

# 企業価値評価

Creating for values of firms

2019年9月22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

# HFLP B カリキュラム

※学術セ・特: 学術総合センター1階特別会議室、フォーリッジ: セミナーハウスフォーリッジ(世田谷区)、トラストシティ: トラストシティカンファレンス丸の内、クロス府中: クロスウェーブ府中、国立・マーキュ: 一橋大学国立東キャンパス・マーキュリータワー、佐野: 一橋大学佐野書院

回	日程	時間	テーマ	場所	回	日程	時間	テーマ	場所
1	8/23(金)	18-21時	ガイダンス・懇親会	学術セ・特	6	11/22(金)	18-21時	コーポレートファイナンス	学術セ・特
	8/24(土)	9-12時	企業価値経営論 I	フォーリッジ		11/23(土)	9-12時	Tax Planning	フォーリッジ
	8/24(土)	13-16時	企業価値経営論 II	フォーリッジ		11/23(土)	13-16時	CEO/CFO Lecture	フォーリッジ
	8/24(土)	16-17時	Workshopガイダンス	フォーリッジ		11/23(土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ
a	9/7(土)	9:30-16:30	Follow upセッション(会計)	フォーリッジ	7	12/21(土)	9:30-18:15	M&A II/CEO/CFO Lecture	クロス/佐野
2	9/13(金)	18-21時	ファンダメンタル分析 I	学術セ・特		12/22(日)	9-12時	CEO/CFO Lecture	一橋・マキ
	9/14(土)	9-12時	ファンダメンタル分析 I	フォーリッジ	8	1/24(金)	18-21時	デジタル活用と価値創造	トラストシティ
	9/14(土)	13-16時	ファンダメンタル分析 I	フォーリッジ		1/25(土)	9-12時	交渉論	フォーリッジ
	9/14(土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ		1/25(土)	13-16時	CEO/CFO Lecture	フォーリッジ
b	9/22(日)	9:30-16:30	Follow upセッション(企業価値評価)	フォーリッジ		1/25(土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ
3	9/28(土)	9-18時	ファンダメンタル分析 II 証券市場をめぐる潮流 アナリストによる企業評価	フォーリッジ	9	2/14(金)	18-21時	リスク管理	学術セ・特
	9/29(日)	9-12時	CEO/CFO Lecture	フォーリッジ		2/15(土)	9-12時	戦略的IR	学術セ・特
4	10/11(金)	18-21時	国際金融・為替リスク管理	学術セ・特		2/15(土)	13-16時	ESGエンゲージメント	学術セ・特
	10/12(土)	9-12時	M&A I	フォーリッジ		2/15(土)	16-18時	Workshop(予備)	学術セ・特
	10/12(土)	13-16時	M&A I	フォーリッジ	10	2/28(金)	18-21時	CEO/CFO Lecture	学術セ・特
	10/12(土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ		2/29(土)	9-12時	投資家との対話	フォーリッジ
5	11/1(金)	18-21時	経営戦略論	学術セ・特		2/29(土)	13-16時	投資家との対話	フォーリッジ
	11/2(土)	9-12時	マーケティング	フォーリッジ		2/29(土)	16-18時	Workshop	フォーリッジ
	11/2(土)	13-16時	格付け評価	フォーリッジ	11	3/19(木)	18-21時	CEO/CFO Lecture	学術・特
	11/2(土)	16-18時	Workshop(予備)	フォーリッジ		3/20(金)	9-18時	総括 ※終了後、懇親会を予定(20時迄)。	フォーリッジ

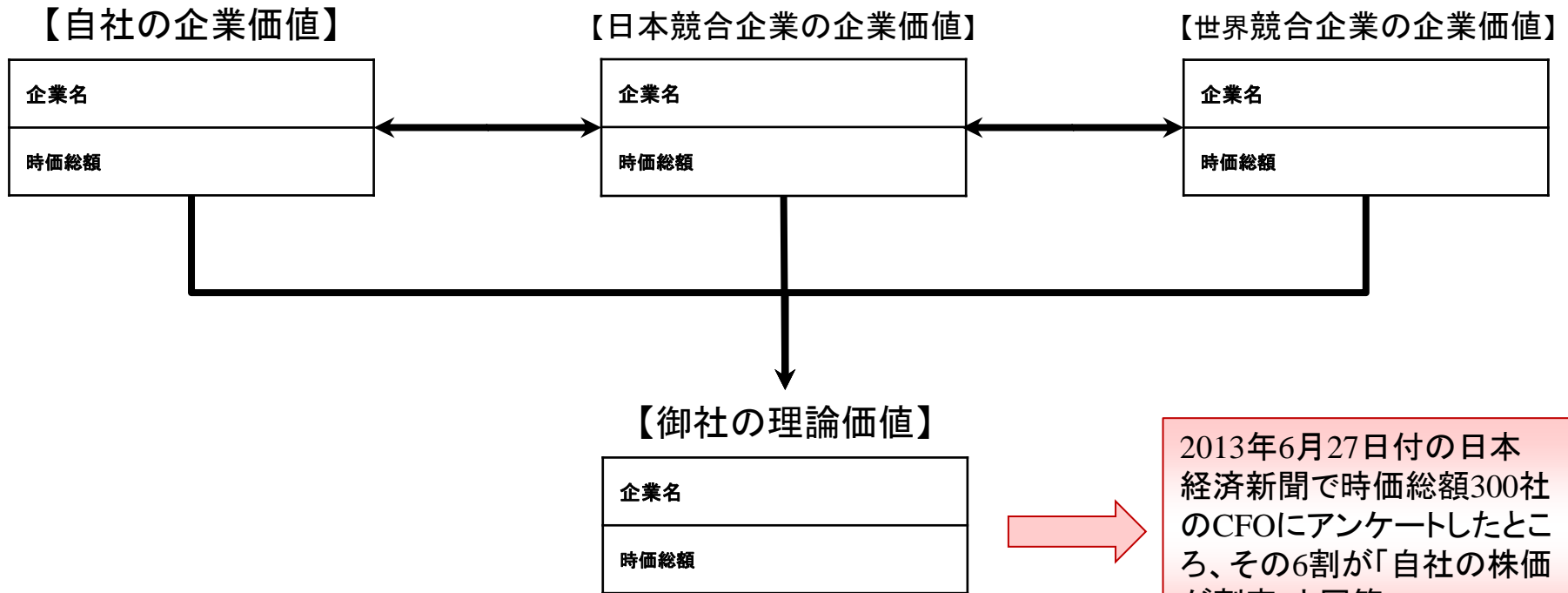
# あなたが想起するエクセレント・カンパニーとは？

---

## 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	189,434	Volkswagen	92,138	産業 conglomerate	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・サービス	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	商業サービス・サプライ	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グ	66,466	Home Depot	246,641	メディア	電通	10,599	Walt Disney	270,874
プロフェッショナル・サービス	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・ロジスティクス	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
テクノロジー関連品	キャノン販売	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・再生エネルギー	電源開発	4,481	China Yangtze Power	61,808
ホテル・レストラン・レジャー	オリエンタルランド	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	日本空港サービス	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	バルタック	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	多角化消費者サービス	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・ガス・消費可能燃料	JXTG HD	17,644	Exxon Mobil	349,470	容器・パッケージ	東洋製罐G	4,134	International Paper	18,553
ヘルスケア装置・サプライ	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					

# 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	ソフトバンク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	ヘルスケアサプライ	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グ	66,466	Industria de Diseño Textil, S.A.	101,012	その他金融サービス	オリックス	20,582	FirstRand	29,339
人材・雇用サービス	リクルートHD	60,049	Randstad NV	10,858	産業コングロマリット	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	ハイパーマーケット	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



# 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	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	5,451	Visa	408,800
建設・エンジニア	大成建設	8,468	VINCI	61,258	環境・ファシリティサービス	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・ロジスティクス	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
アプリケーションソフトウェア	ライン	7,200	SAP	176,355	オフィスサービス・サブライ	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	アパレル・宝石・奢侈品	ゴールドウイン	3,056	LVMH	231,053
コンピューター電機小売	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	専門店	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	多角化サポートサービス	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・コンサルサービス	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

# 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？

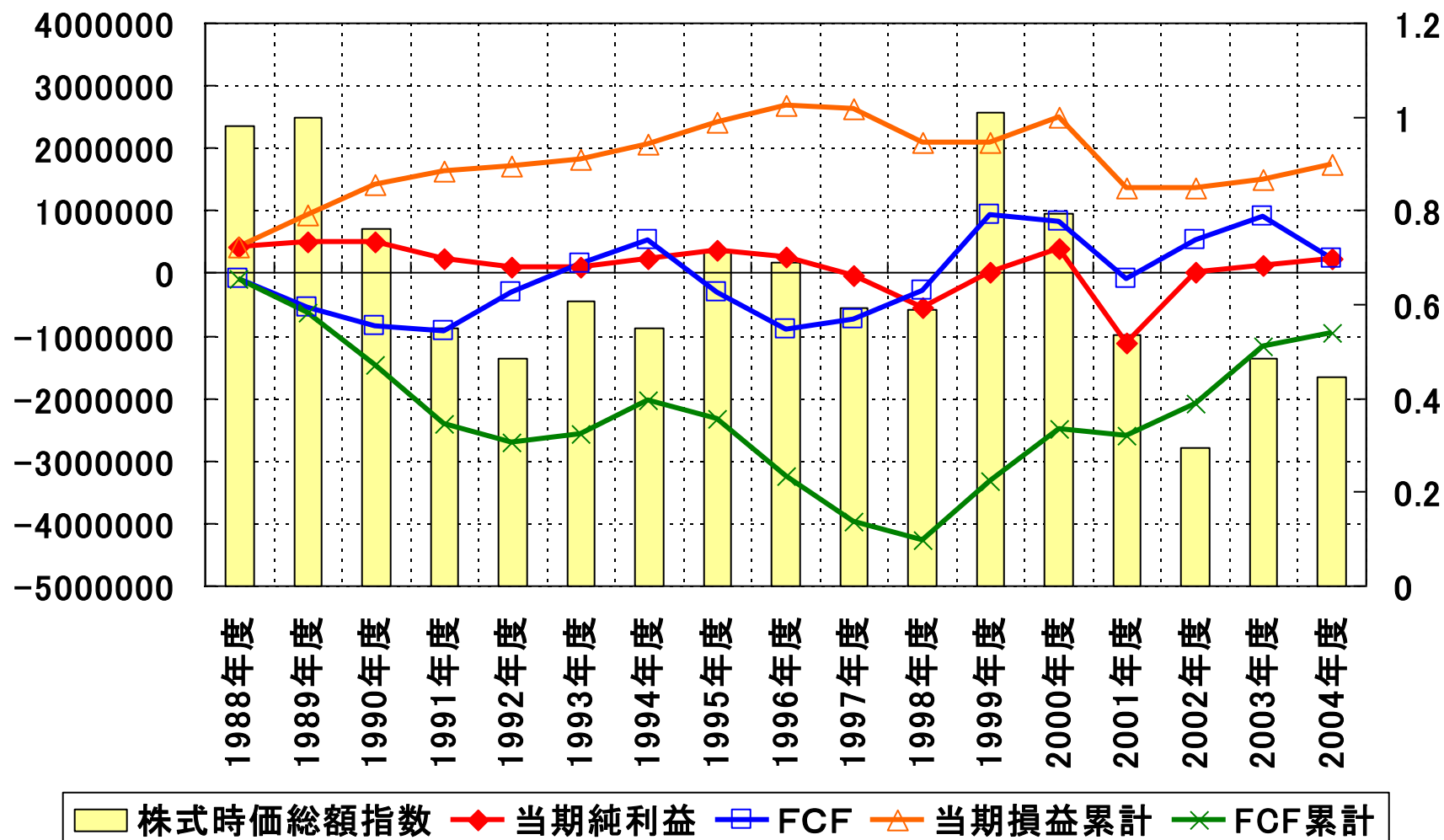
- － 選択肢1 現在の投資活動からのキャッシュ・フローをそのまま活用する
- － 選択肢2 現在の投資活動からのキャッシュ・フローから余剰金融資産の運用については除く。

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

# 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

- 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
- 2 現金で分配可能な利益
- 3 過去のトレンドから大きく変動しない利益
- 4 会社の将来の利益のトレンド指標となる利益
- 5 会社の基幹的事業に関わる利益
- 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
- 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
- 8 財務活動ではなく、本業から生じた利益
- 9 国内の事業から生まれた利益
- 10 理解しやすい利益

## 質の低い利益の特徴

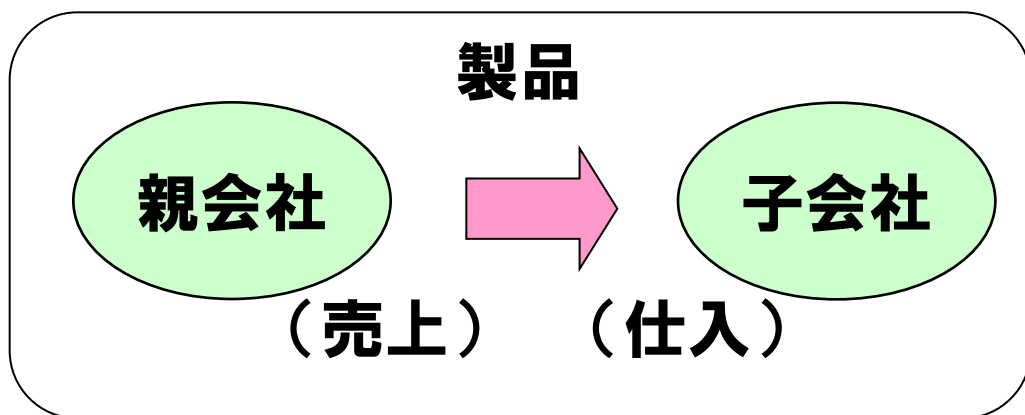
- 1 工事進行基準のような緩やかな会計原則によって決定された利益
- 2 現金で分配しえない未実現利益を含む利益
- 3 変動性の高い利益
- 4 会社の将来の指標とならない利益
- 5 会社の基幹的活動以外から生じる非反復的利益
- 6 将来についての楽観的な見方に基づく非現実的利益
- 7 利益を実現可能性のある資産を過大表示したBSを軸に算出している利益
- 8 主に巧妙な財務取引で生じた利益
- 9 海外の事業から生まれた利益
- 10 会計学の博士号取得者しか理解できないような脚注つき利益

(出所) Hawkins et al(1978),p.124.

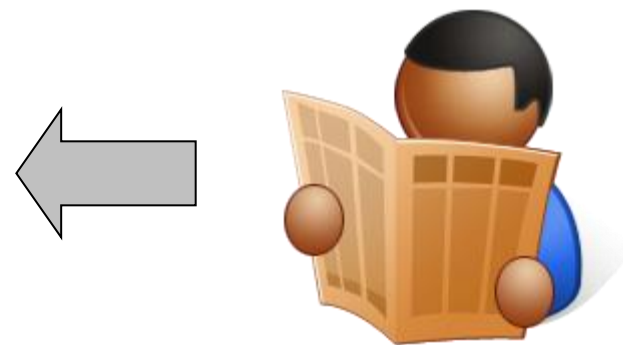
# 連結会計

# 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。

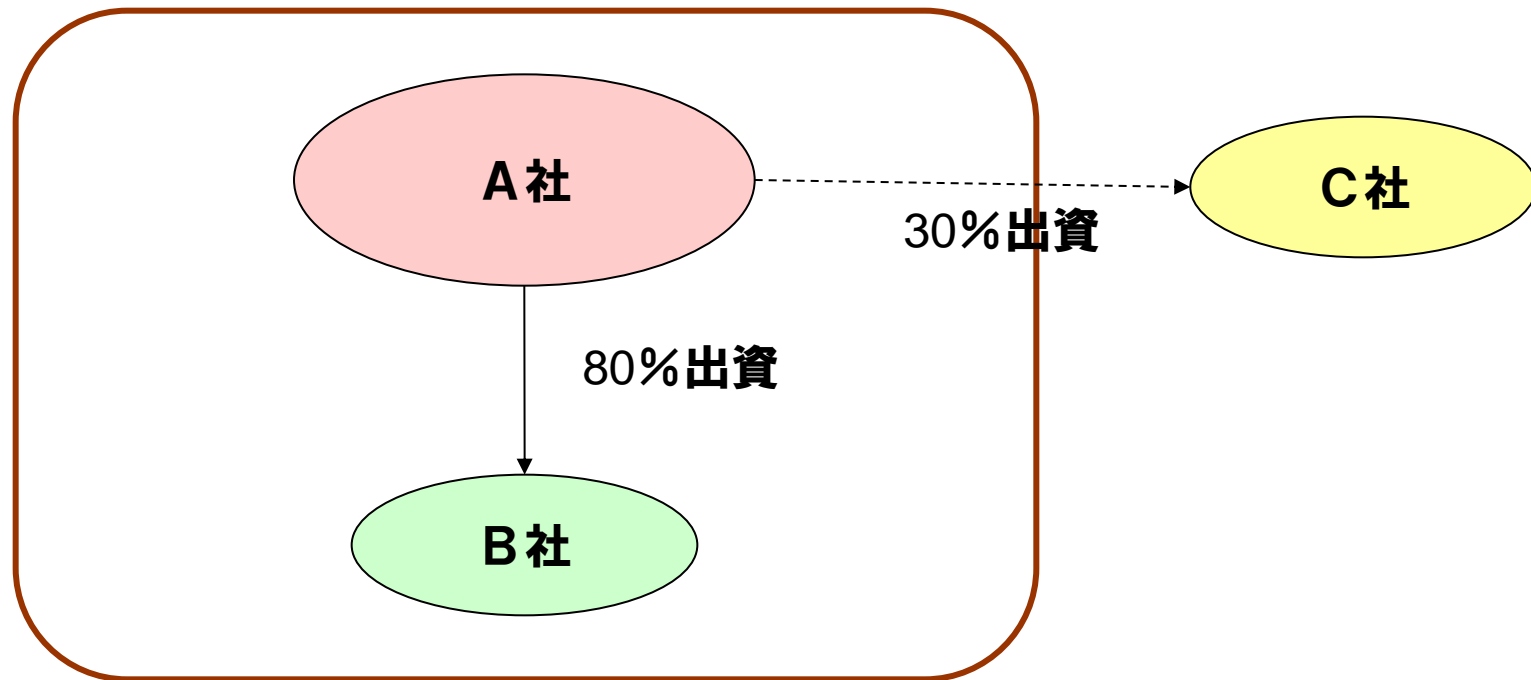
のれん（連結調整勘定）、のれん償却費

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】

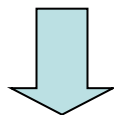
親会社の子会社株式勘定と子会社の資本（純資産）勘定にズレが生じない場合

## 【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		資産 120	負債 70
	資本 80			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

非支配株主持分損益 —4

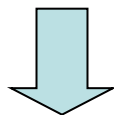
当期純利益 56

# 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
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。

# 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>

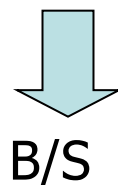
持分法による投資損益 ±6

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		資産 120	負債 70
	資本 80			資本 50

ただし、純利益=20



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**

# 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

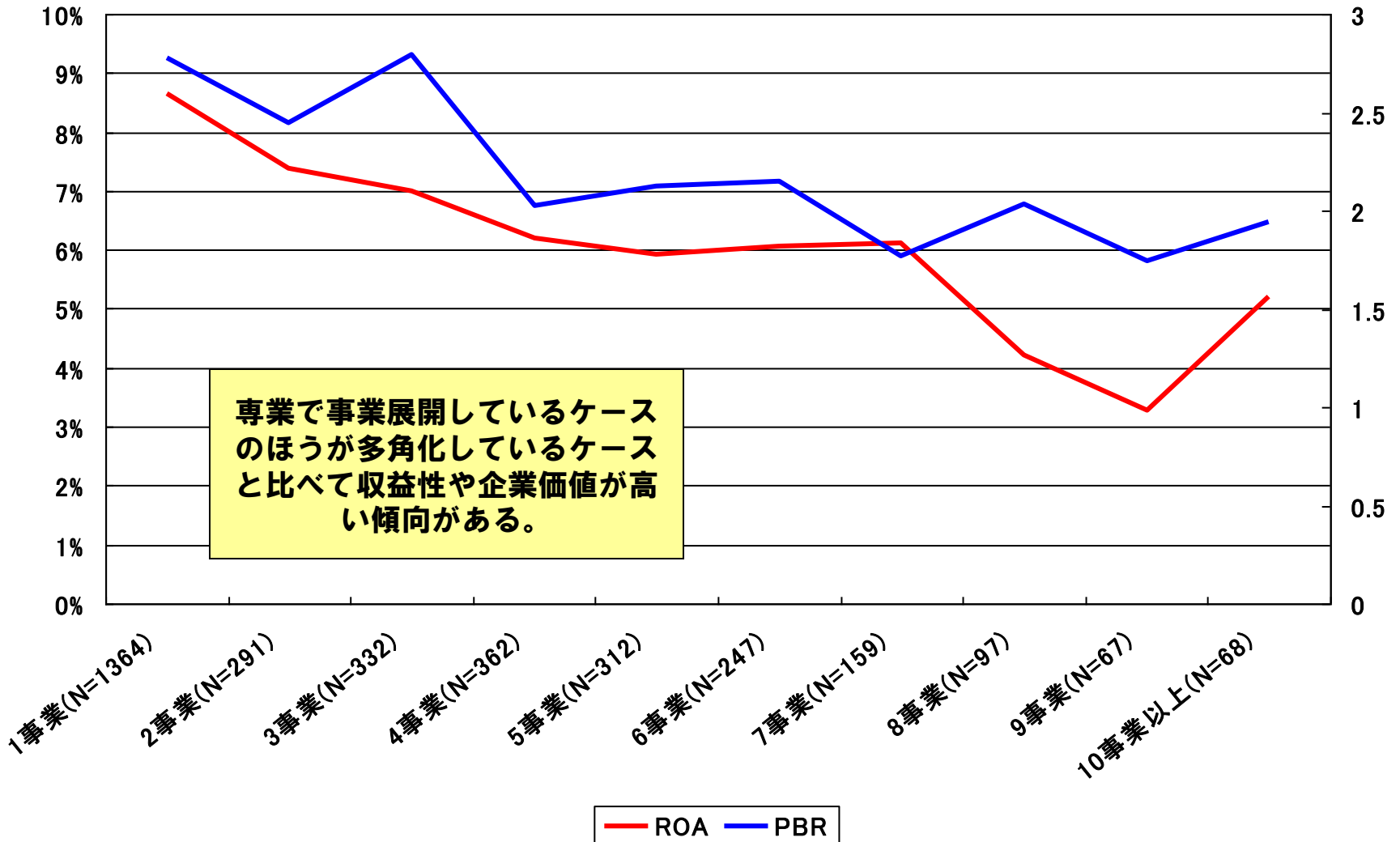
## ➤ 配当政策を評価する

- ✓ 連結配当政策

- ✓ グループ経営と配当政策

# 多角化展開と収益性

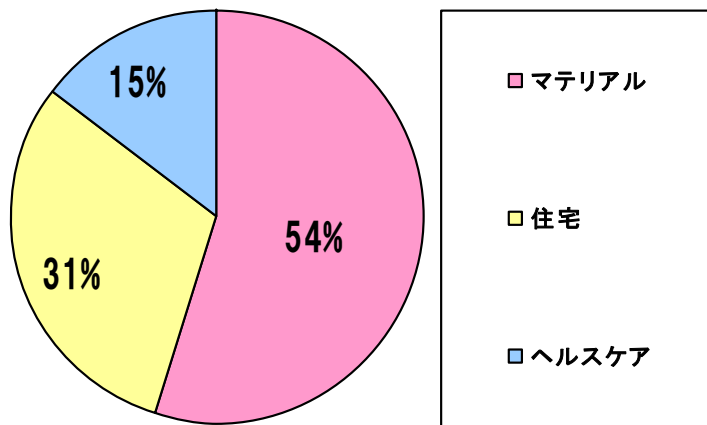
✓事業の多角化度と収益性の関連性は？



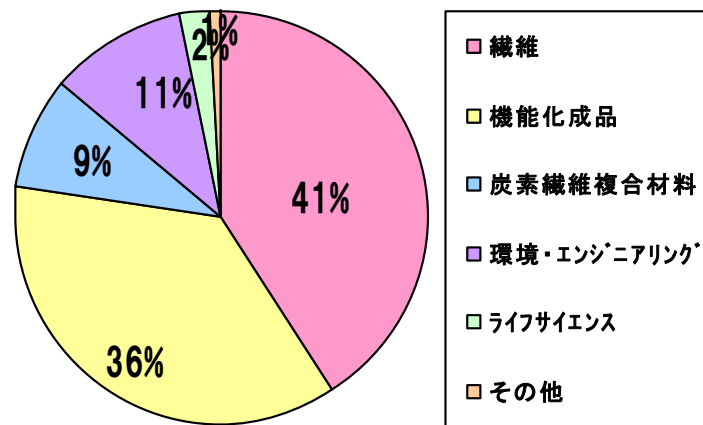
# セグメント情報 旭化成 vs. 東レ

## 事業別セグメント比較(2019年3月期)

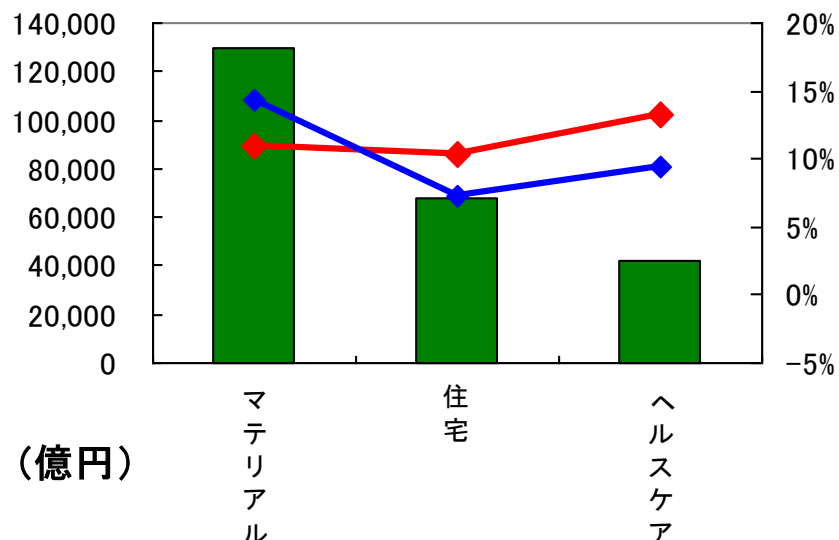
### ◆旭化成 売上高構成



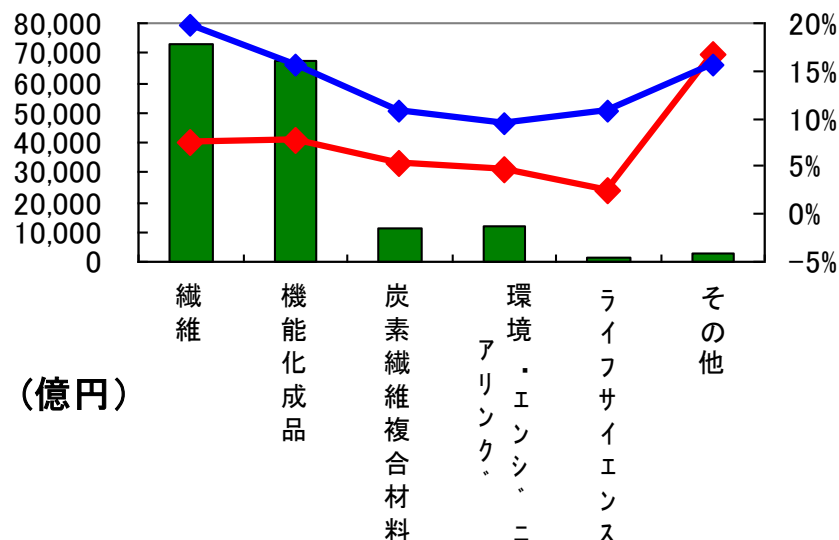
### ◆東レ 売上高構成



### ◆旭化成 利益構成と利益率



### ◆東レ 利益構成と利益率

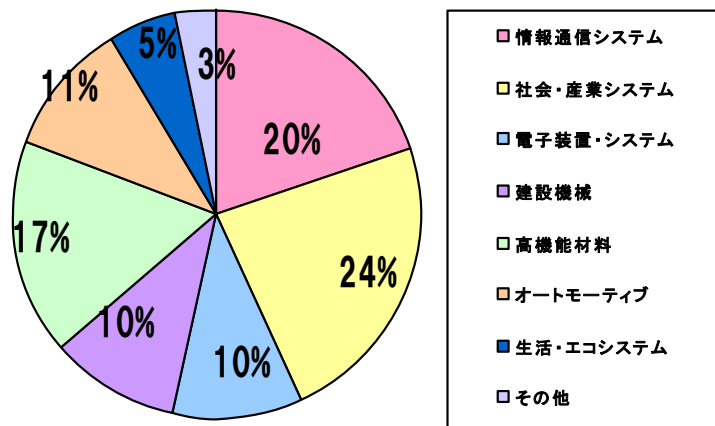




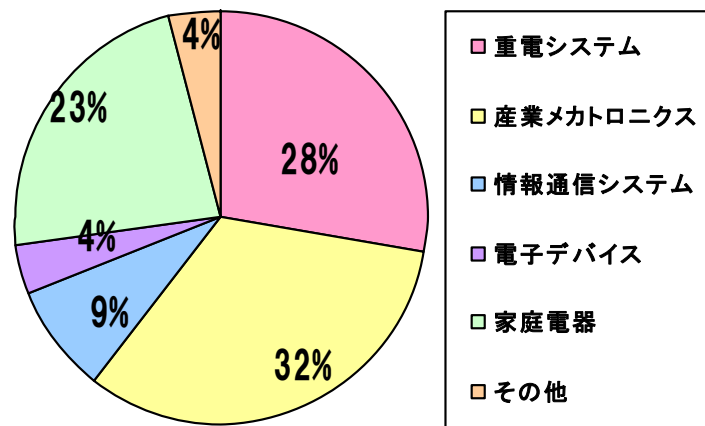
# セグメント情報 日立製作所 vs. 三菱電機

## 事業別セグメント比較(2018年3月期)

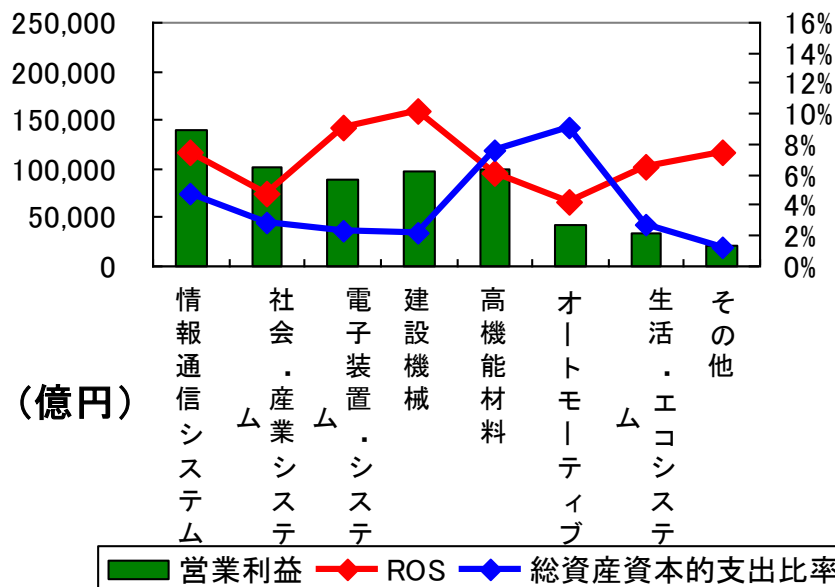
### ◆日立製作所 売上高構成



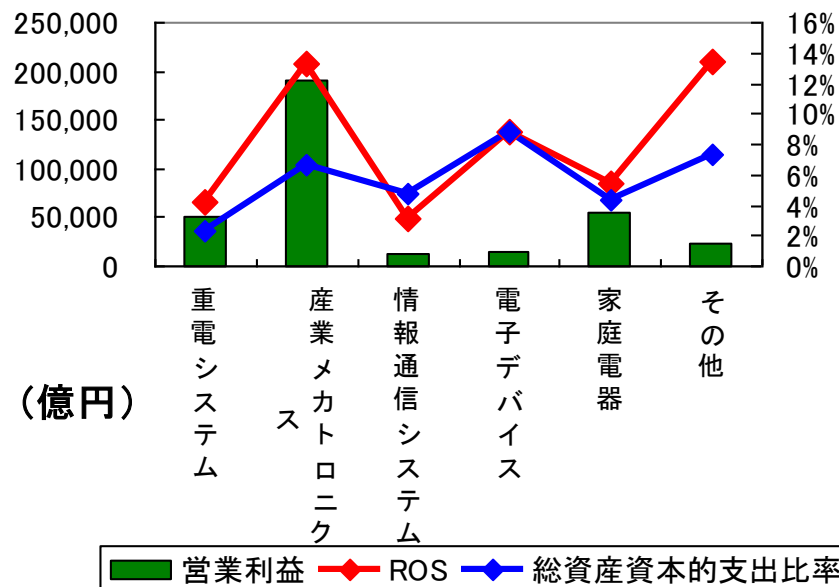
### ◆三菱電機 売上高構成



### ◆日立製作所 利益構成と利益率



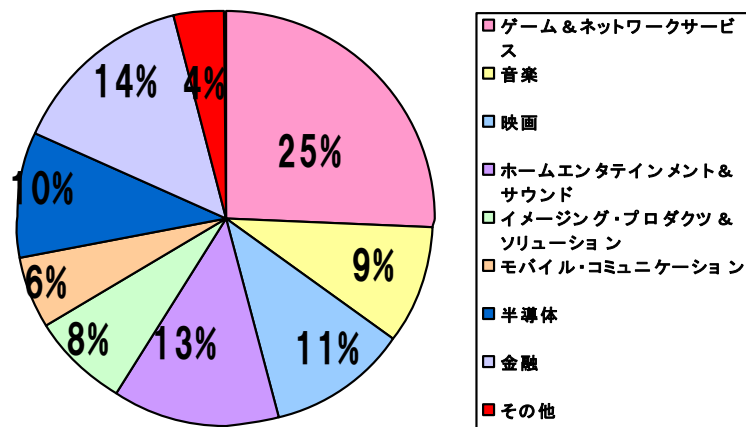
### ◆三菱電機 利益構成と利益率



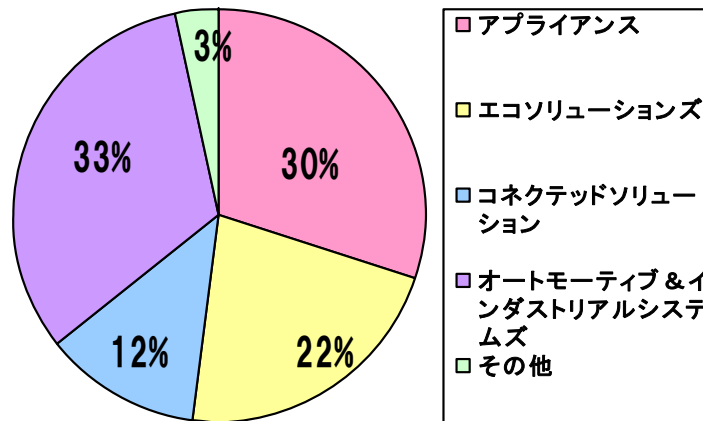
# セグメント情報 ソニー vs. パナソニック

## 事業別セグメント比較(2019年3月期)

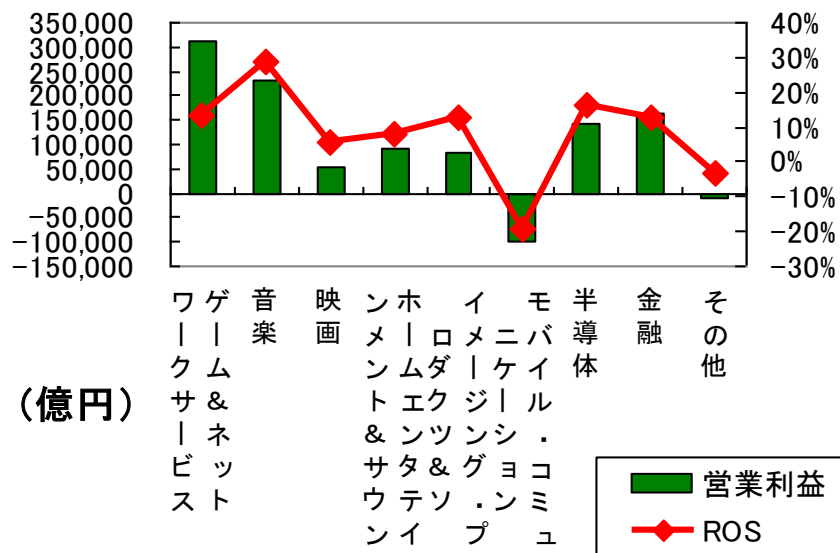
### ◆ソニー 売上高構成



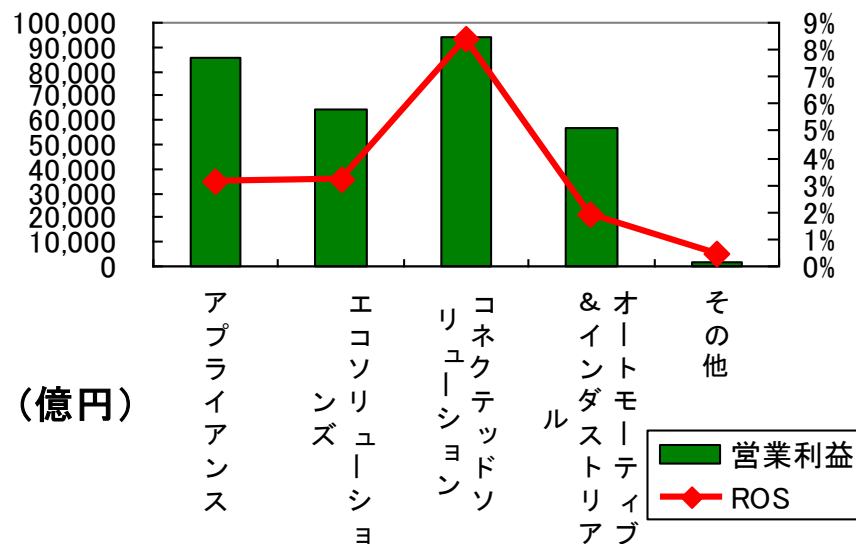
### ◆パナソニック 売上高構成



### ◆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

=

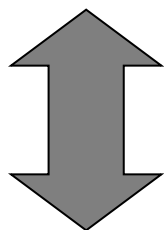
**保有株式**

24,192円/株

-

**純負債**

4,232円/株



**株価**

10,250円/株

**保有株式 価値額/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

発行済株式総数

10.54億株 ※日経ヴェリタス2019年6月23日 11面

総額

25.5兆円

純負債 = SBGの純有利子負債

SBGの純有利子負債 SBGの純有利子負債 SBGの純有利子負債

上場会社負債総額

の払戻金

・クレジット

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

・リース

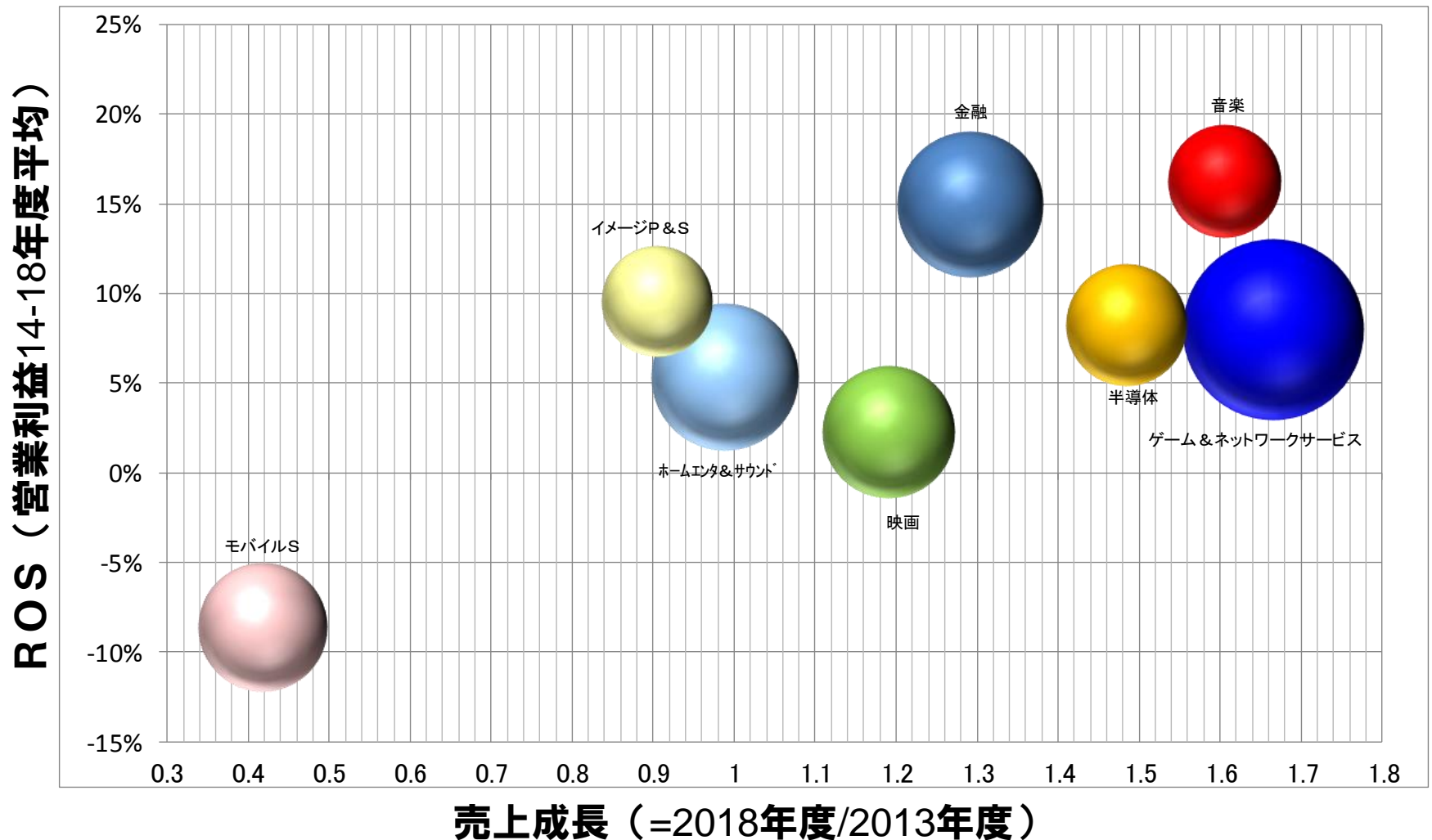
・リース

・リース

・リース

タコソールの支払い  
 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。

### ◆ソニー 事業別セグメント情報

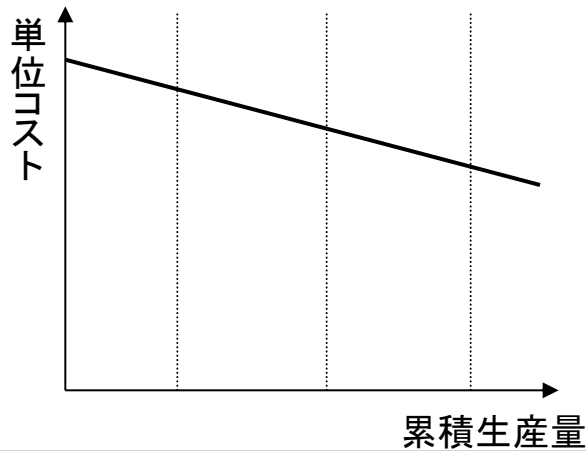


※円の大きさは2014-18年度平均売上規模

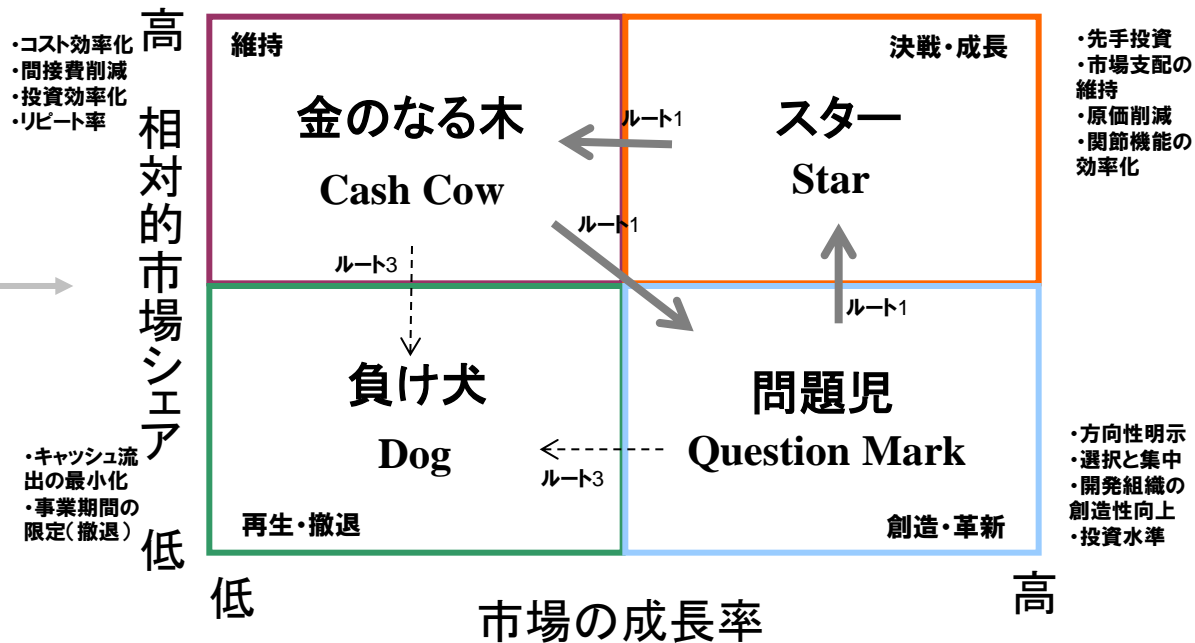
# 事業戦略と利益数値の関連性

## Strategy (戦略) ポジショニング・アプローチ BCGのPPM

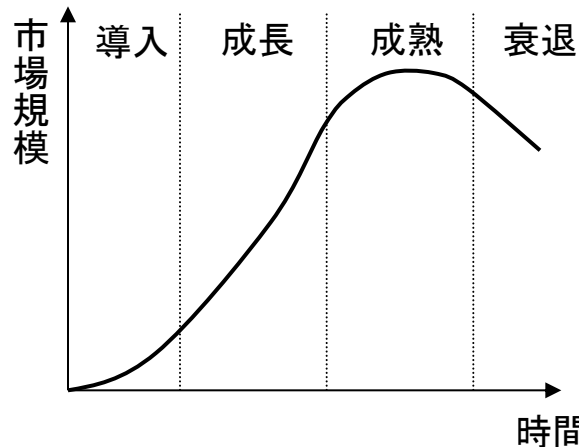
### ▼ 経験曲線



### ▼ Product Portfolio Management(PPM)→BCG



### ▼ 製品ライフサイクル



「企業はどのビジネスで儲け、どのビジネスにお金をはらうとしているのか」

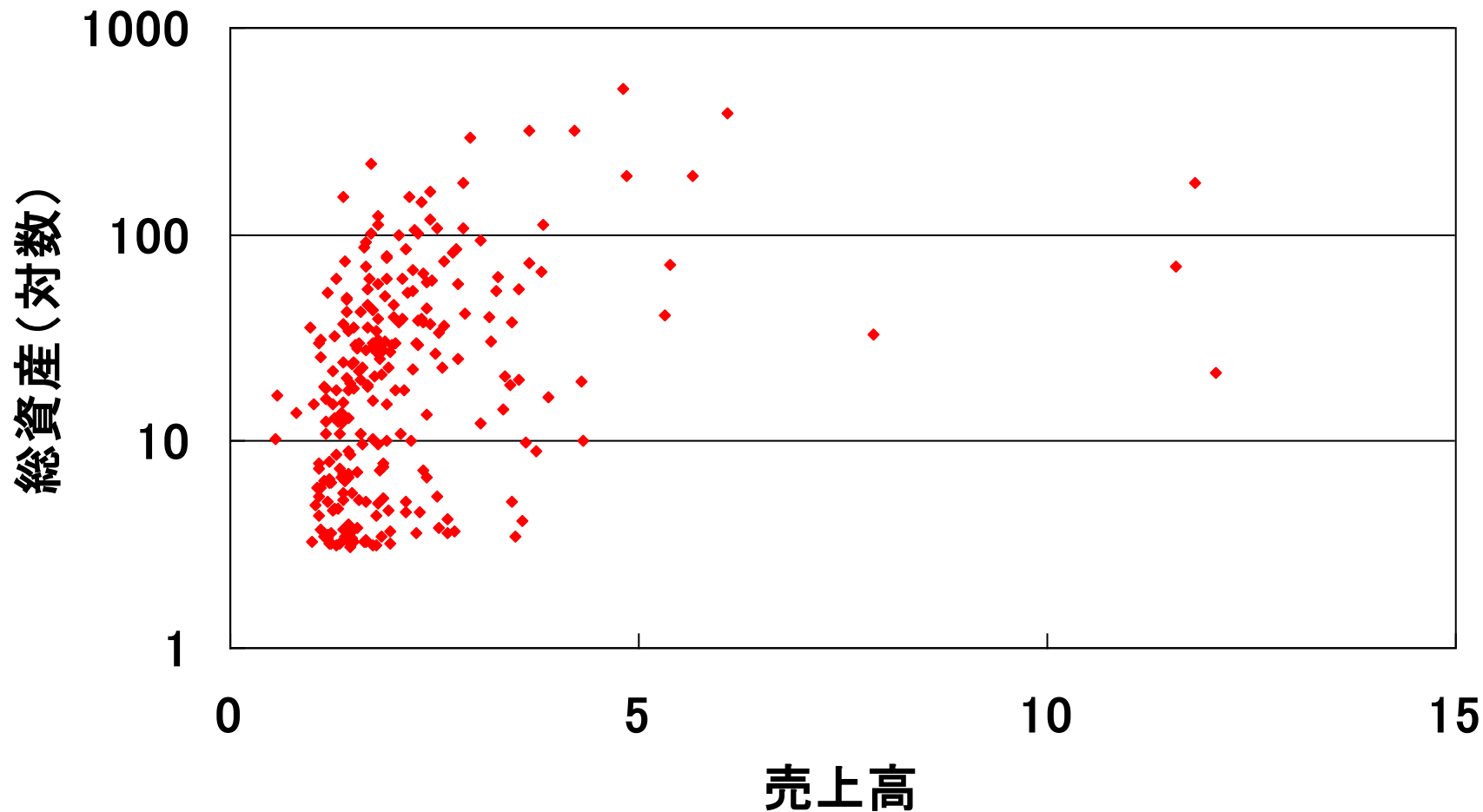
「企業の成長戦略をどのように描くのか」

→長期的な視点からルート1orルート3を整理。

(出典)三枝匡『ザ・会社改造』(日本経済新聞出版社)、2016年

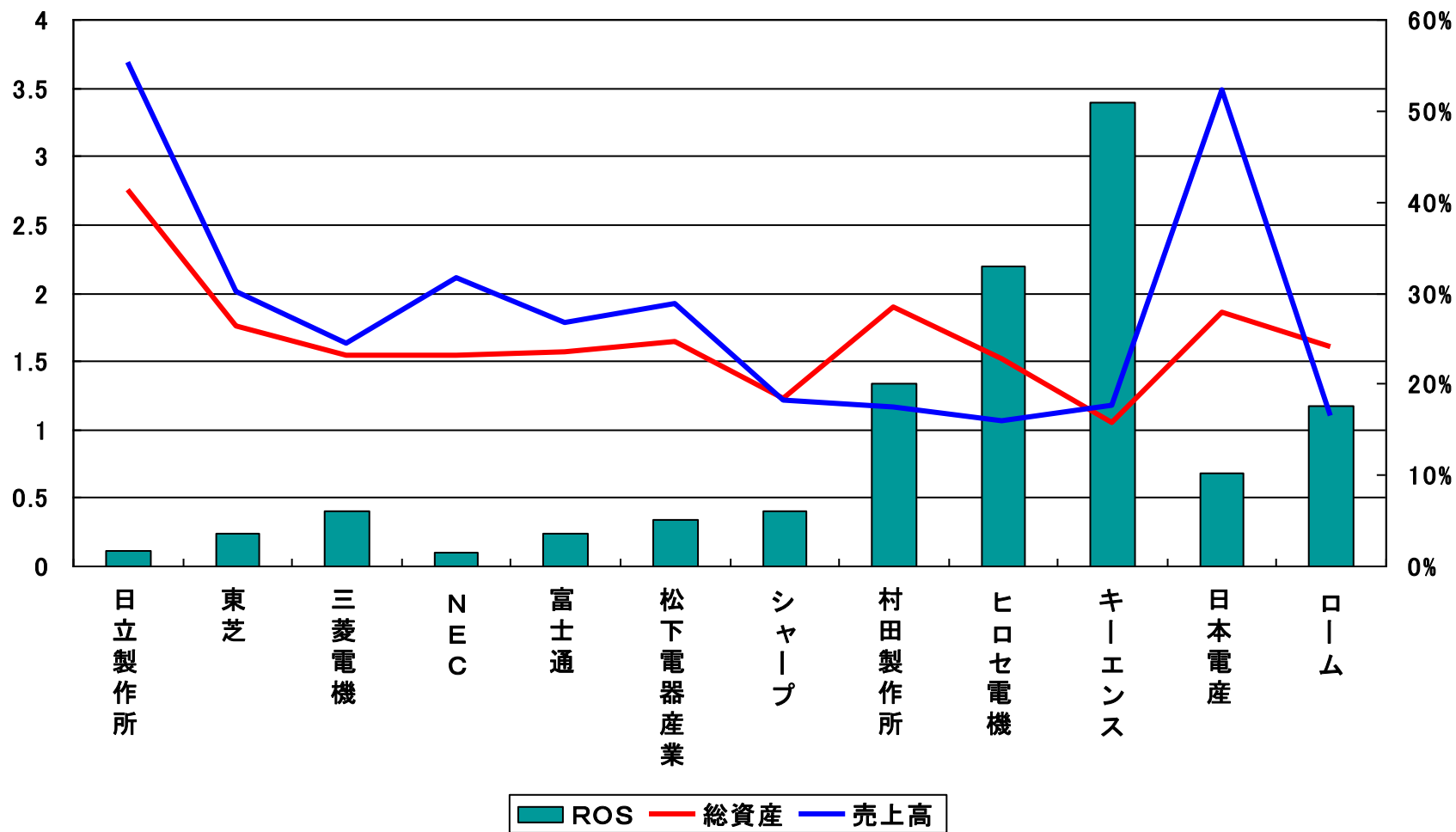
# 連単倍率ランキング

✓ 連単倍率(総資産)上位255社をプロットすると...

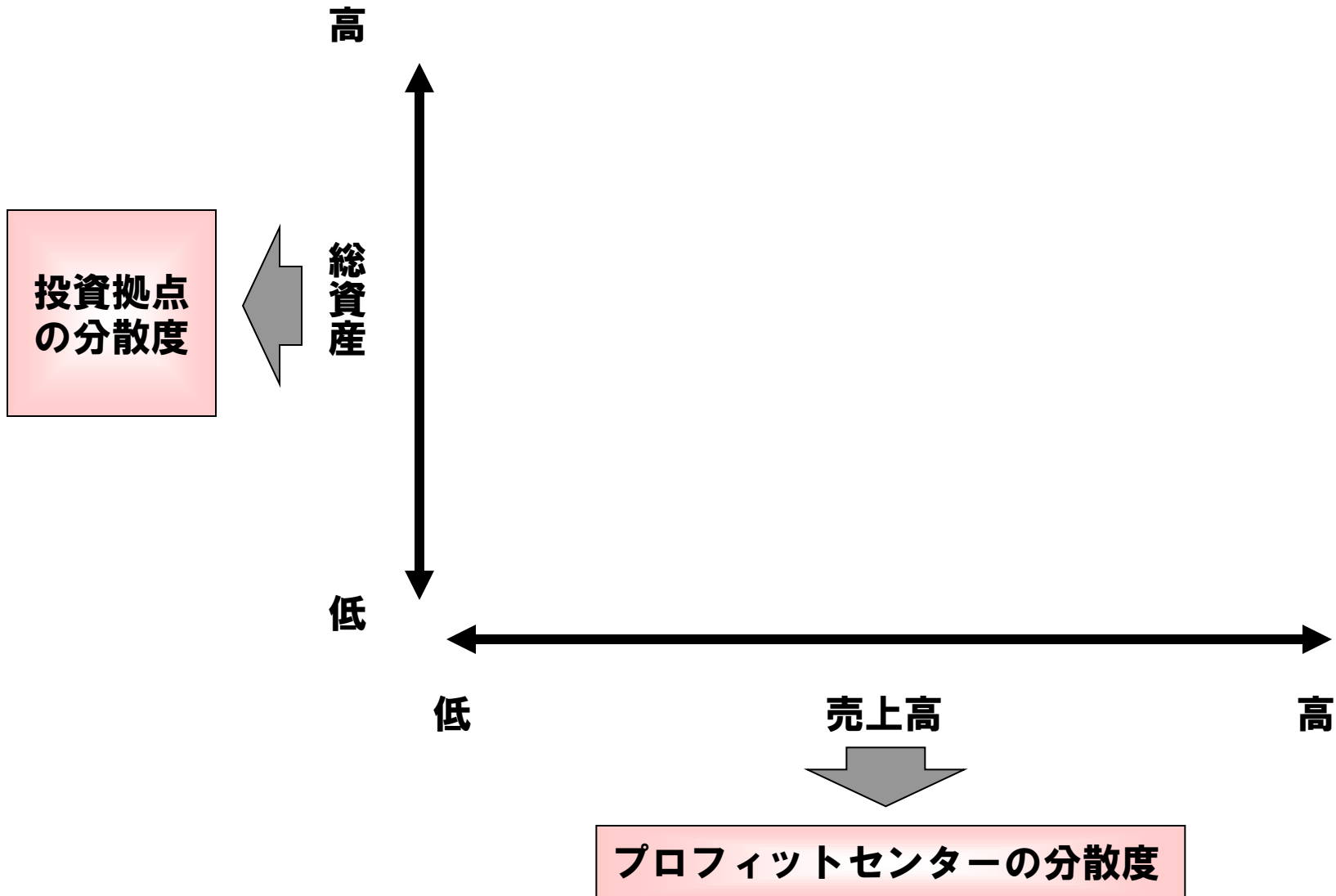


# エレクトロニクス業界 連単倍率と収益性

✓ 連単倍率から何を読み取ることができるか？



# 連単倍率と事業展開



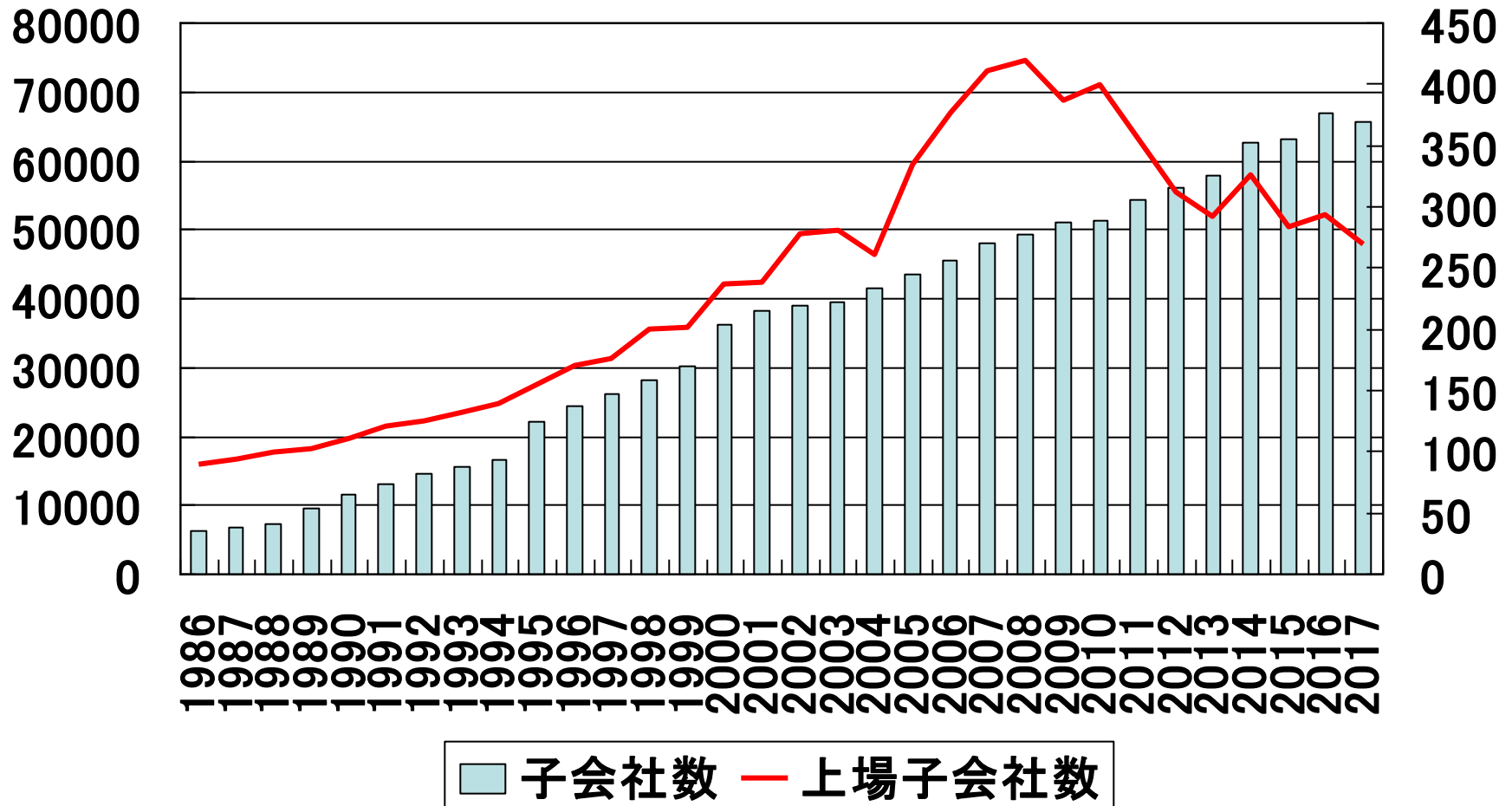


# 連結数値の活用シナリオ

---

- 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

# 上場子会社数の推移



# 親子上場のメリット、デメリット

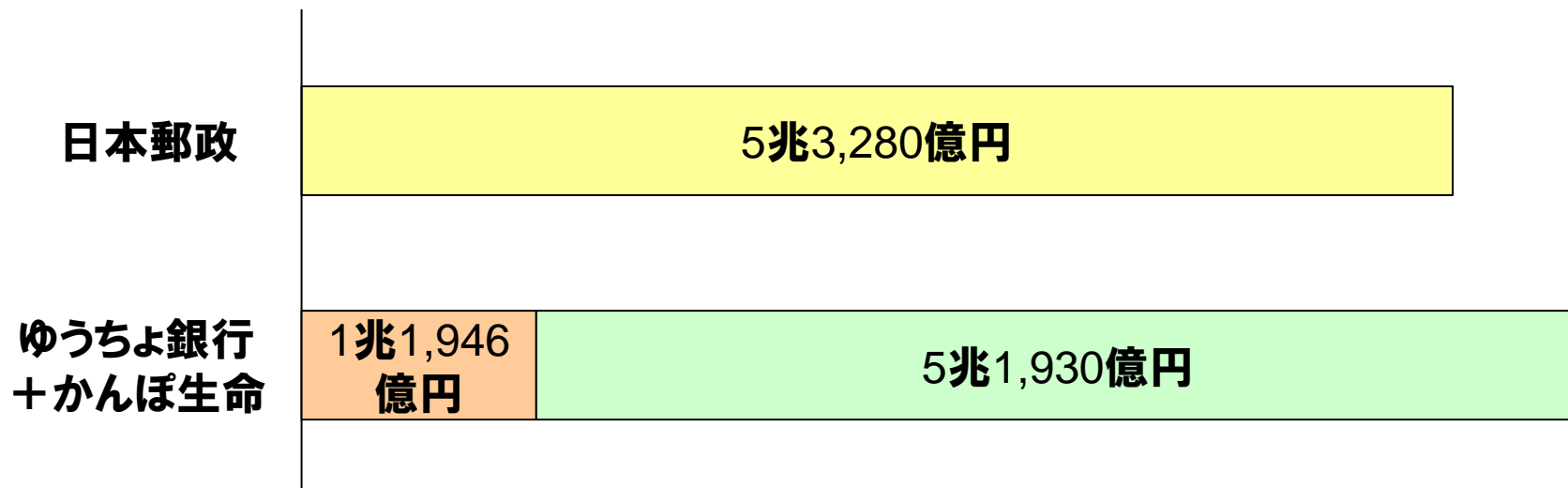
	メリット	デメリット
親会社	<ul style="list-style-type: none"><li>・子会社株式売却による資金調達、売却益</li><li>・子会社価値の顕在化</li><li>・経営権の維持</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・子会社のキャッシュ・フローを自由に使えない。</li><li>・非支配株主利益が差し引かれ連結純利益が減少</li><li>・支配力が弱まり、一体性の低下</li></ul>
子会社	<ul style="list-style-type: none"><li>・資金調達力、信用力の向上</li><li>・知名度向上による人材確保</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>・非支配株主との利益相反</li><li>・開示義務などに伴う事務負担</li><li>・株式を買い集められるリスク</li></ul>

(出所) 日本経済新聞 2006年10月6日

# 郵政3社上場の意義

✓ 日本郵政(親会社)とその子会社であるゆうちょ銀行、かんぽ生命保険は2015年11月に東証一部市場に上場。なぜ親会社のみではなく、ゆうちょ銀行やかんぽ生命保険も上場したのか？

2016年3月期の日本郵政の売上高は14.7兆円、経常利益は9,662億円、ゆうちょ銀行は売上高1.9兆円、経常利益は4,820億円、かんぽ生命は売上高9.6兆円、経常利益4,115億円、日本郵便は2.3兆円、経常利益は375億円(子会社はセグメント情報をベースに算出)。日本郵政はゆうちょ銀行とかんぽ生命の89%株式保有。



# 日立製作所 川村(当時)社長の思い

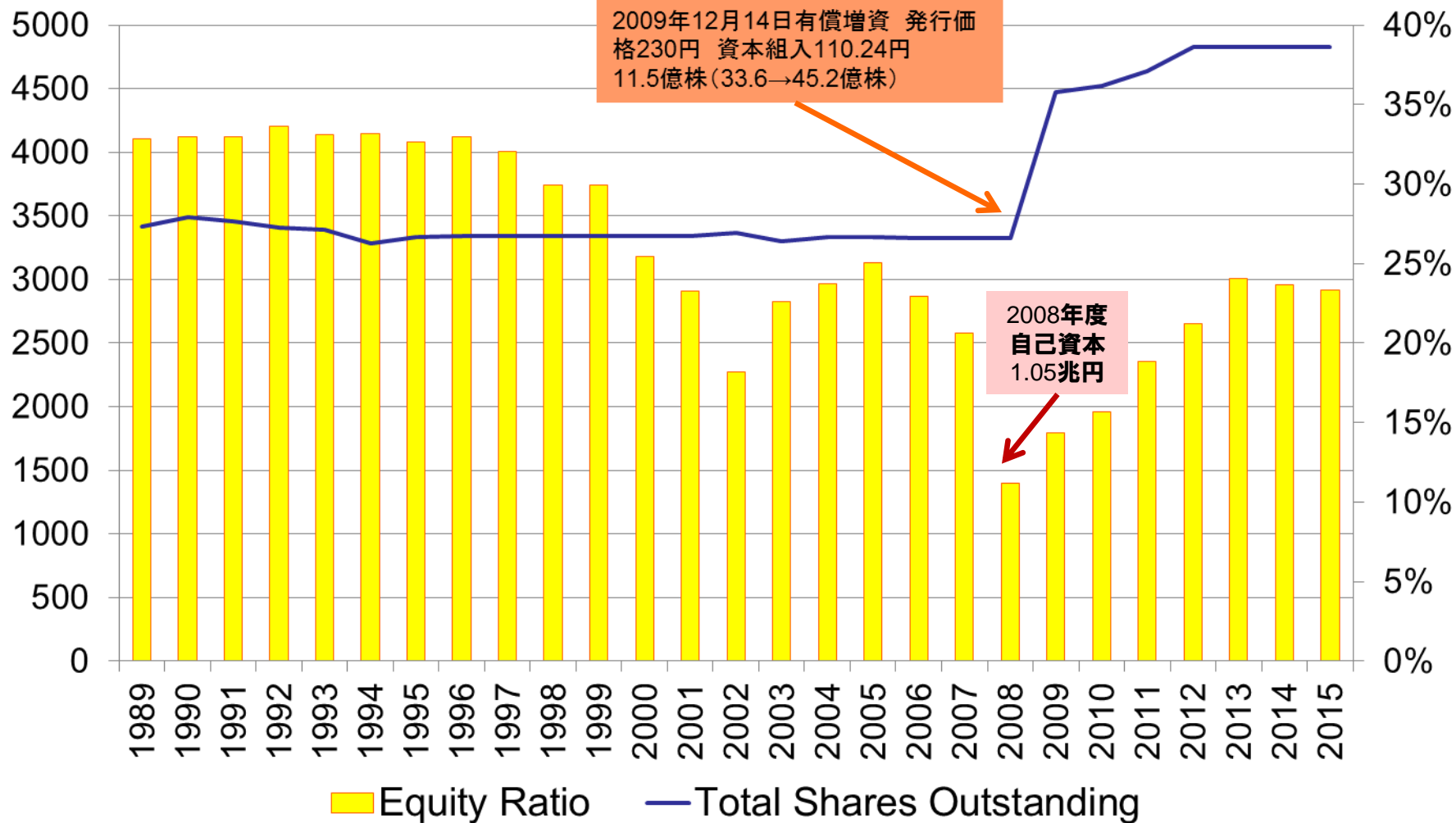
株価227円。その数値を見た時の衝撃は忘れられません。私は思わず頭を抱えそうになりました。かつては2040円だったこともある日立の株価が大まかに言えば10分の1の価値になってしまった。「まずいな。判断が甘かったか」

自己資本比率が低い企業は体力がないとみなされるので、鉄道や発電所などの大きな製品を買おうとする顧客がなくなります。そうなればますます業績が悪化するという悪循環にはまってしまいます。なんとか財務基盤を改善するしかありません。

日立の株主は、約35%が外国人株主。そこで経営陣と財務担当者などでいくつかチームをつくり、アメリカやヨーロッパ、アジアを手分けして回ることになりました。北米の東海岸を10日間かけて飛び回った。あの10日間ほどつらい体験は、なかなかできるものではありません。

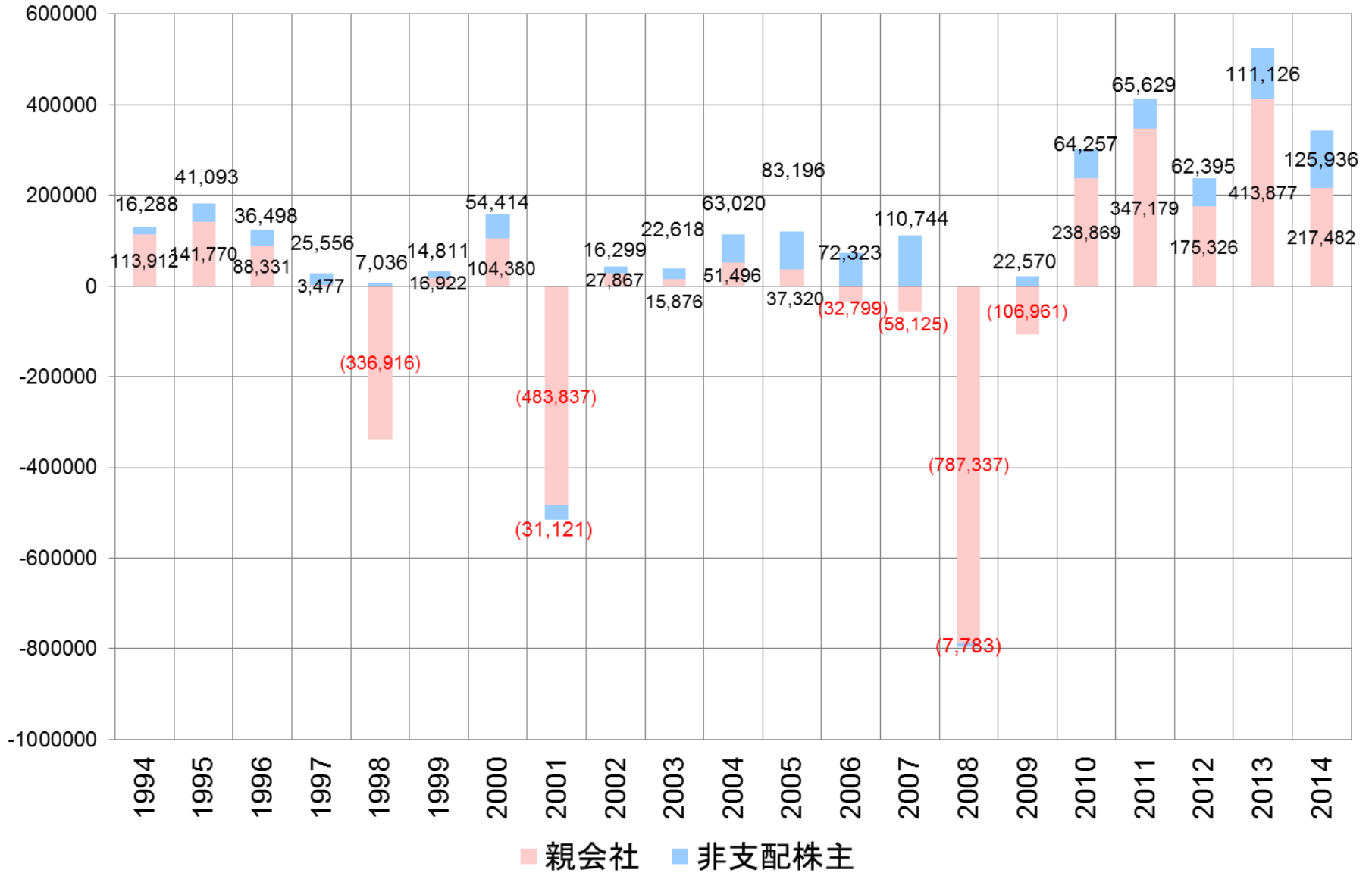
私は日立に入ってから、いろいろなものを売り歩いてきました。けれども、株を売り歩いたのは初めてです。普通の製品と違って、株には保証書がない。私は保証書のない製品を初めて売ったのです。多くの投資家の皆さんは日立を信じて買ってくれた。これから私たちは、その期待に応えていかななくてはなりません。

# 日立製作所の財政状態



✓ あなたが経営者の立場であったら、どのような資金調達を選択していたか？

# 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倍を超える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%

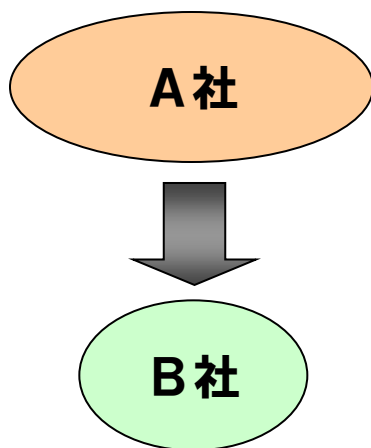
(出所) 日本経済新聞 2005年10月5日、2006年2月25日

# 企業結合会計

# 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。

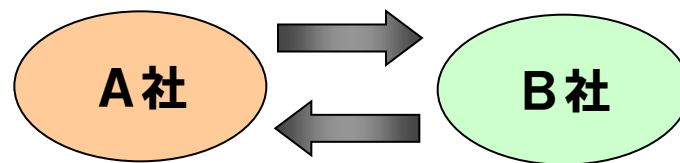


### 【会計処理の特徴】

- ・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。

# 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	<u>1,600</u>	留保利益	<u>600</u>
合計	<u>6,400</u>	合計	<u>6,400</u>

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	<u>800</u>	留保利益	<u>300</u>
合計	<u>2,200</u>	合計	<u>2,200</u>

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。

<時価情報>

棚卸資産	250
土地	1,400
工場・設備	850
負債	1,000

# 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	<u>9,200</u>	合計	<u>9,200</u>

## 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	<u>2,400</u>	留保利益	<u>900</u>
合計	<u>8,600</u>	合計	<u>8,600</u>

### 【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。

### 【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。

# 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？

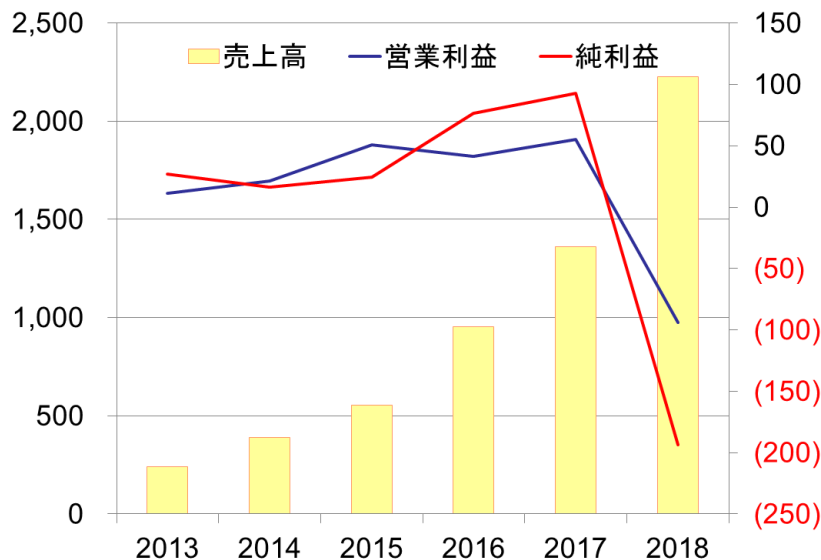
- ①日本の会計基準ではパーチェス法と持分プーリング法の双方の会計処理が認められている。海外の基準ではパーチェス法のみ。
- ②日本の会計基準ではM&Aで取得した企業が事前に支出した研究開発費についても一括費用計上していた。海外基準では資産計上することが認められている。
- ③日本の会計基準では、のれんをオンバランス化した場合、20年以内の期間で定額法その他合理的な方法により償却する。
- ④日本の会計基準では、負ののれんについては連結貸借対照表の負債に計上した上で、20年以内の期間で営業外収益に計上。

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。

# 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



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
タツミプランニング	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
エンハワープレミアム	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
ばど	20170331	プラットフォーム	10億円C	71.1%	3.14億円
トレセンテ	20170428	プラットフォーム	0億円C	100%	△5.69億円
堀田丸正	20170628	住生活(アパレル)	19.25億円C	62.3%	△15.15億円
GORIN	20170810	住生活(アパレル)	14.5億円C	100%	10.64億円
ビーアントゥデー	20171228	美容・健康	0億円C	100%	△2.39億円
ワンダーC	20180329	住生活(アパレル)	52.71億円CS	75.1%	△40.03億円
サンケイリビング	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。



# 税務計画

# 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%)

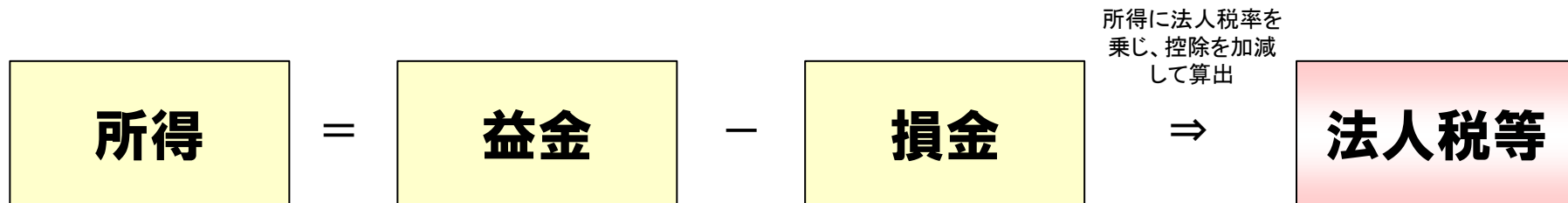
売上増加で達成  
する場合

✓ 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5-6%、平均実効税率は33%。売上で目標を達成しようとするともマージン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。

# 課税所得計算の基礎



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。

# 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
- ・.....

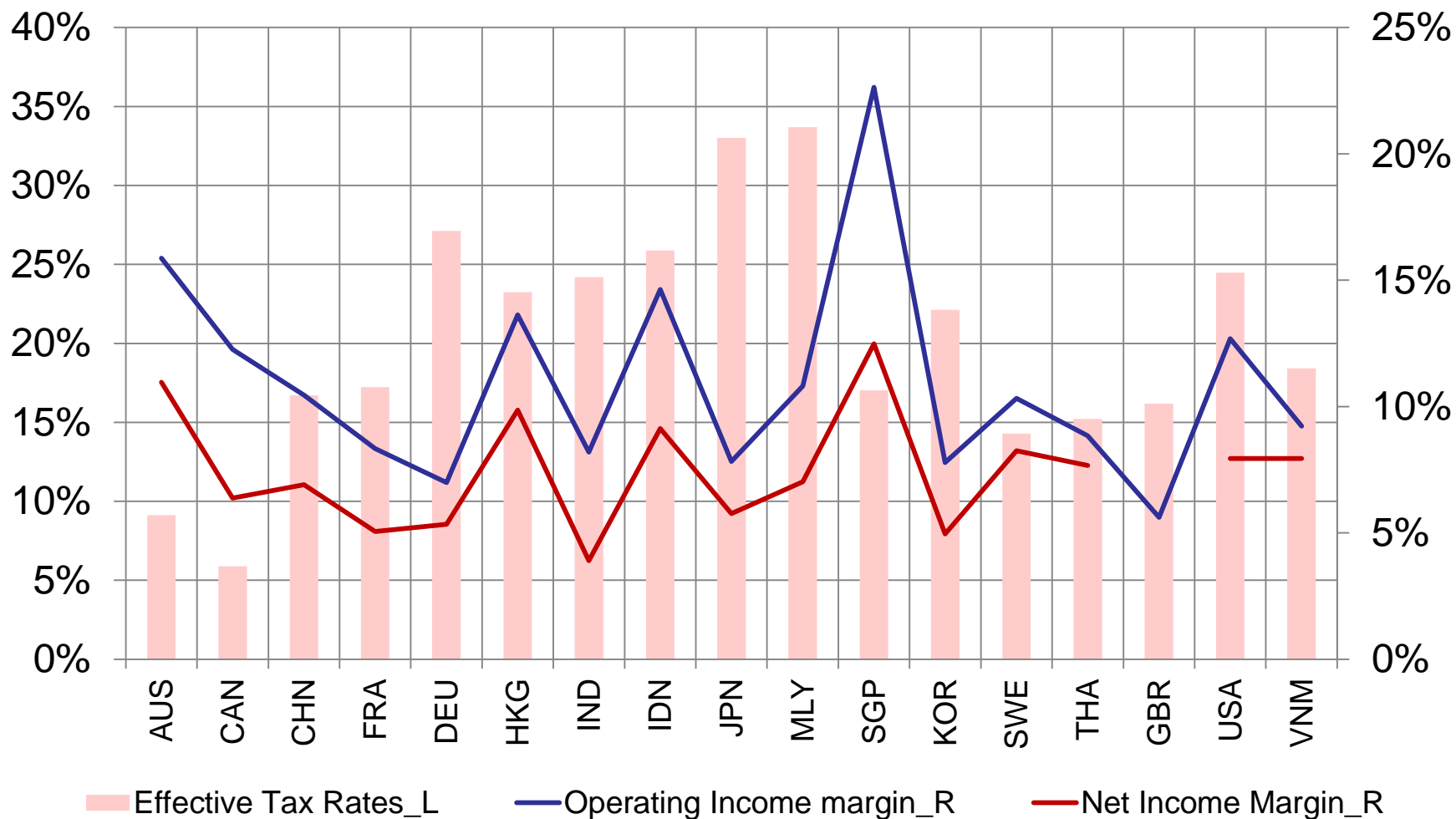
計算対象ごとの課  
税税率の差異

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。

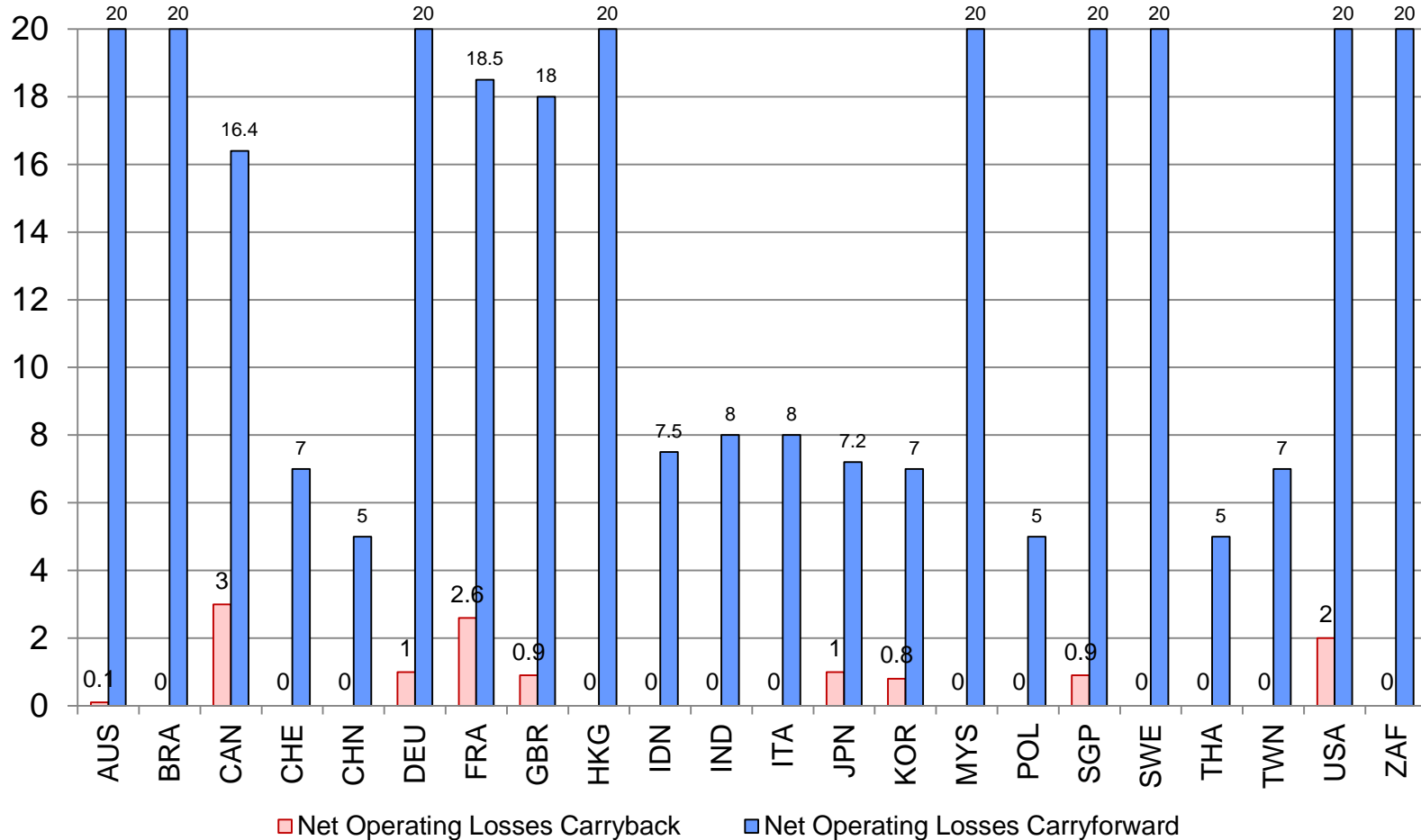
**租税回避？ 節税？ 脱税？**

# 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。

# 図表12 繰戻欠損金・繰越欠損金の国際比較



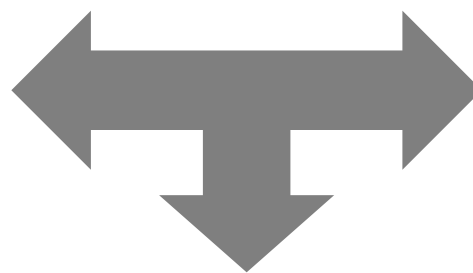
※Ernst and Young. Worldwide Tax Guide 2004-2013より作成。各年平均値を計上。

# 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。

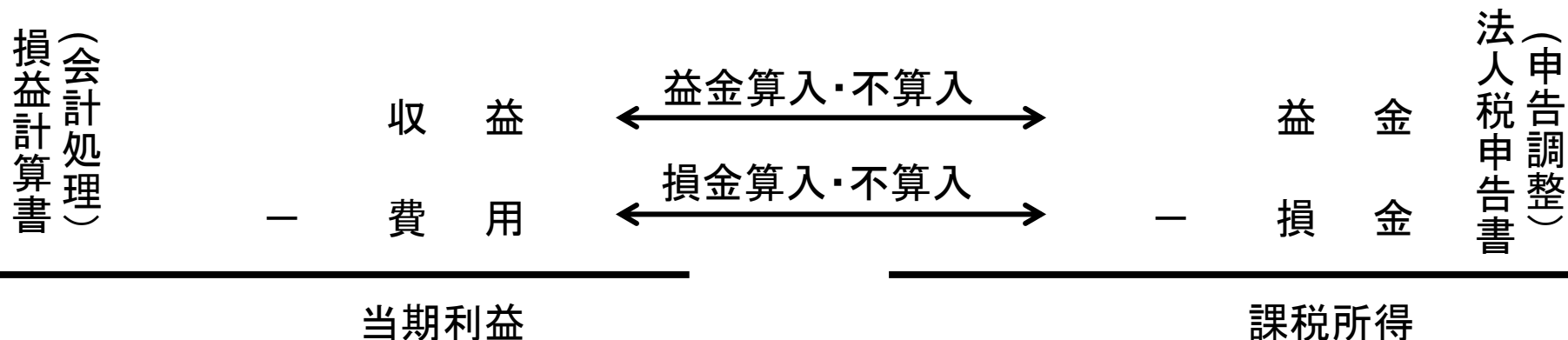


## 【積極的な税務戦略への批判】

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、経営戦略と統合的な税務計画を実践しない限り、批判の対象になる。

# 財務会計上の利益と税務上の所得の違い



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



# 税効果会計とは何か？

## 税効果会計とは？

法人税等の額を適切に期間配分することにより、税引前当期純利益と法人税等費用を合理的に対応させることを目的とする会計上の手続き。

### 【設例1】

A社の税引前当期純利益（不良債権償却後）と課税所得金額は、2009年度、2010年度でそれぞれ5000万円とする。2009年度に税法上の限度額を超えて1500万円の貸倒引当損を計上する。この1500万円は税務上で損金として認められていない。2010年度に前述した1500万円の貸倒が実際に生じ、税務上で確定した。税率は40%とする。

	2009年度	2010年度
調整前課税所得	6,500	5,000
貸倒償却損金不算入額	1,500	
貸倒償却損金算入額		1,500
課税所得	6,500	3,500
税額	2,600	1,400

# 税効果会計とは何か？

## 【2009年度決算】

(借方) 法人税	2,600	(貸方) 未払法人税	2,600
繰延税金資産	600	法人税等調整額	600

## 【2010年度決算】

(借方) 法人税	1,400	(貸方) 未払法人税	1,400
法人税等調整額	600	繰延税金資産	600

	税効果適用なし		税効果適用	
	2009年度	2010年度	2009年度	2010年度
税引前・貸倒償却前純利益	6,500	5,000	6,500	5,000
貸倒償却	1,500		1,500	
税引前当期純利益	5,000	5,000	5,000	5,000
法人税等				
当期納税額	2,600	1,400	2,600	1,400
税効果額			-600	+600
法人税等計上額	2,600	1,400	2,000	2,000
当期純利益	2,400	3,600	3,000	3,000

# 繰延税金資産の開示

位	社名	繰延税金資産/ 自己資本[%]	繰延税金 資産[億円]
1	ミサワホーム	71.4	148
2	長谷工	57.1	499
3	インボイス	53.7	33
4	ソフトバンク	52.6	2179
5	東芝	52.5	5013
6	古河池	51	20
7	兼松	44.9	218
8	石原産	40.9	198
9	東急建	34.5	78
10	ニチアス	33.5	127

位	社名	繰延税金資産/ 自己資本[%]	繰延税金 資産[億円]
11	相鉄	30.5	138
12	富士通ゼ	29.3	64
13	市光工	28.7	85
14	サンリオ	28	91
15	マルハニチロ	27.4	205
16	NECトーキ	27	25
17	NEC	26.7	2624
18	北電工	26.6	32
19	熊谷組	26.2	121
20	パイオニア	25.1	489

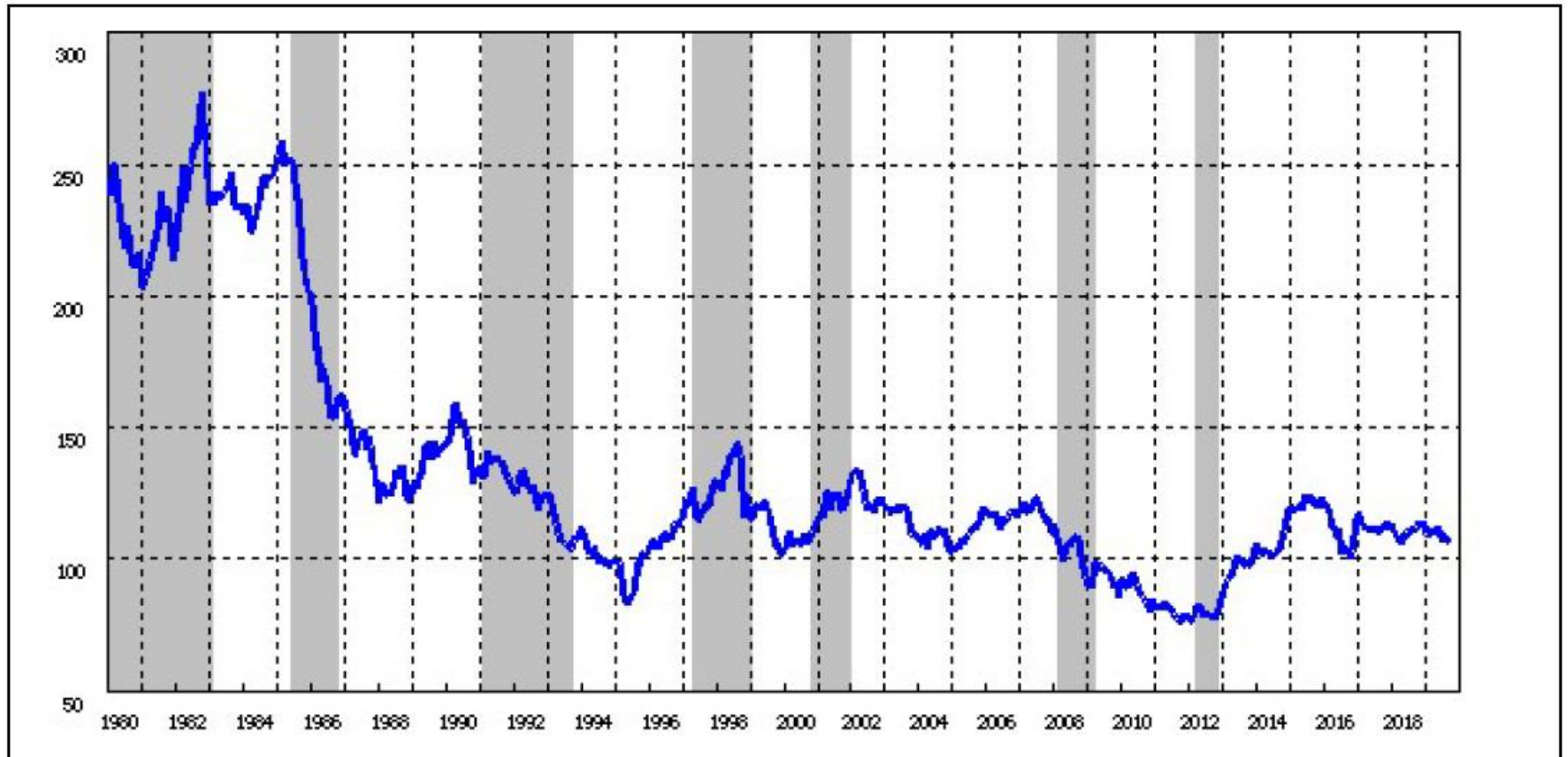
**ミサワホームは2005年3月期に2032億円の連結最終赤字となり、債務超過に転落。欠損金を翌期以降の課税所得制度と相殺できる繰越欠損金により将来の税負担を繰延税金資産として計上。ソフトバンクの繰延税金資産は、主に連結子会社の繰越欠損金が原因。エーザイは、新薬の臨床開発を外部に委託する費用が税務上、損金とならないことが要因。**

為替リスク管理

# 為替レートの変動

## ◆名目二国間為替相場(円ドル)

ドル高円安

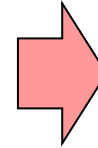


Data: 日本銀行

# 企業が直面する外国為替リスク

## 為替取引 リスク

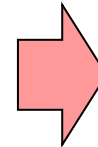
為替相場の変動によって取引時から決済時にかけて自国通貨建ての換算金額が変動するリスク



キャッシュ・フローの変動リスクを金融商品などでヘッジ。

## 為替換算 リスク

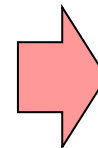
企業の財務諸表に計上された外貨建て資産・負債の評価額が、為替相場の変動によって増減するリスク



海外業績を換算するためPLにヒット。BSは為替換算調整勘定に反映。

## 為替経済性 リスク

為替相場の変化によって価格競争力が影響される、あるいは企業の生産構造に変化が生じるなど、企業の経営全般から捉えるリスク



長期的な為替相場の変動。ヘッジの対象としない。

# 為替リスクヘッジの代表的な手法と分類

ヘッジ手法	ファイナンシャル・ヘッジ		オペレーショナル・ヘッジ	貿易建値通貨の 選択	価格設定 (パススルー)
財務諸表上の 分類	デリバティブ・ ヘッジ	ナチュラル・ヘッジ			
例	フォワード	外貨建て 負債	海外生産移転	相手国通貨建て	行う/行わない
	オプション		キャッシュフローの相殺 (マリー・ネットティング、 リーズ & ラグス)		
	その他				

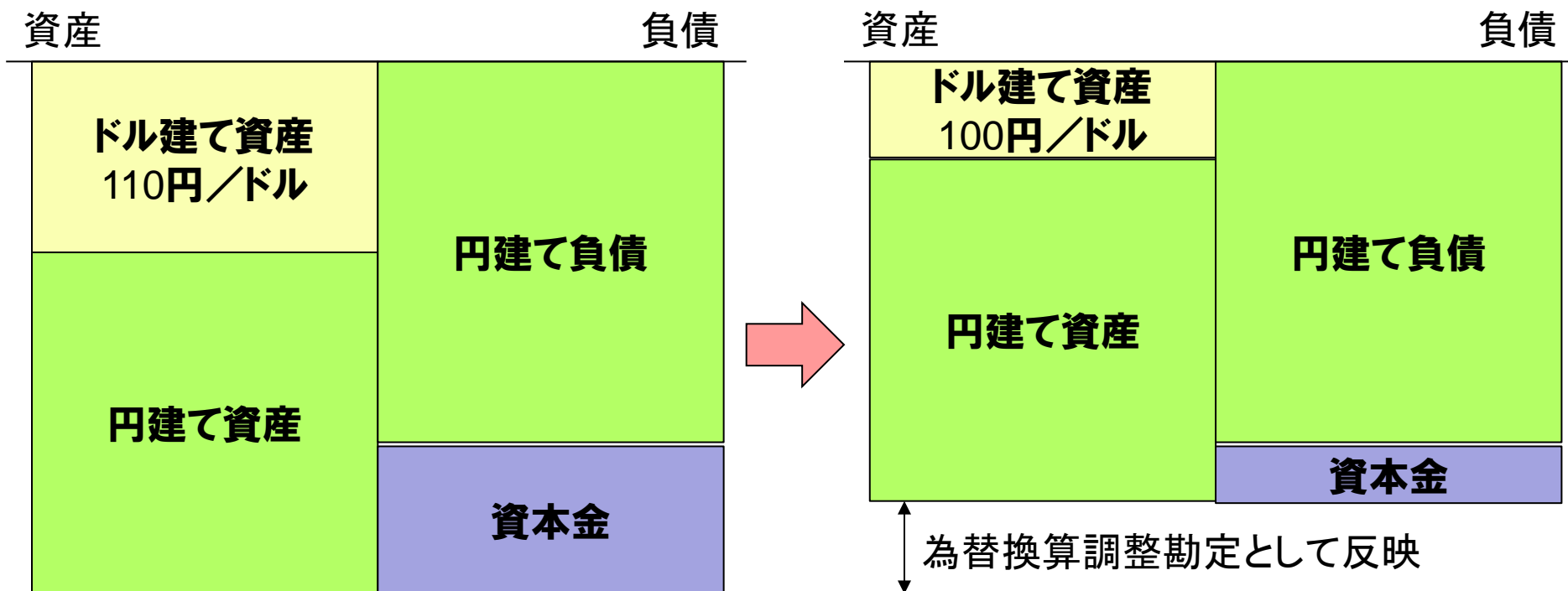
筆者の作成による。

(注) ヘッジ手法の部分は Döhring (2008) による。

出所: 清水・佐藤 (2018)

# 為替エクスポージャーと外国為替リスク

仮に為替レートが円高にシフトすると(110円/ドル→100円/ドル)、貸借対照表はどのように変化するか？





# 為替リスク管理の代表例

---

## ナチュラルヘッジ

マリー、ネットティングなど取引通貨を合わせたり、あるいは企業内での同一通貨取引を相殺・合算することで為替相場の変動の影響を回避する。

## 金利スワップ

為替相場の変動の影響を相殺する金融取引を実施することで為替リスクを緩和。

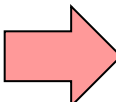
## 金融派生商品の利用

先物、フューチャー、オプションなどの取引を利用することで、将来の為替相場変動の影響を緩和する。

# ナチュラルヘッジ

仮に為替レートが円高にシフトすると(110円/ドル→100円/ドル)、貸借対照表はどのように変化するか？

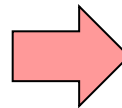
資産		負債	
ドル建て資産 110円/ドル	ドル建て負債 110円/ドル	ドル建て資産 100円/ドル	ドル建て負債 100円/ドル
円建て資産	円建て負債	円建て資産	円建て負債
	資本金		資本金



# 金利スワップ

仮に為替レートが円高にシフトすると(110円/ドル→100円/ドル)、貸借対照表はどのように変化するか？

資産		負債		資産		負債	
ドル建て資産 110円/ドル	円建て負債	円建て資産	資本金	ドル建て資産 100円/ドル	円建て負債	資本金	ドル建て負債 100円/ドル
円建て資産				円建て資産			
円建て資産	ドル建て負債 110円/ドル	円建て資産		円建て資産			



# 為替レート決定因子は何か？

為替レートは、各国通貨に対する相対的な需要と供給に大きさにより決定される。為替レートの変化の方向性を読み解くには、こうした通貨の需要と供給に影響を与える要因を理解する必要がある。

## 金融政策

資本取引は貿易取引に比べて規模が大きいことから、各国における金融緩和の状況や金利政策は為替レートに大きな影響を与える。

## 物価水準

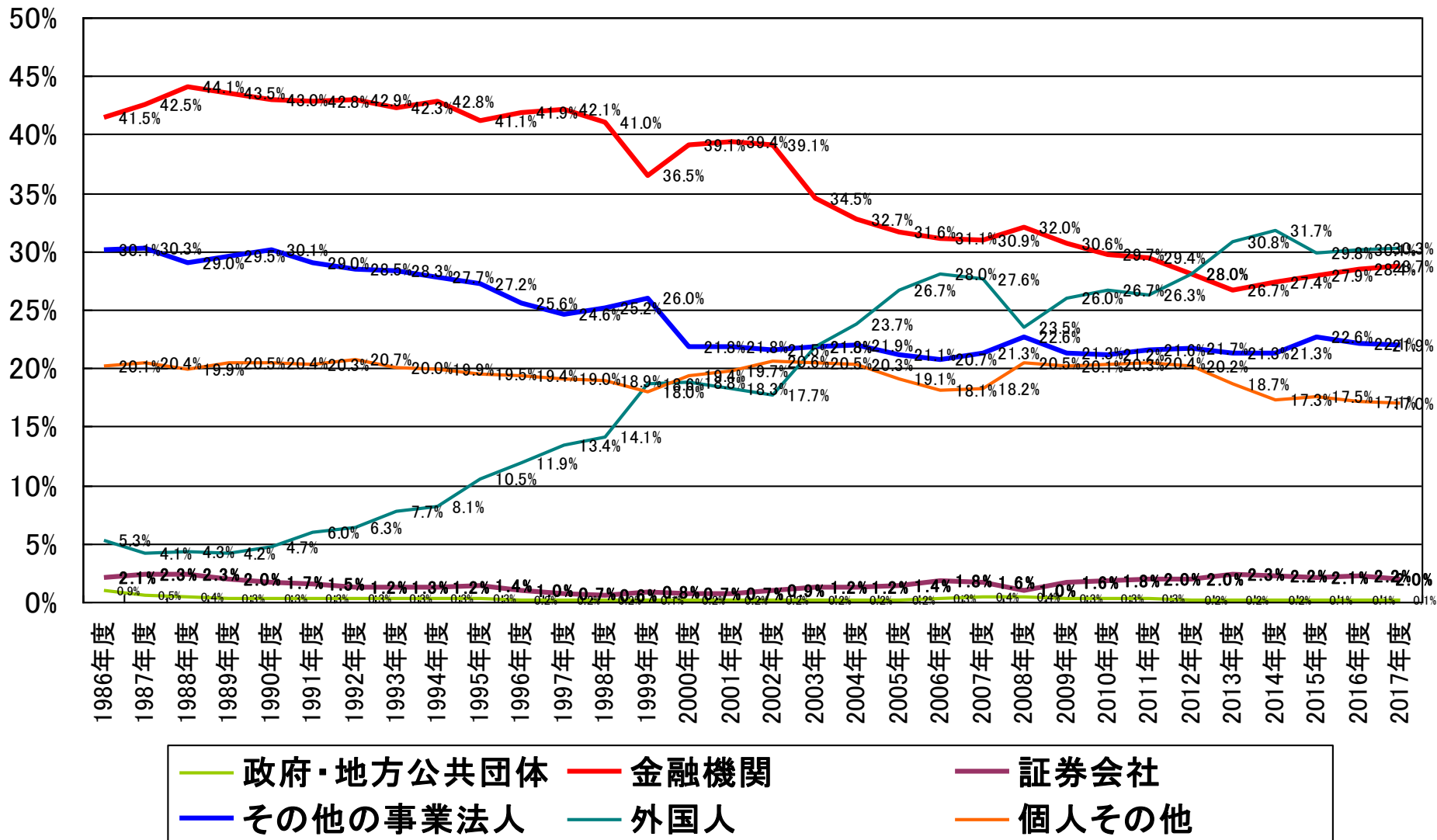
各国通貨の購買力の変化に応じて、為替レートが変動する。物価が上昇すると、それだけ通貨単位あたりで購入できる製品・サービスのボリュームは小さくなり、為替レートは低下する。

## 安全通貨、流動性

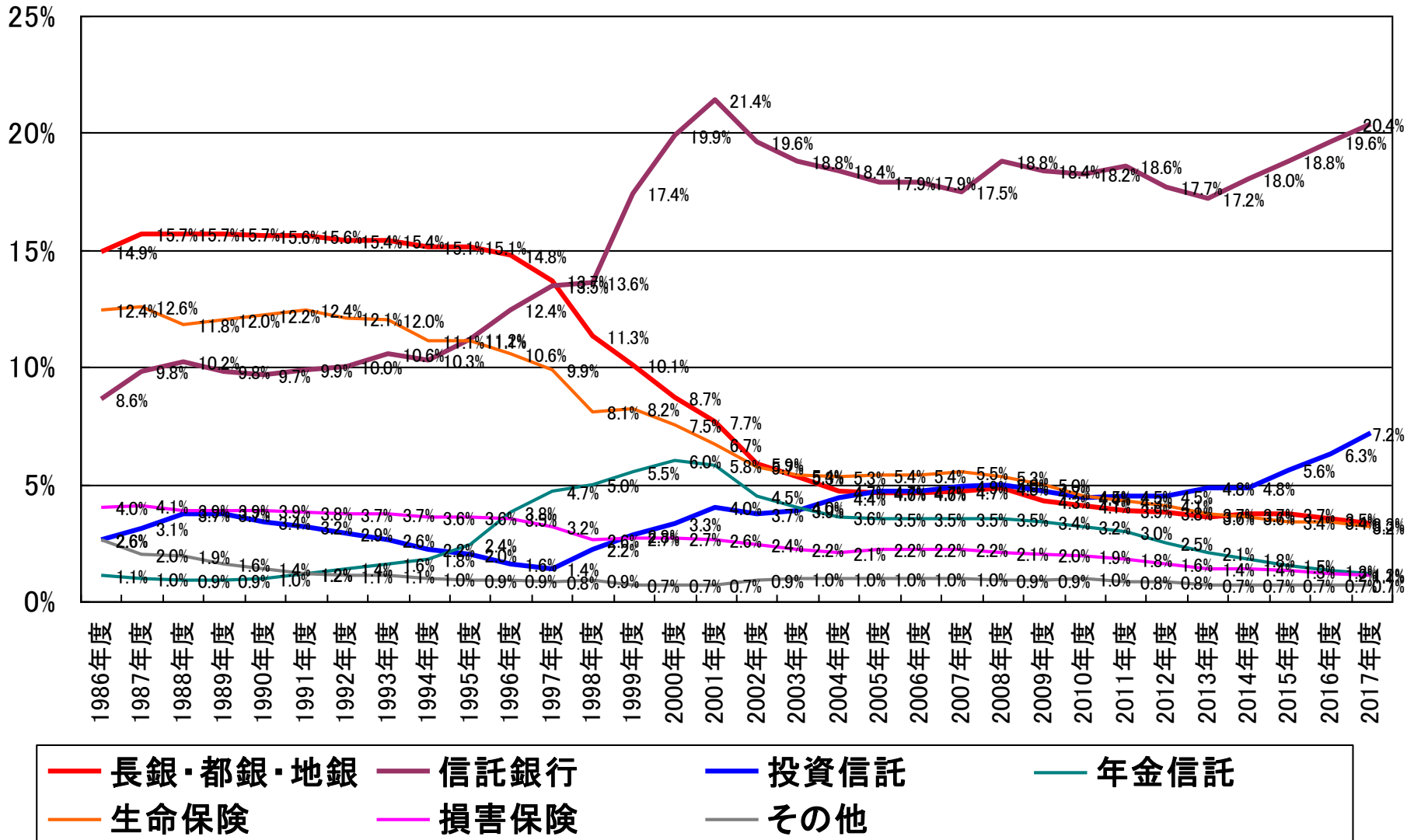
金融危機などに伴い、流動性に関わる危機が増大すると、安全通貨の価値は増大する。

なぜいま企業価値か

# 投資部門別株式保有比率①



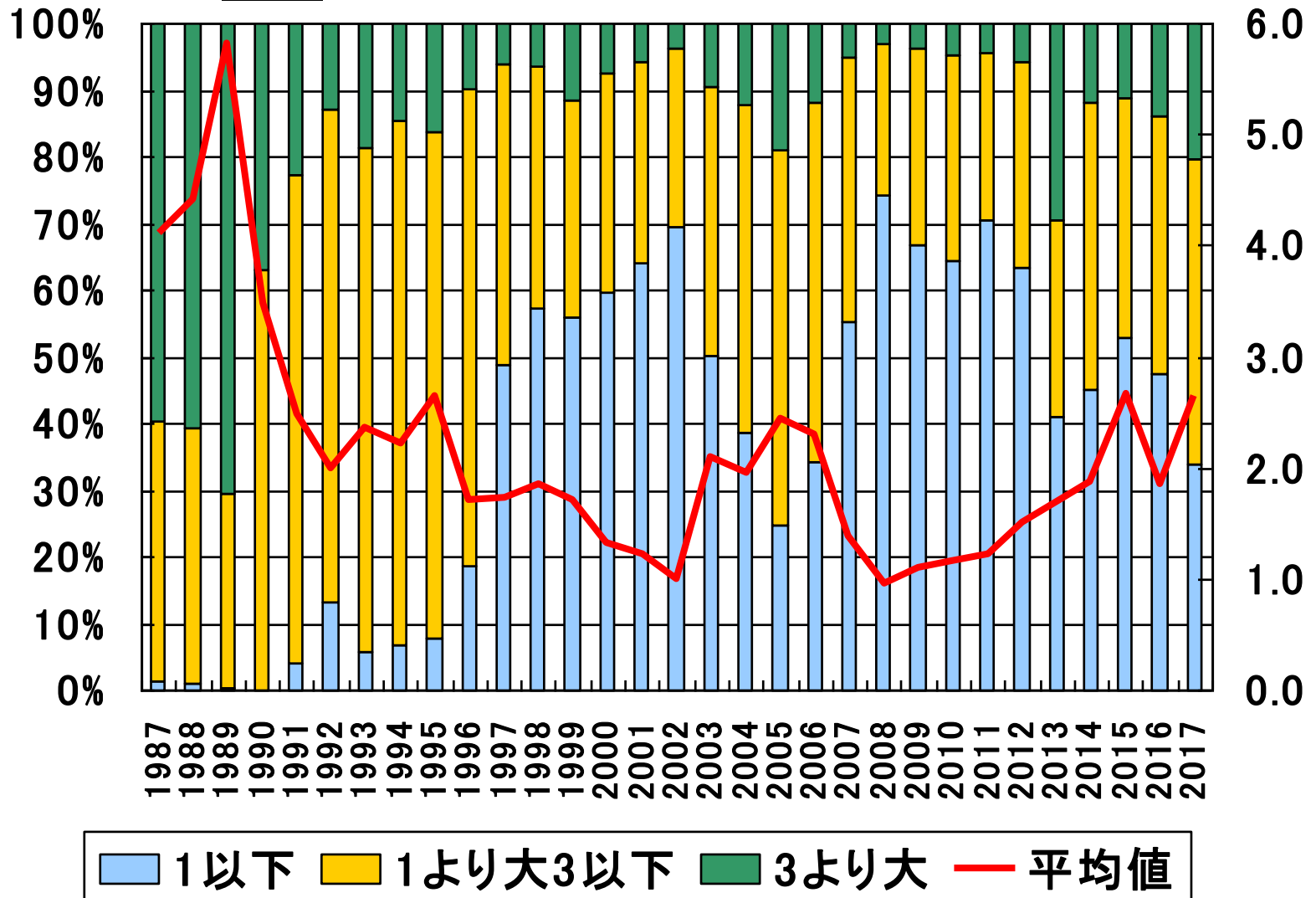
# 投資部門別株式保有比率②



# 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

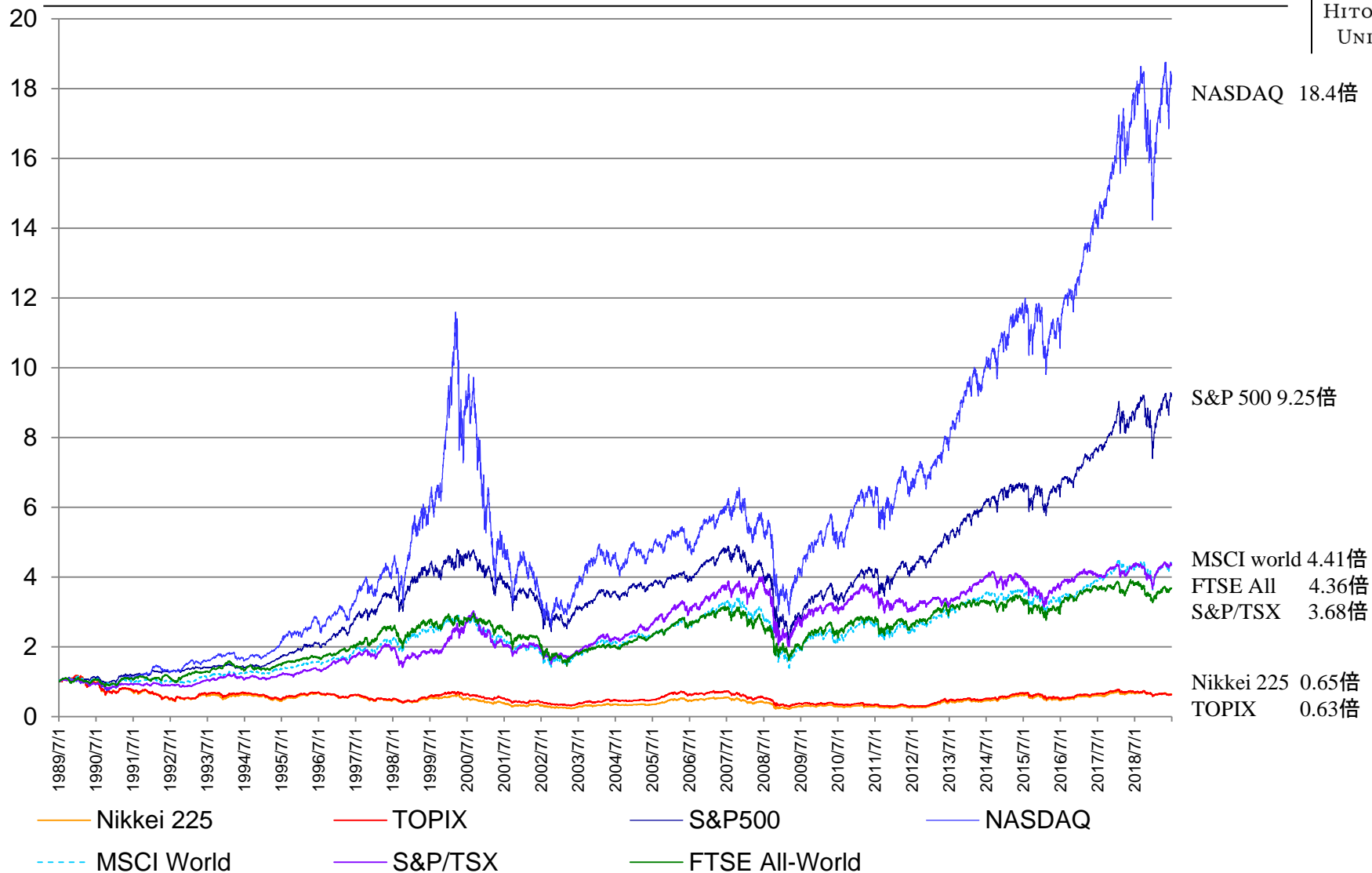
日本企業	株式時価総額	海外企業	株式時価総額
キリンホールディングス	20,400	ANHEUSER-BUSCH INBEV	187,064
味の素	10,239	NESTLE S/A	322,326
花王	39,809	PROCTER & GAMBLE	296,450
日立製作所	38,155	Honeywell International	136,948
パナソニック	20,935	SAMSUNG ELECTRONICS	290,667
ソニー	70,572	APPLE	981,538
トヨタ自動車	189,434	Volkswagen	92,138
キヤノン	33,468	HP	33,754
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・グループ	66,163	WELLS FARGO	229,229

# 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)

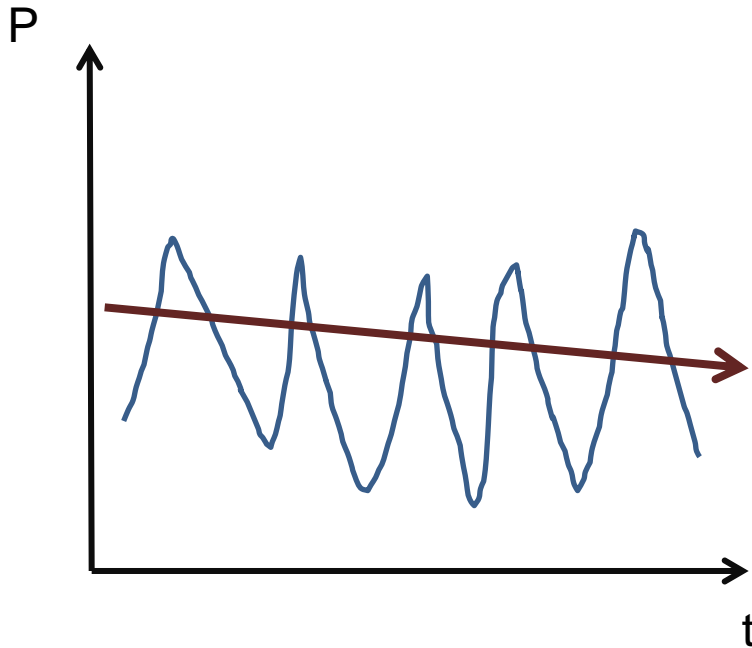


HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

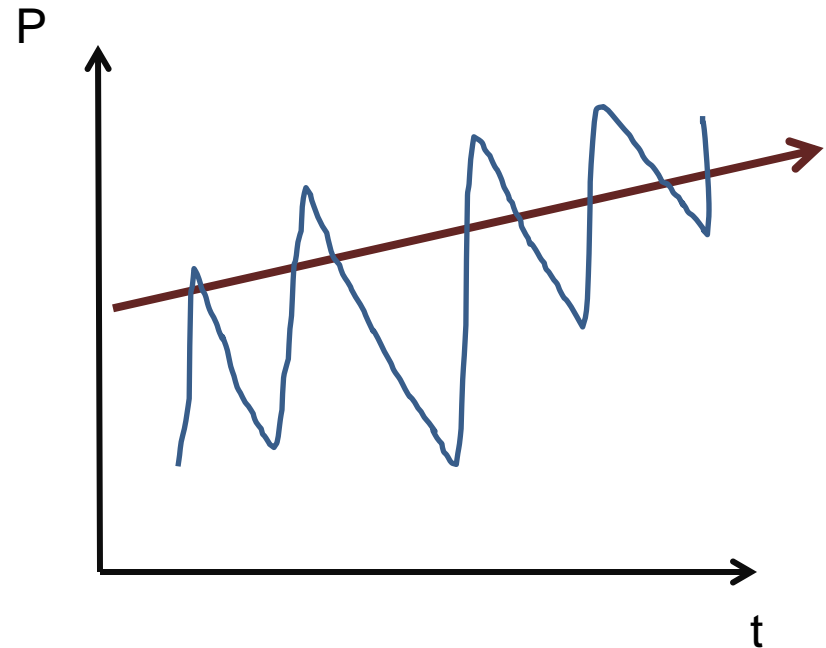


# 日本企業の価値創造の現状

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？

# 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

# 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

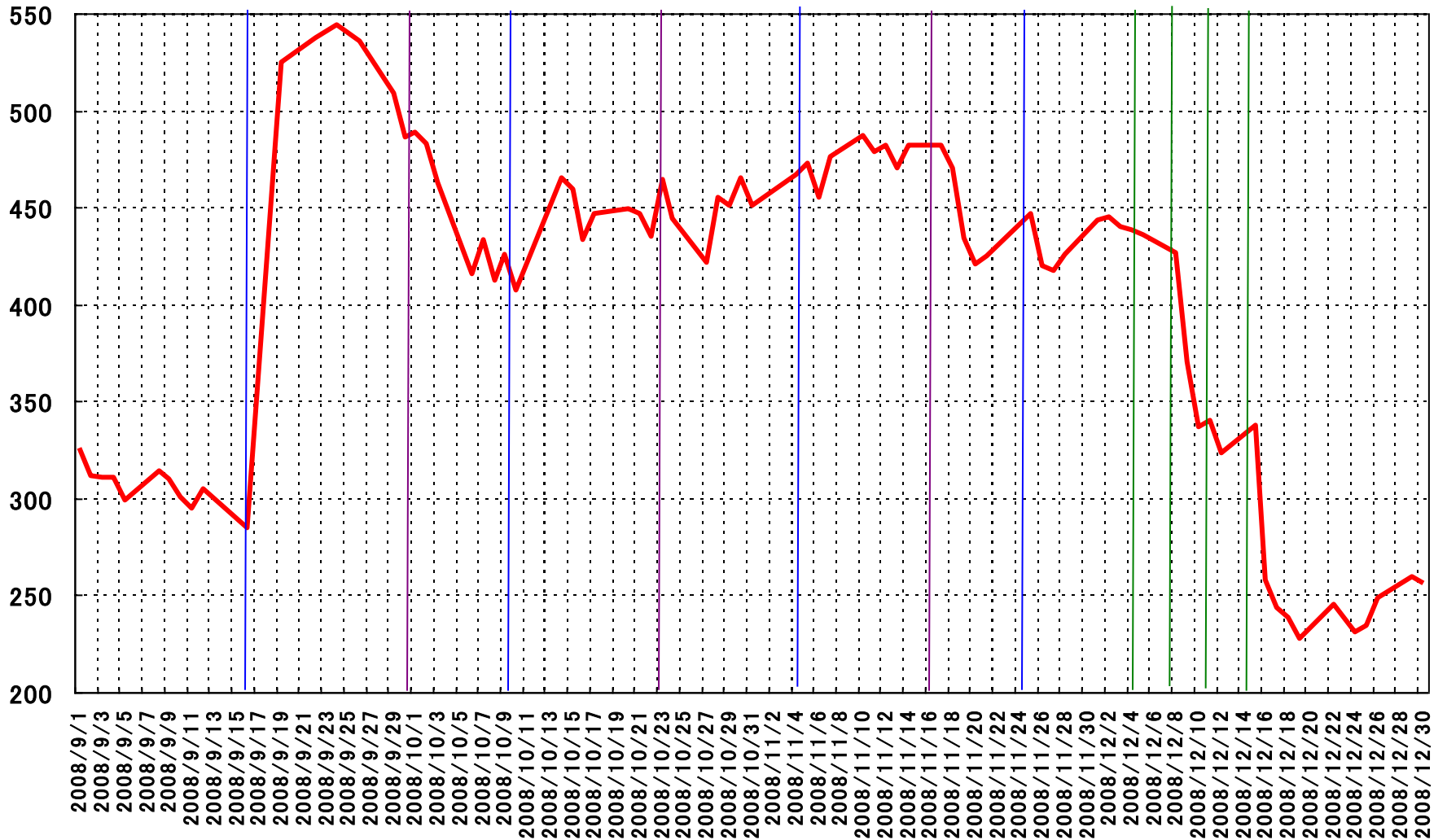
# 敵対的買収と買収防衛策①

## ◆日本電産による東洋電機製造への買収提案

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

# 敵対的買収と買収防衛策②

## ◆東洋電機製造の株価の推移



# 日本企業 成長戦略のため株式市場に放たれた3つの矢

## スチュワードシップコード

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

## コーポレートガバナンスコード

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

## 伊藤レポート

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

## 経営者・投資家フォーラム

株主総会の実施・運営をめぐる課題

企業開示の情報過多・重複をめぐる課題

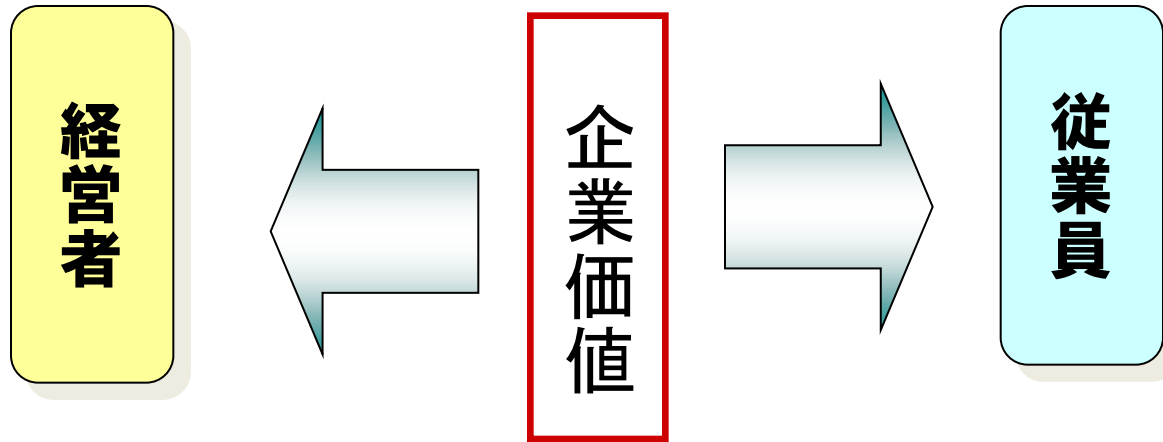


# コーポレートガバナンス関連施策と日本再興戦略

	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。



# 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**

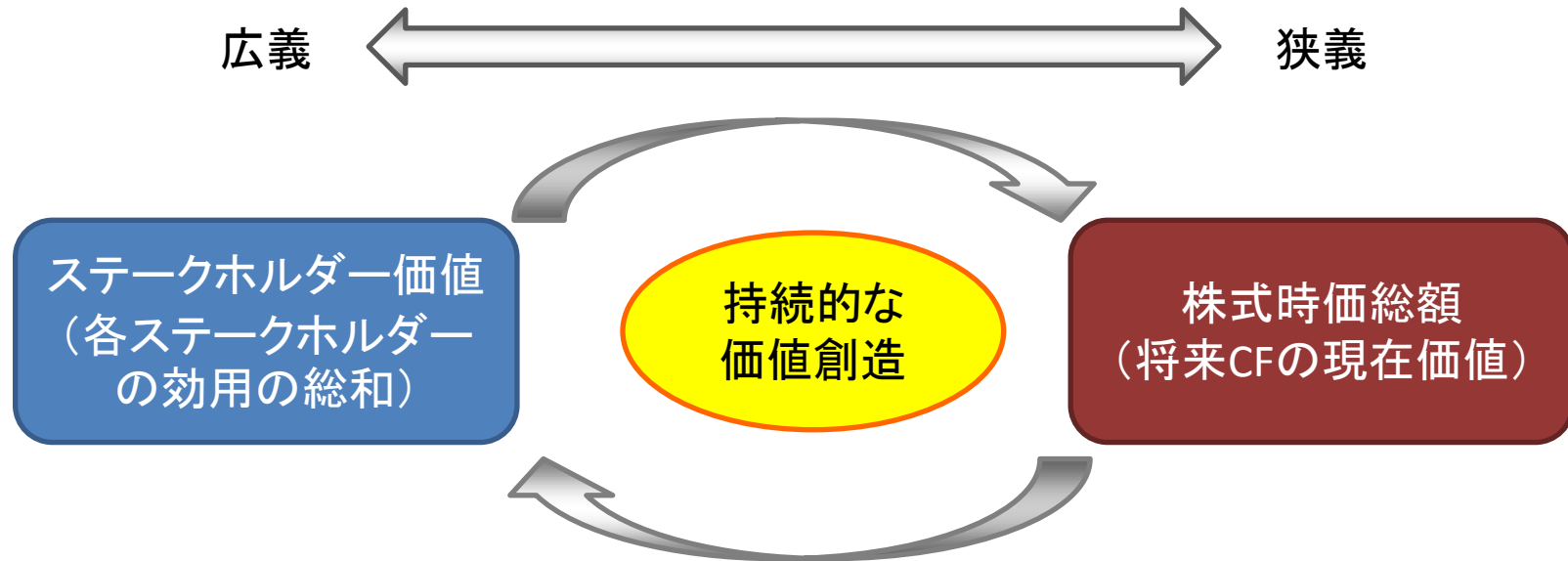
**【要件3】現場への意思決定の権限委譲、エンパワーメント**

**【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**

企業価値とは何か？

# 企業価値とは何か？



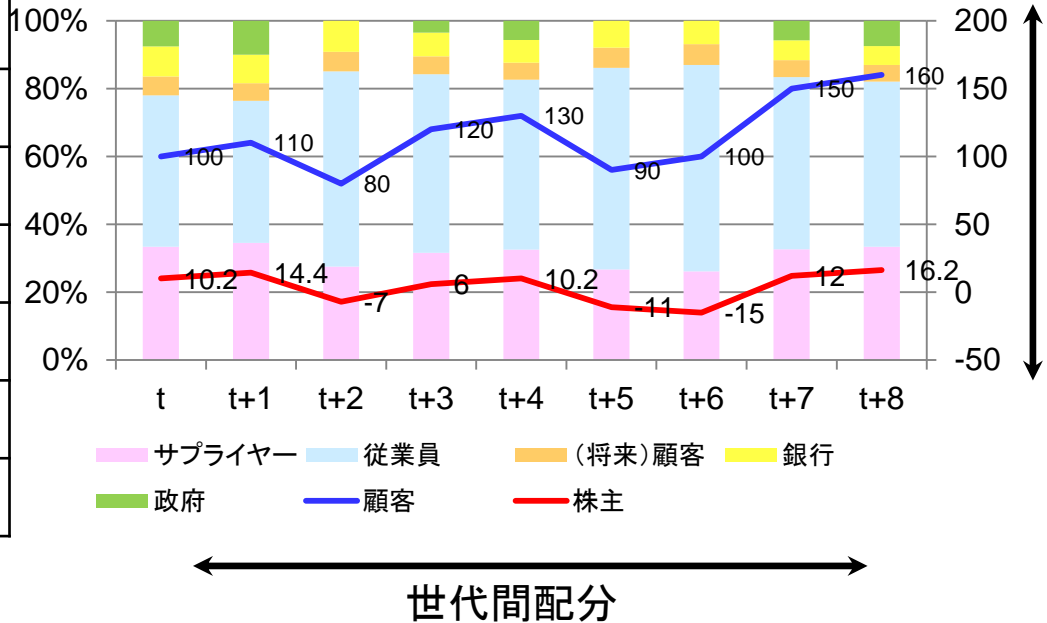
- ✓ 日本企業の多くは、「広義」の企業価値を重視してきた。それが日本企業のイノベーション力や高い品質、ホスピタリティ、モノづくりの力に結びついてきた側面もあるが、一方で「狭義」の企業価値を軽視してきたことが、グローバル市場での競争プレゼンスの低下に結びついている可能性がある。
- ✓ 短期的には両者は矛盾することもあるが、中長期的には合致するケースも多いのではないか？
- ✓ 他社では必ずしも効率的に実践できない社会的な課題を克服するのが企業の役割。



# 会計はステークホルダーへの付加価値配分を支援

ステークホルダー  
間配分

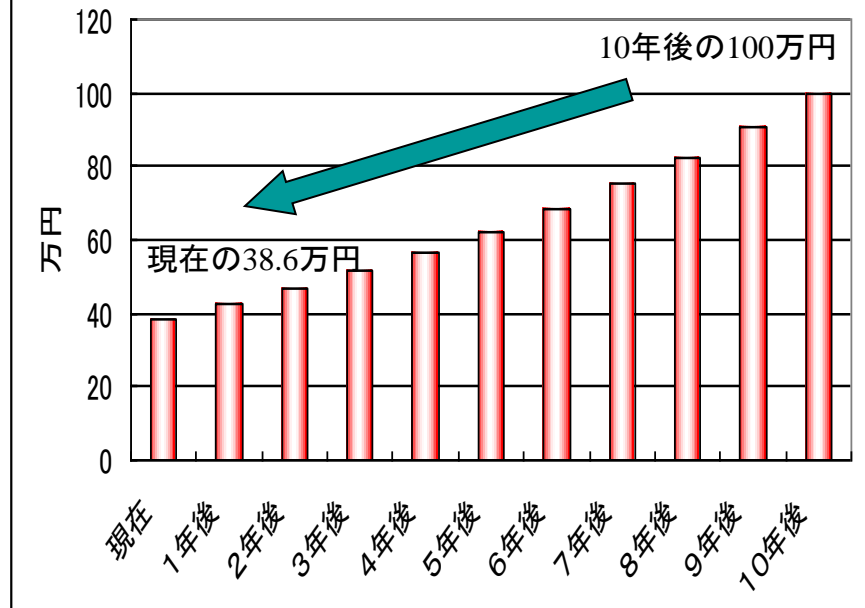
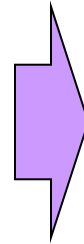
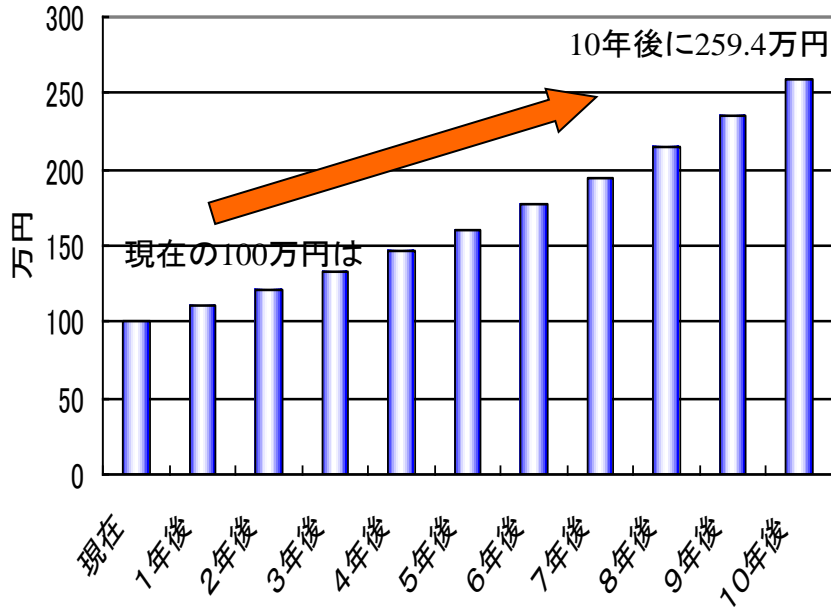
顧客	売上高
サプライヤー	原材料費・部材費等
従業員	人件費・労務費等
銀行	支払利息
(将来)顧客等	研究開発費・広告宣伝費等
政府	法人税等
株主	当期純利益



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

# 時間価値の考え方

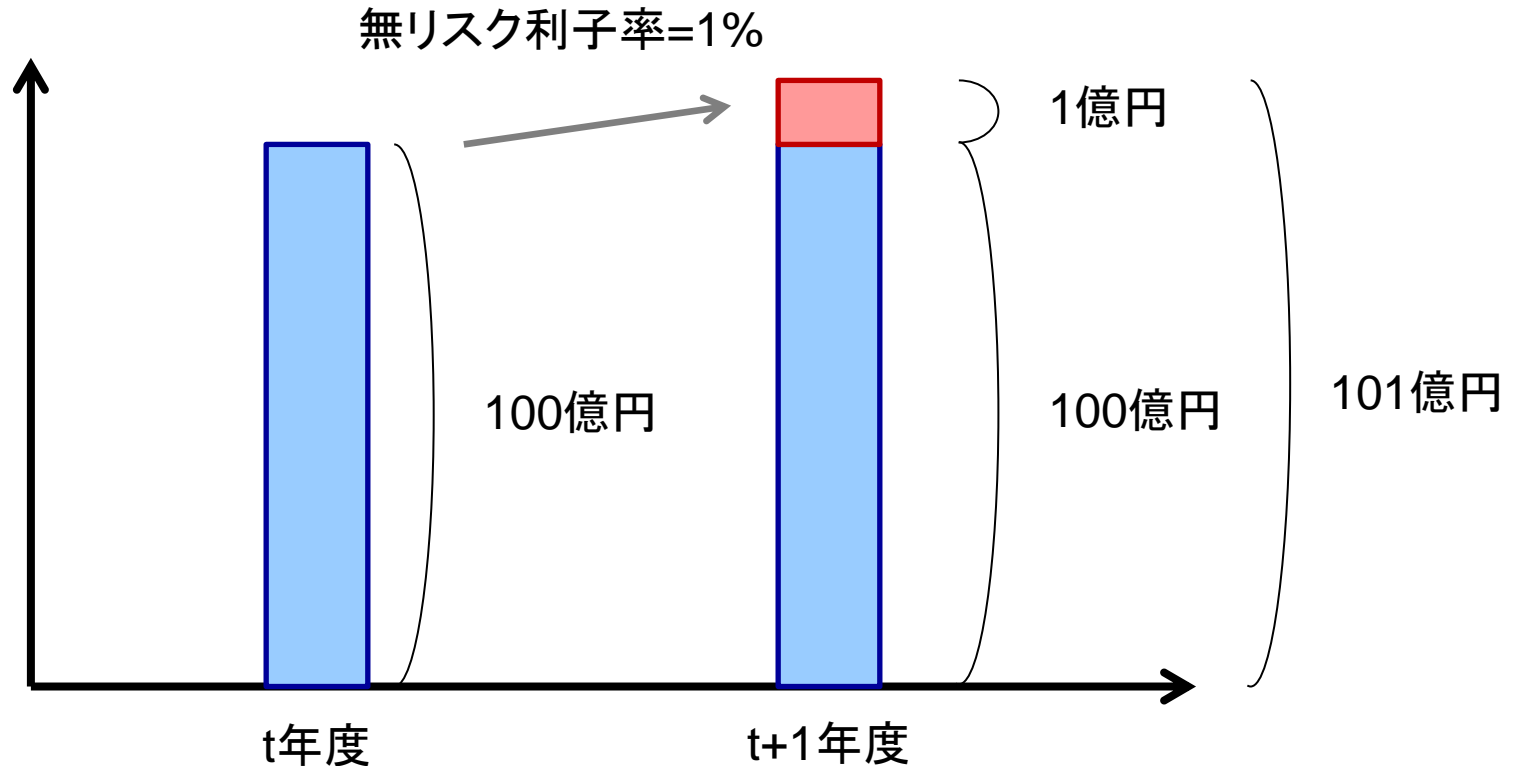
利率が10%であるとする.....



企業価値の評価にあたっては、キャッシュフロー創出のタイミングの違いにより生じる機会費用分(すなわち時間価値)を考慮する必要がある。

# 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？

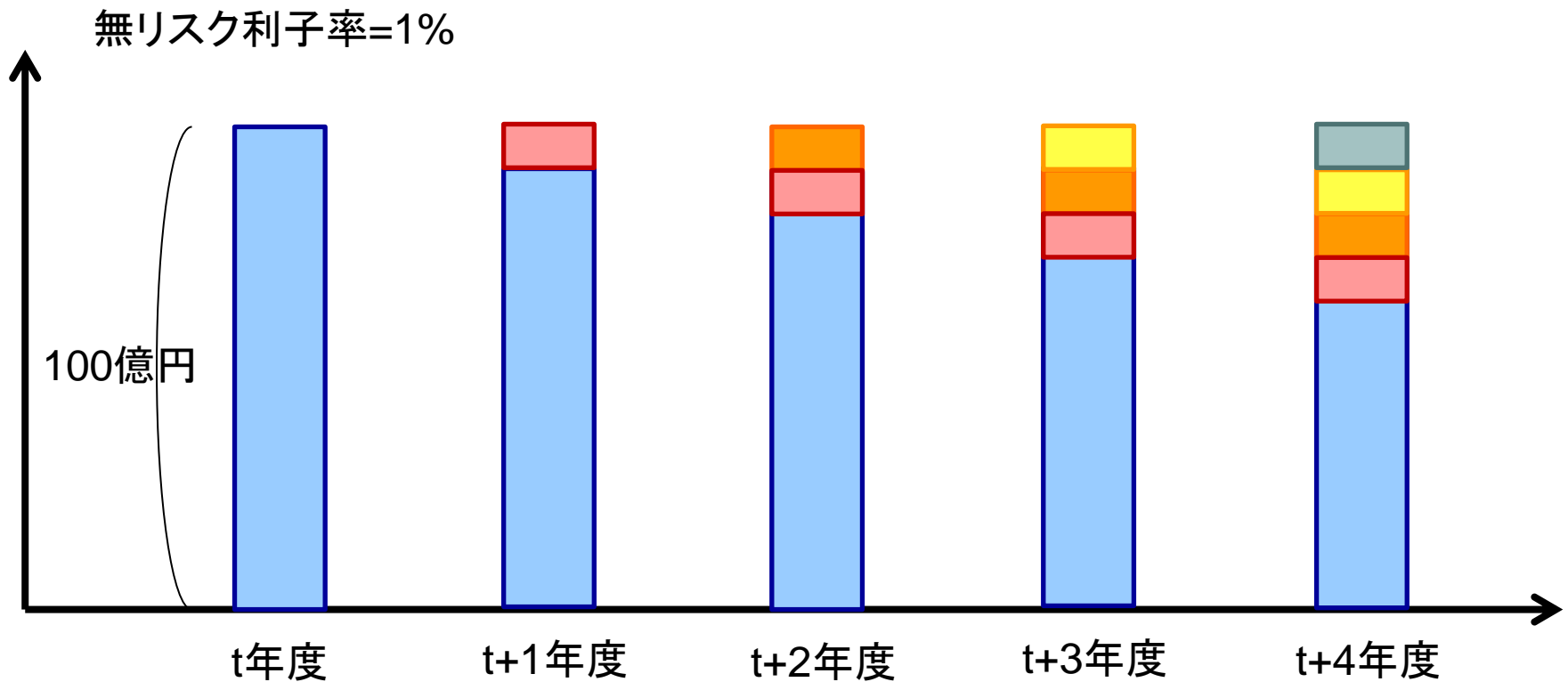


無リスク利率が1%の場合、t年度の100億円 = t+1年度の101億円



## 企業価値とは何か(2)

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



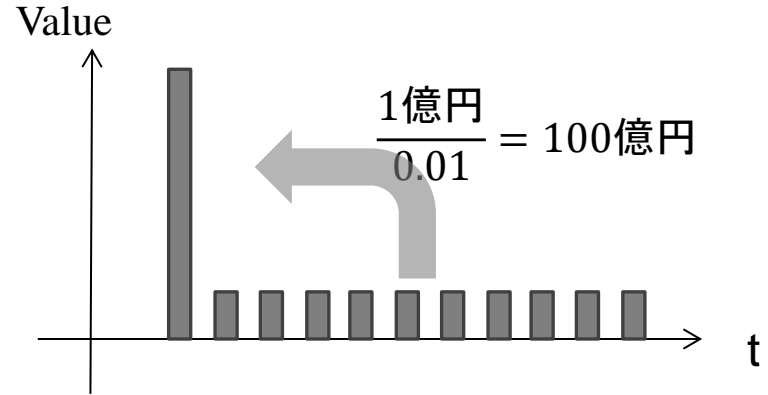
期間を無限ののばしていくと……。

# 企業価値とは何か(3)

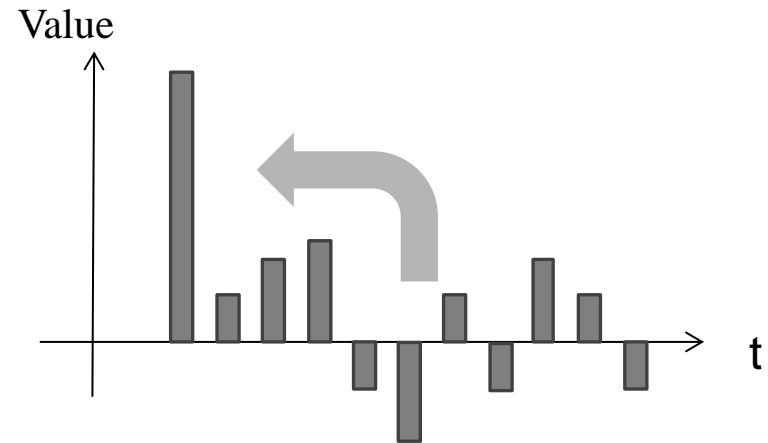
一般的に資産の価値は、その資産が生み出すキャッシュ・フローの現在価値に等しくなる。



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



バリエーション・フ  
レームワーク

# 企業価値を評価する

---

## ⌘ 企業価値測定の基礎

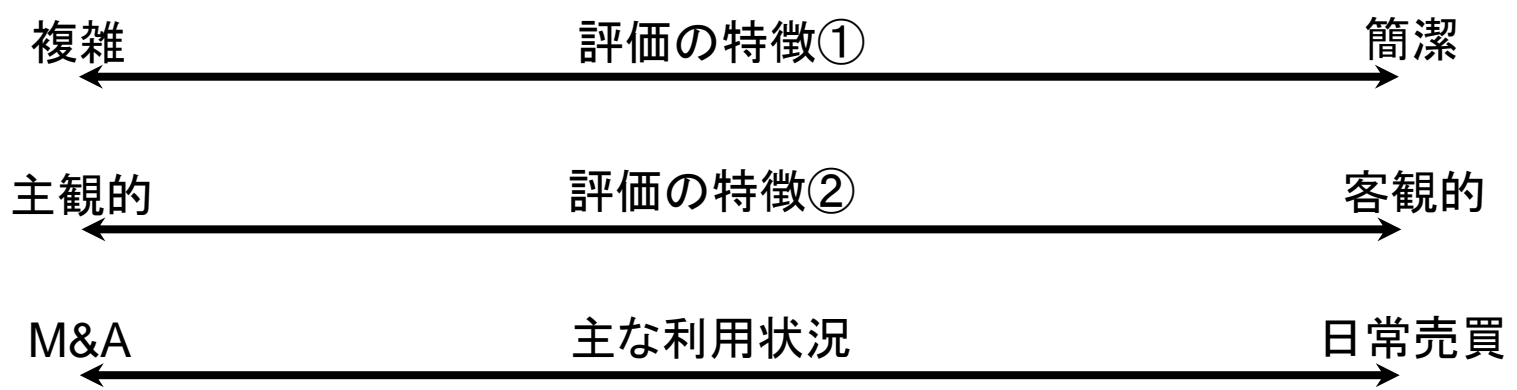
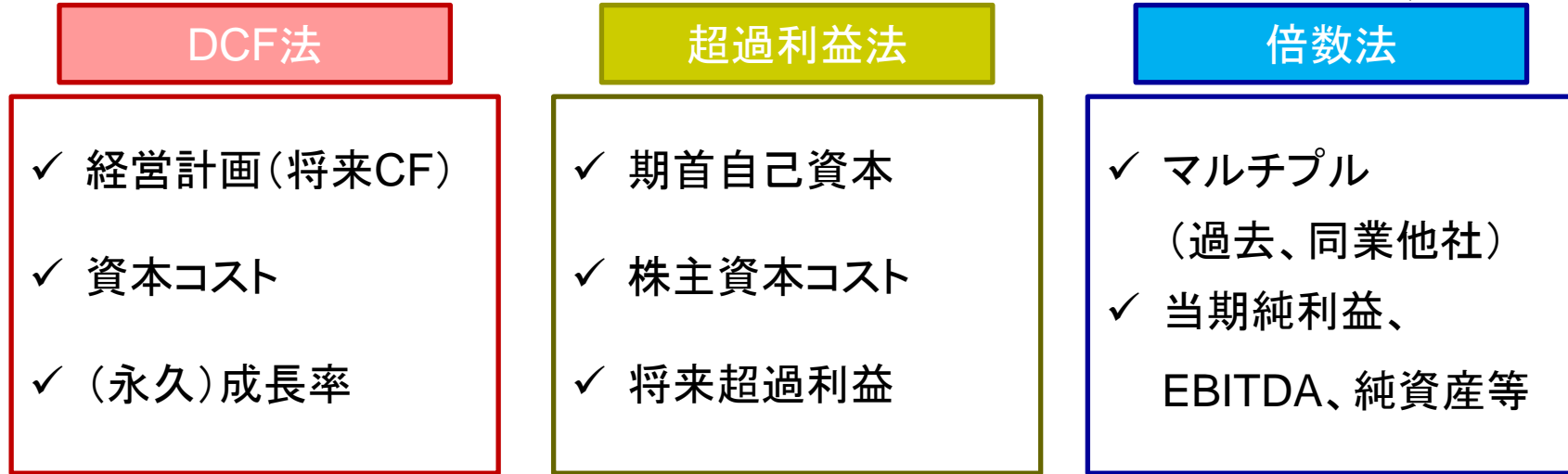
- ☑ 株式 = 企業が将来創出するキャッシュ・フロー（当期純利益）に対する請求権
- ☑ 将来キャッシュ・フロー
- ☑ 時間価値
- ☑ リスク

## ⌘ 価値測定の視点

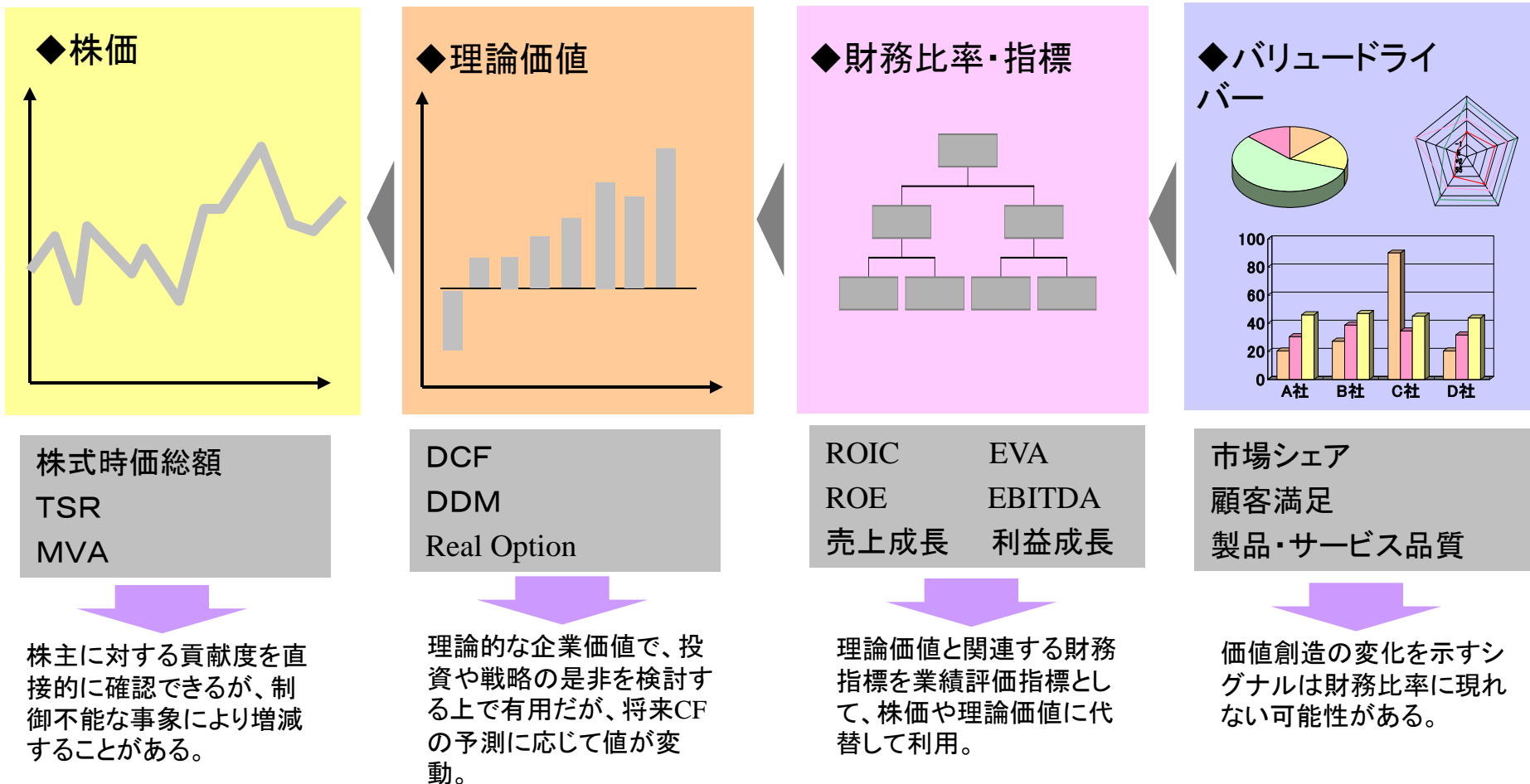
- ☑ 倍数法（PER、EBITDA倍率） → 類似会社の相対比較
- ☑ 清算価値法 → 企業のストックの価値に注目！
- ☑ 配当割引モデル
- ☑ DCF法

# バリュエーション・フレームワーク

【主要な構成要素】



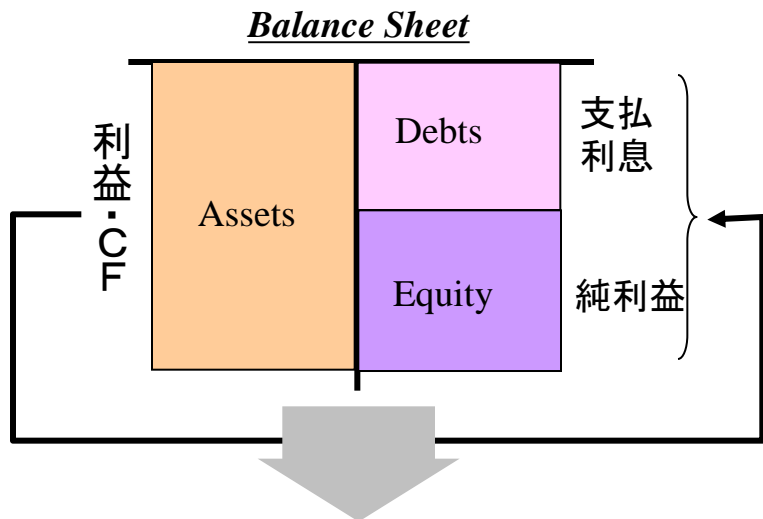
# 企業価値を評価する評価軸



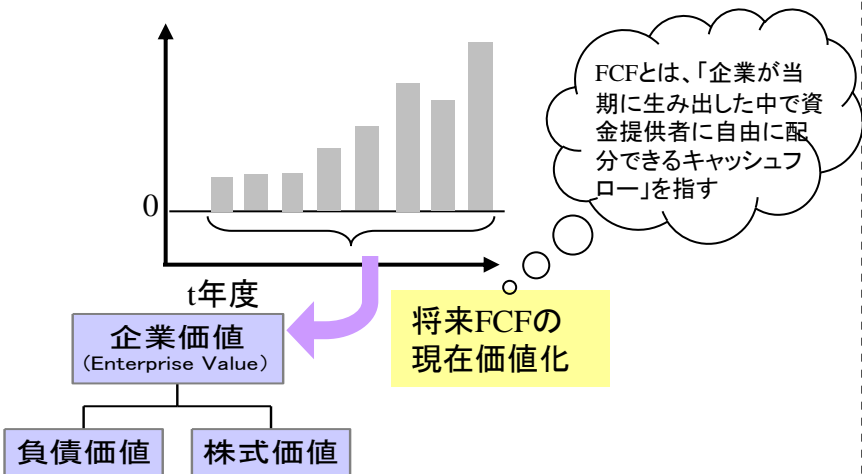
企業価値に関連する指標はさまざまであり、それぞれの指標をどのように利用しわけかがポイントとなる。

# 企業価値測定の見点

## ◆DCF法による株式価値算出

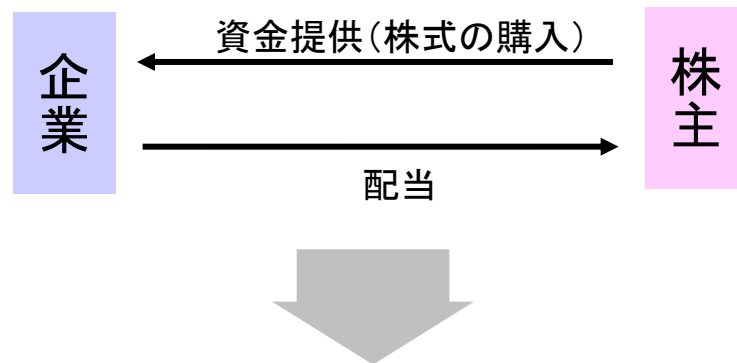


### ◆将来フリーキャッシュフロー (FCF) の推移

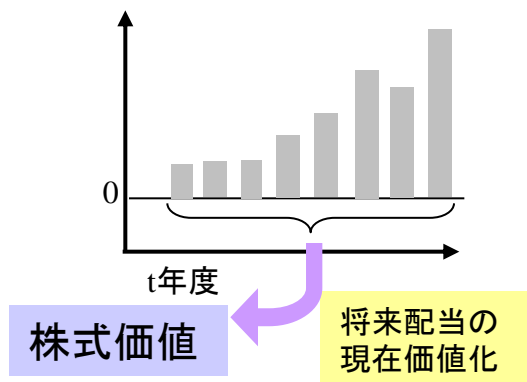


$$\text{株式価値} = \text{企業価値} - \text{負債価値 (簿価)}$$

## ◆割引配当モデルによる株式価値算出



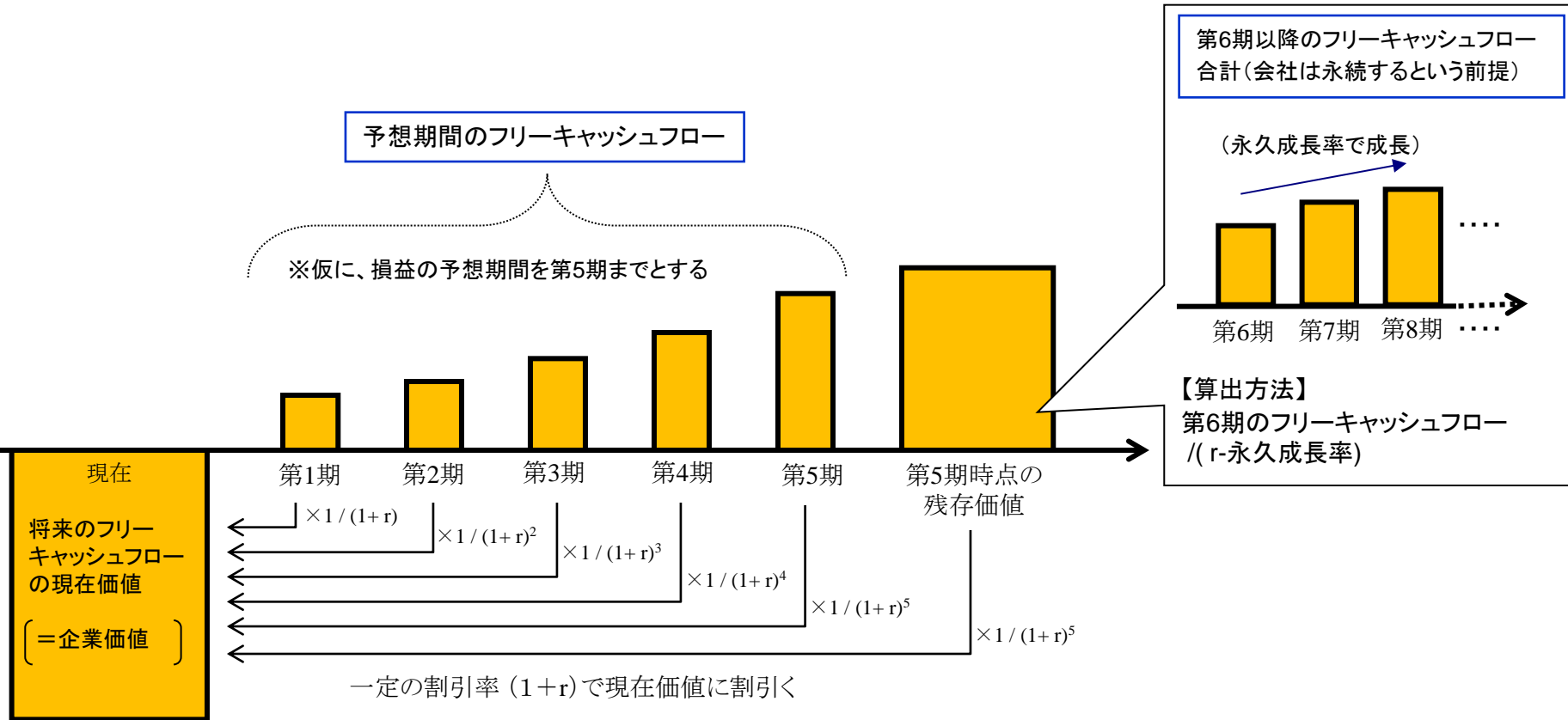
### ◆将来配当の推移



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。

# 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。





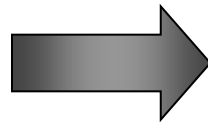
# 企業価値測定の見点

**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**

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



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

# FCFマネジメント・システム

## 企業価値を算出する上で必要となる3つのファクター

### ⌘フリーキャッシュフロー

- ☑企業が当期に生み出した中で、資金提供者に自由に配分することができるキャッシュフロー
- ☑論者によって定義がさまざま
- ☑営業キャッシュフローから経常的に必要となる設備投資・事業投資を控除した金額がフリーキャッシュフローであるが、経常的に必要かどうかについては社外の投資家などからは判断が困難であるため。

### ⌘資本コスト

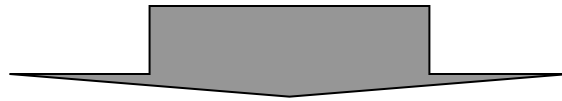
- ☑当該企業への資金提供者が最低限必要とする投下資本収益率
- ☑ハードルレート

### ⌘FCFの成長率

- ☑戦略分析・経済分析・業界分析などにより将来のFCFの推移のシナリオを描く必要がある。

# 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

# NOPAT、フリーキャッシュフローの算出と キャッシュ・フロー計算書の関係性

## ◆NOPATの算出(ピジョン 2019年1月期決算)

	金額(単位:百万円)	
売上高	104,747	営業利益 計算
売上原価	50,882	
販売費及び一般管理費	34,246	
営業利益	19,612	
営業利益に対する税金	5,431.5	税金計算
繰延税金資産(純額)増加	+606	
持分法投資損益	0	営業利益(税控 除)計算
NOPAT	13,574.5	

※営業利益に対する税金＝法人税等－（受取利息・配当金－支払利息節税分＋  
その他営業外損益等）× 0.3

# NOPAT、フリーキャッシュフローの算出と キャッシュ・フロー計算書の関係性

## ◆NOPATの算出 解説文

項目	算出式	説明
営業利益に対する税金	法人税等 5,667 -受取利息・配当金×0.3 - 246×0.3 +支払利息×0.3 + 2×0.3 +その他営業外損失等×0.3 -541×0.3	営業活動に対する税金を算出することから、営業外活動における益金への支払課税は控除。ノンレバレッジ(資金調達活動の影響を除外)利益に対する税金を算出するため、支払利息節税額を追加。
繰延税金資産減少額	繰延税金資産・負債の脚注参照 資産 -(1,463-1,073) 負債 +(3,257-3,041)	繰延税金資産は将来解消される課税所得と財務会計利益の差額に賦課される前払税金、繰延税金負債は未払税金を指す。ともに解消されることはないという前提で、増加した場合にはNOPATにネガティブな影響あり。
持分法投資損益	持分法投資損益 +0	持分法投資損益は関連会社が計上した当期純利益の親会社持分を意味する。日本企業は関連会社を本業上で活用しているケースも多いことから営業利益金額に追加。

※「法人税等」には、「法人税・事業税・住民税等」+「法人税等調整額」を活用。「その他営業外損失」=「特別損失」-「特別利益」+「営業外収益」(受取利息・配当金、持分法投資損益を除く)-「営業外費用」(支払利息を除く)

# NOPAT、フリーキャッシュフローの算出と キャッシュ・フロ計算書の関係性②

## ◆フリーキャッシュフローと財務諸表の関係性

	項目	金額	BS、PL項目	CF計算書
キャッシュ・インフロー	NOPAT	13,574.5	損益計算書 項目	営業CF
	減価償却費・のれん償却費	2,804		
	現金支出を伴わない費用・損失	38		
	グロス・キャッシュフロー	16,416.5		
キャッシュ・アウトフロー	運転資本の増減(増加はプラス)	3,246	貸借対照表 項目	投資CF
	固定資産投資	3,720		
	総投資額	6,966		
	フリー・キャッシュフロー	9,450.5		

※「運転資本の増減」は次々シート、「現金支出を伴わない費用・損失」、「有形・無形固定資産投資」は次シートを参照。

# NOPAT、フリーキャッシュフローの算出と キャッシュ・フロー計算書の関係性

## ◆FCFの算出 解説文

項目	算出式	説明
現金支出を伴わない費用・損失	連結キャッシュ・フロー計算書内  貸倒引当金の増減額            -25 賞与引当金の増減額            -47 退職給付に係る負債の増減額    28 役員退職慰労引当金の増減額    82	減価償却費以外では減損損失、固定資産除売却損益、退職給付引当金の増減額などが対象となる(営業利益計算に含まれるもの)。減損や固定資産処分損などは固定資産投資計算に反映させることからここには反映しない。
固定資産投資	固定資産増減額(連結BS、繰延税金資産(固定項目)を除く) 27,080－26,289 － (228－217) +減価償却費+のれん償却額+減損損失+ 固定資産売却・処分・評価損(連結CF) +2,638+166+93-123+278-112	「期末固定資産」＝「期首固定資産＋当期固定資産投資金額－減価償却費－固定資産売却・処分損－減損損失」が成立することを前提としている。

# NOPAT、フリーキャッシュフローの算出と キャッシュ・フロー計算書の関係性③

## ◆運転資金の算出

	2018年1月期	2019年1月期
事業用流動資産	57,434	58,236
現金・有価証券	31,346	30,949
売上債権	16,440	15,004
棚卸資産	8,711	10,640
その他流動資産 (繰延税金資産を除く)	937	1,643
利払いのない流動負債	17,553	15,109
支払債権	6,991	6,527
未払金・未払費用等 (繰延税金負債を除く)	10,562	8,582
運転資金	39,881	43,127



# NOPAT、フリーキャッシュフローの算出と キャッシュ・フロー計算書の関係性④

## ◆投下資本の算出

	2018年1月期	2019年1月期
事業用流動資産	57,434	58,236
利払いのない流動負債	17,553	15,109
運転資金	39,881	43,127
有形固定資産合計	21,116	21,127
無形固定資産合計	3,307	4,223
投資及びその他の資産合計 (繰延税金資産を除く)	1,648	1,501
繰延税金資産(純額)	(1,968)	(1,793)
投下資産総額	42,868	47,508

# 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

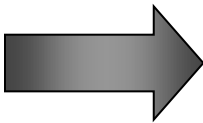
MV=株式時価総額    BV=自己資本    NI=当期純利益

$r_E$ =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、

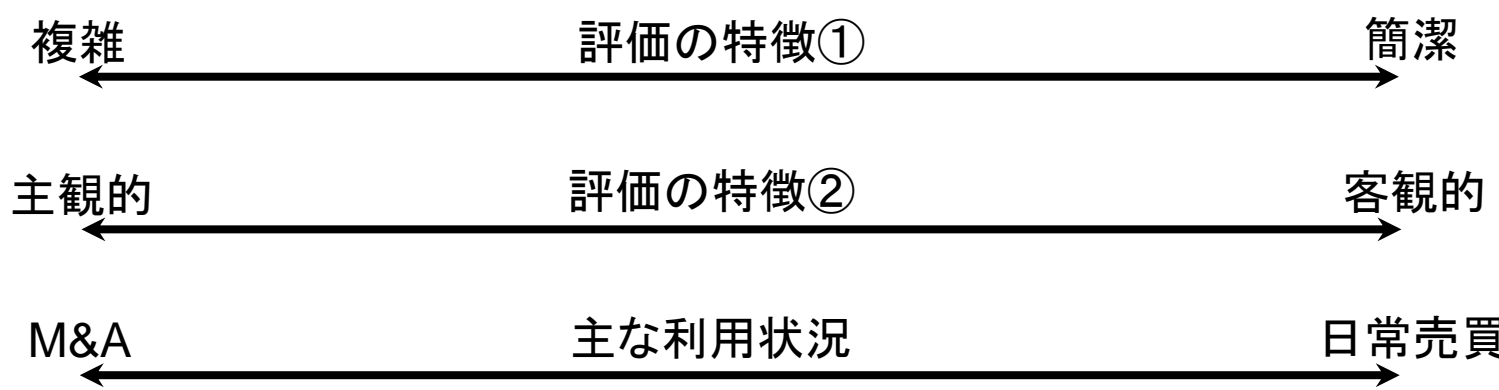
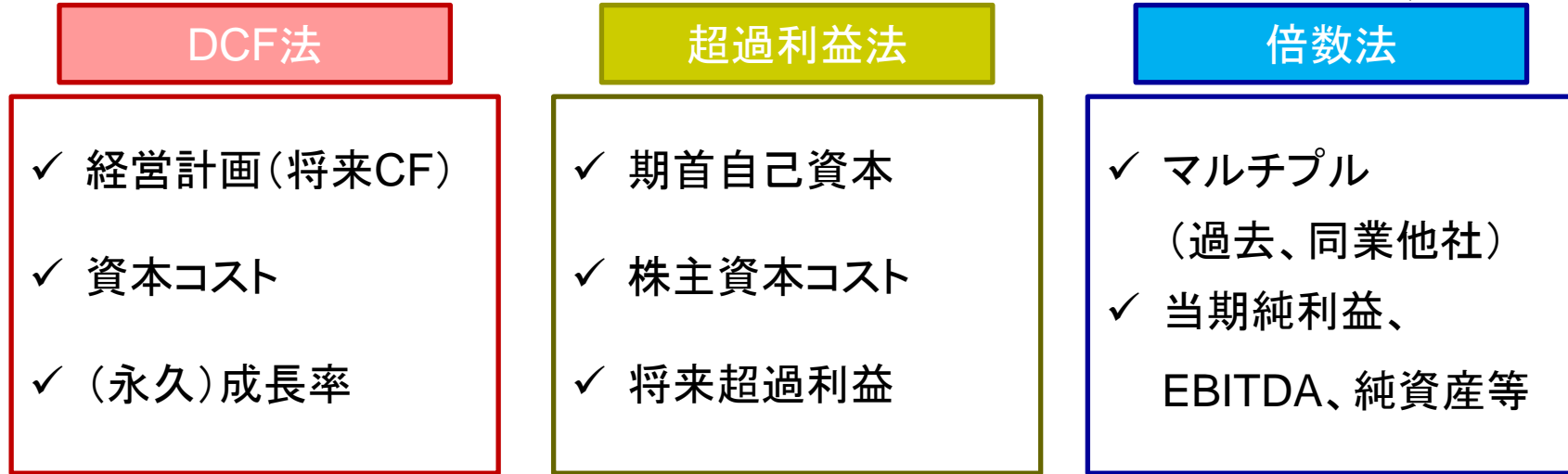
- 
- ① 残余（超過）利益（エクイティ・スプレッド×期首株主資本）
  - ② 株主資本コスト
  - ③ 残余（超過）利益成長率

※エクイティ・スプレッド=ROE- $r_E$

企業価値を算出する

# バリュエーション・フレームワーク

【主要な構成要素】



# 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10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。

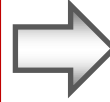
作業⑤ 株式市場が御社のファンダメンタルズをどれほど織り込んでいるかを検討したうえで、なぜギャップが生じているのかについて検討してください。

# DCF法の算出ステップ

## Step1

### 過去のBS/PL/CFを組み替える。

(※事業用資産・非事業用資産の分離、NOPAT・投下資本の算出など)

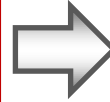


- ✓ 事業用資産と非事業用資産の分離。
- ✓ 非有利子純債務を資本から控除し、投下資本算出。
- ✓ 事業用資産や投下資本とNOPATを対応させる。
- ✓ NOPATに償却費を加え、正味運転資本投資、資本的支出を控除し、FCFを算出。

## Step2

### 予測財務諸表を作成する。

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

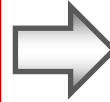


- ✓ 経営計画や目標に照らして売上シナリオ、ROICシナリオを構築。
- ✓ 過去業績分析に基づきバリュードライバーを特定。将来シナリオ作成に反映。特に運転資本、資本的支出、資金調達シナリオを意識。

## Step3

### 資本コストを測定する。

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

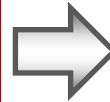


- ✓ 有利子負債利率
- ✓ 市場 $\beta$ (Bloomberg、Barra、修正)
- ✓ 市場リスクプレミアム
- ✓ 無リスク利率

## 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)

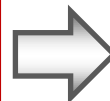


- ✓ 事業価値に非事業用資産を加えて、企業価値(Enterprise Value)を算出。
- ✓ 企業価値から有利子負債を控除し、株主価値を算出。
- ✓ 株主価値を発行済み株式でわり、理論価値を算出。

## Step5

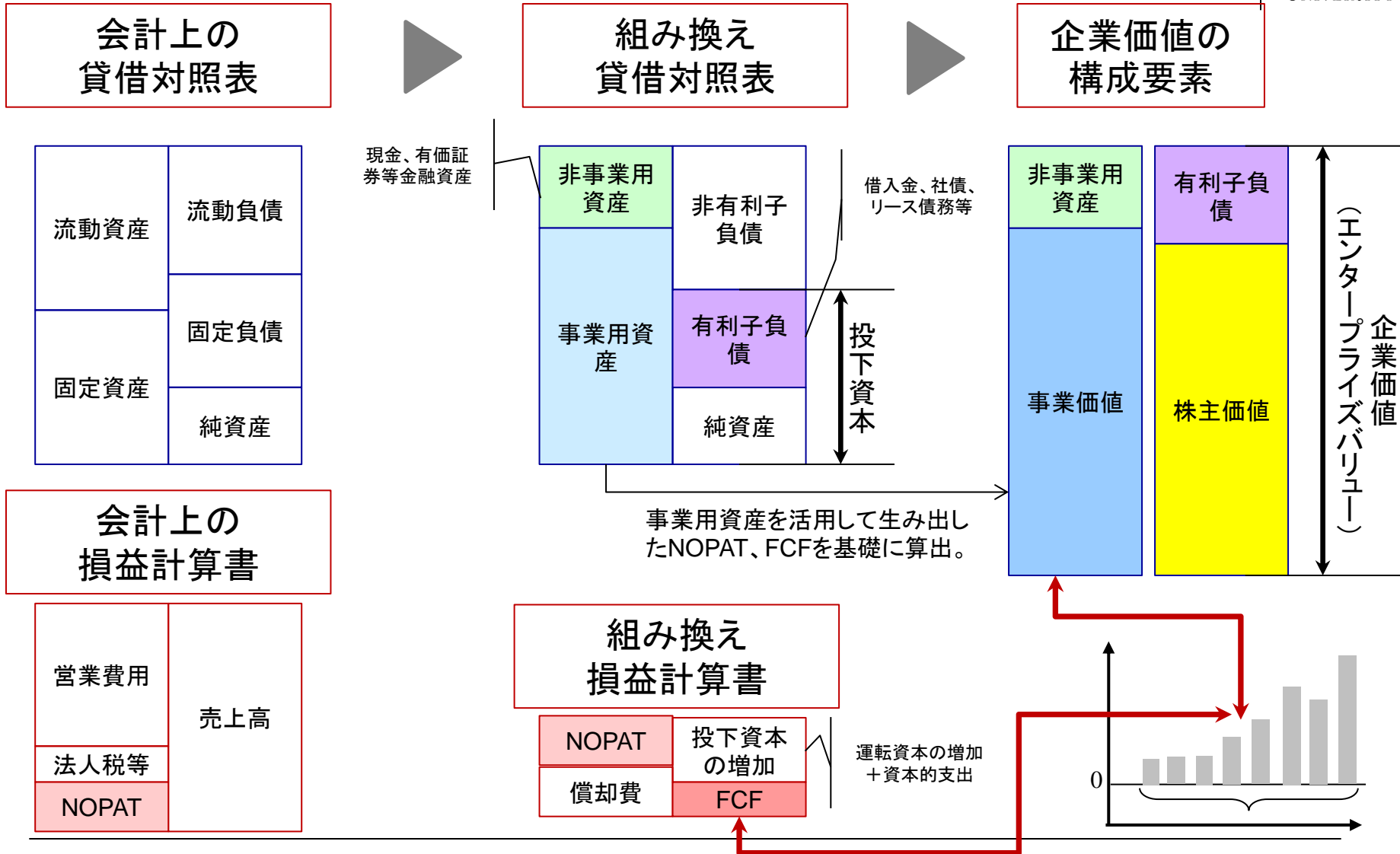
### 価値評価額を検証する。

(※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 $\beta$ (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  $\tau$ :法人税率

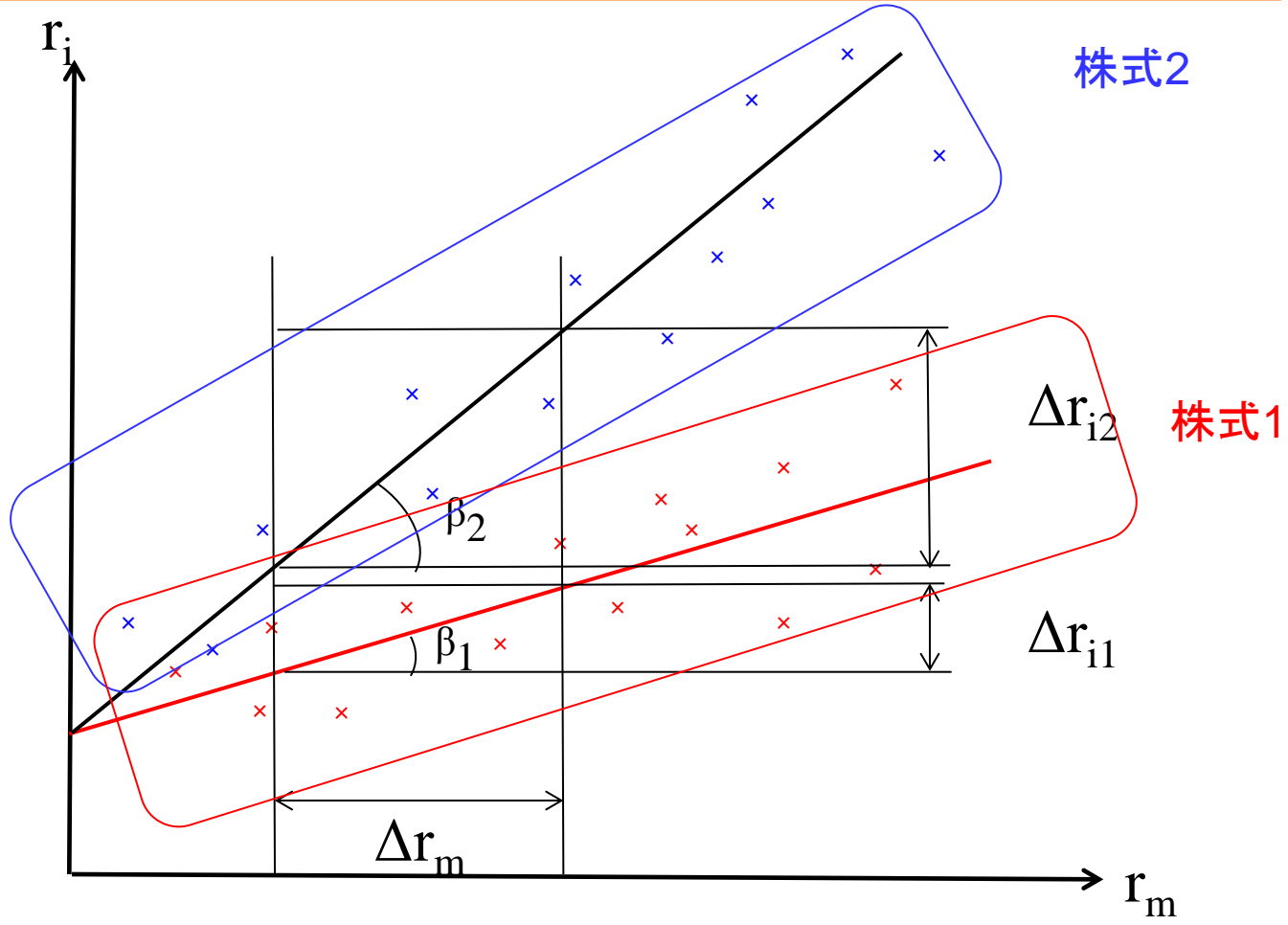
$$r_E:株主資本コスト率 = r_F + \beta \times (r_M - r_F)$$

$r_F$ :無リスク利率  $r_M$ :市場Index利益率  $(r_M - r_F)$ :市場リスク・プレミアム  
 $\beta$ :市場 $\beta$   $r_D$ :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。

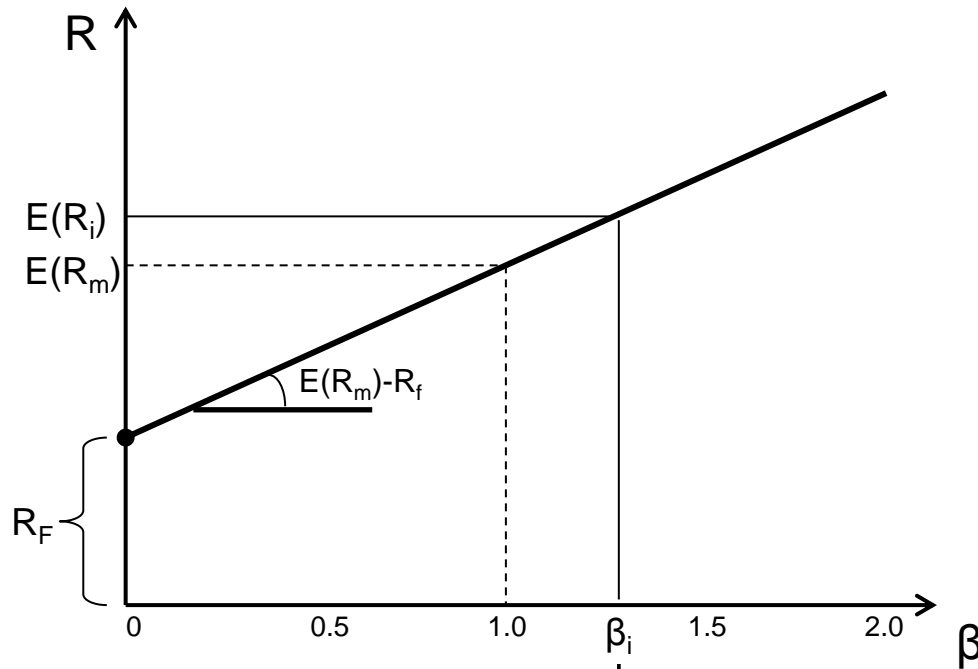
# Step3 資本コストを算出する

株式1と株式2では、どちらの株式のリスクが高いか？



# 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】

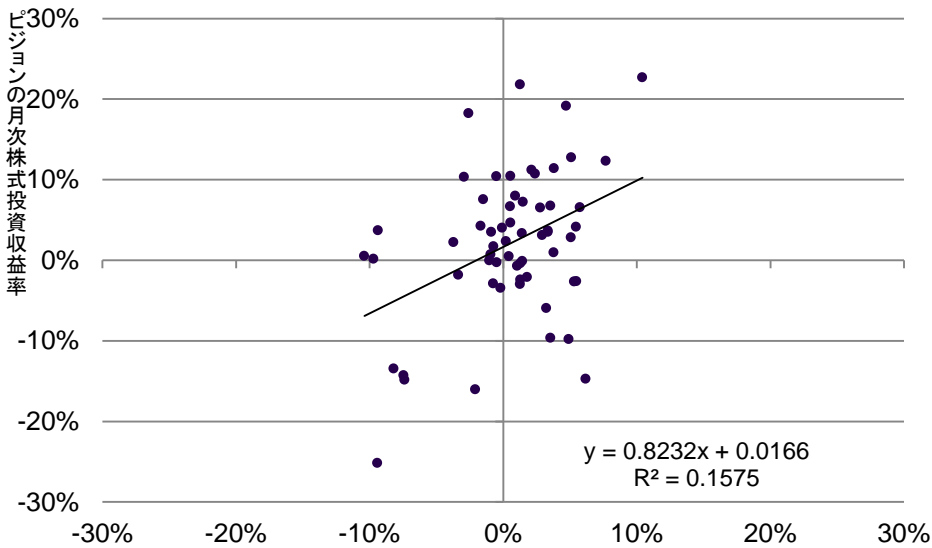
- ✓ 市場(景気)変動との連動
- ✓ ボラティリティー比

## 【財務リスクと事業リスク】

- ✓ DEレシオ→財務リスク
- ✓ Unlevered  $\beta$ →事業リスク

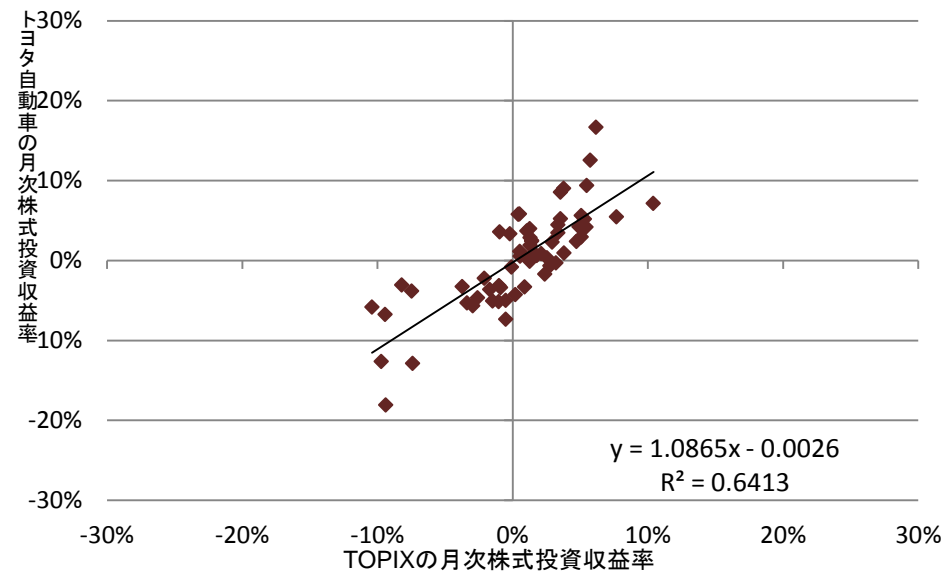
# 市場ベータの推定

## ■ピジョン



※2014年1月～2019年01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、ピジョンの株価は反応しにくいことから相対的に経済環境の変化に対して、同社の評価については影響を受けにくいことが確認できる。一方で、トヨタ自動車は経済環境の変化に対して、連動して影響を受ける傾向がある。

# 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/jgbc\\_m\\_all.csv](http://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/data/jgbc_m_all.csv)

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

日本・国債10年もの利回り



## 【市場ベータ】

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

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

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

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

## 【市場リスクプレミアム(ERP)】

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

[https://www.ibbotson.co.jp/productservice/cost\\_of\\_capital.html/](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。

# 市場βをいかに修正するか①

Market Indexによる各社の株式リターン説明力は必ずしも高くないケースが少なくない。どのように対応すべきか？

## 【修正①】Unlevered βの算出

市場βが不安定なのは、統計モデルの不安定性に起因する。多数のサンプルで事業リスクを推計すれば安定する。

1. 産業ごとにUnlevered βを修正（各社のLevered βをレバレッジで調整し、産業平均値・中央値を算出）。
2. 1で算出したUnlevered βを活用し、各社の有利子負債、株式時価総額に基づき、各社のLevered βを推定。

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

## 【修正②】修正βの活用

BARRAやBloombergなどのデータベースで活用する市場βは市場全体のβは1.0に収束すると考えるBloomの原則で修正。

各社の市場βを調整。

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

※証券会社によっては切片に0.4ないしは0.45、市場βに乗じる係数を0.6ないしは0.55とするケースもある。

## 市場βをいかに修正するか②

会社名	市場β	市場β R2	修正β①	Industry	Industry Unlevered β	有利子負債	実効税率	株式時価総額	修正β②
旭化成	0.929	0.452	0.952	Materials	0.738	301,745	0.211	1,953,184	0.828
アドバンテスト	0.916	0.328	0.944	Semiconductors and Semiconductor Equipment	1.044	29,872	0.254	396,398	1.102
AGC	1.359	0.515	1.239	Capital Goods	0.823	516,618	0.307	1,118,274	1.086
カシオ	1.146	0.380	1.098	Consumer Durables and Apparel	0.618	73,218	0.205	390,673	0.710
京王	0.814	0.455	0.876	Transportation	0.528	352,180	0.325	554,969	0.755
小林製薬	0.649	0.283	0.766	Household and Personal Products	0.702	776	0.297	577,669	0.703
スカパーJSAT	0.920	0.444	0.947	Media and Entertainment	0.952	92,766	0.363	141,970	1.349
日揮	1.100	0.393	1.067	Capital Goods	0.823	67,656	0.469	583,840	0.874
セブン&i	0.632	0.489	0.755	Food and Staples Retailing	0.499	1,021,754	0.287	3,945,959	0.591
双日	0.886	0.481	0.924	Capital Goods	0.823	911,479	0.232	426,582	2.173
ソニー	0.882	0.377	0.921	Consumer Durables and Apparel	0.618	1,359,418	0.217	6,511,064	0.719
SOMPO HD	1.219	0.584	1.146	Insurance	0.759	654,914	0.000	1,632,202	1.063
太平洋セメント	1.158	0.356	1.106	Materials	0.738	307,450	0.299	478,373	1.071
高島屋	0.848	0.460	0.899	Retailing	0.600	175,296	0.311	380,579	0.791
TDK	1.404	0.531	1.269	Technology Hardware and Equipment	0.900	483,019	0.288	1,210,540	1.156
テルモ	0.807	0.352	0.871	Health Care Equipment and Services	0.680	336,211	0.145	1,967,639	0.779
デンソー	1.123	0.645	1.082	Automobiles and Components	1.646	473,850	0.237	4,537,996	1.777
東京海上HD	1.164	0.649	1.109	Insurance	0.759	966,585	0.152	3,506,136	0.936
TOTO	1.323	0.561	1.216	Capital Goods	0.823	35,819	0.303	949,013	0.845
長瀬産業	1.050	0.663	1.033	Capital Goods	0.823	85,907	0.268	226,008	1.052
ニコン	0.906	0.401	0.937	Consumer Durables and Apparel	0.618	128,313	0.381	751,228	0.683



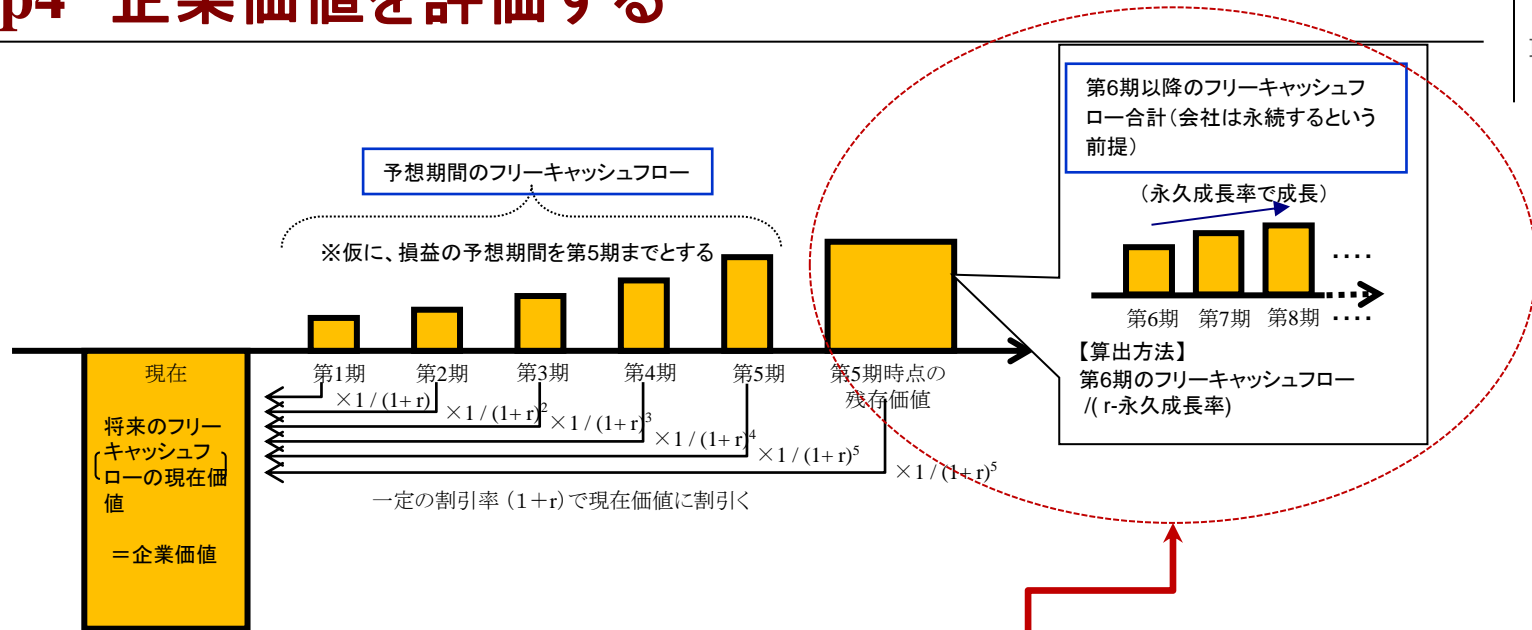
# 市場βをいかに修正するか③

会社名	市場β	市場β R2	修正β①	Industry	Industry Unlevered β	有利子負債	実効税率	株式時価総額	修正β②
JR西日本	0.645	0.390	0.763	Transportation	0.528	943,522	0.320	1,438,680	0.764
ニチレイ	0.519	0.145	0.679	Food, Beverage and Tobacco	0.497	97,744	0.294	391,826	0.585
日清紡HD	1.054	0.479	1.036	Capital Goods	0.823	158,112	0.727	266,738	0.956
日本瓦斯	0.833	0.251	0.889	Utilities	0.350	41,366	0.305	212,235	0.398
日本通運	0.797	0.410	0.864	Transportation	0.528	397,226	0.788	683,586	0.593
NEC	0.854	0.274	0.903	Technology Hardware and Equipment	0.900	516,070	0.308	777,198	1.314
日本ユニシス	0.697	0.256	0.798	Software and Services	0.909	27,994	0.223	230,123	0.994
博報堂DY	0.838	0.472	0.892	Media and Entertainment	0.952	9,955	0.344	545,479	0.964
パナソニック	1.025	0.524	1.017	Consumer Durables and Apparel	0.618	1,239,444	0.334	3,547,567	0.762
日立製作所	1.106	0.572	1.071	Technology Hardware and Equipment	0.900	1,050,294	0.206	3,721,208	1.102
富士フイルムHD	0.860	0.544	0.906	Technology Hardware and Equipment	0.900	454,178	0.274	1,826,125	1.063
ブラザー工業	1.200	0.447	1.134	Technology Hardware and Equipment	0.900	121,023	0.276	642,186	1.023
丸井グループ	1.138	0.417	1.092	Retailing	0.600	485,331	0.344	480,824	0.998
三井化学	1.146	0.544	1.097	Materials	0.738	460,571	0.161	666,616	1.166
ミネベアミツミ	1.570	0.457	1.380	Capital Goods	0.823	157,646	0.160	952,492	0.937
村田製作所	1.389	0.471	1.259	Technology Hardware and Equipment	0.900	14,242	0.130	3,107,077	0.904
明治HD	0.494	0.182	0.662	Food, Beverage and Tobacco	0.497	119,102	0.320	1,174,538	0.531
メイバル	0.982	0.477	0.988	Health Care Equipment and Services	0.680	55,987	0.314	490,308	0.733
ヤマトHD	0.711	0.310	0.808	Transportation	0.528	153,039	0.436	1,052,126	0.572
トール日レス	0.551	0.251	0.701	Consumer Services	0.424	1,594	0.335	118,058	0.428
JR西日本	0.645	0.390	0.763	Transportation	0.528	943,522	0.320	1,438,680	0.764

# 市場βをいかに修正するか④

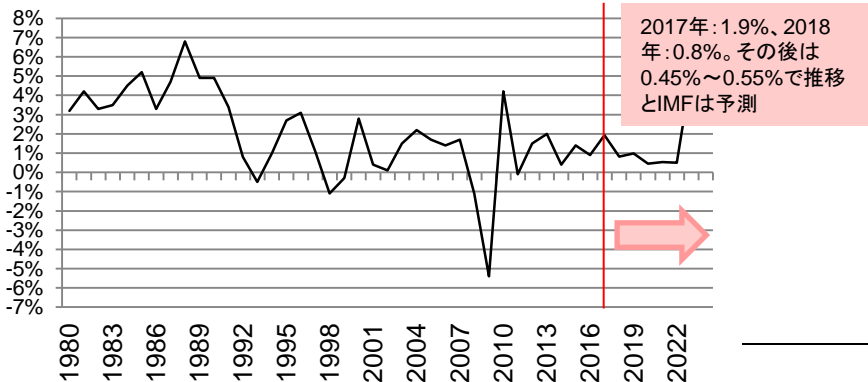
産業名	平均値	中央値	産業名	平均値	中央値
Aerospace and Defense	0.876	0.876	Hotels, Restaurants and Leisure	0.391	0.389
Air Freight and Logistics	0.599	0.653	Household Durables	0.661	0.676
Airlines	0.569	0.569	Household Products	0.753	0.803
Auto Components	1.747	0.767	Independent Power and Renewable Electricity Producers	0.491	0.491
Automobiles	0.816	0.867	Industrial Conglomerates	0.758	0.853
Banks	0.477	0.416	Insurance	0.759	0.858
Beverages	0.436	0.434	Interactive Media and Services	1.351	1.476
Biotechnology	0.824	0.824	Internet and Direct Marketing Retail	0.930	0.614
Building Products	0.751	0.765	IT Services	0.928	0.791
Capital Markets	0.800	0.766	Leisure Products	0.604	0.571
Chemicals	0.802	0.810	Life Sciences Tools and Services	1.671	1.371
Commercial Services and Supplies	0.528	0.576	Machinery	0.950	0.846
Communications Equipment	1.038	0.803	Marine	0.422	0.408
Construction and Engineering	0.777	0.780	Media	0.876	0.800
Construction Materials	0.707	0.799	Metals and Mining	0.709	0.695
Consumer Finance	0.135	0.232	Multiline Retail	0.607	0.626
Containers and Packaging	0.528	0.464	Oil, Gas and Consumable Fuels	0.500	0.459
Distributors	0.524	0.544	Paper and Forest Products	0.473	0.489
Diversified Consumer Services	0.598	0.570	Personal Products	0.680	0.653
Diversified Financial Services	0.305	0.167	Pharmaceuticals	0.683	0.752
Diversified Telecommunication Services	0.340	0.340	Professional Services	0.367	0.663
Electric Utilities	0.181	0.183	Real Estate Management and Development	0.257	0.551
Electrical Equipment	0.858	0.820	Road and Rail	0.506	0.461
Electronic Equipment, Instruments and Components	0.895	0.879	Semiconductors and Semiconductor Equipment	1.044	1.038
Energy Equipment and Services	0.835	0.803	Software	0.866	0.897
Entertainment	0.957	0.774	Specialty Retail	0.548	0.572
Equity Real Estate Investment Trusts (REITs)	0.185	0.189	Technology Hardware, Storage and Peripherals	0.863	0.859
Food and Staples Retailing	0.499	0.486	Textiles, Apparel and Luxury Goods	0.573	0.575
Food Products	0.510	0.449	Thrifts and Mortgage Finance	0.265	0.265
Gas Utilities	0.474	0.521	Tobacco	0.505	0.505
Health Care Equipment and Supplies	0.699	0.666	Trading Companies and Distributors	0.628	0.567
Health Care Providers and Services	0.622	0.633	Transportation Infrastructure	0.675	0.732
Health Care Technology	0.927	0.927	Wireless Telecommunication Services	0.655	0.489

# Step4 企業価値を評価する

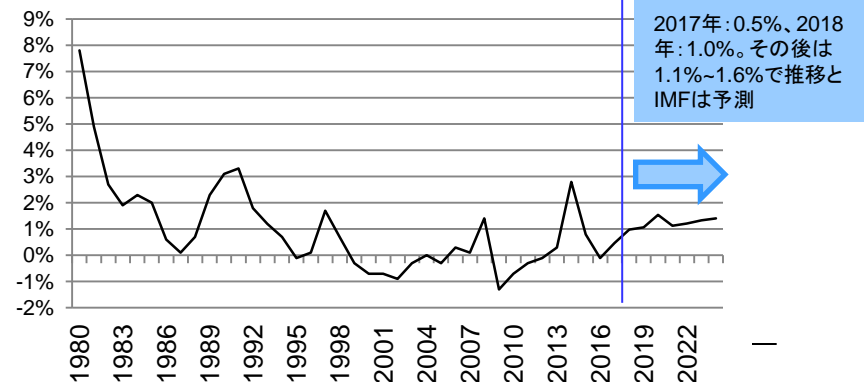


$$\text{Enterprise Value} = \frac{FCF_{i,1}}{(1+r)^1} + \frac{FCF_{i,2}}{(1+r)^2} + \frac{FCF_{i,3}}{(1+r)^3} + \frac{FCF_{i,4}}{(1+r)^4} + \frac{FCF_{i,5}}{(1+r)^5} + \sum \frac{FCF_{i,6}}{(r-g)(1+r)^5}$$

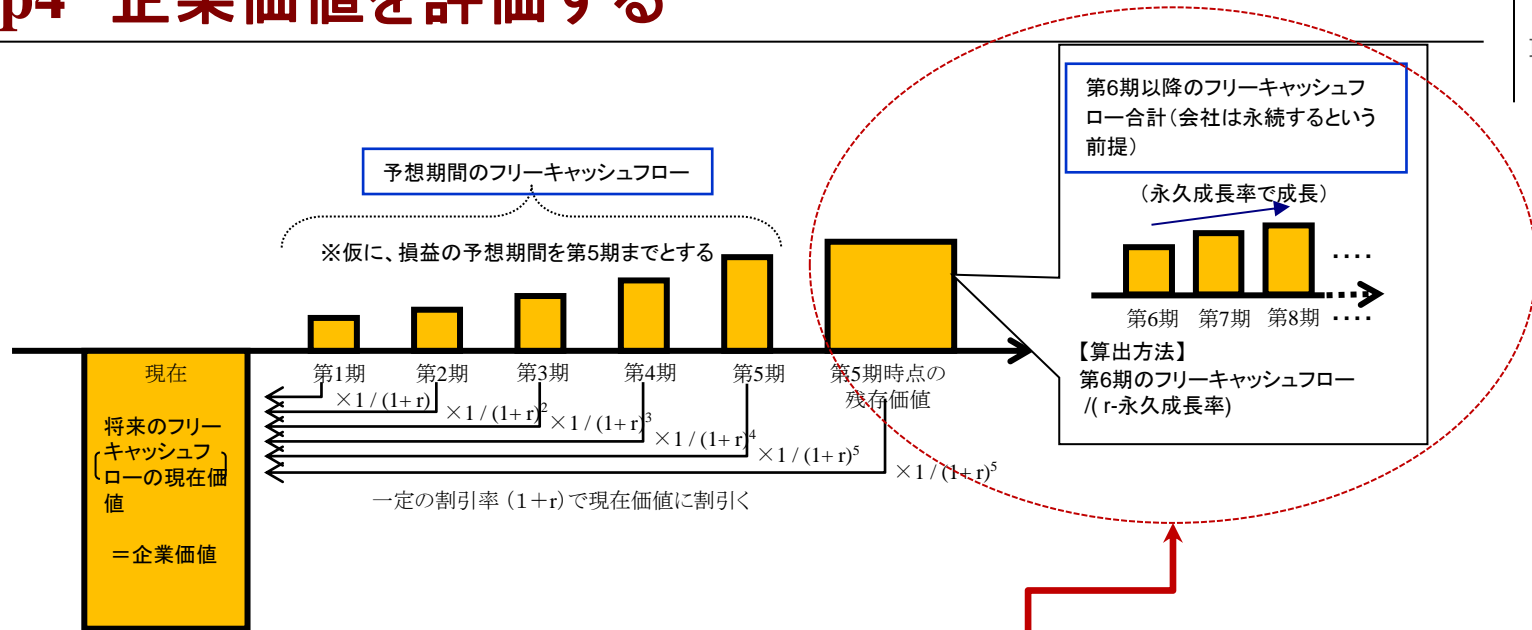
名目GDP成長率(日本)



インフレ率(日本)

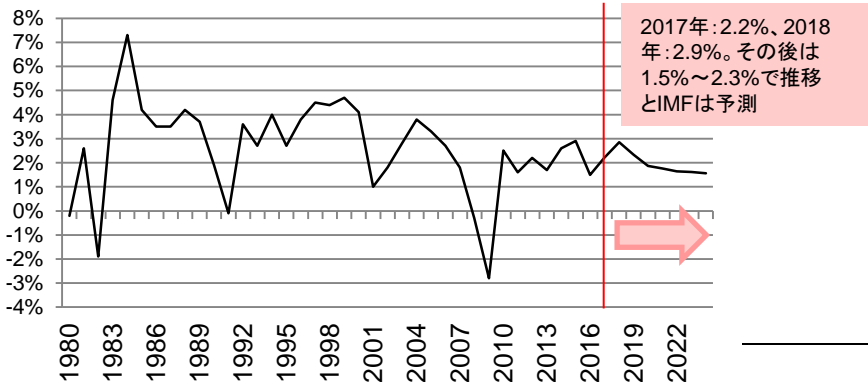


# Step4 企業価値を評価する

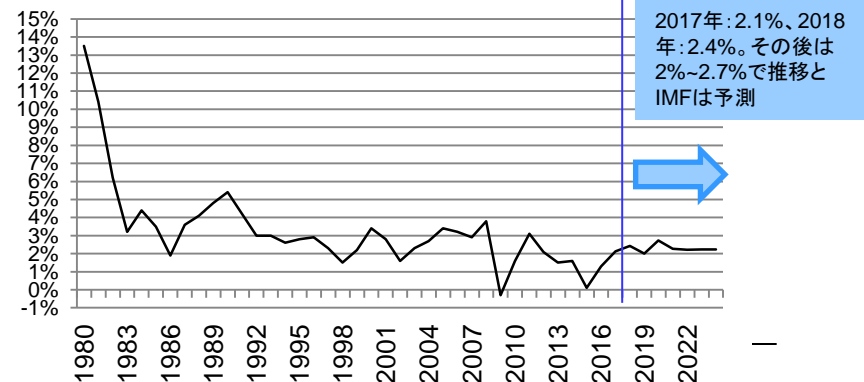


$$Enterprise Value = \frac{FCF_{i,1}}{(1+r)^1} + \frac{FCF_{i,2}}{(1+r)^2} + \frac{FCF_{i,3}}{(1+r)^3} + \frac{FCF_{i,4}}{(1+r)^4} + \frac{FCF_{i,5}}{(1+r)^5} + \sum \frac{FCF_{i,6}}{(r-g)(1+r)^5}$$

名目GDP成長率(米国)



インフレ率(米国)



## Step5 価値評価額の検証

### 感応度分析

- ✓ 経営計画
- ✓ 経営者による予想
- ✓ アナリスト予想

### 一定成長モデル

- ✓ FCF
- ✓ 資本コスト
- ✓ 成長率

### 倍数法・乗数法

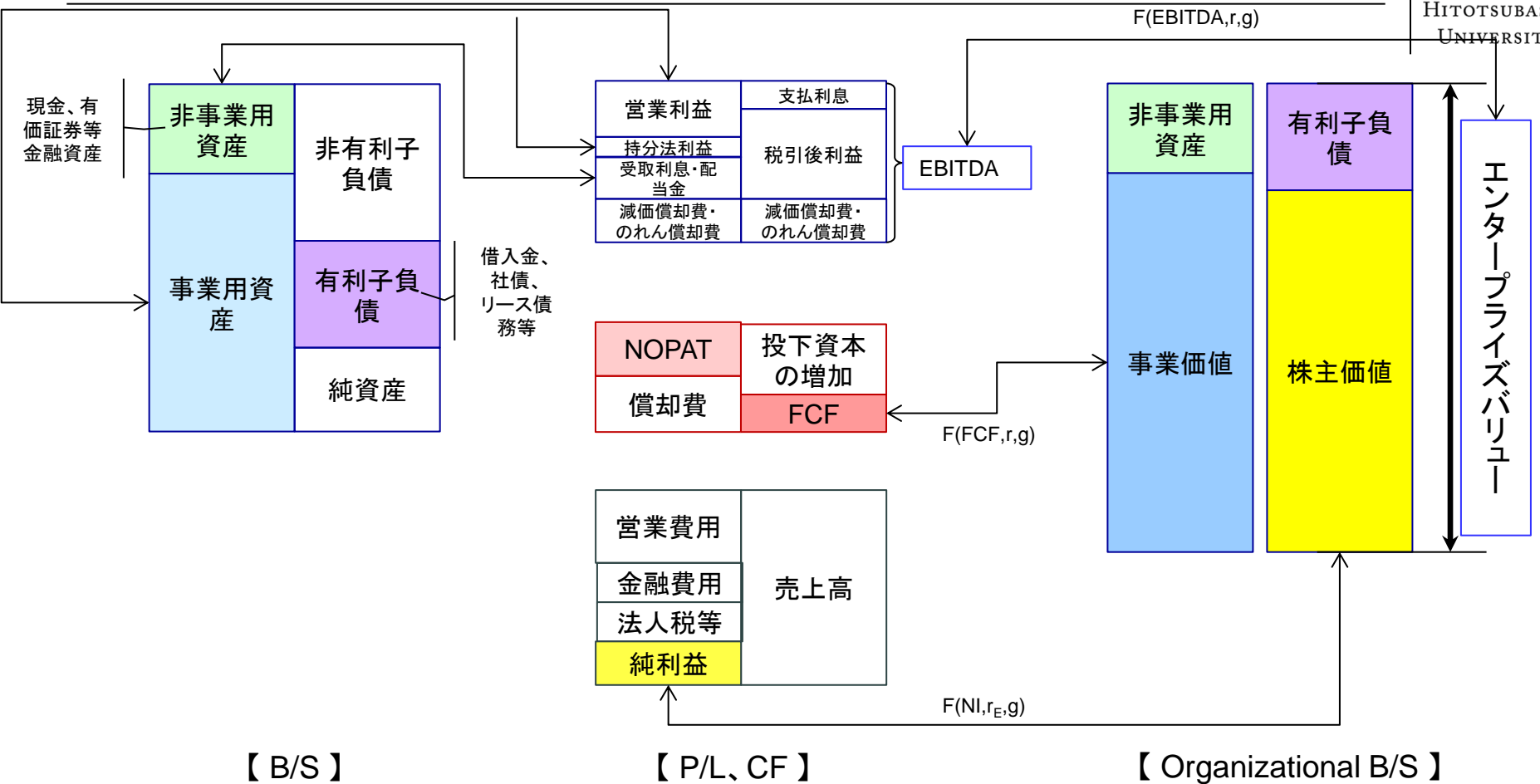
- ✓ ROIC
- ✓ 成長性
- ✓ 資本コスト

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

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

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

# 倍数法の適用



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

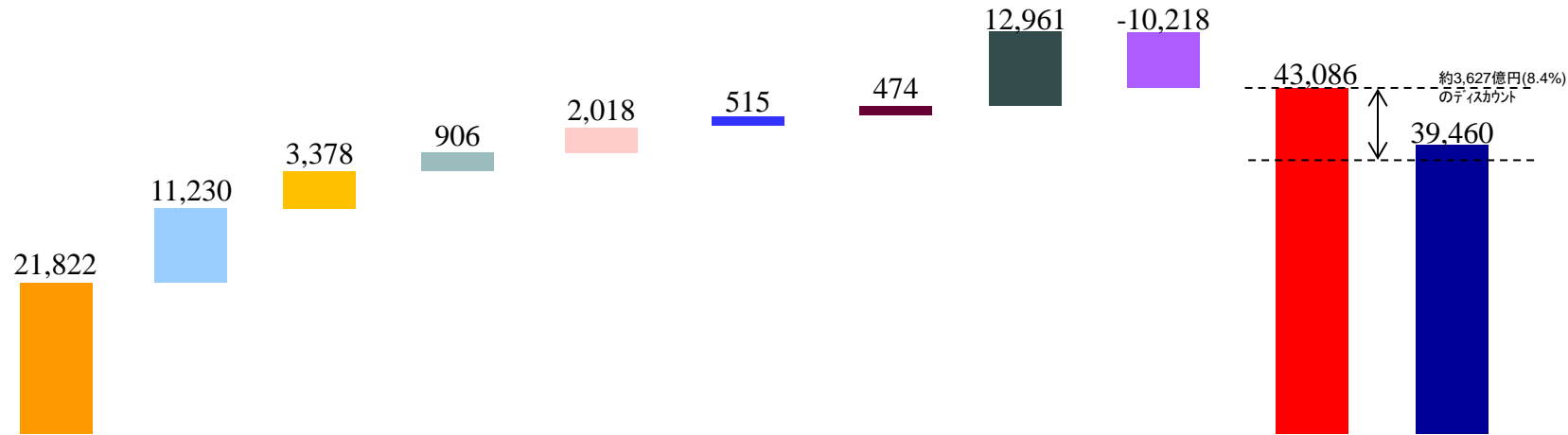


# 業界別Multiples(EV/EBITDA)

	25%	50%	75%		25%	50%	75%		25%	50%	75%	Y
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	

# 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。



## 価値算出シミュレーション

# ビジョンの価値評価 論点



論点①各変数の設定の時間軸をどのように設定するか。

## ■国債10年利回り

年月	期間	利率
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

# ビジョンの価値評価 論点



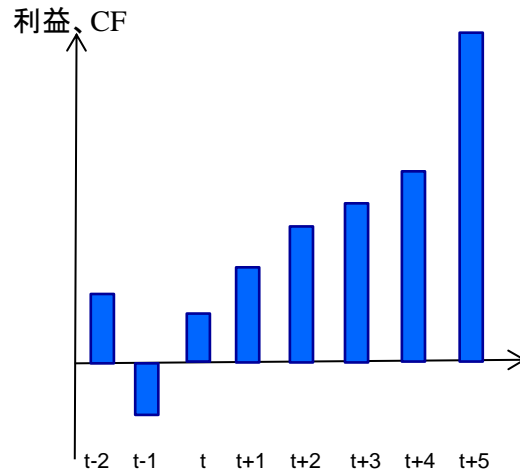
※資本コストと永久成長率の選択に応じて、どれほど価値が変わってくるか？

	6.00%	6.25%	6.50%	7.00%	6.90%	7.50%	7.75%	8.00%	8.25%	8.50%	8.75%	9.00%
0.00%	4,485	4,290	4,111	3,792	3,855	3,517	3,394	3,278	3,170	3,069	2,973	2,883
0.25%	4,607	4,400	4,210	3,874	3,939	3,585	3,456	3,335	3,222	3,116	3,017	2,924
0.50%	4,741	4,520	4,318	3,961	4,031	3,657	3,522	3,395	3,277	3,167	3,064	2,967
0.75%	4,887	4,650	4,435	4,056	4,130	3,735	3,592	3,460	3,336	3,221	3,114	3,013
1.00%	5,048	4,793	4,562	4,159	4,237	3,819	3,668	3,529	3,399	3,279	3,166	3,061
1.25%	5,226	4,951	4,702	4,270	4,354	3,909	3,750	3,603	3,467	3,340	3,223	3,113
1.50%	5,424	5,125	4,856	4,392	4,481	4,007	3,839	3,683	3,540	3,407	3,283	3,168
1.75%	5,645	5,318	5,026	4,525	4,622	4,114	3,934	3,770	3,618	3,477	3,347	3,227
2.00%	5,894	5,534	5,214	4,672	4,776	4,230	4,038	3,863	3,702	3,554	3,417	3,290

# M&Aバリュエーションにあたっての留意点

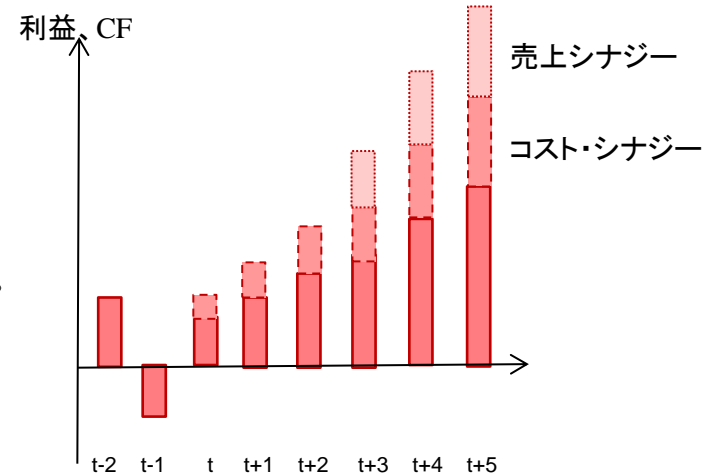
売り手

- ✓ 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。



- ✓ 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。