

企業価値評価

Creating for values of firms

2018年8月19日

Tetsuyuki Kagaya

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



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

Contents



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

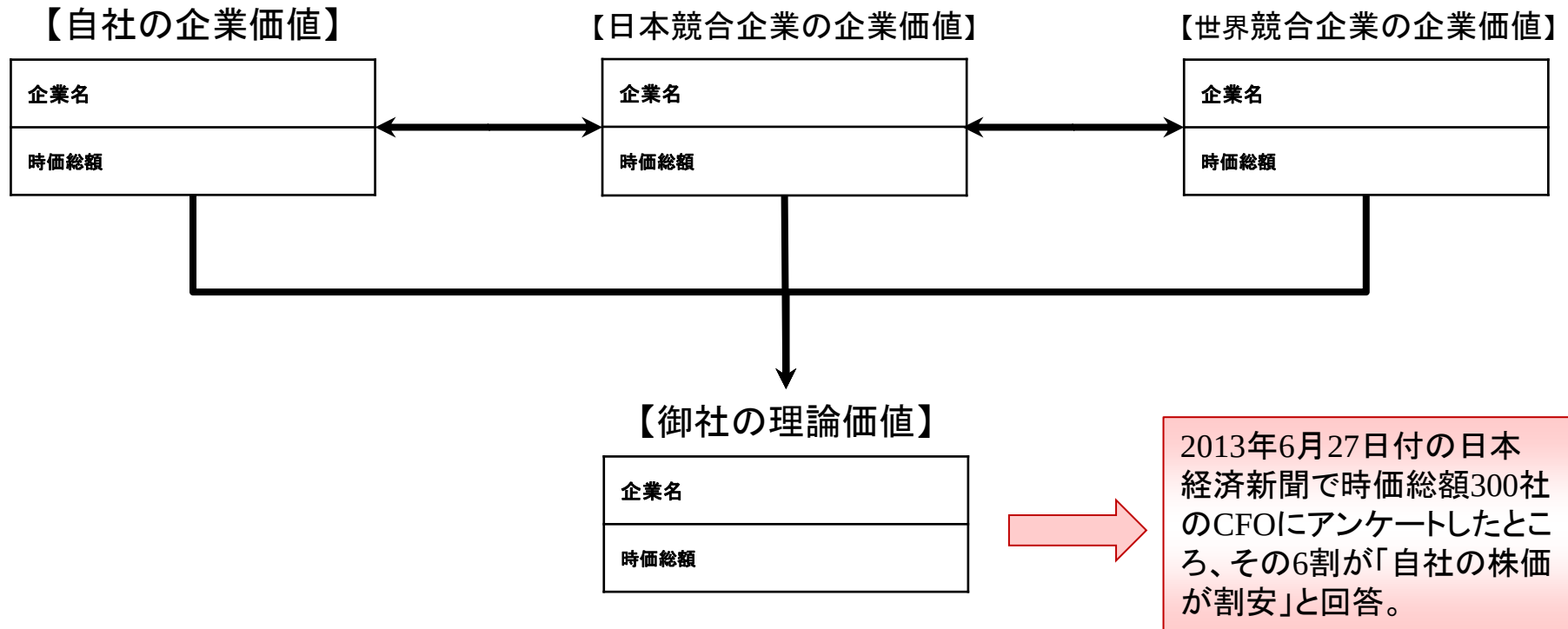
- 1 本セッションの狙い
- 2 キャッシュ・フロー計算書、連結会計
- 3 なぜいま企業価値か
- 4 企業価値とは何か
- 5 バリュエーション・フレームワーク
- 6 価値算出シミュレーション・論点 ー明治HDのケース
- 7 Question and Answer

あなたが想起するエクセレント・カンパニーとは？

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)

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	20,856,305	Volkswagen	9,196,093	産業コングロマリット	東芝	2,169,972	General Electric	13,102,114
無線通信サービス	NTTドコモ	10,141,748	China Mobile	20,160,276	インターネット・ソフトウェア・サービス	ヤフー・ジャパン	2,095,414	Alphabet	86,405,622
多角化通信サービス	日本電信電話	9,821,662	AT&T	26,074,832	金属	新日鐵住金	1,920,116	BHP Billiton	14,799,765
銀行	三菱UFJ FG	8,274,123	JPMorgan Chase	39,318,140	商業サービス・サプライ	セコム	1,856,732	Waste Management	3,898,206
電子装置・器具・部品	キーエンス	7,586,299	Foxconn	6,081,366	資本市場等	野村HD	1,826,898	Morgan Stanley	9,300,623
家庭耐久品	ソニー	7,178,054	Midea Group	5,792,246	ITサービス	NTTデータ	1,789,586	Visa	32,815,179
タバコ	日本たばこ産業	5,543,411	Philip Morris	13,911,330	レジャー製品	シマノ	1,507,341	Hasbro	1,278,318
専門小売	ファーストリテイリング	5,193,216	Home Depot	24,945,247	メディア	電通	1,479,965	Walt Disney	17,271,790
プロフェッショナル・サービス	リクルートHD	5,121,891	RELX	4,680,865	電力	関西電力	1,443,669	NextEra Energy	8,727,989
電機設備	日本電産	4,917,327	ABB	5,155,882	ヘルスケア技術	M3	1,429,916	Cerner	2,198,974
保険	日本郵政	4,904,349	Ping An Insurance G	18,221,759	航空	ANA HD	1,361,617	Delta Air Lines	3,837,545
商社・流通	三菱商事	4,881,483	Ferguson	2,073,771	建設・エンジニア	大成建設	1,361,148	VINCI	5,922,864
鉄道・道路	JR東海	4,496,164	Union Pacific	12,179,550	食品	明治HD	1,354,313	Nestlé	26,277,788
ソフトウェア	任天堂	4,348,542	Microsoft	83,976,829	ガス	東京ガス	1,330,352	Hong Kong and China Gas	3,264,651
食品・雑貨小売り	セブン&アイHD	4,273,227	Walmart	28,013,682	空運・ロジスティクス	ヤマトHD	1,286,914	United Parcel Service	10,145,976
機械	ファナック	4,265,383	Caterpillar	8,991,092	インターネット販売・直販	スタートウエイ	1,225,758	Amazon.com	91,419,579
自動車部品	デンソー	4,219,854	Continental	5,085,007	その他小売	良品計画	1,023,325	Target	4,498,134
化学	信越化学	4,211,521	DowDuPont	16,956,997	紙・森林製品	王子HD	679,060	UPM-Kymmene	2,111,842
消費財	花王	4,164,330	Unilever	16,634,740	消費者金融	アコム	667,377	American Express	9,345,530
テクノロジー関連品	キヤノン	3,920,581	Apple	100,846,798	バイオテクノロジー	ペプチドリーム	565,051	AbbVie	15,548,416
ビル製品	ダイキン工業	3,880,620	Johnson Controls	3,420,646	独立電源・再生エネルギー	電源開発	523,520	China Yangtze Power	5,945,712
ホテル・レストラン・レジャー	オリエンタルランド	3,820,966	McDonald's	13,636,584	建設素材	太平洋セメント	451,130	CRH	3,282,313
医薬品	武田薬品工業	3,654,032	Johnson & Johnson	36,073,108	公共インフラ	日本空港サービス	421,577	Airports of Thailand Public Co	3,018,314
半導体・同製造装置	東京エレクトロン	3,121,435	Intel	25,675,931	流通	パルタック	405,431	Genuine Parts	1,492,911
不動産管理・サービス	三菱地所	2,688,822	Sun Hung Kai Properties	4,845,412	多角化消費者サービス	ベネッセHD	378,489	TAL Education G	2,313,938
飲料	キリンHD	2,673,551	Anheuser-Busch InBev	21,630,685	海運	日本郵船	370,878	A.P. Møller - Mærsk	2,793,458
オイル・ガス・消費可能燃料	JXTG HD	2,631,232	Exxon Mobil	38,823,386	容器・パッケージ	東洋製罐G	365,749	International Paper	2,390,363
ヘルスケア装置・サプライ	HOYA	2,390,736	Medtronic	12,826,384	ライフサイエンス器具	EPS HD	109,042	Thermo Fisher Scientific	9,237,101
多角化金融サービス	オリックス	2,242,694	Berkshire Hathaway	51,221,391					

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	20,856,305	Volkswagen	9,196,093	半導体装置	東京エレクトロン	3,121,435	ASML Holding	9,376,012
無線通信サービス	NTTドコモ	10,141,748	China Mobile	20,160,276	建機・重量トラック	コマツ	2,988,387	Caterpillar	8,991,092
統合通信サービス	日本電信電話	9,821,662	AT&T Inc.	26,074,832	多角化不動産	三菱地所	2,688,822	Sun Hung Kai Properties	4,845,412
多角化金融	三菱UFJ FG	8,274,123	JPMorgan Chase & Co.	39,318,140	ビール	キリンHD	2,673,551	Anheuser-Busch InBev	21,630,685
電機装置	キーエンス	7,586,299	Hangzhou Hikvision D	5,736,881	石油・ガス小売	JXTG HD	2,631,232	Reliance Industries	9,513,352
家庭用電機	ソニー	7,178,054	LG Electronics Inc.	1,405,697	ヘルスケアサプライ	HOYA	2,390,736	Essilor International	3,353,260
タバコ	日本たばこ産業	5,543,411	Philip Morris Inter.	13,911,330	ヘルスケア装置	テルモ	2,262,610	Medtronic plc	12,826,384
アパレル小売り	ファーストリテイリング	5,193,216	Industria de Diseño Textil	11,781,928	その他金融サービス	オリックス	2,242,694	FirstRand	2,896,789
人材・雇用サービス	リクルートHD	5,121,891	Randstad NV	1,193,806	産業コングロマリット	東芝	2,169,972	General Electric	13,102,114
電子部品・装置	日本電産	4,917,327	ABB Ltd	5,155,882	農業機械	クボタ	2,148,167	Deere & Company	5,024,929
生命保険	日本郵政	4,904,349	Ping An Insurance	18,221,759	インターネット・ソフト	ヤフー・ジャパン	2,095,414	Alphabet Inc.	86,405,622
取引会社・流通	三菱商事	4,881,483	Ferguson plc	2,073,771	ハイパーマーケット	イオン	1,989,795	Walmart	28,013,682
鉄道	JR東海	4,496,164	Union Pacific	12,179,550	コモディティー化学	旭化成	1,965,738	Saudi Basic Industries	11,188,028
家庭エンターテインメント	任天堂	4,348,542	Activision Blizzard	6,439,267	家庭用製品	ユニチャーム	1,952,256	Procter & Gamble	21,756,743
食品小売り	セブン&アイHD	4,273,227	Tesco PLC	3,651,654	家具小売り	ニトリHD	1,934,633	Williams-Sonoma	565,391
産業用機械	ファナック	4,265,383	Illinois Tool Works	5,201,962	鉄鋼	新日鐵住金	1,920,116	Vale	7,414,675
自動車部品・装置	デンソー	4,219,854	Continental	5,085,007	安全保障サービス	セコム	1,856,732	ADT	719,507
特殊化学	信越化学工業	4,211,521	Ecolab Inc.	4,487,699	投資銀行等	野村HD	1,826,898	Morgan Stanley	9,300,623
消費財	花王	4,164,330	Unilever N.V.	16,634,740	半導体装置	ルネサス・エレクトロ	1,810,914	Intel	25,675,931
電子部品	村田製作所	3,970,712	Amphenol	2,911,781	ITコンサル	NTTデータ	1,789,586	IBM	14,214,141
技術・ハードウェア	キヤノン	3,920,581	Apple Inc.	100,846,798	石油・ガス掘削	国際石油開発帝石	1,678,678	ConocoPhillips	9,029,027
建築物製品	ダイキン工業	3,880,620	Johnson Controls	3,420,646	レジャー製品	シマノ	1,507,341	Hasbro	1,278,318
レジャー施設	オリエンタルランド	3,820,966	Vail Resorts, Inc.	1,227,193	広告	電通	1,479,965	WPP	2,201,482
損害保険	東京海上HD	3,768,121	Chubb Limited	6,557,980	ソフトドリンク	サントリー飲料	1,461,568	Coca-Cola	20,686,714
医薬品	武田薬品工業	3,654,032	Johnson & Johnson	36,073,108	電力	関西電力	1,443,669	NextEra Energy	8,727,989
タイヤ・ゴム製品	ブリヂストン	3,257,254	Michelin	2,412,647	ヘルスケア技術	M3	1,429,916	Cerner	2,198,974
重電機・装置	三菱電機	3,163,843	Melrose Industries	1,488,816	地域銀行	りそなHD	1,371,846	PNC Financial Services G	7,030,502

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
航空	ANA HD	1,361,617	Delta Air Lines	3,837,545	データ処理・アウトソーシング	GMOペイメントゲートウェイ	470,891	Visa	32,815,179
建設・エンジニア	大成建設	1,361,148	VINCI	5,922,864	環境・ファシリティサービス	パーク24	465,704	Waste Management	3,898,206
食品	明治HD	1,354,313	Nestlé	26,277,788	建材	太平洋セメント	451,130	CRH	3,282,313
建設	積水ハウス	1,352,594	Lennar	1,875,823	不動産サービス	リログループ	436,010	CBRE Group	1,757,098
ガス	東京ガス	1,330,352	Hong Kong and China Gas	3,264,651	卸売	パルタック	405,431	Genuine Parts	1,492,911
多角化化学	三菱ケミカルHD	1,316,762	DowDuPont	16,956,997	教育サービス	ベネッセHD	378,489	TAL EducationG	2,313,938
空運・ロジスティクス	ヤマトHD	1,286,914	United Parcel Service	10,145,976	海運	日本郵船	370,878	A.P. Møller - Mærsk	2,793,458
インターネット・直販小売	スタートトゥデイ	1,225,758	Amazon.com	91,419,579	靴、シューズ	アシックス	354,696	NIKE	14,234,626
多角化金属	住友金属鉱山	1,164,570	BHP Billiton	14,799,765	蒸留酒・ワイン	タカラHD	292,259	Kweichow Moutai	15,386,018
システムソフトウェア	日本オラクル	1,158,153	Microsoft	83,976,829	港湾サービス	上組	278,668	Shanghai International Port	2,312,697
金融取引所・データ	日本取引所G	1,103,141	CME Group	6,186,740	紙パッケージ	レンゴー	241,402	International Paper	2,390,363
アプリケーションソフトウェア	Line	1,098,699	SAP	15,275,675	オフィスサービス・サプライ	パイロット	240,899	Shanghai M&G Stationery	488,189
生活雑貨等	良品計画	1,023,325	Target	4,498,134	ホテル等	共立メンテナンス	237,019	Marriott International	4,958,404
二輪車	ヤマハ	972,960	Bajaj Auto	1,316,256	アパレル・宝石・奢侈品	ゴールドウイン	220,478	LVMH	18,496,562
コンピューター電機小売	光通信	899,178	Best Buy	2,309,579	不動産開発	大京	196,033	China Vanke	4,515,487
不動産運営	ヒューリック	779,095	Vonovia	2,694,051	ヘルスケア・サービス	ミラカ	188,380	CVS Health	7,251,285
トラック	日本通運	771,925	DSV	1,638,624	専門ストア	サンリオ	182,081	Tiffany & Co.	1,812,251
レストラン	日本マクドナルドHD	751,218	McDonald's	13,636,584	石油・ガス装置	三井海洋開発	173,170	Schlumberger	10,290,993
産業用ガス	太陽日本酸素	687,222	L'Air Liquide	5,936,577	食品流通	三菱食品	168,899	Sysco	3,943,498
紙製品	王子HD	679,060	UPM-Kymmene	2,111,842	家具用品小売り	島忠	159,136	Home Depot	24,945,247
映画エンターテインメント	東宝	668,191	Walt Disney	17,271,790	多角化サポートサービス	ダスキン	147,667	Cintas	2,189,183
消費者金融	アコム	667,377	American Express	9,345,530	家具供給	サンゲツ	141,985	Mohawk Industries	1,771,696
医薬小売	ツルハHD	666,200	Walgreens	6,601,586	出版・印刷	ゼンリン	141,544	News Corporation	1,009,674
専門金融	東京センチュリー	663,260	Grenke	586,560	技術系商社	シークス	119,676	CDW	1,358,969
デパートメントストア	伊勢丹三越	539,519	S.A.C.I. Falabella	2,475,768	ライフサイエンス器具	EPS HD	109,042	Thermo Fisher Scientific	9,237,101
独立電力製造等	電源開発	523,520	NTPC	2,130,702	肥料・農業化学	くみあい化学	108,856	Nutrien	3,822,505
研究・コンサルサービス	日本M&Aセンター	517,141	RELX	4,680,865	繊維	セイレン	103,154	NanJi E-Commerce	385,986

キャッシュ・フロー計 算書

財務諸表とファンダメンタルズ分析

キャッシュ・フロー計算書のカタチ

⌘ キャッシュ・フロー計算書の基本フォーム

☐ ある一定期間における企業のキャッシュ・フローの状況を示した計算書。

☐ 直接法と間接法

- ✓ 直接法 → 主要な取引ごとに収入総額と支出総額を示して、その差額として一定期間の現金及び現金同等物の変動を明らかにする方法。
- ✓ 間接法 → 純利益に必要な調整を加減して、一定期間の現金及び現金同等物の変動を明らかにする方法。

☐ 表示方法

- ✓ 営業活動からのキャッシュ・フロー
- ✓ 投資活動からのキャッシュ・フロー
- ✓ 財務活動からのキャッシュ・フロー

財務諸表とファンダメンタルズ分析

キャッシュ・フロー計算書の分析視点

◆キャッシュ・フロー計算書の分析視点②

ー営業活動からのキャッシュ・フローの内容を分析する(間接法)

税金等調整前当期純利益

損益計算には反映されているが、キャッシュの動きはない項目
減価償却費、のれん償却費、貸倒引当金の増減、長期資産の評価損益、持分法投資損益、非支配株主持分損益など

運転資本項目の増減

売上債権の増減、棚卸資産の増減、未収収益の増減、支払債務の増減、未払利息の増減、未払法人税の増減、その他流動資産・負債の増減

損益を伴う投資活動、財務活動CF関連項目の控除
有形固定資産・投資その他資産の売却損益 など

財務諸表とファンダメンタルズ分析

キャッシュ・フロー計算書の活用シナリオ

- **企業の資金繰りを検証する**
- **フリー・キャッシュ・フローを算出する**
 - ✓ **企業価値算出にあたっての源泉**
 - ✓ **バフェットのオーナー利益**
 - ✓ **エレクトロニクス業界**
- **Quality of Earnings（利益の質）を測定する**
- **キャッシュ・フロー経営の進捗度を確認する**
 - ✓ **京セラ**

キャッシュ・フロー計算書を活用する 企業の資金繰り状況は？

➤ なぜエフオーアイは上場してわずか数か月で経営破たんに至ったのか？

貸借対照表	20091231	20090331		20091231	20090331
現金及び預金	2,546	2,661	買掛金	509	599
売掛金	26,621	22,895	短期借入金	6,660	9,617
仕掛品	3,628	3,326	流動負債	9,007	12,175
貸倒引当金	-580	-580	社債	300	470
流動資産	32,593	28,833	長期借入金	2,031	2,724
有形固定資産	168	221	固定負債	2,342	3,205
無形固定資産	14	13	株主資本	21,590	13,786
投資その他の資産	179	111	評価・換算差額等	-13	-18
固定資産	361	345	新株予約権	28	29
繰延資産	0	0	純資産	21,605	13,798
資産合計	32,955	29,177	負債純資産合計	32,955	29,178

損益計算書	20091231
売上高	8,563
売上原価	5,102
売上総利益	3,461
販売費および一般管理費	1,469
営業利益	1,992
営業外収益	8
営業外費用	573
経常利益	1,427
税金等調整前純利益	1,428
法人税等	573
純利益	854

連結CF計算書	20091231		20091231
税金等調整前純利益	1,428	棚卸資産の増減額	-306
減価償却費	62	仕入れ債務の増減額	-90
引当金の増減額	-31	営業活動によるCF	-3,314
受取利息及び受取配当金	-1	投資活動によるCF	+94
支払利息	254	財務活動によるCF	3,201
為替差損益	0		
売上債権の増減額	-3,725		

キャッシュ・フロー計算書を活用する フリーキャッシュ・フローの定義と解釈

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。

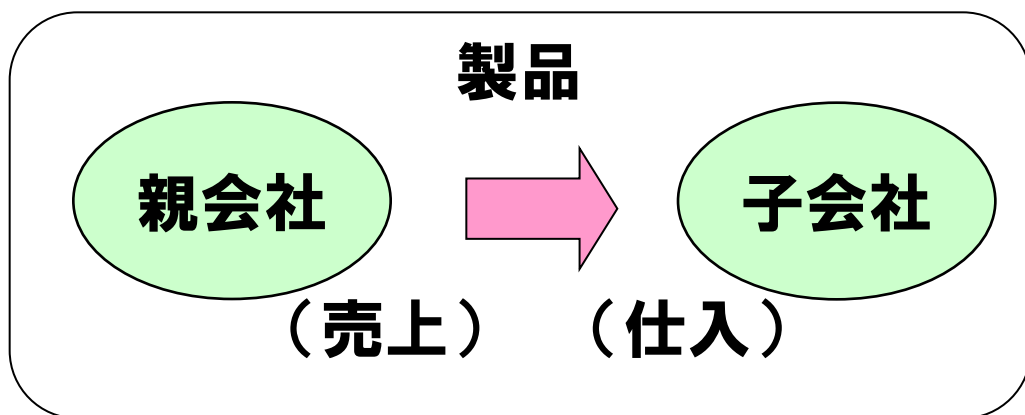
など

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

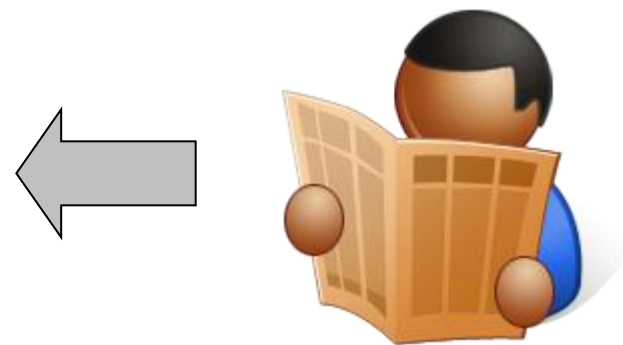
連結会計

連結の考え方

連結財務諸表は、支配従属関係にある2つ以上の会社からなる企業グループを単一の組織体と見なし、当該企業グループの財政状態および経営成績を総合的に報告するために作成される。



企業グループ



外部第三者の視点
「何も起こっていない！」

アカウンティングの理解度チェック

✓ 子会社、関連会社、関係会社とは？

		持株比率基準	支配力・影響力基準
関係会社	子会社	50%超	✓ 議決権の所有割合が50%超の場合 あるいは ✓ 議決権の所有割合が過半数以下であっても、高い比率の議決権を有しており、かつ当該会社の意思決定機関を支配している一定の事実が認められる場合
	関連会社	20%以上50%以下	✓ 議決権の所有割合が20%以上の場合 あるいは ✓ 議決権の所有割合が20%未満であっても、一定の議決権を有し、かつ重要な契約の存在などにより、財務および営業の方針決定に重要な影響を継続的に与えることができる」と認められる場合

連結財務諸表と単独財務諸表の異同

✓ 連結財務諸表作成プロセスの本質は「合算」と「相殺」

連結財務諸表数値

=

親会社単独財務諸表数値

+

子会社単独財務諸表合計値

-

グループ内取引の調整（相殺）

「相殺」すべきグループ内取引は？

投資勘定と資本勘定の相殺消去	親会社による子会社株式の「投資」勘定と子会社の「資本」（純資産）勘定とを相殺消去することで、グループ全体として外部資金提供者から正味で獲得している「資本」勘定を算出。
債権と債務の相殺消去	親会社と子会社との間の取引で生じた債権、債務の期末残高を相殺消去することで、外部取引者との間で期末に残っている債権、債務を表示。
グループ会社間取引の相殺消去	損益計算書に含まれるグループ内取引高を相殺消去することで、グループ外の主体に対する損益金額を表示。

連結財務諸表と単独財務諸表の異同

✓ 連結財務諸表ではじめて登場する勘定項目は？

非支配株主持分（非支配株主持分損益）

子会社における株主持分（純資産）のうち、親会社保有分ではない持分、ないしは当該持分に対して創出された利益を非支配株主持分、非支配株主持分損益という。

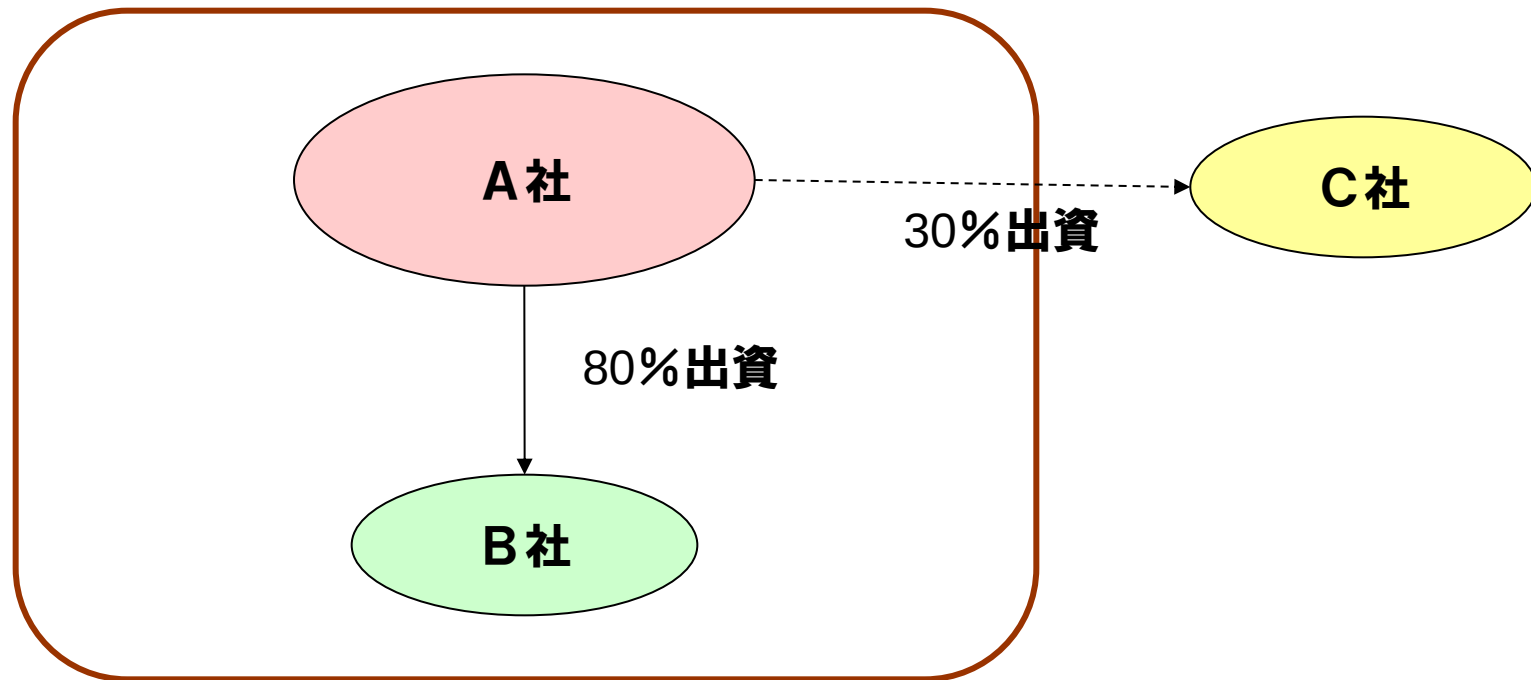
のれん（連結調整勘定）、のれん償却費

親会社による子会社株式勘定と子会社の純資産勘定（時価評価）の差額を「のれん」（連結調整勘定）という。当該差額は一定期間内に定期償却されるが、当該償却額をのれん償却費という。

持分法による投資損益

親会社による関連会社株式保有分に対して、関連会社が当期に創出した利益金額をさす。関連会社に対する株式所有比率にあわせて当該利益金額が計算されることになる。

資本取引の相殺消去 事例



【ケース１】

親会社の子会社株式勘定と子会社の資本（純資産）勘定にズレが生じない場合

【ケース２】

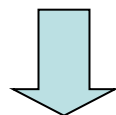
親会社の子会社株式勘定と子会社の資本（純資産）勘定にズレが生じる場合

ケース1 貸借対照表の連結

親会社A社 B/S → 出資比率80% 子会社B社 B/S

資産 300 (内、子会社株式40)	負債 220
	資本 80

資産 120	負債 70
	資本 50



A社 連結B/S

資産 380	負債 290
	非支配株主持分 10
	資本80

- ①子会社株式と子会社の資本を相殺し、資産を合計。
- ②負債を合計
- ③子会社の資本で相殺されなかった部分は「非支配株主持分」。
- ④連結の資本は、親会社の資本の金額。

損益計算書の連結

出資比率 80% * 収益・費用の合算

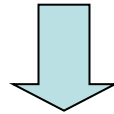
	親会社P/L	子会社P/L	連結P/L
収益	200	80	280
費用	<u>160</u>	<u>60</u>	<u>220</u>
純利益	<u>40</u>	<u>20</u>	<u>60</u>
			非支配株主持分控除前利益
			<u>60</u>
			非支配株主持分損益 <u>—4</u>
			当期純利益 <u>56</u>

ケース2 貸借対照表の連結

親会社A社 B/S → 出資比率80% 子会社B社 B/S

資産 300 (内、子会社株式80)	負債 220
	資本 80

資産 120	負債 70
	資本 50



A社 連結B/S

資産 340	負債 290
	非支配株主持分 10
	資本80
のれん 40	

①子会社株式80と子会社の資本50を相殺。子会社資本のうち10は非支配株主持分、差額は「のれん」として計上。

②負債を合計

③連結の資本は、親会社の資本の金額。

持分法による損益計算書

出資比率 30%

* 利益の出資割合のみ加減

	親会社P/L	関連会社P/L	連結P/L
収益	200	80	200
費用	<u>160</u>	<u>60</u>	<u>160</u>
利益	<u>40</u>	<u>20</u>	<u>40</u>

持分法による投資損益 ±6

当期純利益 46

持分法による貸借対照表

親会社B/S

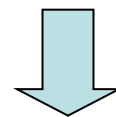
→ 出資比率**30%**

関連会社B/S

資産 300 (内、関連会社 株式 15)	負債 120
	資本 80

資産 120	負債 70
	資本 50

ただし、純利益=20



B/S

資産 306 (内、関連会社 株式 21)	負債 120
	資本86

①関連会社の純利益20のうち、
出資割合に応じた6を資産・資本
に加算。

連結基礎概念の違いが会計処理に及ぼす影響

◆日本基準

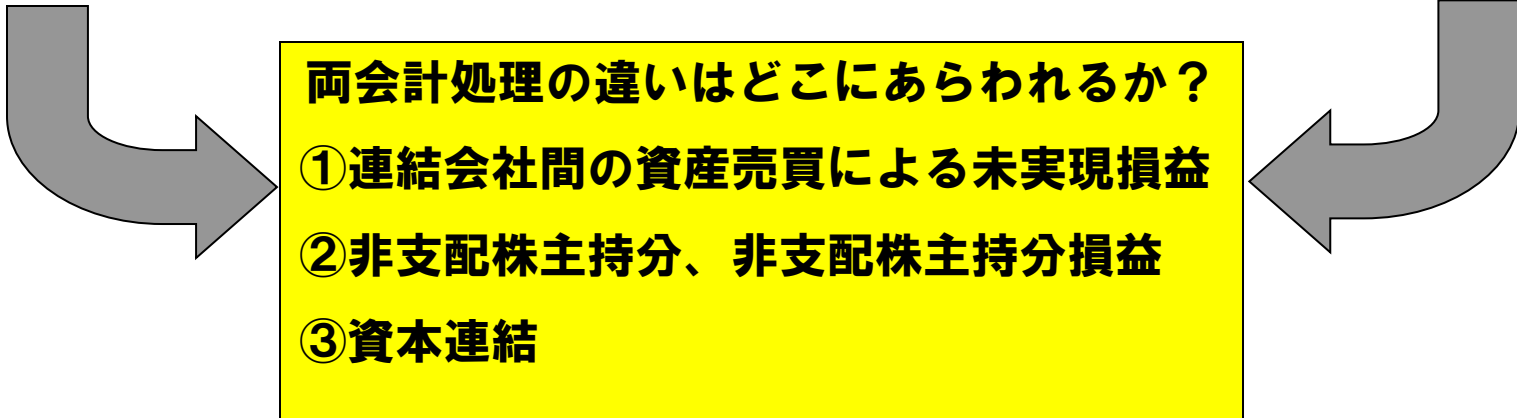
【親会社概念】

連結財務諸表は主として親会社株主のために作成するとする考え方。

◆IASB、アメリカ基準

【経済的単一体概念】

連結財務諸表は親会社株主だけではなく、少数株主も含めた両持分保有者のために作成されるとする考え方。

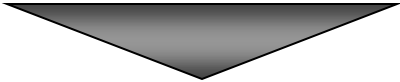


両会計処理の違いはどこにあらわれるか？

- ①連結会社間の資産売買による未実現損益
- ②非支配株主持分、非支配株主持分損益
- ③資本連結

ソニー 子会社上場がもたらす財務効果

ソニーは2007年11月に、100%子会社であったソニーフィナンシャルホールディングスを東京証券取引所に上場させた。では、子会社上場は、どのような財務効果をもたらすだろうか？



公募増資と子会社株式の売却で約3,180億円調達。

親会社概念に基づくと

経済的単一体概念に基づくと

ソニー 子会社上場がもたらす財務効果

ソニーは2007年11月に、100%子会社であったソニーフィナンシャルホールディングスを東京証券取引所に上場させた。では、子会社上場は、どのような財務効果をもたらすだろうか？

公募増資と子会社株式の売却で約3,180億円調達。

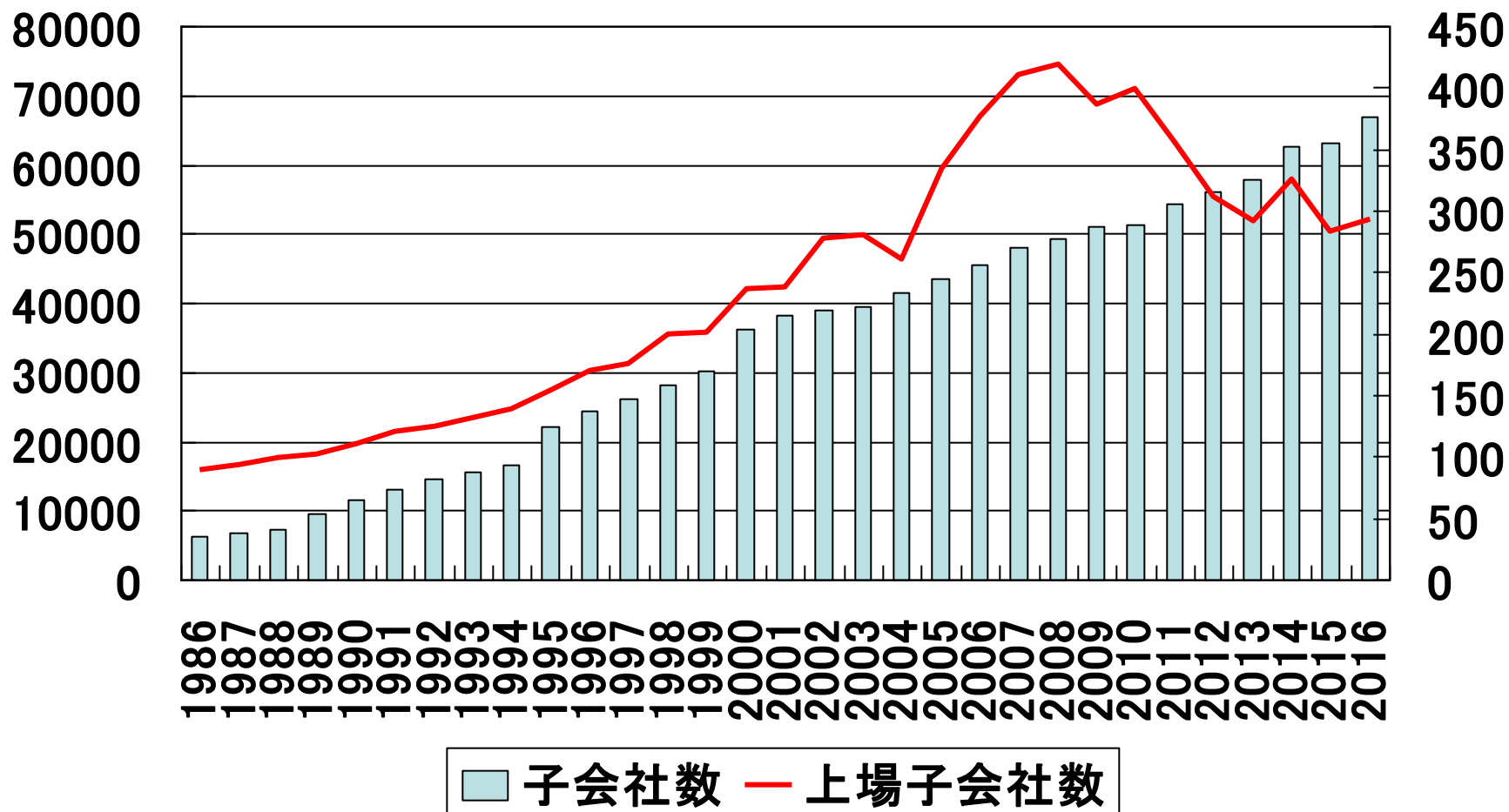
親会社概念に基づくと非支配株主持分は外部ステークホルダーにあたる。よって少数株主との取引は損益取引に位置づけられる。

→有価証券売却益を計上できる
(資金面でも損益でもプラス)

経済的単一体概念に基づくと非支配株主持分は企業の所有主であることから、子会社上場は企業グループの所有主が親会社から非支配株主持分に変更しただけ。すなわち少数株主との取引は資本取引にあたる。

→有価証券売却益は計上できず。

上場子会社数の推移

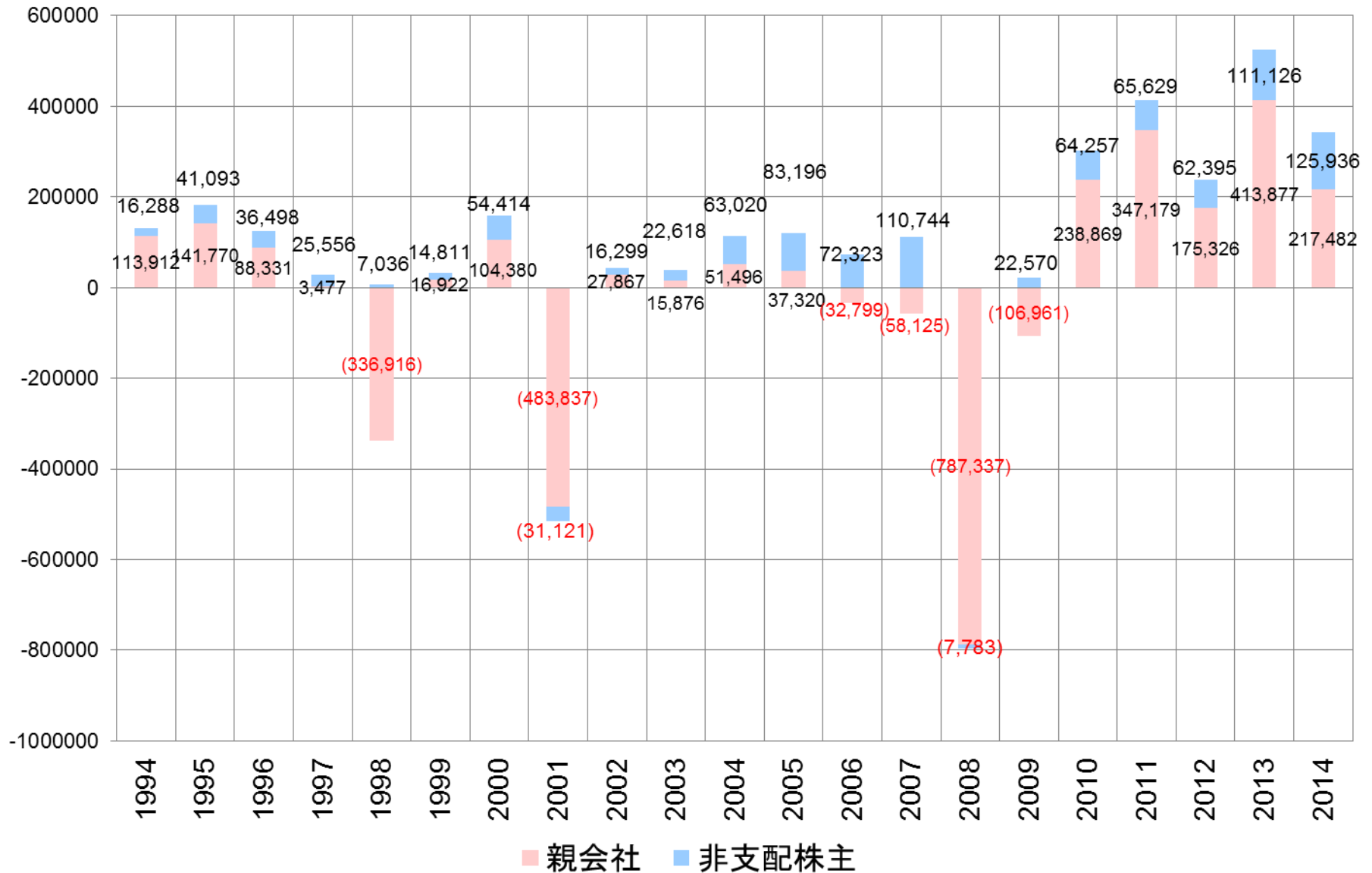


親子上場のメリット、デメリット

	メリット	デメリット
親会社	・子会社株式売却による資金調達、売却益 ・子会社価値の顕在化 ・経営権の維持	・子会社のキャッシュ・フローを自由に使えない。 ・非支配株主利益が差し引かれ連結純利益が減少 ・支配力が弱まり、一体性の低下
子会社	・資金調達力、信用力の向上 ・知名度向上による人材確保	・非支配株主との利益相反 ・開示義務などに伴う事務負担 ・株式を買い集められるリスク

(出所) 日本経済新聞 2006年10月6日

日立製作所 親会社株主・非支配株主に属する利益



有価証券報告書 配当政策

◆有価証券報告書内で利益還元に対する目標値を掲げている企業

損保ジャパン日本興亜	連結修正利益の50%	フルキャスト	50%(繰越欠損金控除前利益)
太陽誘電	30%	ピア	30%
マックハウス	50%	アサヒホールディングス	50%(配当性向30%)
アンリツ	連結配当性向25% 総還元性向、DOEも考慮	JR東日本	33%
メイテック	配当性向50%以上、 総還元性向100%以内 、DOE5%以上	積水ハウス	60%
トーカイ	15%	ピジョン	45-50%
ニコン	25%	EIZO	30-40%
エムティアイ	35%	フジクラ	50%
ソフト99	30%	アサツーディケイ	50%
		第一生命	30%

なぜ各社は利益還元に対する目標値を掲げるのか？

NTTの配当政策

◆NTT 単独損益計算書（08年3月期）

	2008年3月期
営業収益	375,794
受取配当金	213,202
グループ経営運営収入	19,077
基礎的研究開発収入	126,883
営業費用	165,827
管理費	20,713
試験研究費	99,011
減価償却費	40,371
営業利益	209,966
営業外収益	58,583
営業外費用	50,840
特別利益	6,685
特別損失	13,618
税引前当期純利益	210,777
当期純利益	195,833

NTTドコモ1,216億円、NTT東日本335億円、NTT西日本312億円などが原資

【2008年3月期 配当】

期末配当 4,500円

中間配当 4,500円

発行済株式総数15,741,209株

自己株式数 2,102,471株

122,749百万
円の配当原資
が必要

2009年3月期には通期配当を11,000円、自己株式取得を2,000億円（08年3月期は953億円）にとどめる予定。

→グループ会社間ではNTT西日本が無配となることが決定。当該穴埋めをどのグループ会社が行うかの綱引きがスタートしている。

商社の配当政策

◆総合商社 2007年3月期

	連結子会社数	持分法適用の非連結 子会社・関連会社数	持分法非適用の非連 結子会社・関連会社数
三菱商事	379	194	
三井物産	373	192	
伊藤忠商事	438	213	
住友商事	649	249	146
丸紅	385	176	

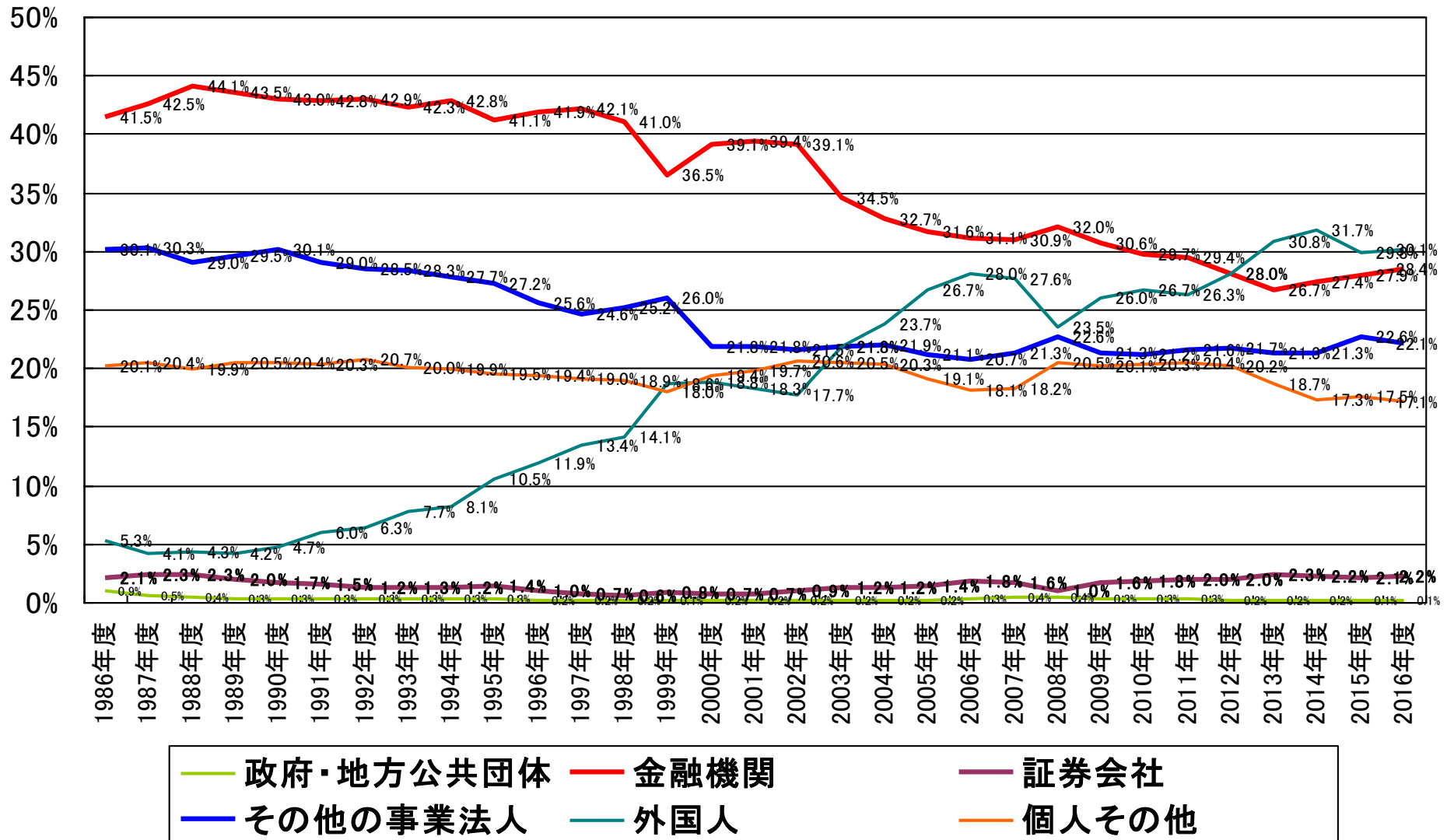
【配当ルール】

- 三菱商** 非上場子会社は原則 3 割以上の配当性向
- 三井物** 関係会社はリスク資産の 1. 5 倍を超す部分の資本を配当で還元
- 住友商** 国内非上場子会社は原則 5 割の配当性向
- 伊藤忠** 子会社の配当性向を一律 3 分の 1 程度以下に抑制するのをやめ、
会社ごとに判断
- 丸紅** 子会社の配当性向は原則 5 0 %

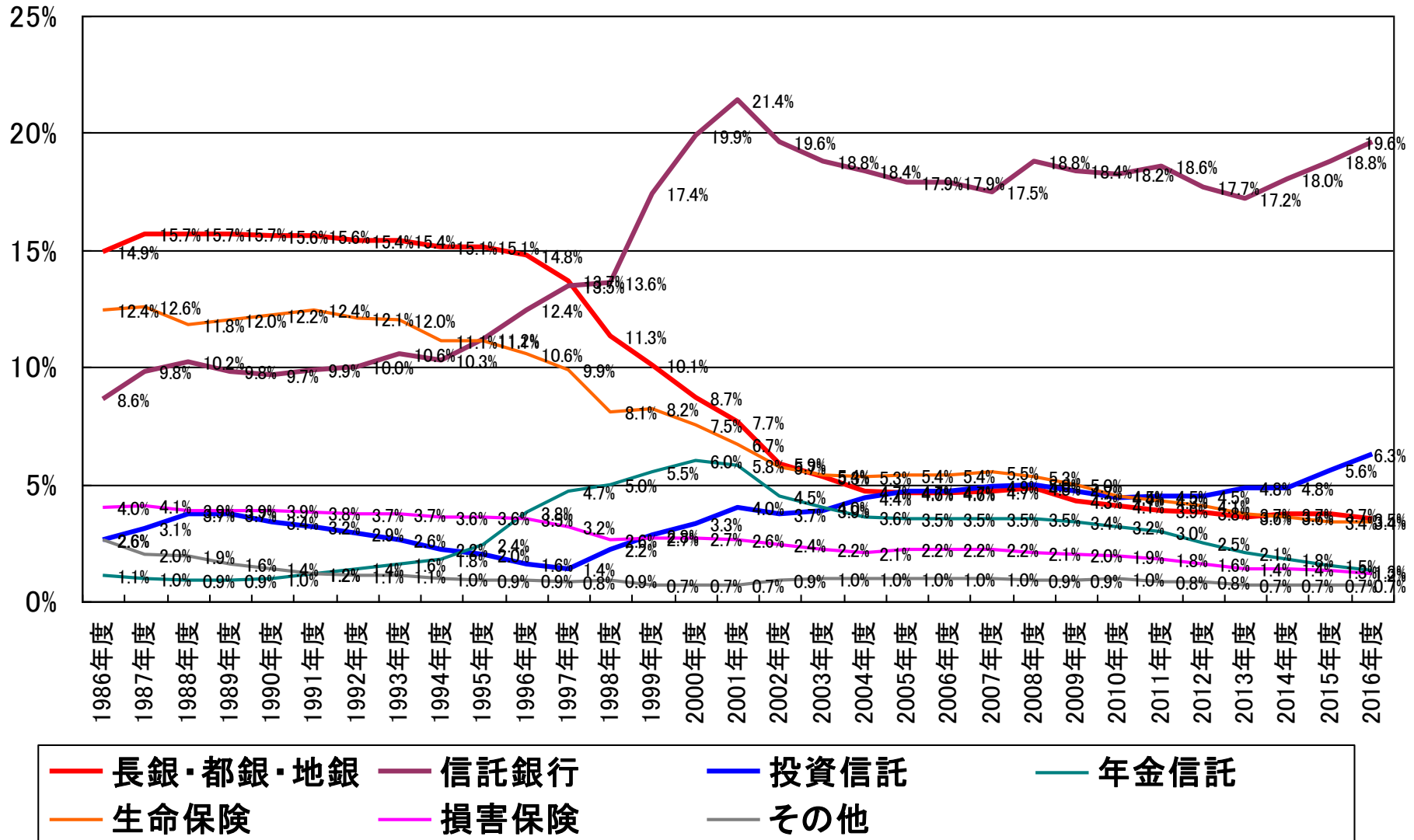
(出所) 日本経済新聞 2005年10月5日、2006年2月25日

なぜいま企業価値か

投資部門別株式保有比率①



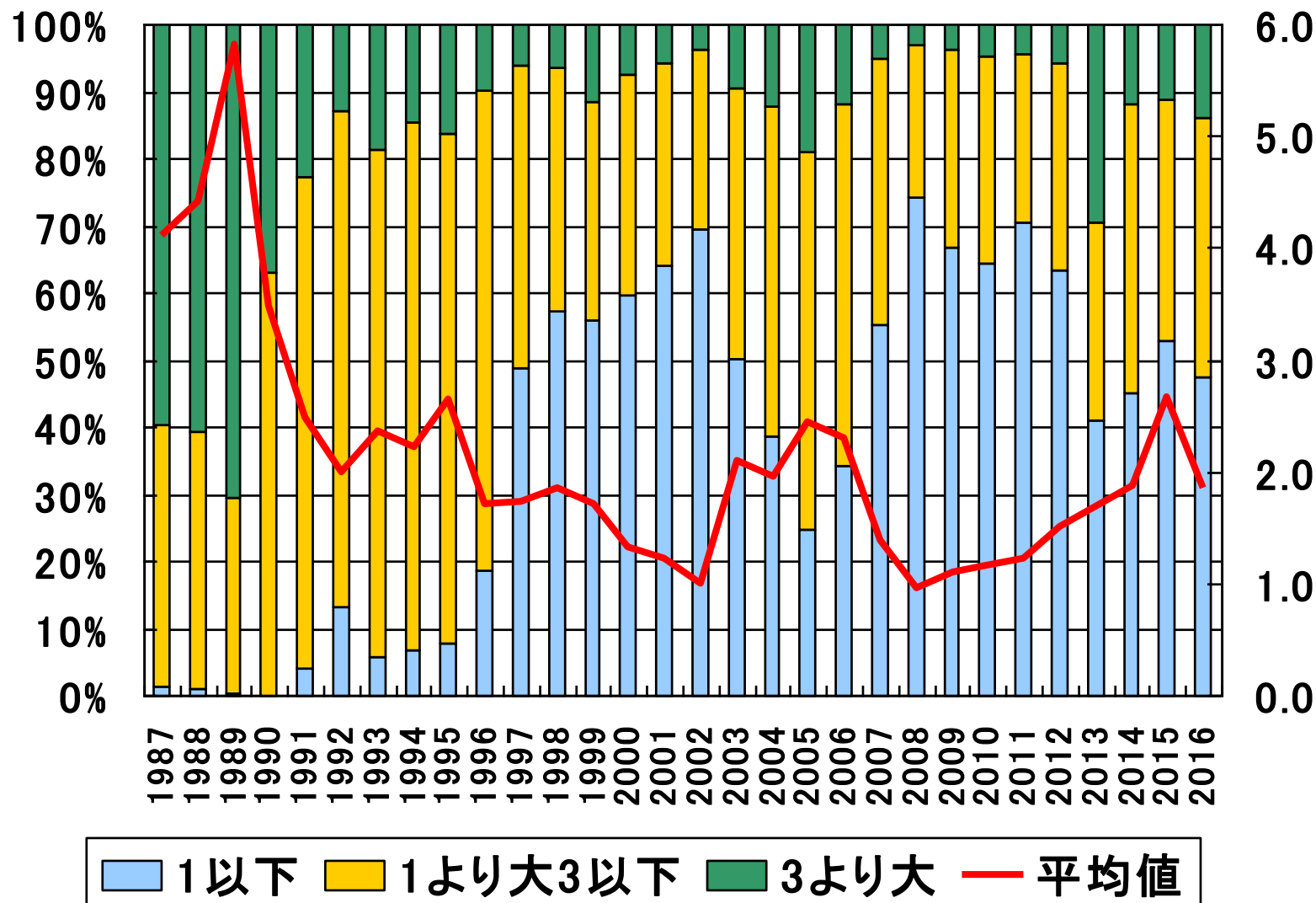
投資部門別株式保有比率②



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

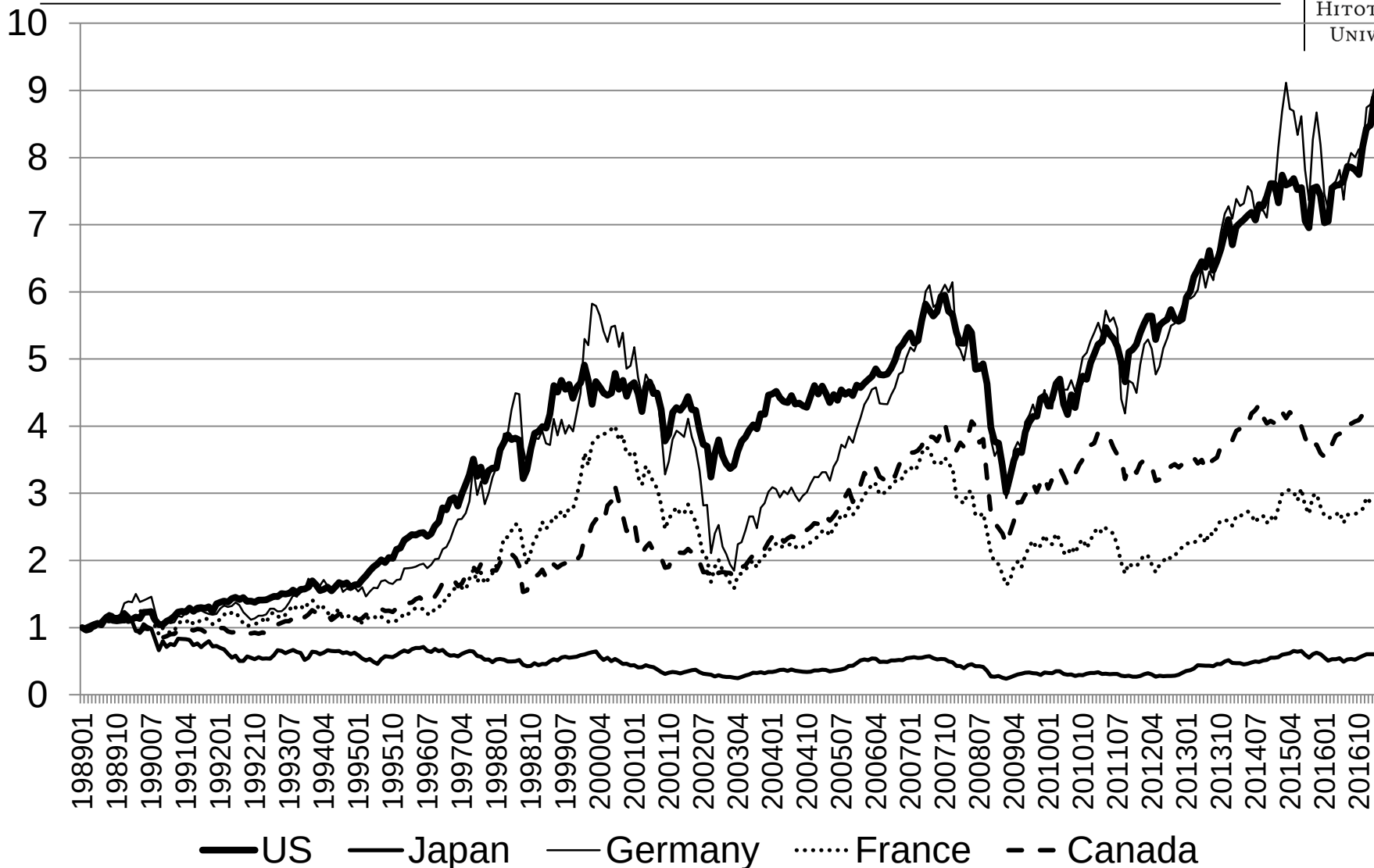
日本企業	株式時価総額	海外企業	株式時価総額
キリンホールディングス	25,923	ANHEUSER-BUSCH INBEV	243,563
味の素	12,051	NESTLE S/A	300,100
花王	37,543	PROCTER & GAMBLE	263,701
日立製作所	42,383	GENERAL ELECTRIC	170,448
パナソニック	38,473	SAMSUNG ELECTRONICS	359,335
ソニー	64,257	APPLE	969,655
トヨタ自動車	210,443	Volkswagen	113,810
キヤノン	45,350	HP	38,934
コマツ	38,465	CATERPILLAR	105,595
新日鐵住金	25,506	ARCELORMITTAL	37,406
信越化学工業	48,827	DowDupont	187,711
武田薬品工業	50,379	JOHNSON & JOHNSON	422,787
ダイキン工業	38,993	Midea Group	62,558
ブリヂストン	39,696	MICHELIN	29,013
日本電産	46,810	Intel	243,324
富士通	16,459	INTL BUSINESS MACHINES	159,981
村田製作所	32,167	CISCO SYSTEMS	213,264
セブン&アイ・ホールディングス	41,422	WAL-MART STORES	329,497
ヤマトホールディングス	8,940	FEDEX	75,296
楽天	13,965	Amazon.com	634,738
ソフトバンク	97,183	Google	821,625
三菱UFJフィナンシャル・グループ	108,792	WELLS FARGO	336,503

経営の短期志向化

各国・地域株式市場の成長性(1989年1月末=1.00)



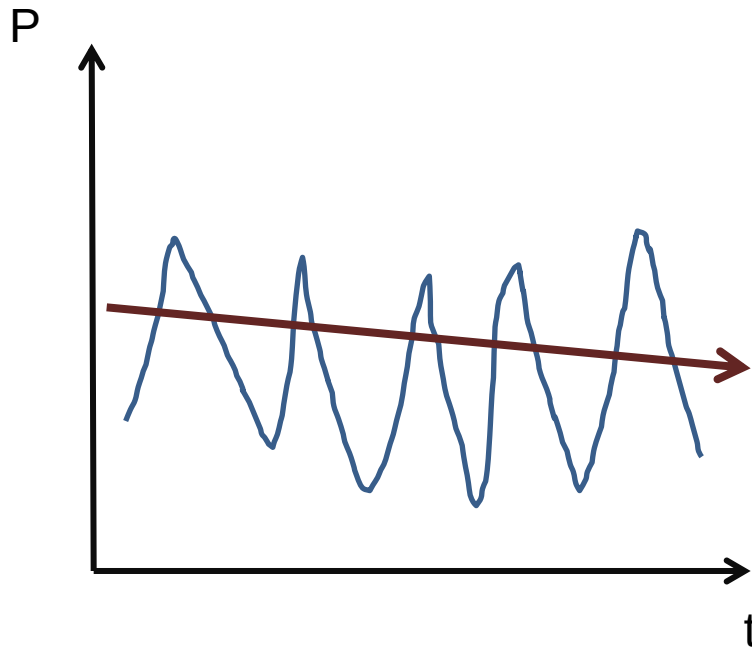
HITOTSUBASHI
UNIVERSITY



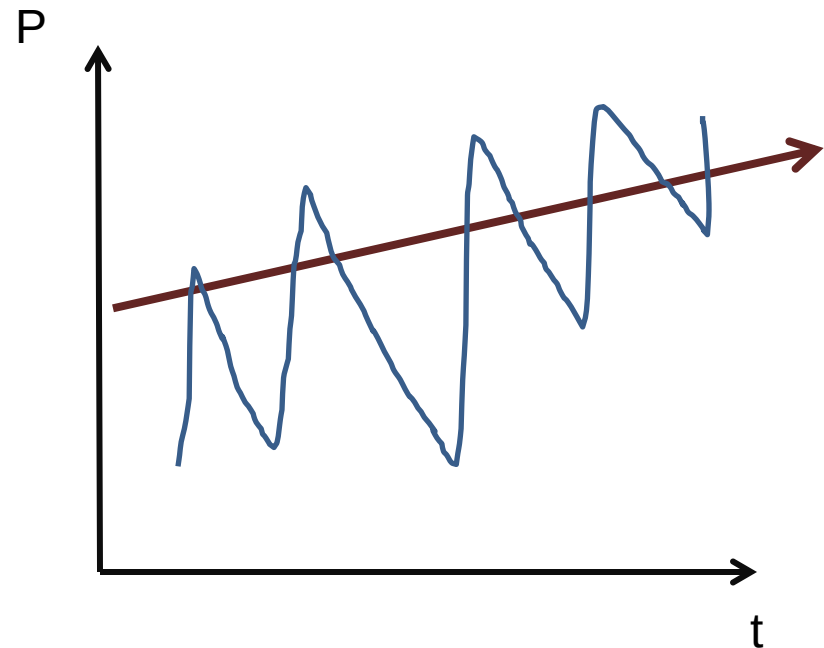
※Capital IQに掲載されているStock Market Indexより筆者が作成。

日本企業の価値創造の現状

あなたが投資家だったら、どちらの企業に投資をしますか？



■ 投機家志向



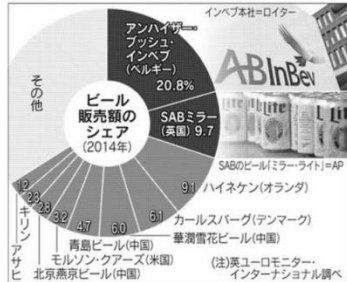
■ 投資家志向

日本企業はどちらの株式投資家を集めてきたのか？

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	8.56%	ANHEUSER-BUSCH INBEV	16.19%
味の素	8.09%	NESTLE S/A	15.30%
花王	15.25%	PROCTER & GAMBLE	15.64%
日立製作所	10.57%	GENERAL ELECTRIC	3.37%
パナソニック	-1.59%	SAMSUNG ELECTRONICS	16.50%
ソニー	-0.03%	APPLE	36.85%
トヨタ自動車	12.09%	Volkswagen	7.67%
キャノン	7.65%	HP	5.19%
コマツ	10.17%	CATERPILLAR	10.78%
新日鐵住金	4.17%	ARCELORMITTAL	-2.34%
信越化学工業	7.31%	DowDupont	18.89%
武田薬品工業	2.90%	JOHNSON & JOHNSON	17.97%
ダイキン工業	12.33%	Midea Group	26.23%
ブリヂストン	13.14%	MICHELIN	13.56%
日本電産	10.39%	Intel	17.60%
富士通	8.08%	INTL BUSINESS MACHINES	75.89%
村田製作所	12.18%	CISCO SYSTEMS	15.86%
セブン&アイ・ホールディングス	5.53%	WAL-MART STORES	19.91%
ヤマトホールディングス	6.06%	FEDEX	14.14%
楽天	13.01%	Amazon.com	6.61%
ソフトバンク	26.46%	Google	13.82%
三菱UFJフィナンシャル・グループ	7.73%	WELLS FARGO	12.65%

巨額M&A 世界で相次ぐ



デルは8兆円で

ビール、シェア3割

インベブ、13兆円でSAB買収合意

2015年の主なM&A

買収企業	被買収企業	金額 (億ドル)
アンハイザー・ブッシュ・インベブ (ベルギー、食品)	SABミラー (英、食品)	1,207
ロイヤル・ダッチ・シェル (英蘭、石油)	BGグループ (英、石油・ガス)	810
チャーター・コミュニケーションズ (米、ケーブルテレビ)	タイム・ワーナー・ケーブル (米、ケーブルテレビ)	783
デル (米、IT)	EMCグループ (米、IT)	635
HJハイツ (米、食品)	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

インベブは、世界のビール市場の約3割を握る巨大企業が誕生する。インベブが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。巨額の現金収入を手にする。インベブは、買収の打診が明らかになる。巨額の現金収入を手にする。

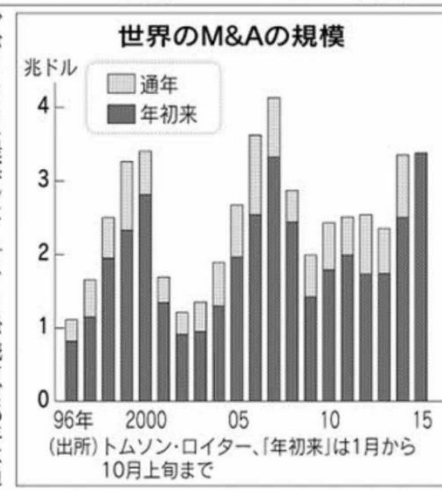
インベブは、買収の打診が明らかになる。巨額の現金収入を手にする。インベブは、買収の打診が明らかになる。巨額の現金収入を手にする。

インベブは、買収の打診が明らかになる。巨額の現金収入を手にする。インベブは、買収の打診が明らかになる。巨額の現金収入を手にする。

【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・インベブ（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、大型買収が目立つことで、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月上旬にインベブがSABに提案した1153億ドル（負債含む総額）など正式表明ベースの数字を加えた金額だ。1月から10月上旬までは過去最高水準だ。同期間の地域別では、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

ブがSABに提案した1153億ドル（負債含む総額）など正式表明ベースの数字を加えた金額だ。1月から10月上旬までは過去最高水準だ。同期間の地域別では、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



10月上旬まで408兆円 大型案件増で

世界のM&A、最高ペース

今年

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グループの買収提案を受け、今後買収を提案。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。

アンハイザー・ブッシュ・インベブは、2004年にブラジルのビール会社ペルグーのインテグラリアを統合して、08年にはパッドフィニッシュのブランドで有名な米アサヒ・ビールを買収した。アンハイザー・ブッシュ・インベブは、2004年にブラジルのビール会社ペルグーのインテグラリアを統合して、08年にはパッドフィニッシュのブランドで有名な米アサヒ・ビールを買収した。

インベブは、買収の打診が明らかになる。巨額の現金収入を手にする。インベブは、買収の打診が明らかになる。巨額の現金収入を手にする。

2008-2018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	23,728,157.58
11/06/2017	Broadcom Inc.	QUALCOMM Incorporated	Cancelled	15,354,479.29
09/02/2013	Verizon Communications Inc.	Cellco Partnership, Inc.	Closed	12,941,793.33
04/28/2014	Pfizer Inc.	AstraZeneca PLC	Cancelled	12,900,978.65
02/23/2016	Honeywell International Inc.	United Technologies Corporation	Cancelled	12,524,606.38
09/17/2015	Anheuser-Busch InBev SA/NV	ABI SAB Group Holding Limited	Closed	11,874,343.56
10/22/2016	AT&T Inc.	Warner Media, LLC	Closed	11,351,850.42
03/20/2014	Pfizer Inc.	AstraZeneca PLC	Cancelled	11,215,445.06
02/17/2017	The Kraft Heinz Company	Unilever N.V.	Cancelled	10,803,509.01
04/08/2015	Royal Dutch Shell plc	BG Group Limited	Closed	10,366,333.15
07/31/2008	Orange S.A.	Telia Company AB	Cancelled	10,291,688.82
12/14/2017	The Walt Disney Company	Twenty-First Century Fox, Inc.	Announced	10,254,323.77
07/16/2014	Twenty-First Century Fox, Inc.	Warner Media, LLC	Cancelled	10,034,230.71
05/26/2015	Charter Communications, Inc.	Spectrum Management Holding Company,	Closed	9,785,866.66
06/13/2018	Comcast Corporation	Twenty-First Century Fox, Inc.	Cancelled	9,660,104.65
02/17/2017	The Kraft Heinz Company	Unilever PLC	Cancelled	9,246,853.92
10/12/2015	Dell Technologies Inc.	Dell EMC	Closed	9,084,088.43
04/19/2018	Takeda Pharmaceutical Company Limited	Shire plc	Announced	8,912,269.84
12/11/2015	DowDuPont Inc.	E. I. du Pont de Nemours and Company	Closed	8,794,754.07
11/17/2014	Actavis plc	Allergan, Inc.	Closed	8,482,639.31

2008-2018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	12,941,793.33
09/17/2015	Anheuser-Busch InBev SA/NV	ABI SAB Group Holding Limited	Closed	11,874,343.56
10/22/2016	AT&T Inc.	Warner Media, LLC	Closed	11,351,850.42
04/08/2015	Royal Dutch Shell plc	BG Group Limited	Closed	10,366,333.15
12/14/2017	The Walt Disney Company	Twenty-First Century Fox, Inc.	Announced	10,254,323.77
05/26/2015	Charter Communications, Inc.	Spectrum Management Holding Company, LLC	Closed	9,785,866.66
10/12/2015	Dell Technologies Inc.	Dell EMC	Closed	9,084,088.43
04/19/2018	Takeda Pharmaceutical Company Limited	Shire plc	Announced	8,912,269.84
12/11/2015	DowDuPont Inc.	E. I. du Pont de Nemours and Company	Closed	8,794,754.07
11/17/2014	Actavis plc	Allergan, Inc.	Closed	8,482,639.31
08/01/2018	Energy Transfer Equity, L.P.	Energy Transfer Partners, L.P.	Announced	7,746,918.64
12/03/2017	CVS Health Corporation	Aetna Inc.	Announced	7,700,078.45
04/29/2018	T-Mobile US, Inc.	Sprint Corporation	Announced	7,552,899.78
01/09/2015	CK Hutchison Holdings Limited	Hutchison Whampoa Limited	Closed	7,538,966.29
03/08/2018	Cigna Corporation	Express Scripts Holding Company	Announced	7,532,505.03
05/18/2014	AT&T Inc.	DIRECTV, LLC	Closed	7,257,100.99
01/26/2009	Pfizer Inc.	Wyeth LLC	Closed	7,114,435.17
10/21/2016	British American Tobacco p.l.c.	Reynolds American Inc.	Closed	7,110,387.07
04/20/2015	SK Holdings Co., Ltd.	SK C&C Co. Ltd.	Closed	6,861,805.43
05/18/2016	Bayer Aktiengesellschaft	Monsanto Company	Closed	6,790,250.05

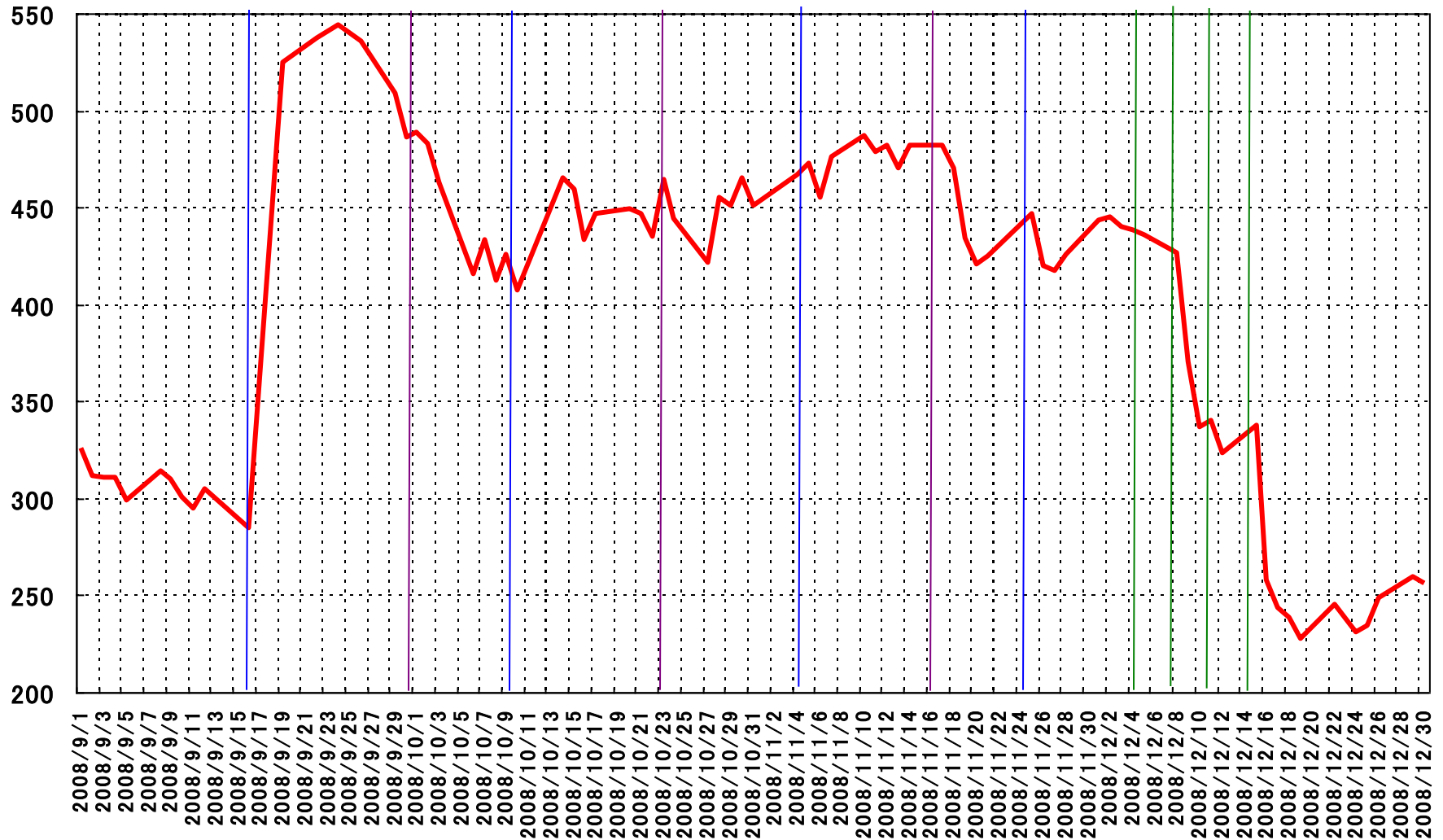
敵対的買収と買収防衛策①

◆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・果断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

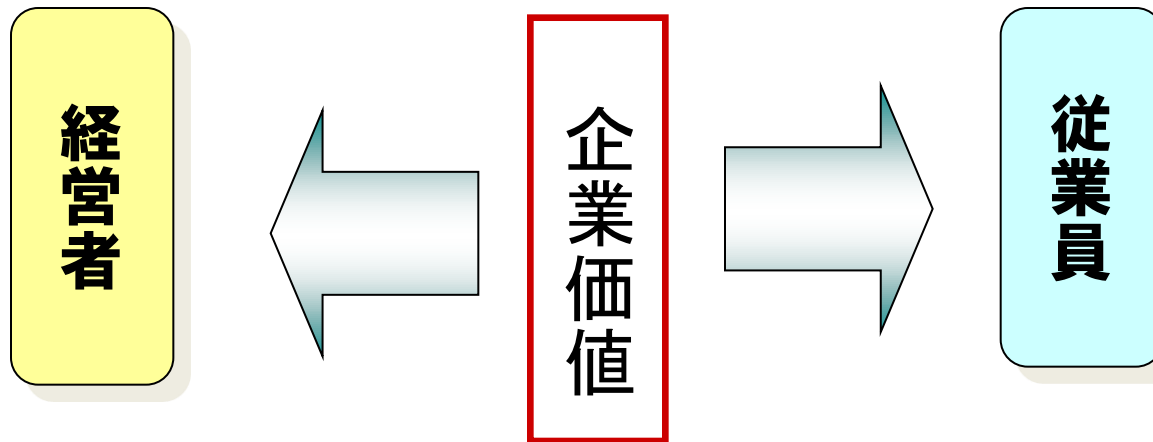
企業開示の情報過多・重複をめぐる課題

コーポレートガバナンス関連施策と日本再興戦略

	主な取り組み	実施状況
日本再興戦略	伊藤レポート	2013年7月開示、2004年8月最終報告
	JPX日経インデックス400	2014年1月算出開始
	日本版スチュワードシップ・コード	2014年2月公表
	会社法改正	2015年5月施行
日本再興戦略 改訂2014	経営者・投資家フォーラム	2015年6月開始
	コーポレートガバナンス・コード	2015年6月適用開始
	持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会	2015年4月報告書公表
日本再興戦略 改訂2015	コーポレートガバナンスシステムの在り方に関する研究会	2015年7月報告書公表
	株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会	2016年4月報告書公表
	金融審議会 ディスクロージャーワーキング・グループ	2016年4月報告書公表
	スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンスコードのフォローアップ会議	2015年9月から検討を開始
日本再興戦略 2016	コーポレートガバナンスシステム研究会(取締役会の役割、運用方法、CEOの選解任、サクセッションプランやインセンティブ報酬、顧問・相談役制度、社外取締役の役割・機能、政策保有株式等)	2016年7月から検討を開始、2017年3月にガイダンス公表。同年5月改訂SSコード、2018年5月改訂CGコードを公表
	持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会(企業における長期投資の判断、評価の在り方、投資家が中長期的な企業価値評価の視点、対話・コミュニケーションの在り方)	2016年8月検討開始、2017年3月に価値協創ガイダンス公表、同年10月に報告書公表、2018年3月にバイオベンチャー版ガイダンス公表。
	国際的に効果的かつ効率的な開示の実現(開示制度の見直し)	会社法、金商法等に基づく制度開示の共通化。四半期決算短信の簡素化等。
	対話型株主総会プロセスの実現	対話型株主総会プロセスの実現に向けた関係者の取り組みをフォローアップ

伊藤レポート、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードを契機に、二の矢、三の矢を打ち続けることで、企業経営者と投資家との円滑な対話・エンゲージメントを実践できる環境を整備。

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

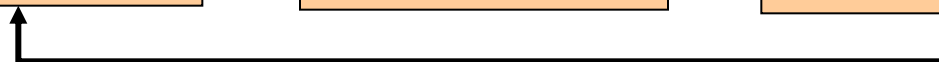
【経営目標をめぐる一風景】

現場から現実に
即した経営目標
の設定

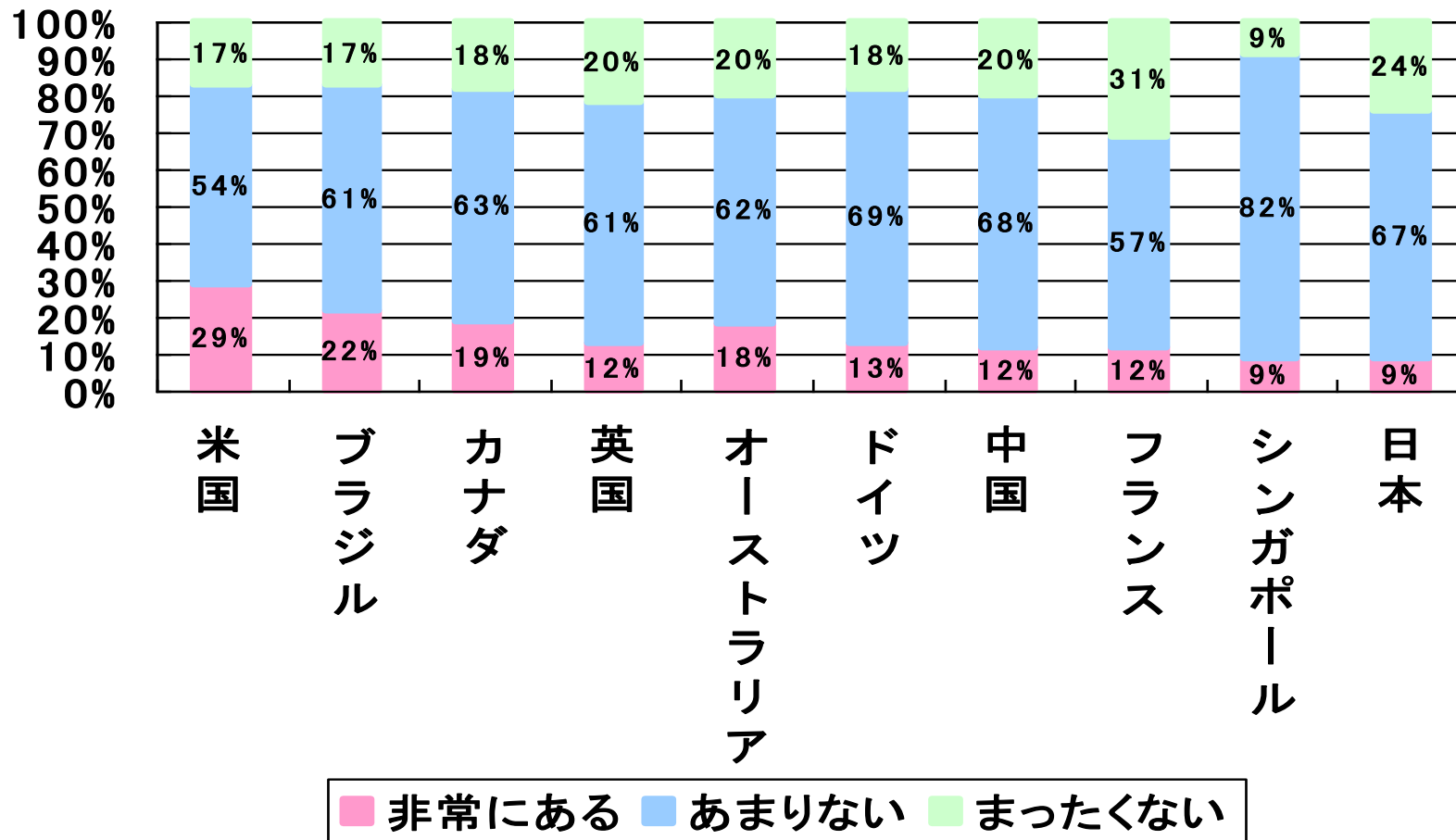
ストレッチ目標の
丸投げ現象

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。

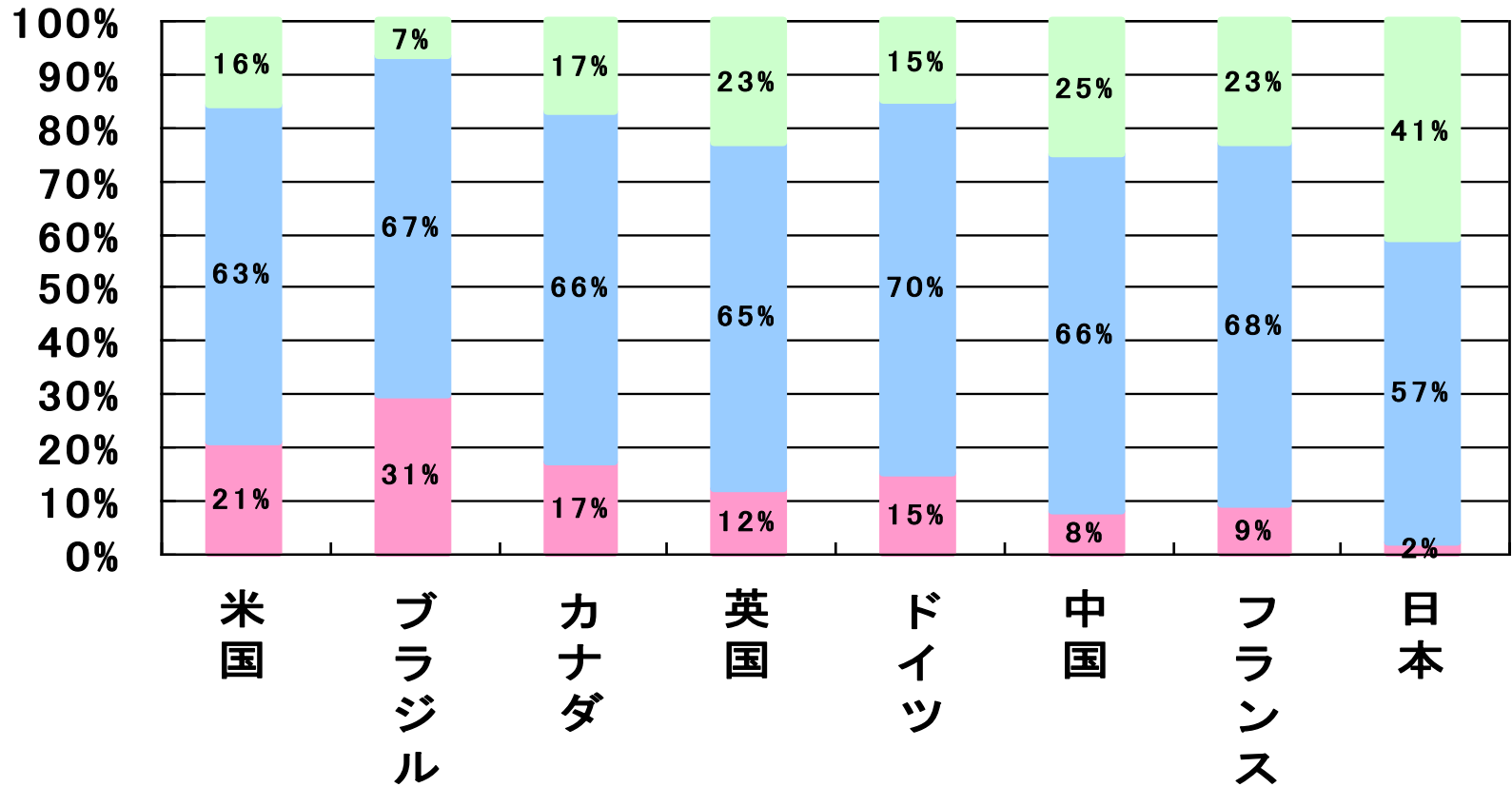


日本企業の社員の会社への忠誠心は？



※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？



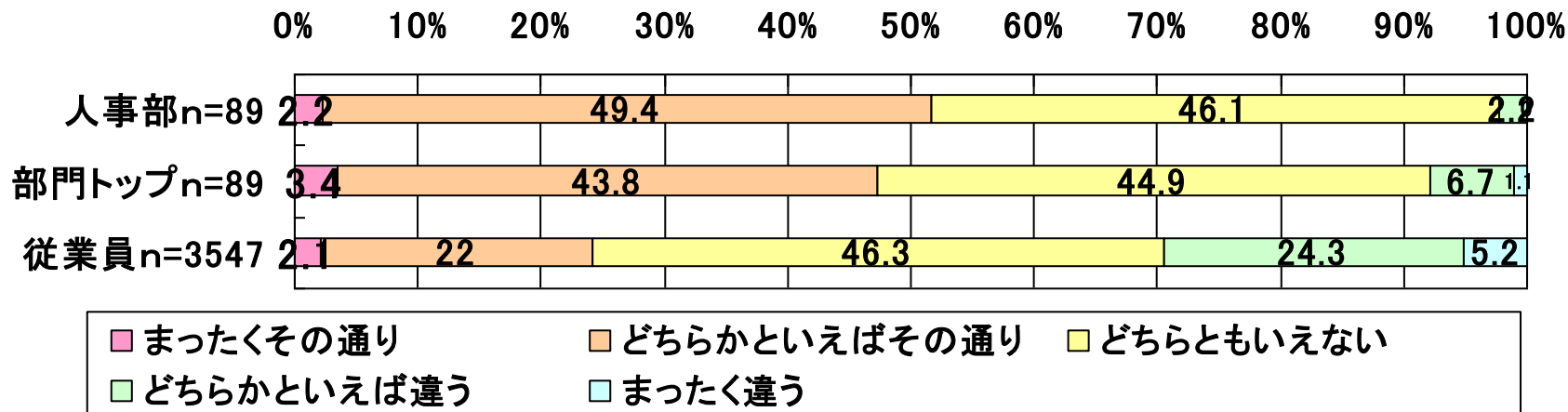
■ 非常に意欲的である ■ 普通に意欲的である ■ 意欲的ではない

※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。

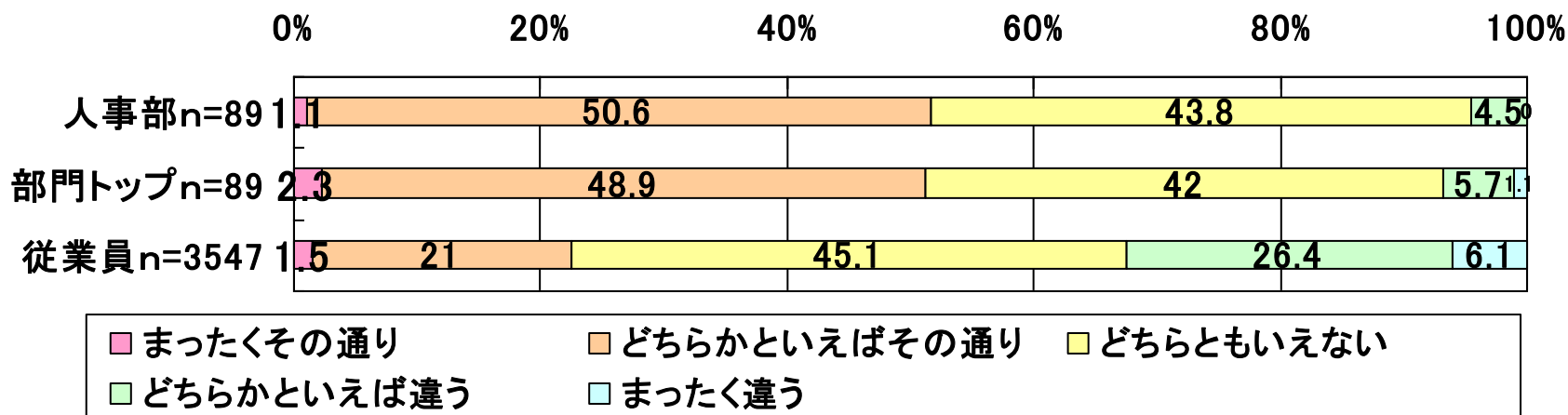
日本企業の現状の競争力

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

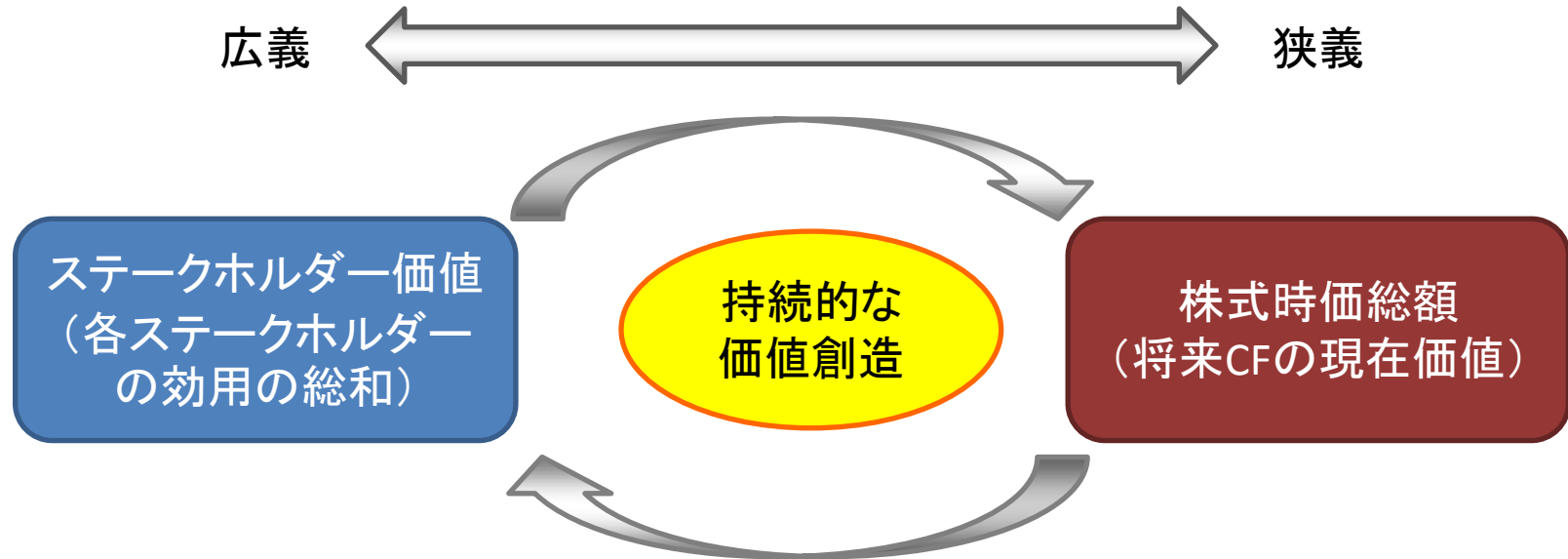
【要件3】現場への意思決定の権限委譲、エンパワメント

【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？

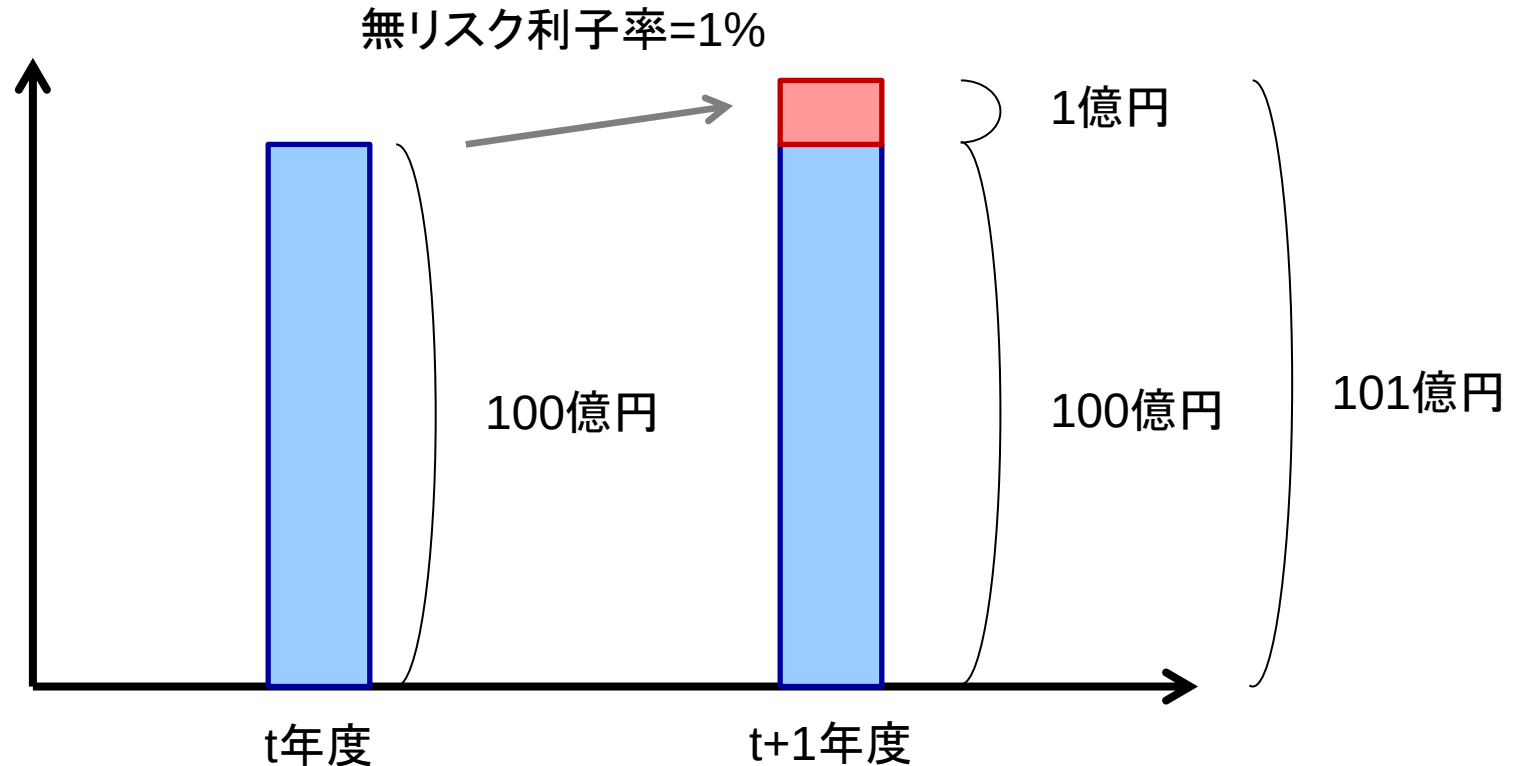
企業価値とは何か？



- ✓ 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、ホスピタリティー、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な？
- ✓ 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)

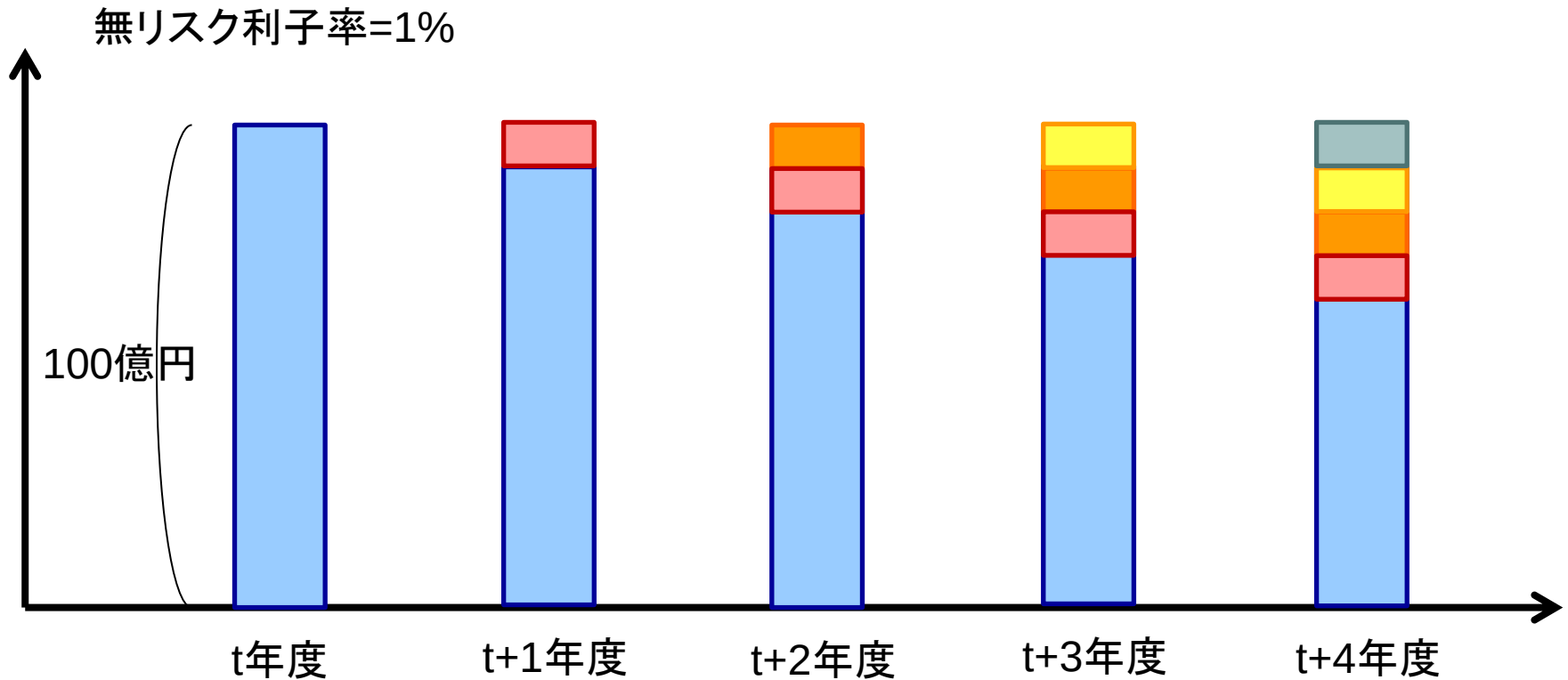
現在の100億円と1年後の100億円は同じ価値か？



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)

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



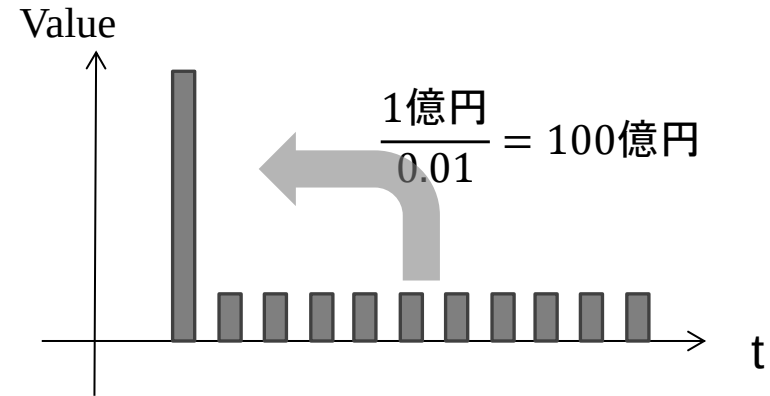
期間を無限ののばしていくと……。

企業価値とは何か(3)

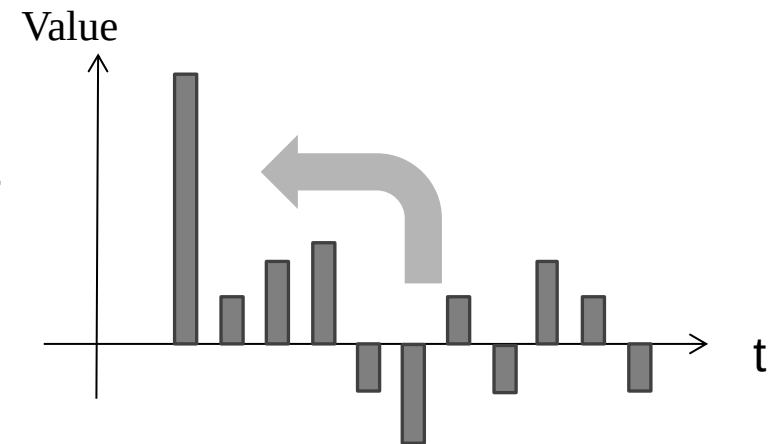
一般的に資産の価値は、その資産が生み出すキャッシュ・フローの現在価値に等しくなる。



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

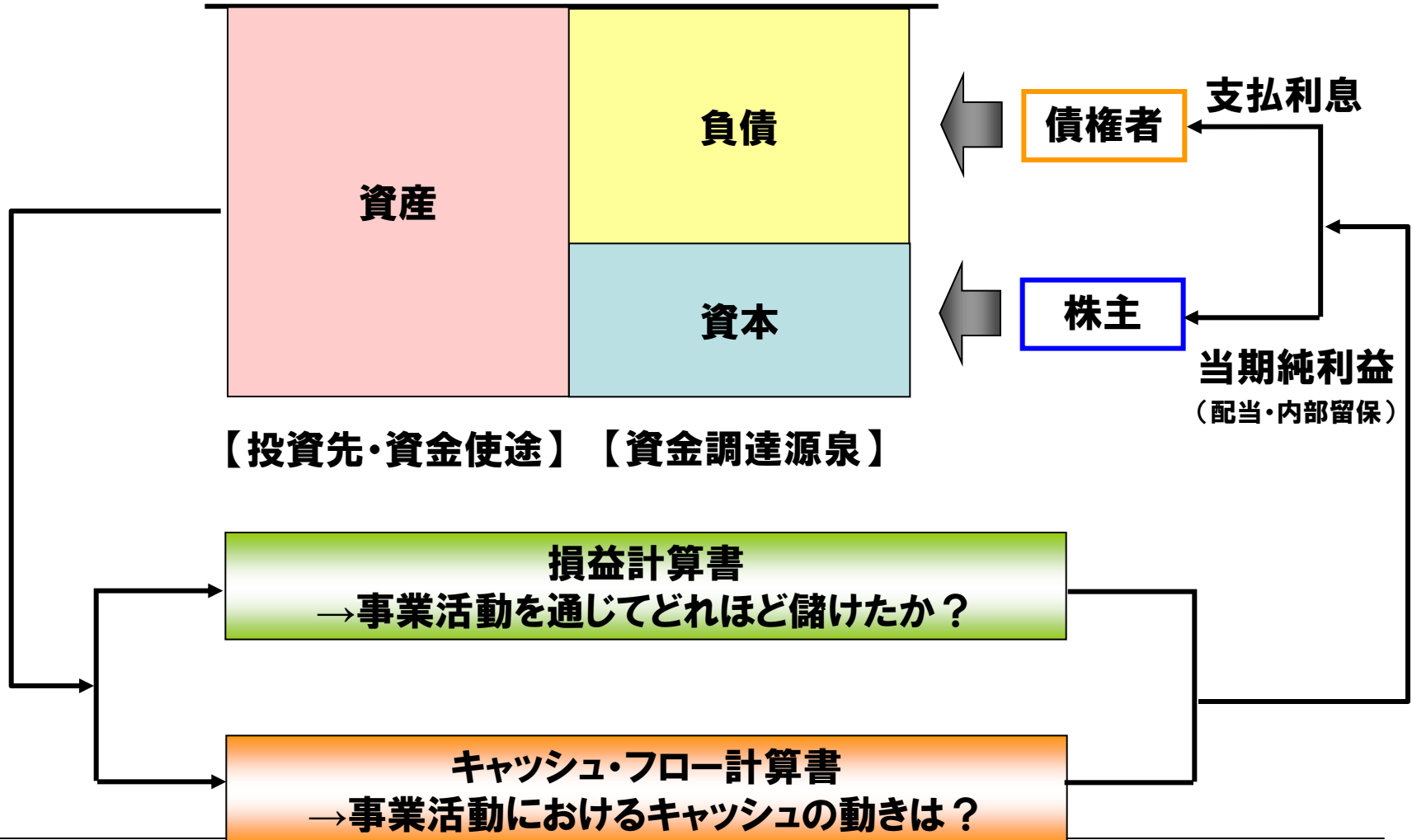


基本的な財務諸表の関係性



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

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

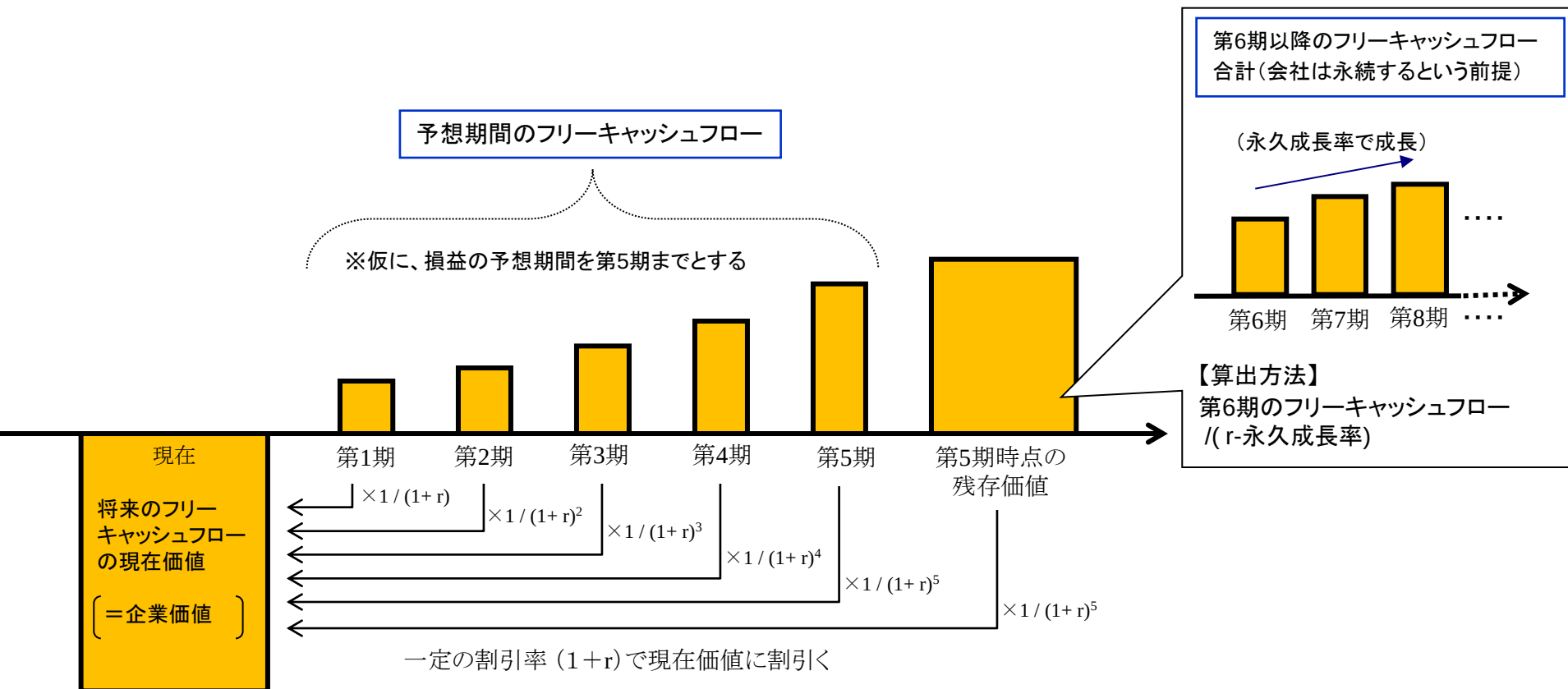
バフェットのオーナー利益＝当期純利益＋減価償却費－設備投資額

企業価値の基本思考



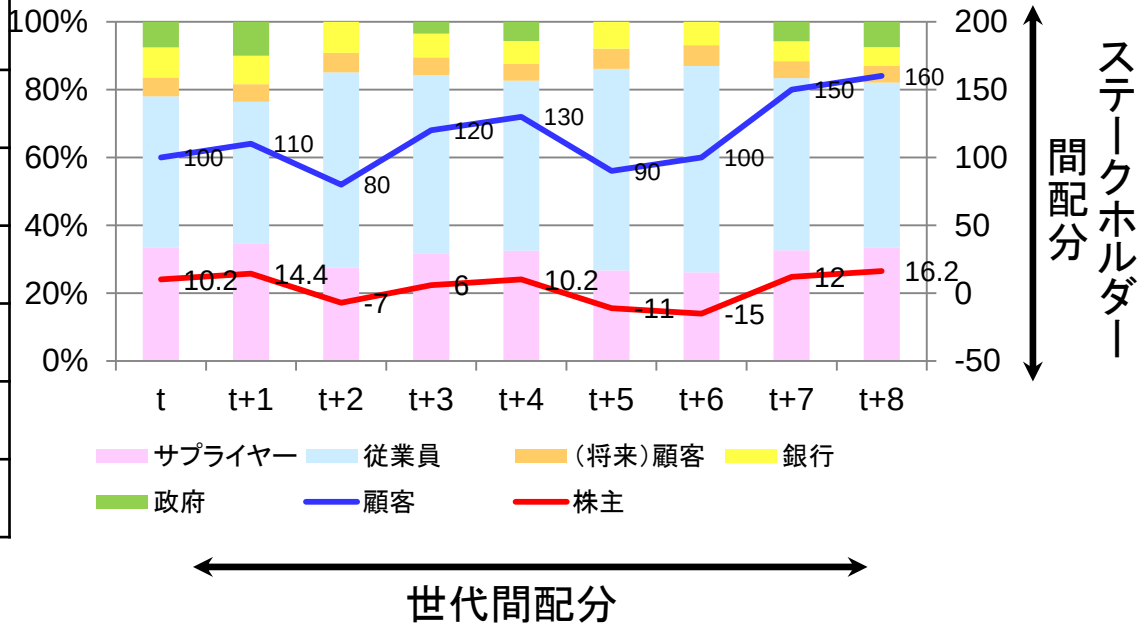
HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

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

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】

DCF法

- ✓ 経営計画(将来CF)
- ✓ 資本コスト
- ✓ (永久)成長率

超過利益法

- ✓ 期首自己資本
- ✓ 株主資本コスト
- ✓ 将来超過利益

倍数法

- ✓ マルチプル
(過去、同業他社)
- ✓ 当期純利益、
EBITDA、純資産等

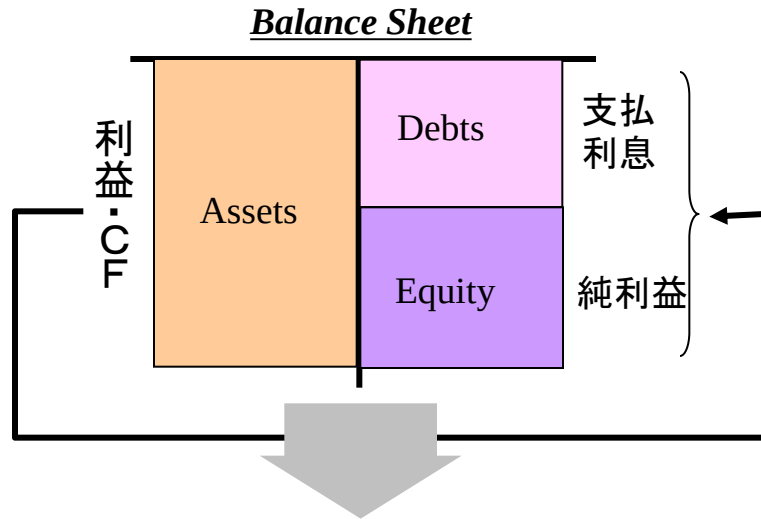
複雑 ← 評価の特徴① → 簡潔

主観的 ← 評価の特徴② → 客観的

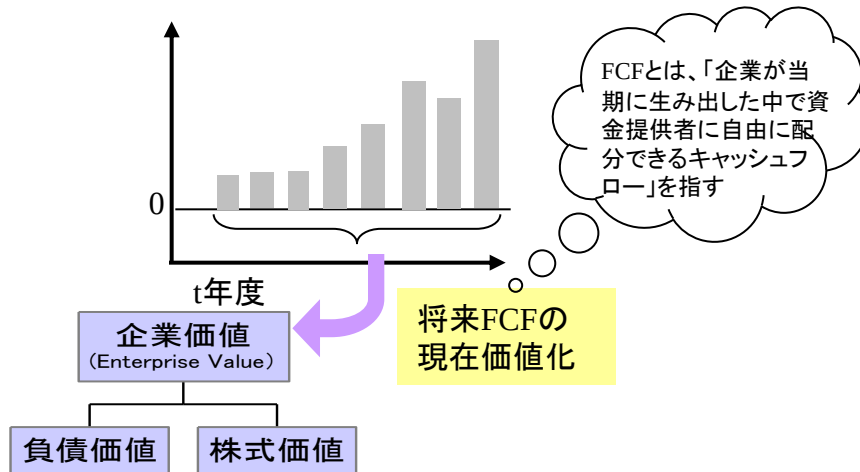
M&A ← 主な利用状況 → 日常売買

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

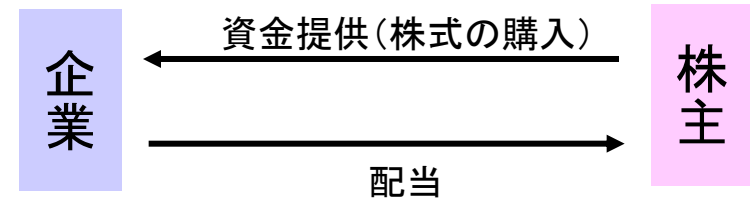


◆将来フリーキャッシュフロー（FCF）の推移

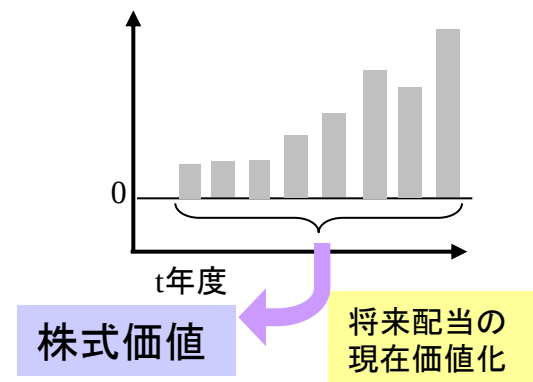


$$\text{株式価値} = \text{企業価値} - \text{負債価値 (簿価)}$$

◆割引配当モデルによる株式価値算出



◆将来配当の推移



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

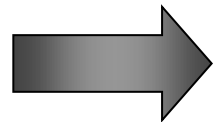
V=企業価値（有利子負債+株式時価総額－現金預金・有価証券）

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

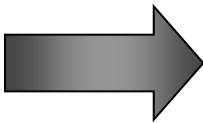
MV=株式時価総額 BV=自己資本 NI=当期純利益

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

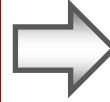
※エクイティ・スプレッド = $ROE - r_E$

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)

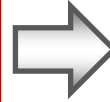


- ✓ 事業用資産と非事業用資産の分離。
- ✓ 非有利子純債務を資本から控除し、投下資本算出。
- ✓ 事業用資産や投下資本とNOPATを対応させる。
- ✓ NOPATに償却費を加え、正味運転資本投資、資本的支出を控除し、FCFを算出。

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、資金調達の想定などを組み込む)

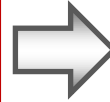


- ✓ 経営計画や目標に照らして売上シナリオ、ROICシナリオを構築。
- ✓ 過去業績分析に基づきバリュードライバーを特定。将来シナリオ作成に反映。特に運転資本、資本的支出、資金調達シナリオを意識。

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)

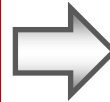


- ✓ 有利子負債利率
- ✓ 市場 β (Bloomberg、Barra、修正)
- ✓ 市場リスクプレミアム
- ✓ 無リスク利率

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)

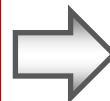


- ✓ 事業価値に非事業用資産を加えて、企業価値(Enterprise Value)を算出。
- ✓ 企業価値から有利子負債を控除し、株主価値を算出。
- ✓ 株主価値を発行済み株式でわり、理論価値を算出。

Step5

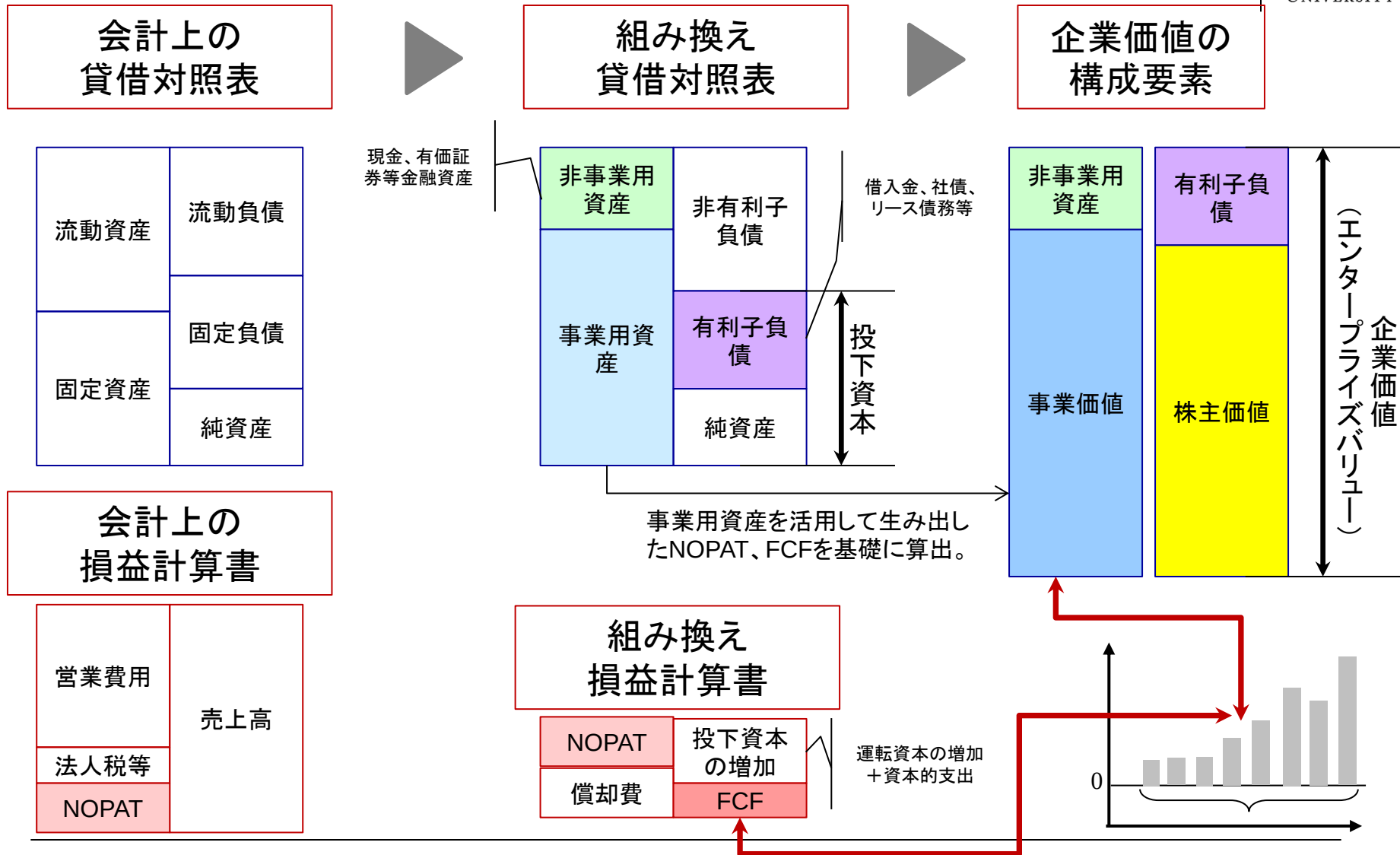
価値評価額を検証する。

(※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

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

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/data/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、ロイター、日経などで提供。

<http://www.bloomberg.co.jp/>
<https://www.nikkei.com/markets/ranking/page/?bd=betahigh>
<https://jp.reuters.com/investing/markets>

- ✓ 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。

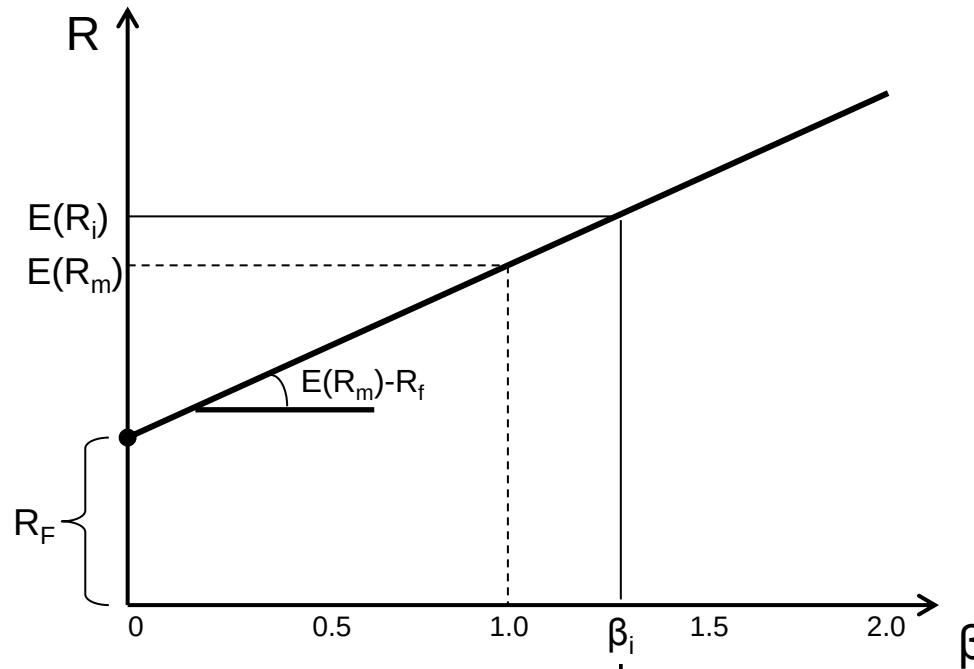
https://www.ibbotson.co.jp/productservice/cost_of_capital.html/

計測期間	期間	Historical ERP
1952-2017年	65年間	9.00%
1960-2017年	57年間	6.20%
1970-2017年	47年間	5.50%
1980-2017年	37年間	4.30%
1987-2017年	30年間	2.10%

- ✓ 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】

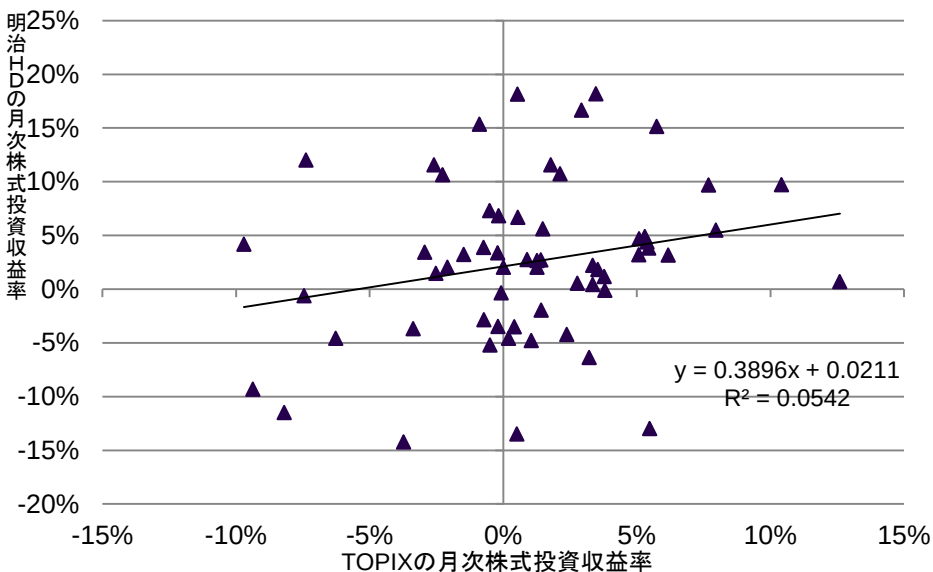
- ✓ DEレシオ→財務リスク
- ✓ Unlevered β →事業リスク

市場ベータの推定



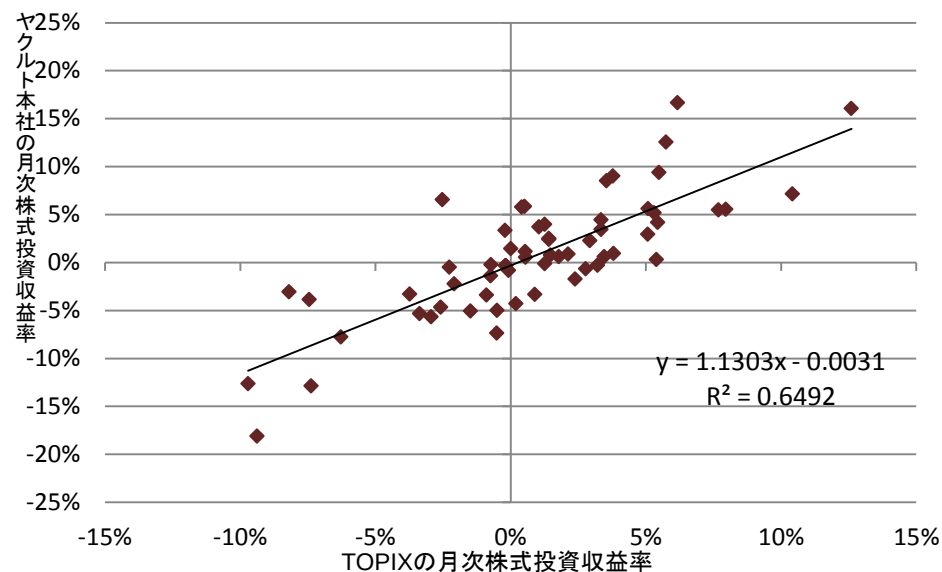
HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

■明治HD



※2013年4月～2018年3月までのデータから算出。

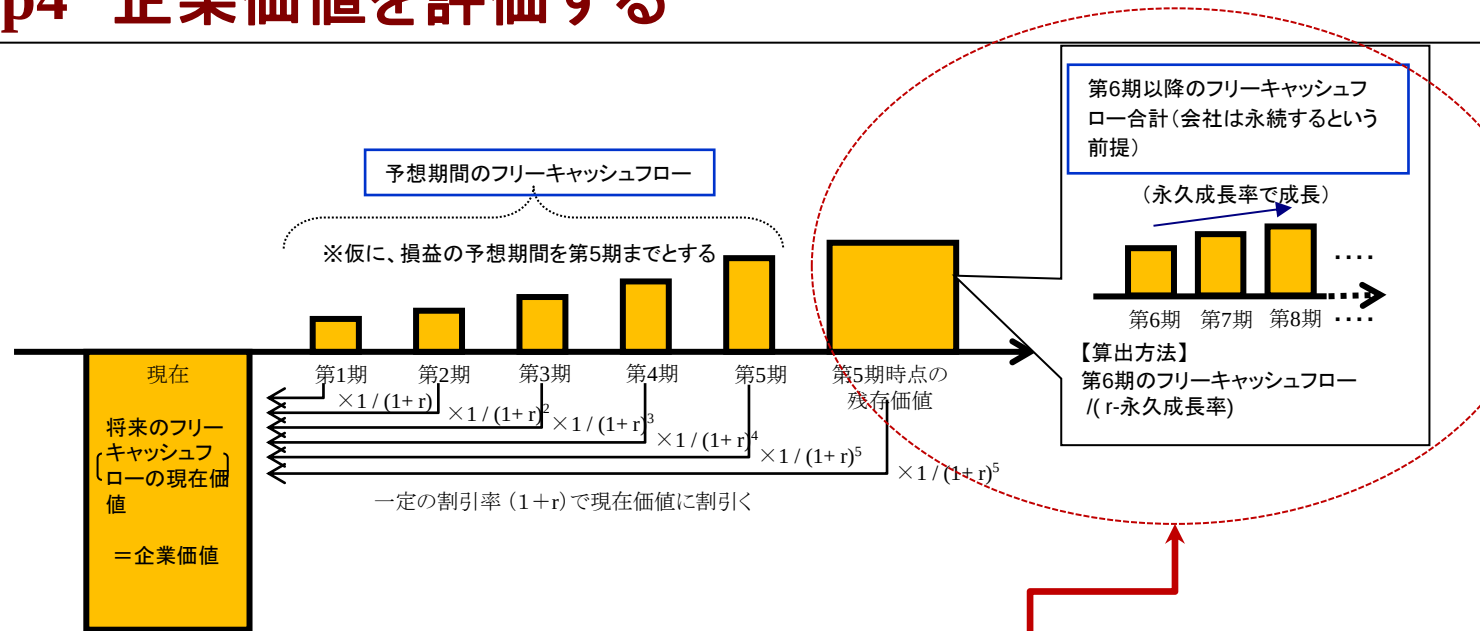
■トヨタ自動車



※2013年4月～2018年3月までのデータから算出。

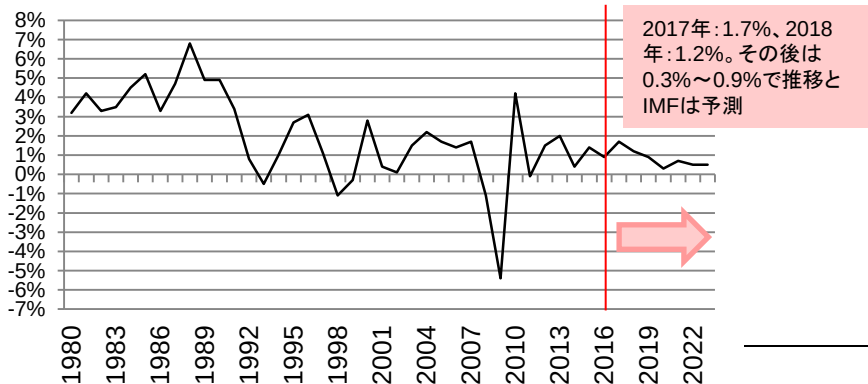
市場INDEXに対して、明治HDの株価は安定していることから相対的に経済環境の変化に対して、同社の評価については影響を受けにくいことが確認できる。一方で、トヨタ自動車は相対的に経済環境の変化に対して、連動して影響を受ける傾向がある。

Step4 企業価値を評価する

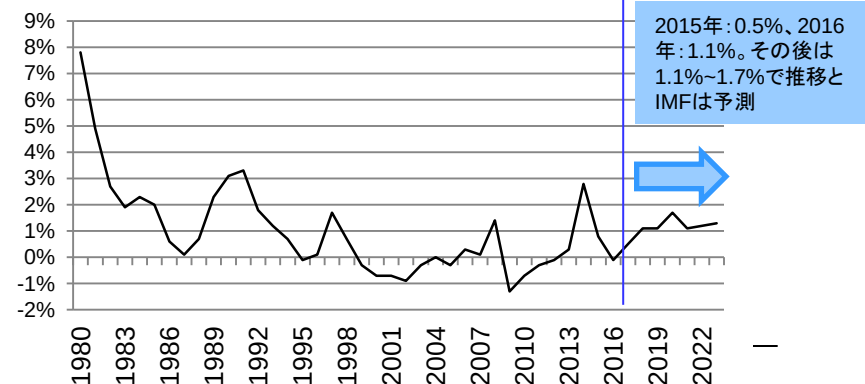


$$Enterprise\ Value = \frac{FCF_{i,1}}{(1+r)^1} + \frac{FCF_{i,2}}{(1+r)^2} + \frac{FCF_{i,3}}{(1+r)^3} + \frac{FCF_{i,4}}{(1+r)^4} + \frac{FCF_{i,5}}{(1+r)^5} + \sum \frac{FCF_{i,6}}{(r-g)(1+r)^5}$$

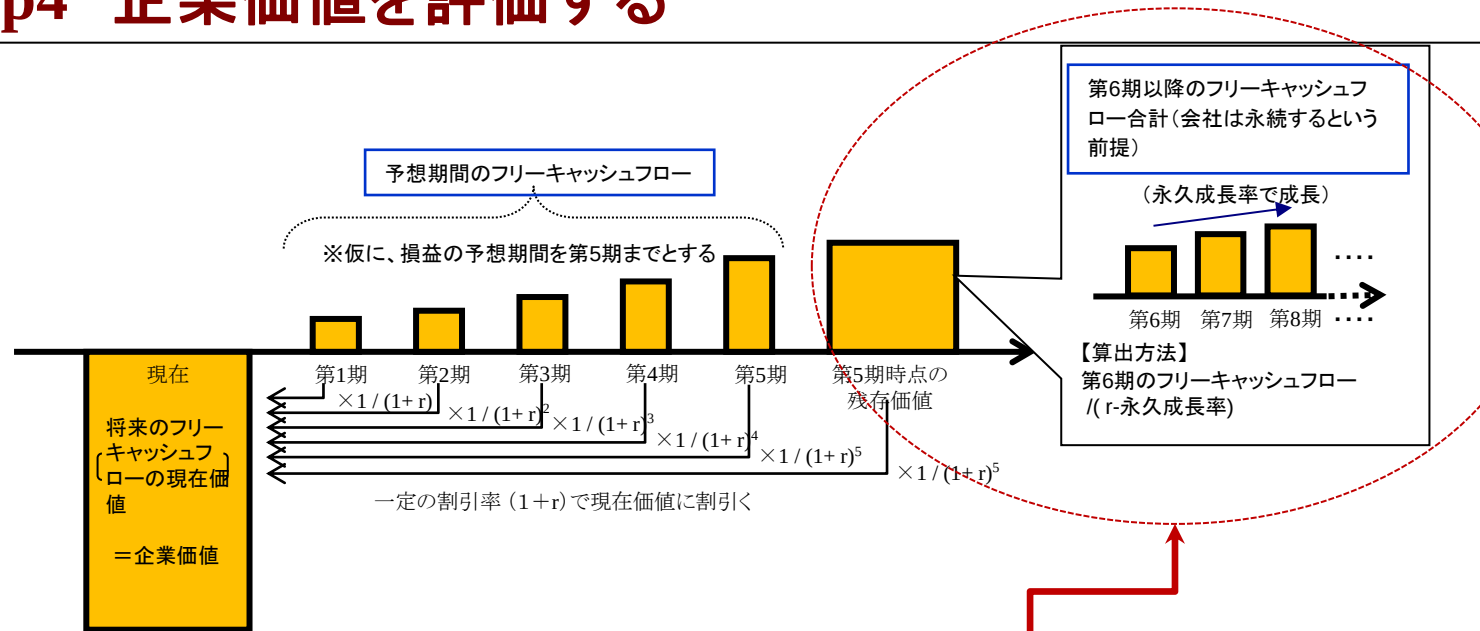
名目GDP成長率(日本)



インフレ率(日本)

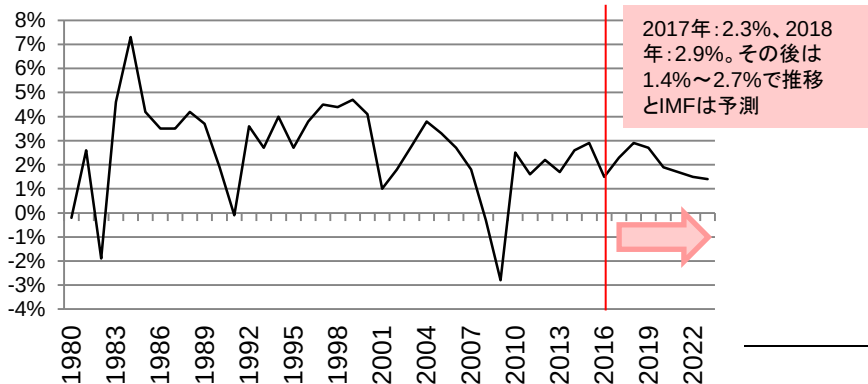


Step4 企業価値を評価する

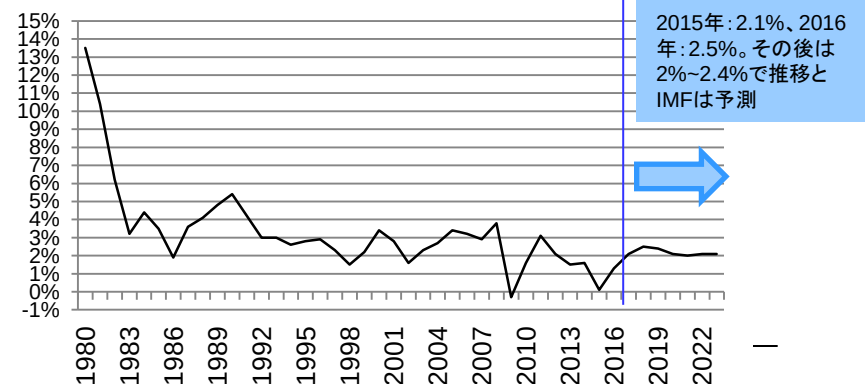


$$Enterprise\ Value = \frac{FCF_{i,1}}{(1+r)^1} + \frac{FCF_{i,2}}{(1+r)^2} + \frac{FCF_{i,3}}{(1+r)^3} + \frac{FCF_{i,4}}{(1+r)^4} + \frac{FCF_{i,5}}{(1+r)^5} + \sum \frac{FCF_{i,6}}{(r-g)(1+r)^5}$$

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

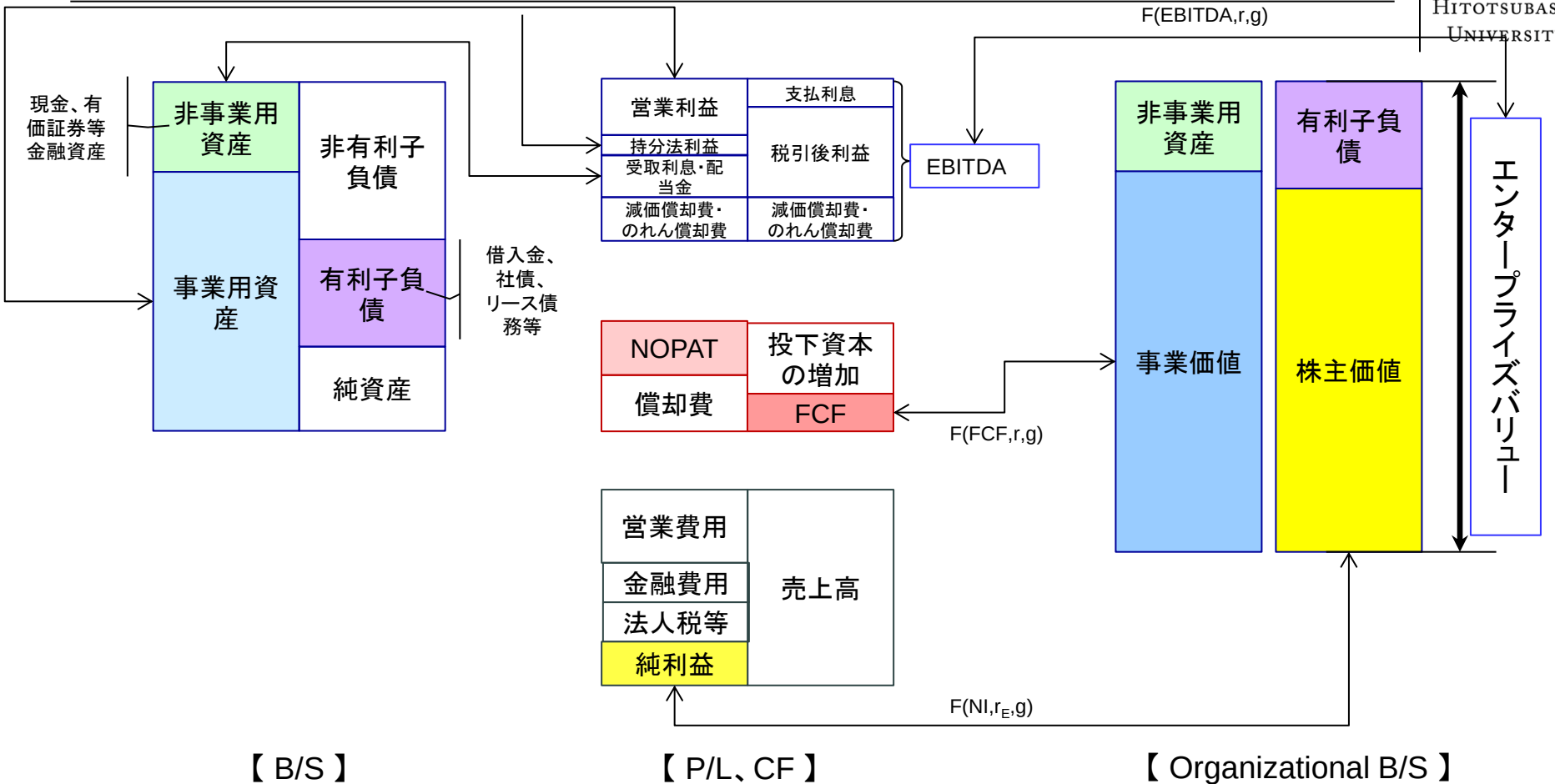
- ✓ ROIC
- ✓ 成長性
- ✓ 資本コスト

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

明治HDの価値評価 論点



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

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
2018年6月29日	直近	0.004%
201608-201806	1年	0.051%
201208-201806	5年	0.261%
200708-201806	10年	0.692%
199808-201806	20年	1.086%
198808-201806	30年	2.334%
198608-201806	31年(最長)	2.423%

■市場リスクプレミアム

年月	期間	利率
201701-201806	直近	12.3%
200601-201806	1年半	7.4%
200801-201806	10年半	5.6%
199801-201806	20年半	5.3%
198001-201806	28年半	4.2%
197001-201806	38年半	5.4%
196001-201806	48年半	6.1%
195501-201806	53年半	7.6%
195201-201806	56年半(最長)	8.9%

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

明治HDの価値評価 論点



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

※資本コストと永久成長率の選択に応じて、どれほど価値が変わってくるか？

	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%	3.68%	3.75%	4.00%	4.25%	4.50%	4.75%	5.00%
0.00%	38,955	35,316	32,285	29,721	27,525	26,158	25,624	23,960	22,494	21,191	20,027	18,979
0.25%	42,439	38,098	34,547	31,590	29,089	27,546	26,946	25,090	23,467	22,036	20,765	19,628
0.50%	46,794	41,498	37,263	33,799	30,913	29,153	28,473	26,382	24,570	22,986	21,589	20,348
0.75%	52,394	45,749	40,581	36,449	33,069	31,035	30,253	27,872	25,831	24,063	22,517	21,154
1.00%	59,860	51,213	44,730	39,688	35,656	33,267	32,358	29,610	27,286	25,294	23,569	22,060
1.25%	70,313	58,500	50,064	43,737	38,818	35,960	34,883	31,664	28,983	26,714	24,771	23,087
1.50%	85,992	68,701	57,175	48,943	42,770	39,272	37,970	34,130	30,988	28,371	26,157	24,260

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？



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

- 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取りあげて、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】

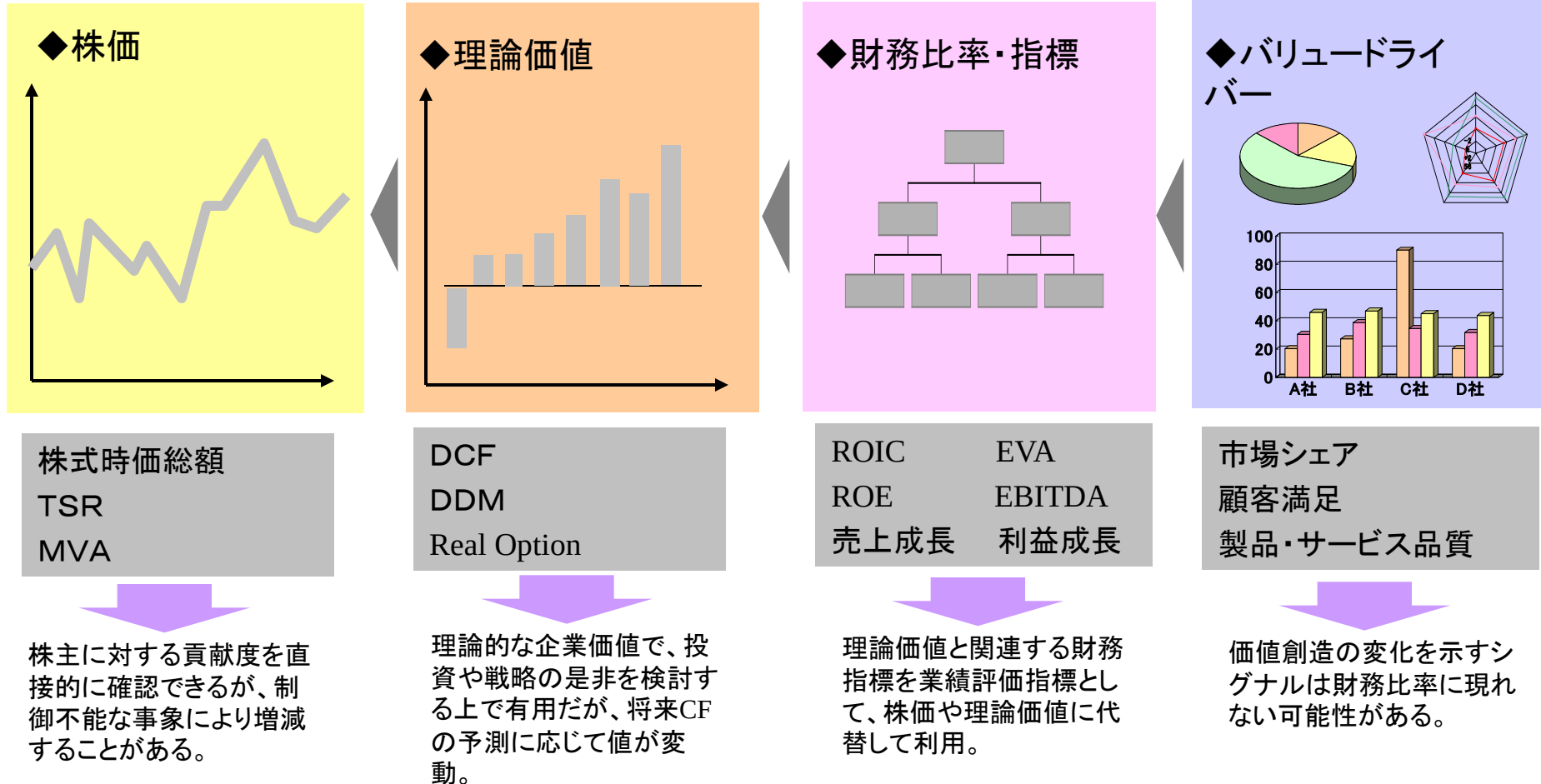
企業名
時価総額

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？



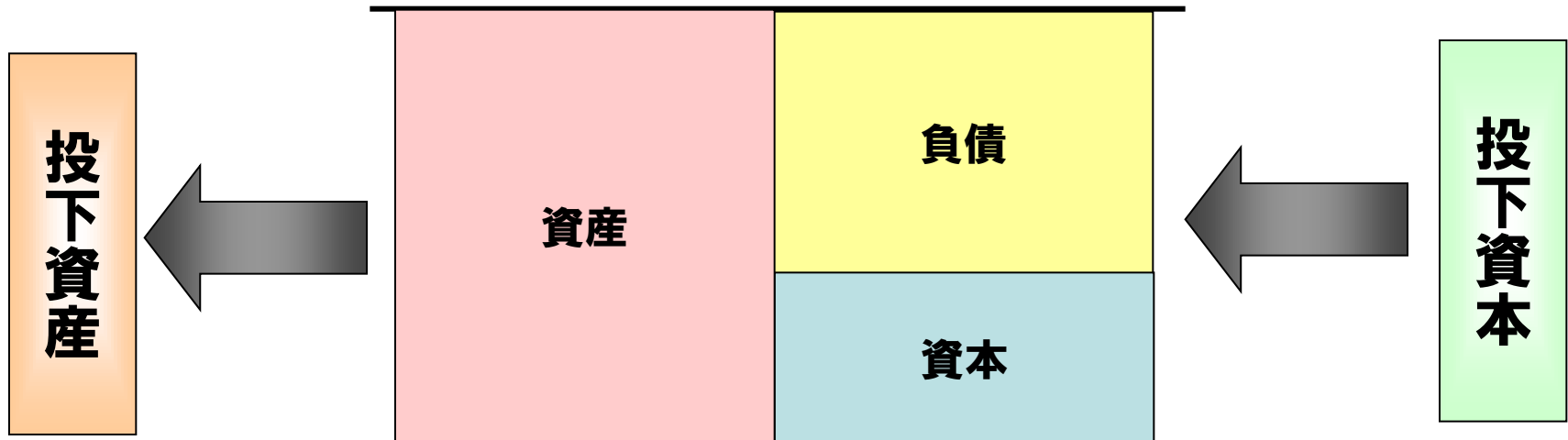
企業価値に関連する指標はさまざまであり、それぞれの指標をどのように利用しわけ
るかがポイントとなる。

企業価値創造の本質



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

貸借対照表



【投資先・資金使途】 【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

企業価値創造企業から
学ぶべきこと

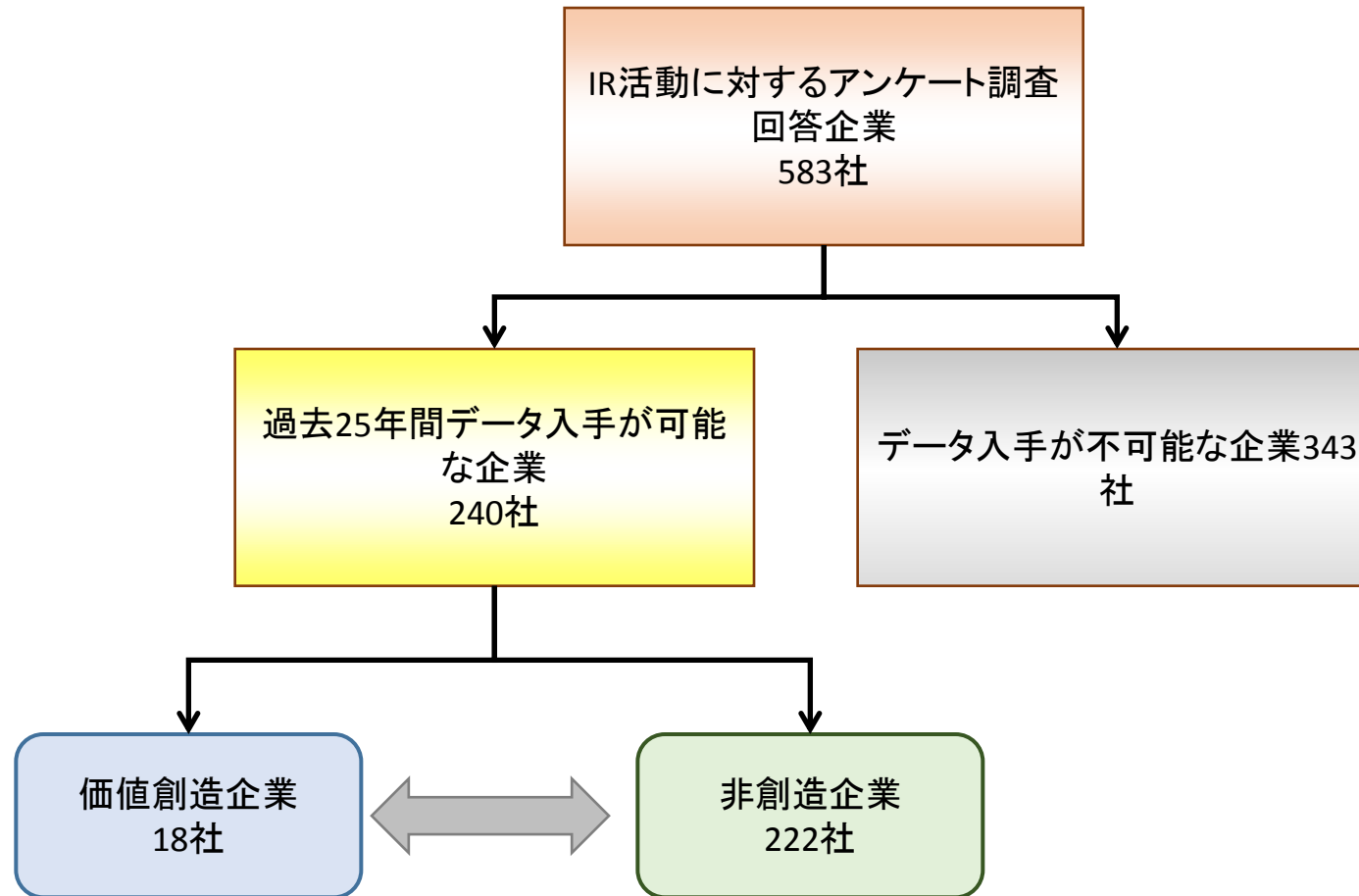
価値創造企業の特徴

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	キャノン	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	バイオフェルミン製薬
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	キャノン電子	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

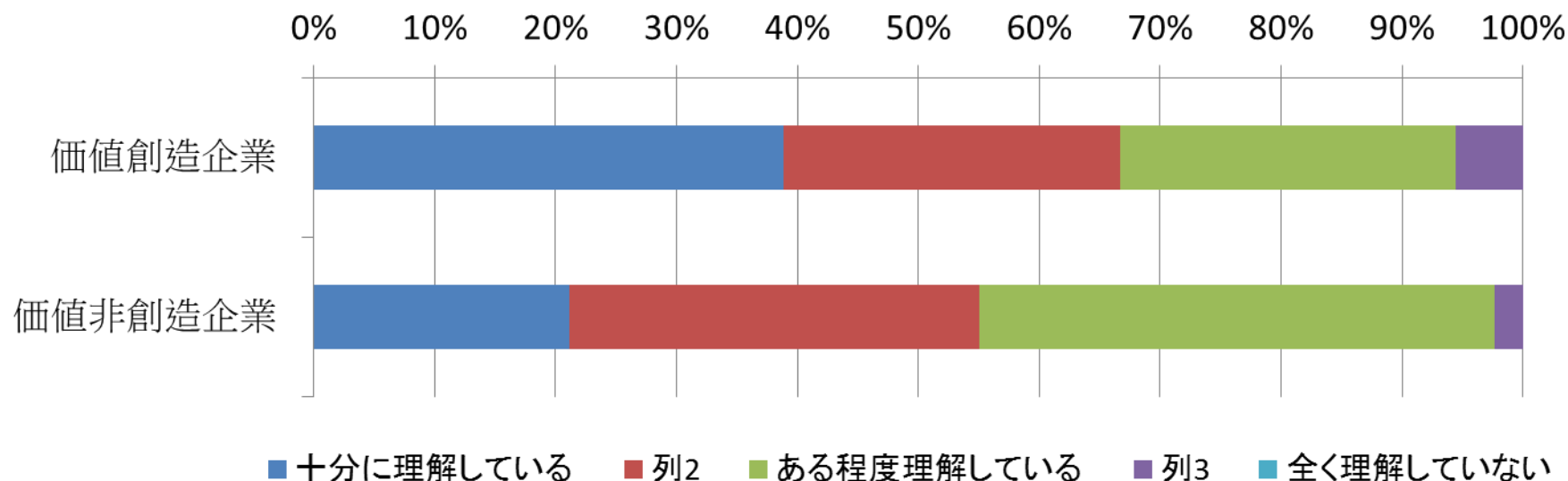


過去25年間に於いて、Buy and Hold returnsで国債10年ものの利回りを上回るリターンを計上できている105社を価値創造企業、そうでない企業1,161社を価値非創造企業と位置付け、IRに対する意識を調査。

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

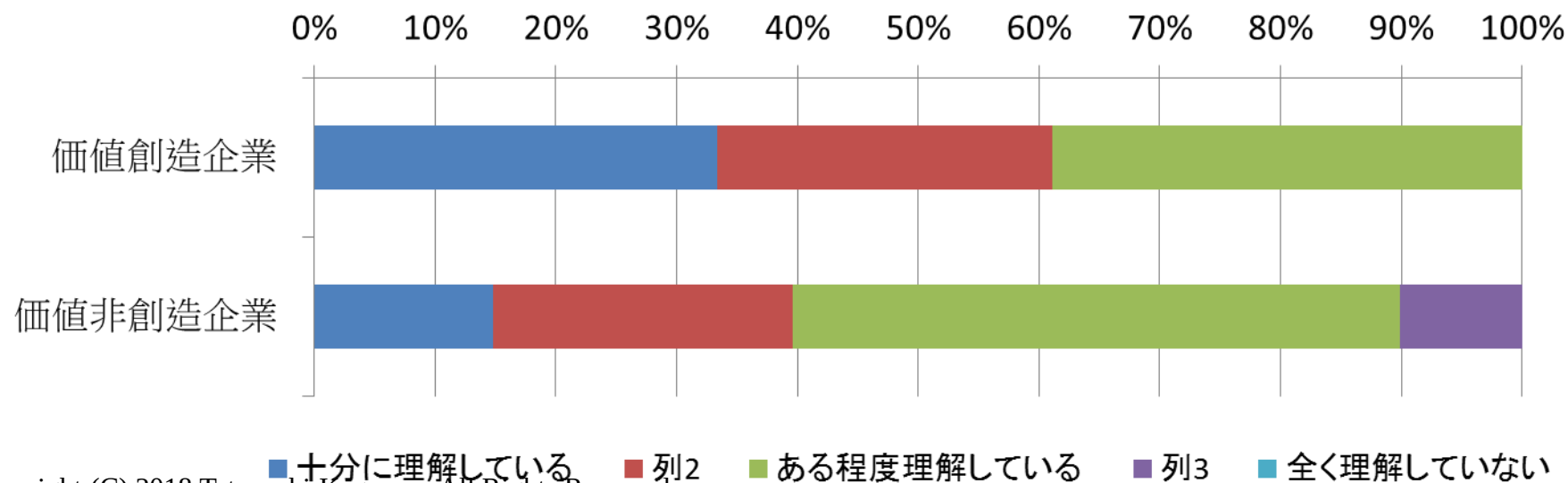
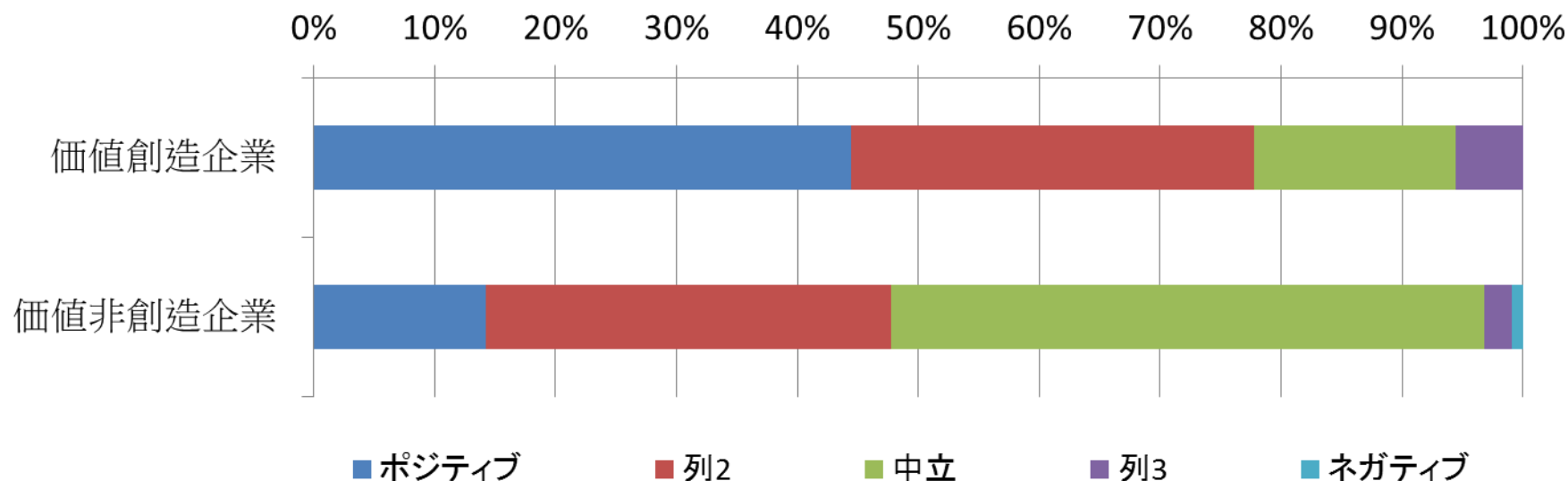


図3 投資家に対する経営陣の認識

(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

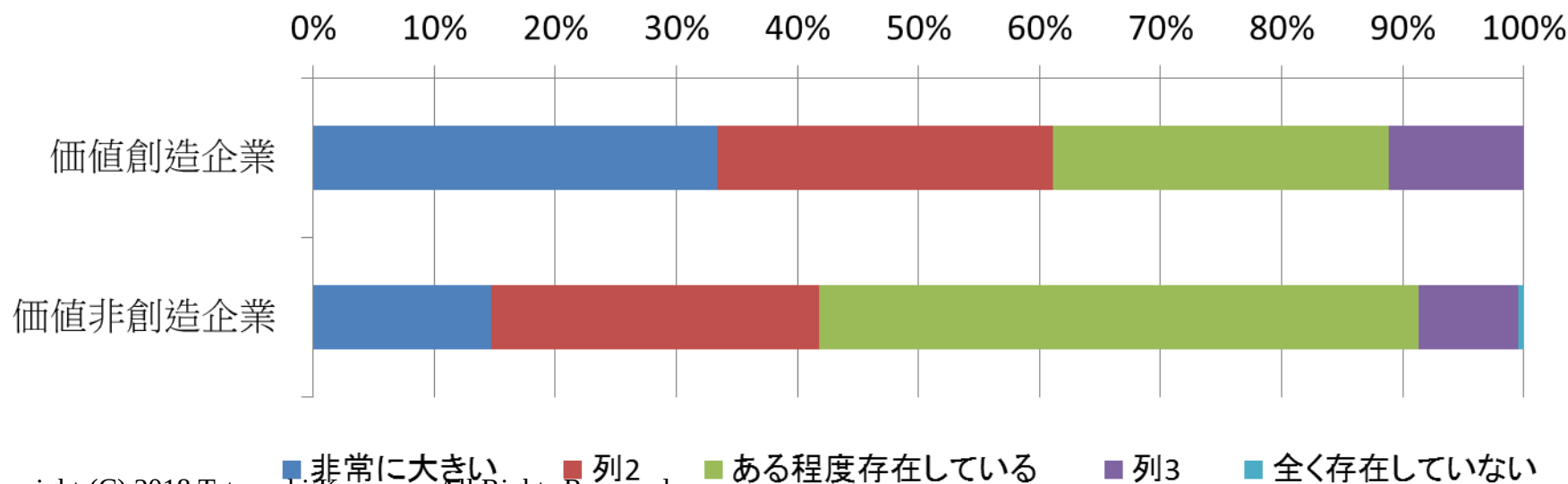


図4 経営理念等や企業文化の役割

(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。

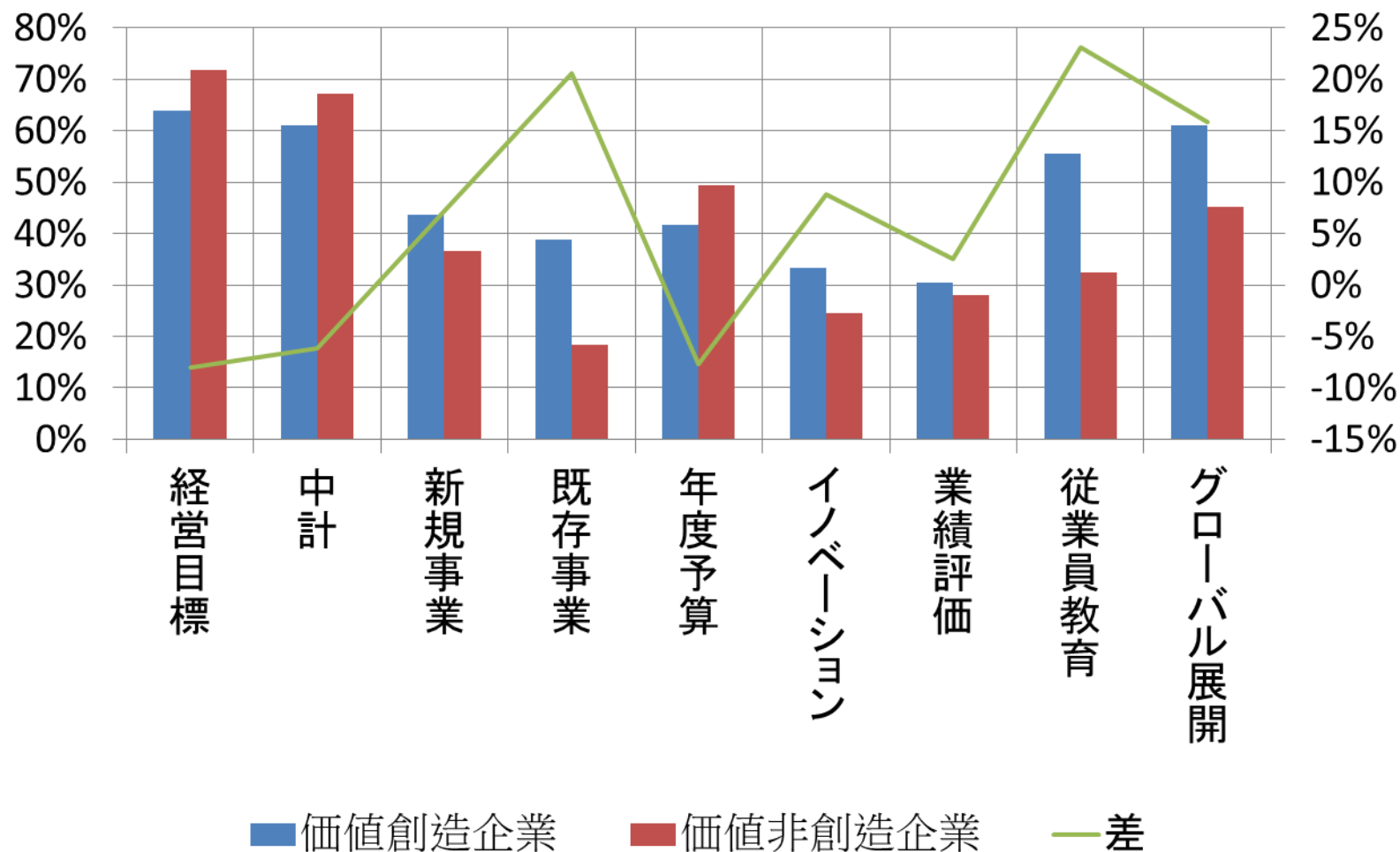


図5(a) 経営目標や中期経営計画

(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。

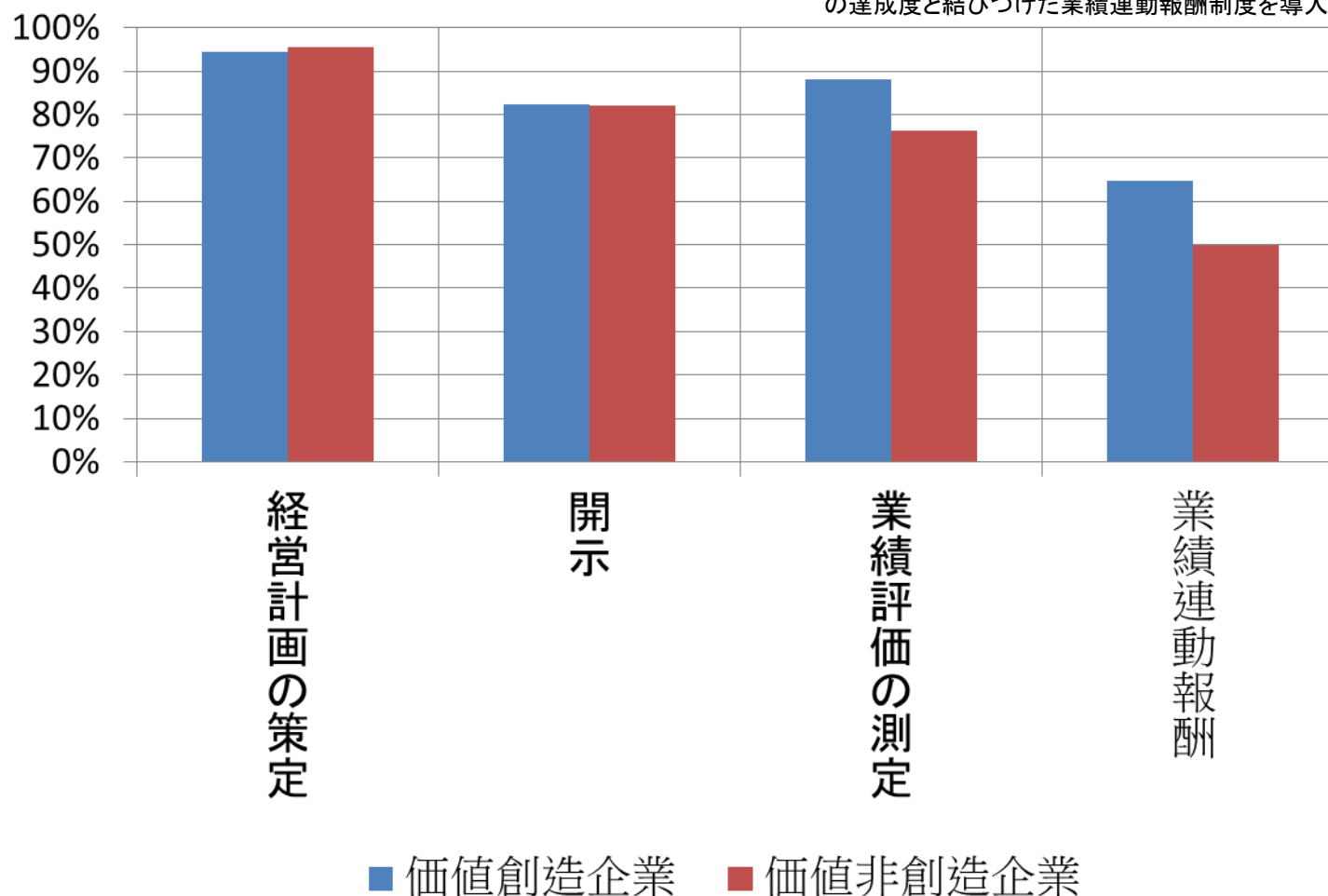


図5(b) 経営目標・計画未達の責任

(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。

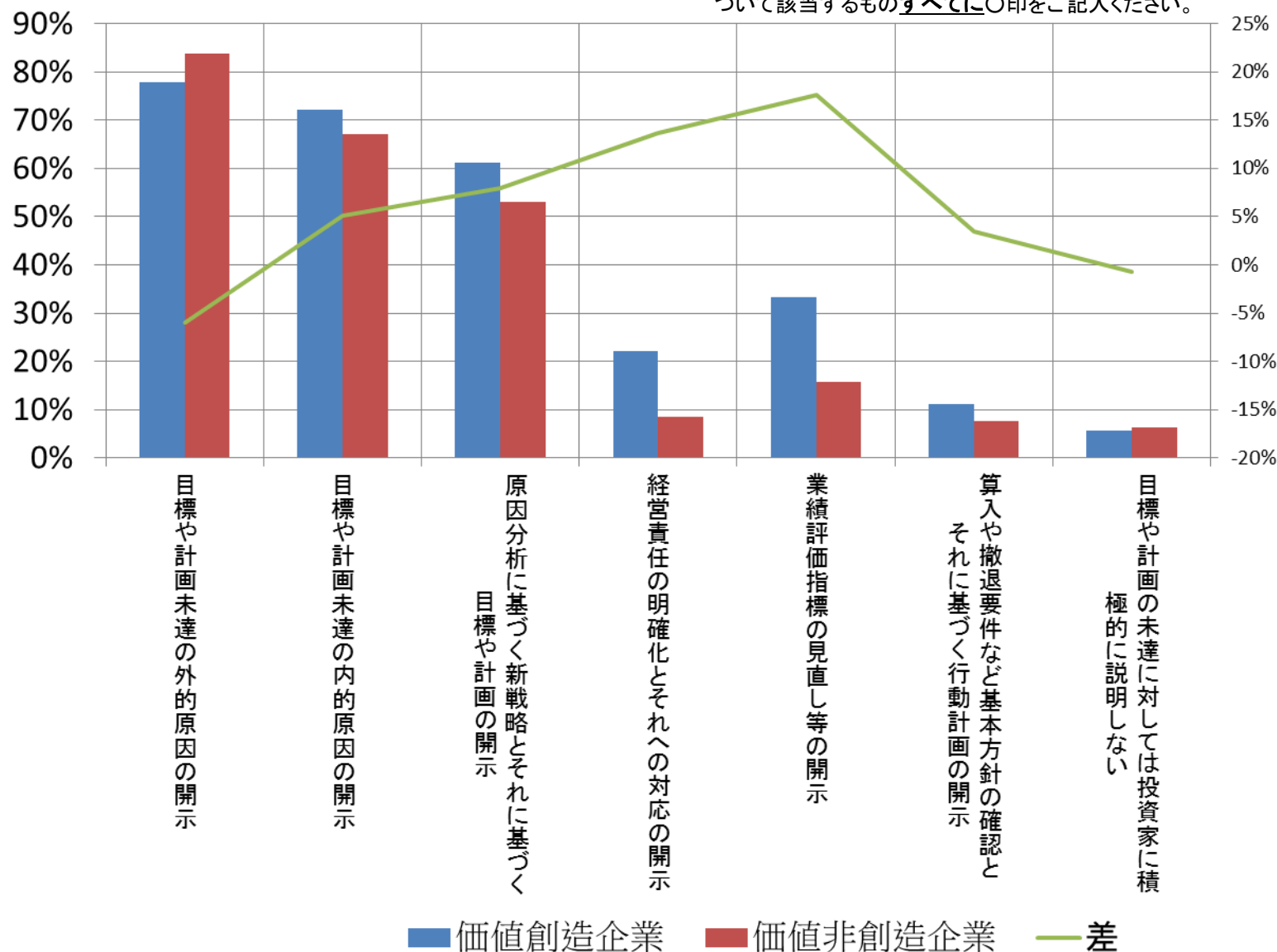
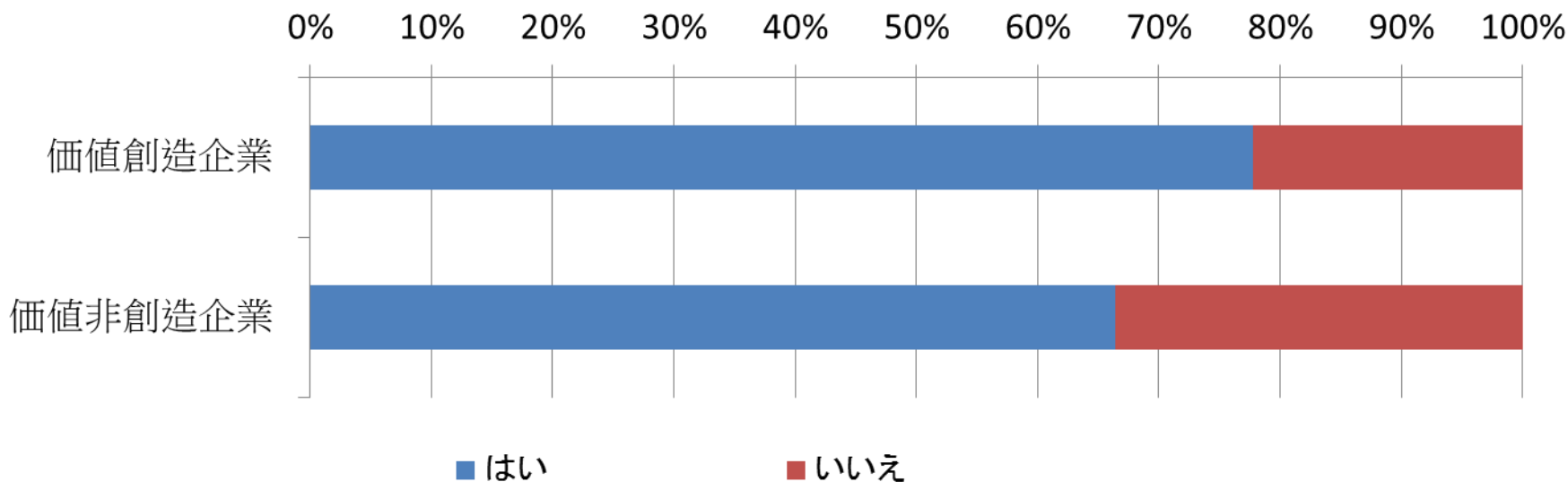


図6 ROEなどの利益率

(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。

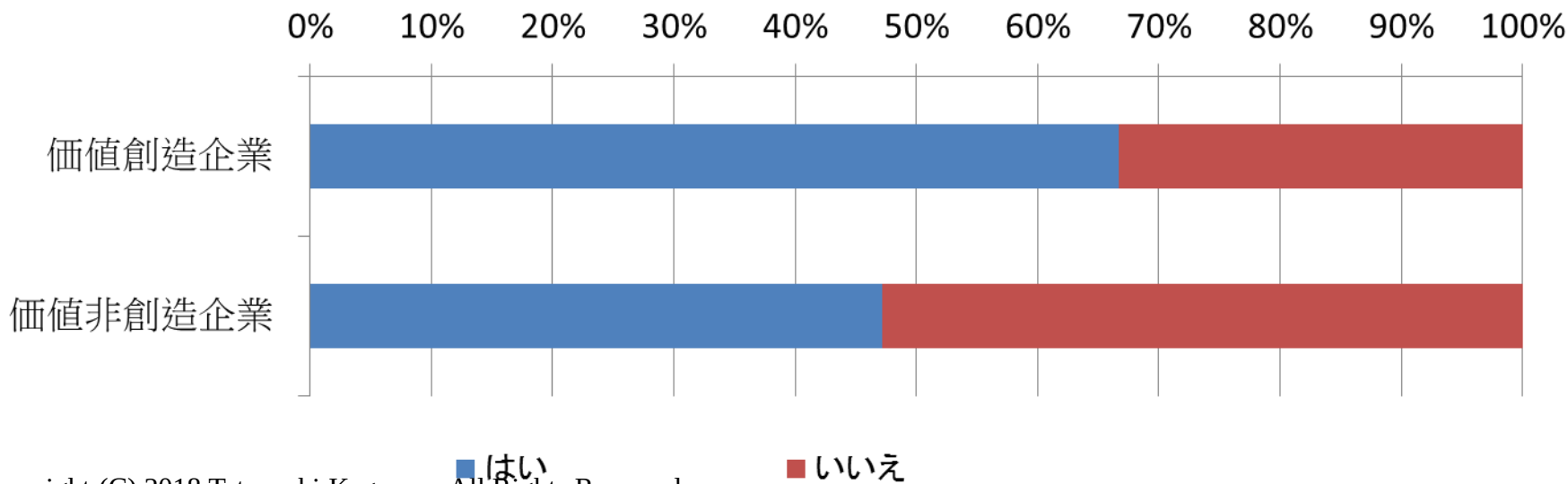


図6 ROEなどに対する意識

(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。

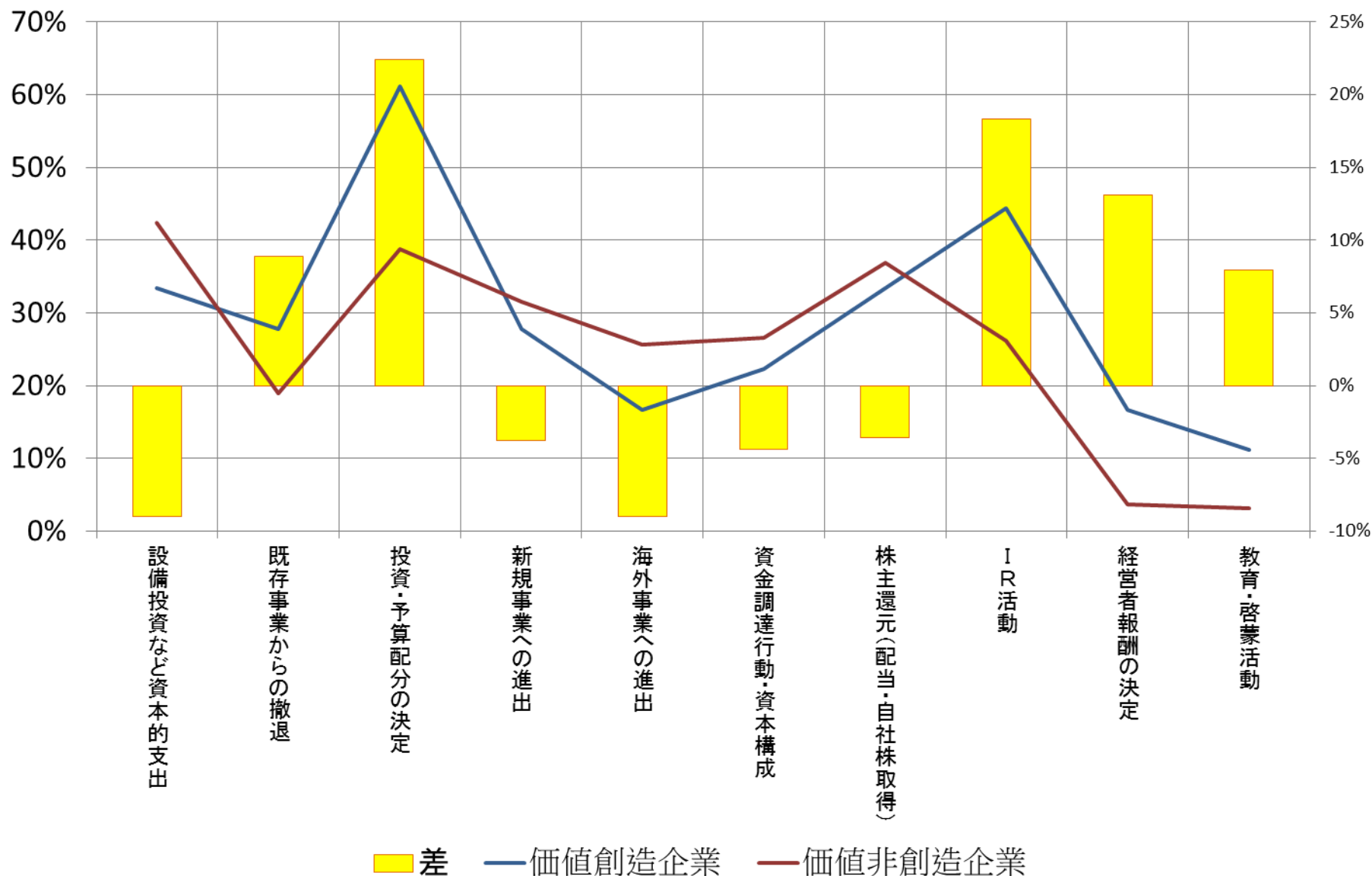


図7 コーポレート・ガバナンスの取り組み・開示

(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。

