



Watney オンライン講義

第7回 — 企業価値評価のキーワードを知り、概略を理解しよう

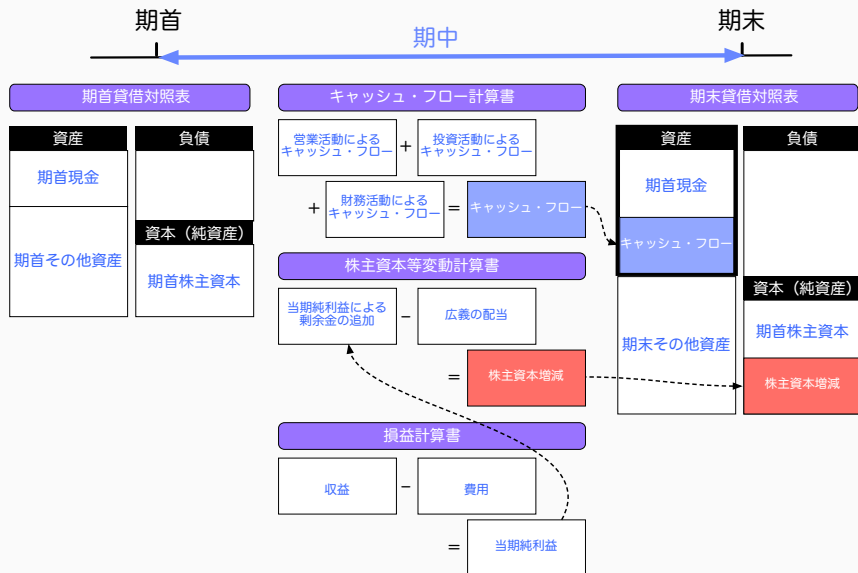
村宮 克彦

大阪大学大学院経済学研究科



財務諸表 — 総まとめ

各財務諸表の役割と連携



企業価値評価におけるキーワード

企業の価値を評価
ビジネスのリスクを負担



資金

企業価値を創造



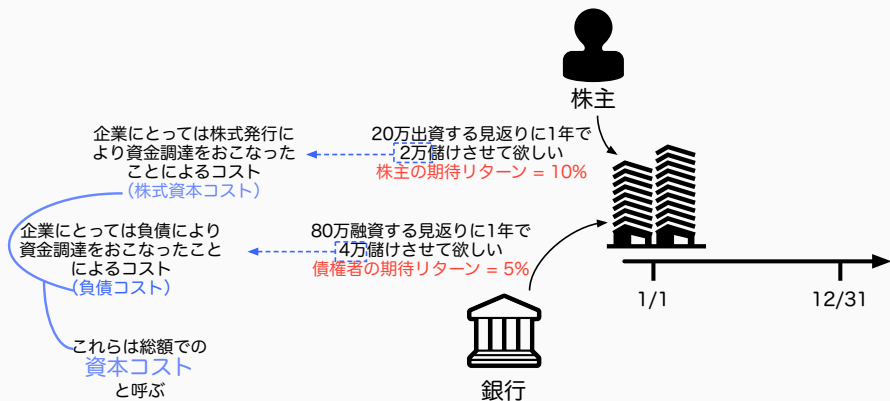
見返り（リターン）

銀行へは利息
株主へは配当+株の売却益

戦略立案
投資の実行
M&A

（出所）砂川・笠原『はじめての企業価値評価』日経文庫，2015年，図表1.2を一部改変。

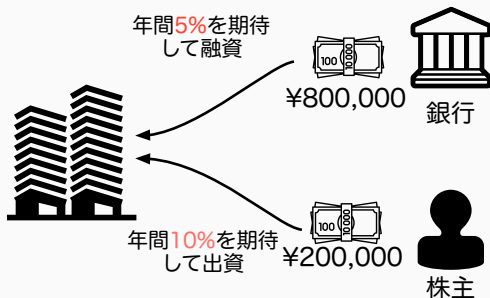
資金調達と資本コスト



レッスン 1

資金の提供主から期待されているリターン $\iff$ 企業にとっては資金調達を行ったことにより負担しなければならないコスト

次は、率で企業の資本コストを考えてみよう！



- 合計 100 万円調達したうち、銀行は 80 万円を融資し、5% のリターンを年間で期待している。株主は 20 万円を出資し、10% のリターンを年間で期待していると考えて、

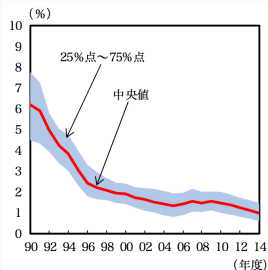
$$\begin{aligned}\text{企業に期待されているリターン} &= \underbrace{\frac{¥800,000}{¥1,000,000} \times 5\%}_{\text{銀行が期待している分}} + \underbrace{\frac{¥200,000}{¥1,000,000} \times 10\%}_{\text{株主が期待している分}} \\ &= 4\% + 2\% = 6\%\end{aligned}$$

加重平均資本コスト (WACC) という考え方

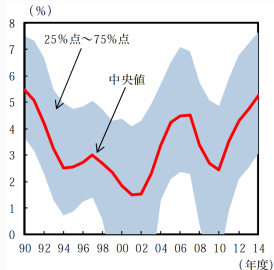
- 資金の提供主から期待されているリターンは、企業側にとっては資本コストでしたね！
- したがって、資金提供者が企業に期待しているリターン 6% は、企業が資金調達を行った結果として負担しなければならないコストを率で考えたものである。
- このように企業が債権者・株主からミックスして資金調達を行い、その結果として負担しなければならないコストを**加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital: WACC; わっく)**という。これは企業全体の資金調達コストを率で考えたものを意味する。

日本企業の平均的な資本コストは？ — 東証一部上場企業の例

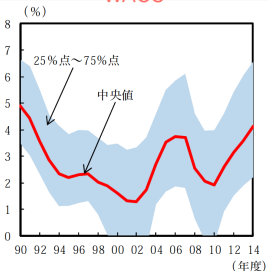
負債コスト



株式資本コスト



WACC



ハイリスク・ハイリターン
の原則

↓

リスクの高い企業に対して、
資本提供主は高いリターンを期待

↓

リスクの高い企業は資金調達に伴い
高いコストを負担しなければならない

(出所) 内閣府マンスリー・トピックス「企業の資本コスト動向」平成27年12月3日。

フリー・キャッシュ・フローという考え方

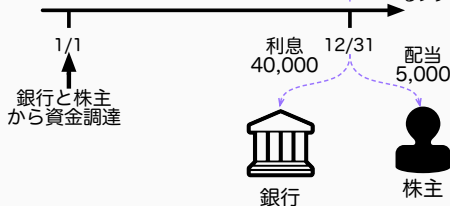
営業活動によって、1年間で
どれだけ現金の増減（キャッ
シュ・フロー）があった？

売上収入	1,000,000
仕入支出	△400,000
給料支出	△200,000
税金支出	△100,000
新規事業に対する投資	△255,000

フリー・キャッシュ・フロー 45,000
(FCF)

企業のさらなる成長のために
必要な投資はいくらあった？

営業活動によって生成されたキャッ
シュ・フローから成長に必要な投資
額を引いても、なお手元に残ってい
るフリーなキャッシュ・フロー



FCF の使い道 (Sources and Uses of Cash Equation)

$$\text{FCF} = \underbrace{\text{債権者に対する FCF}}_{\text{たとえば利息の支払い}} + \underbrace{\text{株主に対する FCF}}_{\text{たとえば配当の支払い}}$$

資本コストを稼げなければ、ダメ！

	金額ベース		率ベース	
	元々の期待	実際の成果	元々の期待	実際の成果
債権者	40,000	40,000	$\frac{40,000}{800,000} = 5\%$	$\frac{40,000}{800,000} = 5\%$
株主	20,000	5,000	$\frac{20,000}{200,000} = 10\%$	$\frac{5,000}{200,000} = 2.5\%$

— レッスン 2 —

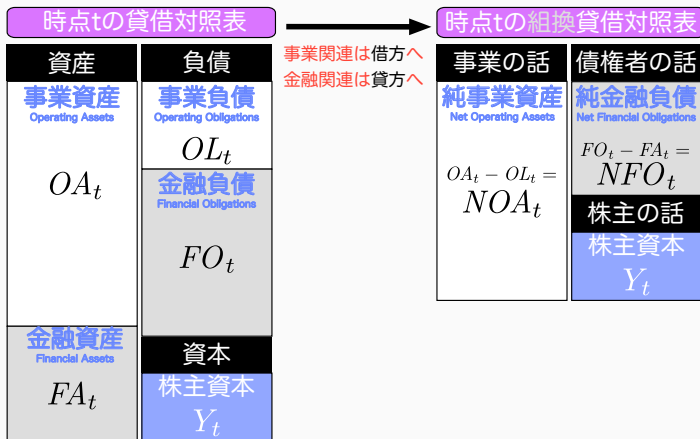
- 期待に沿うような成果があげられない企業には、誰も株主となって出資してくれない。
- 資本コストが稼げない企業は、そもそも資金調達さえできない！

—— レッスン 3 ——

- 期待を下回る成果しか上げられない部下には失望. 評価を下げますよね.
- 期待を下回る成果しか上げられない企業には失望. 株主は容赦なく企業の評価を下げます.

財務諸表を事業，債権者，株主の3つの
箱に組換

貸借対照表の組換



組換貸借対照表等式

$$\underbrace{NOA_t}_{OA_t - OL_t} = \underbrace{NFO_t}_{FO_t - FA_t} + Y_t$$

時点tの組換貸借対照表

事業の話

純事業資産

Net Operating Assets

$$OA_t - OL_t = NOA_t$$

正味運転資本
(Net Working Capital)

固定資産

売掛金 + 商品 - 買掛金
+ 建物 + 機械

債権者の話

純金融負債

Net Financial Obligations

$$FO_t - FA_t = NFO_t$$

借入金 + 社債
- 金融投資による資産

有利子負債

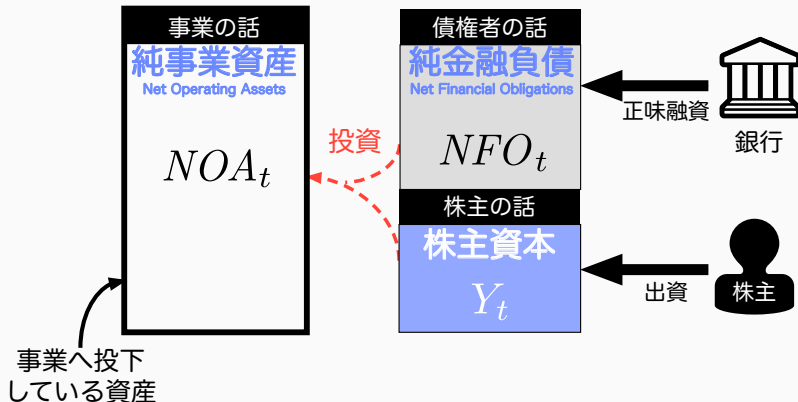
株主の話

株主資本

$$Y_t$$

投資のポジションを表すのが、組換貸借対照表

時点tの組換貸借対照表



投資の成果を確認するのが、組換損益計算書



組換損益等式

組換損益計算書等式:

$$\underbrace{NFE_{t+1}}_{\text{(金融費用 - 金融収益)}} + X_{t+1} = \underbrace{OX_{t+1}}_{\text{(} OR_{t+1} - OE_{t+1} \text{)}}$$

t+1期の組換損益計算書

債権者の話

純金融費用

Net Financial Expense

NFE_{t+1}

支払利息・社債利息
- 有価証券評価益など

株主の話

当期純利益

X_{t+1}

事業の話

事業利益

Operating Income

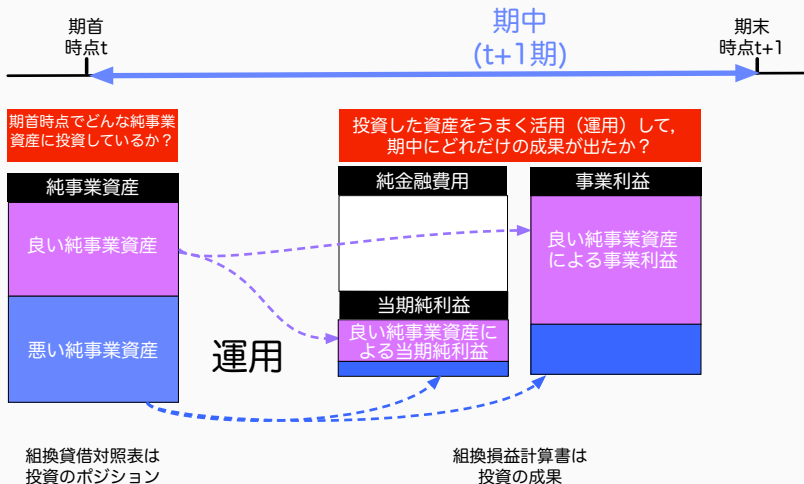
$OR_{t+1} - OE_{t+1} =$

OX_{t+1}

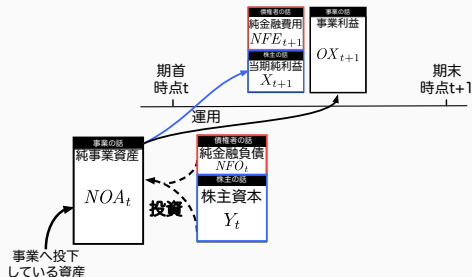
売上高 - 売上原価
- 販管費など

投資のポジションと成果を知るのが財務諸表

- 投資している純事業資産の良し悪しが成果を左右する.
- 良い投資（純事業資産）からは多額の成果が出て、悪い投資からは少額の成果しか出ない.



組換貸借対照表と組換損益計算書の関係性



会計上の事業のリターンと株主のリターン

$$\text{会計上の事業のリターン (RNOA)} = \frac{\overbrace{\frac{\text{期中事業利益}}{\text{期首純事業資産}}}}^{\text{事業の儲け}} = \frac{OX_{t+1}}{NOA_t}$$

$$\text{会計上の株主のリターン (ROE)} = \frac{\overbrace{\frac{\text{期中当期純利益}}{\text{期首株主資本}}}}^{\substack{\text{株主の儲け} \\ \text{株主への投資額}}} = \frac{X_{t+1}}{Y_t}$$

会計上の債権者のリターンは、企業にとっては会計上の正味借入コスト！

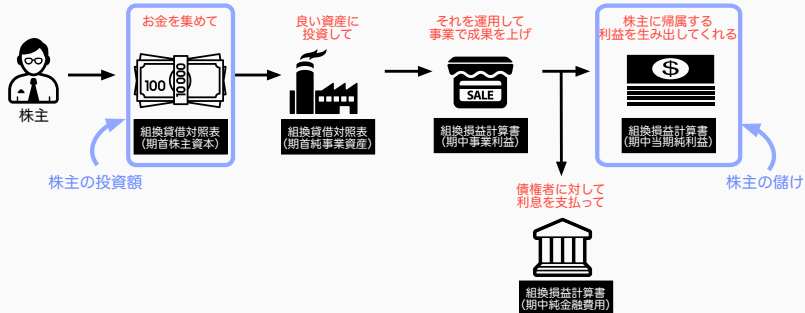
会計上の債権者のリターンは、NBC という

債権者が正味で投資している金額に対して、年間で何% の正味の利息を企業から支払って貰ったかは、以下で計算され、

$$\frac{\overbrace{\text{債権者の正味の儲け}}^{\text{純金融費用}}}{\underbrace{\text{期首純金融負債}}_{\text{債権者の正味の投資額}}} = \frac{NFE_{t+1}}{NFO_t}$$

これは、会計上の債権者の正味の投資額に対する儲け（すなわち、債権者のリターン）であり、企業にとっては、債権者から融資を受けたことに伴って負担すべき会計上の率ベースの正味借入コストを意味することから、**Net Borrowing Cost**、略して NBC という。

株主にとって良い企業とは？



ROE とは？

ROE (Return On Equity) とは、株主から委託された資本をうまく運用して、最終的に彼らに帰属する当期純利益をどれだけ生み出せたかを表し、会計上の株主のリターンを意味する。

$$\text{ROE} = \frac{\overbrace{\frac{\text{当期純利益}}{\text{期首株主資本}}}^{\text{株主の儲け}}}{\text{株主の投資額}} = \frac{X_{t+1}}{Y_t}$$

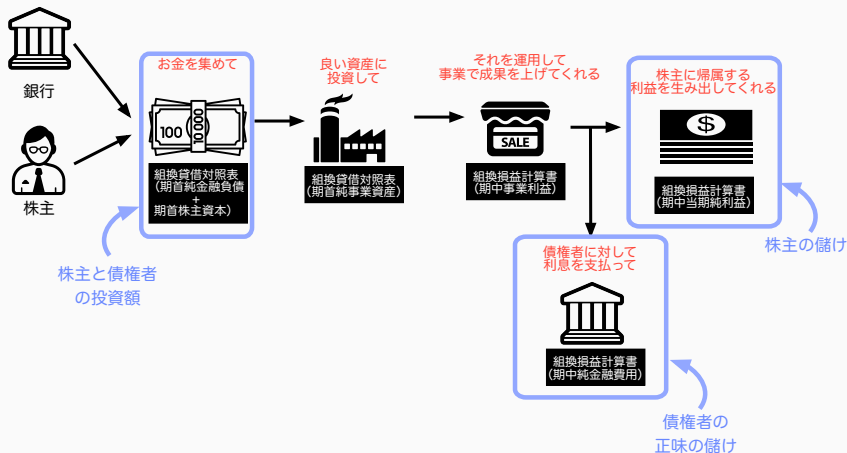
エクイティ・スプレッドとは？

会計上のリターンたる ROE と株主が期待するリターンとの差は、**エクイティ・スプレッド (Equity Spread)**と呼ばれている。

$$\begin{aligned} \text{エクイティ・スプレッド} = & \underbrace{\text{ROE}}_{\text{会計上の株主のリターン}} - \underbrace{\text{株主の期待しているリターン (率)}}_{\text{企業にとっては株式資本コスト (率)}} \\ & \text{会計上の株主の投資成果} \end{aligned}$$

- 株主にとって良い企業は、**期待以上の成果を残してくれる**企業、すなわち、エクイティ・スプレッドが正の企業である。

資金提供者（株主 + 債権者）にとって良い企業とは？



WACC を上回る RNOA を達成する企業を株主と債権者は高評価！

RNOA とは？

RNOA (Return on Net Operating Assets)とは、株主と債権者から調達した資本をうまく運用して、最終的にどれだけの事業利益を生み出せたかを表す会計上の事業のリターンである。RNOA は、企業が事業に投資した額に対する会計上のリターンであると同時に、資金提供者である債権者と株主の投資額に対する会計上のリターンでもある。

$$\begin{aligned} \text{RNOA} &= \frac{\overbrace{\text{事業利益}}^{\text{事業の儲け}}}{\underbrace{\text{期首純事業資産}}_{\text{事業への投資額}}} = \frac{OX_{t+1}}{NOA_t} \\ &= \frac{\overbrace{\text{純金融費用}}^{\text{債権者の正味の儲け}} + \overbrace{\text{当期純利益}}^{\text{株主の儲け}}}{\underbrace{\text{期首純金融負債} + \text{期首株主資本}}_{\text{債権者と株主の投資額}}} \end{aligned}$$

(since 期首純事業資産 = 期首純金融負債 + 期首株主資本 & 事業利益 = 純金融費用 + 当期純利益)

- 株主と債権者が元々期待していたリターン (すなわち、WACC) を上回る RNOA を達成した企業は、期待以上の成果を残してくれる企業として株主と債権者は高く評価する。

株主と債権者から高く評価されるには？

$$\begin{aligned} & \text{RNOA} \\ \text{会計上の株主と債権者のリターン} &= \text{会計上の株主と債権者の投資成果} \\ & - \underbrace{\text{株主と債権者の期待しているリターン (率)}}_{\text{企業にとっては WACC (率)}} > 0 \end{aligned}$$