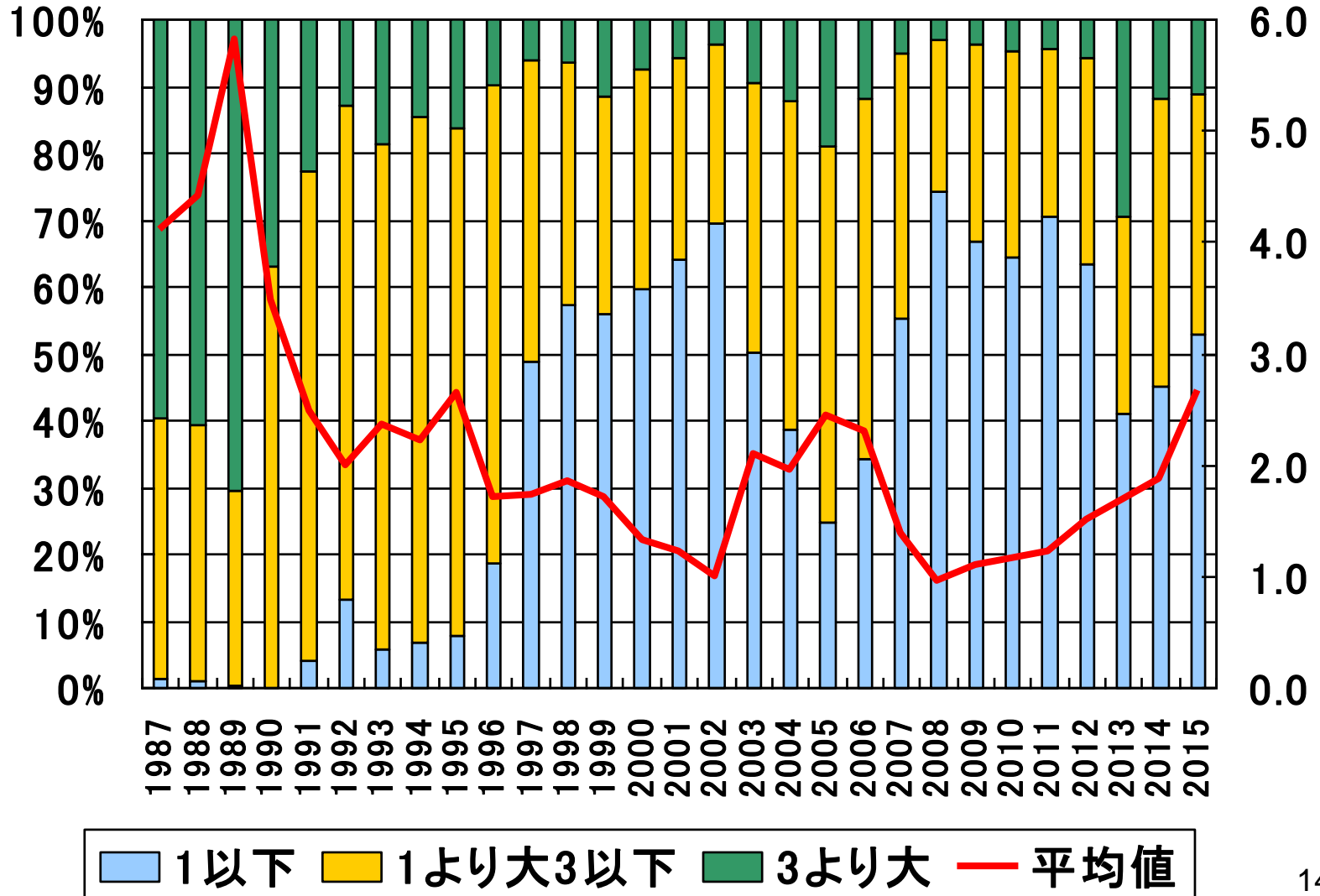
投資部門別株式保有比率②



企業価値経営と会社の数値

TOBの対象となる会社、対象とならない会社

◆ 日本企業のPBRの推移



企業価値の国際比較

日本企業	株式時価総額	海外企業	株式時価総額
キリンホールディングス	1,929,472	ANHEUSER-BUSCH INBEV	23,864,948
味の素	1,291,907	NESTLE S/A	26,768,917
花王	2,998,979	PROCTER & GAMBLE	25,612,176
日立製作所	3,000,152	GENERAL ELECTRIC	28,474,030
パナソニック	2,859,366	SAMSUNG ELECTRONICS	28,526,114
ソニー	4,551,300	APPLE	83,280,234
トヨタ自動車	18,495,814	Daimler AG	9,186,656
キヤノン	3,813,417	Xerox	823,659
コマツ	2,781,261	CATERPILLAR	6,017,514
新日鐵住金	2,268,475	ARCELORMITTAL	2,842,270
信越化学工業	4,167,776	DU PONT (E I) DE NEMOURS	7,810,482
武田薬品工業	4,127,524	JOHNSON & JOHNSON	37,602,699
ダイキン工業	3,307,509	Midea Group	3,501,017
ブリヂストン	3,557,812	MICHELIN	2,412,148
日本電産	3,123,111	Intel	18,579,650
富士通	1,409,077	INTL BUSINESS MACHINES	18,169,374
村田製作所	3,373,966	CISCO SYSTEMS	18,805,991
セブン&アイ・ホールディングス	3,882,233	WAL-MART STORES	23,854,943
ヤマトホールディングス	961,996	FEDEX	5,604,449
楽天	1,551,011	Amazon.com	45,087,642
ソフトバンク	8,638,481	Google	63,406,056
三菱UFJフィナンシャル・グループ	9,587,200	WELLS FARGO	30,906,527

ROEの国際比較

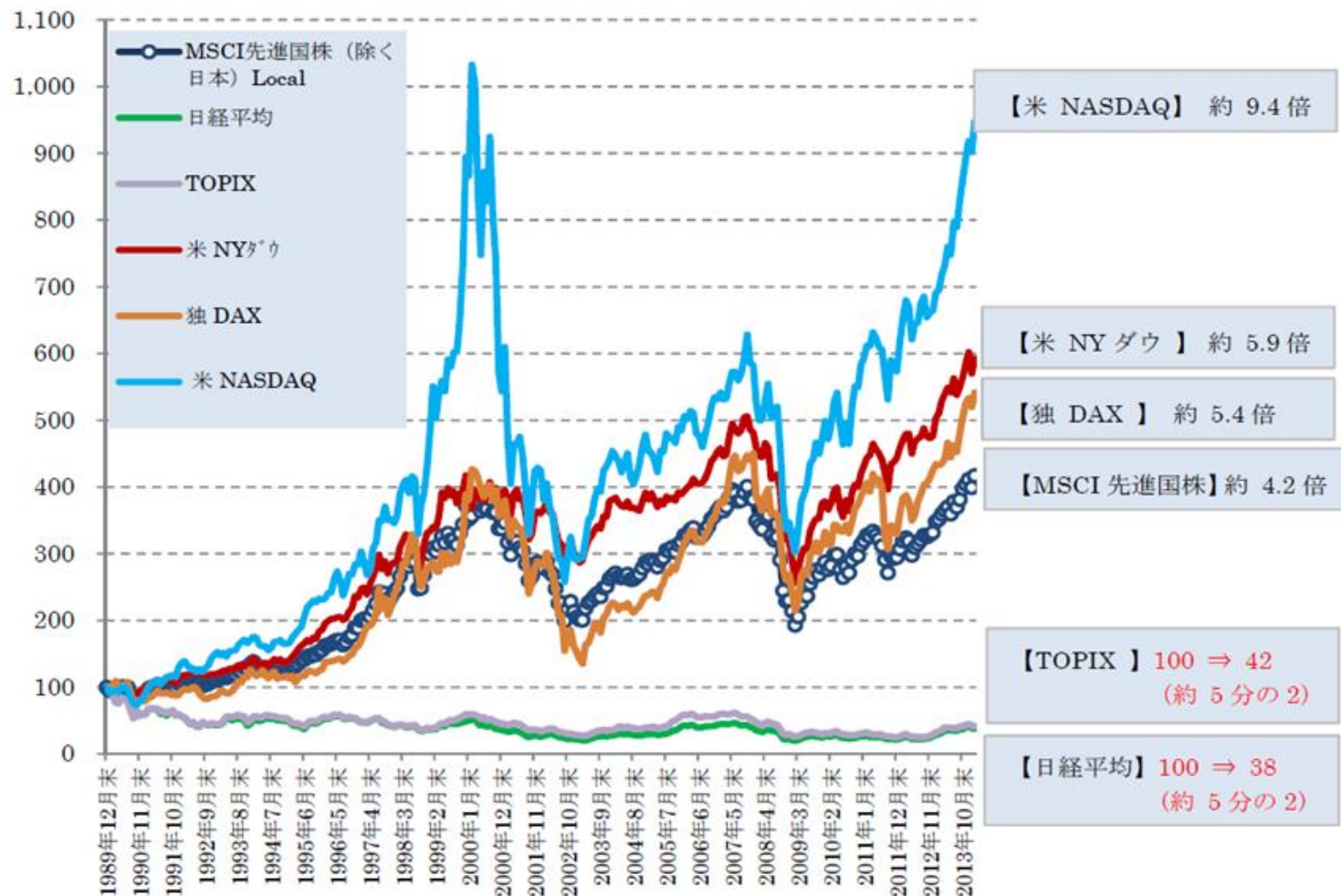
日本企業	ROE	海外企業	ROE
キリンホールディングス	5.97%	ANHEUSER-BUSCH INBEV	17.61%
味の素	7.75%	NESTLE S/A	16.50%
花王	15.03%	PROCTER & GAMBLE	14.78%
日立製作所	13.23%	GENERAL ELECTRIC	7.04%
パナソニック	-10.29%	SAMSUNG ELECTRONICS	16.63%
ソニー	-4.60%	APPLE	38.05%
トヨタ自動車	10.51%	Daimler AG	16.46%
キヤノン	7.68%	XEROX	8.92%
コマツ	12.16%	CATERPILLAR	17.12%
新日鐵住金	3.89%	ARCELORMITTAL	-6.34%
信越化学工業	7.01%	DU PONT (E I) DE NEMOURS	21.39%
武田薬品工業	2.91%	JOHNSON & JOHNSON	21.13%
ダイキン工業	11.10%	Midea Group	26.38%
ブリヂストン	13.39%	MICHELIN	14.02%
日本電産	10.33%	Intel	19.30%
富士通	6.98%	INTL BUSINESS MACHINES	86.90%
村田製作所	10.52%	CISCO SYSTEMS	16.16%
セブン&アイ・ホールディングス	7.76%	WAL-MART STORES	20.96%
ヤマトホールディングス	6.16%	FEDEX	12.84%
楽天	11.37%	Amazon.com	3.93%
ソフトバンク	28.89%	Google	15.64%
三菱UFJフィナンシャル・グループ	8.44%	WELLS FARGO	12.98%

代表的な株価指数の累積リターン

<図 15：代表的な株価指数の累積リターン>

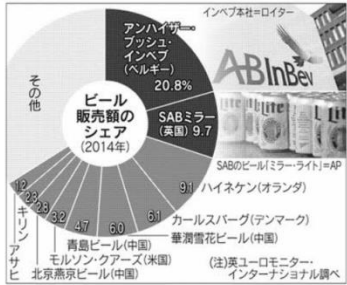
【過去 25 年間（1989 年末～2014 年 2 月末）】

※ 1989 年 12 月末を 100 とし指数化



(出所) Bloomberg のデータを基に東京海上アセットマネジメント作成

巨額M&A 世界で相次ぐ



インベプ、13兆円でSAB買収合意

ビール、シェア3割

【ザレブ原産地】世界最大手の「インベプ」が、2位の英SABミラーを買収することを基本合意したと発表した。買収額は10兆円（約13兆円）と、食品では過去最大のM&A（合併・買収）となる。米IT情報誌「大手は同業M&Cグループ」を67億ドル（約8兆円）で買収するほか、米セラル・エレクトリック（GE）は同部門の一部を米銀行に30億ドルで売却する。世界で巨額のM&Aが相次いでいる。（関連記事7、13面）

2015年の主なM&A

買収企業	金額 (億円)
アンハイザー・ブッシュ・インベプ (ベルギー、食品)	1,207
SABミラー (英、食品)	910
ロイヤル・ダッチ・シェル (英蘭、石油)	810
BGグループ (英、石油・ガス)	783
チャーター・コミュニケーションズ (米、ケーブルテレビ)	635
タイム・ワーナー・ケーブル (米、ケーブルテレビ)	547
デル (米、IT)	547
EMCグループ (米、IT)	547
HJハイイツ (米、食品)	547
クラフト・フーズ・グループ (米、食品)	547

(注) トムソン・ロイター調べ

インベプはSAB株を1株あたり44円で買い付け、買収の打診が明らかになる。買収額は10兆円と、食品では過去最大のM&Aとなる。米IT情報誌「大手は同業M&Cグループ」を67億ドル（約8兆円）で買収するほか、米セラル・エレクトリック（GE）は同部門の一部を米銀行に30億ドルで売却する。世界で巨額のM&Aが相次いでいる。（関連記事7、13面）

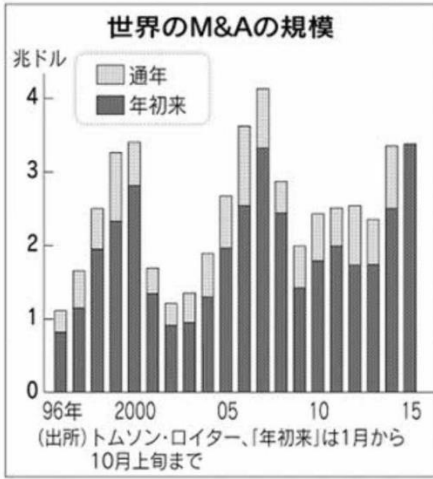
インベプはSAB株を1株あたり44円で買い付け、買収の打診が明らかになる。買収額は10兆円と、食品では過去最大のM&Aとなる。米IT情報誌「大手は同業M&Cグループ」を67億ドル（約8兆円）で買収するほか、米セラル・エレクトリック（GE）は同部門の一部を米銀行に30億ドルで売却する。世界で巨額のM&Aが相次いでいる。（関連記事7、13面）

【ロンドン】黄田和宏
2015年の世界の企業によるM&A（合併・買収）が過去最高ペースに加速している。ビール世界最大のアンハイザー・ブッシュ・インベプ（ベルギー）による英SABミラーへの買収提案を受け、年初から10月上旬までの買収金額の総額は、これまで通年で最高だった07年の同期を上回った。一方、大型買収が自立つことで、M&Aブームの過熱に警戒感も広がり始めている。

金融調査会社トムソン・ロイターの集計によると、年初から直近までの世界の企業によるM&A総額は3兆4000億ドル（約408兆円）近い。これは10月上旬にインベプがSABに提案した1153億ドル（負債含む総額）など正式発表ベースの数字を加えた金額だ。

1月から10月上旬までという同じ期間の金額では過去最高水準だ。同期の地域別では、米国やアジア太平洋で過去最高に達し、欧州も08年以来の高水準になった。この

ペースが続けば15年は通年でも過去最高の07年を上回る見通しだ。金額を押し上げる要因は大型M&Aの増加。多くの業種で大手同士の再編が広がる。インベプによるSABへの買収提案は、トムソンによれば歴代4位の金額だ。現時点



でSABはこの提案を受け入れていないが、今後は買収金額の引き上げや敵対的買収に発展する可能性が指摘される。

新興国の景気に減速感が漂うなか、当面の需要拡大が不透明となり、企業は設備投資による成長を追うことが難しくなっている。このためM&Aによる規模の拡大による市場での影響力拡大と収益性の維持に軸足を移している。4月には石油大手の英蘭ロイヤル・ダッチ・シェルが英BGグループ

世界のM&A、最高ペース

10月上旬まで408兆円 大型案件増で

今年

1月に810億ドルの大型買収を提案。これも原油安の環境下での生き残り策という側面が強い。

00年はIT（情報技術）企業、07年は金融業を中心としたM&Aが膨らんだ。その後はITバブル崩壊や金融危機でブームが一巡した。いまのM&Aブームが過熱状態かどうかでは見方が分かれる。英金融大手HSBCのピーター・サリバン氏は「幅広い業種にM&Aが分散し、まだ過熱感はない」と説明する。

2007-2016年 M&A取引額ランキング トップ20

取引公表日	買収者	買収ターゲット	取引状況	取引金額
11/23/2015	Pfizer Inc.	Allergan plc	Cancelled	23,499,948
11/09/2007	BHP Billiton Group	Rio Tinto Group	Cancelled	18,215,427
05/01/2007	Porsche Automobil Holding SE	Volkswagen Aktiengesellschaft	Cancelled	13,995,048
09/02/2013	Verizon Communications Inc.	Cellco Partnership, Inc.	Closed	12,941,793
04/28/2014	Pfizer Inc.	AstraZeneca PLC	Cancelled	12,900,979
02/23/2016	Honeywell International Inc.	United Technologies Corporation	Cancelled	12,524,606
05/14/2007	Banco Santander, S.A. ; The Royal Bank of Scotland Group plc ; ageas SA/NV	RBS Holdings N.V.	Closed	12,097,933
09/17/2015	Anheuser-Busch InBev SA/NV	SABMiller Limited	Closed	11,874,344
04/23/2007	Barclays PLC	RBS Holdings N.V.	Cancelled	11,508,715
10/22/2016	AT&T Inc.	Time Warner Inc.	Announced	11,362,335
03/20/2014	Pfizer Inc.	AstraZeneca PLC	Cancelled	11,215,445
04/08/2015	Royal Dutch Shell plc	BG Group Limited	Closed	10,359,947
07/31/2008	Orange	Telia Company AB	Cancelled	10,291,689
07/16/2014	Twenty-First Century Fox, Inc.	Time Warner Inc.	Cancelled	10,034,231
05/26/2015	Charter Communications, Inc.	Spectrum Management Holding Company, LLC	Closed	9,690,545
10/12/2015	Dell Technologies Inc.	Dell EMC	Closed	9,084,088
12/11/2015	The Dow Chemical Company	E. I. du Pont de Nemours and Company	Announced	8,819,193
11/17/2014	Actavis plc	Allergan, Inc.	Closed	8,482,639
06/21/2015	Energy Transfer Equity, L.P.	The Williams Companies, Inc.	Cancelled	8,053,833
04/11/2007	Acciona, S.A. ; Enel Iberoamérica, S.R.L.	Endesa, S.A.	Closed	7,967,063

2007-2016年 M&A取引額ランキング トップ20(Cancelledを除く)

取引公表日	買収者	買収ターゲット	取引状況	取引金額
09/02/2013	Verizon Communications Inc.	Cellco Partnership, Inc.	Closed	12,941,793
05/14/2007	Banco Santander, S.A. ; The Royal Bank of Scotland Group plc ; ageas SA/NV	RBS Holdings N.V.	Closed	12,097,933
09/17/2015	Anheuser-Busch InBev SA/NV	SABMiller Limited	Closed	11,874,344
10/22/2016	AT&T Inc.	Time Warner Inc.	Announced	11,362,335
04/08/2015	Royal Dutch Shell plc	BG Group Limited	Closed	10,359,947
05/26/2015	Charter Communications, Inc.	Spectrum Management Holding Company, LLC	Closed	9,690,545
10/12/2015	Dell Technologies Inc.	Dell EMC	Closed	9,084,088
12/11/2015	The Dow Chemical Company	E. I. du Pont de Nemours and Company	Announced	8,819,193
11/17/2014	Actavas plc	Allergan, Inc.	Closed	8,482,639
04/11/2007	Acciona, S.A. ; Enel Iberoamérica, S.R.L.	Endesa, S.A.	Closed	7,967,063
01/09/2015	CK Hutchison Holdings Limited	Hutchison Whampoa Limited	Closed	7,538,966
05/18/2014	AT&T Inc.	DIRECTV, LLC	Closed	7,134,467
01/26/2009	Pfizer Inc.	Wyeth LLC	Closed	7,114,435
10/21/2016	British American Tobacco p.l.c.	Reynolds American Inc.	Announced	7,106,296
04/20/2015	SK Holdings Co., Ltd.	SK C&C Co. Ltd.	Closed	6,861,805
05/18/2016	Bayer Aktiengesellschaft	Monsanto Company	Announced	6,728,760
11/21/2016	Sunoco Logistics Partners L.P.	Energy Transfer Partners, L.P.	Announced	6,644,059
03/25/2015	The Kraft Heinz Company	Kraft Foods Group, Inc.	Closed	6,571,096
06/11/2008	Anheuser-Busch InBev SA/NV	Anheuser-Busch Companies, LLC	Closed	6,553,104
02/03/2016	China National Chemical Corporation	Syngenta AG	Announced	6,381,336

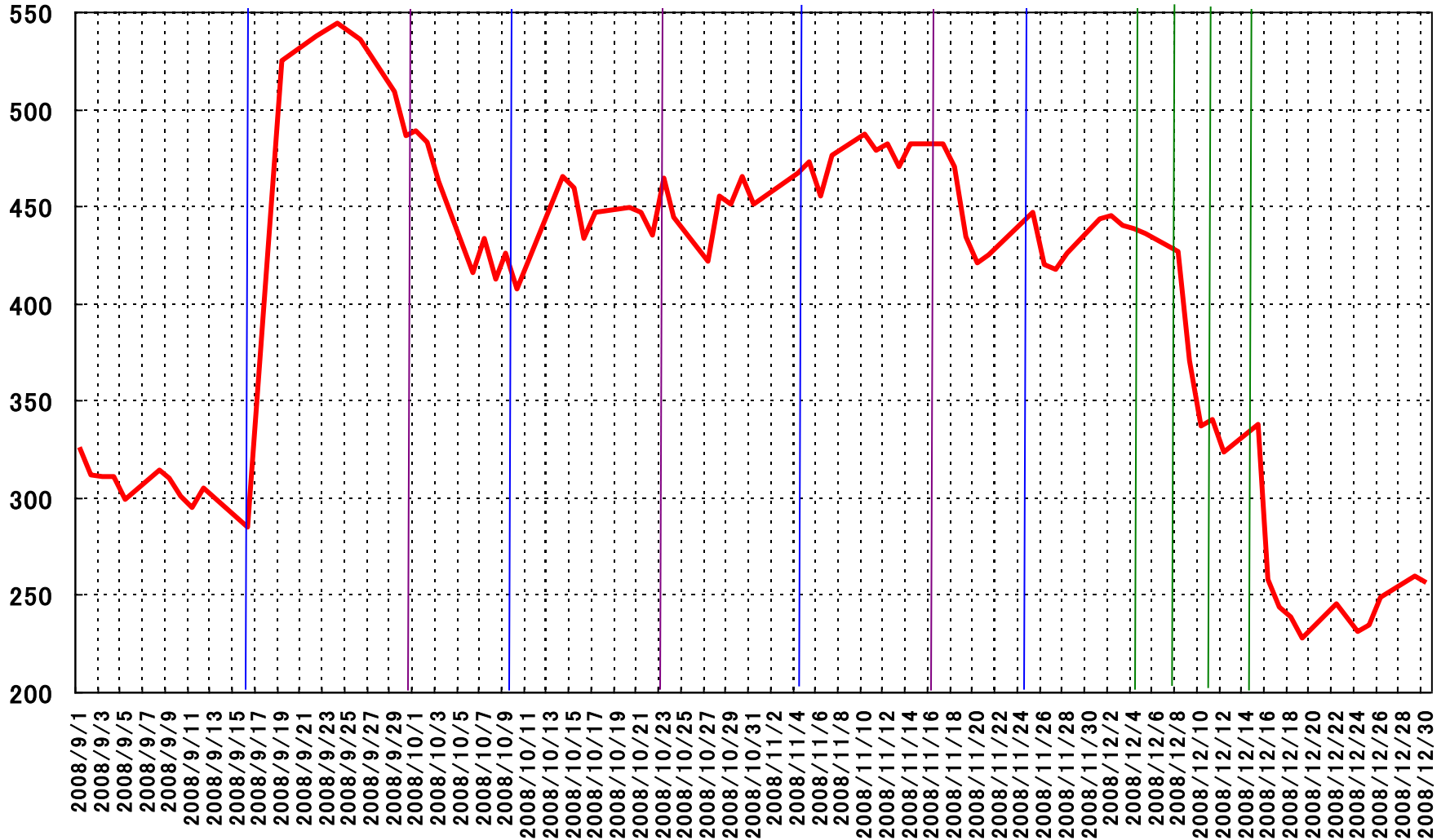
敵対的買収と買収防衛策①

◆日本電産による東洋電機製造への買収提案

2008年9月16日	日本電産、東洋電機製造にTOBを提案したと発表。事前株価(305円)に約108.2%上乗せした635円で株式公開買い付けを実施することを発表。
10月1日	東洋電機製造、日本電産に質問状を送付(81項目)
10月10日	日本電産、東洋電機製造に回答書を提出したと発表
10月24日	東洋電機製造、2度目の質問状を送付(55項目)
11月5日	日本電産、回答書を送付
11月17日	東洋電機製造、3度目の質問状を送付
11月25日	日本電産、回答書を送付
12月5日	両社のトップが都内で会議。過去の質問・回答を開示することなどで合意。
12月8日	両社が質問状、回答書を開示
12月11日	両社幹部が意見交換
12月15日	TOB提案書の期限。日本電産が提案の延長や新たな提案をしないと発表。

敵対的買収と買収防衛策②

◆東洋電機製造の株価の推移



日本企業 成長戦略のため株式市場に放たれた3つの矢

スチュワードシップコード

機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」(最終受益者を含む。以下同じ。)の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任を持つために必要な取り組みをまとめたもの。

コーポレートガバナンスコード

「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。日本企業の持続的な価値創造を促すためのコーポレートガバナンスの取り組みをとりまとめたもの。

伊藤レポート

企業と投資家との建設的な対話・エンゲージメントを通じて、企業の持続的な価値創造を促すために日本企業が直面する課題やそれを克服するための取り組みについて提言したもの。

経営者・投資家フォーラム

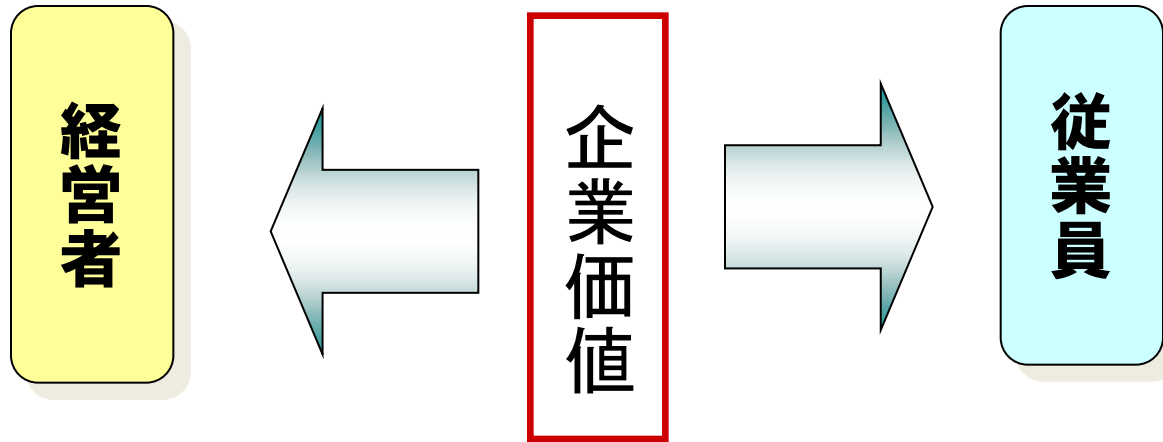
株主総会の実施・運営をめぐる課題

企業開示の情報過多・重複をめぐる課題

持続的な価値創造のための制度改革

- ✓ **株主総会開催期日設定の柔軟化に対応する法人税の申告期限の見直し(H29)**
3月期決算企業が株主総会を7月以降に開催する場合、株主総会後の法人税の申告を行うことを可能とする(決算日から定時株主総会開催日までの日数の長期化)。
- ✓ **「攻めの経営」を促す役員給与等に係る税制の整備(H29)**
H28税制改正で導入した譲渡制限付株式報酬の損金算入対象を、完全子会社以外の子会社の役員や非居住者役員に拡大、複数年度の利益に連動した利益連動給与、株価連動給与も損金対象に。
- ✓ **組織再編税制等の見直し(H29)**
事業継続などの税制適格要件を満たす場合の、分割型分割や現物分配によるスピノフについては、スピノフを行う会社への譲渡損益や株主への配当についての課税を繰り延べる。
- ✓ **国際課税、外国子会社合算税制の見直し(H29)**
トリガー税率の廃止、ペーパーカンパニー等は原則合算課税、一般の事業会社でも実体を伴わない「受動的所得」は切り分けて合算課税。
- ✓ **顧問・相談役、会長の役割についての開示の徹底**
顧問や相談役、会長が価値創造にあたってどのような役割を果たしているかを開示を要求。
- ✓ **投資家の説明責任の徹底**
機関投資家の議決権行使の個別開示、運用会社のガバナンス体制強化、議決権行使の助言会社の利益相反の枠組み開示等。

直面する企業価値創造の課題



企業価値創造のプレッシャーにより、経営者に対する業績向上のプレッシャーはかつてないほど増大している

【経営目標をめぐる一風景】

現場から現実に即した経営目標の設定

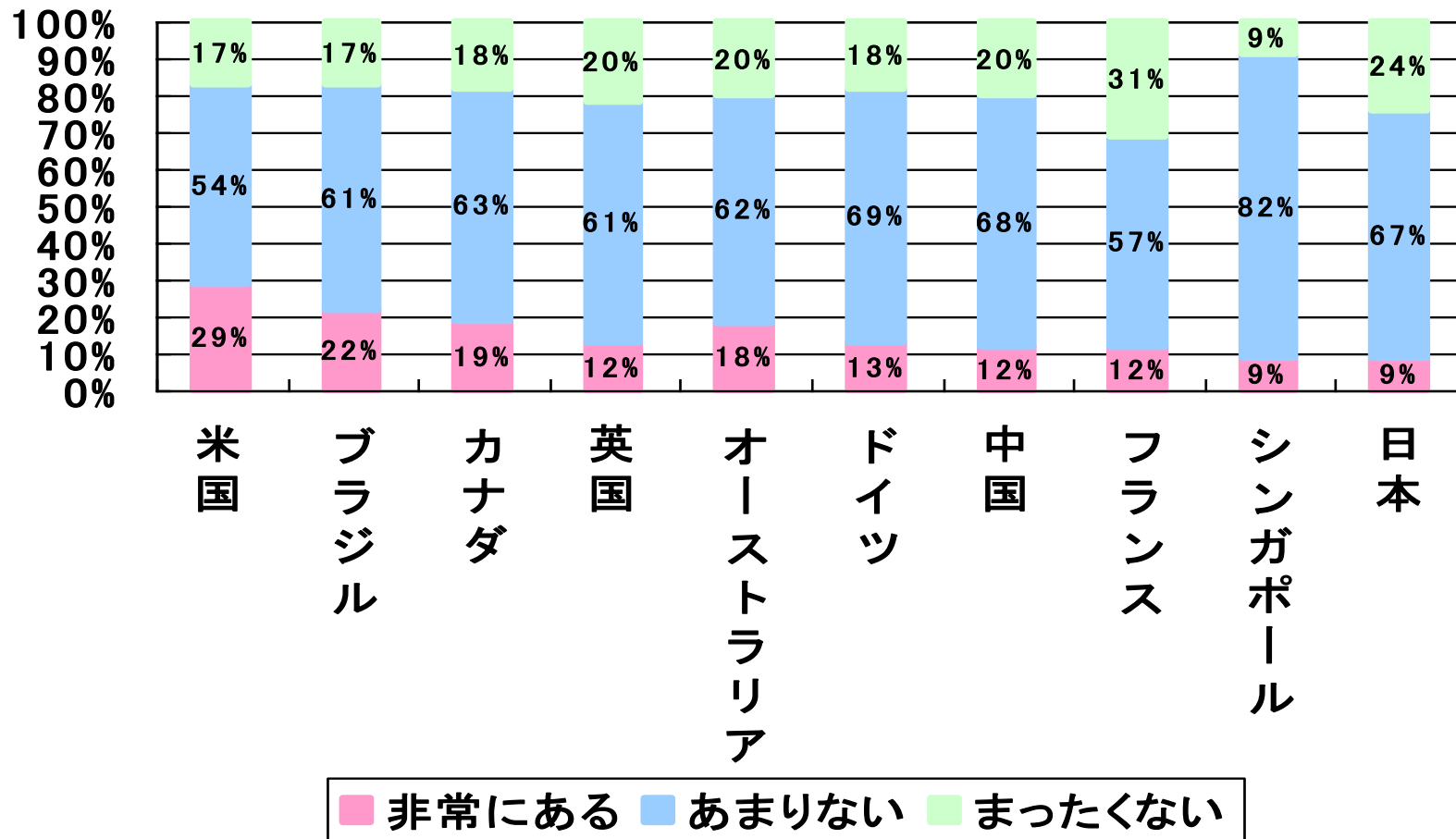
ストレッチ目標の丸投げ現象

未達成。現場からあがる次期目標は控えめに

現場に対するトップの懐疑心が発生。

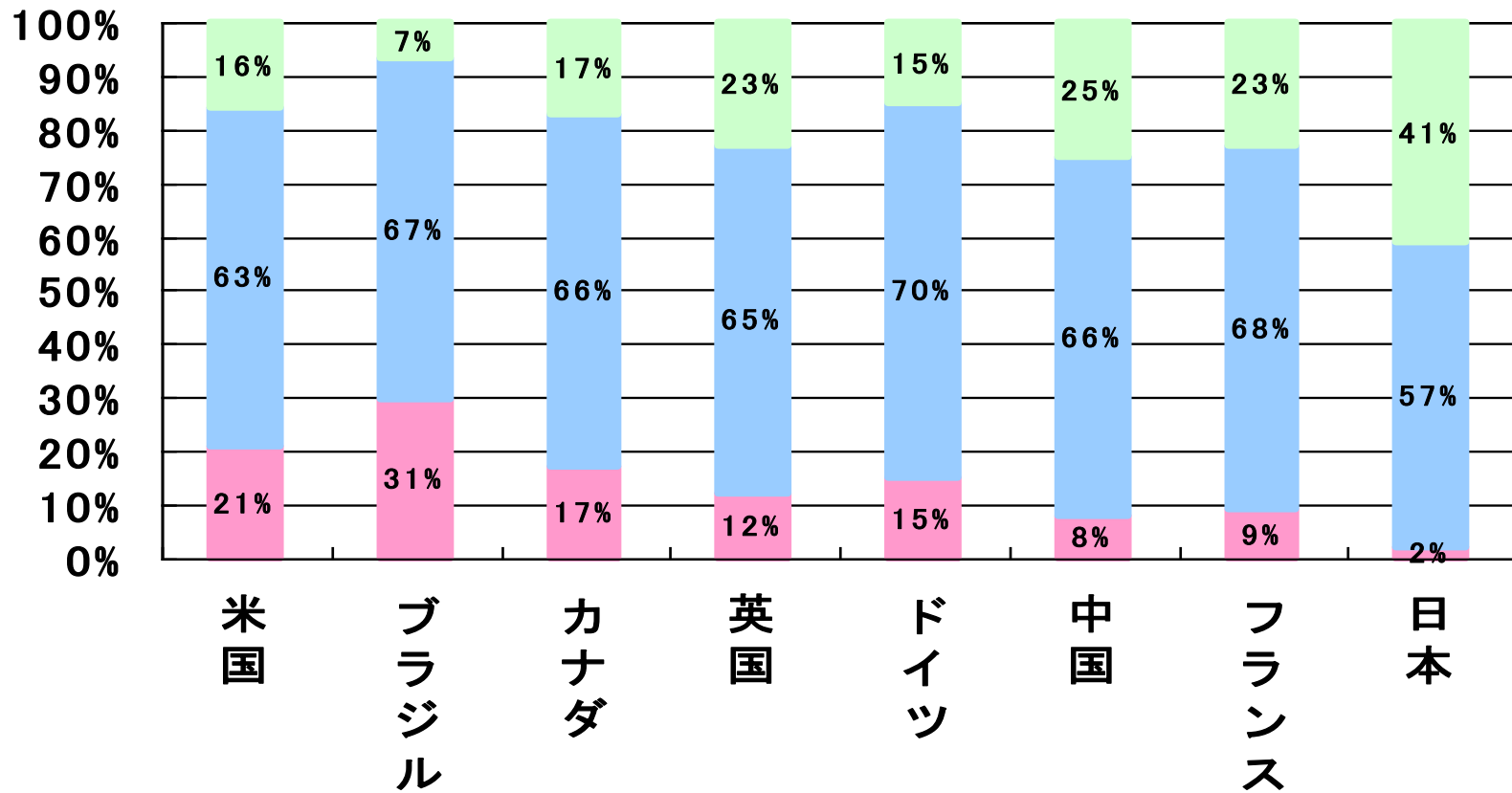


日本企業の社員の会社への忠誠心は？



※アメリカのギャラップ社による2003年調査(日本は2005年)。各国ビジネスマン1000人を対象にした調査。データソースは朝日新聞2005年5月13日。

日本企業の社員の働く意欲は？



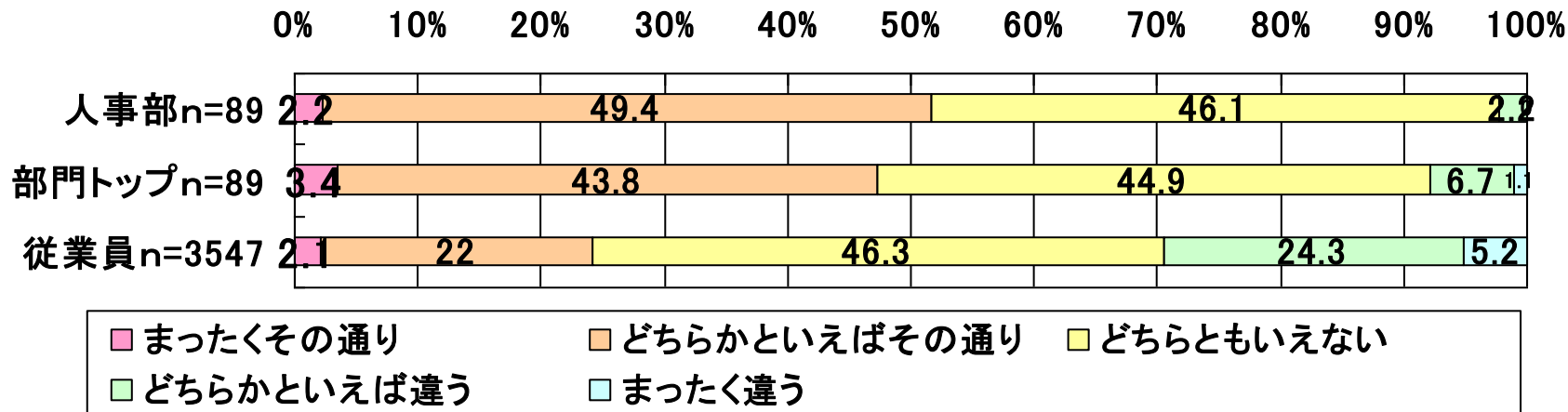
■ 非常に意欲的である ■ 普通に意欲的である ■ 意欲的ではない

※アメリカのタワーズペリンによる2005年の調査結果。世界16カ国の10～50代の企業従業員86,000人を対象に調査を実施。日本は16カ国中「意欲的ではない」がインドに次ぐワースト2位。「非常に意欲的」はワースト1位。

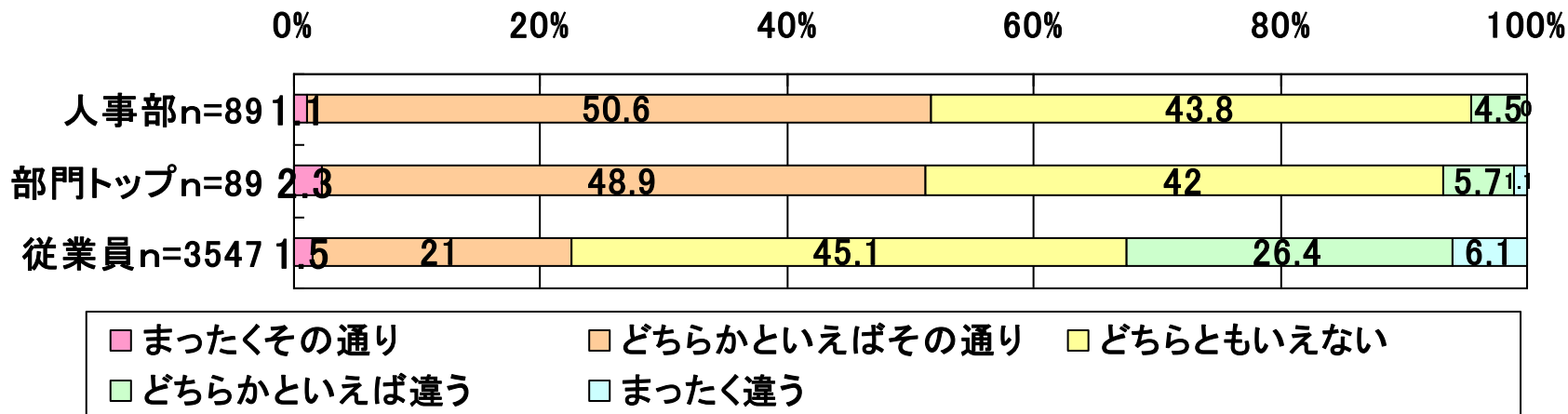
日本企業の現状の競争力

成果主義や新人事制度は社員のマインドにどのような影響を与えているか？

◆成果主義の導入が、ビジネスの競争力や業務効率などに役立っている



◆成果主義の導入が、社員の意欲向上につながっている



(注) 日本能率協会「成果主義に関する調査結果」2005年2月。

オープンブック・マネジメントとは何か？

✓オープンブック・マネジメントとは何か？

オープンブック・マネジメントとは、財務情報を中心とした経営情報を広く一般社員にまで共有し、その基盤に基づき全員経営を目指す経営モデル。

✓オープンブック・マネジメントを実践するための基本要件

【要件1】財務情報を中核とした経営情報の共有

【要件2】従業員のビジネス・リテラシーの理解促進

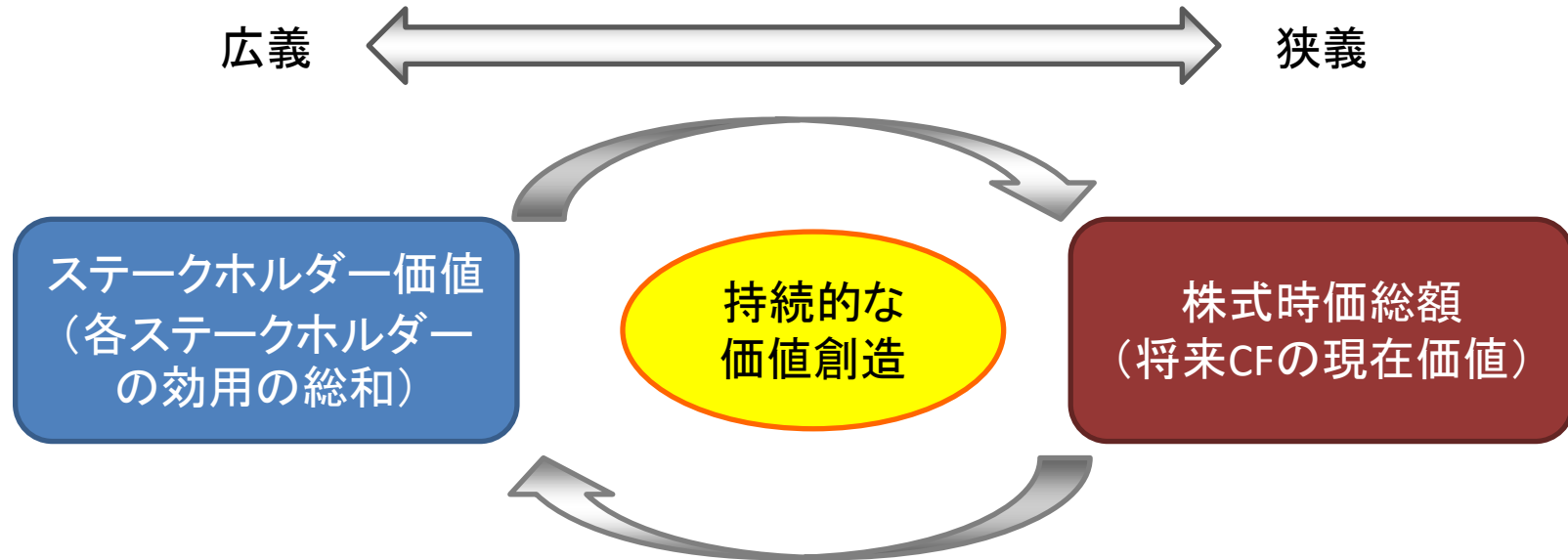
【要件3】現場への意思決定の権限委譲、エンパワメント

【要件4】成功報酬

ケース: サウスウェスト航空、SRC社、Phelps Country Bank、三州製菓など

企業価値とは何か？

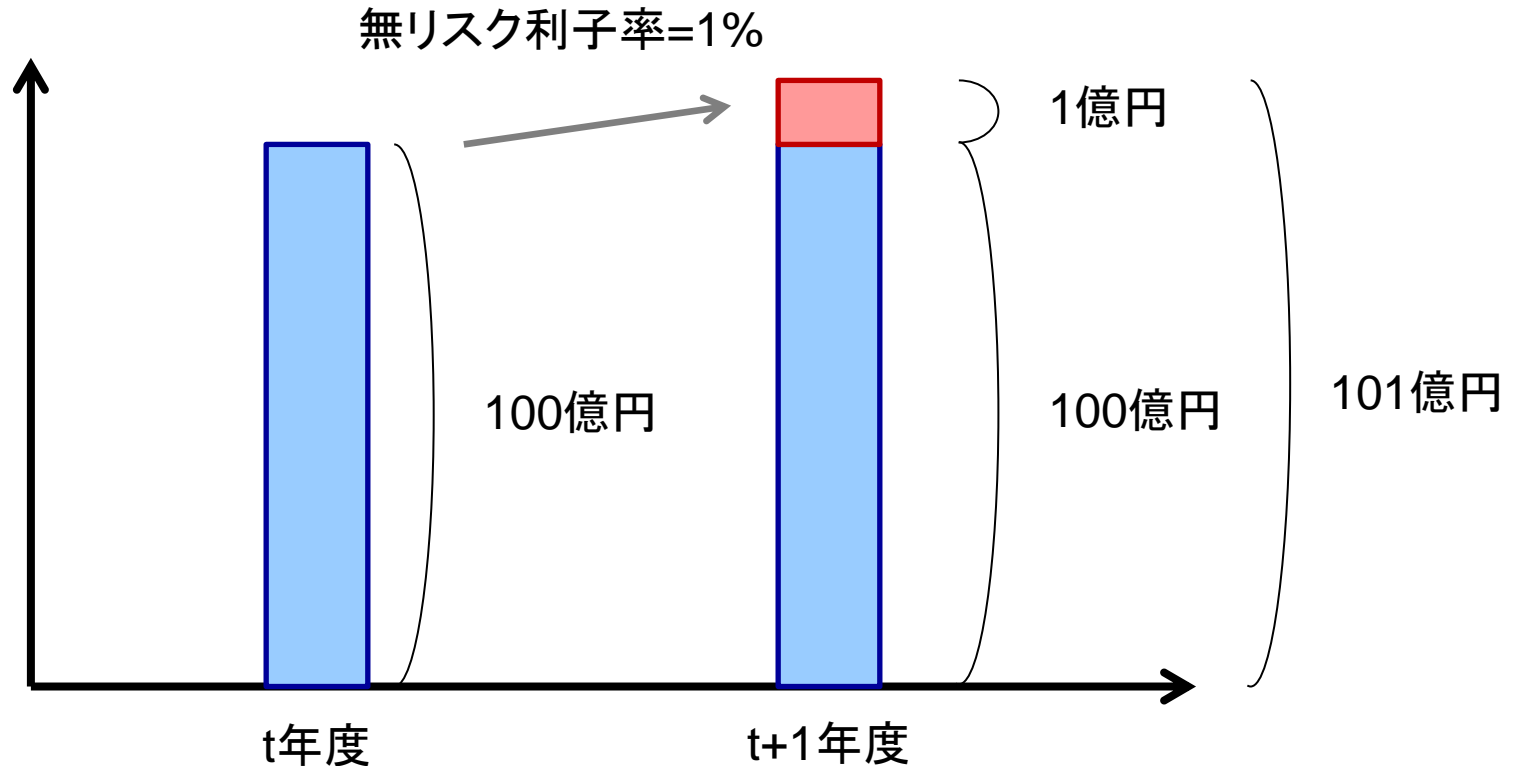
企業価値とは何か？



- ✓ 日本企業の多くは、「広義」の企業価値を重視してきた。それが日本企業のイノベーション力や高い品質、ホスピタリティ、モノづくりの力に結びついてきた側面もあるが、一方で「狭義」の企業価値を軽視してきたことが、グローバル市場での競争プレゼンスの低下に結びついている可能性がある。
- ✓ 短期的には両者は矛盾することもあるが、中長期的には合致するケースも多いのではないか？
- ✓ 他社では必ずしも効率的に実践できない社会的な課題を克服するのが企業の役割。

企業価値とは何か(1)

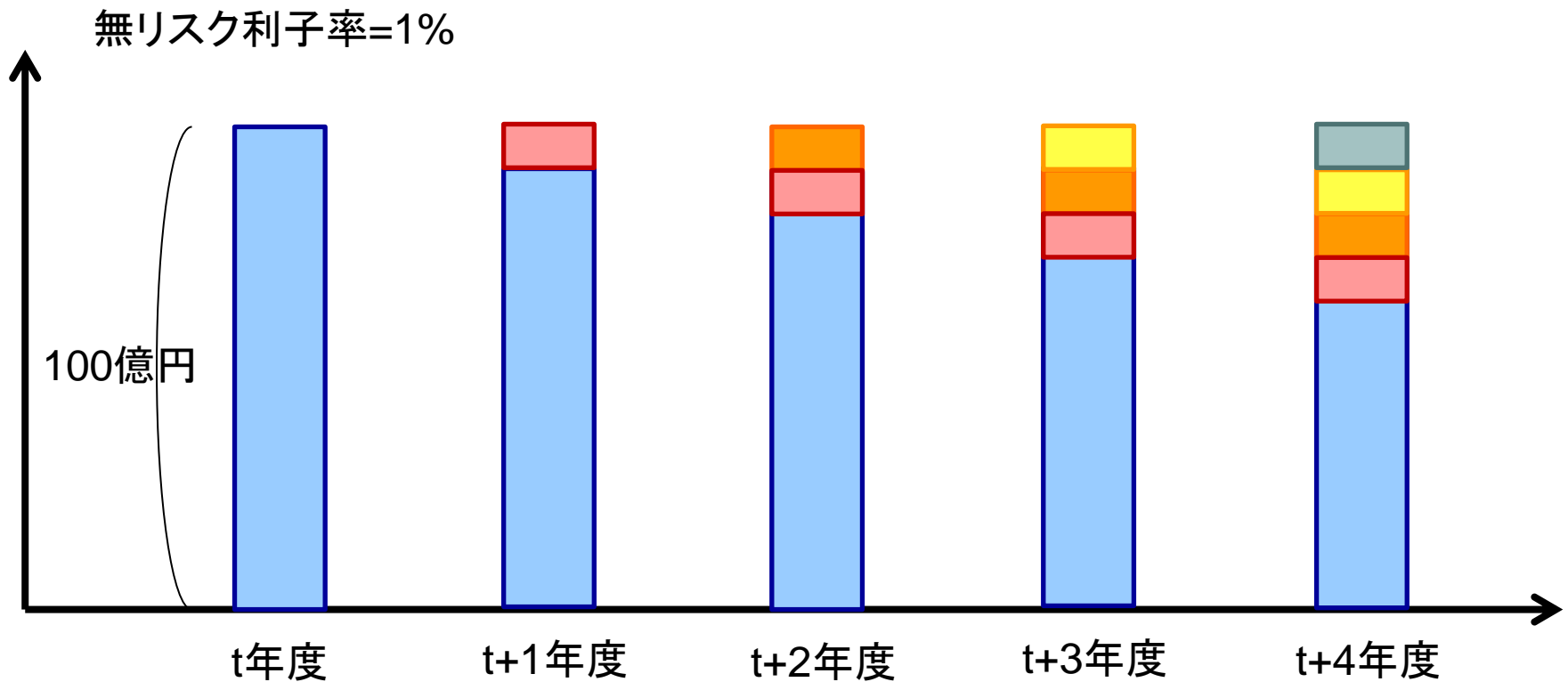
現在の100億円と1年後の100億円は同じ価値か？



無リスク利率が1%の場合、t年度の100億円 = t+1年度の101億円

企業価値とは何か(2)

$$\begin{aligned} t\text{年度}100\text{億円} &= t+1\text{年度 } 100/(1+0.01) + 1/(1+0.01) \\ &= t+2\text{年度 } 100/(1+0.01)^2 + 1/100/(1+0.01)^2 + 1/100/(1+0.01)^2 \\ &= \dots \end{aligned}$$



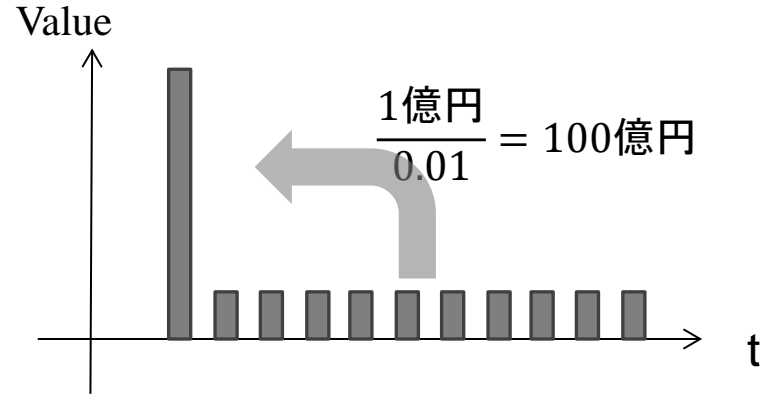
期間を無限ののばしていくと……。

企業価値とは何か(3)

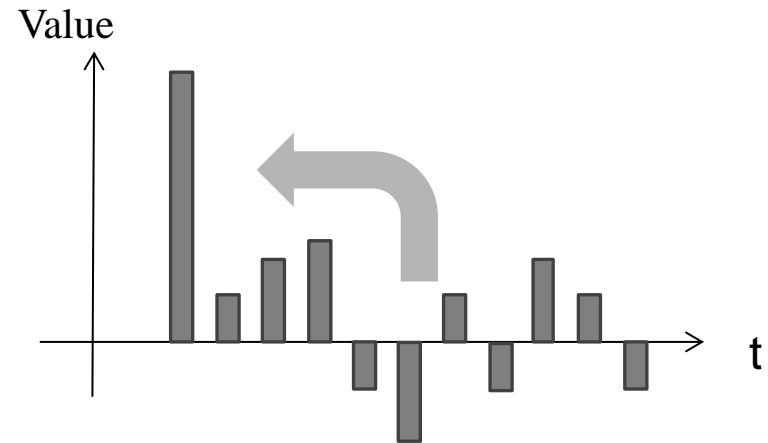
一般的に資産の価値は、その資産が生み出すキャッシュ・フローの現在価値に等しくなる。



利付債券
利息 1億円/年
(利率1%)



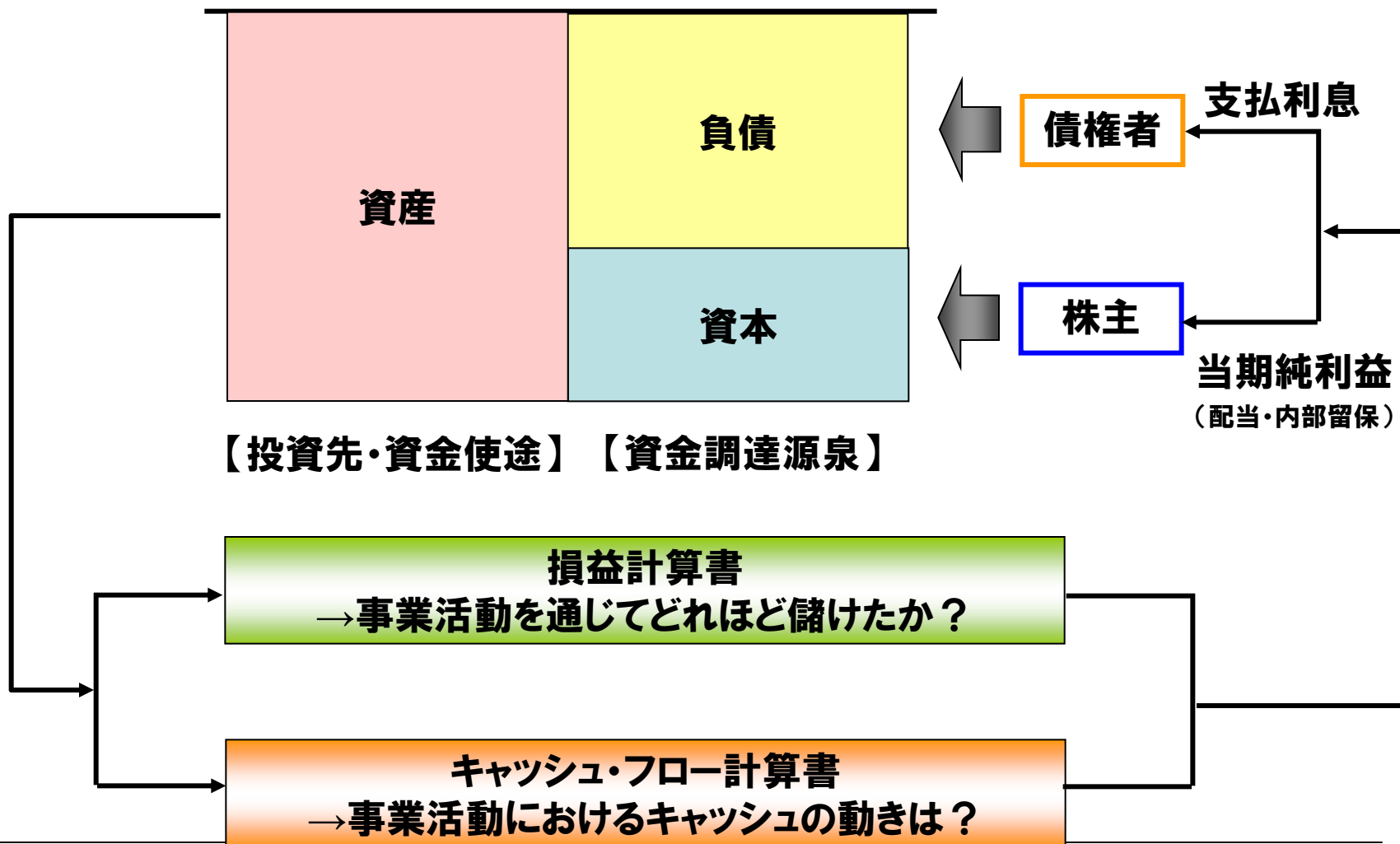
株式=企業が生み出す
CFの残余請求権



基本的な財務諸表の関係性



貸借対照表



フリーキャッシュフローとは何か？

フリーキャッシュ・フロー＝企業が資金提供者に対して自由に配分できるキャッシュ・フローの金額。



フリーキャッシュ・フロー＝営業CF－企業の一定成長に必要な投資CF

企業の一定成長に必要な投資CFをどのように決定するか？

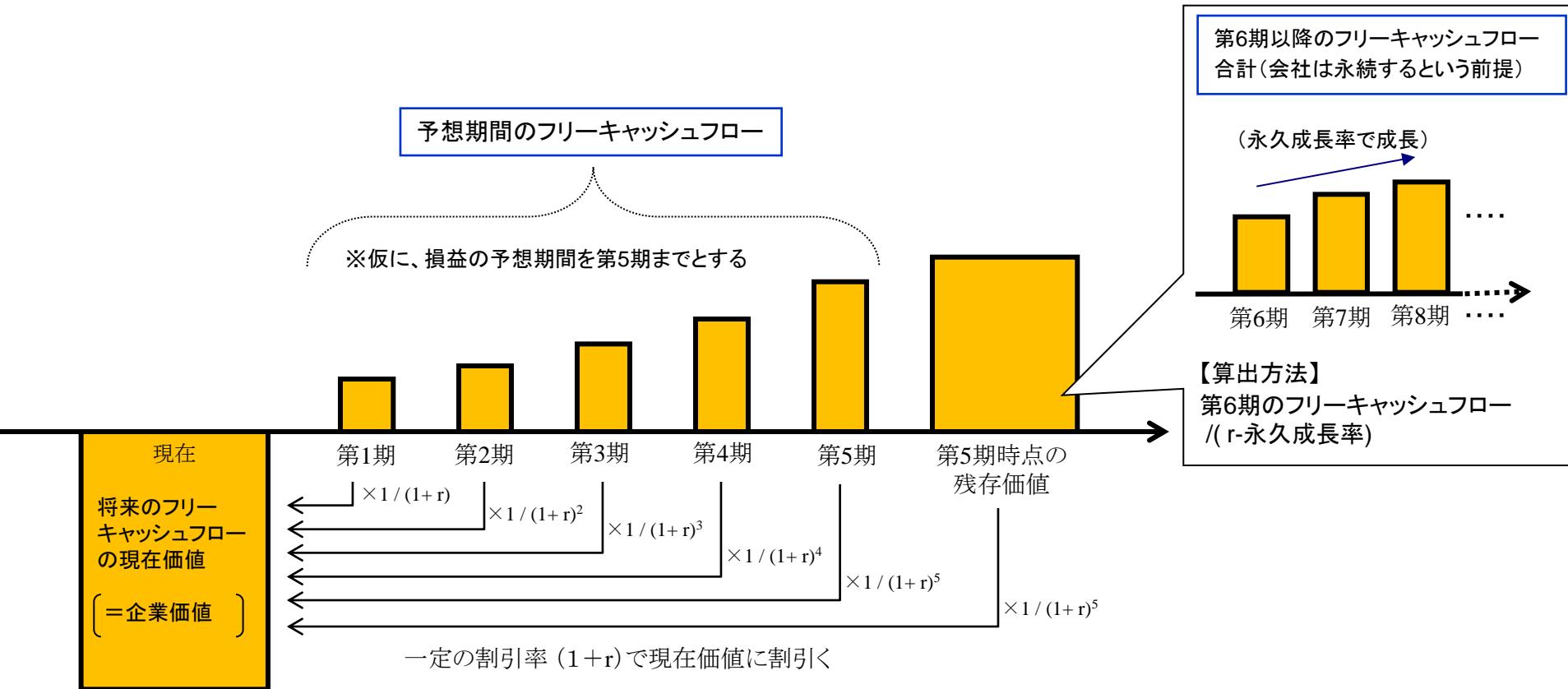
- － 選択肢1 現在の投資活動からのキャッシュ・フローをそのまま活用する
- － 選択肢2 現在の投資活動からのキャッシュ・フローから余剰金融資産の運用については除く。

など

バフェットのオーナー利益＝当期純利益＋減価償却費－設備投資額

企業価値の基本思考

企業をキャッシュ・フロー創出装置とみるのであれば、企業が資金提供者のために創出するキャッシュ・フローの現在価値が企業価値となる。

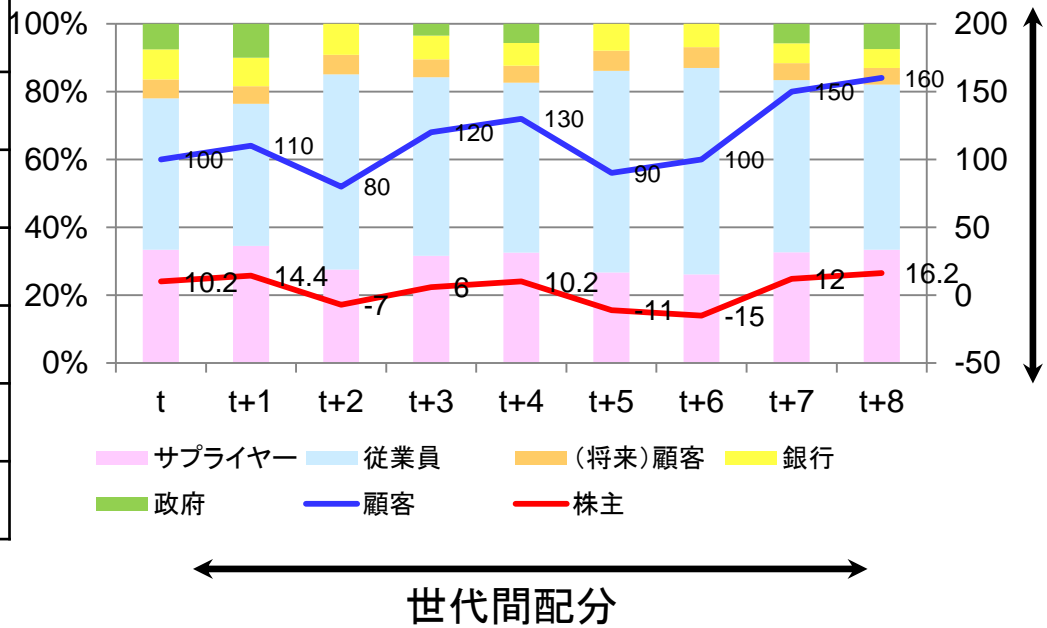




会計はステークホルダーへの付加価値配分を支援

ステークホルダー
間配分

顧客	売上高
サプライヤー	原材料費・部材費等
従業員	人件費・労務費等
銀行	支払利息
(将来)顧客等	研究開発費・広告宣伝費等
政府	法人税等
株主	当期純利益

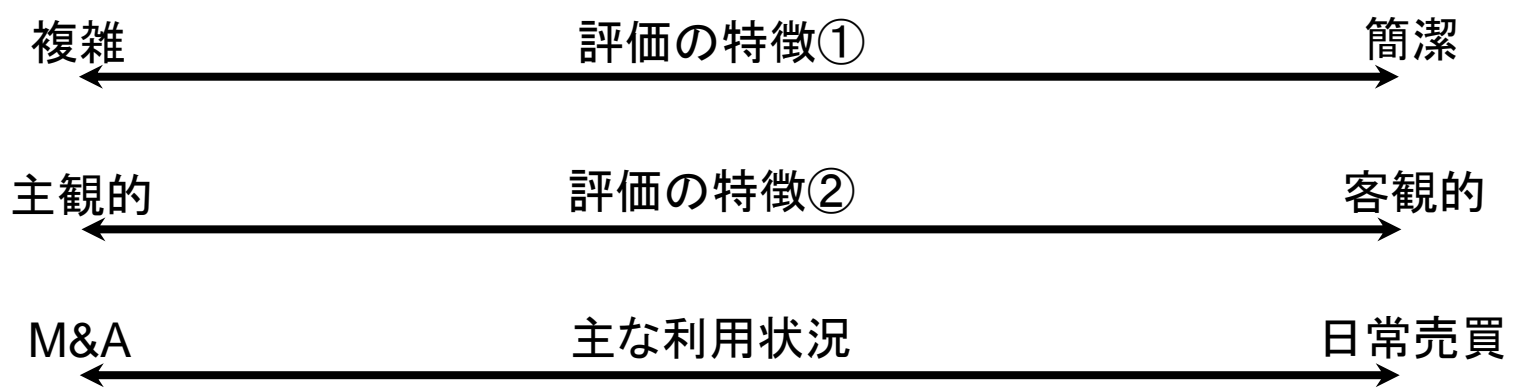
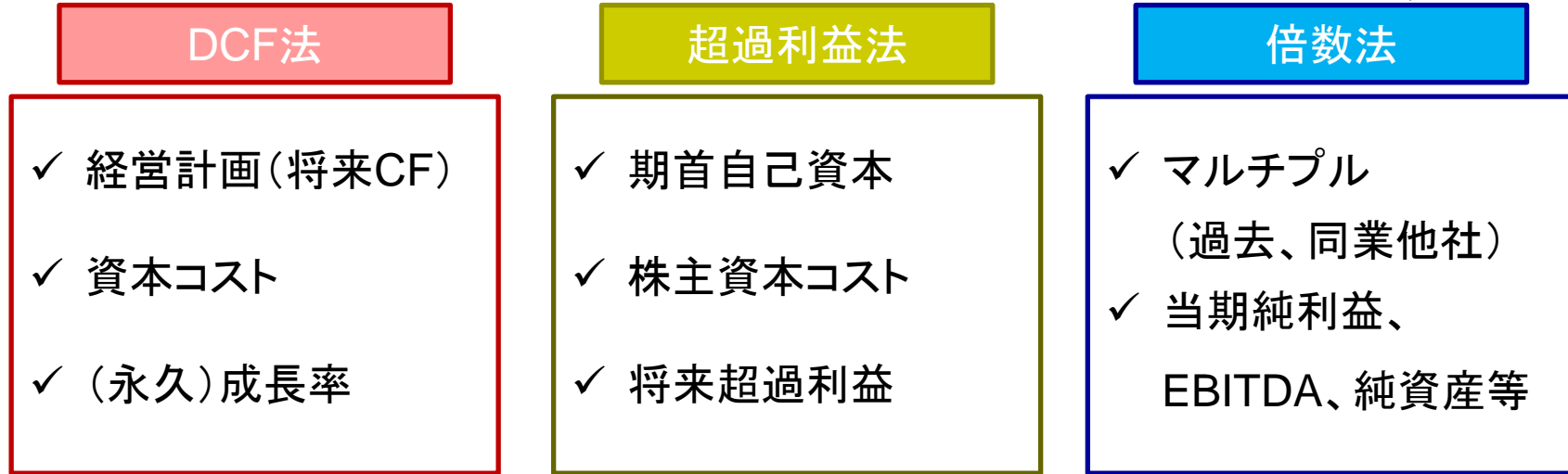


他のステークホルダーへの投資を優先しすぎると株主への配分が減少する。また現在の株主への利益を優先すると、将来の持続的な成長が危うくなる。持続的な価値創造のためには、世代間配分、ステークホルダー間配分のバランスをとりながら、企業を成長していくためのシナリオを描く必要がある。

バリエーション・フ
レームワーク

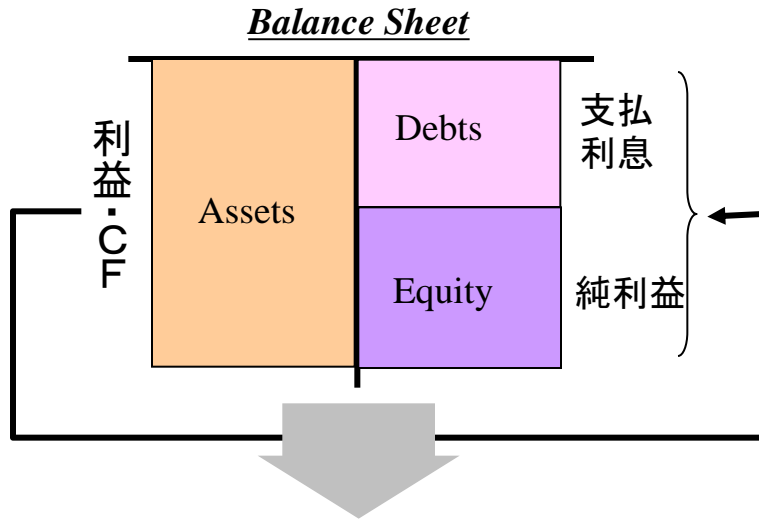
バリュエーション・フレームワーク

【主要な構成要素】

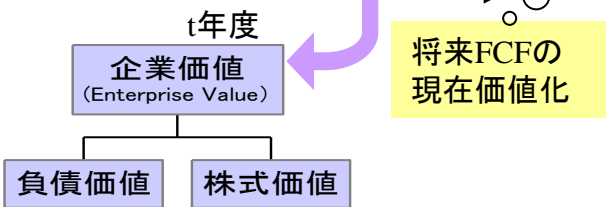
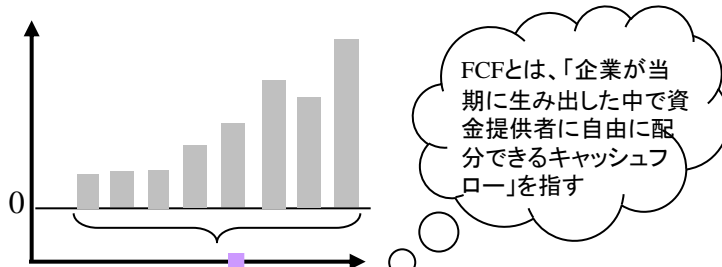


割引配当モデル/超過利益モデル

◆DCF法による株式価値算出

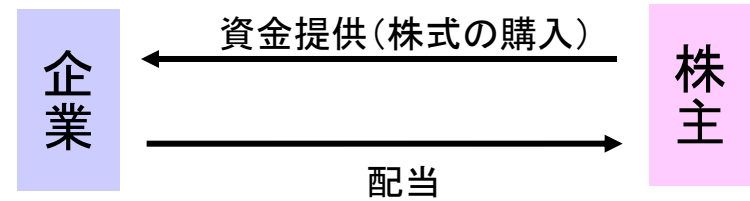


◆将来フリーキャッシュフロー (FCF) の推移

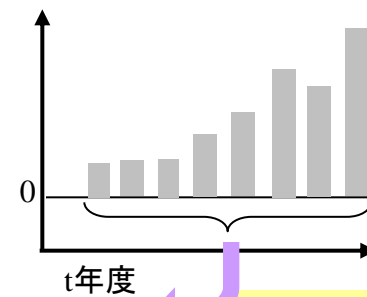


$$\text{株式価値} = \text{企業価値} - \text{負債価値 (簿価)}$$

◆割引配当モデルによる株式価値算出



◆将来配当の推移



株式価値

将来配当の
現在価値化

実質的には、日本企業の多くは安定配当(定額配当)であることから、配当割引モデルで株式価値を見積もることは困難。

DCF法に基づく重要予測要素

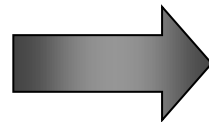
V = 企業価値（有利子負債 + 株式時価総額 - 現金預金・有価証券）

FCF = フリー・キャッシュ・フロー

r = 投下資本コスト

■一定成長モデル

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+r)^t}$$
$$= \frac{FCF}{(r-g)}$$



FCFが一定成長を行うという前提に基づくと、企業価値の決定因子は、

- ① FCF（フリー・キャッシュフロー）
- ② 投下資本コスト（WACC）
- ③ FCF成長率

倍数法

PER

- ✓ 現在の当期利益が継続するとしたら、株主は何年で投資金額を回収できるか？

$$= \frac{\text{株価}}{1 \text{ 株あたり当期純利益}}$$

EBITDA倍率

- ✓ 現在のCF水準が続くとしたら、資金提供者は何年で投資金額を回収できるか？

$$= \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}}$$

PBR

- ✓ 株主から資金調達した投資金額などに対する株式市場の評価。

$$= \frac{\text{株式時価総額}}{\text{(簿価上)純資産}}$$

倍数法は、類似会社比較法とも呼ばれる。自社の「稼ぐ力」やファンダメンタルズと類似した状況を特定したうえで、そうした状況における類似会社や自社の過去における株式市場からの評価をベースに、自社の企業価値を推定するアプローチ。

超過利益法に基づく重要予測要素

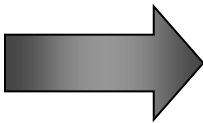
MV=株式時価総額 BV=自己資本 NI=当期純利益

r_E =株主資本コスト

$$MV_t = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_t - BV_{t-1} \times r_E}{(1+r_E)^t} = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{BV_{t-1} \times (ROE_t - r_E)}{(1+r_E)^t}$$

クリーンサープラス関係: $BV_t = BV_{t-1} + NI_t - Dividends_t$

時価総額の決定因子は、

- 
- ① 残余（超過）利益（エクイティ・スプレッド×期首株主資本）
 - ② 株主資本コスト
 - ③ 残余（超過）利益成長率

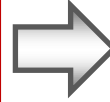
※エクイティ・スプレッド=ROE- r_E

DCF法の算出ステップ

Step1

過去のBS/PL/CFを組み替える。

(※事業用資産・非事業用資産の分離、NOPAT・投下資本の算出など)

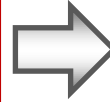


- ✓ 事業用資産と非事業用資産の分離。
- ✓ 非有利子純債務を資本から控除し、投下資本算出。
- ✓ 事業用資産や投下資本とNOPATを対応させる。
- ✓ NOPATに償却費を加え、正味運転資本投資、資本的支出を控除し、FCFを算出。

Step2

予測財務諸表を作成する。

(※経営計画や成長率の設定、運転資本や資本的支出、資金調達の設定などを組み込む)

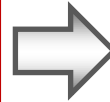


- ✓ 経営計画や目標に照らして売上シナリオ、ROICシナリオを構築。
- ✓ 過去業績分析に基づきバリュードライバーを特定。将来シナリオ作成に反映。特に運転資本、資本的支出、資金調達シナリオを意識。

Step3

資本コストを測定する。

(※有利子負債コスト(実績値や脚注等を活用)、株主資本コストの測定(無リスク利率、市場プレミアム、 β)

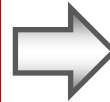


- ✓ 有利子負債利率
- ✓ 市場 β (Bloomberg、Barra、修正)
- ✓ 市場リスクプレミアム
- ✓ 無リスク利率

Step4

企業価値を評価する。

(※非事業用資産、有利子負債の控除など)

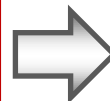


- ✓ 事業価値に非事業用資産を加えて、企業価値(Enterprise Value)を算出。
- ✓ 企業価値から有利子負債を控除し、株主価値を算出。
- ✓ 株主価値を発行済み株式でわり、理論価値を算出。

Step5

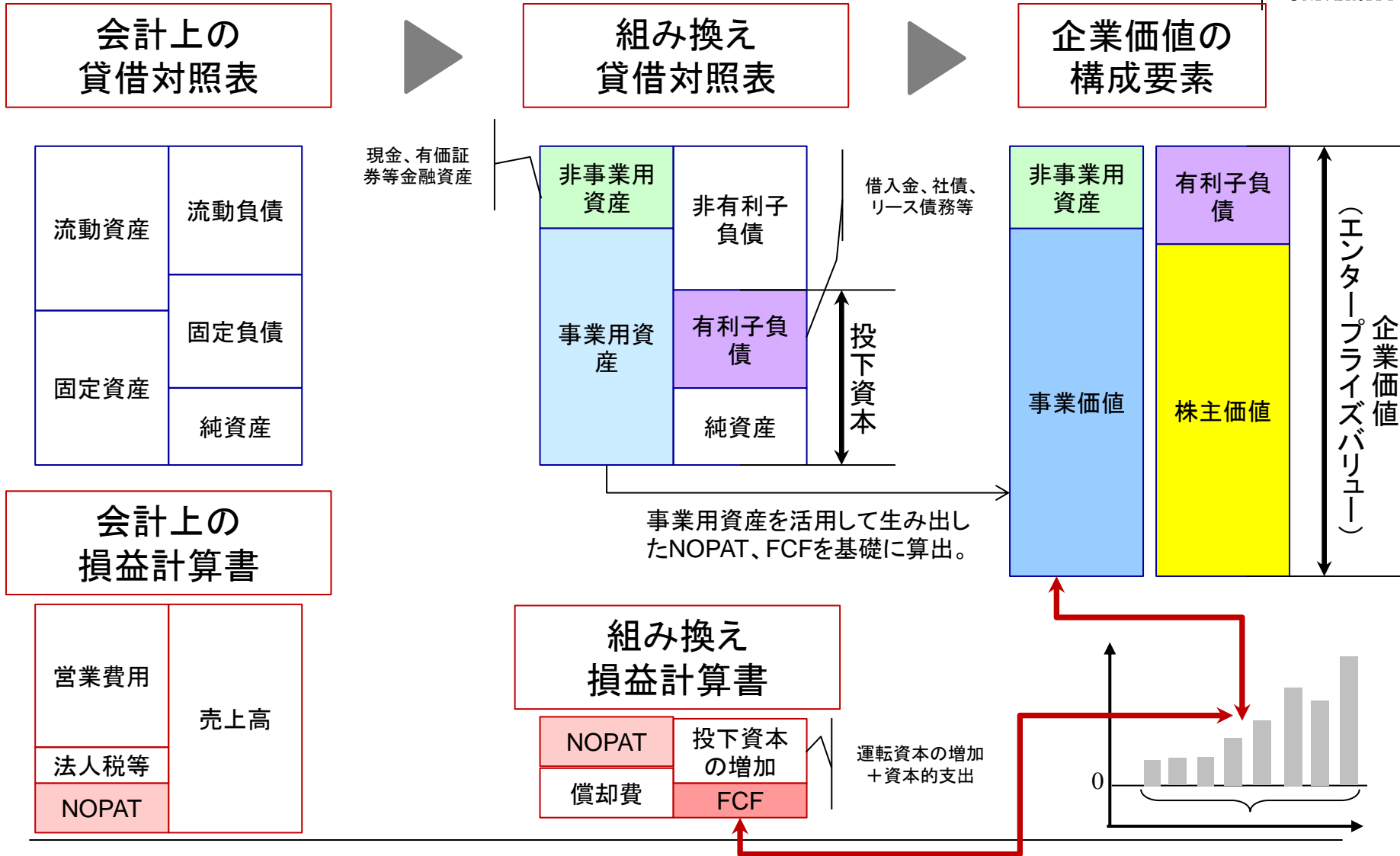
価値評価額を検証する。

(※諸前提による価値評価の差異、倍数法など他の手法を活用した金額との差異の原因分析など)



- ✓ 成長率や資本コストの前提によりどれほど企業価値が変わってくるか感度分析。
- ✓ 倍数法や超過利益モデルなどに基づく補完。

Step1 過去の財務諸表の組み換え



Step2 予測財務諸表を作成する

将来計画

- ✓ 経営計画
- ✓ 経営者による予想
- ✓ アナリスト予想

過去業績分析

- ✓ 運転資本
- ✓ 資本的支出
- ✓ セグメント利益

価値ドライバー

- ✓ ROIC
- ✓ 成長性
- ✓ 資本コスト

	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
売上高					
営業費用					
営業利益					
法人税等					
NOPAT					
減価償却費等					
運転資本					
資本的支出					
FCF					

Step3 資本コストを算出する

投下資本の資本コストを算出。米国企業は平均で8～15%。日本企業は5～8%であるといわれる。一般的には有利子負債コストは当該企業に対する格付けをベースに、株主資本に対する資本コストは市場 β (市場リスク)をベースに決定されることが多い。

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times r_E + \frac{D}{E + D} \times (1 - \tau) \times r_D$$

WACC:加重平均資本コスト E:株主資本時価総額 D:有利子負債 τ :法人税率

$$r_E:株主資本コスト率 = r_F + \beta \times (r_M - r_F)$$

r_F :無リスク利率 r_M :市場Index利益率 $(r_M - r_F)$:市場リスク・プレミアム
 β :市場 β r_D :有利子負債コスト率 = r_F + 格付けに応じた信用リスク・プレミアム

※ r_D は実績値をベースに算出することもできる。

Step3 株主資本コスト

$$\text{株主資本コスト率} = r_F + \beta \times (r_M - r_F)$$

【無リスク利率】

- ✓ 日本では10年ものの国債利回りを活用するケースが多い。

http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/d/ata/jgbcn_all.csv

- ✓ 米国では20年ものの国債利回りを活用するケースが多い。
- ✓ M&A時などでは評価時点での数値を選ぶなど客観性を担保。過去の平均値を活用するケースもある。

日本・国債10年もの利回り



【市場ベータ】

- ✓ 市場ベータはIndexとの株価連動性。市況の変動をどれほど受けやすいかを示す。
- ✓ Bloomberg、Barraなどで提供。
<http://www.bloomberg.co.jp/>
- ✓ BloombergやBarraなどで提供する市場βは直近値であるケースが多い。自分で算出する場合は、Excelなどの関数を利用。
- ✓ Bloombergは過去2年の週次データより算出。

$$R_{i,t} = \alpha + \beta \times R_{m,t}$$

- ✓ 実際に算出してみると、上記モデルの説明力が低いケースも多い。このため、Bloomの原則を活用し、修正βを算出するケースも多い。

$$\text{修正}\beta = 0.667 \times \text{未修正}\beta + 0.333 \times 1$$

【市場リスクプレミアム(ERP)】

- ✓ 市場リスクプレミアムは、投資家が株式で運用する場合、どれほど無リスク資産での運用に追加的なリターンを求めるか。
- ✓ イボットソン・アソシエーツが毎年市場リスクプレミアム等を算出し、販売。

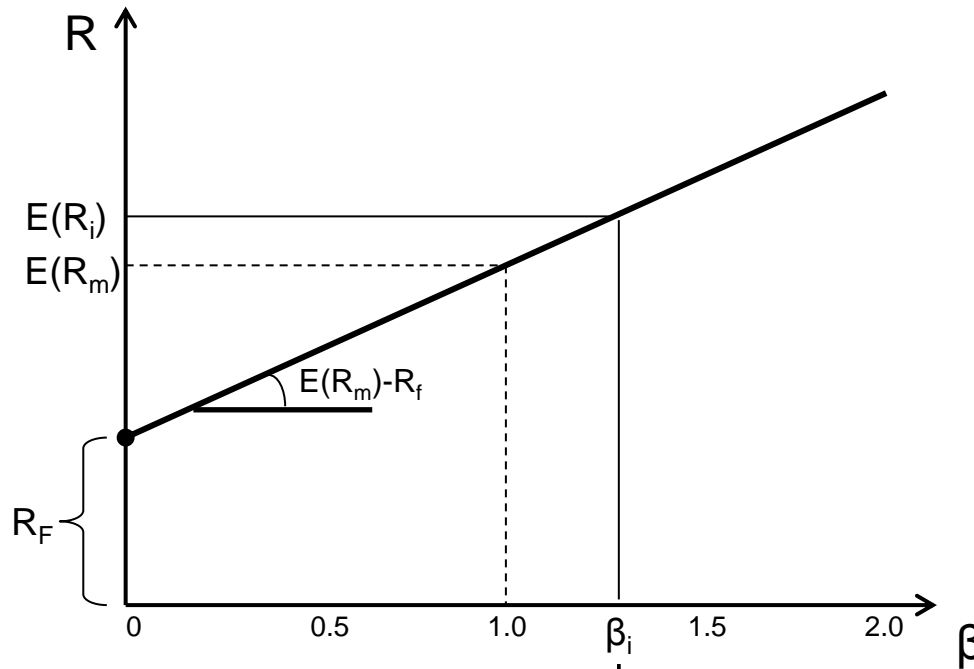
https://www.ibbotson.co.jp/productservice/cost_of_capital.html/

計測期間	期間	Historical ERP
1952-2016年	64年間	8.90%
1960-2016年	56年間	6.00%
1970-2016年	46年間	5.10%
1980-2016年	36年間	3.80%

- ✓ Dimson et al (2011)では1900-2010年で世界各国の市場リスクプレミアムを算出。日本は5.9%。
- ✓ 伊藤レポートでは海外機関投資家が日本企業への株式投資に7.2%の期待収益率を求めていることを確認している。Fernandez et al(2014)では5.4%。
- ✓ 監査法人系は5%のERPを設定することが多い。
- ✓ カネボウの訴訟では、1955-2010年のLong-term ERP 6.9%で算出。1955-2014年で7.9%。
- ✓ 規模効果、成長株効果、モメンタム、カントリーリスク、為替リスクなどを勘案するケースもある。

市場ベータの概念

$$\text{株主資本コスト率} = r_F + \beta \times (r_M - r_F)$$



投資家は、株式市場を通じてポートフォリオを組みリスク分散できることから、他の株式と連動度の低い株式のほうがリスクが低い。一方で、業界固有の事業リスクに加えて、DEレシオが高いとその分、事業リスクが増幅され、リスクが高まる。

$$\text{Levered } \beta = \text{Unlevered } \beta \times \left(1 + \frac{D(1-\tau)}{E}\right)$$

【経済環境の影響】

- ✓ 市場(景気)変動との連動
- ✓ ボラティリティー比

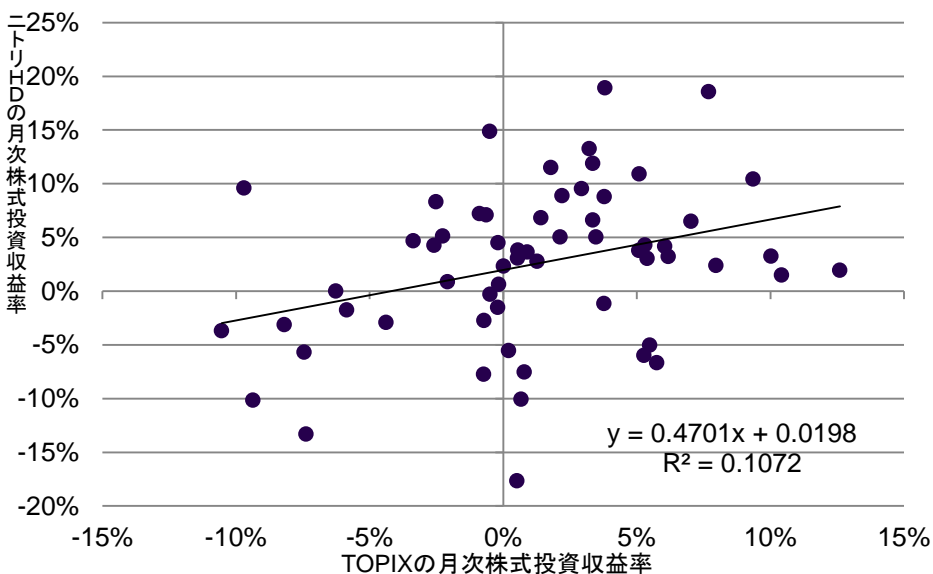
【財務リスクと事業リスク】

- ✓ DEレシオ→財務リスク
- ✓ Unlevered β →事業リスク

市場ベータの推定

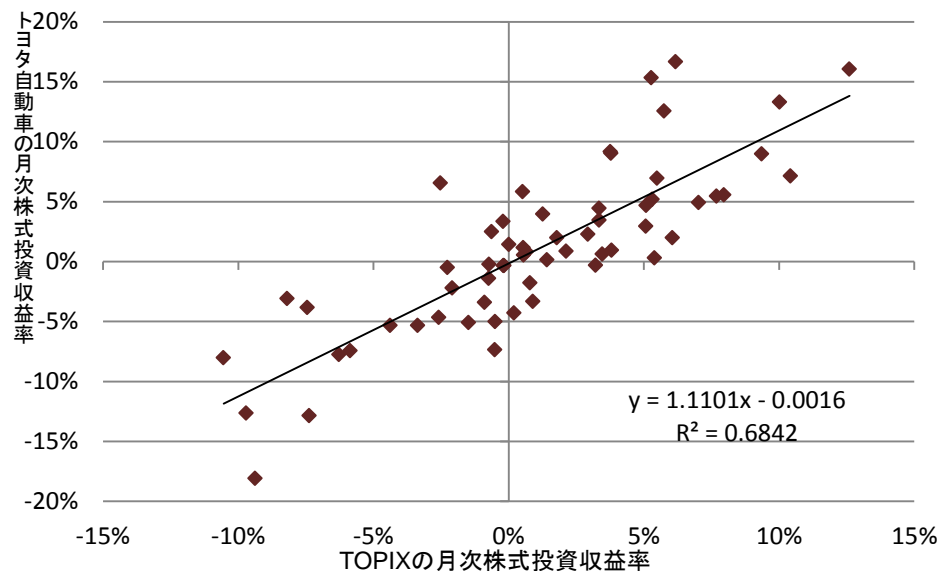


■ニトリHD



※2012年3月～2017年2月までのデータから算出。

■トヨタ自動車



※2012年4月～2017年3月までのデータから算出。

市場INDEXに対して、ニトリの株価は安定していることから相対的に経済環境の変化に対して、同社の評価については影響を受けにくいことが確認できる。一方で、トヨタ自動車は経済環境の変化に対して、連動して影響を受ける傾向がある。

リスクプレミアムの推計手法(応用)

■ローカル法

手法	内容	長所	短所
ヒストリカル	各国株式市場のローカルインデックスの月次リターンを過去長期間にわたって平均	実務で最も活用されている手法。	長期の配当込みリターンを測定。市場の効率性を前提。
インプライド	市場のコンセンサス予想と時価総額から市場に織り込まれている将来の期待収益率を逆算。	現在のモデルに織り込まれている将来の期待収益率を直接計算。	アナリスト予想などのデータ(2期予想)が必要。

■グローバル法

S&P500のヒストリカルリスクプレミアムをベースに、各国市場と米国市場間のリスク差を調整。

手法	内容	長所	短所
業種・規模調整	S&P500構成銘柄を母集団とした回帰分析によって、各企業のベータを業種・規模で調整するモデルを作成し、市場リスク調整係数を算出。	時系列で数値のばらつきが小さく安定的	各国ごとに業種・規模別のリターンが必要。
ベータ調整	S&P500リターンと各国市場ローカルインデックスリターンの回帰分析によって市場リスク調整係数を算出。	ローカルインデックスが短期でも算出可能。データ入手可能性が高い。	ローカル市場のイベントに応じて妥当性が増減。
ボラティリティ調整	S&Pリターンと各国市場ローカルインデックスリターンのボラティリティ比によって市場リスク調整係数を計算。	分散効果を無視して、市場の相対変動リスクのみを考慮する。	ローカル市場のイベントに応じて妥当性が増減。

Implied Cost of Capitalの推定

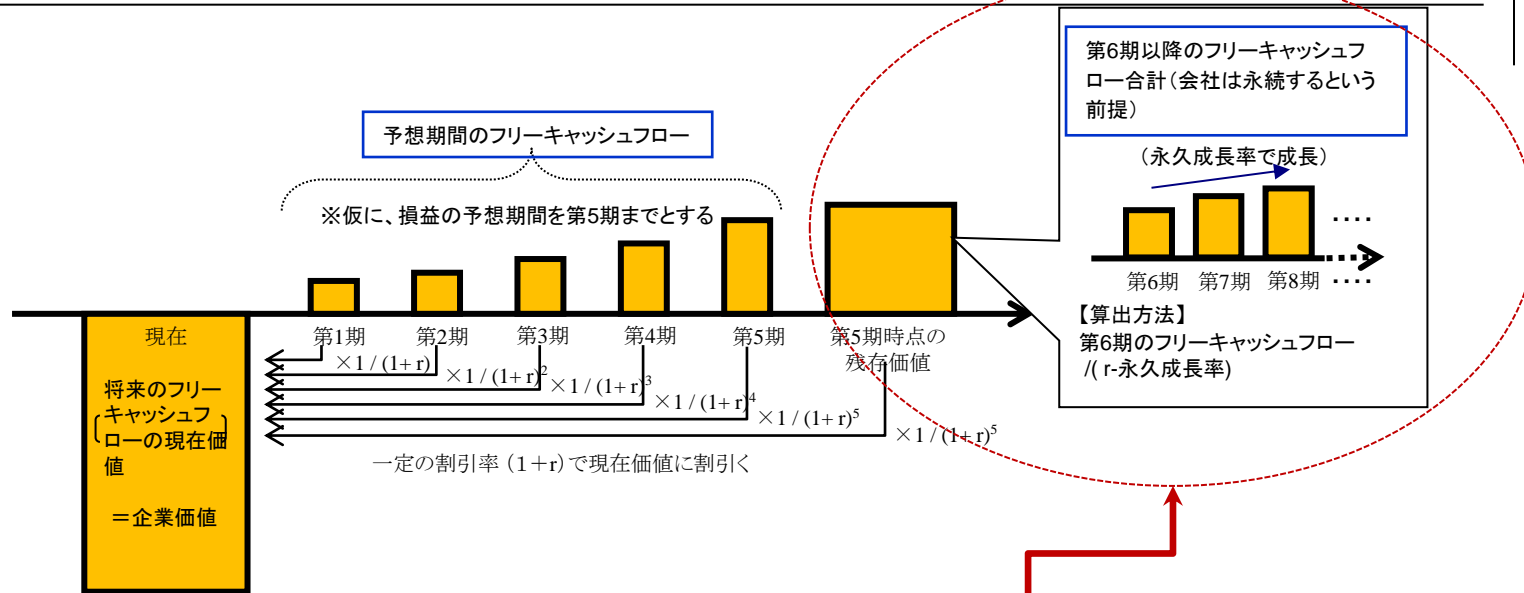
超過利益モデルを前提とした場合、将来ROEや純資産についての予測情報が入手できるようであれば、それを基礎に株主資本コストを予測することが可能である。

$$\begin{aligned}MV_t &= BV_0 + \frac{NI_1 - BV_0 \times r_E}{(1+r_E)} + \frac{NI_2 - BV_1 \times r_E}{(1+r_E)^2} + \frac{NI_3 - BV_2 \times r_E}{(1+r_E)^3} + \dots \\ &= BV_0 + \frac{NI_1 - BV_0 \times r_E}{(1+r_E)} + \frac{NI_2 - BV_1 \times r_E}{(1+r_E)^2} + \dots + \frac{NI_{12} - BV_{11} \times r_E}{(1+r_E)^{12}} + \frac{(NI_{12} - BV_{11} \times r_E) \times (1+g)}{(r_E - g)(1+r_E)^{12}} \\ &= BV_0 + \frac{BV_0 \times (ROE_1 - r_E)}{(1+r_E)} + \frac{BV_1 \times (ROE_2 - r_E)}{(1+r_E)^2} + \dots + \frac{BV_{11} \times (ROE_{12} - r_E)}{(1+r_E)^{12}} + \frac{BV_{11} \times (ROE_{12} - r_E) \times (1+g)}{(r_E - g)(1+r_E)^{12}}\end{aligned}$$

前提:

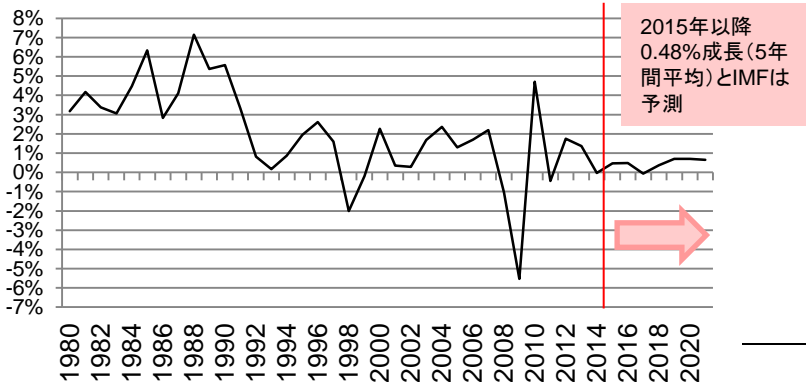
- ①ROEについては次期以降3期分の予測データを活用。
- ②3期目～12期目まではROEが業界平均に収束することを想定。
- ③クリーンサープラス条件
- ④配当性向は一定→自己資本の増分は内部留保のみ。

Step4 企業価値を評価する

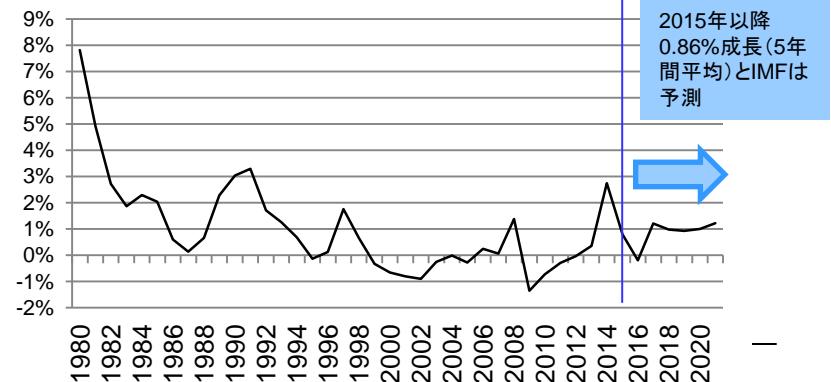


$$\text{Enterprise Value} = \frac{FCF_{i,1}}{(1+r)^1} + \frac{FCF_{i,2}}{(1+r)^2} + \frac{FCF_{i,3}}{(1+r)^3} + \frac{FCF_{i,4}}{(1+r)^4} + \frac{FCF_{i,5}}{(1+r)^5} + \sum \frac{FCF_{i,6}}{(r-g)(1+r)^5}$$

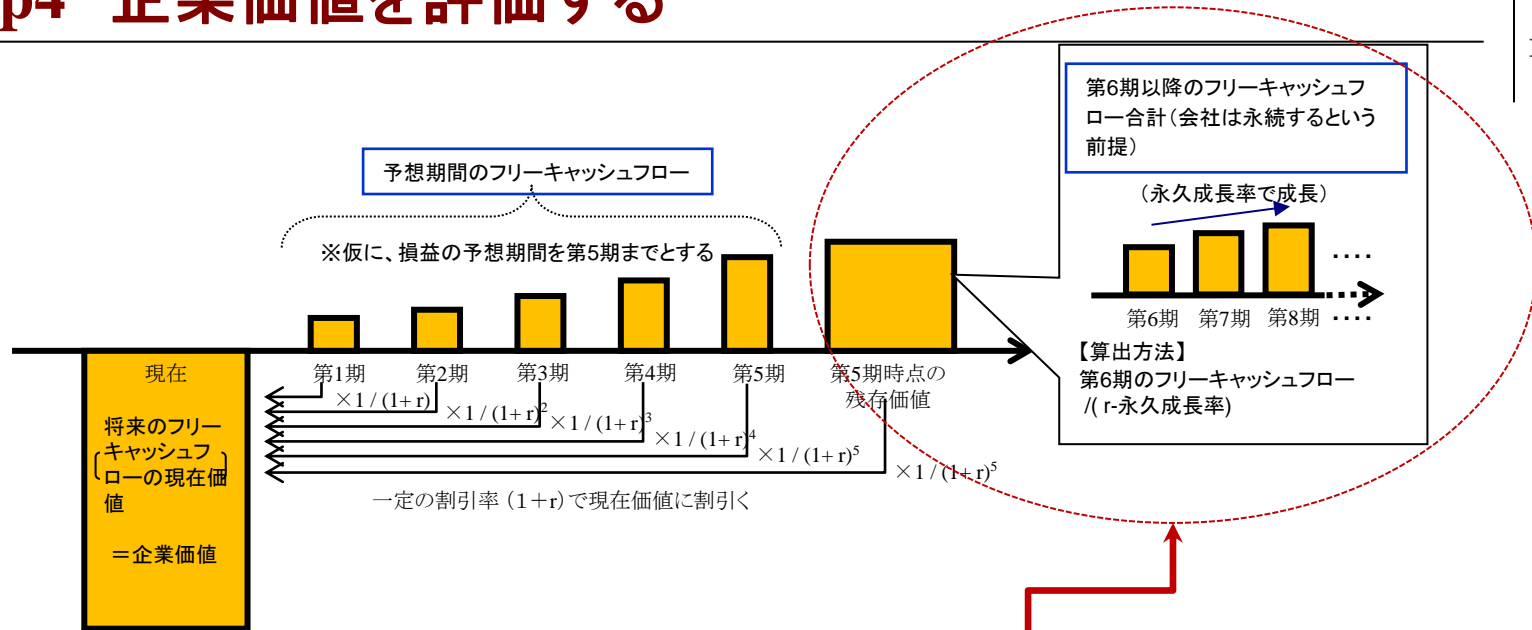
名目GDP成長率(日本)



インフレ率(日本)

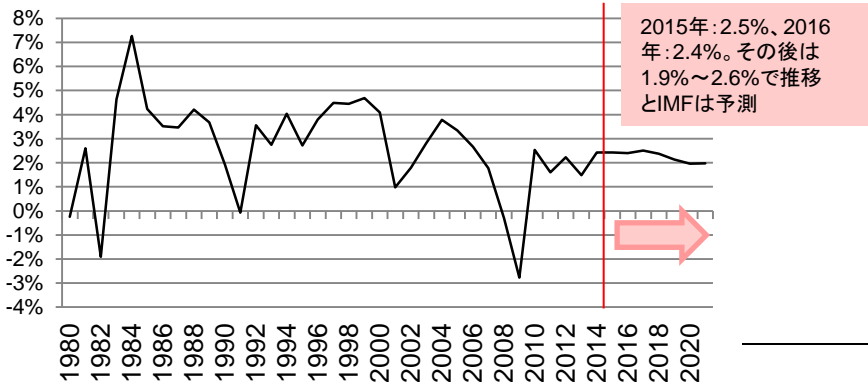


Step4 企業価値を評価する

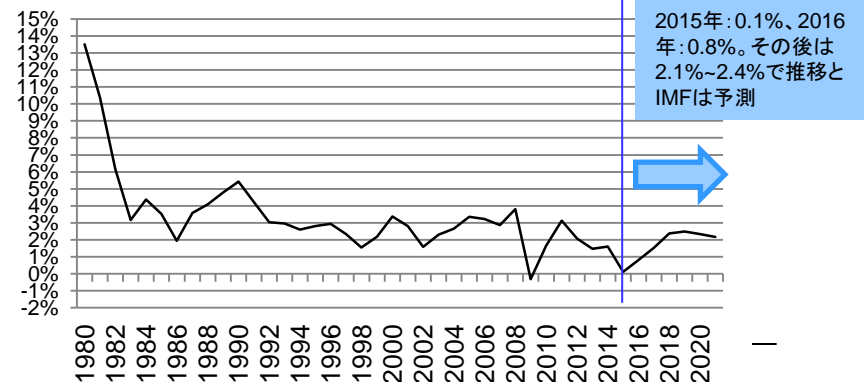


$$Enterprise\ Value = \frac{FCF_{i,1}}{(1+r)^1} + \frac{FCF_{i,2}}{(1+r)^2} + \frac{FCF_{i,3}}{(1+r)^3} + \frac{FCF_{i,4}}{(1+r)^4} + \frac{FCF_{i,5}}{(1+r)^5} + \sum \frac{FCF_{i,6}}{(r-g)(1+r)^5}$$

名目GDP成長率(米国)



インフレ率(米国)



Step5 価値評価額の検証

感応度分析

- ✓ 経営計画
- ✓ 経営者による予想
- ✓ アナリスト予想

一定成長モデル

- ✓ FCF
- ✓ 資本コスト
- ✓ 成長率

倍数法・乗数法

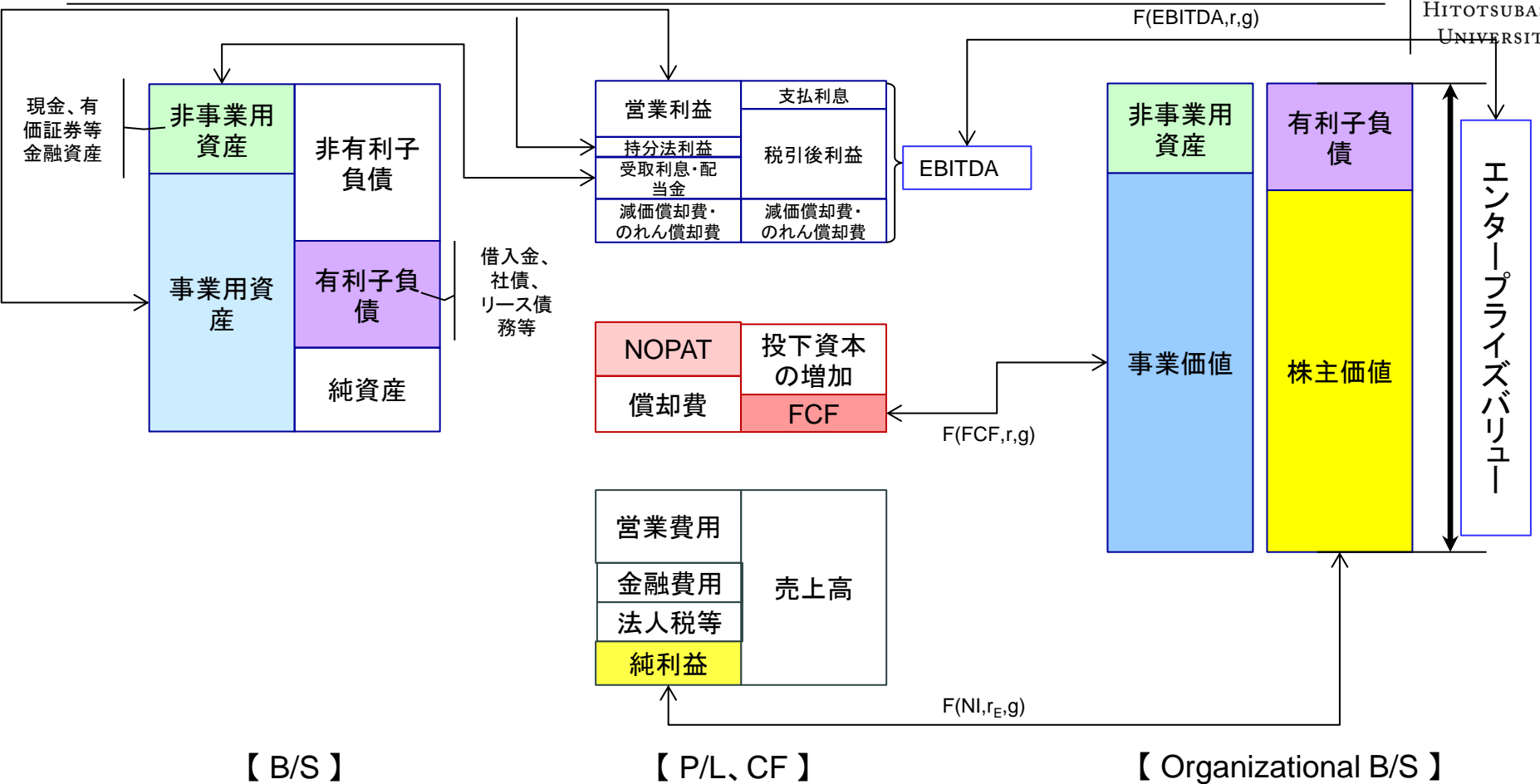
- ✓ ROIC
- ✓ 成長性
- ✓ 資本コスト

ファンダメンタル評価では、その企業の競争力や業績、財務状況などに着目し、将来にわたって生み出される将来CFを現在価値に割り引くことで多面的に企業価値を推定。

→誰がどのような情報を評価するかによって、算出される企業価値は大きく変わってくる。CEOは時にM&Aを実現させるために、高い価値での提案を求める傾向がある。それはどこに現れるか。

逆に現在の株価水準から、株式市場のプレイヤーが自社に何を期待しているのかを推定することが可能(エクスペクテーション投資)。そうした株式市場のプレイヤーからの期待が企業が推定する将来CFとどのように異なるか、なぜ異なるかを検討することで、どのような対話を投資家と展開し、社内での対話を展開していくべきか検討することが可能となる。

倍数法の適用



- 【論点】**
- ✓ 類似会社としてどのような企業を選択するか。
 - ✓ 過去の企業の実績と比べるとした場合、どのタイミングが適切か。
 - ✓ Sum of the Parts分析

価値算出シミュレーション

ニトリHDの価値評価 論点



論点①各変数の設定の時間軸をどのように設定するか。

■国債10年利回り

年月	期間	利率
2017年7月31日	直近	0.078%
201608-201707	1年	0.023%
201208-201707	5年	0.389%
200708-201707	10年	0.830%
199708-201707	20年	1.172%
198708-201707	30年	2.394%
198608-201707	31年(最長)	2.492%

■市場リスクプレミアム

年月	期間	利率
201601-201706	直近	5.1%
200601-201706	1年半	4.1%
199601-201706	10年半	4.3%
198601-201706	20年半	4.1%
198001-201706	26年半	4.9%
197001-201706	36年半	5.9%
196001-201706	46年半	6.3%
195501-201706	52年半	7.6%
195201-201706	55年半(最長)	9.0%

論点②FCFの予測期間はどれほどが適切か

論点③永久成長率をどのように設定するか

論点④類似会社比較倍数法で抽出すべき競合企業は

論点⑤過去のどの時点の倍数にフィットするか

自社の理論価値を算出してみましょう。 市場は自社に何を期待しているのか？



- 作業① 自社の現状や将来計画に基づいて、今後5年間のFCFを入力してください。それに加えて、永久成長率を入力してください(DCF法)。
- 作業② 自社の現在のファンダメンタルの状況に類似した企業をとりあげて、倍数を入力してください。また過去における自社の状況において現在のファンダメンタルに近い状況の倍数を入力してください(倍数法)。
- 作業③ 自社のFCFが長期的にどれほど成長するか、概算で結構ですので入力ください(一定成長モデル)。
- 作業④ 各モデルの特徴(長所、短所など)について整理してください。
- 作業⑤ 株式市場が御社のファンダメンタルズをどれほど織り込んでいるかを検討したうえで、なぜギャップが生じているのかについて検討してください。

本セッションの狙い(再掲)

企業価値創造をめぐるさまざまな論点に深く入り込む中で、企業価値評価のコアを修得いただき、自社の企業価値創造をめぐる現状についてより深く認識いただくこと。

【自社の企業価値】

企業名
時価総額

【日本競合企業の企業価値】

企業名
時価総額

【世界競合企業の企業価値】

企業名
時価総額

【御社の理論価値】

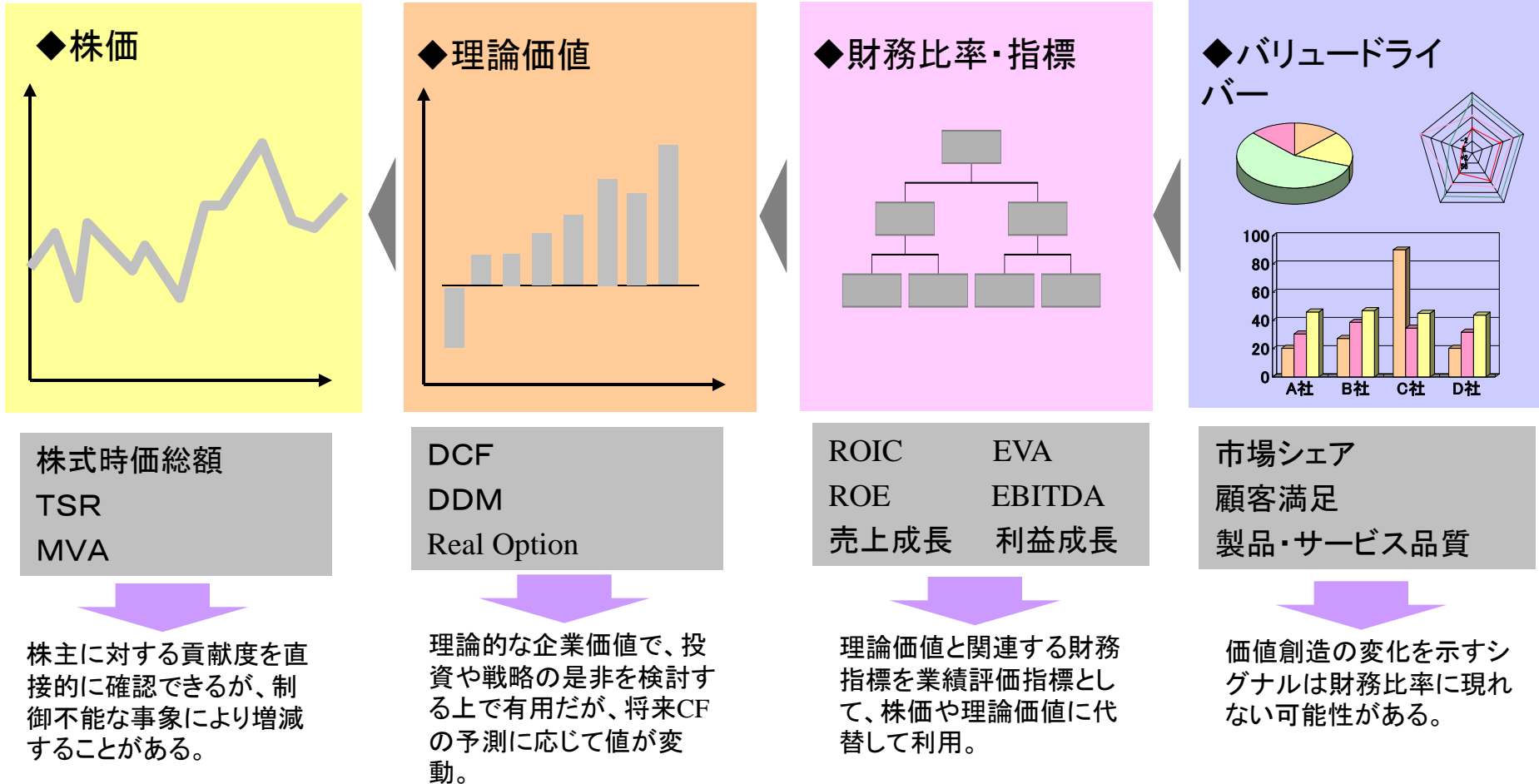
企業名
時価総額

2013年6月27日付の日本経済新聞で時価総額300社のCFOにアンケートしたところ、その6割が「自社の株価が割安」と回答。

日本および海外でのリーディングカンパニーに対して、グローバル市場でより優位なポジションに立つため、いかに価値金額のギャップを埋めていくべきか？

価値創造上の論点

価値創造上のドライバーは？

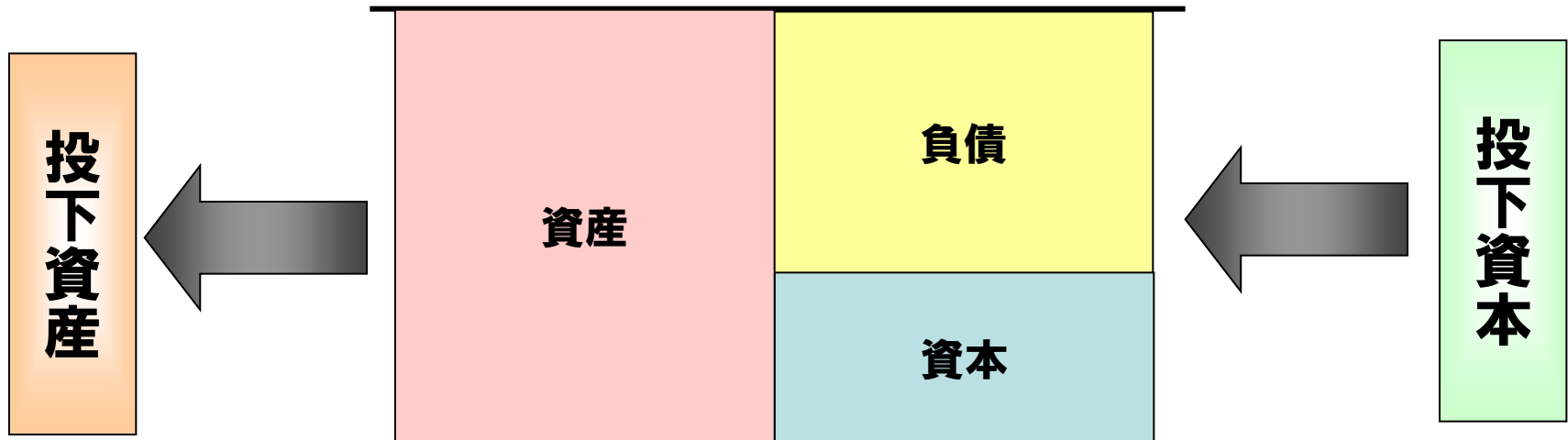


企業価値に関連する指標はさまざまであり、それぞれの指標をどのように利用しわけるかがポイントとなる。

企業価値創造の本質



貸借対照表



【投資先・資金用途】 【資金調達源泉】

企業側の資産から
獲得した利益は？

ROA

> : 企業価値を創造

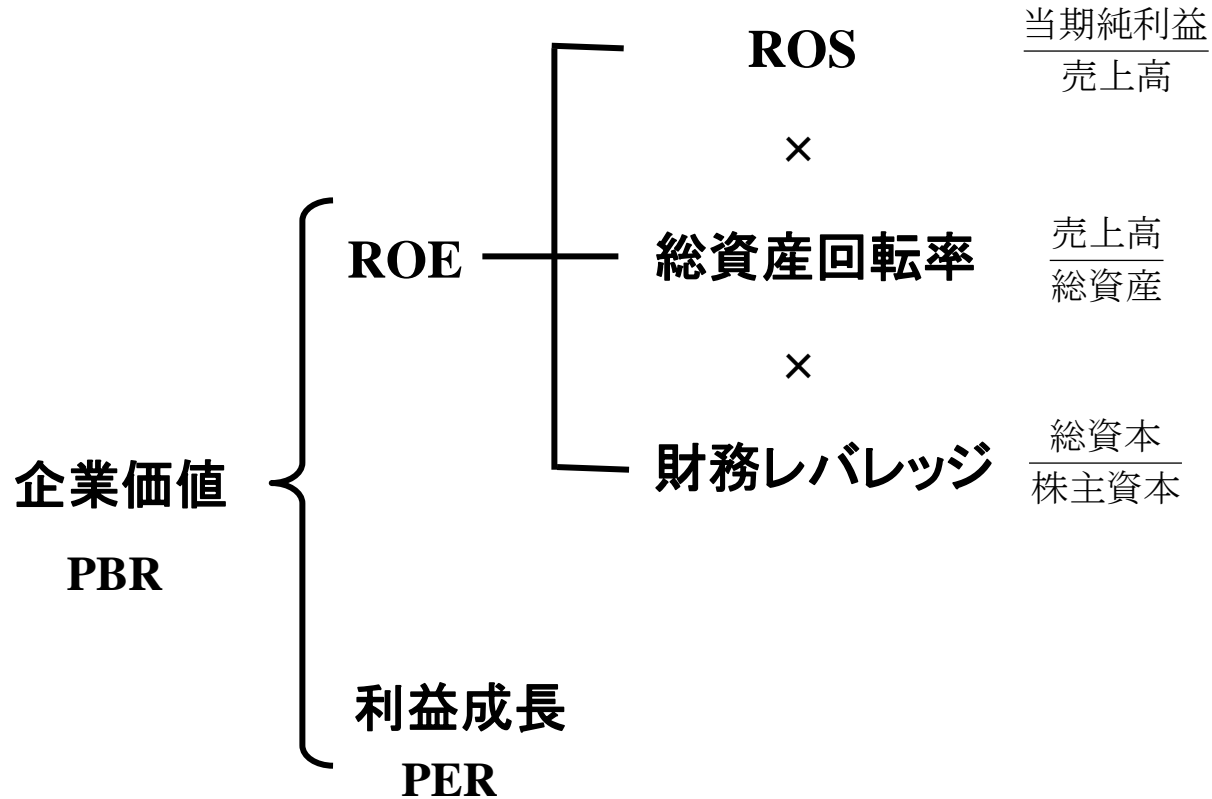
= : 企業価値に中立

< : 企業価値を破壊

資金提供者の期待
リターンは？

投下資本コスト

価値創造上のドライバーは？

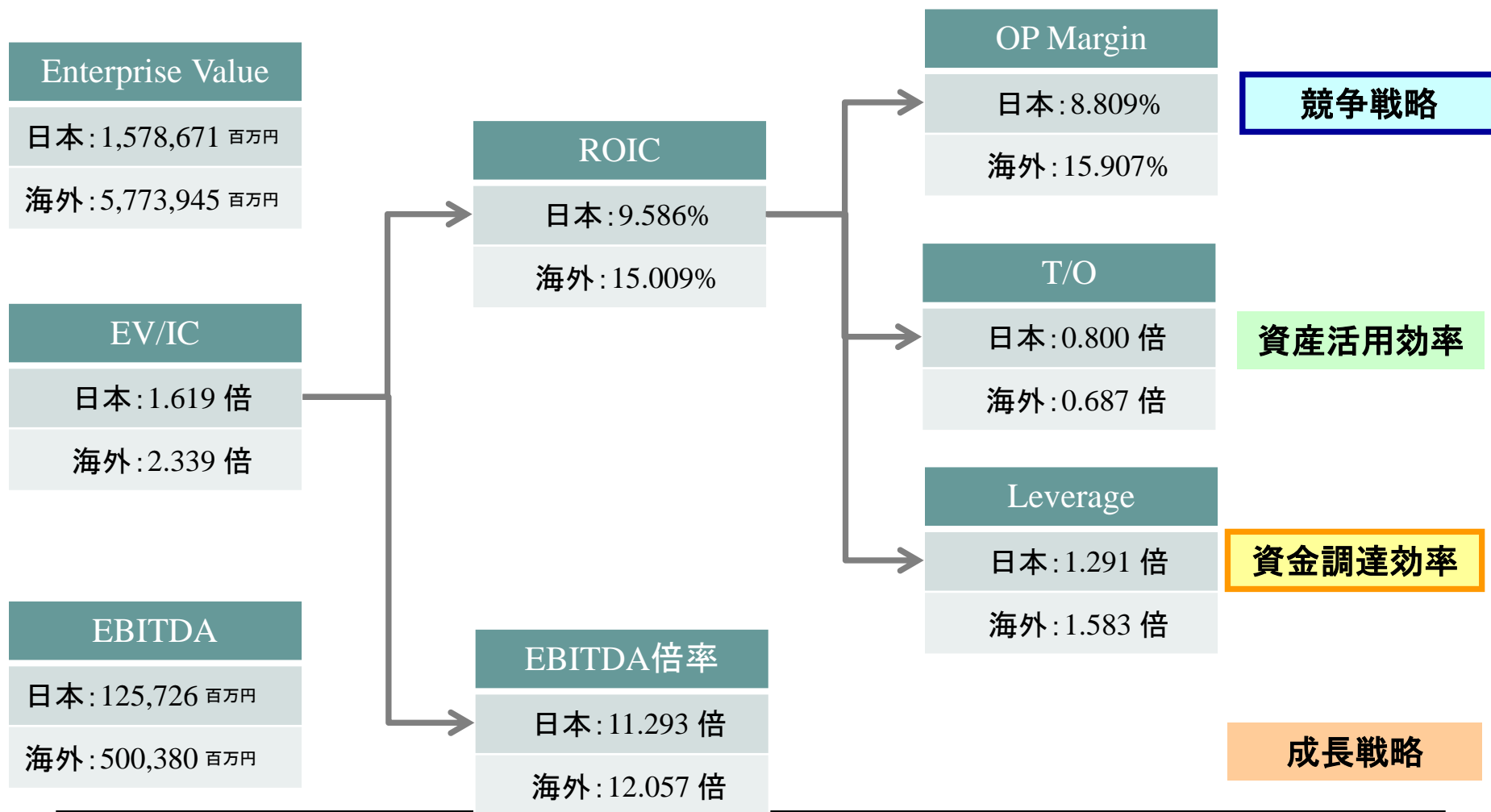


日本企業と海外企業 企業価値ギャップ 各バリュードライバー(中央値)



KEIO
UNIVERSITY

同一業界で比較した場合、グローバルNo.1企業は日本No.1企業の4倍前後の Enterprise Valueを計上。その多くはEBITDA水準、OP Margin、Leverageが影響。



企業価値創造企業から
学ぶべきこと

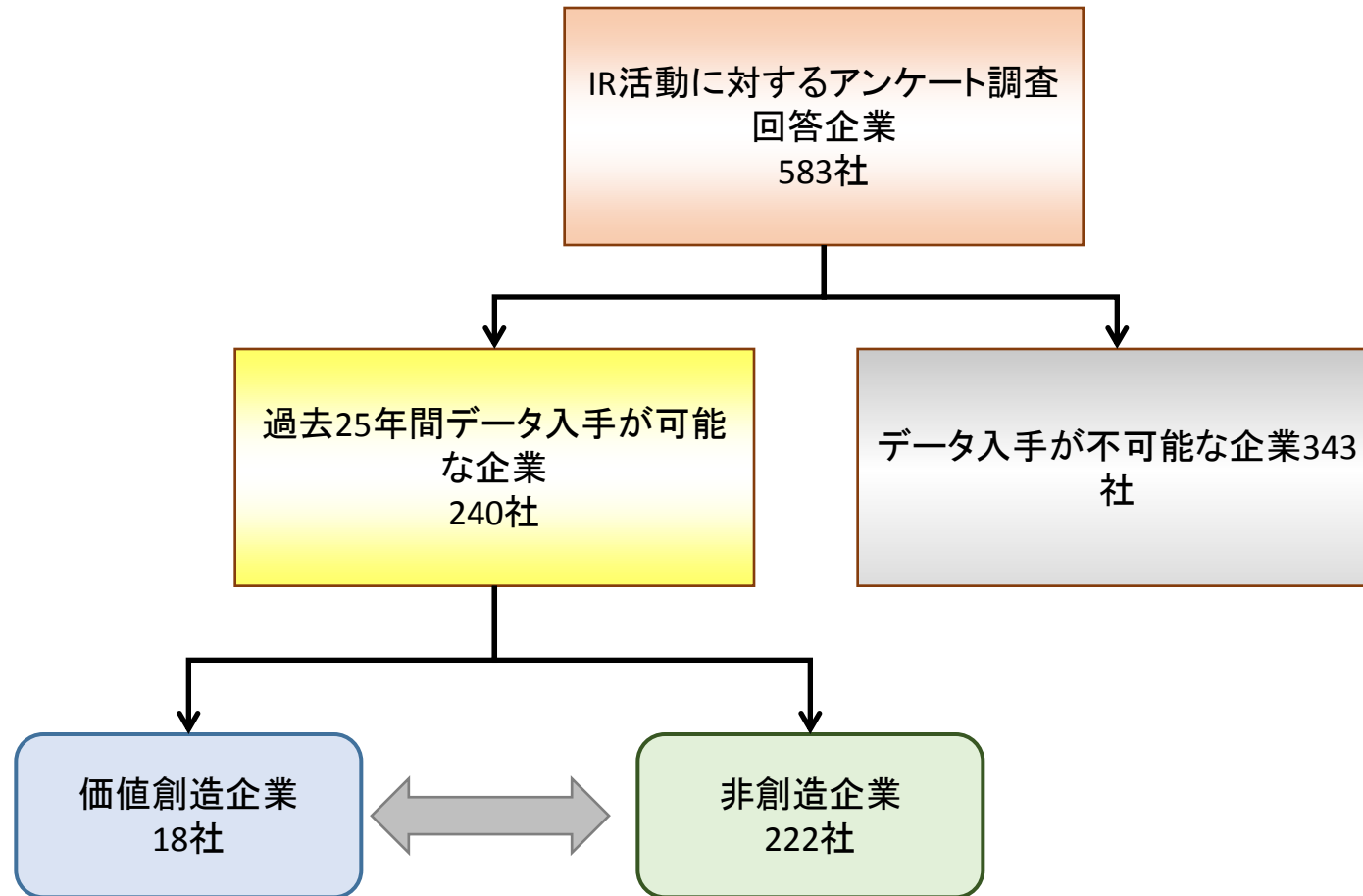
価値創造企業の特徴

NEEDS Financial Questにてデータが収集できる上場企業3,591社の中から、1988年4月～2013年3月まで連続してデータを収集できる1,263社をベースに価値創造企業、非創造企業を峻別

順位	会社名	順位	会社名	順位	会社名	順位	会社名	順位	会社名
1位	キーエンス	22位	豊田通商	43位	ユタカフーズ	64位	東芝プラントシステム	85位	エンプラス
2位	久光製薬	23位	リンナイ	44位	日本光電	65位	ヤクルト本社	86位	京セラ
3位	ヒューリック	24位	新興プランテック	45位	村田製作所	66位	TOA	87位	スタンレー電気
4位	ユニ・チャーム	25位	本田技研工業	46位	ヒロセ電機	67位	アステラス製薬	88位	大同メタル工業
5位	シマノ	26位	ダイキン工業	47位	アイシン精機	68位	日本ピラー工業	89位	日本梱包運輸倉庫
6位	日揮	27位	堀場製作所	48位	コマツ	69位	ファミリーマート	90位	東海ゴム工業
7位	コナミ	28位	イビデン	49位	リンテック	70位	日立建機	91位	イズミ
8位	キヤノン	29位	タチエス	50位	日東電工	71位	トヨタ自動車	92位	エクセディ
9位	参天製薬	30位	エーザイ	51位	マキタ	72位	日産化学工業	93位	NOK
10位	トヨタ紡織	31位	TPR	52位	東洋水産	73位	三井物産	94位	シンニッタン
11位	エア・ウォーター	32位	豊田合成	53位	セコム	74位	ハイレックスコーポレーション	95位	ブリヂストン
12位	オリックス	33位	三浦工業	54位	ダイハツ工業	75位	みらかHD	96位	新光電気工業
13位	ケーヒン	34位	東燃ゼネラル石油	55位	ロート製薬	76位	豊田自動織機	97位	東邦チタニウム
14位	SMC	35位	ローム	56位	ファナック	77位	日立ハイテクノロジーズ	98位	チヨダ
15位	HOYA	36位	栗田工業	57位	住友ゴム工業	78位	アプラスフィナンシャル	99位	ビオフェルミン製薬
16位	近鉄百貨店	37位	東京エレクトロン	58位	オーエスジー	79位	青山商事	100位	武田薬品工業
17位	信越化学工業	38位	中外製薬	59位	オリンパス	80位	住友不動産	101位	藤倉化成
18位	スズキ	39位	日本橋梁	60位	東海理化電機製作所	81位	ヤマトHD	102位	富士重工業
19位	三菱UFJリース	40位	大和冷機工業	61位	メイテック	82位	デンソー	103位	クレディセゾン
20位	日比谷総合設備	41位	日本電産トーソク	62位	キヤノン電子	83位	アイカ工業	104位	ツムラ
21位	任天堂	42位	日医工	63位	テルモ	84位	ニコン	105位	住友商事

リサーチ方法 価値創造企業と非創造企業

NEEDS Financial Questにてデータが収集できる上場企業3,591社の中から、1988年4月～2013年3月まで連続してデータを収集できる1,263社をベースに価値創造企業、非創造企業を峻別

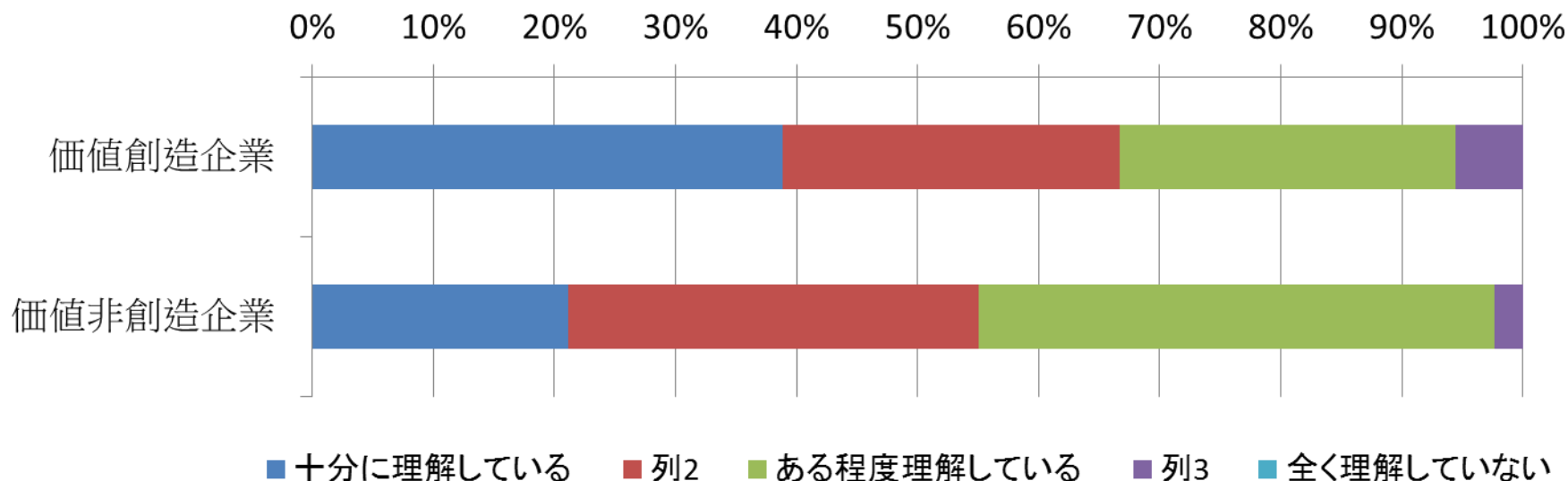


過去25年間において、Buy and Hold returnsで国債10年ものの利回りを上回るリターンを計上できている105社を価値創造企業、そうでない企業1,161社を価値非創造企業と位置付け、IRに対する意識を調査。

図3 投資家に対する経営陣の認識

(a) 企業の長期的な競争優位の構築のための活動

(4)日頃、御社が最も多く接している投資家について、御社の経営陣の認識に該当するものに1つに○印をご記入ください。



(b) 環境経営、社会貢献やCSRにかかわる活動

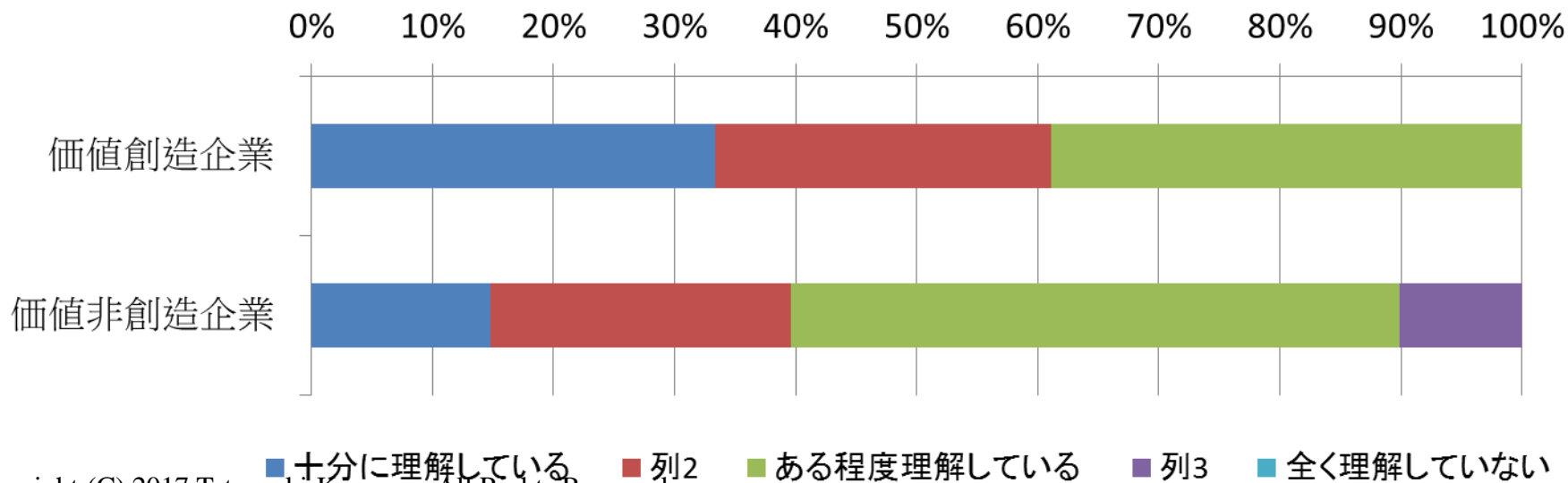
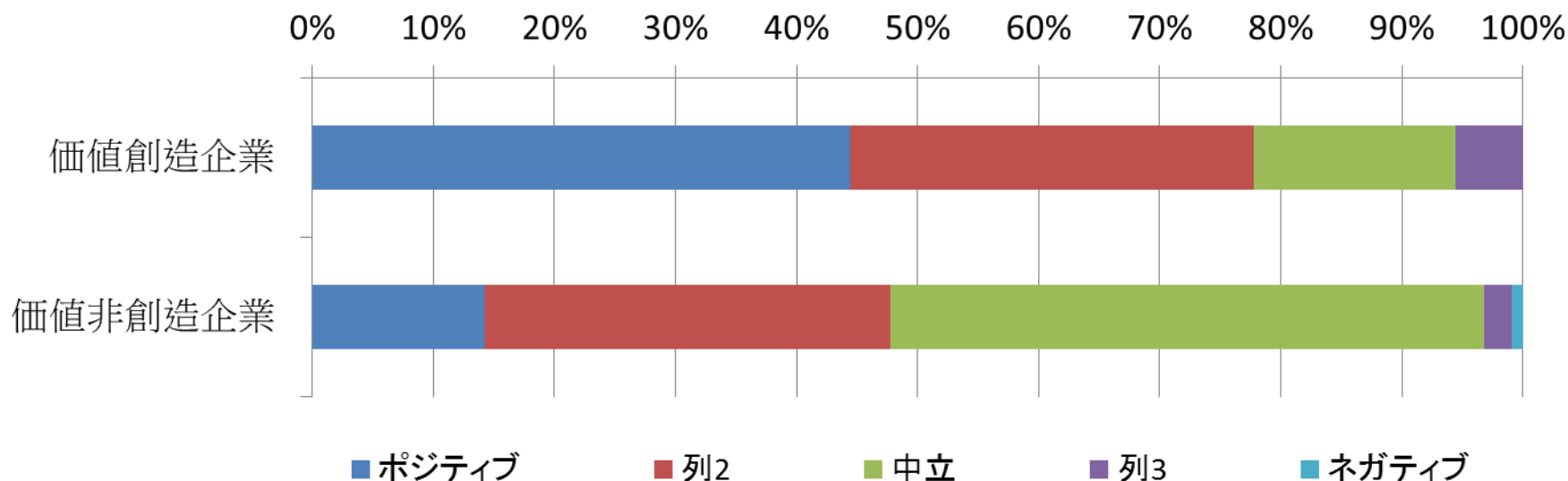


図3 投資家に対する経営陣の認識

(c) 株主・投資家対応が企業の持続的な価値創造に与える影響



(d) 投資家とのコミュニケーションから得られる経営活動への示唆

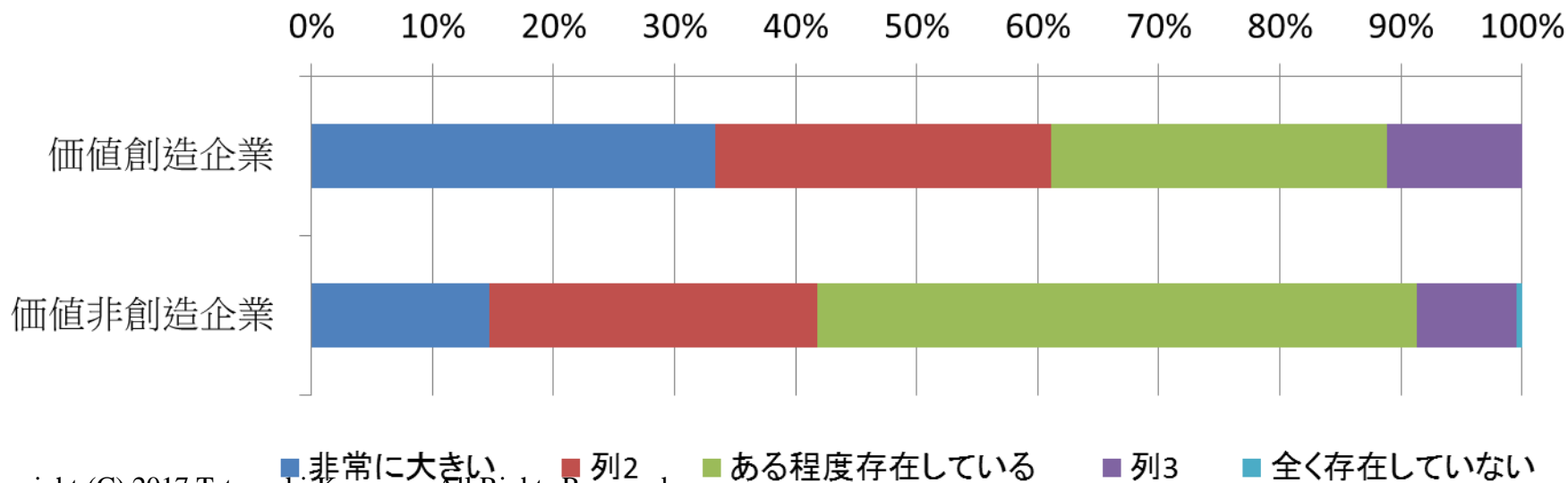


図4 経営理念等や企業文化の役割

(2)御社では、経営理念や共通の価値観がどのような役割を果たしていますか。下記の中で、それぞれ該当するもの1つに○印をご記入ください。

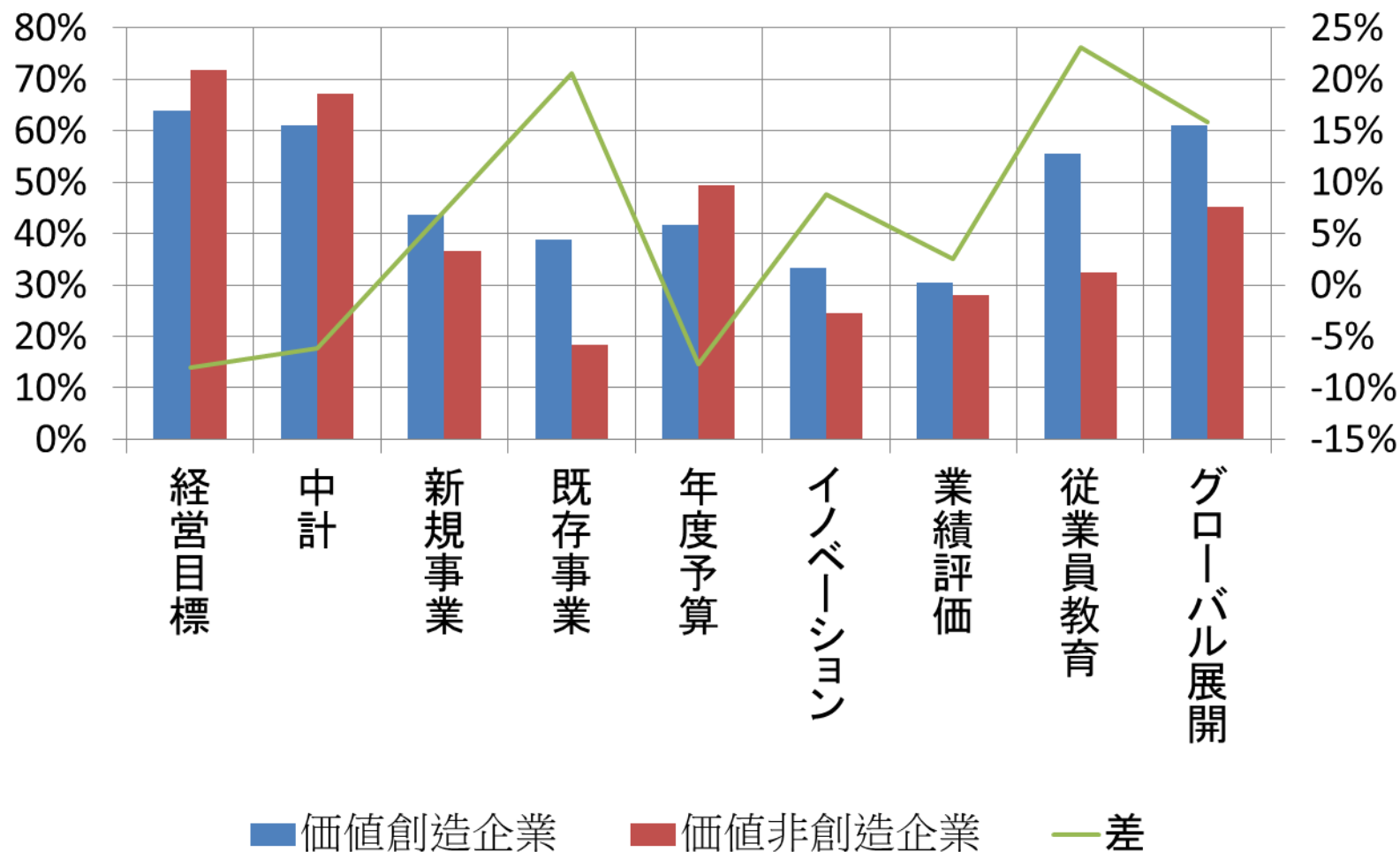


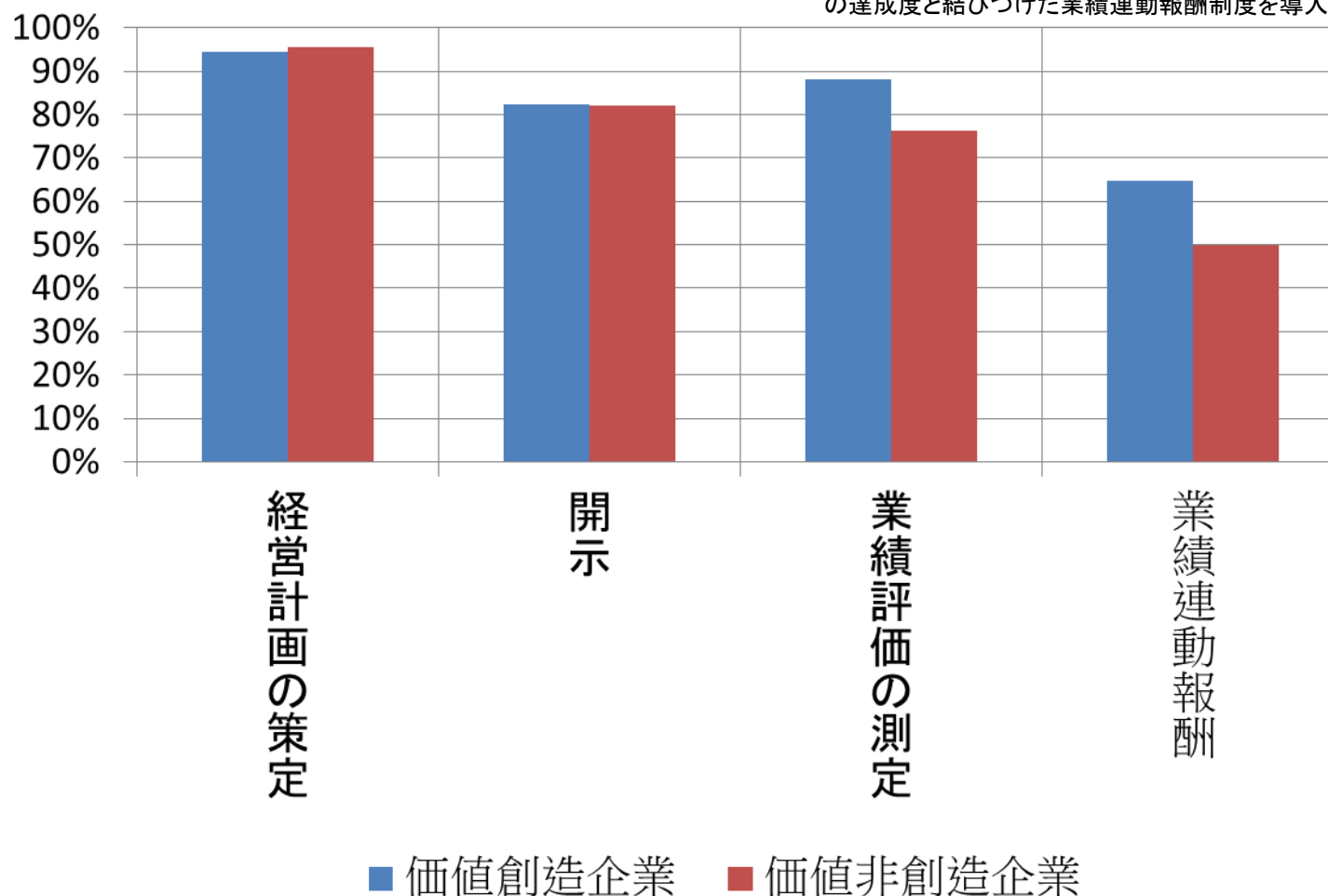
図5(a) 経営目標や中期経営計画

(2)御社では、中期経営計画、長期経営計画など3年以上にわたる経営計画を策定していますか。

(3)(2)で「1.はい」とご回答いただいた方におたずねします。御社では、経営計画を開示ないしは公表していますか。

(5)(a)御社では**経営計画の進捗の確認**のために定点観測するための業績評価指標を測定していますか。

(6)御社では経営目標・計画を着実に実現するため、経営目標・計画の達成度と結びつけた業績連動報酬制度を導入していますか。



■ 価値創造企業 ■ 価値非創造企業

図5(b) 経営目標・計画未達の責任

(7)御社で仮に経営目標や経営計画が達成できなかった場合、御社ではどのようにそれを投資家に説明することが多いですか。御社で説明することの多い内容について該当するものすべてに○印をご記入ください。

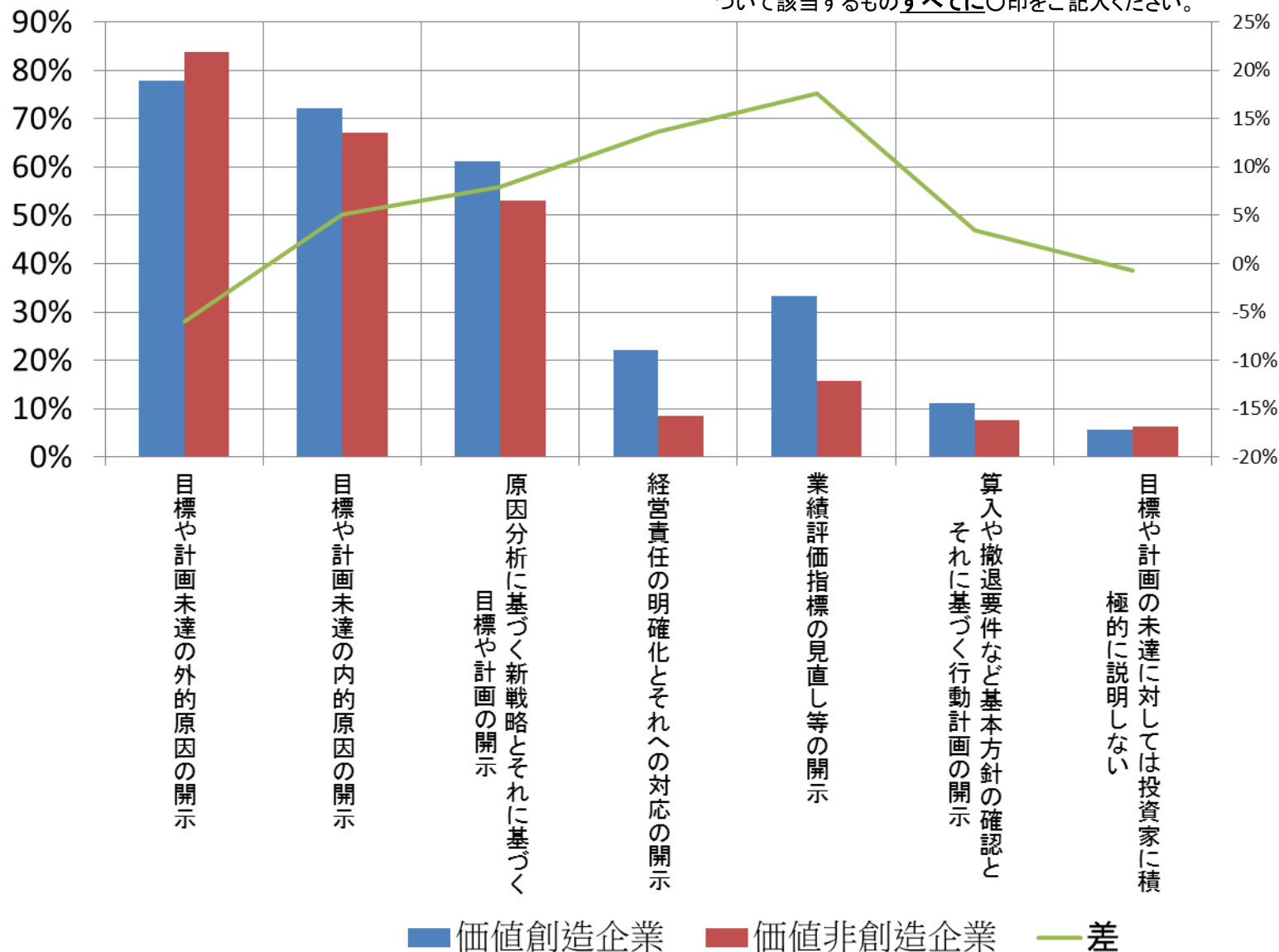
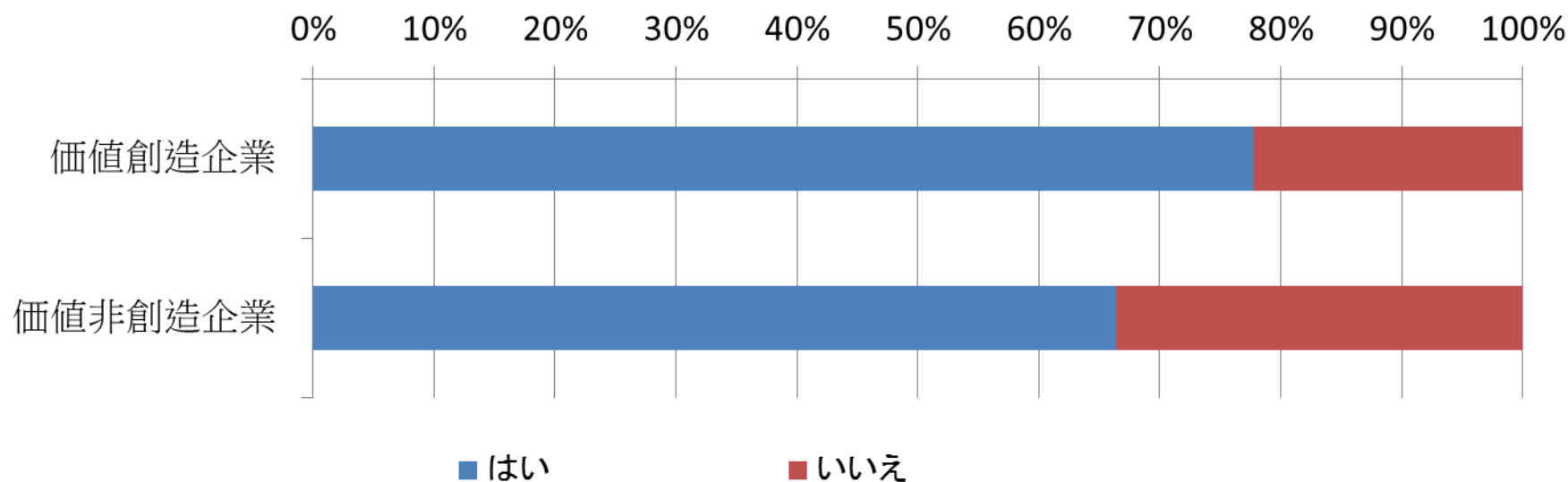


図6 ROEなどの利益率

(a) ROEに対する意識

(9)(a)経営活動の中でROEを意識されていますか。ご記入ください。



(b) ROEに対する姿勢を開示

(b)そうした利益率指標を開示活動において積極的に活用していますか。

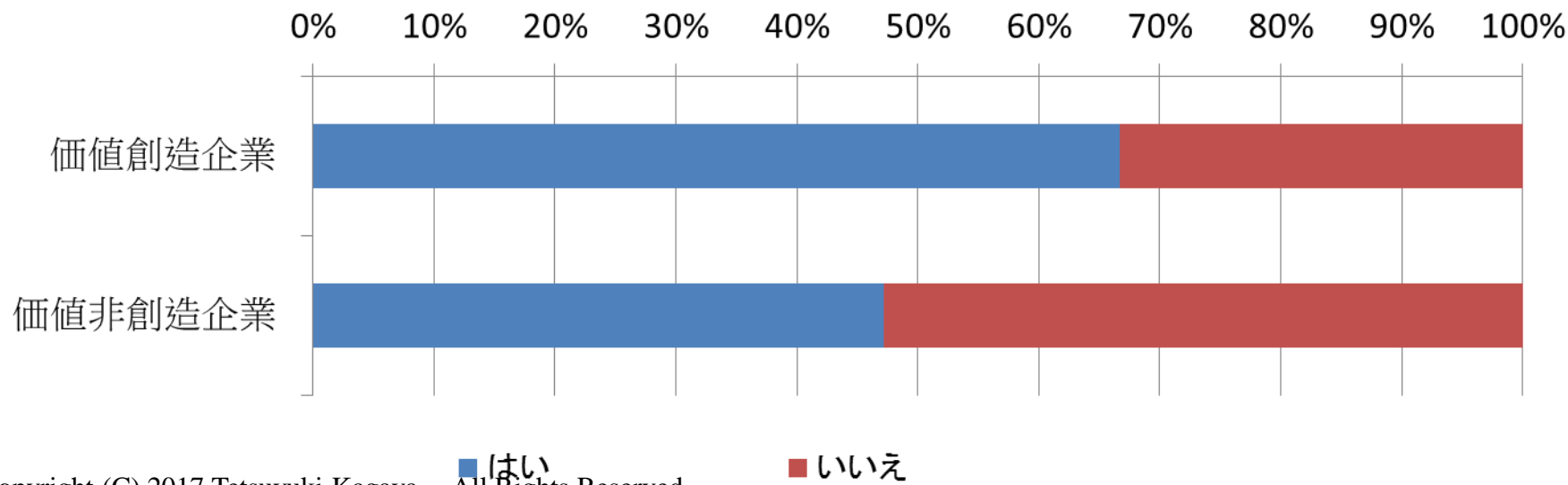


図6 ROEなどに対する意識

(c) ROEなどに対する意識を反映する経営行動

(d)(a)で掲げた利益率指標は経営活動のどのような側面で意識されていますか。該当するものすべてに○印をご記入ください。

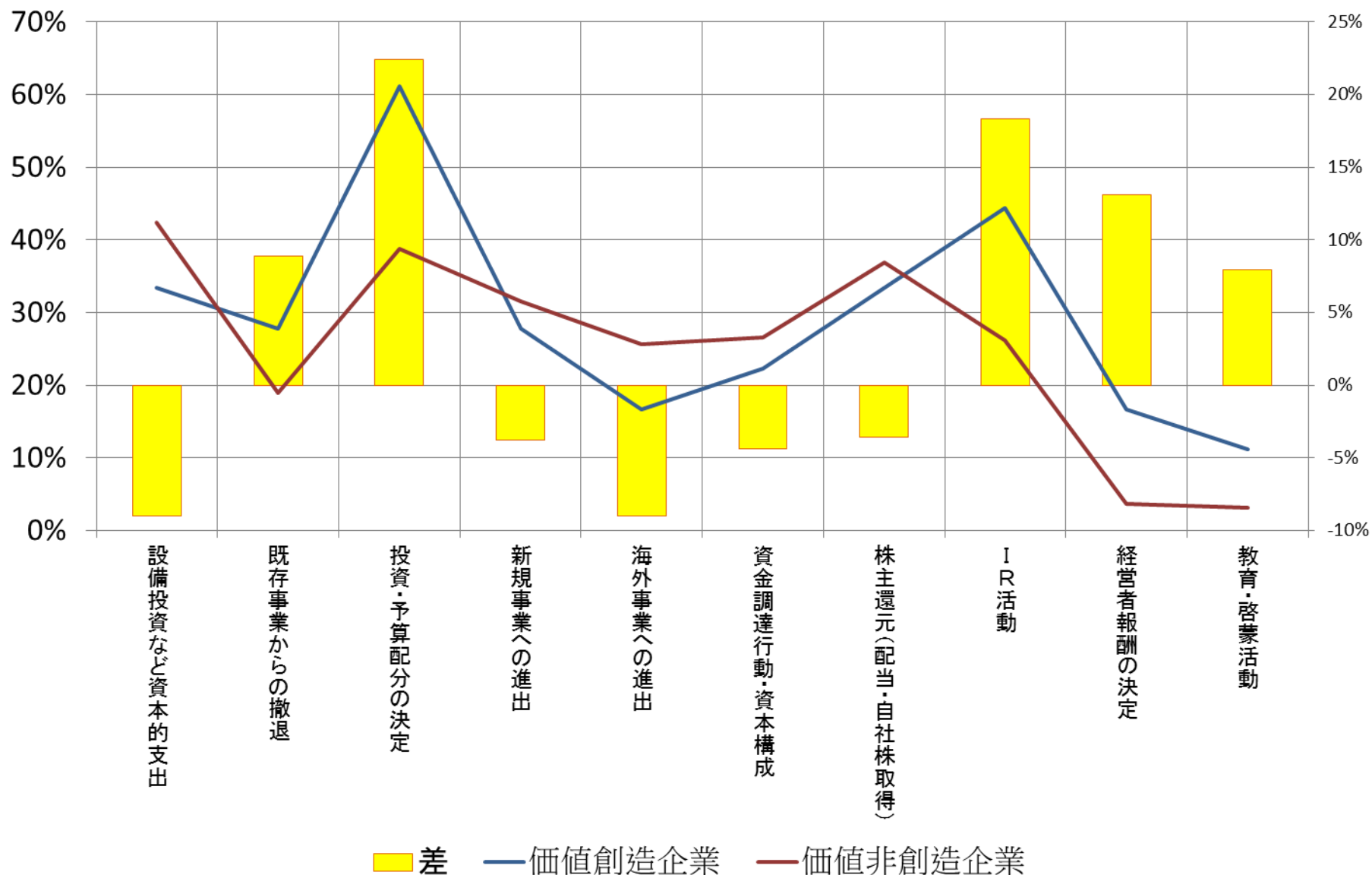


図7 コーポレート・ガバナンスの取り組み・開示

(a)御社では、株主や投資家からの信頼感を向上させ、企業価値を持続的に向上させるため、どのような取り組みを実施されていますか。

