

将来性分析：会計データによる評価の手法

この章は、会計データに基づく評価手法の説明である。ひとつは企業持分の価値が株主資本の簿価と将来の超過利益の期待値を割り引いた額との合計として表されるもので、もうひとつは、株価倍率を用いるものである。

### 1、割引利益分析の概略

基本的には、会計データによる評価方法（超過利益法）でも、DCF と同じ推定値が得られるはずであり、DCF 法では企業が生み出す期待キャッシュフロー全体が評価の対象になるのに対し、超過利益法は株主資本の簿価に期待超過利益による修正分を加減して企業価値が評価される。両者の主たる違いは企業評価の進め方にある。

割引超過利益に基づく企業価値の推定

配当割引モデルを会計数値を用いたモデルに再構成するときの2つの手順。

1つは配当の再定義。「クリーン・サープラス」会計を前提とすれば任意の年度における配当額を以下のように書き換えることが出来る。

$$\begin{aligned} \text{配当額} = & \text{期首の株主資本簿価} + \text{当期利益} + \text{資本拠出} (- \text{資本払戻し}) \\ & - \text{期末の株主資本簿価} \end{aligned}$$

2つめの手順は、正常利益と超過利益との2つの要素に分解すること。

$$\text{超過利益} = \text{当期利益} - (\text{株主の資本コスト} \times \text{期首株主資本簿価})$$

また企業の持分価値は、現在の株主資本簿価と将来の期待超過利益の割引額との合計と見ることが出来る。

$$\begin{aligned} t \text{ 時点の株主資本価値} = & t \text{ 時点の株主資本簿価} + E(\text{年度の超過利益}) \\ & (1 + \text{株主の資本コスト}) \end{aligned}$$

ただし、 $E[\cdot]$ はt時点における期待値

### 割引超過 ROE に基づく企業価値の推定

上記の式を株主資本の簿価で割って、超過利益による評価を、株価・簿価比率に書き換えることも出来る (p169)。

株価・簿価比率は将来の超過 ROE ( 将来の ROE - 株主資本コスト ) によって直接あらわすことが出来る。この比率は株主資本簿価の成長率によっても決まってくる。

### 割引超過 ROE に基づく企業価値推定の簡便法

企業価値は、超過 ROE を利用することにより簡単に推定値を出すことが出来ることがメリットのひとつ。また、詳細な分析に対する健全性チェックとしても機能しうる。企業価値評価の簡便法について以下に示す。

$$V / b = 1 + ( ROE - r ) / r - g$$

・・・p169 の式の簡略式。但し予見可能な将来の期間、一定の ROE となり、売上高と株主資本簿価が一定率  $g$  で成長し続けると仮定。

この簡便法は容易に修正できる (p171)。超過利益率、株主資本簿価成長率、割引率を好きなように組み合わせられるだけの柔軟性がある。

### 会計利益に基づく企業評価の例示

DCF 法と同じ企業価値の推定値が得られるのはなぜか。以下の例で示す。

負債の無い企業で、60 百万ドルの在庫品がある。2 年間のうちにすべて販売し、その後解散。1 年で半数を 50 百万ドルで販売し、残りを同額で販売と予測する。但し、法人税はゼロ。

株主に帰属するフリーキャッシュフローは各期 50 百万ドルで、利益は 20 百万ドルでしかない。そこにタイミングのずれが生ずる。

DCF アプローチでは、推定市場価値は 81 百万ドルとなる (p172)。

超過利益評価アプローチでは、株主持分の市場価値 = 期首の株主資本簿価 + 予想超過利益の現在価値。また、単純化のため余った現金は配当するとすると、DCF と同一の推定値が得られるのである (p173)。

超過 ROE を用いた推定株主資本価値も同様になる (p173)。

上記の例は、利益認識のタイミングとキャッシュフロー発生との差異が DCF アプローチと会計利益アプローチとの間で異なる推定企業価値を導くものではないことを示している。

\* つまり、現金を受け取る前に利益が実現すれば、その分だけ以後の株主資本簿価が大

きくなる。割引率が適用される株主資本簿価が大きくなれば、将来の超過利益は低くなる。この効果は現金を受け取り、キャッシュフローと利益の期間帰属の違いが株主資本簿価に反映されなくなるまで続くのである。

割引利益アプローチのもとで会計政策が企業価値に与える影響

もし、会計に関する裁量を利用して、経営者が利益を操作できるのであれば、どうしてこの評価手法で正しい推定値が得られるのであろうか。

「クリーン・サープラス」会計においては、会計方針の選択が利益と株主の資本簿価の両方に影響し、複式簿記の自己修正機能により、割引超過利益や割引超過 ROE に基づく推定企業価値は、会計方針によって影響されない。

経営者が平均法の変わりに先入先出法を用いて在庫品を評価した場合の例 (p174 ~ 175)

キャッシュフローによる評価 v s . 会計利益による評価

第一に異なる作業なので、違う問題に注意を向けなくてはならない。会計データに基づく手法は、ROE に直接注意を集中するような方法で作業を進めることが出来る。

第二に、会計データによる方法は、条件によっては推定を行なうために簡略化することが出来る。

## 2、割引利益による企業評価の手順

超過利益もしくは超過 ROE による企業評価には、重要な手順が 7 段階ある。

### 第 1 段階：経営戦略の分析

どの業界でどの位置を占めるかが、企業評価の重要な決定要因。

Compaq の場合、PC 製造業は今後どのぐらい成長すると見込まれるのか？ Compaq の混合戦略(低コスト、高品質、ブランド)が長期的に成功を収められるのか？。(表 7-1、7-2)。

### 第 2 段階：会計の分析

会計分析は企業評価においてはとくに重要な手順である。企業のおかれる経済状況が強気か控えめか、あるいはバイアスなしに報告されているかを判断することが出来る。企業の会計政策に関する検討が一通り終わった段階で、利益や株主資本簿価に対する予測を修正しなくてはならない。修正には 2 つの方法がある。簡単な方法は、現在の株主資本簿価をバイアスのない価格に修正することであり、それに対して将来の予想利益を直接修正する方法もある。

「クリーン・サープラス」会計の適用(但し、過去に遡る必要はない)も重要。

### 第 3 段階：利益または ROE の予測

企業価値を詳しく評価するとすれば、ROE が一定値をとると予測される期間まで、将来の利益予測を行わなくてはならない。簡便法は、短期と長期のそれぞれに対して平均 ROE を想定し分析する。(表 7-1、7-2)。

#### 第 4 段階：株主資本簿価の成長予測

経営戦略分析と会計分析は、予測最終年度までの間、株主資本簿価の期待成長率を見積もることに役立つ。経営戦略分析 利益の新規投資か、または更新投資か、自己株式の償却か、新株発行による資金調達か等。会計分析 会計上の過大な見積りが、後々株主資本の簿価を切り下げることにならないか等。(表 7-1、7-2)。

#### 第 5 段階：最終年度以降の利益または ROE と株主資本簿価の予測

超過利益に基づいて企業評価する場合、ターミナル・バリューは最終年度よりも先の超過利益の現在価値となる。ターミナル・バリューの推定方法は複数ある。ひとつは、最終年度より先の売上高、売上利益率、株主資本簿価が一定であり、超過利益や ROE も一定になると仮定するもの(表 7-1、7-2)。

ふたつめは、予測最終年度末日における「正常な」株価・簿価比率を見積もるものである。米国における平均的な株価・簿価比率は、ここ何年かで 1.6 倍。2000 年における Compaq にあてはめるとターミナル・バリューは 2552 百万ドル (4253 百万ドル×0.6) と推定。

最後に述べるやり方は、長期的な平均 ROE と売上高の成長率について単純化された仮定をおくという簡便法(後述)。

#### 第 6 段階：株主資本コストの推定

会計データに基づく評価は、株主持分の市場価値を直接求めるものであるから、利益は株主資本のコストで割引かれることになる。Compaq のケースでは、CAPM から求めれば約 15% だが、同等規模の企業を基準とすれば、11% ~ 12%。そこで間をとって 13% で資本コストを推定する。

#### 第 7 段階：超過利益ないし超過 ROE の推定と割引

将来の利益と株主資本簿価を予測し、株主資本のコストを推定すれば、そこから超過利益を計算し、現在価値を割り引くことが出来る。

予想利益 - 正常利益 = 超過利益

予測 ROE - 株主資本コスト = 超過 ROE

(表 7-1、7-2)。。

簡便法を用いた場合 (p186) 株価・簿価比率は 1.72 と求められる。

### 3、超過利益・超過 ROE アプローチと DCF アプローチとの比較

Compaq の市場価値を割引超過利益法で推定しても、DCF 法と同じ結果が得られるが、2000 年より先の超過利益は推定された企業価値 (4,320 百万ドル) の 17% (718 百万ドル) に過ぎない。DCF で計算されたターミナル・バリューは企業価値全体の 58% (2,526 百万ドル) を占めていた。これは、DCF が期待キャッシュフローすべての現在価値がターミナル・バリューとなり、会計利益による評価では、このターミナル・バリューが予想最終年度より先の正常利益の現在価値と超過利益の現在価値に分かれていることによる。会計利益による手法では、予測期間より先の将来に発生すると期待されるキャッシュフローの多くがすでに反映されている。

#### 4、株価倍率に基づく評価手法

どちらの評価法も、複数年度にわたる詳しい予測データを必要とする意味では、これらの方法はアナリストに重い負担を課すことになる。これに代わるのが、「比較可能」な他社の株価倍率を用いて企業価値を評価する手法である。この手法では、比較可能と見られる企業の成長性や収益性を見通しとそれらの企業価値に対する影響を考えるとという困難な作業が市場側に委ねられることになる。アナリストは、他社の株価形成がこれから評価しようとする企業にも適用できると仮定するわけである。

##### 比較可能な企業の選択

PC 市場において Compaq にもっとも近い競争相手は IBM ある。しかし IBM は生産と販売だけを手がける会社ではなく、PC 事業部の財務データも公表していないし、事業部単体の市場価格を知ることも出来ない。DEC や NEC 等も別な問題があり比較には問題がある。

Compaq と競争している企業でデスクトップコンピュータの生産に焦点を合わせているものとしては、Apple、AST Research、Dell がある。このグループでさえ比較に際して問題が起こる。

企業間差異に対処するやり方の一つは、業界に属するすべての企業の平均をとること。それに対し、業界内の類似した企業に絞り込んで比較するというやり方(表 7-3)もある。

##### 予測値の利用 v s . 実績値の利用

株価倍率で、過去のデータを分母とすることが妥当なのは、それが将来に対する指標と考えられる場合である。信頼できる予測が得られるならそこから株価倍率を計算する方が一般的に望ましい。

表 7-3 には、過去の利益で計算した株価収益率(実績 PE 倍率)と 94 年度の予測利益で計算した株価収益率(先行 PE 倍率)の両方を上げている。

##### レバレッジによる株価倍率の修正

株価倍率は、分母が利払い前の業績を反映しているような比率(株価・売上高比率等)

では、整合性を持たせるため、株主持分の市場価値だけでなく負債の価値もまた分子に含めなくてはならない。

#### 株価倍率の解釈と比較

##### ・株価収益率

将来の超過利益に対する期待に応じ高くなる一方、リスクに応じて低くなる。(表 7-3)。

##### ・株価・簿価比率

将来の ROE、株主資本簿価の成長率ならびにリスクに応じて、変わってくる。(表 7-3)。

##### ・株価・売上高比率

株価収益率と売上高利益率とが合成されたもの。PE 倍率の水準を決定する要因に加えて、売上利益率の予想によっても変わってくる。より高い利益率が期待できる企業は、同じ売上高でもより高い価値がある。(表 7-3)。

##### ・株価・キャッシュフロー比率

通常、純粋なキャッシュフローを分母には用いない(運転資本の一時的な影響を受けやすいため)。一般に EBITDA(利子費用、税費用、減価償却費、その他の償却額を控除する前の営業利益)が用いられる。(表 7-3)。

株価倍率は、それぞれ異なる要因で決まるため、ある倍率が高いのにある倍率は低くなることもある。一般に PE 倍率と PB 倍率が両方とも高くなるのは、急激な成長を遂げると見込まれ高い超過 ROE を記録すると予想される企業に限られる。高い ROE を享受していても、もはや急速な成長は望めないものは、PB は高いが PE は相対的に低いであろう。Apple のように業績を回復させる企業の多くは、利益はある程度挽回するが、高い超過 ROE は競争の圧力によって阻止されるため、PE は高くなるが、PB は相対的に低くなるはず。利益の成長も、高い ROE もともにほとんど見込めない企業では、PB、PE が両方とも低くなる。・・・(ROE = PB/PE ?)

#### 株価倍率の分析から学べること

表 7-3 に掲げられた企業ごとの株価倍率はさまざまな値を示しており、それぞれ理にかなったものとみられるが、それゆえ Compaq の株価が他社よりも割高あるいは割安であることを示していると考えざるべきではない。たとえば、Compaq には他社より高い売上利益率が見込まれるのだから他社の売上高倍率をそのまま当てはめるのは適当ではない。そこでは上方修正が必要であろう。将来利益の成長見込みに関しては企業間の類似性が高いので、PE 倍率を適用するのは合理的。

注意すべきは、表 7-3 の株価倍率を用いても価格付けについて、さほど確かなことは言えないことである。お互いに近い位置にいる企業同士を比較しても、企業ごとの株価倍率には差が生じているため、株価倍率は本質的に大ざっぱな手法なのである。他方詳細な予測に基づく企業評価はより正確かという点で長期的な予測に高い不確実性が伴うのはまず避けられない。

結論を言えば、企業評価は困難かつ不確実な仕事である。アナリストにできるのは、可能な限り賢明に評価の手法を適用して回避可能な判断の誤りから誤差が生じないようにすることである。

#### 公式に基づく株価倍率

種々の公式から株価倍率と構築することも可能である。

「Gordon-Syapiro の成長公式」

株主資本のコストの推定値(  $r$  )と将来の配当成長率(  $g$  )の推定値に基づき、株価(  $P$  )が当期の配当(  $d$  )の関数で示される

$$P = d / ( r - g )$$

もし企業が利益(  $E$  )を  $k$  の割合だけ留保するなら、 $d = E ( 1 - k )$  となり、株価収益率(  $P / E$  )は次のようになる。

$$P / E = ( 1 - k ) / ( r - g )$$

ただし、配当が永続的に一定の率で成長するという仮定であり、公式の実用性には疑いがもたれる。

Miller-Modigliani は、もう少し制約の少ないやり方を提唱。現在価値に関係してくるのは  $T$  年間に限られるという状況を設定している。というのも  $T$  年後より先は競争の圧力によって投資から期待される収益率(  $r$  )は資本コスト(  $r$  )と等しくなってしまうと考えられるからである。  $T$  年の間に企業が利益の一部が利益の一部  $k$  を再投資し続けると仮定すれば、株価収益率は次のとおり。

$$P / E = 1 + T k ( r - r )$$

この公式にも欠点はあって、投資からの収益率が一定値に保たれると仮定されており、一般的に非現実的。

公式として成立する株価収益率は、企業評価について考察をするための有用な道具とみ

るのがもっとも適当であろう。実務の場で用いるべきではない。

#### 5、詳細な企業評価 v s . 株価倍率の利用

DCF による企業評価も、割引超過利益による企業評価もともにさまざまなパラメータについて詳細なデータを必要とする。それはアナリストには大きな負担であり、アナリストの個性からくる推定誤差を排除できない。

それに対し、比較可能な他社の株価倍率を用いた企業評価では、パラメータの一部を市場に決めさせることで推定誤差をある程度排除することもできる。もちろん、どれほど得るものがあるかは、それらの企業がどの程度まで比較可能であるかに大きく左右される。また、他企業の株価に頼ることは、ある種の循環性に陥ることになる。

このように、企業評価の方法にはそれぞれ長短がある。最善の評価方法がないからこそ、アナリストは異なる分析方法を同時並行的に実行しようとするのである。

#### 6、要約と結論

本章では、会計データに基づく評価方法をいくつか述べてきた。そのひとつは、株主資本の簿価と期待される将来の超過利益を割り引いた額とを足し合わせて企業持分の価値を求める方法である。この方法は、概念的にしっかりしており、DCF 分析と同じ結果が得られるとともに、企業の価値を決定する要因（ROE、売上利益率、成長率等）から直接的に推定が進められるという利点が認められる。

それに対し、株価倍率に基づく評価手法は実務で広く用いられている。この方法の最大の難点は、本当の意味で比較可能な企業を見つけだすことにある。さまざまな株価倍率についてそれぞれの決定要因を理解しておくことは、アナリストが企業の比較可能性の程度を判断し、株価倍率が企業ごとに異なる値をとる理由を明らかにするのに役立つ。

さまざまな企業評価の方法には、それぞれ長短がある。たいていの場合は、複数の方法を同時並行的に考慮する方が得策である。