

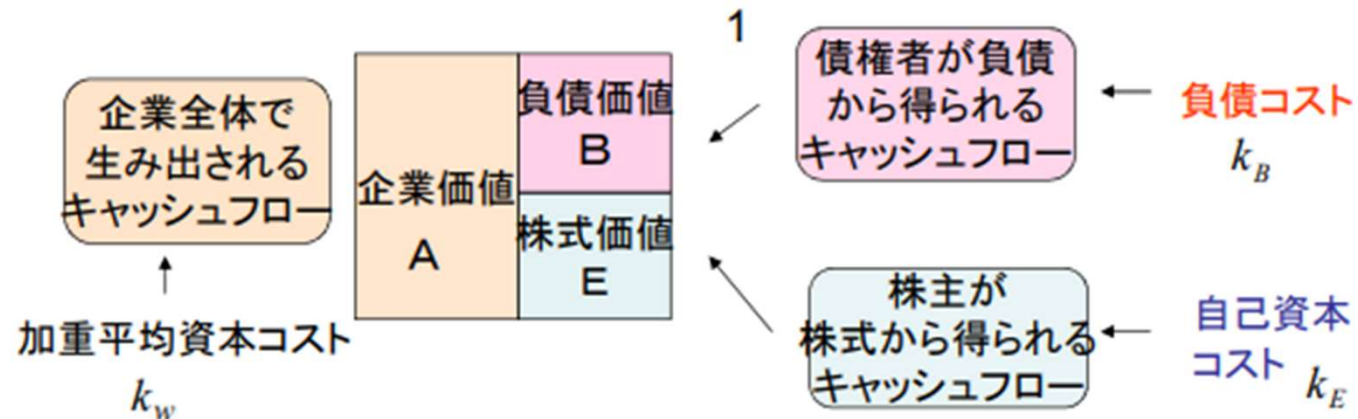
### 3.3 企業評価

企業価値をどのように算定するか？（2通りの考え方）

方法1

1. 負債価値 + 株式価値
2. 企業全体が生み出すフリーキャッシュフローを加重平均資本コスト  $k_w$  で割り引く

方法2



- ※1 企業価値評価のアプローチには、将来のCFをもとにするインカムアプローチ、市場株価をもとにするマーケットアプローチ、純資産をもとにするコストアプローチの大きく3つの方法がある。
- ※2 「証券アナリスト2次対策総まとめテキスト企業分析」（TAC出版）では、方法1を「フロー・アプローチ」、方法2を「割引キャッシュフロー法（DCF法）」と呼んでいる。

方法1

※ 毎期C円のキャッシュフローが永続的に得られる場合  
割引率を  $r$  とすると、

方法2  
企業全体 → 企業のFCF

企業全体 → WACC

永続価値 =  $\frac{C}{r}$

株主 → 純利益 → 配当  
債権者 → 利子

E : 株主価値

B : 負債価値

株主 → 自己資本コスト  
債権者 → 負債コスト(金利)

(CAPMから)

$$PV = \frac{C}{1+r} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots$$

(例)

ある企業のP/L

営業利益	40億
利子費用	6
税引前利益	34
税金 (t=0.5)	17
純利益	17

前提条件

- この財務諸表が毎年変わらずに継続する → 永続価値の算定
- 新規の設備投資なし
- 減価償却のキャッシュフローへの影響はなし
- 純利益は全額配当
- 運転資本の増減なし

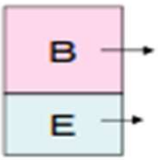
借入金利 10% →  $k_B$   
株主期待収益率 20% →  $k_E$

方法1

諸費用
利子
税
純利益

t=0.5

営業利益



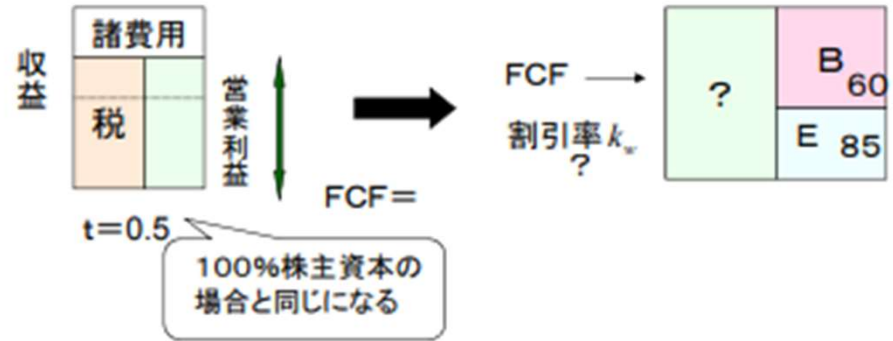
負債価値 = 利子費用 ÷ 負債コスト

株主資本の価値 = 配当 ÷ 自己資本コスト

よって、企業価値 = B + E

方法2

P/Lから、企業全体でのフリーキャッシュフローを求める  
 フリーキャッシュフロー = 営業利益 × (1-t) + 調整項目 - 資本的支出



加重平均資本コストは？

$$k_w =$$

よって 企業価値 =  $\frac{\text{フリーキャッシュフロー}}{\text{加重平均資本コスト}}$   
 $= \frac{\text{FCF}}{k_w}$

つまり、負債価値B + 株式価値E  
 に等しくなっている

$$PV = \frac{FCF}{WACC} = B+E$$

有利子負債 (借入金 + 社債)

実際には B: 長期借入金  
 E: 時価総額(株価 × 株式数) を用いて算定することが多い

## 例題

ある継続企業X社について、下の資料のみをもとに、問いに答えなさい。  
なお、運転資本の増減は発生せず、減価償却費と同額の設備投資を毎年行うこととする。

このとき、負債価値は(1)(A. 2 B. 20 C. 48 D. 200 E. 480 )万円であり、  
株主資本価値は(2)(A. 7.68 B. 20 C. 48 D. 300 E. 480 )万円となる。  
したがって、企業価値は(3)(A. 9.68 B. 28 C. 68 D. 100 E. 500 F. 680)万円である。

また、X社の加重平均資本コストを求めると、(4)(A.8.3% B.12% C.12.5% D. 15%) となる。

営業利益	100万円	負債の利息	20万円
法人税率	40%	配当性向	100%
負債コスト	10%	株主資本コスト	16%

(答) D,D,E,B

※

企業価値と事業価値

より厳密には、

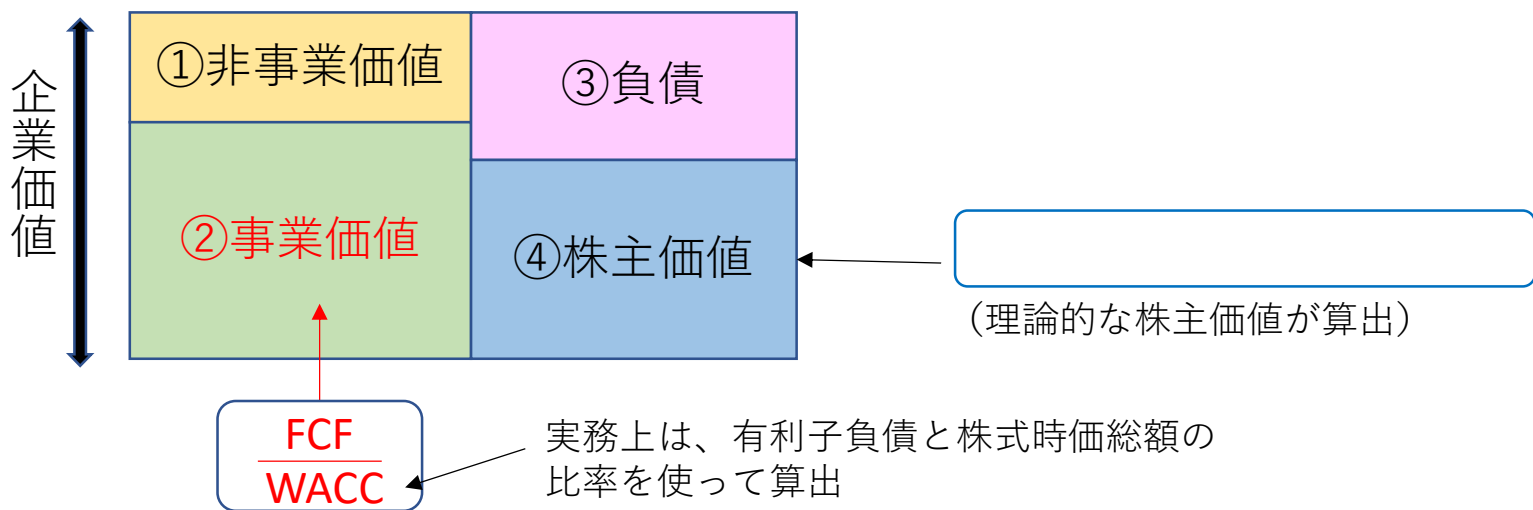
企業価値 = 事業価値 + 非事業価値

で構成される。

DCF法で算出した部分

(例) 現金、有価証券など (時価)  
 本業の事業には投下されていない資産  
 → 新たなキャッシュフローにはつながらない  
 → 価値創出にはならない部分

本業の事業に投下されている資産  
 → 将来のキャッシュフローに直結  
 → 新たな価値創出につながる部分



※ 以下は、田中慎一・保田隆明 (2019) 「コーポレートファイナンス 戦略と実践」 (ダイヤモンド社) 第6章を参考にしている。

(参考) 永続価値の算定について  
ターミナルバリュー (TV)

これまでは、DCF法における事業価値算定において、将来のキャッシュフロー予測については、「每期同額」という仮定の下で簡略化

$$PV = \frac{FCF (\text{一定})}{WACC}$$

→ but 現実には・・・

- ・ 将来の予測キャッシュフローは個別年度ごとに異なる
- ・ 予測可能な期間は限られる (5年～10年)



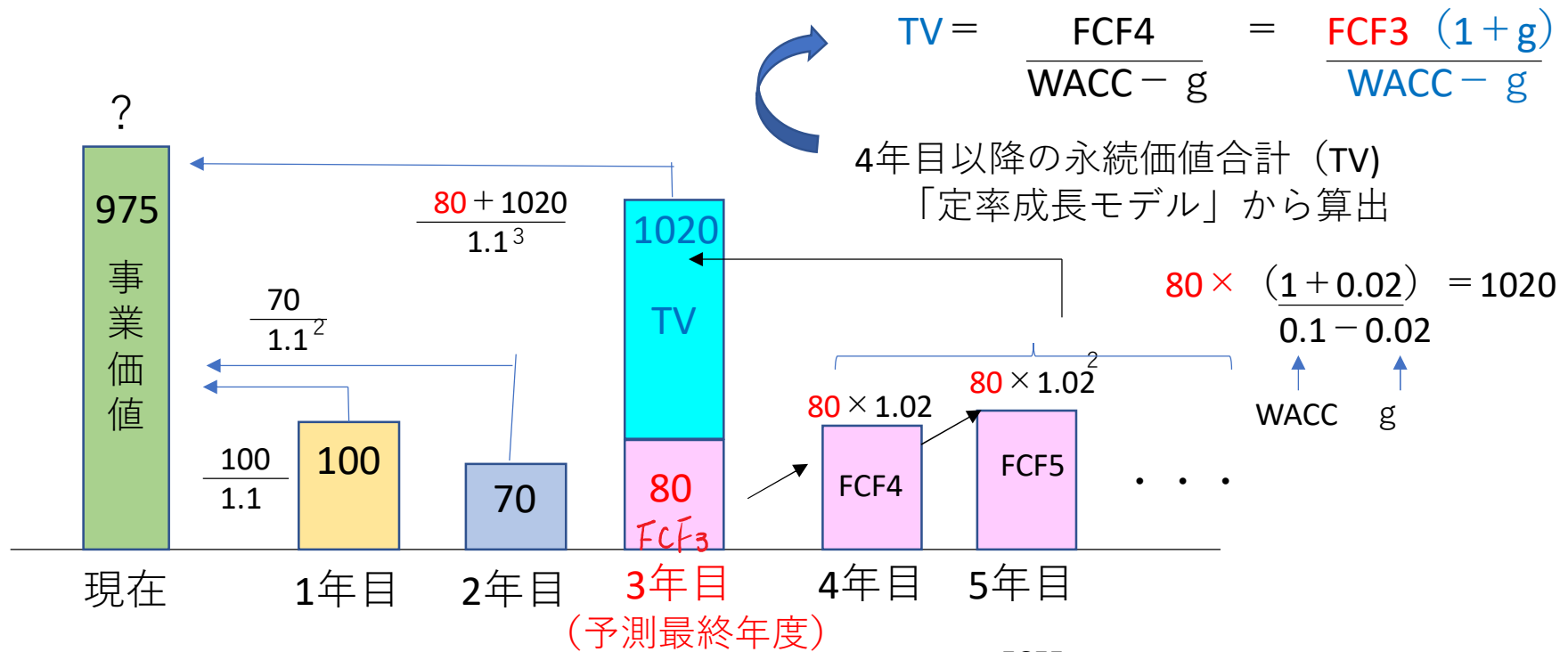
予測可能な期間については個別に予測し、  
それ以降は一定成長率のもとでの永続価値 (TV)を  
計算して、全体の現在価値を求める

設例

フリーキャッシュフロー (FCF) の予測

期	1年目	2年目	3年目
FCF (億円)	100	70	80

- ・ 4期以降のフリーキャッシュフローは一定成長率 (g) 2%で永久に成長する
- ・ 加重平均資本コスト (WACC) は10%



$$TV = \frac{FCF_4}{(1+w)} + \frac{FCF_5}{(1+w)^2} + \dots + \frac{TV}{1.1}$$

$$\text{上 } TV = \frac{FCF_3 (1+g)}{(1+w)} + \frac{FCF_3 (1+g)^2}{(1+w)^2} + \dots$$

$$\text{下 } \frac{(1+g)}{(1+w)} TV = \frac{FCF_3 (1+g)^2}{(1+w)^2} + \dots$$

$$\text{上} - \text{下} = \left(1 - \frac{(1+g)}{(1+w)}\right) TV = \frac{FCF_3 (1+g)}{(1+w)} \xrightarrow{\text{よって}} TV = \frac{FCF_3 (1+g)}{w - g}$$