

keiji abe



阿部 圭司

経済学部助教授。

1992年新潟大学経済学部卒業、97年早稲田大学大学院商学研究所博士課程単位取得退学。97年から高崎経済大学経済学部専任講師、現在助教授。

講義は証券論、財務管理論を担当。専門は証券市場論、企業財務、コンピュータリテラシー。現在は利益予測など市場に公開される情報と株価変動の関連性、新規公開企業の評価が主な研究テーマ。

はじめに・・・

ゼミで学んでいることを紹介したいと思います。阿部ゼミナールはコーポレートファイナンス、あるいは証券投資のゼミですが、中でも企業価値の評価、そして評価した結果の利用というテーマを掲げて学んでいます。



## 企業価値で経営は評価される

企業価値を高めることは経営者の資本提供者に対する責務です。それは事業の成長と資本の生産性向上によってもたらされます。企業がその努力を怠ったとき、企業価値は損なわれ、資本はより効率的な運用先を求めて流出し、企業は早晚市場から退出を余儀なくされるか、買収の対象となってしまうでしょう。経営者が価値創造に取り組みなくてはならないことは自明ですが、創造した価値を正しく評価する方法、つまり評価指標が同時に必要となります。企業価値はその指標として用いられます。

企業価値といえば、株価も価値尺度の1つです。株価は企業の将来の業績を反映して変動するので、これをもって企業価値と考えることもできます。しかし、株価は長期的には企業のファンダメンタルズ（基礎的要因）を反映した水準に至る方向にあるものの、短期的には需給やその時々々の出来事により、いわゆるファンダメンタル価値を超過することもあれば、逆に下回ることもあります。この例がバブルの形成と崩壊です。現在の株価がファンダメンタル価値から乖離しているかどうかについては触れませんが、少なくとも現在の株式市場の低迷は、単にバブル崩壊のショックが長く続いているのではなく、企業の価値創造活動が落ち込んでいるということを示しています。

測定するモノサシ  
企業価値を

## 割引キャッシュフローに基づく企業価値

話が少し逸れましたが、ではどのような指標が企業価値となりうるのでしょうか。コーポレートファイナンスでは割引キャッシュフローに基づく企業価値が最もふさわしい指標であると考えます。キャッシュフローとは企業の営業活動により企業内部に残されたキャッシュ、つまり現金のことで、割引キャッシュフローとは企業が将来生み出すキャッシュフローを現在の価値に引き直した値になります。割引計算には資本提供者の要求する収益率、資本コストと呼ばれる収益率を用います。現在価値に割り引かれた将来キャッシュフローの合計が企業価値となります。

具体的にこの方法を用いて企業価値を求める作業は、過去の業績を分析することから始まり、これに基づき5年から10年程度先の業績を毎年キャッシュフローの形で予測します。それ以降の将来については平均的な成長を仮定した継続価値(ターミナル・バリュ)を算出し、将来キャッシュフローの代替とします。さらに割引計算に用いる資本コストの推定を行い、最後に企業価値を算出します。簡単に書きましたが、ステップ毎に検討しなければならぬことは多く、それぞれの推定値によっては結果として得られる企業価値が大きく変化する、つまり評価が大きく左右されることとなります。したがって推定作業は慎重に、かつ求められた企業価値には合理的な説明がつくことが求められます。

．．．おわりに

## 企業価値の用途

求められた企業価値にはどのような用途があるのでしょうか。企業内部者による分析であれば、新規プロジェクトの採択、業務改善、一部事業の売却、買収も含めた事業再編、財務戦略の練り直しといった用途が考えられます。例えば事業再編では、再編シナリオ実行後の企業価値を推定し、これが現時点における企業価値と比較して上回るようであれば、再編シナリオを実行する価値がある、という評価を下すこととなります。もちろん経営者の業績評価にも利用できます。経営者の報酬と企業価値を連動させる報酬制度を持つことで、経営者に価値創造を積極的におこなう動機付けを与えるのです。

企業外部者により求められた企業価値にはどのような用途があるのでしょうか。最も代表的な用途としては株式投資が挙げられます。求められた企業価値から1株あたりの株主資本価値を求め、これと実際に取引されている株価とを比較することで、対象銘柄をポートフォリオへ組み込むか、逆にリストから外すかといった意思決定に役立てようとするものです。また、債券投資、貸出時の信用リスク算定とそれに基づく意思決定、合併・買収のターゲット企業の評価といった用途も考えられます。

このように、企業価値の推定と用途は複雑で広範囲に渡るので、難しいという印象を与えてしまうかもしれません。しかし、企業価値評価のフレームワークは専門家だけのものではなく、経営に参加する者にとって共通の言語といえるものであり、これを学生のうちにぜひ学んで欲しいと願っています。

授業先取り、自主先取り

特集1

keiji abe