

企業価値評価の重要性

1120412 山中 祥平

高知工科大学マネジメント学部

1 概要

近年、企業経営の目的は「利益の極大化」というよりも「企業価値の極大化」にあると言われている。なぜなら「利益の極大化」という企業目的は、経営者が成長投資を控え、短期利益を追求し、財務の利益操作によって利益を生み出す傾向を生み出し、「企業価値の創造」に反した傾向すら生み出すからである。利益の極大化は必ずしも投資家にとっての価値に繋がらない。「企業価値」とは資本市場から見た投資家にとっての価値である。投資家は資本市場において多種多様な企業からより企業価値の高いものに対して投資を行う。より高い企業価値とは、投資家が他の企業に投資をした場合の利益よりも大きい利益を与えるものである。よって企業活動としての投資は経営者によってなされるが、この投資活動は市場における投資家の期待を無視しては行えないものである。経営者による投資活動は常に市場による評価と選別を受けるものである。近年の市場競争の激化は、企業の存続条件を資本市場から評価されなければならなくしている。企業の経営者はただ利益を上げるだけでなく、資本市場を意識した企業価値創造の経営を重視しなければならないと考えた。

2 背景

従来、日本企業はメインバンク制や株式持ち合いなどによる安定株主の存在が大きく、一般の株主をあまり意識せずに主に事業拡大を目指して国内で市場競争を行ってきた。また、間接金融による資金調達が目立ったこともあり、投下資本の効率性・重要性を測る尺度はあまり重視されなかった。

しかし、バブル崩壊後の金融ビックバンに伴い、投資家が自由に十分な情報による投資の意思決定をできる環境が整ってきた。そして近年の経済のグローバル化の進展による M&A 時代の到来は、企業経営者に企業経営のあり方の見直しを迫っている。

3 目的

近年、企業経営で重視される企業価値とは何か知り、経営者がどのように企業価値を創造し極大化するのか、また投資家はどのように企業価値を正しく評価するのかについてまとめ、価値評価ベースの経営の重要性を述べる。

4 研究方法

企業を評価する基礎概念として「資本コスト」を理解する。企業活動のリスクを負担する投資家は、無償で資金を提供するわけではない。リスクに見合うリターンを期待する。投資家はリスクに見合うリターンが期待できる企業や事業に資金を提供する。投資家が期待するリターンは、企業にとって資本コストになる。

以下、資本コストがどのように決定されるのか、どのように資本コストが企業価値評価の指標に用いられているのかを述べる。またその指標から何が価値形成を生み出したのかを発見し、それを評価し経営の是正方針を探索する。

5 結果

① 資本コスト

投資機会を見つけ、これに対する投資価値は「現在価値」で表される。現在価値を計算するためには、期待リターンを資本市場における“同等の代替的な投資”が提供する収益率で割り引く。この収益率が「資本コスト」である。

投資決定基準の一つに、内部収益率（IRR）法がある。IRR 法は、投資の収益率である IRR が資本コストを上回る投資プロジェクトを実施するという意思決定基準である。資本コストは投資家の期待収益率である。IRR 法は「収益率が投資家の期待を上回る投資プロジェクトを実施せよ」という主張している。

また DCF 法を用いて投資プロジェクトの価値を評価することができる。投資プロジェクトの価値を正味現在価値（NPV）という「NPV が正の投資プロジェクトを実施しなさい」と主張するのが投資決定における NPV 法である。現在価値は将来のキャッシュ・フローを現時点で評価した値であり、 $\text{期待収益率} = \text{資本コスト} = \text{割引率}$ という関係が成り立つ。

DCF 法における割引率はキャッシュ・フローのリスクに応じて決まる。リスクがないプロジェクトの割引率（期待収益率）は無リスク利子率である。リスクがあるプロジェクトの割引率は、無リスク資産よりも高くなる。無リスク利子率を上回る部分はリスク・プレミアムと呼ばれる。よって $\text{割引率（期待収益率）} = \text{無リスク利子率} + \text{リスク・プ$

レミアムである。

企業全体の資本コストは、負債の資本コストと株式の資本コストの加重平均になる。負債の資本コストは債権者が期待する収益率である。株式の資本コストは CAPM を用いて推定する。10 年物国債など長期のリスクのないリスクフリー金利率に、株式市場全体の期待収益率とリスクフリー金利率との差額である市場のリスク・プレミアム及び市場の株価に対する自社の株価変動の相関関係・平均との乖離度を示す β 値の 3 項目を勘案して算出する。このようにして、負債の資本コストと株式の資本コストがわかれると、負債比率と自己資本比率をウェイトとして加重平均する。これが企業の加重平均資本コスト (WACC) である。

② 企業価値評価

経営指標としての資本コストの重要性も高まっている。資本コストを取り入れた経営指標としてよく知られているのは、米スターン・スチュワート社が開発した EVA (Economic Value Added) である。投資家によって要求される利益を控除した後の純利益を、残余利益または経済的付加価値 (EVA) とよんでいる。

$EVA = \text{残余利益} = \text{得られた利益} - \text{要求される利益} = \text{得られた利益} - \text{資本コスト} \times \text{投資額}$ である。

日本企業にも自社に適した形で資本コストを取り入れた経営指標を開発し、経営に導入している企業もある。従来の会計上の利益では、事業運営のために調達した資本の出し手に支払う対価が反映されず、投資の収益性や経営効率を正確には測れない。大阪ガスの SVA は税引き後営業利益から投下資本 (有利子負債と株主資本) に加重平均資本コストを乗じた額を差し引いた数値である。企業の運営に必要な資金を拠出した株主や債権者に支払うべきコストを控除したあとの利益であり、真の利益と位置づけることができる。

また松下電器の CCM は EVA に近い概念である。負債利子率だけでなく、株主が求める高い利益率を反映させた投下資産コスト率を資産にかけ合わせて、必要最低利益 (投下資産コスト) を算出する。CCM は、営業利益に配当を加えた事業利益が投下資産コストを上回った金額である。会計上の利益がでても CCM が黒字になるとは限らない。CCM が黒字になって初めて価値創造ができたとみなす。

株主重視の経営を実践し、企業価値を高めるための必要条件は、資本コストを意識した経営を行うことである。

6 考察

企業価値を形成、株主価値を高めている要因は何であるか。株主価値創造に重要な影響を及ぼす経営指標は「価値形成ドライバー」とよばれる。株主価値経営を全社ベースのものとして展開する上では、企業価値は投資活動と財務

活動に分けられる。それぞれの細分化された指標を業務上の具体的な価値ドライバーに細分化していくことが重要である。投資活動と財務活動は細分化すると、投資活動を細分すると資産が投資活動に効率的に使用されているか (資産回転率)、売上利益率を高めているか等に細分化され、財務活動においては資本構成の比率やサステイナブル成長率等に細分化できる。

一つ一つの要因が企業価値を作り上げており、どんどん掘り下げていくことにより、企業価値形成の具体的な要因を発見することができ価値評価ベース経営が可能となる。

7 提案

日本企業は米と比べて利益ベース経営の傾向がある。しかし、経済のグローバル化の中で生き残るには、より企業価値評価を重要視し、EVA を日本企業に適応させていく必要があると考える。キャッシュ・フローベースに近づけるために日本の会計原則を反映した修正が必要であるが、どのような修正を行えば良いのかは今後の研究課題と言える。

参考文献

- [1] Brealey/Myers/Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, 2012 年
- [2] ブリーリー/マイヤーズ/アレン “コーポレートファイナンス上・下” 日経 BP 社 2006 年
- [3] 榊原茂樹/砂川伸幸 “価値向上のための投資意思決定” 中央経済社 2009 年
- [4] 井手正介/高橋文郎 “経営財務入門” 日本経済新聞社 2000 年