一橋大学財務リーダーシップ・プログラム
Hitotsubashi Financial Leadership Program
HFLP C Follow up Session II

企業価値評価

Creating for values of firms

2019年8月18日

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

HITOTSUBASHI UNIVERSITY

Contents

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/税務計画

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

　ーファーストリテイリングのケース

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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	7/12（金）	18-21時	ガイダンス・懇親会	学術・特	5	10/4（金）	18-21時	CEO/CFO Lecture	学術・特
	7/13（土）	9-12時	企業価値経営論Ⅰ	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ		10/5（土）	9-12時	リスク管理	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ
	7/13（土）	13-16時	企業価値経営論Ⅱ	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ		10/5（土）	13-16時	M&AⅠ	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ
	7/13（土）	16-17時	Workshop 説明会	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ		10/5（土）	16-18時	Workshop	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ
a	7/27（土）	9-16時	Follow upセッション	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ	6	10/25（金）	18-21時	経営戦略論	学術・特
2	8/2（金）	18-21時	ﾌｧﾝﾀﾞﾒﾝﾀﾙ分析Ⅰ	学術・特		10/26（土）	9-12時	M&AⅡ（ケース）	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ
	8/3（土）	9-12時	ﾌｧﾝﾀﾞﾒﾝﾀﾙ分析Ⅰ	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ		10/26（土）	13-16時	M&AⅡ（講演）	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ
	8/3（土）	13-16時	ﾌｧﾝﾀﾞﾒﾝﾀﾙ分析Ⅰ	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ		10/26（土）	16-18時	Workshop	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ
	8/3（土）	16-18時	Workshop	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ	7	11/16（土）	9-19時	税務計画/戦略的IR①	国立・マキ
b	8/18（日）	9-16時	Follow upセッション	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ		11/17（日）	9-12時	格付け評価	国立・マキ
3	8/31（土）	9-18時	ﾌｧﾝﾀﾞﾒﾝﾀﾙ分析Ⅱ（合宿）	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ	8	11/29（金）	18-21時	戦略的IR②	学術・特
	9/1（日）	9-12時	CEO/CFO Lecture（合宿）	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ		11/30（土）	9-12時	投資家との対話	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ
4	9/20（金）	18-21時	コーポレートファイナンス	トラスト		11/30（土）	13-16時	投資家との対話	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ
	9/21（土）	9-12時	国際金融・為替リスク	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ		11/30（土）	16-18時	Workshop	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ
	9/21（土）	13-16時	アナリストによる企業評価	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ	9	1/11（土）	9-12時	総括	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ
	9/21（土）	16-18時	Workshop	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ		1/11（土）	13-18時	総括 ※終了後、懇親会（20時前後迄）。	ﾌｫｰﾘｯｼﾞ

※学術・特：学術総合センター1階特別会議室 トラスト：トラストシティカンファレンス丸の内、
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
ワークショップについてはグループによっては18時30分～19時前後までかかる可能性がある点、予めご了承いただければ幸いです。
テーマ、時間については、一部未定です。変更の可能性がある旨、予めご了承ください。

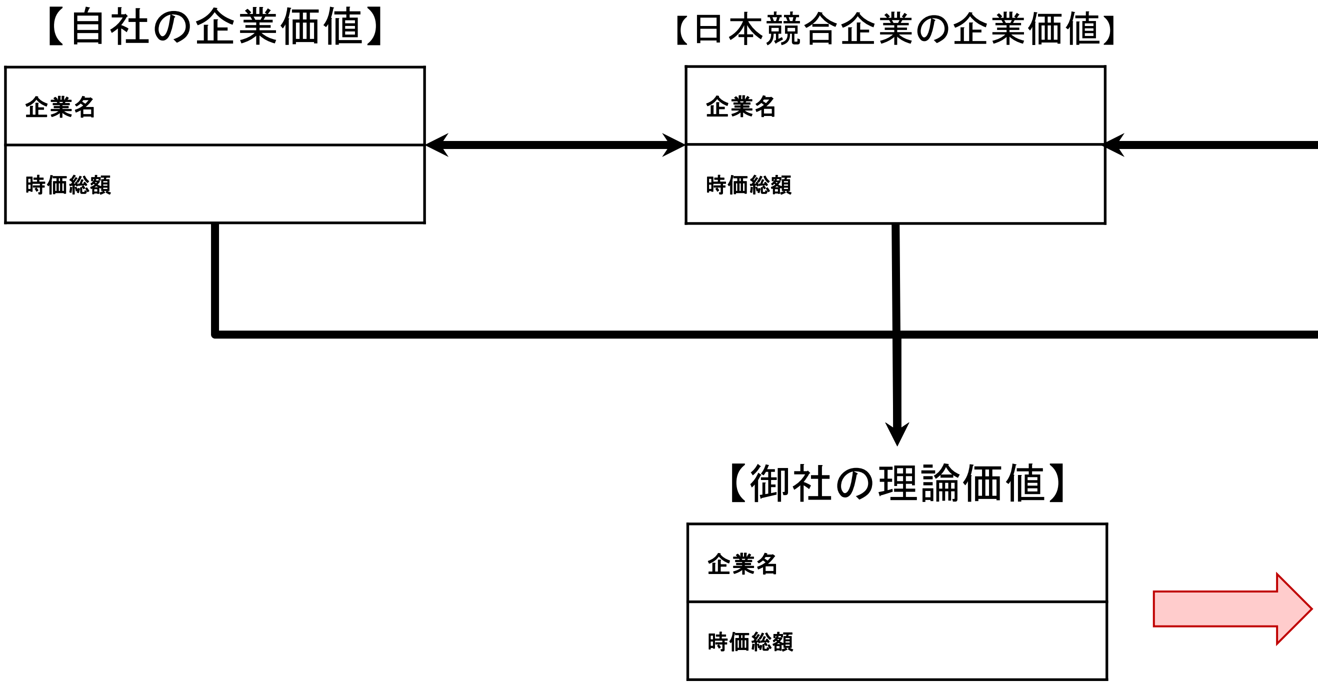
Copyright (C).2019 Hitotsubashi CFO Research Center All Rights Reserved

本セッションの狙い

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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ヨリ深く認識いただくこと。



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、グローバル市場でヨリ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？

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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	189,434	Volkswagen	92,138	産業コングロマリット	東芝	17,317	Honeywell	136,948
無線通信サービス	ソフトバンクG	101,134	China Mobile	201,029	ｲﾝﾀｰﾈｯﾄ･ｿﾌﾄ･ｻｰﾋﾞｽ	楽天	17,316	Alphabet	809,540
多角化通信サービス	日本電信電話	95,067	AT&T	263,599	金属	日本製鉄	17,020	BHP Billiton	157,328
銀行	三菱UFJ FG	66,163	JPMorgan Chase	390,854	商業ｻｰﾋﾞｽ･ｻﾌﾟﾗｲ	セコム	20,241	Waste Management	52,810
電子装置・器具・部品	キーエンス	80,192	Foxconn	37,531	資本市場等	野村HD	12,613	Morgan Stanley	79,436
家庭耐久品	ソニー	70,572	Midea Group	56,283	ITサービス	NTTデータ	20,126	Visa	408,800
タバコ	日本たばこ産業	42,206	Philip Morris	131,689	レジャー製品	シマノ	14,860	Hasbro	14,336
専門小売	ﾌｧｰｽﾄﾘﾃｲﾘﾝｸﾞ	66,466	Home Depot	246,641	メディア	電通	10,599	Walt Disney	270,874
ﾌﾟﾛﾌｪｯｼｮﾅﾙ･ｻｰﾋﾞｽ	リクルートHD	60,049	RELX	50,759	電力	関西電力	11,026	NextEra Energy	105,753
電機設備	日本電産	43,335	ABB	46,134	ヘルスケア技術	Ｍ３	13,358	Cerner	25,710
保険	日本郵政	49,327	Ping An Insurance G	246,726	航空	ANA HD	11,940	Delta Air Lines	40,043
商社・流通	三菱商事	44,726	Ferguson	17,743	建設・エンジニア	大成建設	8,468	VINCI	61,258
鉄道・道路	JR東海	42,313	Union Pacific	129,021	食品	明治HD	11,168	Nestlé	322,326
ソフトウェア	任天堂	47,042	Microsoft	1,106,425	ガス	東京ガス	11,328	Hong Kong and China Gas	40,451
食品・雑貨小売り	セブン＆アイHD	32,269	Walmart	339,974	空運・ﾛｼﾞｽﾃｨｯｸｽ	ヤマトHD	8,639	United Parcel Service	95,810
機械	ファナック	38,406	Caterpillar	84,009	ｲﾝﾀｰﾈｯﾄ販売・直販	ZOZO	6,164	Amazon.com	1,004,873
自動車部品	デンソー	35,126	Continental	31,468	その他小売	良品計画	5,112	Target	47,828
化学	信越化学	41,716	DuPont de Nemours	60,483	紙・森林製品	王子HD	6,155	UPM-Kymmene	15,287
消費財	花王	39,809	Unilever	159,849	消費者金融	アコム	6,078	American Express	111,107
ﾃｸﾉﾛｼﾞｰ関連品	キヤノン販売	33,468	Apple	981,538	バイオテクノロジー	ペプチドリーム	6,831	AbbVie	115,876
ビル製品	ダイキン工業	41,141	Johnson Controls	35,433	独立電源・再生ｴﾈﾙｷﾞｰ	電源開発	4,481	China Yangtze Power	61,808
ﾎﾃﾙ･ﾚｽﾄﾗﾝ･ﾚｼﾞｬｰ	ｵﾘｴﾝﾀﾙﾗﾝﾄﾞ	43,859	McDonald's	170,904	建設素材	太平洋セメント	4,001	CRH	28,171
医薬品	武田薬品工業	59,873	Johnson & Johnson	398,585	公共インフラ	日本空港ｻｰﾋﾞｽ	3,732	Airports of Thailand Public Co	36,883
半導体・半導体関連	東京エレクトロン	24,791	Intel	230,998	流通	パルタック	3,762	Genuine Parts	16,307
不動産管理・サービス	三菱地所	27,773	Sun Hung Kai Properties	52,979	多角化消費者ｻｰﾋﾞｽ	ベネッセHD	2,416	TAL Education G	24,301
飲料	キリンHD	20,400	Anheuser-Busch InBev	187,064	海運	日本郵船	2,917	A.P. Møller - Mærsk	26,739
ｵｲﾙ･ｶﾞｽ・消費可能燃料	JXTG HD	17,644	Exxon Mobil	349,470	容器・ﾊﾟｯｹｰｼﾞ	東洋製罐G	4,134	International Paper	18,553
ﾍﾙｽｹｱ装置・ｻﾌﾟﾗｲ	HOYA	31,274	Medtronic	140,784	ﾗｲﾌｻｲｴﾝｽ器具	EPS HD	750	Thermo Fisher Scientific	126,611
多角化金融サービス	オリックス	20,582	Berkshire Hathaway	562,500					

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

※億円、2019年6月末現在。

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	189,434	Volkswagen	92,138	半導体装置	東京エレクトロン	24,791	ASML Holding	94,863
無線通信サービス	ｿﾌﾄﾊﾞﾝｸG	101,134	China Mobile	201,029	建機・重量トラック	コマツ	24,556	Caterpillar	84,009
統合通信サービス	日本電信電話	95,067	AT&T Inc.	263,599	多角化不動産	三菱地所	27,773	Sun Hung Kai Properties	52,979
多角化金融	三菱UFJ FG	66,163	JPMorgan Chase & Co.	390,854	ビール	キリンHD	20,400	Anheuser-Busch InBev	187,064
電機装置	キーエンス	80,192	Hangzhou Hikvision Digital	40,465	石油・ガス小売	JXTG HD	17,644	Reliance Industries	116,130
家庭用電機	ソニー	70,572	LG Electronics Inc.	12,563	ﾍﾙｽｹｱｻﾌﾟﾗｲ	HOYA	31,274	Alcon	32,540
タバコ	日本たばこ産業	42,206	Philip Morris International Inc.	131,689	ヘルスケア装置	テルモ	23,854	Medtronic plc	140,784
アパレル小売り	ﾌｧｰｽﾄﾘﾃｲﾘﾝｸﾞ	66,466	Industria de Diseño Textil, S.A.	101,012	その他金融ｻｰﾋﾞｽ	オリックス	20,582	FirstRand	29,339
人材・雇用ｻｰﾋﾞｽ	リクルートHD	60,049	Randstad NV	10,858	産業ｺﾝｸﾞﾛﾏﾘｯﾄ	東芝	17,317	General Electric	136,948
電子部品・装置	日本電産	43,335	ABB Ltd	46,134	農業機械	クボタ	22,041	Deere & Company	56,619
生命保険	日本郵政	49,327	Ping An Insurance	46,726	ｲﾝﾀｰﾈｯﾄ・ｿﾌﾄ	楽天	17,316	Alphabet Inc.	809,540
取引会社・流通	三菱商事	44,726	Ferguson plc	7,743	ﾊｲﾊﾟｰﾏｰｹｯﾄ	イオン	15,580	Walmart	339,974
鉄道	JR東海	42,313	Union Pacific	29,021	コモディティー化学	旭化成	15,935	Saudi Basic Industries	98,801
家庭ｴﾝﾀｰﾃｲﾝﾒﾝﾄ	任天堂	47,042	Activision Blizzard	8,970	家庭用製品	ユニチャーム	19,228	Procter & Gamble	296,450
食品小売り	セブン＆アイHD	32,269	Tesco PLC	30,226	家具小売り	ニトリHD	16,029	Williams-Sonoma	5,507
産業用機械	ファナック	38,406	Illinois Tool Works	52,955	鉄鋼	日本製鉄	17,020	Vale	74,883
自動車部品・装置	デンソー	35,126	Continental	31,468	安全保障サービス	セコム	20,241	ADT	4,992
特殊化学	信越化学工業	41,716	Ecolab Inc.	61,341	投資銀行等	野村HD	12,613	Morgan Stanley	79,436
消費財	花王	39,809	Unilever N.V.	59,849	半導体	ﾙﾈｻｽ・ｴﾚｸﾄﾛﾆｸｽ	9,055	Intel	230,998
電子部品	村田製作所	30,965	Amphenol	30,892	ITコンサル	NTTデータ	20,126	International Business Machines	131,787
技術・ハードウェア	キヤノン	33,468	Apple Inc.	981,538	石油・ガス掘削	国際石油開発帝石	14,183	ConocoPhillips	74,308
建築物製品	ダイキン工業	41,141	Johnson Controls	35,433	レジャー製品	シマノ	14,860	Hasbro	14,336
レジャー施設	オリエンタルランド	43,859	Vail Resorts, Inc.	9,684	広告	電通	10,599	WPP	17,115
損害保険	東京海上HD	38,151	Chubb Limited	72,690	ソフトドリンク	サントリー飲料	14,477	Coca-Cola	234,142
医薬品	武田薬品工業	59,873	Johnson & Johnson	398,585	電力	関西電力	11,026	NextEra Energy	105,753
タイヤ・ゴム製品	ブリヂストン	31,509	Michelin	24,565	ヘルスケア技術	M3	13,358	Cerner	25,710
重電機・装置	三菱電機	30,438	Melrose Industries	12,034	地域銀行	りそなHD	10,343	PNC Financial Services G	66,798

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

※2019年6月末現在。

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	1,940	Delta Air Lines	40,043	ﾃﾞｰﾀ処理・ｱｳﾄｿｰｼﾝｸﾞ	GMOﾍﾟｲﾒﾝﾄｹﾞｲﾄｳｪｲ	5,451	Visa	408,800
建設・エンジニア	大成建設	8,468	VINCI	61,258	環境・ﾌｧｼﾘﾃｨｻｰﾋﾞｽ	パーク24	3,883	Waste Management	52,810
食品	明治HD	11,168	Nestlé	322,326	建材	太平洋セメント	4,001	CRH	28,171
建設	積水ハウス	12,218	Lennar	16,475	不動産サービス	リログループ	4,051	CBRE Group	18,197
ガス	東京ガス	11,328	Hong Kong and China Gas	40,451	卸売	パルタック	3,762	Genuine Parts	16,307
多角化化学	三菱ケミカルHD	10,686	DuPont de Nemours	60,483	教育サービス	ベネッセHD	2,416	TAL EducationG	24,301
空運・ﾛｼﾞｽﾃｨｯｸｽ	ヤマトHD	8,639	United Parcel Service	95,810	海運	日本郵船	2,917	A.P. Møller - Mærsk	26,739
ｲﾝﾀｰﾈｯﾄ・直販小売	ZOZO	6,164	Amazon.com	1,004,873	靴、シューズ	アシックス	2,202	NIKE	142,221
多角化金属	住友金属鉱山	8,845	BHP Billiton	157,328	蒸留酒・ワイン	タカラHD	2,250	Kweichow Moutai	194,008
システムソフトウェア	日本オラクル	10,073	Microsoft	1,106,425	港湾サービス	上組	3,046	Shanghai International Port G	24,805
金融取引所・データ	日本取引所グループ	9,170	CME Group	74,896	紙パッケージ	レンゴー	2,142	International Paper	18,553
ｱﾌﾟﾘｹｰｼｮﾝｿﾌﾄｳｪｱ	ライン	7,200	SAP	176,355	ｵﾌｨｽｻｰﾋﾞｽ・ｻﾌﾟﾗｲ	パイロット	1,626	Shanghai M&G Stationery	6,349
生活雑貨等	良品計画	5,112	Target	47,828	ホテル等	共立メンテナンス	1,961	Marriott International	50,352
二輪車	ヤマハ	6,690	Bajaj Auto	12,793	ｱﾊﾟﾚﾙ・宝石・奢侈品	ゴールドウィン	3,056	LVMH	231,053
ｺﾝﾋﾟｭｰﾀｰ電機小売	光通信	10,778	Best Buy	20,071	不動産開発	カティタス	1,542	China Vanke	48,824
不動産運営	ヒューリック	5,703	Vonovia	27,934	ヘルスケア・サービス	ミラカ	1,395	CVS Health	76,298
トラック	日本通運	5,418	DSV	18,903	専門ストア	サンリオ	2,031	Tiffany & Co.	12,254
レストラン	日本マクドナルドHD	6,316	McDonald's	170,904	石油・ガス装置	三井海洋開発	1,713	Schlumberger	59,330
産業用ガス	太陽日本酸素	9,901	L'Air Liquide	64,198	食品流通	三菱食品	1,615	Sysco	39,178
紙製品	王子HD	6,155	UPM-Kymmene	15,287	家具用品小売り	島忠	1,065	Home Depot	246,641
映画ｴﾝﾀｰﾃｲﾝﾒﾝﾄ	東宝	8,228	Walt Disney	270,874	多角化ｻﾎﾟｰﾄｻｰﾋﾞｽ	ダスキン	1,455	Cintas	26,745
消費者金融	アコム	6,078	American Express	111,107	家具供給	サンゲツ	1,210	Mohawk Industries	11,511
医薬小売	ツルハHD	4,816	Walgreens	53,219	出版・印刷	ゼンリン	994	News Corporation	8,613
専門金融	東京センチュリー	4,801	Grenke	5,367	技術系商社	シークス	601	CDW	17,470
デパートメントストア	伊勢丹三越	3,409	S.A.C.I. Falabella	17,631	ﾗｲﾌｻｲｴﾝｽ器具	EPS HD	750	Thermo Fisher Scientific	126,611
独立電力製造等	電源開発	4,481	NTPC	21,871	肥料・農業化学	くみあい化学	976	Nutrien	34,320
研究・ｺﾝｻﾙｻｰﾋﾞｽ	日本M&Aセンター	4,156	RELX	50,759	繊維	セイレン	841	NanJi E-Commerce	4,331

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

※2019年6月末現在。

キャッシュ・フロー計算書

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

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

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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		

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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。

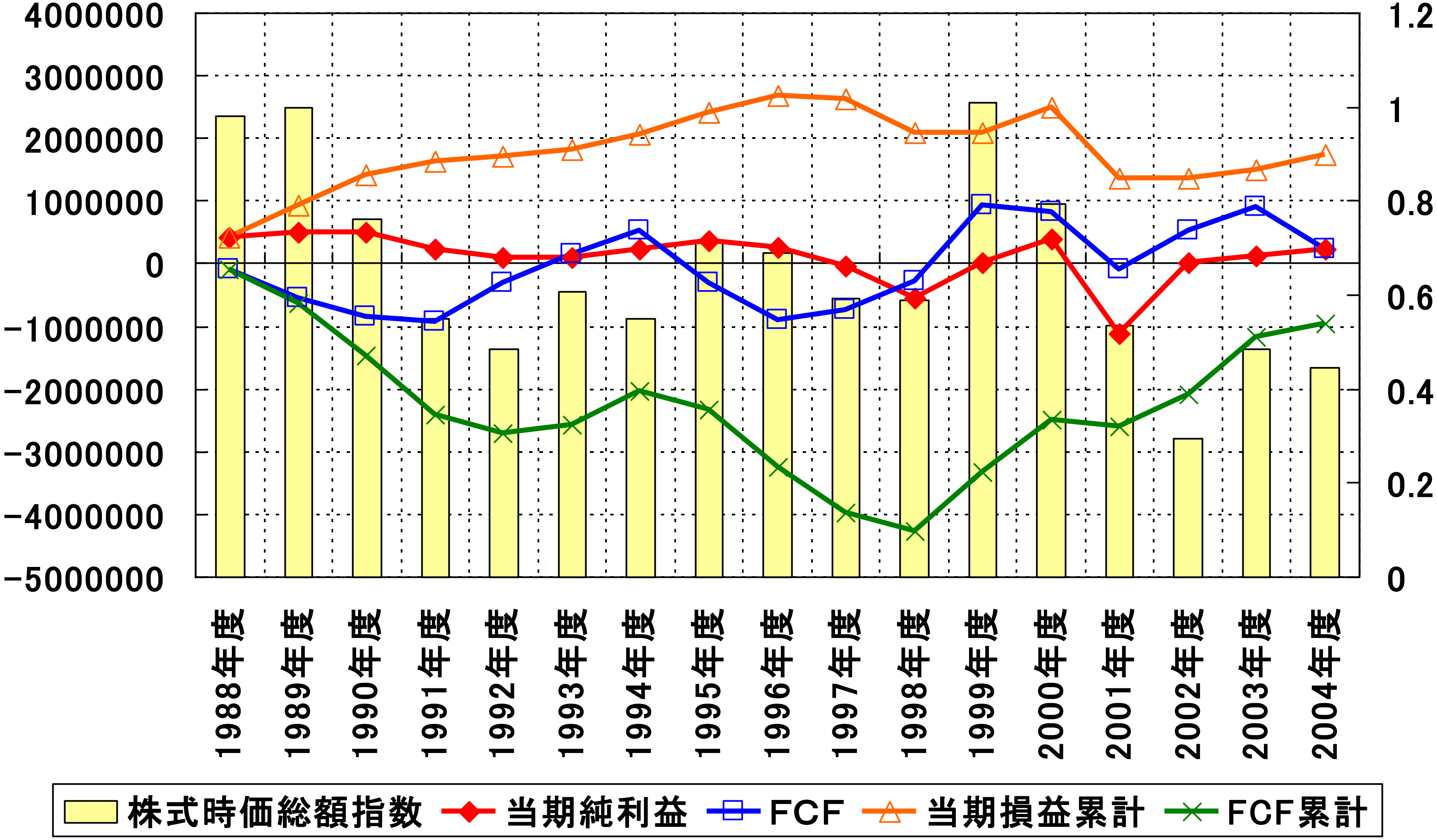
など

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

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

キャッシュ・フロー計算書を活用する
エレクトロニクス業界4社のフリーキャッシュ・フロー

◆総合電機3社＋NECの当期純利益とフリーキャッシュ・フローの関係性



キャッシュ・フロー計算書を活用する
利益の質をいかに読み解くか？

利益の質＝将来にわたるまでの利益の持続可能性が高い業績、将来利益の予測可能性の高い利益がより「利益の質」が高いといわれるのが一般的。

質の高い利益の特徴	質の低い利益の特徴
1　LIFOや加速償却法のような保守的な会計原則によって決定された利益	1　工事進行基準のような緩やかな会計原則によって決定された利益
2　現金で分配可能な利益	2　現金で分配しえない未実現利益を含む利益
3　過去のトレンドから大きく変動しない利益	3　変動性の高い利益
4　会社の将来の利益のトレンド指標となる利益	4　会社の将来の指標とならない利益
5　会社の基幹的事業に関わる利益	5　会社の基幹的活動以外から生じる非反復的利益
6　会社の現在及び予測される状況についての慎重かつ現実的な見方を反映した利益	6　将来についての楽観的な見方に基づく非現実的利益
7　将来における巨額損失のような突然のショックをもたらす可能性がないBSをベースに測定された利益	7　利益を実現可能性のある資産を過大表示したBSを軸に算出している利益
8　財務活動ではなく、本業から生じた利益	8　主に巧妙な財務取引で生じた利益
9　国内の事業から生まれた利益	9　海外の事業から生まれた利益
10　理解しやすい利益	10　会計学の博士号取得者しか理解できないような脚注つき利益

（出所）Hawkins et al(1978),p.124.

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

キャッシュ・フロー計算書を活用する
キャッシュ・フロー経営の進捗度を活用する

【京セラ　アメーバ経営の基盤を支えるキャッシュ・フロー経営】
- 一対一対応の原則
- ダブルチェックの原則
- 完璧主義の原則
- 筋肉質経営の原則
- 採算向上の原則
- キャッシュ・ベース経営の原則
- ガラス張り経営の原則

「売上を最大に、経費を最小にする」
→時間当たり採算制度の導入
「キャッシュ・ベースの経営を阻む２つの問題を克服する
→独自勘定項目の細分化（事業部長がわかる用語に）
→税法上の償却年数（京セラでは機械設備の寿命に応じて「自主耐用年数」を定めて有税償却を実施）

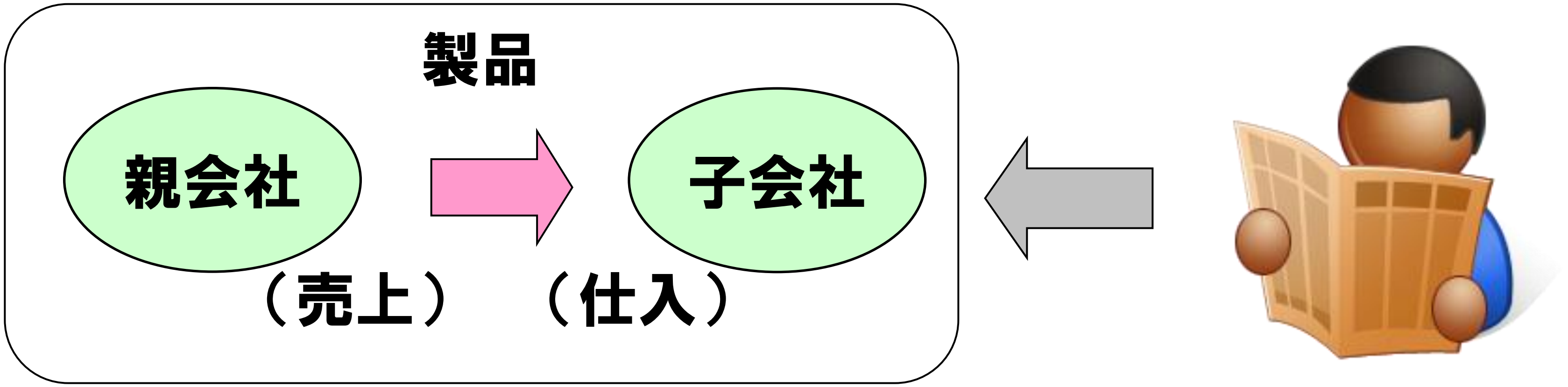
Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

連結会計

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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！」

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

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**

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

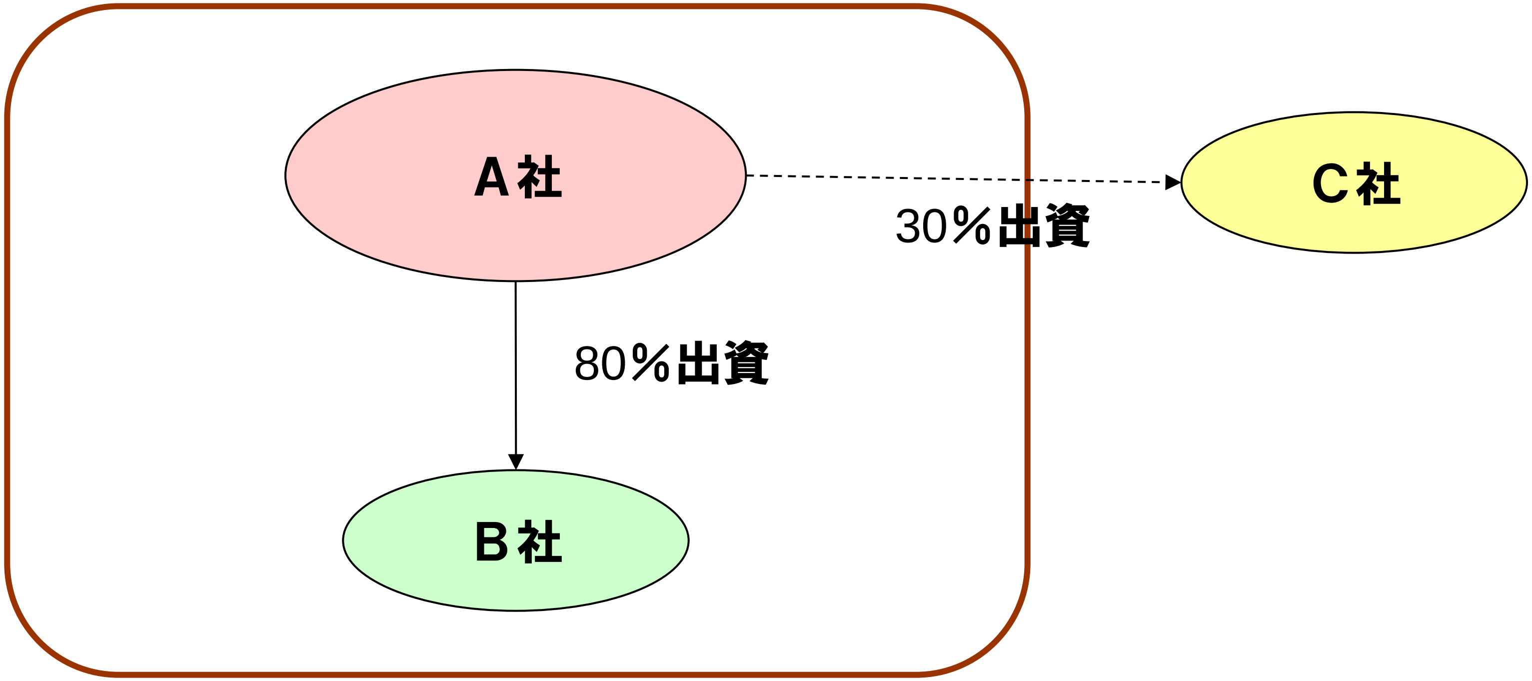
連結財務諸表と単独財務諸表の異同

✓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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　 All Rights Reserved

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

親会社A社　B/S

借方	貸方
資産　300 （内、子会社株式40）	負債　220
	資本　80

子会社B社　B/S

借方	貸方
資産　120	負債　70
	資本　50

A社　連結B/S

借方	貸方
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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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	160	60		220
純利益	40	20	非支配株主持分控除前利益	60
			非支配株主持分損益	ー4
			当期純利益	56

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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

親会社A社　B/S

借方	貸方
資産　300 （内、子会社株式80）	負債　220
	資本　80

子会社B社　B/S

借方	貸方
資産　120	負債　70
	資本　50

↓

A社　連結B/S

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

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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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	160	60	160
利益	40	20	40
持分法による投資損益			＋6
当期純利益			46

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

連結数値の活用シナリオ

- グループ展開を分析･評価する
- 子会社政策（上場子会社、完全子会社化）を評価する
- 配当政策を評価する

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

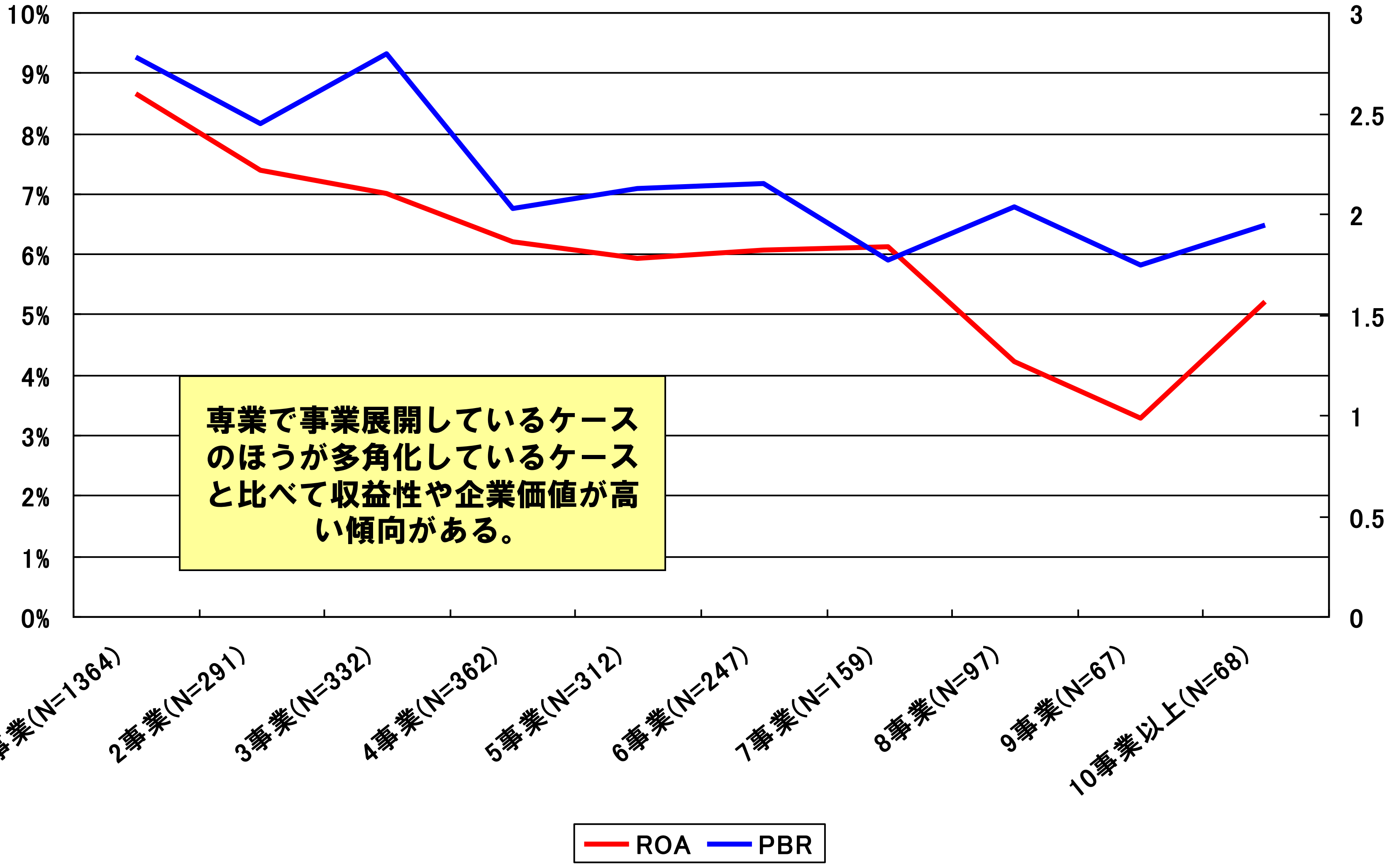
連結数値の活用シナリオ

- ➢グループ展開を分析･評価する
  - ✓多角化ディスカウント
  - ✓各社の多角化展開
  - ✓連単倍率にみるグループ展開の特徴
- ➢子会社政策（上場子会社、完全子会社化）を評価する
  - ✓上場子会社をどう見るか
  - ✓子会社上場に対する株式市場の評価
- ➢配当政策を評価する
  - ✓連結配当政策
  - ✓グループ経営と配当政策

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

多角化展開と収益性

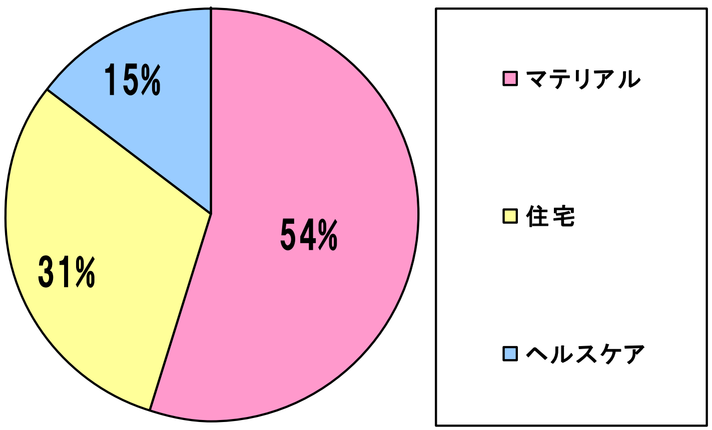
✓事業の多角化度と収益性の関連性は？



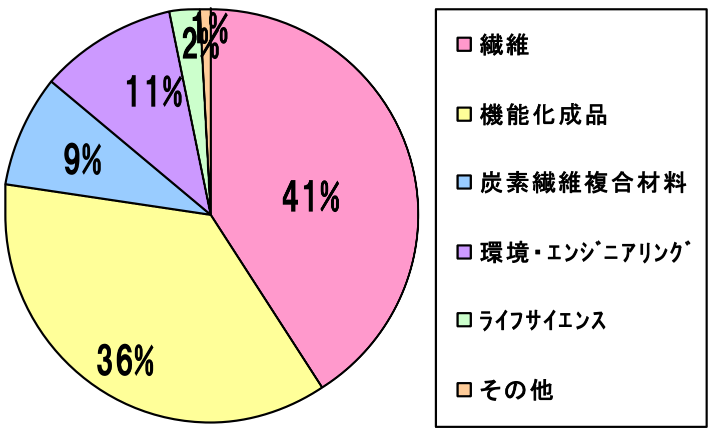
Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

セグメント情報　旭化成　vs.　東レ
事業別セグメント比較（2019年3月期）

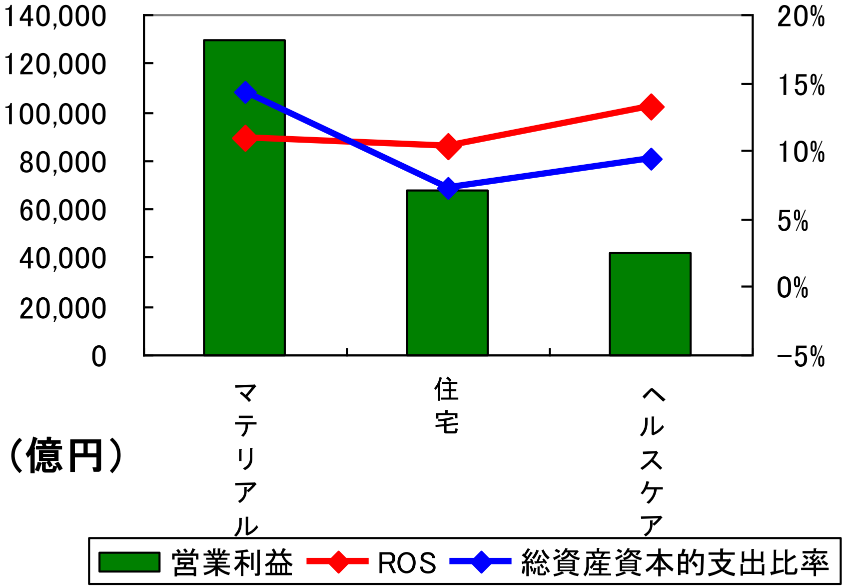
◆旭化成　売上高構成



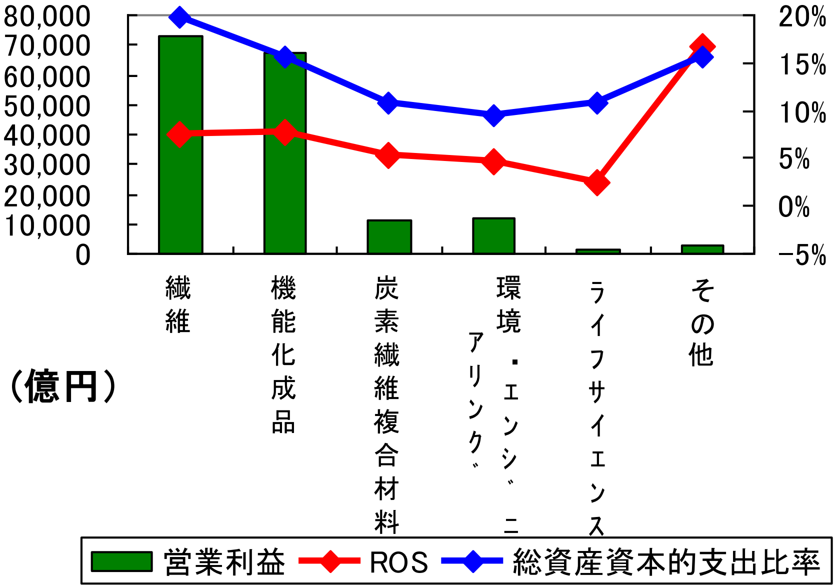
◆東レ　売上高構成



◆旭化成　利益構成と利益率



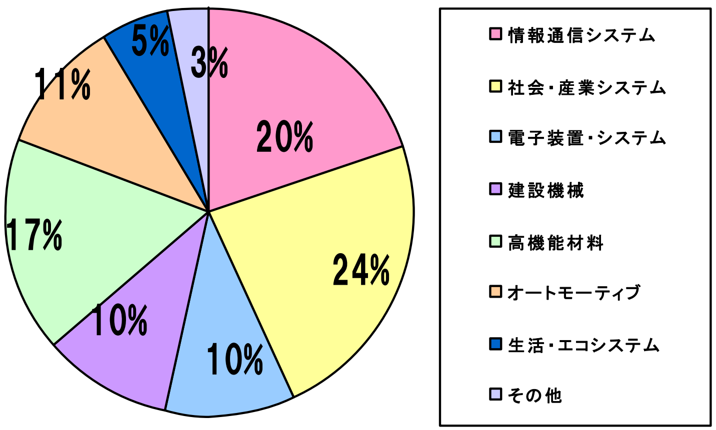
◆東レ　利益構成と利益率



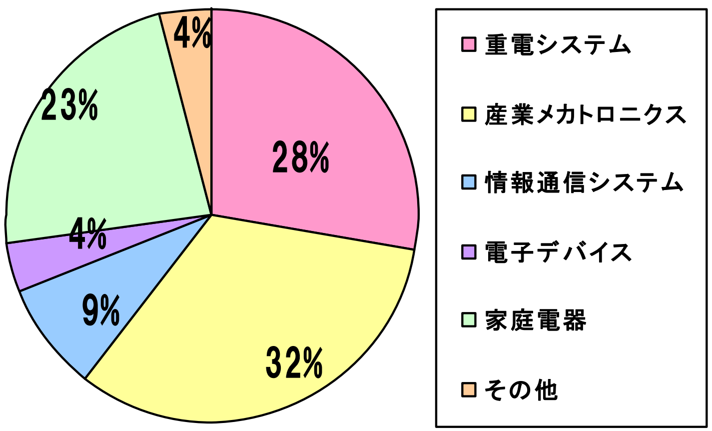
Cc

セグメント情報　日立製作所　vs.　三菱電機
事業別セグメント比較（2018年3月期）

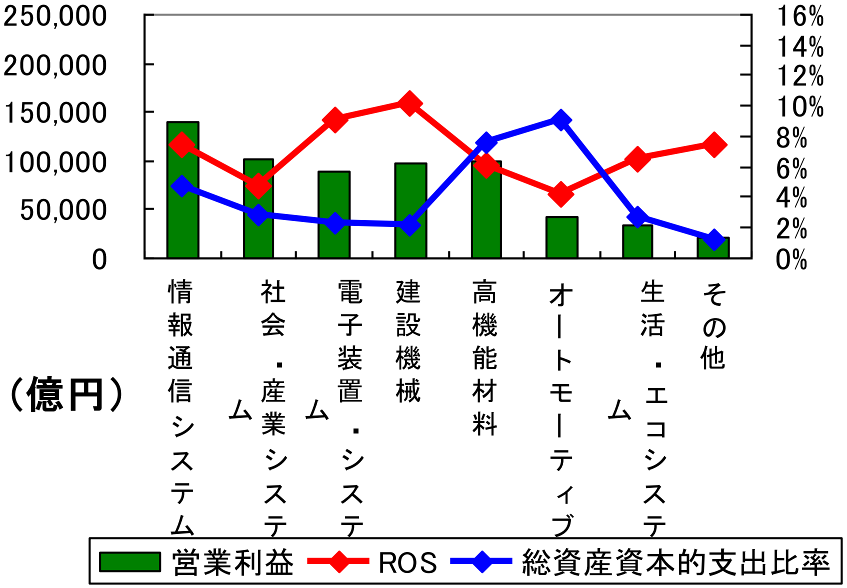
◆日立製作所　売上高構成



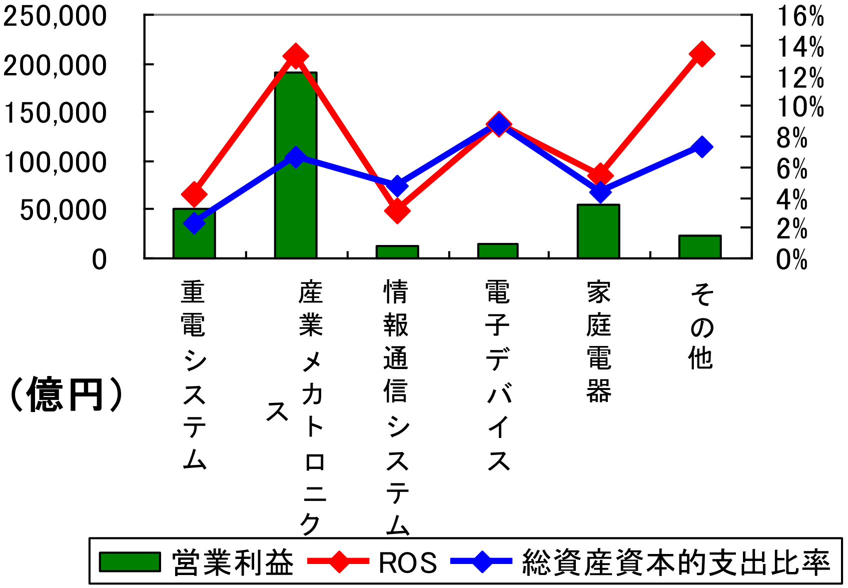
◆三菱電機　売上高構成



◆日立製作所　利益構成と利益率



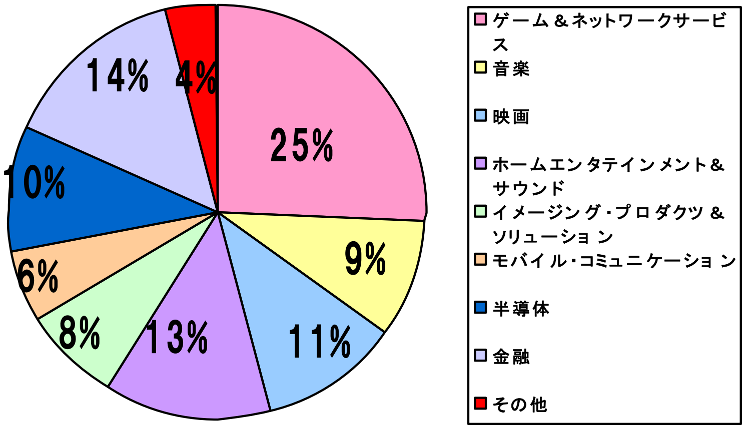
◆三菱電機　利益構成と利益率



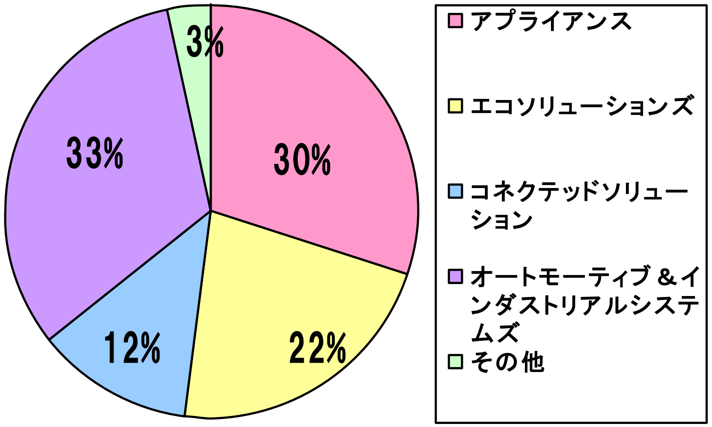
Cc

セグメント情報　ソニー　vs.　パナソニック
事業別セグメント比較（2019年3月期）

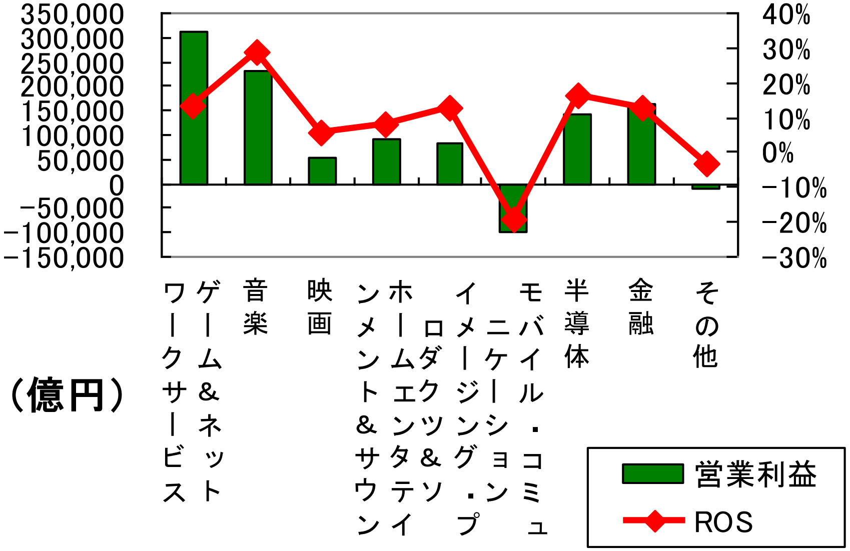
◆ソニー　売上高構成



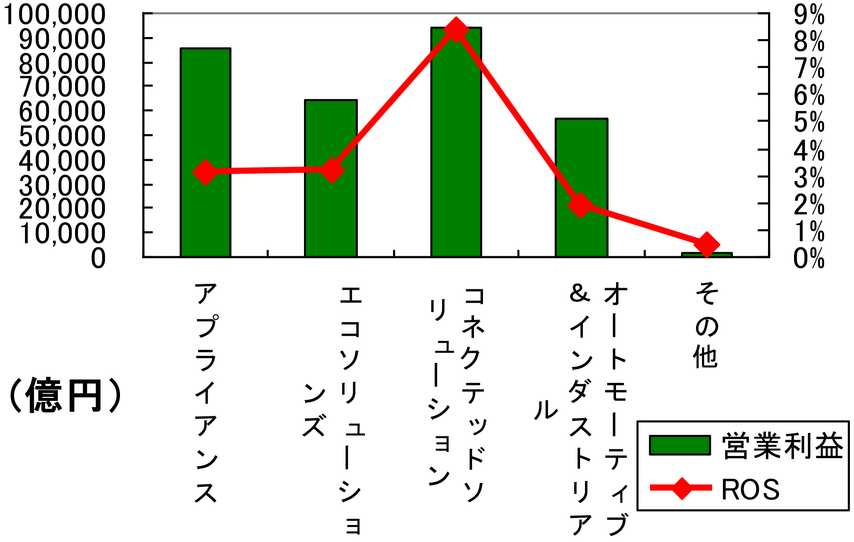
◆パナソニック　売上高構成



◆ソニー　利益構成と利益率



◆パナソニック　利益構成と利益率



ソフトバンク・グループ　時価総額と株式価値の乖離

✓ ソフトバンク・グループの本源価値をSum of the Partsで算出する。

株主価値
20,681円／株

＝

保有株式
24,192円／株

－

純負債
4,232円／株

株価
10,250円／株

主要な証券会社の投資判断は強気一色

	投資判断	目標株価	21日終値比の「上昇余地」
東海東京調査センター	強 気	1万7500円	7250円(71%)
CLSA	強 気	1万7460	7210(70)
岩井コスモ	強 気	1万6000	5750(56)
野村	強 気	1万4680	4430(43)
クレディ・スイス	強 気	1万4600	4350(42)
みずほ	強 気	1万3800	3550(35)
UBS	強 気	1万2900	2650(26)
SMBC日興	強 気	1万2200	1950(19)
大和	強 気	1万2100	1850(18)

大和は5段階の上から2番目、他社は最上位。目標株価の達成メドは6～12カ月間とする例が多い

※日経ヴェリタス2019年6月23日、11面

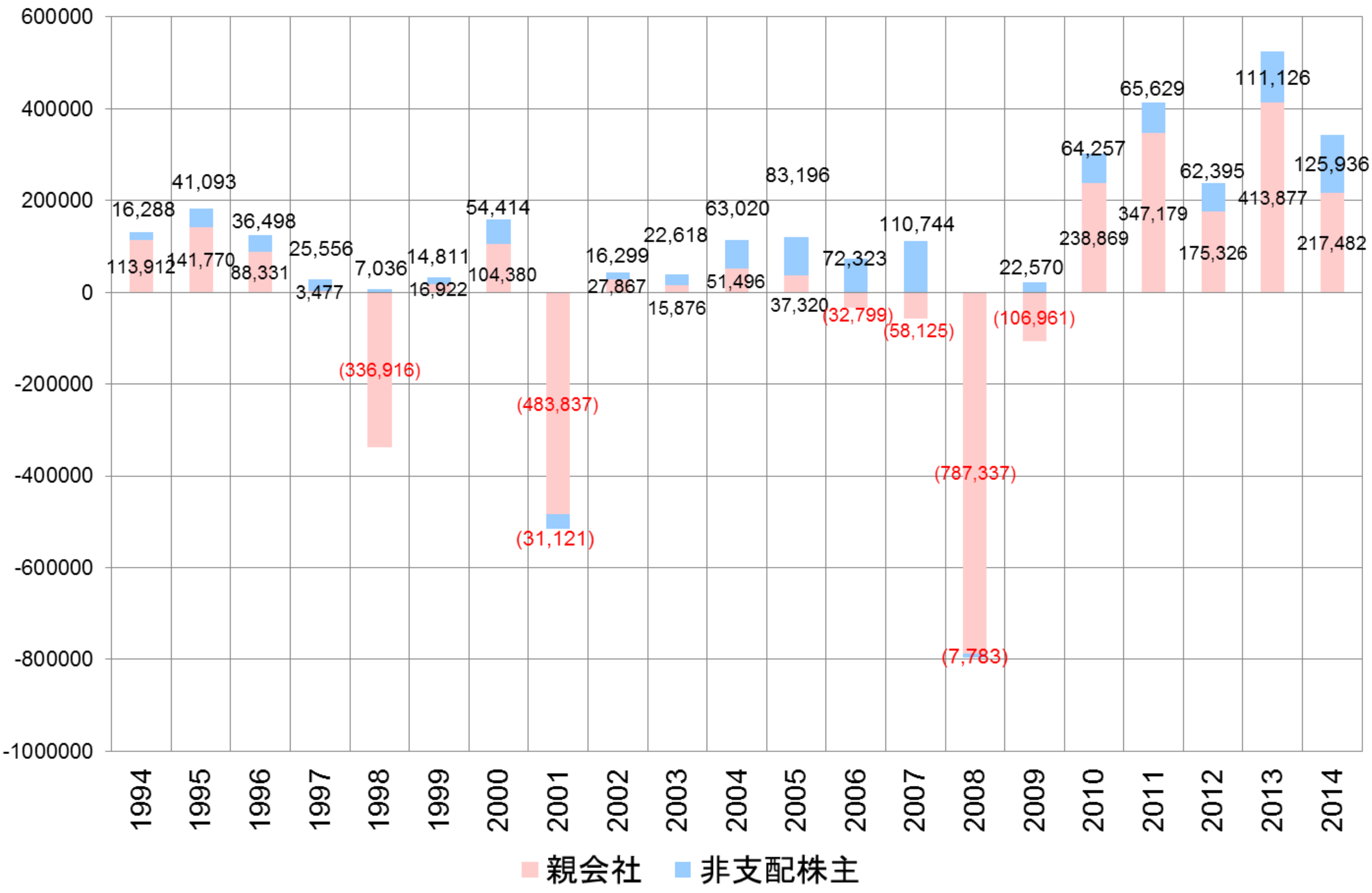
保有株式	価値額／株
発行済株式総数	10.54億株
総額	25.5兆円

純負債 = SBGの純有利子負債
…- SBGの現預
…子会社有利子
…整
…債：連結会計上
…を有利子負債か
…ド債：連結会計
…%を有利子負債
…ドローン：連結会
…0%を有利子負
…影響の見込金額
…支払
…GからSVFへの
…ルコールの支払
…収
…G及びデルタ・フ
…回収及びキャピ
タルコールの支払い
有利子負債（連結）：ジャパンネット銀行の銀行業の預金を含まない
子会社有利子負債（独立採算）：SBKK, スプリント, SVF, ヤフー, Arm等の有利子負債の合計。

※https://group.softbank/corp/irinfo/stock/stock_value/(2019年6月21日時点）

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

日立製作所　親会社株主・非支配株主に属する利益



Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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

損保ｼﾞｬﾊﾟﾝ日本興亜	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%	ｱｻﾋﾎｰﾙﾃﾞｨﾝｸﾞｽ	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%
		ピジョン	45-50%
トーカイ	15%	EIZO	30-40%
ニコン	25%	フジクラ	50%
エムティアイ	35%	アサツーディケイ	50%
ソフト99	30%	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？

Copyright (C).2017 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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。

Copyright (C).2017 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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５０％**

（出所）日本経済新聞　2005年10月5日、2006年2月25日

Copyright (C).2017 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

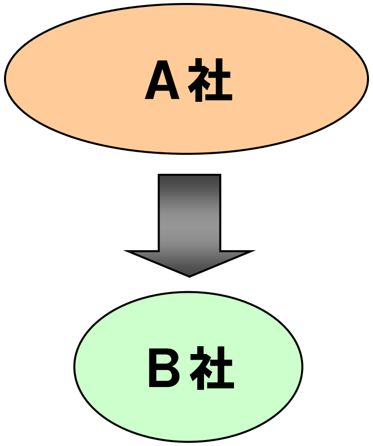
企業結合会計

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

M&A会計の会計処理

◆パーチェス法

M&Aにおいて、買い手企業とターゲット企業が明確に区分される場合に適用される会計処理。現物出資説に基づく会計処理。



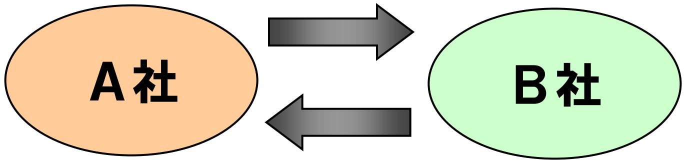
【会計処理の特徴】

・資産、負債を時価評価する

・「のれん」が発生

◆持分プーリング法

M&Aにおいて、買い手企業とターゲット企業が明確に区分されない場合に適用される会計処理。合併同一説に基づく会計処理。



【会計処理の特徴】

・資産、負債を簿価で引き継ぐ

・ターゲット企業の資本勘定をそのまま引き継ぐことができる。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

M&A会計の会計処理

単位：百万円

Ｖ社　貸借対照表

現　　金	2,400	諸負債	4,000
棚卸資産	400	資本金	1,400
土　　地	2,000	払込剰余金	400
工場設備	1,600	留保利益	600
合　　計	6,400	合　　計	6,400

Ｓ社　貸借対照表

現　　金	200	諸負債	1,000
棚卸資産	200	資本金	700
土　　地	1,000	払込剰余金	200
工場設備	800	留保利益	300
合　　計	2,200	合　　計	2,200

＜時価情報＞

棚卸資産	250
土地	1,400
工場・設備	850
負債	1,000

Ｖ社が、Ｓ社の全株式と交換に自社の株式200万株を１：１の割合で発行した場合、Ｍ＆Ａ後の貸借対照表はどのようになるか？

①持分プーリング法

②パーチェス法

※Ｓ社の株式は１株900円とする。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

M&A会計の会計処理

単位：百万円

①パーチェス法

現　　金	2,600	諸負債	5,000
棚卸資産	650	資本金	2,400
土　　地	3,400	払込剰余金	1,200
工場設備	2,450	留保利益	600
のれん	100		
合　　計	9,200	合　　計	9,200

【会計処理の特徴】

・Ｓ社の資産、負債を時価評価し、引き継ぐ。

・Ｓ社株主への対価のうち、資産・負債の時価評価で配分できない部分をのれんとして計上。

②持分プーリング法

現　　金	2,600	諸負債	5,000
棚卸資産	600	資本金	2,100
土　　地	3,000	払込剰余金	600
工場設備	2,400	留保利益	900
合　　計	8,600	合　　計	8,600

【会計処理の特徴】

・資産、負債を簿価で引き継ぐ

・資本勘定をそのまま引き継ぐことができる。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

アカウンティング理解度チェック

✓日本の基準と海外の基準の違いが企業の競争力に与える影響は？

①日本の会計基準ではパーチェス法と持分プーリング法の双方の会計処理が認められている。海外の基準ではパーチェス法のみ。

②日本の会計基準ではM＆Aで取得した企業が事前に支出した研究開発費についても一括費用計上していた。海外基準では資産計上することが認められている。

③日本の会計基準では、のれんをオンバランス化した場合、20年以内の期間で定額法その他合理的な方法により償却する。

④日本の会計基準では、負ののれんについては連結貸借対照表の負債に計上した上で、20年以内の期間で営業外収益に計上。

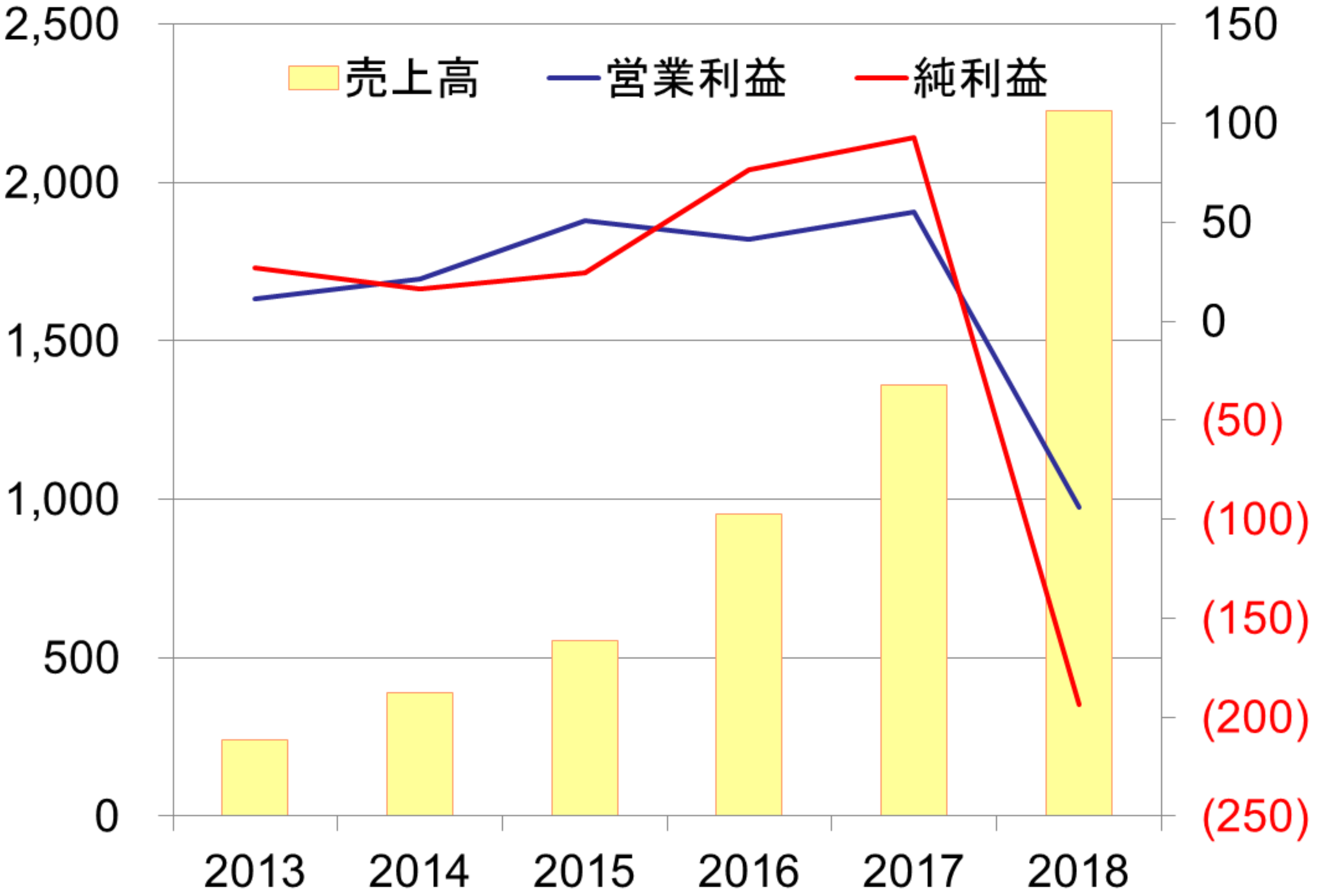
2008年12月に公表された企業会計基準第21号「企業結合に関する会計基準」では①、②、④について改訂し、その限りにおいて、海外の基準との差異はなくなった。一方、③についてはそのまま。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

RIZAP　なぜ急成長から業績低迷に陥ったのか？

✓なぜRIZAPグループは2019年3月期に突如、連結業績を低迷させたのか？

■RIZAPグループの売上・利益の推移



Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

RIZAP　なぜ急成長から業績低迷に陥ったのか？

✓なぜRIZAPグループは2019年3月期に突如、連結業績を低迷させたのか？

対象会社	企業結合日	セグメント	取得対価	議決権比率	のれん
ﾀﾂﾐﾌﾟﾗﾝﾆﾝｸﾞ	20160223	住生活	25.43億円C	96.0%	21.49億円
日本文芸社	20160418	美容・健康	20.13億円C	100%	△14.83億円
三鈴	20160428	アパレル	4.5億円C	100%	△3.26億円
パスポート	20160527	住生活	11.38億円C	65.8%	6.22億円
ｴﾝﾊﾟﾜｰﾌﾟﾚﾐｱﾑ	20160531	美容・健康	0.45億円C	50%	0.27億円
マルコ	20160705	美容・健康	27.5億円C	64.4%	△23.26億円
ジーンズメイト	20170220	アパレル	15.64億円CS	64.0%	△16.88億円
ぱど	20170331	ﾌﾟﾗｯﾄﾌｫｰﾑ	10億円C	71.1%	3.14億円
トレセンテ	20170428	ﾌﾟﾗｯﾄﾌｫｰﾑ	0億円C	100%	△5.69億円
堀田丸正	20170628	住生活（ｱﾊﾟﾚﾙ）	19.25億円C	62.3%	△15.15億円
GORIN	20170810	住生活（ｱﾊﾟﾚﾙ）	14.5億円C	100%	10.64億円
ﾋﾞｰｱﾝﾄﾞﾃﾞｨｰ	20171228	美容・健康	0億円C	100%	△2.39億円
ﾜﾝﾀﾞｰC	20180329	住生活（ｱﾊﾟﾚﾙ）	52.71億円CS	75.1%	△40.03億円
ｻﾝｹｲﾘﾋﾞﾝｸﾞ	20180330	美容・健康	10億円C	80.0%	△19.93億円

RIZAPグループは、2016年度に連結子会社を51社（前年度19社）、2017年度には75社と急拡大。
負ののれんの償却益は2016年度58.31億円、2017年度87.91億円を計上。
→このため有利子負債を2016年度に229億円、2017年度に305億円調達。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

税務計画

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

税務計画の重要性

勘定科目	金額(億円)
売上高	2,000
売上原価	1,200
販管費	680
営業利益	120
×税率	30%
法人税	36
当期純利益	84
株主資本	1,200
ROE	7%

- ✓ **伊藤レポート公表以降、日本企業の多くはROEに関する重要性を再認識し、それを経営目標とするケースが増加している。**

Tax Planningを活用した場合

- ✓ **実効税率15%にできれば、純利益は102億円(ROE8.5%)**

売上増加で達成する場合

- ✓ **営業利益を146億円、売上高を2,430億円にまで増大。**

- ✓ **売上高を20%増やすために何を実践する必要があるか？**

日本企業の平均純利益マージン率は5%、平均実効税率は33%。売上で目標を達成しようとするとマージン1%増大させるにあたり20倍の売上高が必要となるということ。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

課税所得計算の基礎

所得	＝	益金	－	損金	⇒	法人税等

所得に法人税率を乗じ、控除を加減して算出

申告書	目的	概要
別表1（1）	各事業年度の所得に係る申告書	各事業年度における所得計算を実施するための申告書。連結納税の対象の有無や外国税額控除、欠損金等の金額など所得計算を実施するにあたって必要となる計算をするための書類。
別表4	所得の計算に関する明細書	損益計算書の当期損益の数値を基礎として、それには反映されないものの、益金、損金計算に含まれるもの、益金・損益計算に含めるべきであるにもかかわらず、当期損益に反映されない数値を算出するための書類。
別表5（1）	利益積立金額及び資本金額の計算に関する明細書	貸借対照表における利益剰余金や資本金などの金額を基礎として、欠損金額やそれまでの出資等がどれほど存在するかを明示することにより、それらを勘案して納税充当額がどれほど存在するかを計算するための書類。
別表7（1）	欠損金又は災害損失金の損金算入等に関する明細書	欠損金や災害損失金の損金算入など税額控除を受けるにあたって必要な要件やそのための計算をするための書類。

※別表6では、外国税額控除、適格分割などの組織再編、試験研究費、エネルギー環境負荷低減設備等の取得、特定・特別区域における設備投資等、リースなど税制上の措置について生じる損金や税額控除などを計算、別表4などに組み込むための計算基礎を提供。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

法人税の基本原則と税務戦略

国家財政の基盤	公正性	経済政策

・外国税額控除
・パススルー
・連結納税
・組織再編(適格)
・試験研究費
・リース資産
・棚卸資産
・環境負荷軽減
・・・・・・

計算対象ごとの課税税率の差異

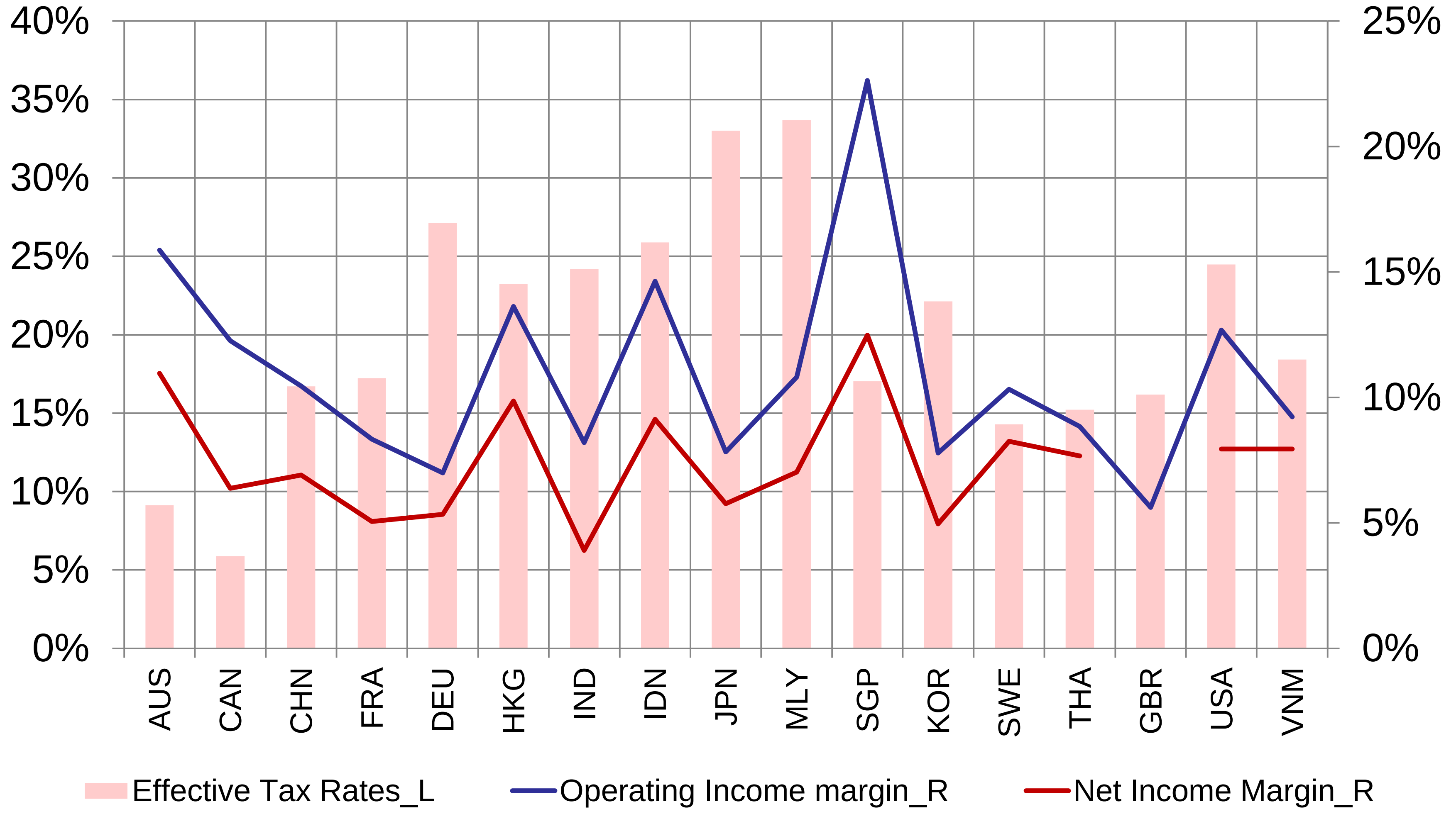
国家間の法人税率・欠損金制度の差異

国家間の法人税率の差異や欠損金制度の差異があることにより、企業におけるサプライチェーンの選択や機能分業に重大な影響を与える可能性がある。また移転価格の選択の余地や各国における課税対象の税率差異があることによって、同じ国内でも税務負担を軽減することが可能となる。

租税回避？　節税？　脱税？

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

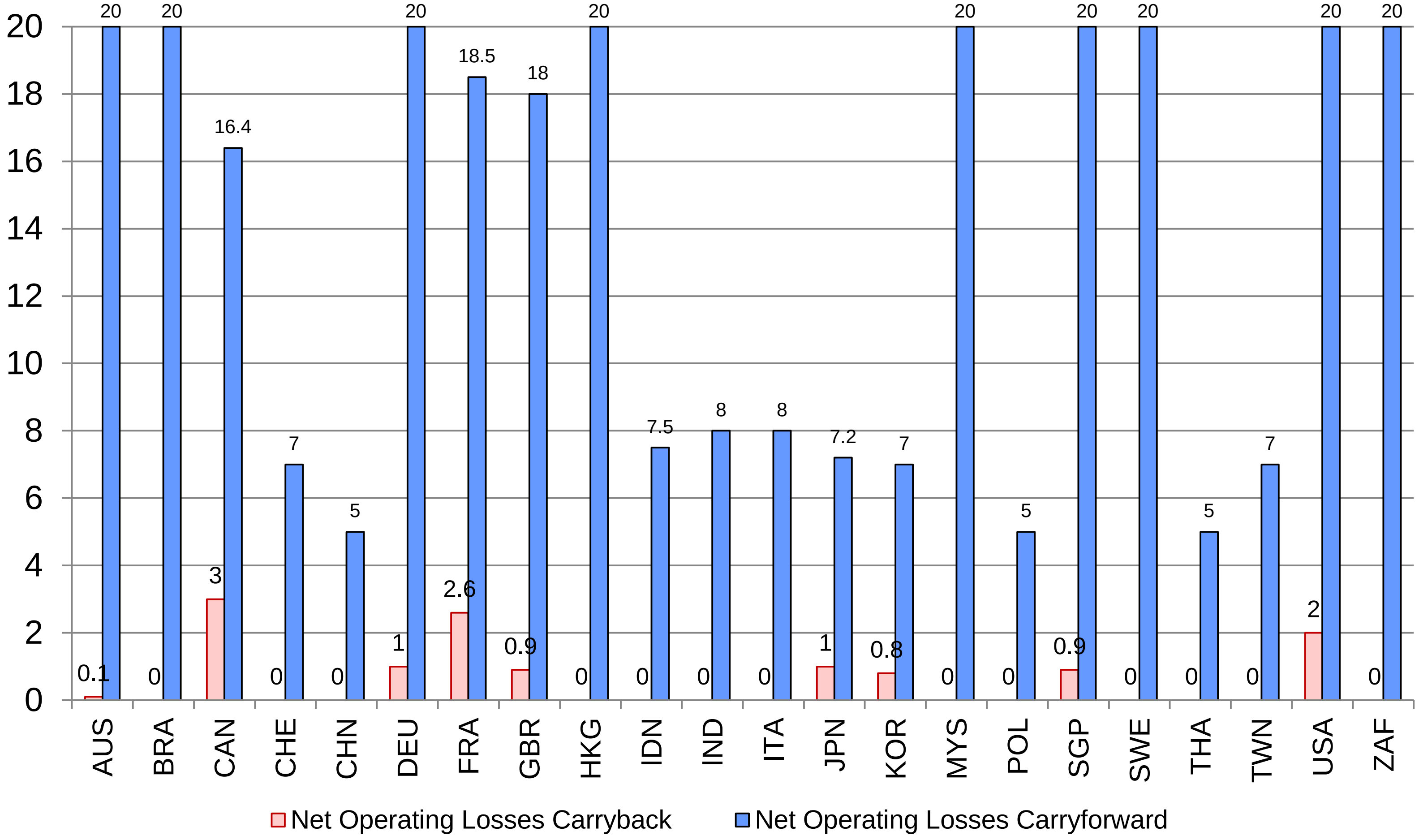
各国における実効税率(ETR)平均　2018年度



※Effective Tax Ratesは税引前利益・法人税が負のサンプルを除く。Operating Income Margin、Net Income Marginは各国サンプル合計値をベースに算出。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

図表12　繰戻欠損金･繰越欠損金の国際比較



※Ernst and Young. Worldwide Tax Guide 2004-2013より作成。各年平均値を計上。

Copyright (C).2015 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

近年の潮流

企業のグローバル化が進展し、企業による法人税財源を争奪する国家間競争が激化し、国内外における税務訴訟が活発化している。一方で、企業に対する資本生産性を高めるプレッシャーが大きくなる中、積極的な税務戦略を実施する企業が増大。

【消極的な税務戦略への批判】

Fiduciary Duty（**受託者責任**）**の観点から税務戦略を実践しないのは投資家に対する責任を全うしていない。**

【積極的な税務戦略への批判】

各国において求められる法人税支払い責任を果たすことができないと、企業の社会的な責任を全うしているとは言い難い。

税務をめぐる法制度の変化、政府機関への動向の変化、世論の変化などを敏感におさえつつ、企業の理念・ビジョンやビジネスモデル、経営戦略と整合的な税務計画を実践しない限り、批判の対象になる。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

財務会計上の利益と税務上の所得の違い

損益計算書（会計処理）		法人税申告書（申告調整）
収　益	←益金算入・不算入→	益　金
ー　費　用	←損金算入・不算入→	ー　損　金
当期利益		課税所得

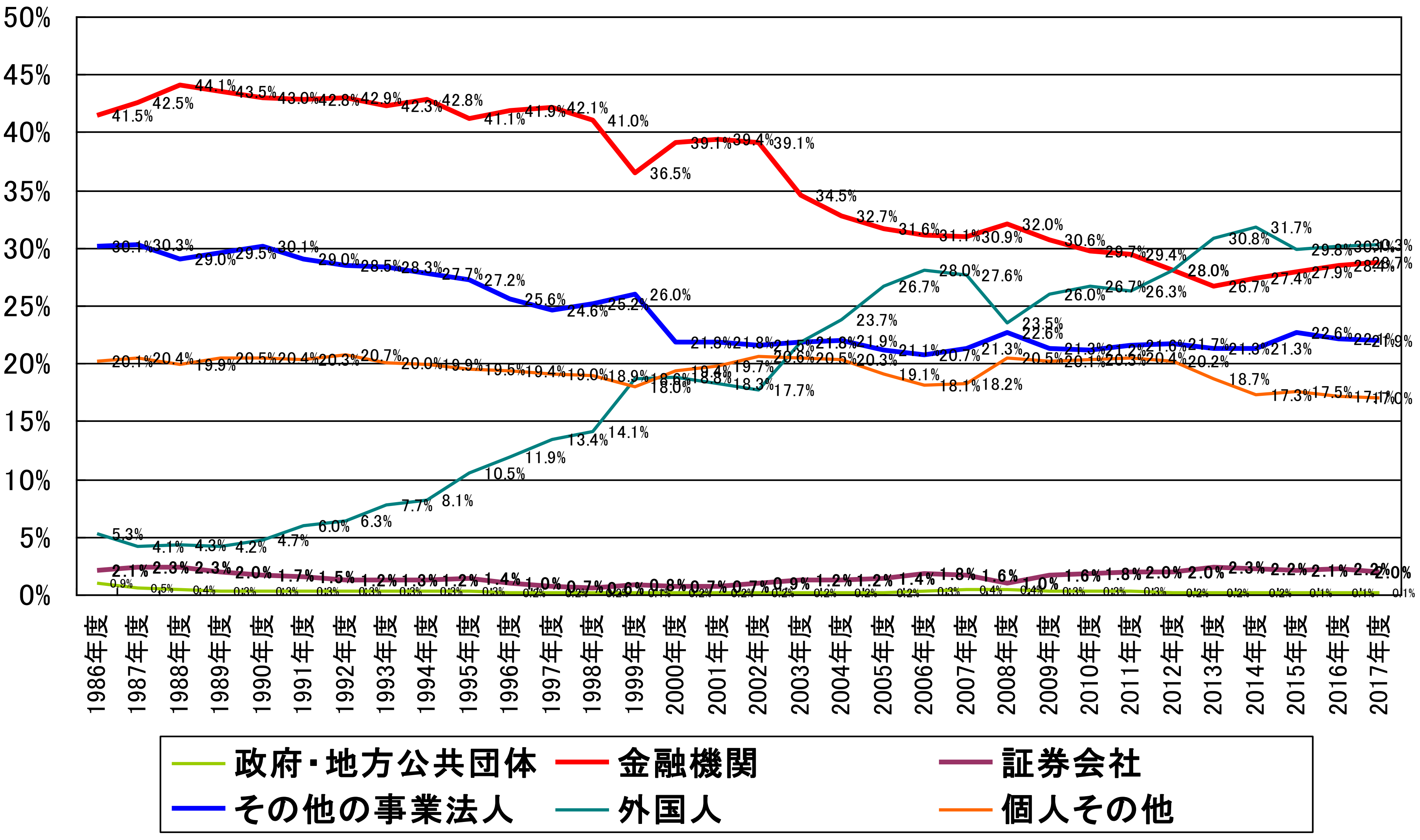
調整内容	具体例
益金算入額（加算、収益未計上）	法人税額から控除する外国子会社外国税額、国庫補助金等にかかる特別勘定の取崩額等、引当金の取崩額・目的外取崩額、組織変更に伴う評価替え等による資産評価益
益金不算入額（減算、収益計上）	受取配当金、税金還付額
損金算入額（減算、費用未計上）	国庫補助金等で取得した固定資産等の圧縮額、国庫補助金等にかかる特別勘定額、資産整理に伴う資材提供等があった場合の欠損金
損金不算入額（加算、費用計上）	資産評価益、役員報酬等の超過額、寄付金超過額、交際費、税法上の費用限度超過額

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

なぜいま企業価値か

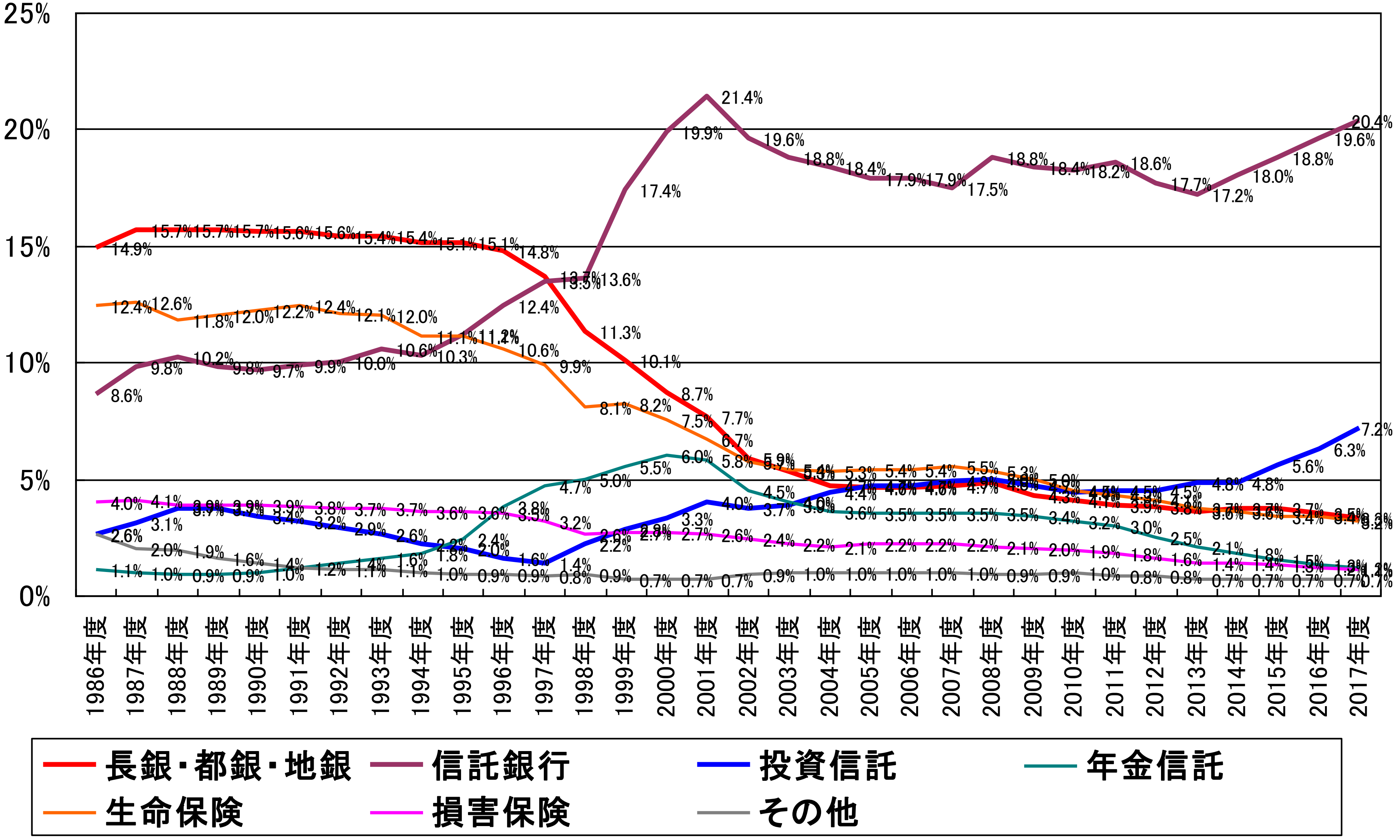
Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

投資部門別株式保有比率①



Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

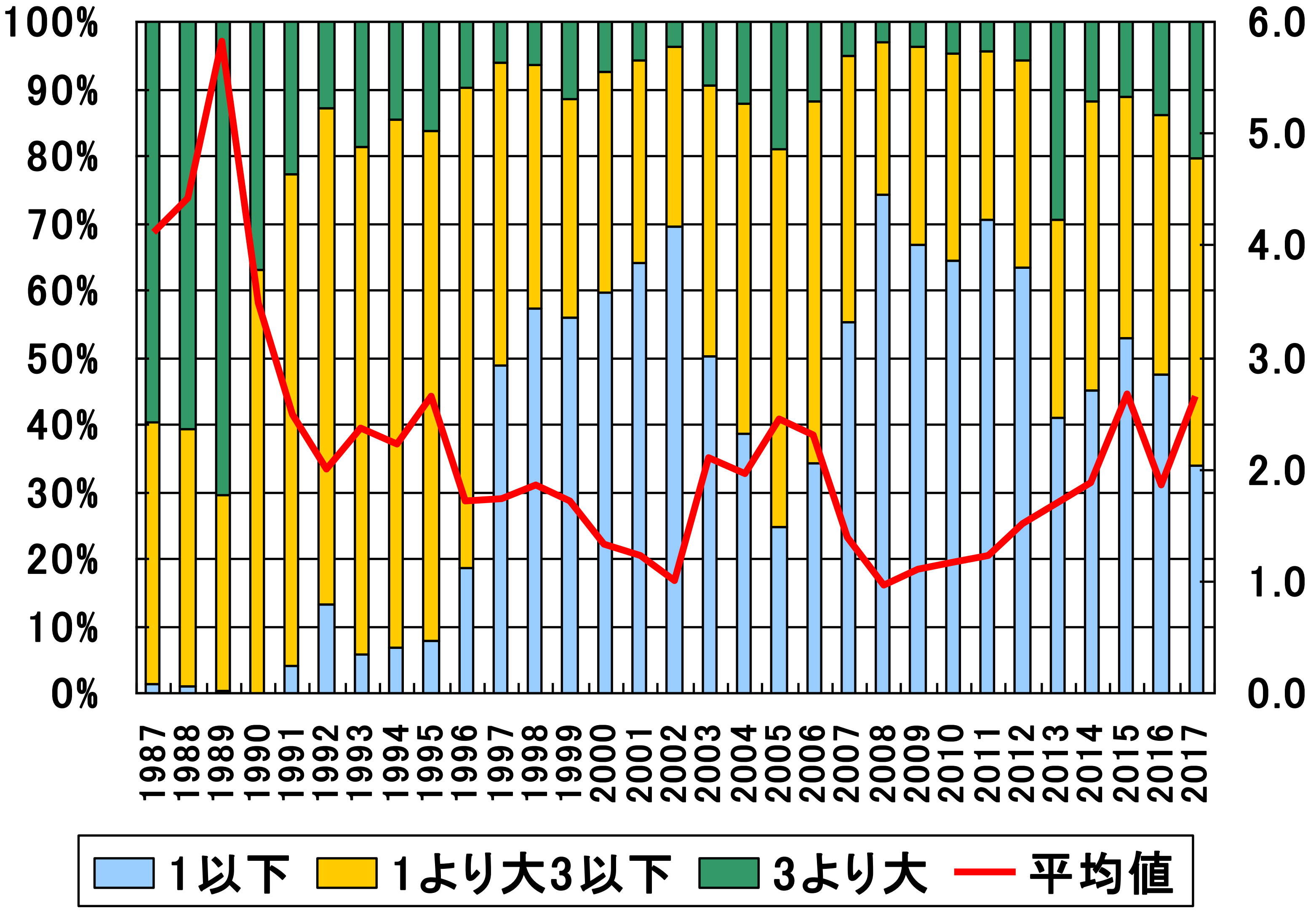
投資部門別株式保有比率②



Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

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



Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

企業価値の国際比較

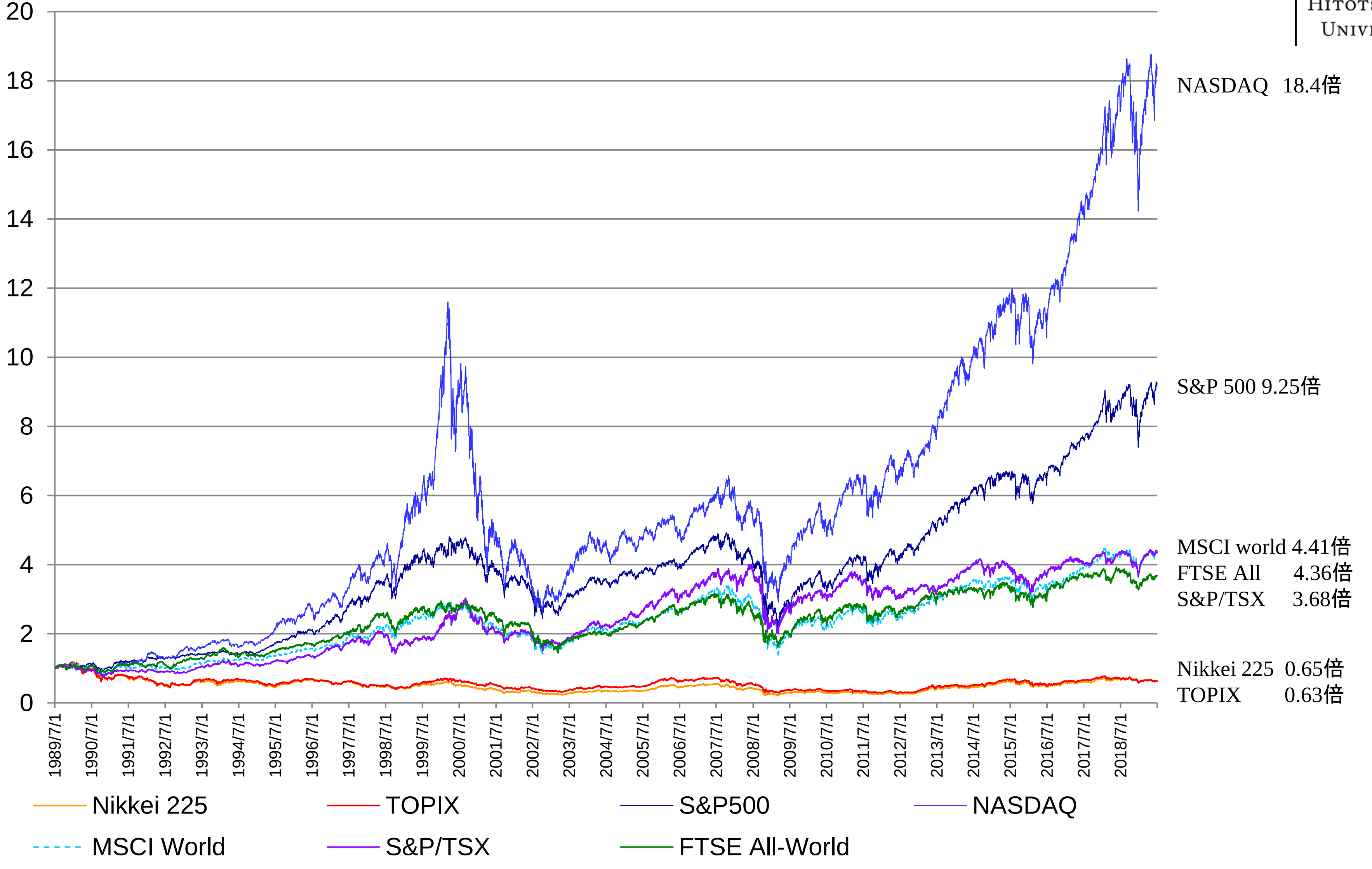
日本企業	株式時価総額	海外企業	株式時価総額
キリンホールディングス	20,400	ANHEUSER-BUSCH INBEV	187,064
味の素	10,239	NESTLE S/A	322,326
花王	39,809	PROCTER & GAMBLE	296,450
日立製作所	38,155	Honeywell International	136,948
パナソニック	20,935	SAMSUNG ELECTRONICS	290,667
ソニー	70,572	APPLE	981,538
トヨタ自動車	189,434	Volkswagen	92,138
キヤノン	33,468	HP	33,754
コマツ	24,556	CATERPILLAR	84,009
日本製鉄	17,020	ARCELORMITTAL	19,485
信越化学工業	41,716	DuPont de Nemours	60,483
武田薬品工業	59,873	JOHNSON & JOHNSON	398,585
ダイキン工業	41,141	Midea Group	56,283
ブリヂストン	31,509	MICHELIN	24,565
日本電産	43,335	Intel	230,998
富士通	15,226	INTL BUSINESS MACHINES	131,787
村田製作所	30,965	CISCO SYSTEMS	252,524
セブン＆アイ・ホールディングス	32,269	WAL-MART STORES	339,974
ヤマトホールディングス	8,639	FEDEX	46,114
楽天	17,316	Amazon.com	1,004,873
ソフトバンク	101,134	Google	809,540
三菱UFJﾌｨﾅﾝｼｬﾙ･ｸﾞﾙｰﾌﾟ	66,163	WELLS FARGO	229,229

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

※2019年6月末時点。単位は億円。

経営の短期志向化

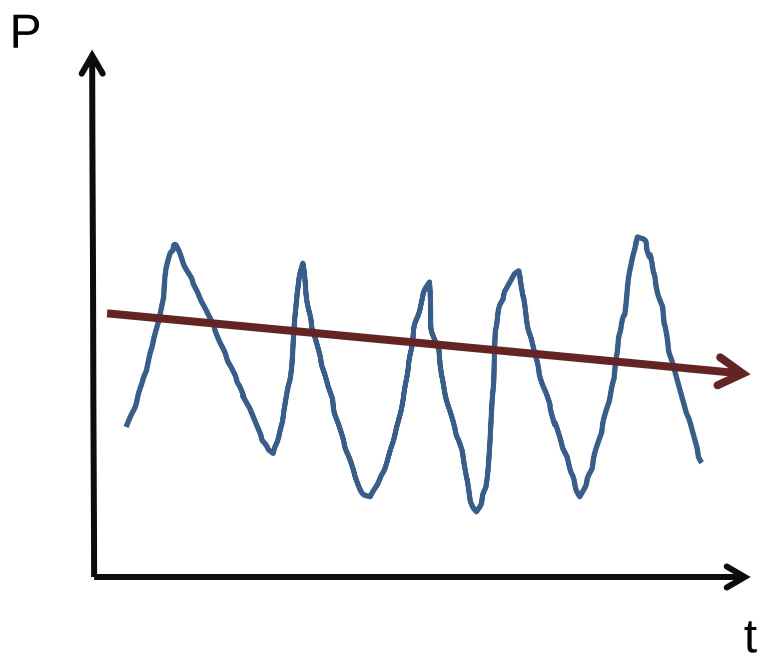
各国・地域株式市場の成長性（1989年6月末＝1.00）



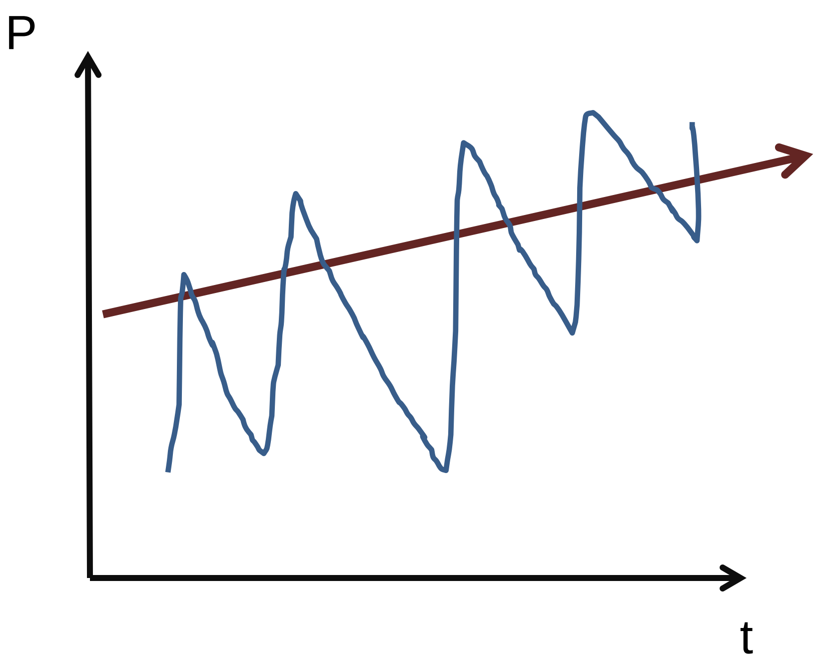
Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

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？

Copyright(c) 2017 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

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	10.9%	ANHEUSER-BUSCH INBEV	11.2%
味の素	7.9%	NESTLE S/A	15.5%
花王	16.9%	PROCTER & GAMBLE	15.9%
日立製作所	9.1%	Honeywell International	24.8%
パナソニック	12.2%	SAMSUNG ELECTRONICS	15.9%
ソニー	9.8%	APPLE	40.6%
トヨタ自動車	12.4%	Volkswagen	7.5%
キヤノン	7.7%	HP	15.6%
コマツ	10.8%	CATERPILLAR	15.7%
日本製鉄	6.3%	ARCELORMITTAL	1.3%
信越化学工業	9.5%	DuPont de Nemours	15.2%
武田薬品工業	3.2%	JOHNSON & JOHNSON	19.1%
ダイキン工業	14.1%	Midea Group	27.1%
ブリヂストン	13.1%	MICHELIN	13.9%
日本電産	12.8%	Intel	20.0%
富士通	13.6%	INTL BUSINESS MACHINES	69.8%
村田製作所	13.9%	CISCO SYSTEMS	12.3%
セブン＆アイ・ホールディングス	6.9%	WAL-MART STORES	15.5%
ヤマトホールディングス	5.0%	FEDEX	13.6%
楽天	13.8%	Amazon.com	11.7%
ソフトバンク	23.7%	Google	14.2%
三菱UFJﾌｨﾅﾝｼｬﾙ･ｸﾞﾙｰﾌﾟ	6.3%	WELLS FARGO	12.2%

※2015-2019年平均。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

1989-2019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	Allergan plc	Pfizer Inc.	Cancelled	237,282
11/09/2007	Rio Tinto Group	BHP Group	Cancelled	229,789
11/19/1999	Mannesmann AG	Vodafone Group Plc	Closed	219,791
01/10/2000	TW Inc.	America Online	Closed	173,427
11/06/2017	QUALCOMM Incorporated	Broadcom Inc.	Cancelled	153,545
05/01/2007	Volkswagen AG	Porsche Automobil Holding SE	Cancelled	139,950
10/06/1999	Sprint Corporation	Verizon Business Global LLC	Cancelled	137,410
09/02/2013	Cellco Partnership, Inc.	Verizon Communications Inc.	Closed	129,418
04/28/2014	AstraZeneca PLC	Pfizer Inc.	Cancelled	129,010
02/23/2016	United Technologies Corporation	Honeywell International Inc.	Cancelled	125,246
07/31/1989	Ward White Group PLC	Alliance Boots Holdings Limited	Closed	123,560
10/07/2015	ABI SAB Group Holding Limited	Anheuser-Busch InBev SA/NV	Closed	121,538
05/14/2007	RBS Holdings N.V.	Banco Santander, S.A. etc.	Closed	120,979
04/23/2007	RBS Holdings N.V.	Barclays PLC	Cancelled	115,087
10/22/2016	Warner Media, LLC	AT&T Inc.	Closed	113,519
07/28/1998	GTE Corporation	Verizon Communications Inc.	Closed	112,332
03/20/2014	AstraZeneca PLC	Pfizer Inc.	Cancelled	112,154
02/17/2017	Unilever N.V.	The Kraft Heinz Company	Cancelled	108,035
01/03/2019	Celgene Corporation	Bristol-Myers Squibb Company	Announced	107,110
02/21/2006	Endesa, S.A.	E.ON SE	Cancelled	107,030

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

1989-2018M&A取引額ランキング　トップ20（Cancelled,announced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
11/19/1999	Mannesmann AG	Vodafone Group Plc	Closed	219,791
01/10/2000	TW Inc.	America Online	Closed	173,427
09/02/2013	Cellco Partnership, Inc.	Verizon Communications Inc.	Closed	129,418
07/31/1989	Ward White Group PLC	Alliance Boots Holdings Limited	Closed	123,560
10/07/2015	ABI SAB Group Holding Limited	Anheuser-Busch InBev SA/NV	Closed	121,538
05/14/2007	RBS Holdings N.V.	Banco Santander, S.A. etc	Closed	120,979
10/22/2016	Warner Media, LLC	AT&T Inc.	Closed	113,519
07/28/1998	GTE Corporation	Verizon Communications Inc.	Closed	112,332
12/01/1998	Mobil Corporation	Exxon Corporation	Closed	104,652
04/08/2015	BG Group Limited	Royal Dutch Shell plc	Closed	103,663
12/14/2017	Twenty-First Century Fox, Inc.	The Walt Disney Company	Closed	99,746
03/06/2006	BellSouth, LLC	AT&T Inc.	Closed	99,190
05/26/2015	Spectrum Management Holding Company	Charter Communications, Inc.	Closed	97,859
05/11/1998	AT&T Teleholdings, Inc.	AT&T Inc.	Closed	96,275
04/06/1998	Citicorp LLC.	Travellers Group	Closed	93,798
02/06/2000	Warner-Lambert Company LLC	Pfizer Inc.	Closed	92,029
10/12/2015	Dell EMC	Dell Technologies Inc.	Closed	90,841
05/14/1998	BankAmerica Corp.	Bank of America Corporation	Closed	88,926
04/19/2018	Shire plc	Takeda Pharmaceutical Company Limited	Closed	88,396
12/11/2015	E. I. du Pont de Nemours and Company	Dow Chemical	Closed	87,948

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

敵対的買収と買収防衛策①

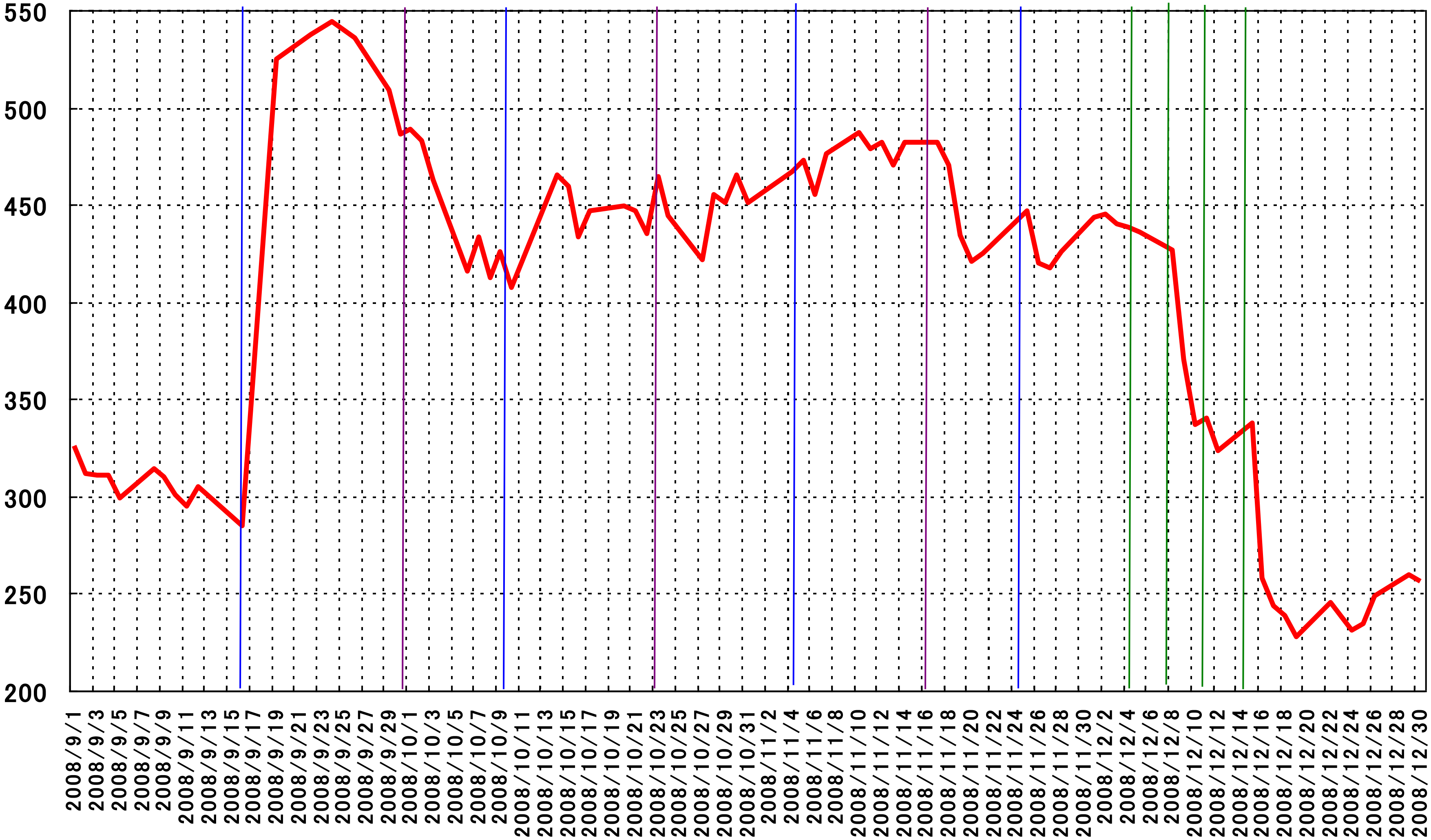
◆日本電産による東洋電機製造への買収提案

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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

敵対的買収と買収防衛策②

◆東洋電機製造の株価の推移



66

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

直面する企業価値創造の課題

経営者 ← 企業価値 → 従業員

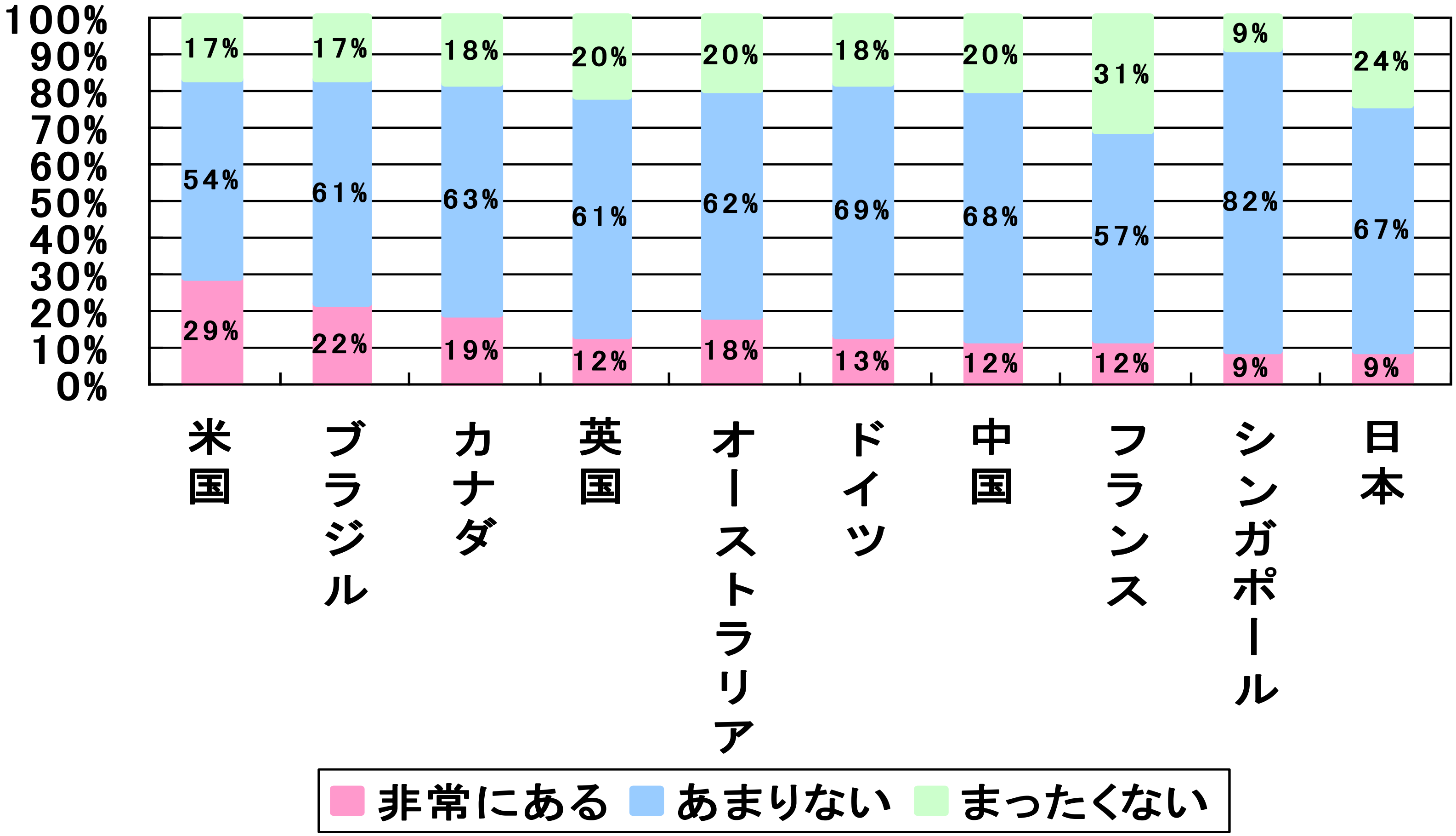
企業価値創造のプレッシャーにより、経営者に対する業績向上のプレッシャーはかつてないほど増大している

【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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

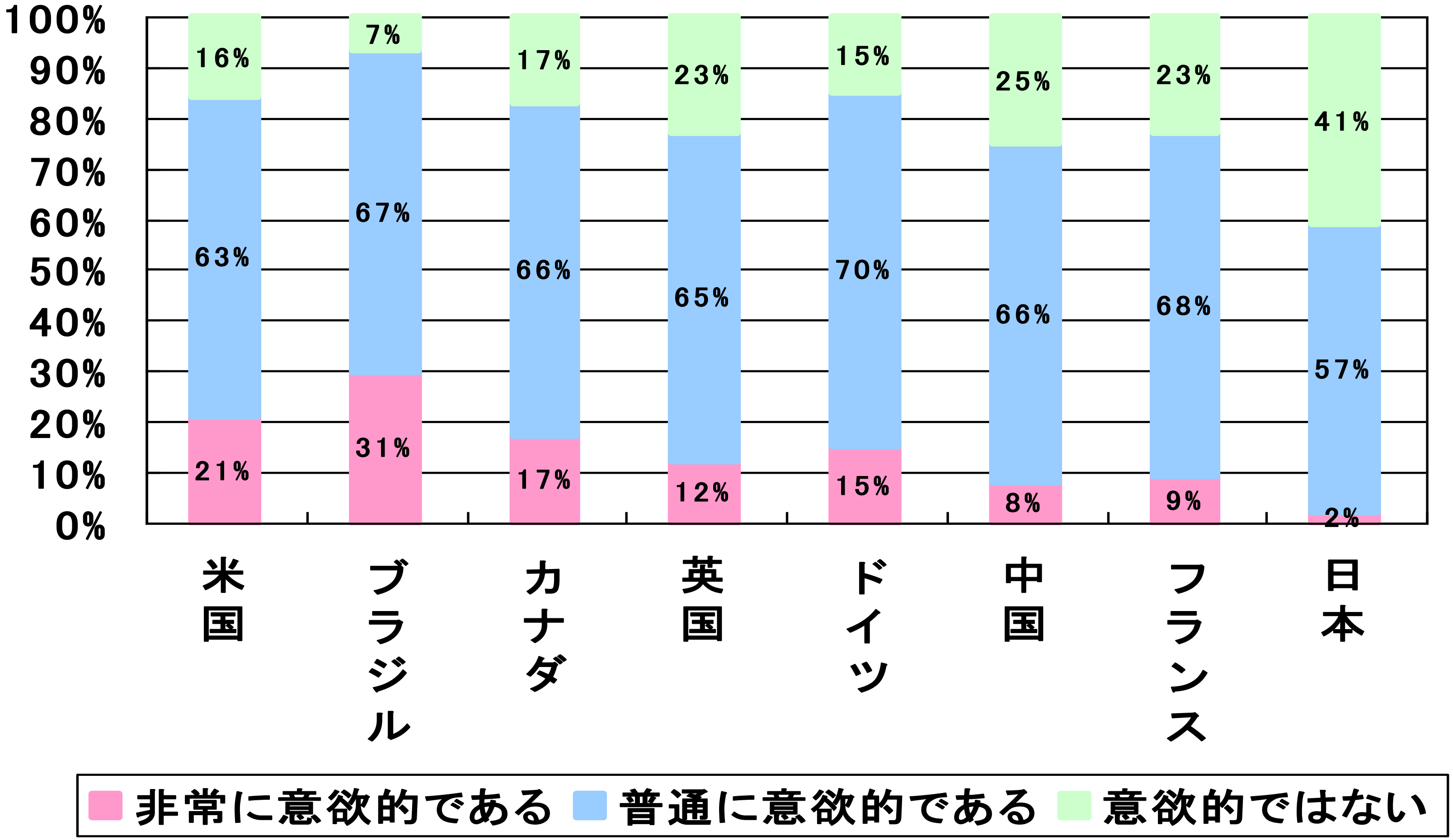
日本企業の社員の会社への忠誠心は？



※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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

日本企業の社員の働く意欲は？

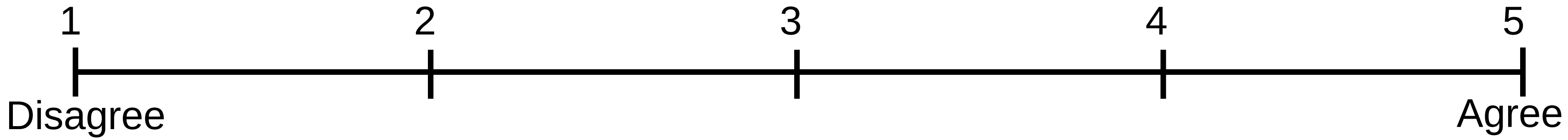


※アメリカのタワーズペリンによる2005年の調査結果。世界16カ国の10～50代の企業従業員86,000人を対象に調査を実施。日本は16カ国中「意欲的ではない」がインドに次ぐワースト2位。「非常に意欲的」はワースト1位。

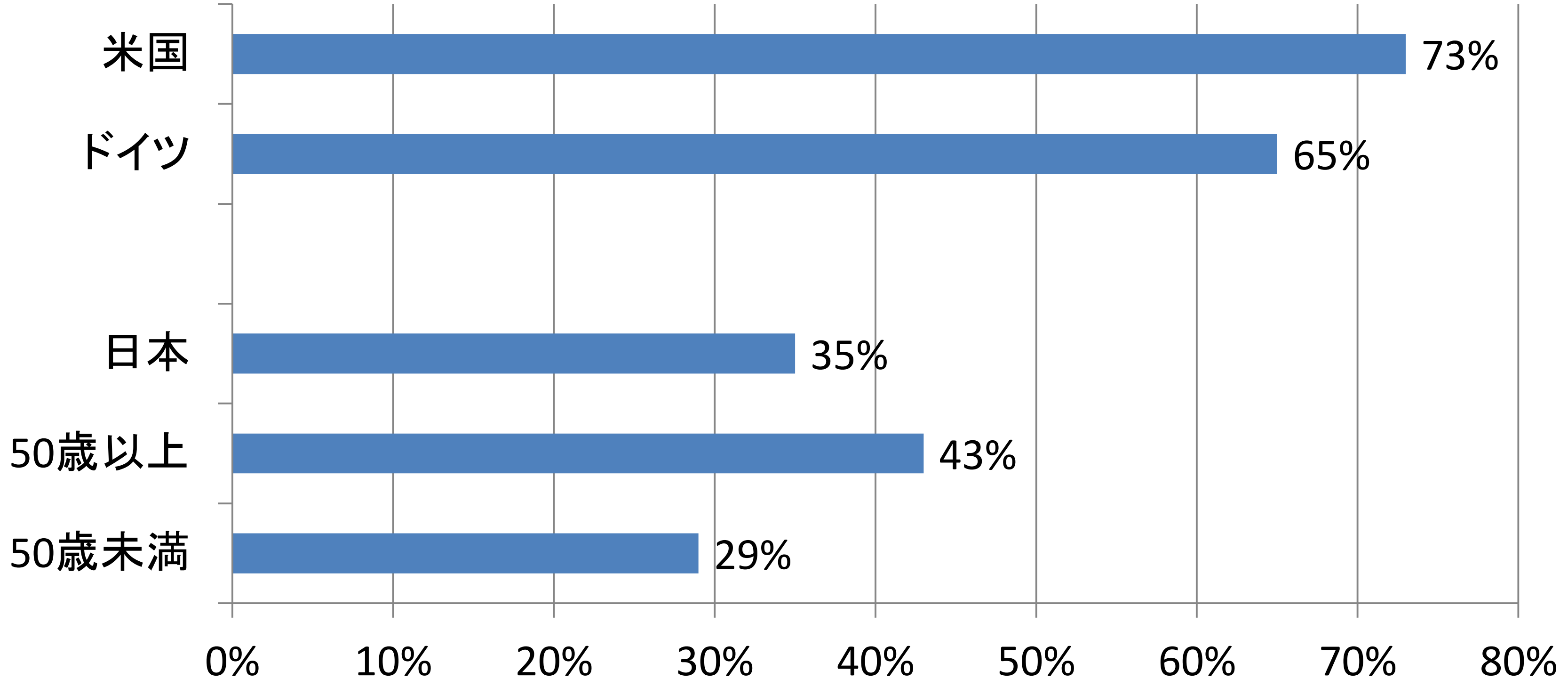
Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

ビジネスマンの充実度
日本、米国、ドイツ比較

「過去7日間で、あなたはどれほど毎日アクティブで生産的な日々を過ごしましたか」
ーギャロップ社による2014-2016年ビジネスマンに対する調査



※4,5に○印を付けたビジネスマンの割合



Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

※GALLUP, State of the Global Workplace.2017, p.139.

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、エンパワーメント

【要件４】成功報酬

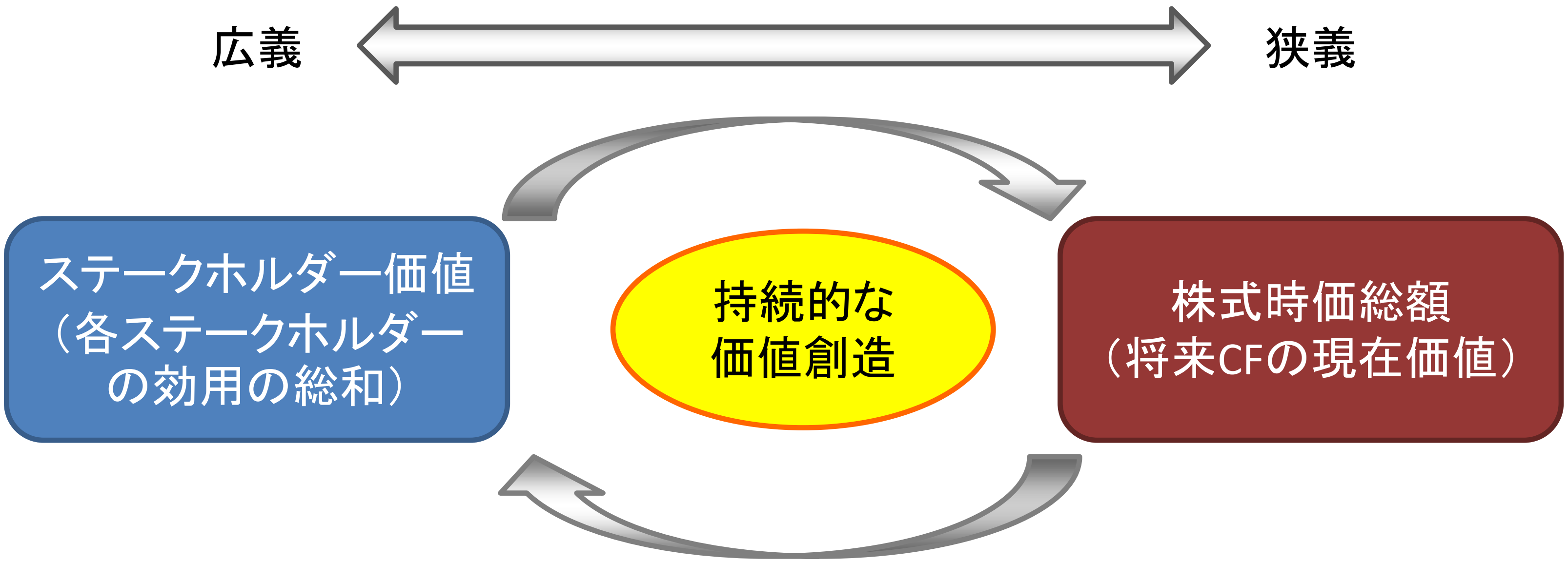
ケース：サウスウェスト航空、SRC社、Phelps Country Bank、三州製菓など

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

企業価値とは何か？

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

企業価値とは何か？

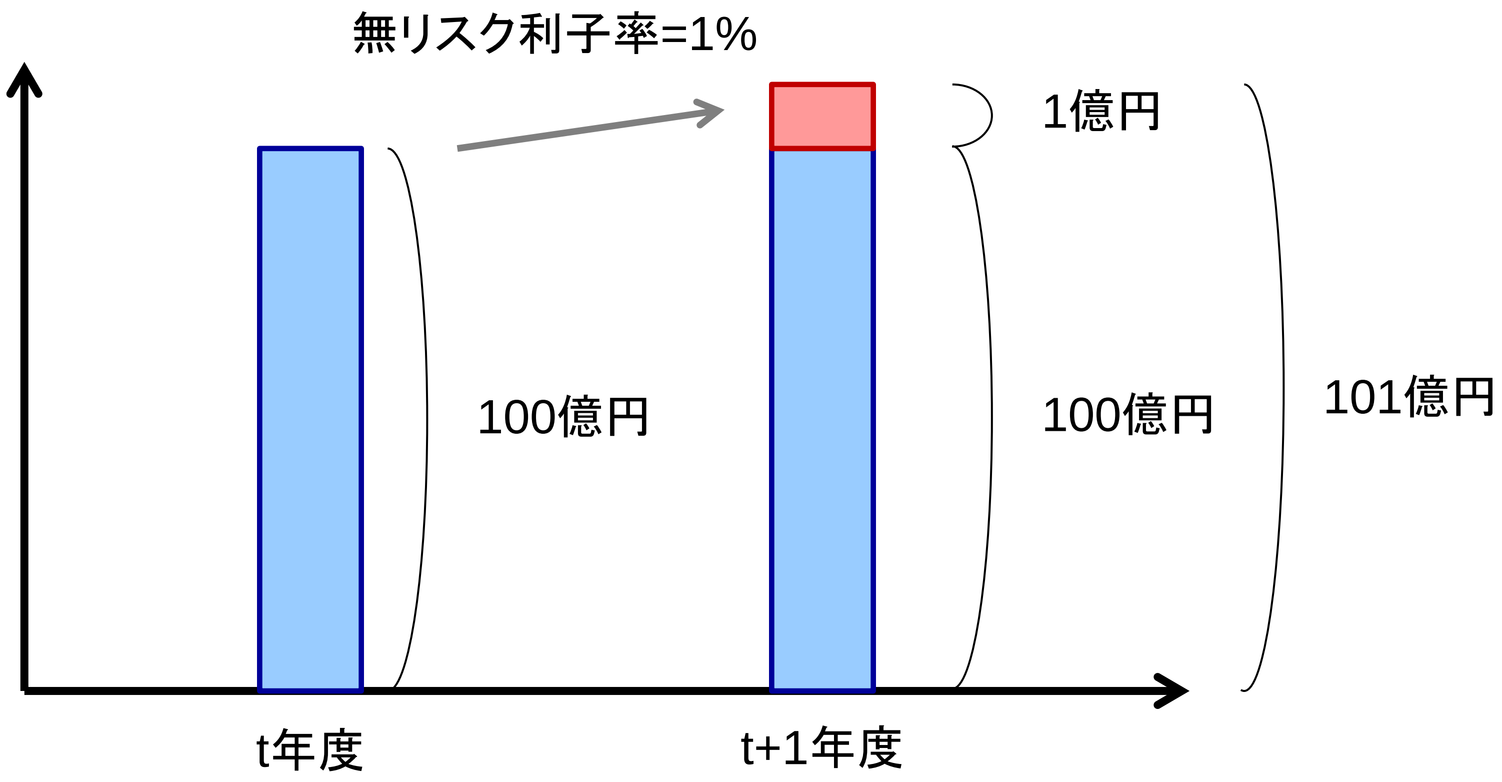


- ✓ 日本企業の多くは、「広義」の企業価値を重視してきた。それが日本企業のイノベーション力や高い品質、ホスピタリティー、モノづくりの力に結びついてきた側面もあるが、一方で「狭義」の企業価値を軽視してきたことが、グローバル市場での競争プレゼンスの低下に結びついている可能性がある。
- ✓ 短期的には両者は矛盾することもあるが、中長期的には合致するケースも多いのではないか？
- ✓ 他社では必ずしも効率的に実践できない社会的な課題を克服するのが企業の役割。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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？



無リスク利子率が1%の場合、t年度の100億円＝t+1年度の101億円

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

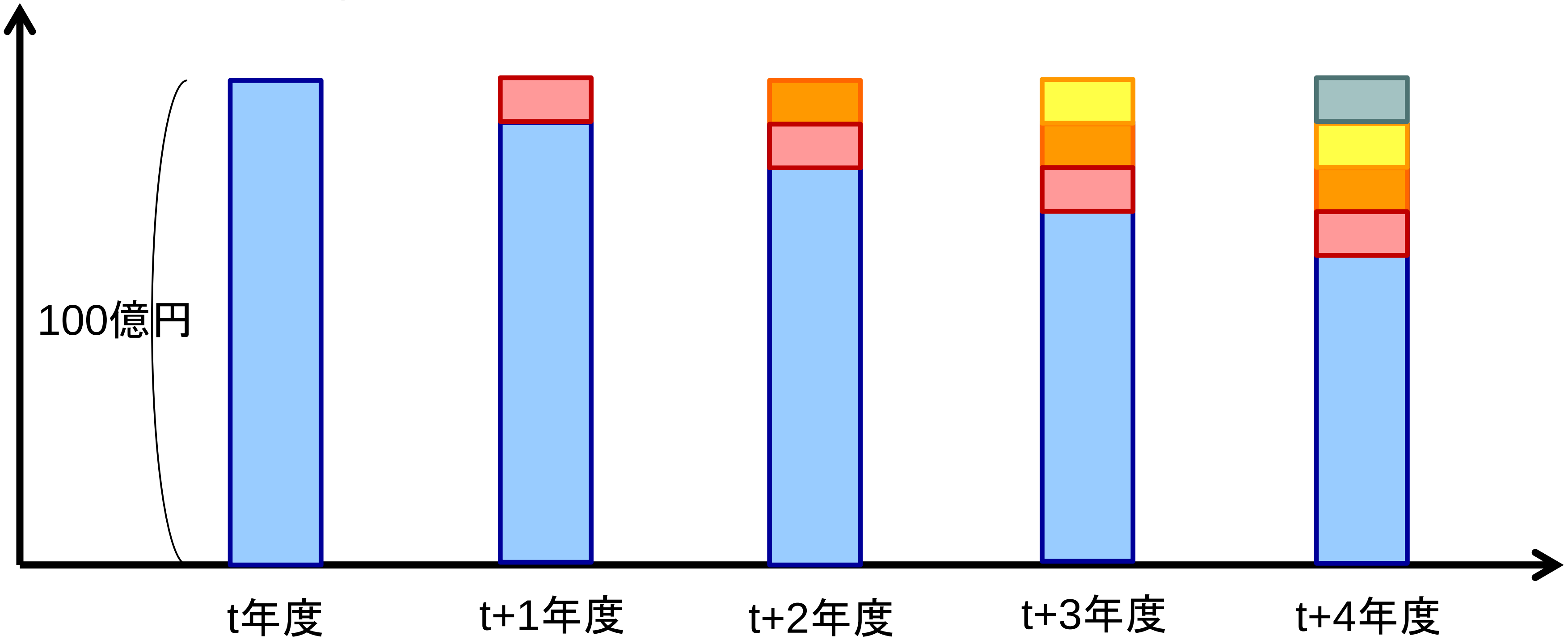
企業価値とは何か（2）

t年度100億円＝t+1年度 $100/(1+0.01)+1/(1+0.01)$

＝t+2年度 $100/(1+0.01)^2+1/100/(1+0.01)^2+1/100/(1+0.01)^2$

＝･･･

無リスク利子率=1%

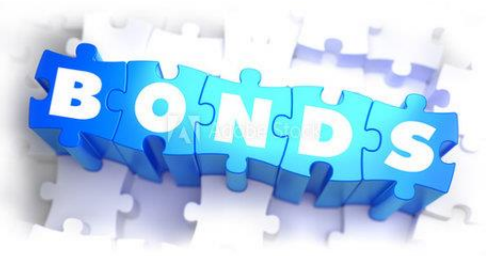


期間を無限ののばしていくと･････。

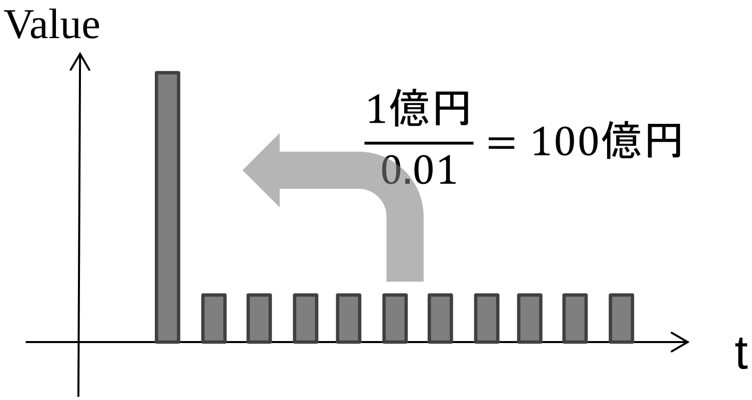
Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

企業価値とは何か(3)

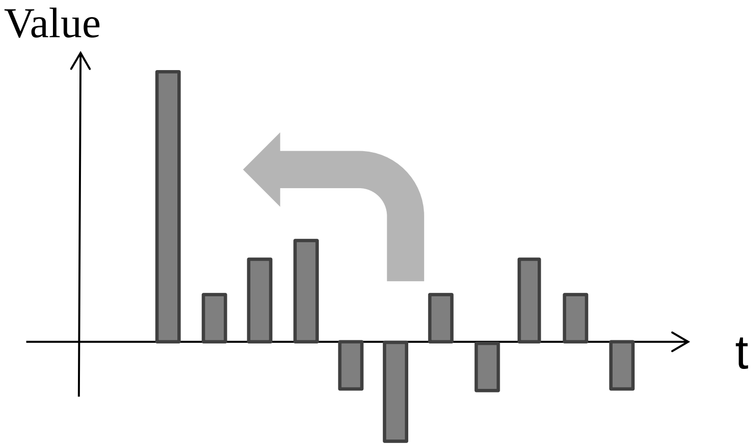
一般的に資産の価値は、その資産が生み出すキャッシュ・フローの現在価値に等しくなる。



利付債券
利息 1億円/年
(利率1%)

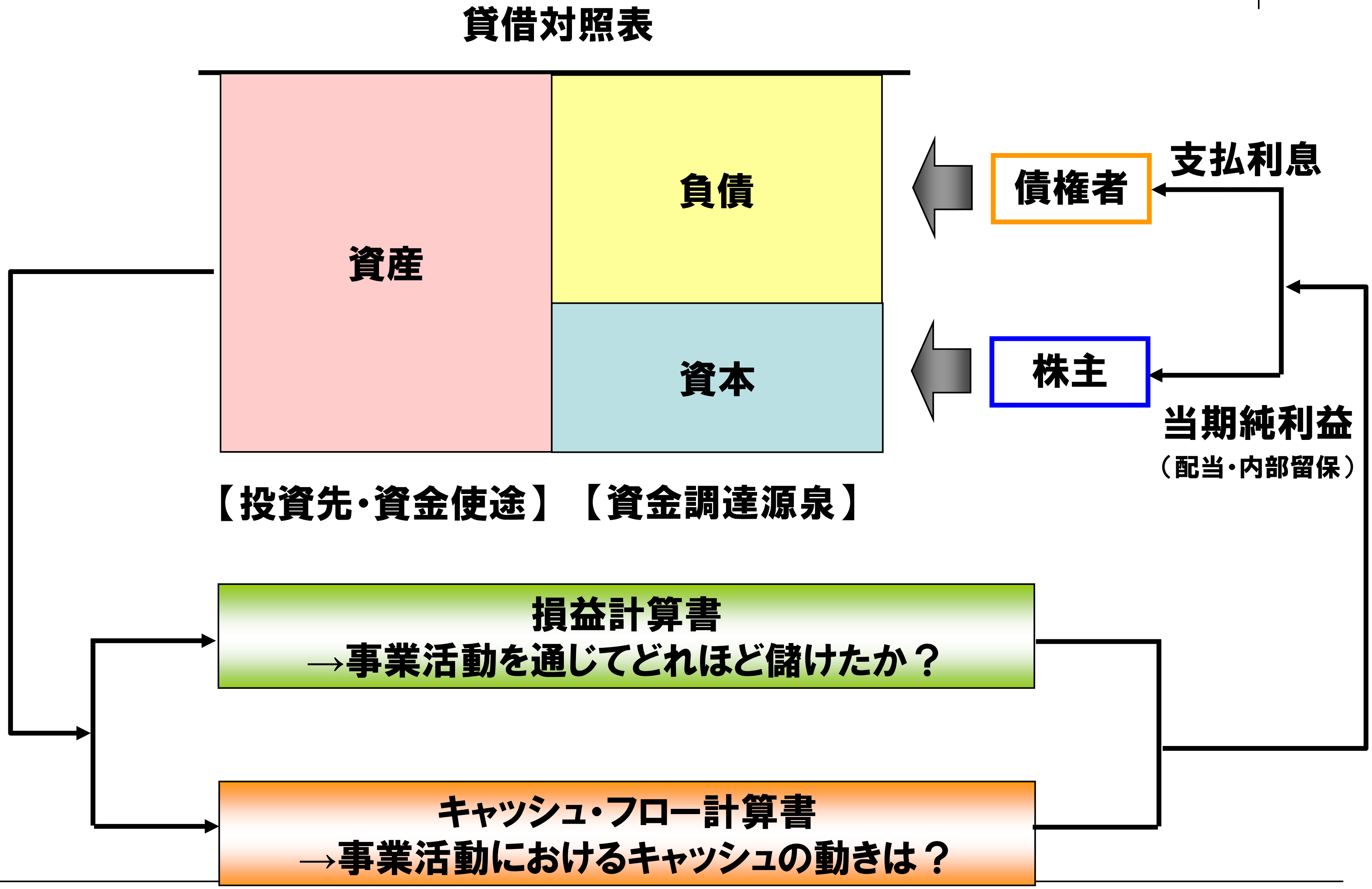


株式=企業が生み出すCFの残余請求権



Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

基本的な財務諸表の関係性



Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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。

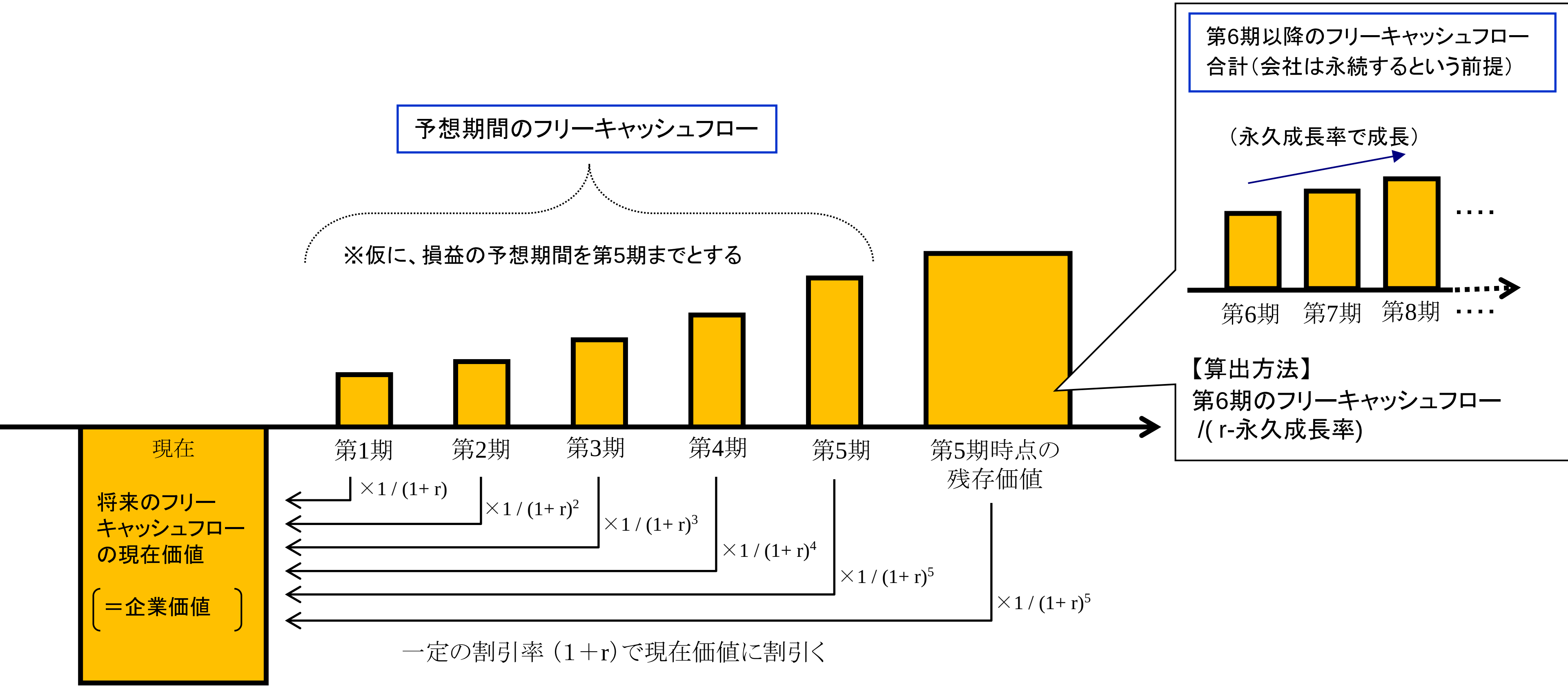
など

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

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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。



Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

バリュエーション・フレームワーク

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

バリュエーション・フレームワーク

HITOTSUBASHI UNIVERSITY

【主要な構成要素】

DCF法	超過利益法	倍数法
✓ 経営計画（将来CF） ✓ 資本コスト ✓ （永久）成長率	✓ 期首自己資本 ✓ 株主資本コスト ✓ 将来超過利益	✓ マルチプル（過去、同業他社） ✓ 当期純利益、EBITDA、純資産等

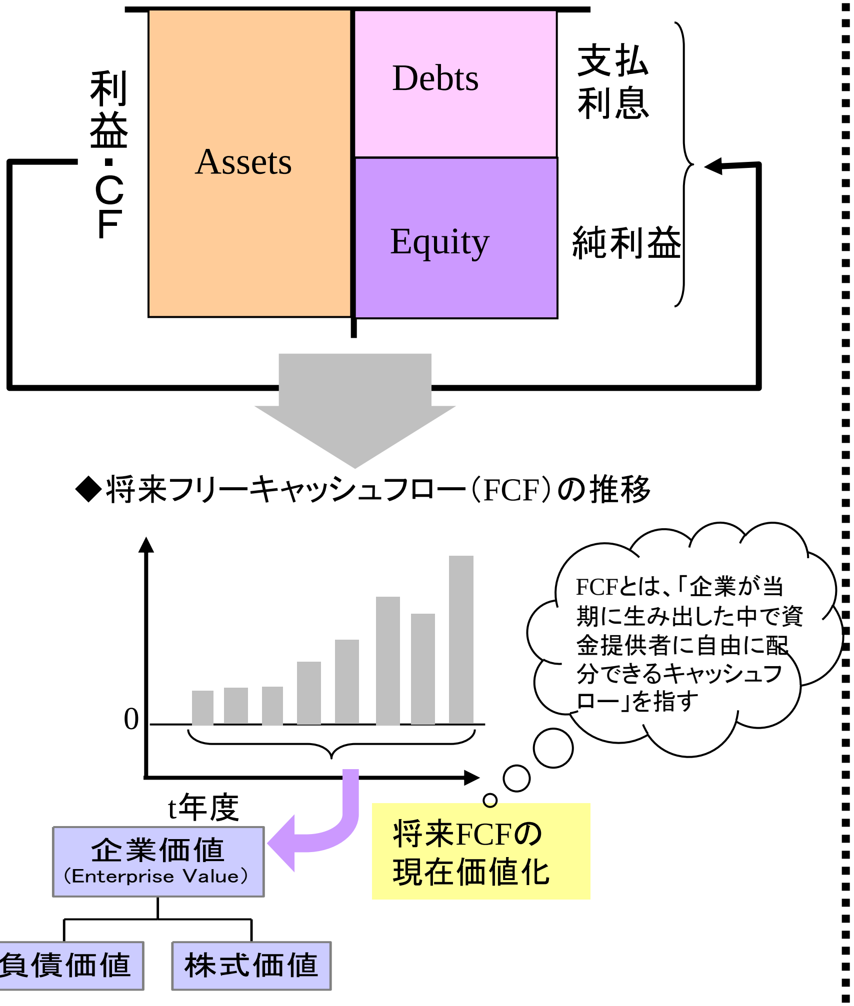
複雑	← 評価の特徴① →	簡潔
主観的	← 評価の特徴② →	客観的
M&A	← 主な利用状況 →	日常売買

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

割引配当モデル/超過利益モデル

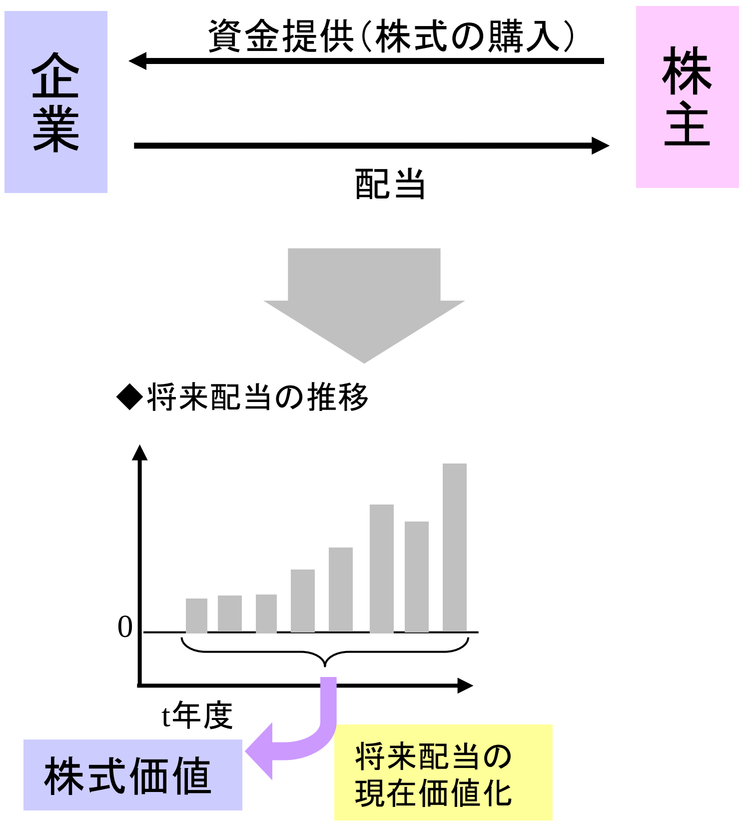
◆DCF法による株式価値算出

Balance Sheet



株式価値＝企業価値－負債価値（簿価）

◆割引配当モデルによる株式価値算出



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。

HITOTSUBASHI UNIVERSITY

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

DCF法に基づく重要予測要素

Hitotsubashi University

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

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

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、

①ＦＣＦ（フリー・キャッシュフロー）

②投下資本コスト（WACC）

③FCF成長率

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

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？

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

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？

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

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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

超過利益法に基づく重要予測要素

HITOTSUBASHI UNIVERSITY

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

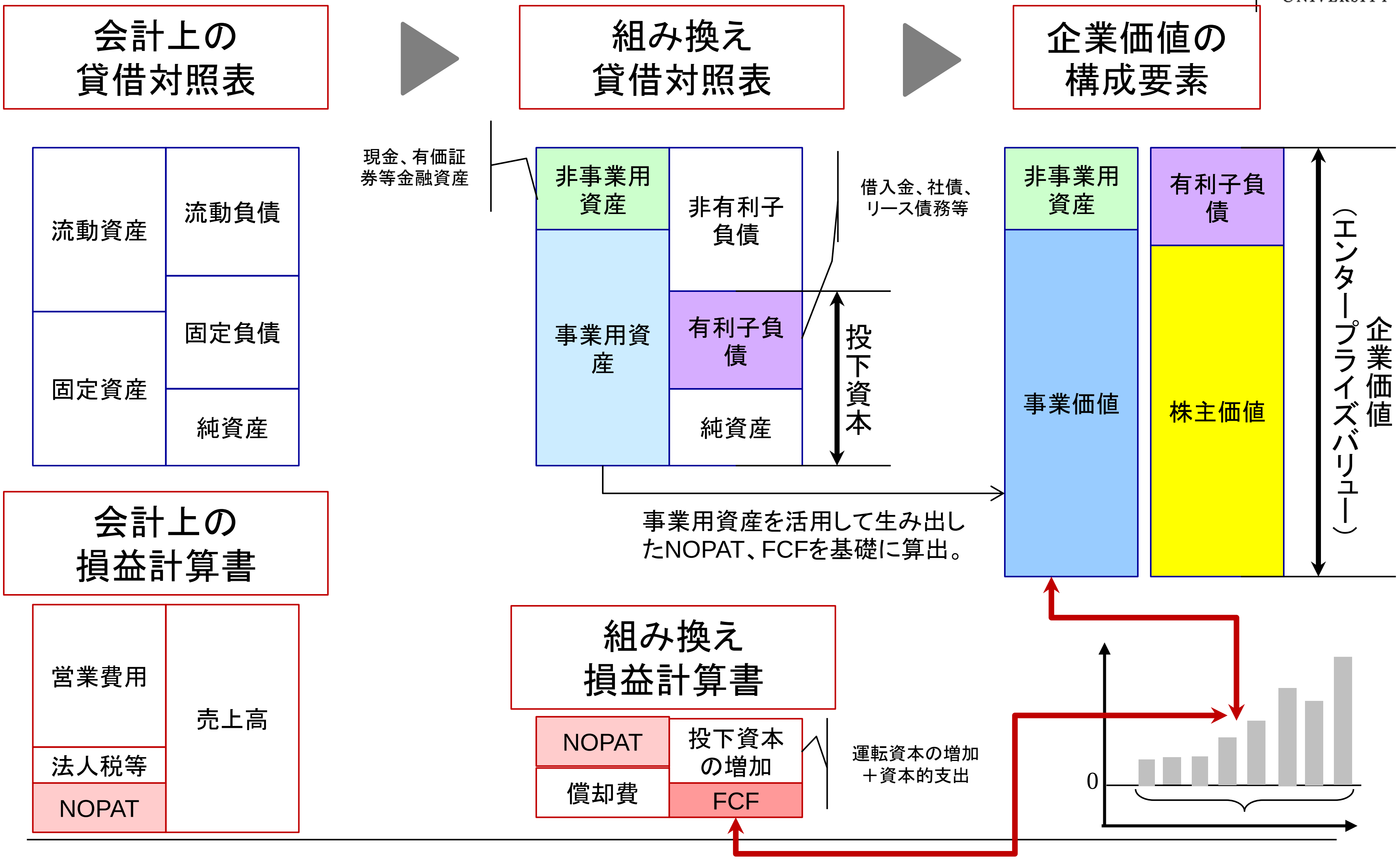
Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

Step1　過去の財務諸表の組み換え



Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

Step2　予測財務諸表を作成する

HITOTSUBASHI UNIVERSITY

将来計画	過去業績分析	価値ドライバー
✓ 経営計画 ✓ 経営者による予想 ✓ アナリスト予想	✓ 運転資本 ✓ 資本的支出 ✓ セグメント利益	✓ 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					

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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+β×(r_Mーr_F)

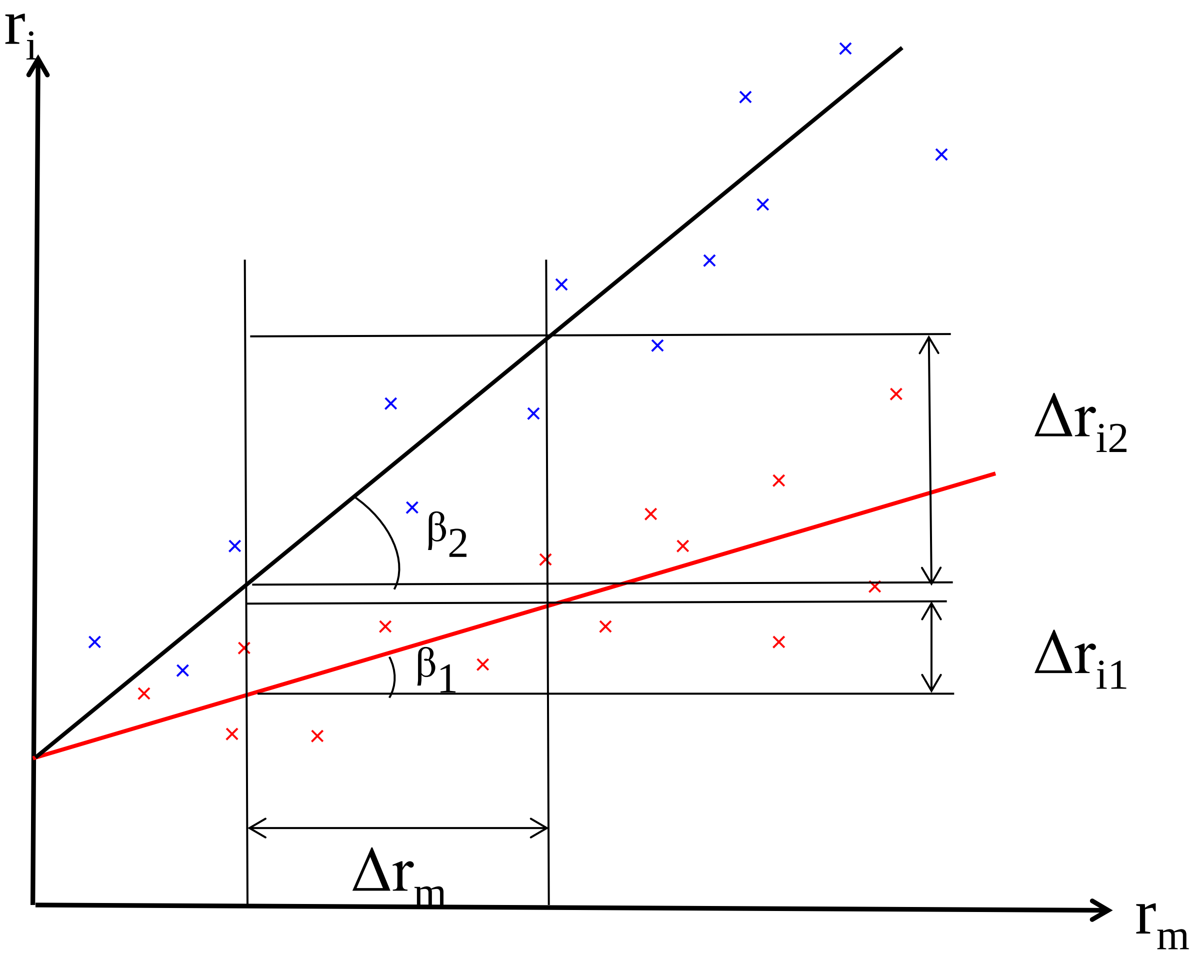
r_F:無リスク利子率　　r_M:市場Index利益率　　(r_Mーr_F):市場リスク・プレミアム
β:市場β　r_D:有利子負債コスト率＝ r_F ＋格付けに応じた信用リスク・プレミアム

※ r_Dは実績値をベースに算出することもできる。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

Step3　資本コストを算出する

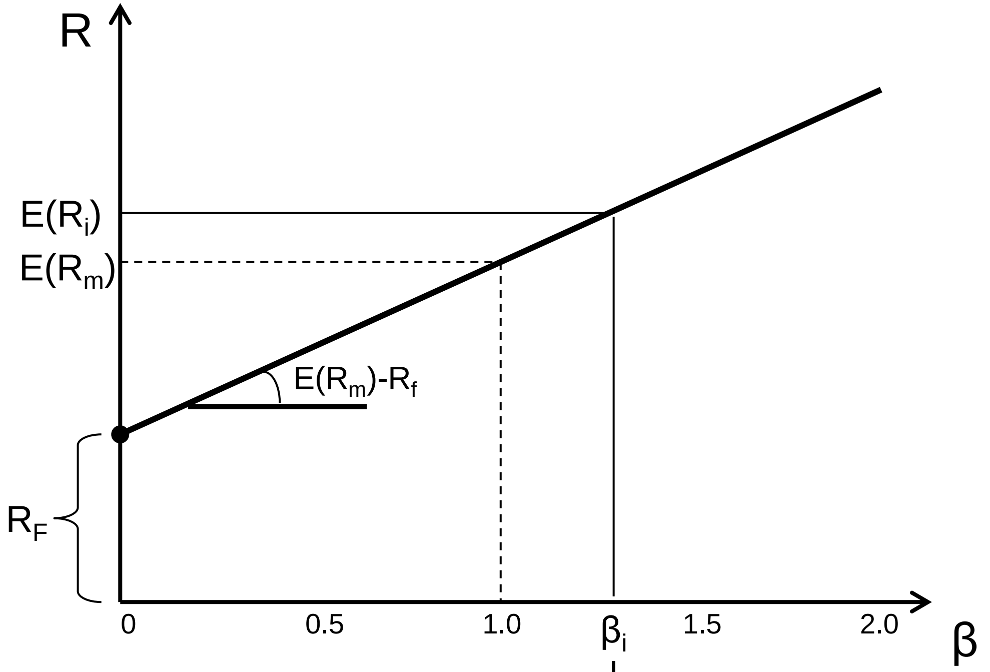
株式1と株式2では、どちらの株式のリスクが高いか？



Copyright (C).2018 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

市場ベータの概念

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。

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

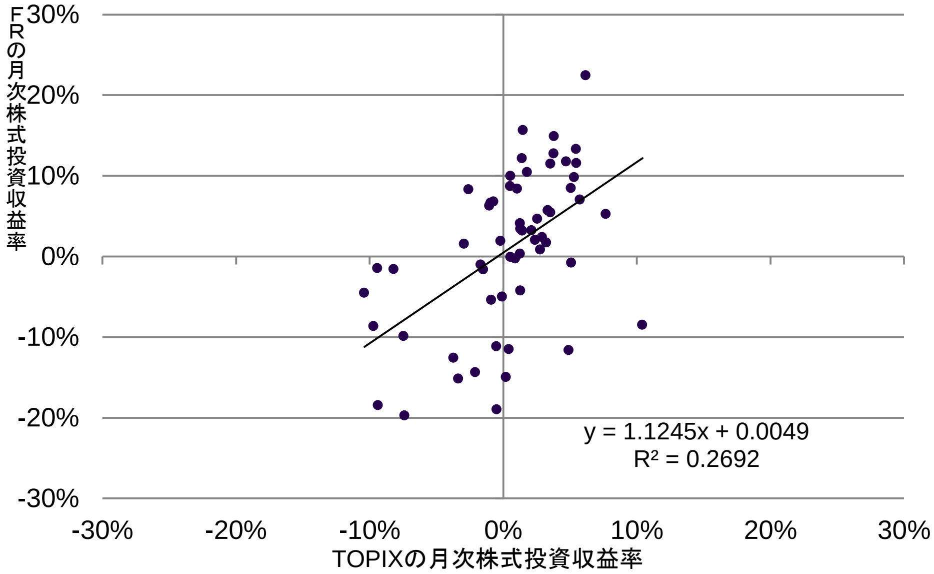
【経済環境の影響】
- ✓ 市場（景気）変動との連動
- ✓ ボラティリティー比

【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

Copyright (C).2018 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

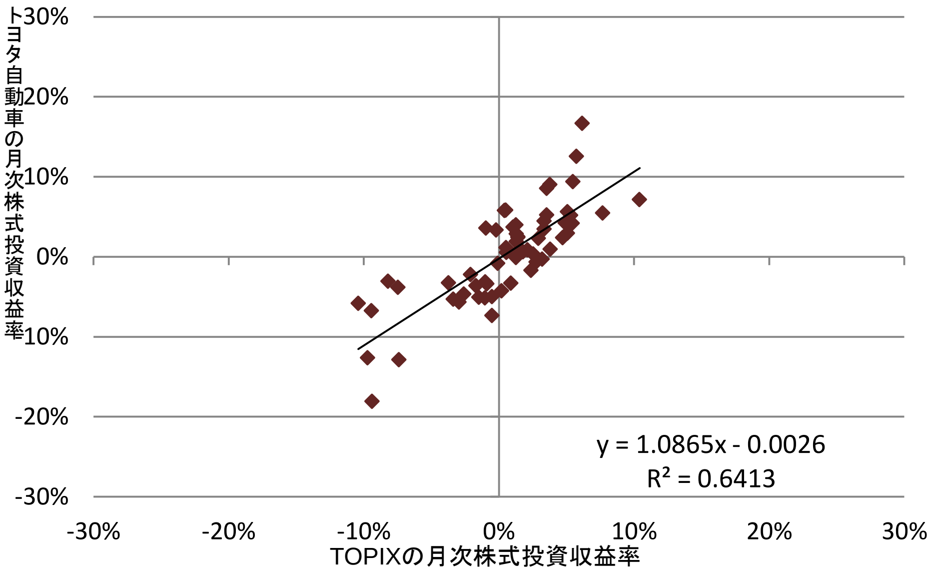
市場ベータの推定

■ファーストリテイリング



※2014年3月～2019年02月までのデータから算出。

■トヨタ自動車



※2014年4月～2019年3月までのデータから算出。

市場INDEXに対して、トヨタ自動車もファーストリテイリングもより大きく変動する傾向がある。両者ともグローバル展開を進展しており、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。

Copyright (C).2018 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

Step3　株主資本コスト

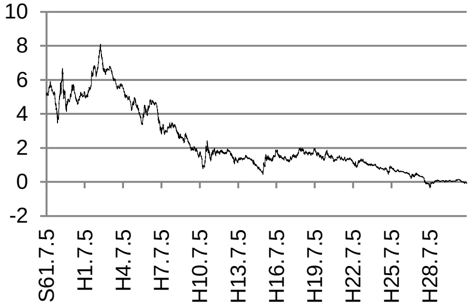
HITOTSUBASHI UNIVERSITY

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

【無リスク利子率】

- ✓ 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/jgbcm_all.csv
- ✓ 米国では20年も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。

修正β ＝ 0.667×未修正β ＋0.333 ×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
1952-2019年	67年間	8.70%
1960-2019年	59年間	6.00%
1970-2019年	49年間	5.20%
1980-2019年	39年間	4.00%
1990-2019年	29年間	0.60%
2009-2019年	10年間	9.40%

- ✓ 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。1955-2019年で7.5%。
- ✓ 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。

Copyright (C).2018 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

リスクプレミアムの推計手法（応用）

HITOTSUBASHI UNIVERSITY

■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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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。

$$MV_t = BV_0 + \frac{NI_1 - BV_0 \times r_E}{(1+r_E)} + \frac{NI_2 - BV_1 \times r_E}{(1+r_E)^2} + \frac{NI_3 - BV_2 \times r_E}{(1+r_E)^3} + \cdots$$

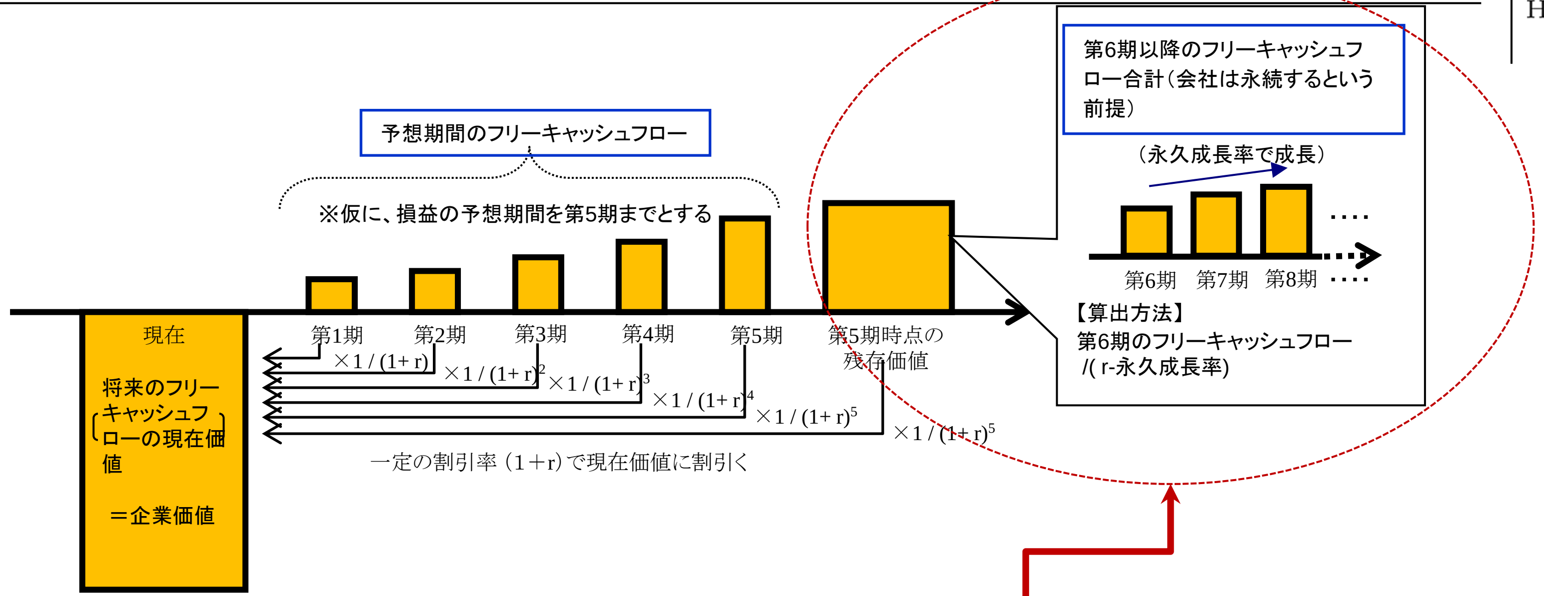
$$= BV_0 + \frac{NI_1 - BV_0 \times r_E}{(1+r_E)} + \frac{NI_2 - BV_1 \times r_E}{(1+r_E)^2} + \cdots + \frac{NI_{12} - BV_{11} \times r_E}{(1+r_E)^{12}} + \frac{(NI_{12} - BV_{11} \times r_E) \times (1+g)}{(r_E - g)(1+r_E)^{12}}$$

$$= BV_0 + \frac{BV_0 \times (ROE_1 - r_E)}{(1+r_E)} + \frac{BV_1 \times (ROE_2 - r_E)}{(1+r_E)^2} + \cdots + \frac{BV_{11} \times (ROE_{12} - r_E)}{(1+r_E)^{12}} + \frac{BV_{11} \times (ROE_{12} - r_E) \times (1+g)}{(r_E - g)(1+r_E)^{12}}$$

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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

Step4　企業価値を評価する

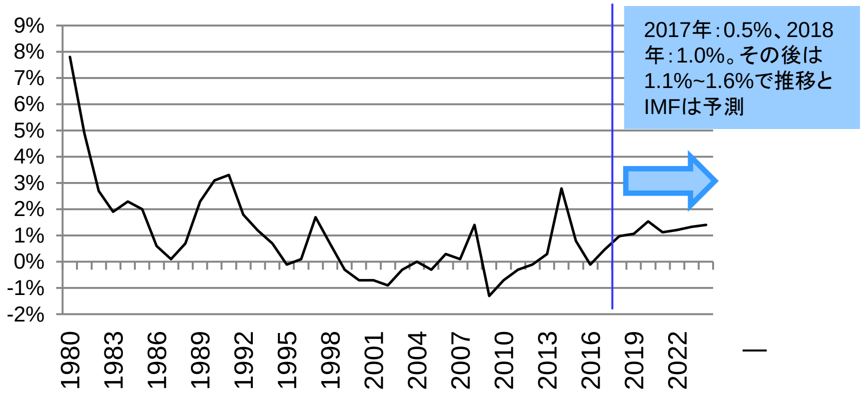


$$Enterprise\ Value = \frac{FCF_{i,1}}{(1+r)^1}+\frac{FCF_{i,2}}{(1+r)^2}+\frac{FCF_{i,3}}{(1+r)^3}+\frac{FCF_{i,4}}{(1+r)^4}+\frac{FCF_{i,5}}{(1+r)^5}+\sum\frac{FCF_{i,6}}{(r-g)(1+r)^5}$$

名目GDP成長率（日本）

（出所：IMF予測）

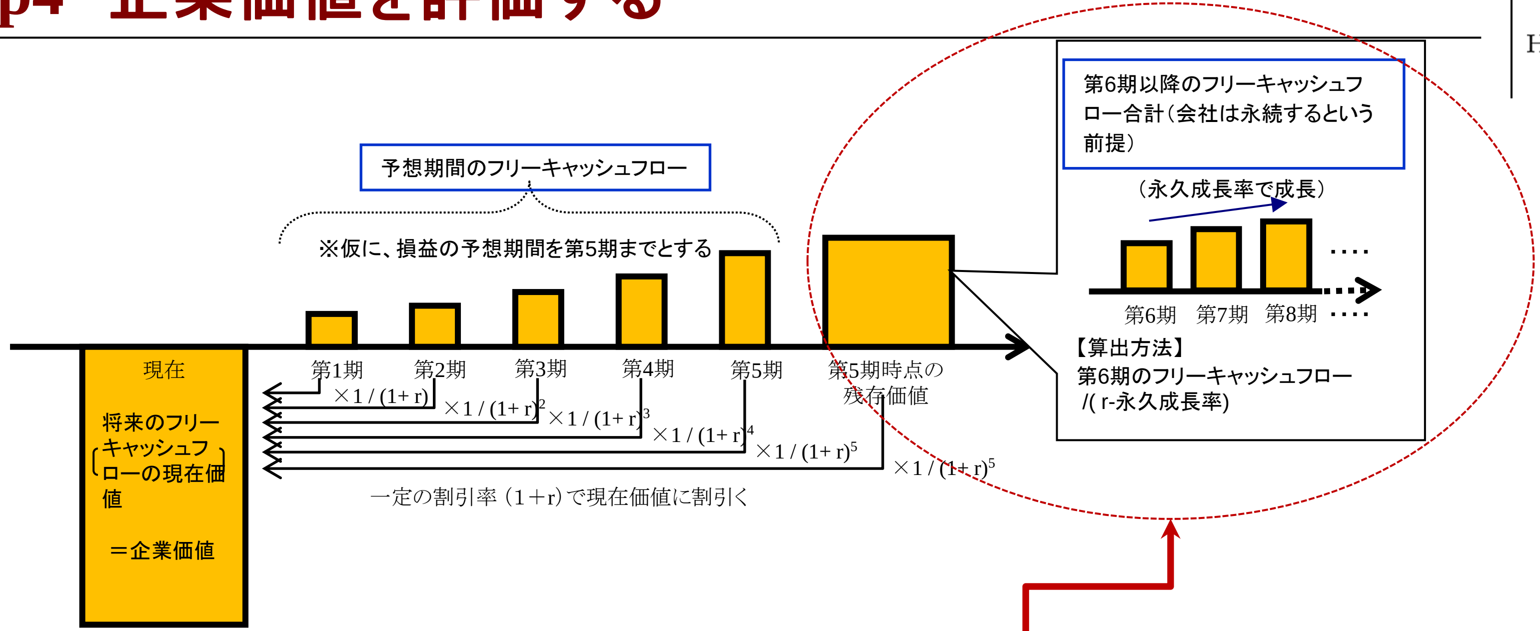
インフレ率（日本）



（出所：IMF予測）

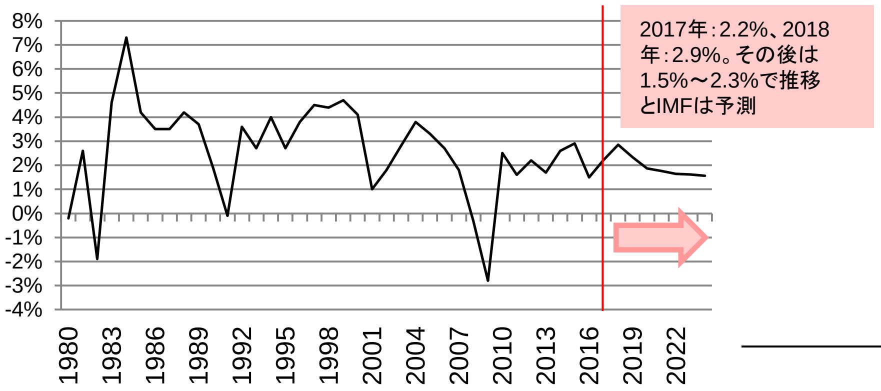
Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights

Step4　企業価値を評価する



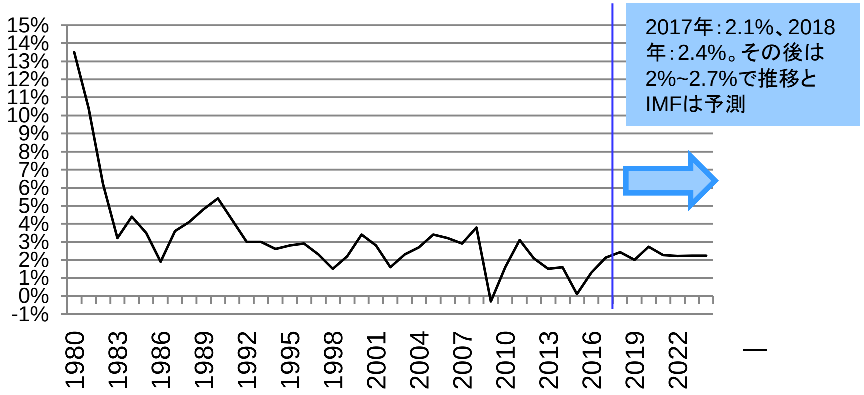
$$Enterprise\ Value = \frac{FCF_{i,1}}{(1+r)^1} + \frac{FCF_{i,2}}{(1+r)^2} + \frac{FCF_{i,3}}{(1+r)^3} + \frac{FCF_{i,4}}{(1+r)^4} + \frac{FCF_{i,5}}{(1+r)^5} + \sum \frac{FCF_{i,6}}{(r-g)(1+r)^5}$$

名目GDP成長率（米国）



（出所：IMF予測）

インフレ率（米国）



（出所：IMF予測）

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights

Step5　価値評価額の検証

HITOTSUBASHI UNIVERSITY

感応度分析	一定成長モデル	倍数法･乗数法
✓ 経営計画 ✓ 経営者による予想 ✓ アナリスト予想	✓ FCF ✓ 資本コスト ✓ 成長率	✓ ROIC ✓ 成長性 ✓ 資本コスト

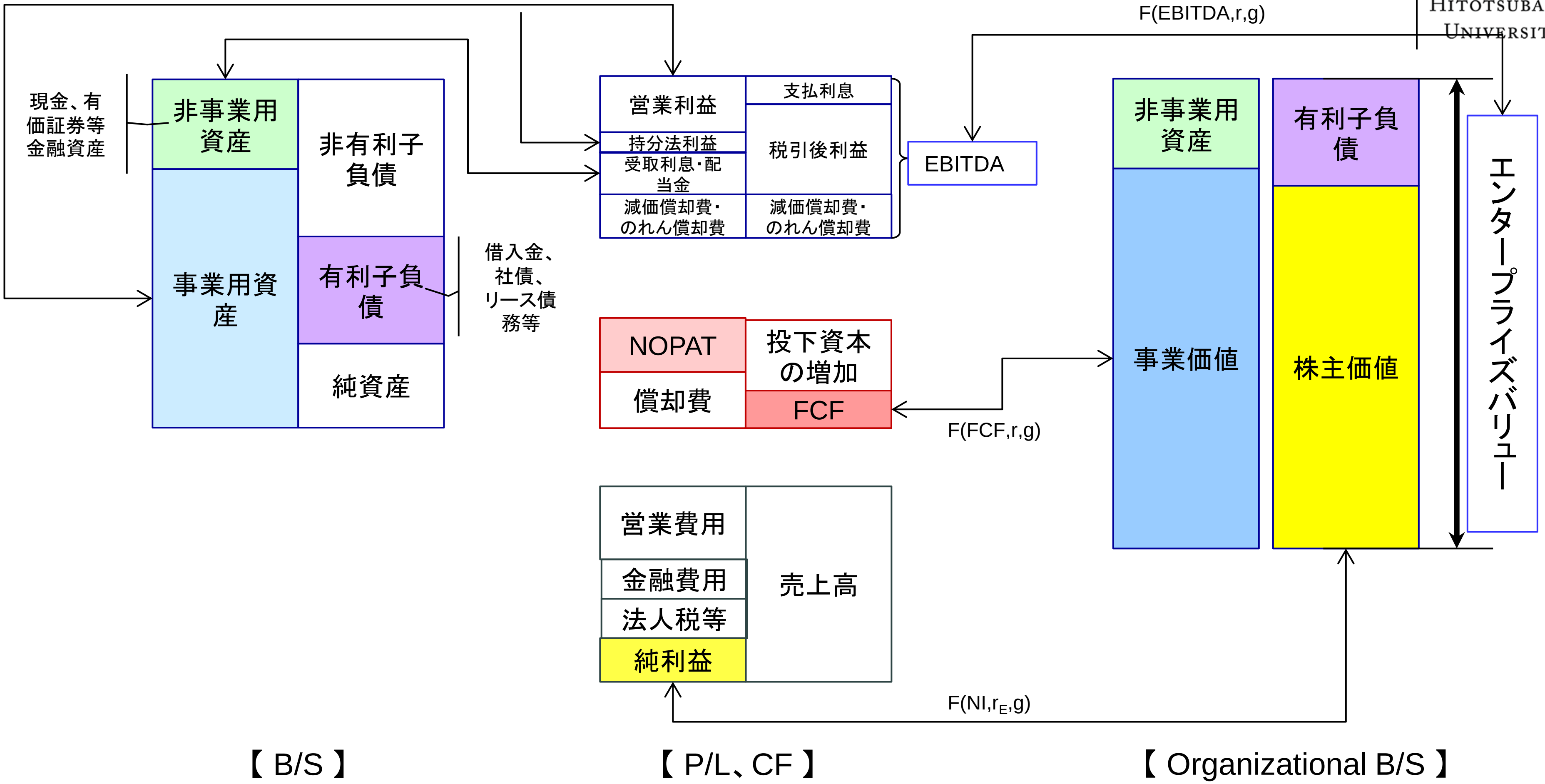
ファンダメンタル評価では、その企業の競争力や業績、財務状況などに着目し、将来にわたって生み出される将来CFを現在価値に割り引くことで多面的に企業価値を推定。

→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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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

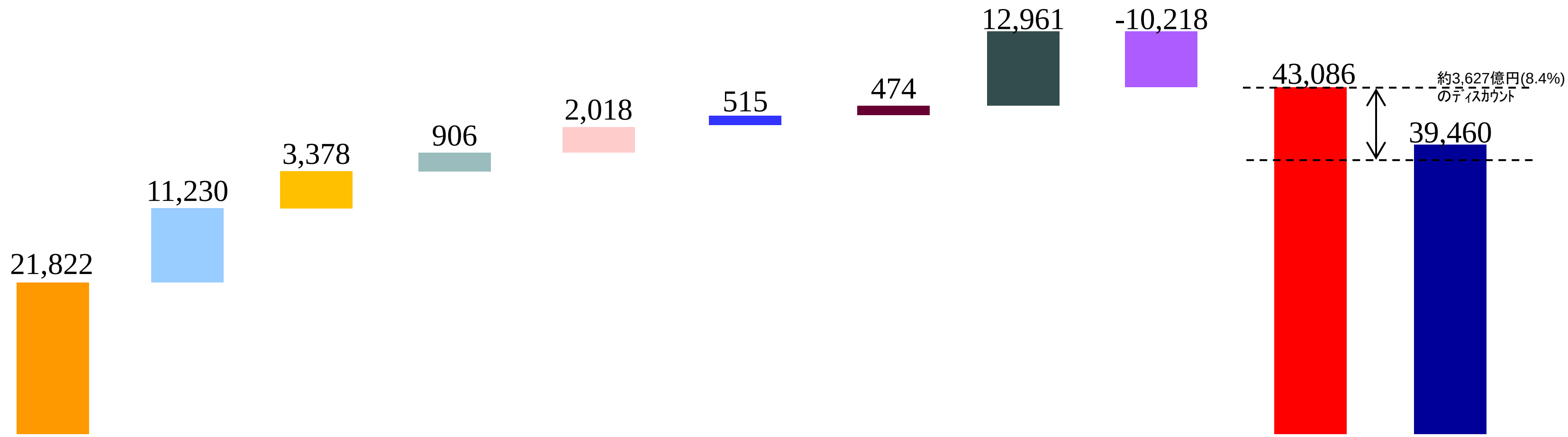
Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

業界別Multiples(EV/EBITDA)

	25%	50%	75%		25%	50%	75%		25%	50%	75%
Aerospace and Defense	9.55	14.90	31.20	Electrical Equipment	6.89	11.25	20.98	Machinery	6.77	11.00	18.70
Air Freight and Logistics	7.67	12.60	19.80	Electronic Equipment, Instruments and Components	5.83	9.15	17.30	Marine	6.27	8.20	10.23
Airlines	4.01	5.68	8.39	Energy Equipment and Services	4.51	6.51	10.90	Media	6.10	9.69	15.15
Auto Components	5.67	8.37	12.60	Entertainment	6.94	13.60	25.85	Metals and Mining	4.86	7.39	11.40
Automobiles	6.11	9.86	16.25	Equity Real Estate Investment Trusts	15.70	19.90	24.40	Multiline Retail	6.36	8.91	15.20
Beverages	8.32	11.30	16.33	Food and Staples Retailing	7.22	11.05	15.63	Oil, Gas and Consumable Fuels	3.98	6.86	11.10
Biotechnology	11.30	20.75	36.43	Food Products	6.38	9.93	15.50	Paper and Forest Products	5.50	7.78	11.83
Building Products	6.33	8.83	13.48	Gas Utilities	6.56	9.22	12.30	Personal Products	9.61	14.35	25.10
Capital Markets	6.39	10.50	17.90	Health Care Equipment and Supplies	10.68	16.15	27.23	Pharmaceuticals	8.68	13.20	21.30
Chemicals	6.11	9.27	15.70	Health Care Providers and Services	9.63	13.85	21.08	Professional Services	7.26	10.80	16.73
Commercial Services and Supplies	5.81	9.06	13.98	Health Care Technology	13.10	19.20	43.85	Real Estate Management and Development	9.22	15.80	23.60
Communications Equipment	7.95	12.45	24.70	Hotels, Restaurants and Leisure	6.84	10.15	13.98	Road and Rail	5.70	8.35	12.30
Construction and Engineering	4.57	8.12	13.40	Household Durables	6.25	9.63	16.10	Semiconductors and Semiconductor Equipment	5.87	9.78	15.90
Construction Materials	5.52	7.98	12.00	Household Products	6.41	10.90	16.95	Software	9.58	16.70	30.70
Consumer Finance	4.94	7.49	11.93	Independent Power and Renewable Electricity Producers	6.31	8.37	11.75	Specialty Retail	5.99	8.27	12.70
Containers and Packaging	5.60	7.81	12.00	Insurance	3.94	7.11	11.10	Technology Hardware, Storage and Peripherals	5.84	8.42	13.33
Distributors	6.08	10.30	17.80	Interactive Media and Services	8.01	14.90	25.80	Textiles, Apparel and Luxury Goods	5.75	8.60	14.00
Diversified Consumer Services	7.09	11.50	19.68	Internet and Direct Marketing Retail	8.87	14.90	29.25	Tobacco	8.06	12.60	20.15
Diversified Financial Services	5.45	9.96	17.50	IT Services	6.84	11.20	18.45	Trading Companies and Distributors	6.65	10.20	14.00
Diversified Telecommunication Services	4.55	7.15	11.88	Leisure Products	7.60	13.50	24.20	Transportation Infrastructure	5.45	8.90	13.10
Electric Utilities	5.02	7.04	9.76	Life Sciences Tools and Services	13.20	18.00	26.65	Water Utilities	7.26	10.80	13.68

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

Sum of the Parts分析
セブン＆アイ･ホールディングス



セグメント	国内コンビニ	海外コンビニ	スーパーストア	百貨店	金融	専門店	その他	現金等	有利子負債	総価値	時価総額
Multiples	6.0X-11.0X	6.0X-12.0X	6.0X-9.0X	8.0X-13.0X	7.5X-10.0X	8.0X-11.0X	6.0X-11.0X				
税引後営業利益	2,452	791	213	54	497	4	37				
減価償却費	665	814	270	97	303	60	23				
資本的支出	-1,291	-943	-360	-118	-330	-77	-36				

※Multiplesは2017年12月31日時点での数値をベースにしている。金融部門はセブン銀行の年度末時価総額にセブン＆アイ･ホールディングスの所有比率45.8%を乗じた数値、それ以外はEBITDA倍率で算出。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

価値算出シミュレーション

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

ファーストリテイリングの価値評価
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
2019年5月31日	直近	-0.092%
201806-201905	1年	0.043%
201406-201905	5年	0.146%
200906-201905	10年	0.567%
199906-201905	20年	1.021%
198906-201905	30年	2.071%
198607-201905	33年（最長）	2.357%

■市場リスクプレミアム

年月	期間	利率
201801-201903	直近	-6.7%
201701-201903	1年3カ月	6.1%
200901-201903	10年3カ月	9.4%
199901-201903	20年3カ月	5.6%
198901-201903	30年3カ月	0.6%
197901-201903	40年3カ月	3.8%
196901-201903	50年3カ月	5.8%
195901-201903	60年3カ月	6.4%
195501-201903	64年3カ月	7.5%
195201-201903	67年3カ月（最長）	8.7%

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

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

ファーストリテイリングの価値評価
論点

※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？

	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%	10.47%	10.50%	10.75%	11.00%	11.25%	11.50%	11.75%	12.00%
0.00%	52,201	45,467	40,285	36,184	34,557	34,441	33,634	32,866	32,135	31,437	30,770	30,134
0.25%	53,263	46,205	40,815	36,574	34,898	34,780	33,950	33,161	32,409	31,694	31,011	30,359
0.50%	54,407	46,992	41,375	36,986	35,257	35,135	34,280	33,469	32,697	31,963	31,262	30,595
0.75%	55,643	47,834	41,970	37,419	35,634	35,508	34,627	33,792	32,998	32,244	31,525	30,841
1.00%	56,982	48,735	42,603	37,876	36,031	35,901	34,992	34,131	33,314	32,538	31,800	31,097
1.25%	58,438	49,703	43,275	38,360	36,450	36,315	35,376	34,488	33,646	32,847	32,088	31,366
1.50%	60,025	50,746	43,993	38,872	36,891	36,752	35,781	34,864	33,995	33,172	32,391	31,648
1.75%	61,764	51,872	44,760	39,415	37,359	37,214	36,209	35,259	34,362	33,513	32,708	31,944
2.00%	63,677	53,092	45,583	39,992	37,854	37,703	36,660	35,677	34,749	33,872	33,041	32,254

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

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ヨリ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、グローバル市場でヨリ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？

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved

M&Aバリュエーションにあたっての留意点

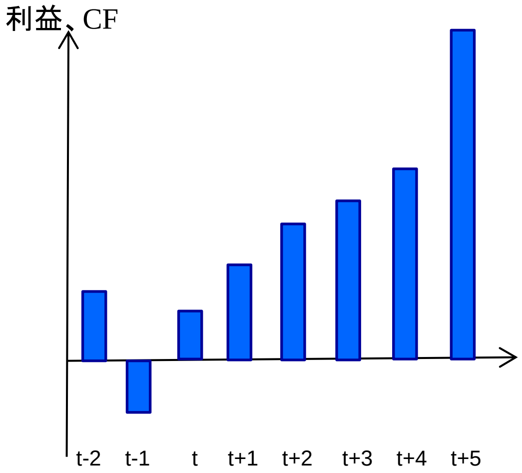
HITOTSUBASHI

売り手

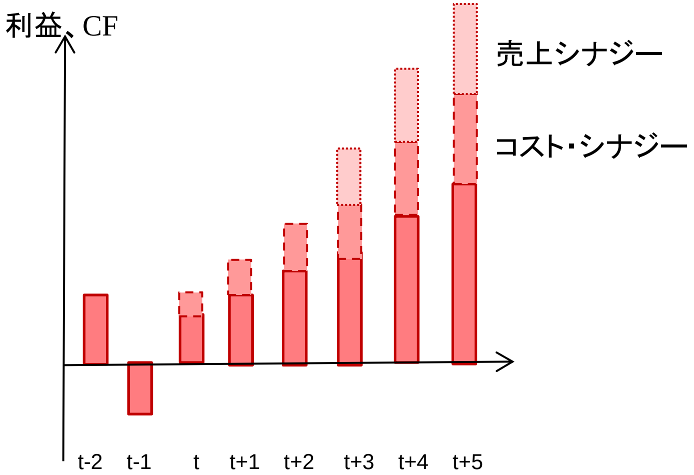
- ✓ 高く売りたい。
- ✓ いくらで売りたい。
- ✓ いつまでに売りたい。

買い手

- ✓ 安く買いたい。
- ✓ いくらまでなら出せる。
- ✓ いつまでに買いたい。



交渉



- ✓ 事業計画の最後の見積りは過大に計上？
- ✓ 売却前に駆け込み販売、過剰生産を通じて固定費を削減、利益を過大に計上？
- ✓ 市場リスク・プレミアムを低めに設定？
- ✓ 無リスク利子率を低めに設定？
- ✓ 永久成長率を低めに設定？

- ✓ 事業計画は保守的に見積もる傾向？
- ✓ 買い手にもさまざまな立場がある
  - 中期経営計画の最終年度？
  - M&A枠・期限の有無？
  - 競争ポジション？
- ✓ PMIは誰の責任で実施？
- ✓ 経営トップと担当者の関係性？
- ✓ アドバイザーの姿勢？
- ✓ ウォークアウェイ・プライス？　代替案（BATNA）？

相手を知り、CFの予測期間とトレンド、永続価値、基礎率を適切に設定する。

Copyright (C).2019 Tetsuyuki Kagaya　All Rights Reserved