イノベーションマネジメント研究科
技術経営専攻

コーポレートファイナンス

第12講：企業価値評価（4）
＋資本市場に関する理論（株式）

東京工業大学イノベーションマネジメント研究科
中川　秀敏
E-mail: nakagawa@mot.titech.ac.jp
Office Hour : 13:00-14:30, every Tuesday, at W9-105

※配布資料がある場合、講義前日の午後5時までにはアップするので事前に
http://www.craft.titech.ac.jp/~nakagawa/dir2/lecture.html#TIT2006_2
から各自でダウンロードして用意すること。

今回の目標

- EVA
- 株式の基礎
- 類似企業比較法（マルチプル法）

EVA

- EVA（Economic Value Added: 経済的付加価値）
  - Stern Stewart 社（米国のコンサル会社）の登録商標
  - P/Lの利益の大小を企業の業績指標とすることへの疑問
    - 例えば、経常利益は「支払金利」を控除して得られるが、「株主資本コスト」は反映されていないので、経常利益の大きさを業績指標としても意味がないのでは？
  - 企業価値を高めるためには、（金額換算した）資本コスト以上に、税引後営業利益が得られている必要がある、という認識で提案

    →投資家の視点にたった業績指標といえる

EVA

- EVAの計算式

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{投下資本} \\ &= (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{投下資本} \end{aligned}$$

NOPAT＝営業利益－法人税等

投下資本＝有利子負債＋株主資本（簿価）

ROIC：投下資本（税引後営業）利益率

EVA

- EVAを高める方策
  - WACCを上回るROICをもたらすと考えられる事業にのみ投資することが重要
    - できるだけ少ない投下資本でEVAを高めるためには、ROIC－WACC ができるだけ大きなプロジェクトを選択する
  - 理屈としては「NOPATを高め、投下資本を減らす」という方法もあるが、両者は相反することがあるので、その比であるROICに注目することが大事

株価の決定理論

- 株価＝会社の株式につけられた値段

$$株価＝\frac{“会社の価値”}{発行済み株式数}$$

- 株価決定方法の対立する見方
  - 企業の将来の業績を反映して株価は決まる
  - 株価は、企業の業績や将来性とは無関係に市場参加者の心理の相乗作用によって形成される

↓

  - 長期的には株価は企業の将来性や成長性を織り込むと考えて、前者の立場で株価の理論モデルを考える

株価の決定理論

- DDM（Dividend Discount Model：割引配当モデル）
  - 将来支払われる予定の（1株あたり）配当を株主資本コストで現在価値に割り引いたものを合計して株価とする方法

$$
\begin{aligned}
\text{株価} &= \sum_{t=1}^{N} \frac{t\text{年後の配当}}{(1+\text{株主資本コスト})^{t}} + \frac{N\text{年後の最終株価}}{(1+\text{株主資本コスト})^{N}} \\
&= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{t年後の配当}}{(1+\text{株主資本コスト})^{t}}
\end{aligned}
$$

株価の決定理論

- DCFによるもの
  - １株あたりの株主キャッシュフロー（FCFE）を株主資本コストで現在価値に割り引いたものを合計して株価とする方法

FCFE＝当期純利益＋減価償却費
－設備投資－運転資本の増加分
－負債元本の返済＋新規負債の発行

$$\text{株価} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{t\text{年後１株当たりFCFE}}{(1+\text{株主資本コスト})^t}$$

$$\left(= \frac{\text{１株当たりFCFE}}{\text{株主資本コスト}} \quad \text{FCFEが一定のとき} \right)$$

類似企業比較法

- 類似企業比較法（マルチプル法）or 倍率法
  - 対象企業の企業価値を類似した（比較可能な）企業価値をベースに算出する簡便な方法
  - 似たような企業であれば、何らかの財務的な指標も同じ程度であるだろうというのが根底にある考え方
  - 企業価値を基準化した指標
    - EBITDA倍率、EBIT倍率、Tobin のQ など
  - 株価を基準化した指標
    - PER、PBR、PSR、PEGレシオ
- 一般的な注意点
  - 基準化する際の分子と分母の整合性
  - 利用する数値の定義の統一
  - あくまでも類似企業の比較おいて意味を持つということ

類似企業比較法

- EBITDA倍率を用いる方法
  - EBITDA=Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization
  - 要するに EBIT（あるいは営業利益） + 減価償却費

$$\text{EBITDA倍率} = \frac{\text{株式時価総額＋ネット・デット}}{\text{EBITDA}}$$

  - 分子の「株式時価総額＋ネット・デット（純負債）」のことをEV（Enterprise Value, 会社総価値）と呼ぶことがある。そのため、上の指標は EV/EBITDA倍率とも呼ばれる。

株価に関する指標

- 株価収益率（PER）

$$\text{株価収益率}(PER)=\frac{\text{株価}}{\text{一株あたり当期利益}(EPS)}$$

$$\text{一株あたり当期利益}(EPS)=\frac{\text{当期利益}}{\text{発行済み株式総数}}$$

- 株価純資産倍率（PBR）

$$\text{株価純資産倍率}(PBR)=\frac{\text{株価}}{\text{一株あたり純資産額}(BPS)}$$

$$\text{一株あたり純資産額}(BPS)=\frac{\text{株主資本（簿価）}}{\text{発行済み株式総数}}$$

通常、株式投資の際の割安・割高の目安として使われる

類似企業比較法 vs DCF

	類似企業比較法	DCF法
長所	◆計算が簡単 ◆わかりやすい ◆市場の見方を反映（株価や株式時価総額を用いることから）	◆将来のCF見通しについてさまざまなシナリオに基づく評価が可能 ◆買収形態や資金調達方法の違いによる節税効果などを反映させられる
短所	◆会計基準の違いの影響をうける ◆類似企業を見つけることは実は容易ではない	◆手計算では面倒 ◆CF予測や継続価値予測が難しい

両者はモデルを通じて関連づけることができる
→サブテキスト第7章の議論を参照