

税務・財務・会計相談
Q&A

経営の「キャッシュ・フロー情報」が企業価値を決定する



高橋 宏和 (たかはし ひろかず)

高橋宏和会計事務所
公認会計士・税理士

- 4月号：経営の「羅針盤」としての会計の重要性
- 6月号：経営の「航海図」として役立つCVP分析の技法
- 8月号：経営の「レーダーチャート」として役立つ業績評価指標の分析技法
- 10月号：経営の「尺度」として役立つキャッシュ・フロー経営の思考

国境を越えたM&Aが盛んに行われる昨今、自社の企業価値を高める経営が求められていると言えるでしょう。本稿では、上記4回の内容を踏まえて、キャッシュ・フローの情報を基にした企業価値評価の考え方について5つの質問を通して理解を深めていきたいと思ひます。

【質問1】

キャッシュ・フロー情報を用いて企業価値を評価する手法の概要について教えて下さい。

【回答】

近年、キャッシュ・フロー分析は単なる財務分析の域を超えて、企業価値評価に使用されることが多くなってきています。例えばM&Aなどにおける企業の適正な株価の算定、事業の一部売却における事業部門の売却価額の決定、あるいは企業価値をさらに高めるための事業再構築計画の立案等、その用途は様々です。

企業価値を評価する方法は大別して【表1】に示す通り、①企業が将来獲得することが期待される利益やキャッシュ・フローに基づき評価する「インカム・アプローチ」②第三者間や市場で取引されている株式との相対的評価を行う「マー

【表1 企業価値評価アプローチと主な評価方法の分類】

評価アプローチ	評価方法
①インカム・アプローチ	フリー・キャッシュ・フロー法 残余利益法 配当還元法 収益還元法
②マーケット・アプローチ	市場株価法 類似上場会社法 取引事例法
③ネットアセット・アプローチ	簿価純資産法 時価純資産法

(*日本公認会計士協会 編「企業価値評価ガイドライン」より)

ケット・アプローチ」③帳簿上の資産及び負債の差額である純資産額による「ネットアセット・アプローチ」の3つの評価アプローチと9つの方法に分けて考えることができます。

キャッシュ・フロー情報を用いた評価方法である「インカム・アプローチ」が他の評価方法よりも優れている点は、評価する現時点の企業価値のみならず、将来の収益獲得能力を価値に反映することができることです。つまり、評価対象会社が持つ独自の収益性を企業価値に反映することができるという利点があります。

なお、本稿ではキャッシュ・フロー情報を利用した企業価値評価技法のうち、一般的な方法であるフリー・キャッシュ・フロー法（以下 FCF 法という）について説明します。

【質問2】

フリー・キャッシュ・フローとはどのような概念か教えてください。

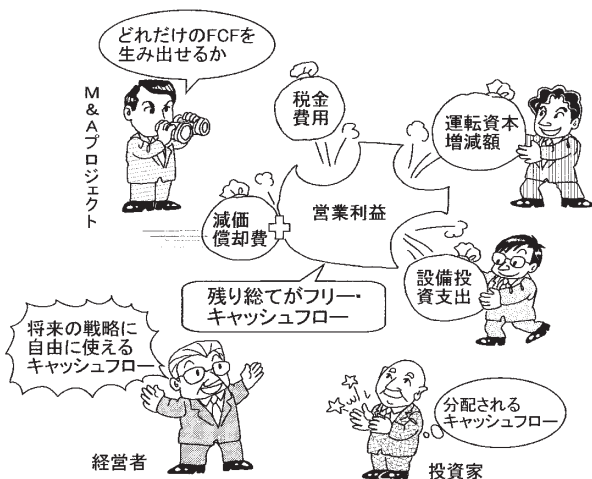
【回答】

フリー・キャッシュ・フロー（以下 FCF とする）とは、企業が生み出したキャッシュ・フローのうち、事業継続に必要な投資を実施した後に残る総量のことであり、実務的には以下の算式で算定されるのが一般的です。

【フリー・キャッシュ・フロー算定式】

$$\text{FCF} = \text{営業利益} - \text{税金費用} + \text{減価償却費} \\ - \text{運転資本増減額} - \text{必要設備投資資金}$$

FCF は経営者の立場からすれば、将来の戦略的投資や財務体質の改善等のために自由に使えるキャッシュ・フローであり、投資家の立場からすれば、自らに分配され得るキャッシュ・フローと言えます。従って、事業の価値とは将来どの程度の FCF を生み出せるかにかかっていると



も過言ではありません。つまり、財務数値から企業の事業価値を把握するためには、売上や利益等の損益に関する情報のみならず、将来の投資計画も見通した FCF が必要となるのです。

その結果、将来獲得が期待されるキャッシュ・フローの総額から現在の事業価値を算出するためには、将来のキャッシュ・フローを現在の価値に割引計算する必要が生じてきます。

【質問3】

キャッシュ・フローの割引現在価値とはどのようなものか教えてください。

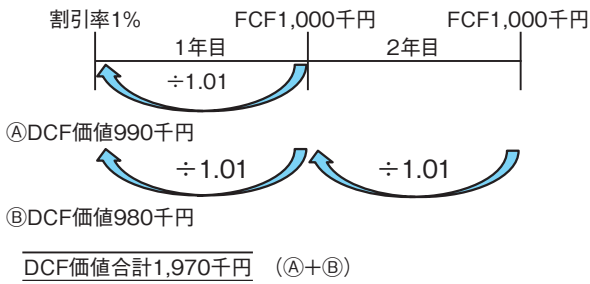
【回答】

キャッシュ・フローを用いた企業価値評価の基礎となっている考え方に、割引キャッシュ・フロー（Discounted cash flow：以下 DCF とする）というものがあります。現在の1,000千円と将来の1,000千円の現時点での価値は同じではありません。1,000千円の資金を定期預金にしておけば1年後には利率によって計算された利息が受け取れるように、合理的な投資家であれば現時点で投資した金額については期間の経過に伴ってリスクに見合ったリターンを求めることになります。

ここで、先に述べたように事業の価値が将来生み出せる FCF の総量によって決定されるとすれば、現時点での企業価値を算定するためには、将来の各事業年度で生み出されると見込まれる FCF を現時点での価値に割り引く必要が生じてきます。例えば市場金利が1%であるとすれば、990千円の預金は1年後に10千円の利息がついて1,000千円となります。この場合、1年後の1,000千円は現時点での990千円と同価値であるということになります。つまり、【図1】に示す通り割引率が1%の場合、毎年1,000千円の FCF を生み出す事業を2年間継続するプロジェクトの事業価値は1,970千円であるということになり、当該事業に必要な初期投資額が1,970千円未満であれば投資額以上の利益が得られるということになります。

また、借入金とその金利のみならず、事業全体の価値を割引計算によって求める場合には、各企業毎の資本コスト率によって割引計算をする必要があります。

【図1 割引率1%の場合のDCFモデル】



【質問4】

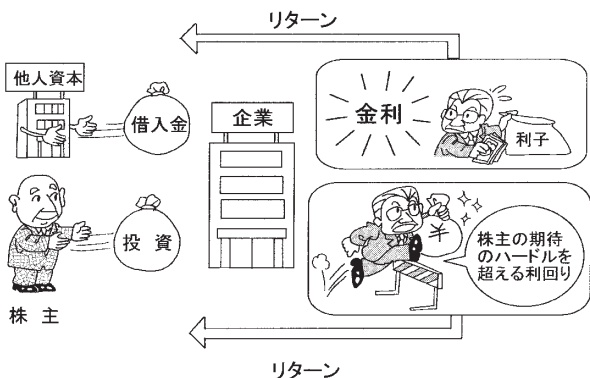
資本コスト率とはどのようなものか教えて下さい。

【回答】

資本コスト率とは、投資に必要な資金の調達に係るコスト率のことです。資金調達が借入によってなされるのであれば、借入金の支払利率が資本コスト率となり、投資に必要な資金が自己資本から提供されるのであれば、資本金や繰越利益剰余金に対しては利息を払う必要が無いため、資本コスト率はゼロと考えがちですが、株主は投資のリスクに見合うリターンが得られないと思えば、資金を他の投資対象に振り向けようとするので、企業には株主の期待を超える利益の獲得が求められることになるのです。この場合に株主が当該企業に求める最低限必要な利回りが、資本コスト率ということになります。

資金調達が他人資本である借入金と自己資本の両方によって調達されている場合には、企業の事業投資全体の資本コスト率は借入金に係る支払利率と自己資本コスト率を、資本構成の比率によって加重平均した数値として求めることになります(以下加重平均資本コスト率という)。

企業価値を高めるためにはFCFを、自社の資



本コスト率を超える利益率が期待できる事業に振り向けていく必要があります。そのため余剰資金の投資先を検討するにあたっては、現状の自社の資本コスト率を把握しておくことが重要となります。

【質問5】

FCF・資本コスト率の2つの指標を使って行う企業価値評価の手法について具体的に教えて下さい。

【回答】

FCF法による企業価値評価は、次の【算式1】のように将来獲得が期待されるFCFを加重平均資本コストで割り引いて企業の事業価値を算定します。

【算式1 FCF法による事業価値の算定式】

$$\text{評価時点の事業価値} = \frac{1 \text{ 期目 FCF}}{(1 + \text{加重平均資本コスト})} + \frac{2 \text{ 期目 FCF}}{(1 + \text{加重平均資本コスト})^2} \dots + \frac{\text{終価 (注)}}{(1 + \text{加重平均資本コスト})^n}$$

(注) ここで、「終価」というのは、企業の事業が永久に継続するという仮定に基づいてFCFを見積もる場合の意味であり、見積可能な最終期間(以下第n期とする)以降のFCFを第n期末時点に割り引いた価値のことであって、以下の算式により求められます。

【終価の算定式】

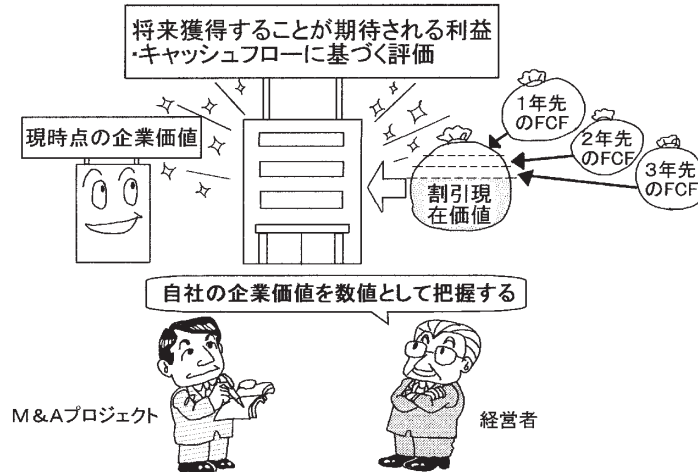
$$\begin{aligned} \text{終価 (期待成長率を加味しない場合)} &= \frac{\text{予測可能な最終期の FCF}}{\text{加重平均資本コスト}} \\ \text{終価 (期待成長率を加味する場合)} &= \frac{\text{予測可能な最終期の FCF}}{(\text{加重平均資本コスト} - \text{FCFの成長率})} \end{aligned}$$

次に具体例として要約した公表財務情報を用いてFCF法による企業価値評価を行ってみます。

【設例1 (株)ABCカンパニー 財務情報】

貸借対照表(要約) 【金額単位：百万円】

	20×1年	20×2年	20×3年	20×4年
流動資産	2,000	2,400	2,640	2,640
固定資産	10,000	12,000	13,200	13,200
資産合計	12,000	14,400	15,840	15,840
流動負債	1,000	1,200	1,320	1,320
固定負債	6,000	7,200	7,920	7,920
負債合計	7,000	8,400	9,240	9,240
純資産	5,000	6,000	6,600	6,600
負債純資産合計	12,000	14,400	15,840	15,840



損益計算書 (抜粋)

【金額単位：百万円】

	20×2年	20×3年	20×4年
営業利益	3,300	3,960	4,356
支払利息	300	360	396
税引前利益	3,000	3,600	3,960
法人税等	1,200	1,440	1,584
税引後利益	1,800	2,160	2,376

その他の財務情報

【金額単位：百万円】

	20×2年	20×3年	20×4年
配当支払	800	1,560	2,376
減価償却費	500	600	660
資本支出 (減価償却分含む)	2,500	1,800	660
運転資本増加額	200	120	0
所得に対する税率	40%	40%	40%

資本コスト率 (前提条件)

株主資本コスト率	13%
加重平均資本コスト率	10%

【その他の前提条件】

資産は全て営業資産であり、普通株式及び有利子負債 (利率5%) によって資金調達している。また、固定負債は全て有利子負債であり、その簿価は時価と等しいものとする。流動負債は全て無利子負債 (営業負債) である。20×4年以降の FCF 見込み額は一定とし、期待成長率は加味しないものとする。

FCF の計算過程

【金額単位：百万円】

	20×2年	20×3年	20×4年
①税引後営業利益 (営業利益×0.6)	1,980	2,376	2,613
②減価償却費	500	600	660
③資本支出	-2,500	-1,800	-660
④運転資本増加額	-200	-120	0
営業FCF (①+②+③+④)	-220	1,056	2,613

【事業価値の計算方法】

【単位：百万円】

20×1年期末時点での事業価値の算定に当たっては、20×2年以降に事業から生み出される営業 FCF を加重平均資本コストで割引計算した現在価値を求めることになります。

$$\text{事業価値} = \frac{-220}{(1+0.1)} + \frac{1,056}{(1+0.1)^2} + \frac{2,613 \div 0.1}{(1+0.1)^2} \approx 22,267$$

したがって、20×1年期末時点での事業価値は 22,267百万円であることが分かり、固定負債の時価総額6,000百万円を控除した金額16,267百万円が、株主に帰属する企業価値であることが分かります。

以上のように FCF 法の評価方法を用いれば、企業の財務情報から企業価値を算定することが可能となります。中堅中小企業等の後継者不足等、事業承継に絡む問題が深刻化している昨今においては、自社の企業価値を数値として把握しておくことが、将来の M&A を経営戦略の手法と位置付けていくうえにおいても重要となっていくことと言えるのではないのでしょうか。

