

企業の投資評価手法

2025年1月19日

藤井 正敏

企業が保有している特殊技術をきちんと評価出来ている、
また、その事業ユニット部門の事業プロジェクトのコスト等が正
しく評価出来ている場合の投資手法

コーポレート・ファイナンスの分析手法を活用し、経営層が社内の各分野ごとの資産や投資収益率の評価を正しく理解し、経営課題にきちんと応えていくように経営手法を実践していくことは重要と思います。

全社的に一つであるとしてROIやWACCを算出して考えるばかりではなく、社内の分野ごとに投資収益率などを算出し、評価していくことが重要と考えます。

具体的な企業例で考えてみます。

<<投資手法の具体的な例>>

[複数の事業分野を持つコングロマリット企業であるM社の概要]

非効率な企業を見つけ、財務・事業のリストラクチャリングによって、潜在的な価値を開拓することに特化したヘッジ・ファンドの標的にM社はなっています。

M社は、資本市場で公正に評価される、という前提に立って経営戦略を立てています。

M社の営業キャッシュ・フローは、ビジネス・ユニットAから主に成り立っています。M社の特殊技術の多くが、このユニットAに属しています。

残りの他の全ての部門を含むビジネス・ユニットBは、その工程と組織の非効率性のため、ユニットAのキャッシュ・フローに依存しています。

この点でM社の株主への還元と企業価値にとってマイナスの影響を与えています。

[M社の財務状況]

	ユニットA	ユニットB
売上高 (十億円)	200	100
変動比率	50%	70%
固定費 (十億円)	20	15
減価償却費 (十億円)	10	15
法人税率	30%	30%
株式 β (負債のある β)	1.1	1.4
レバレッジ (負債/株主資本)	0.5	0.5
負債利子率	3%	3%

*) リスク・フリー・レートと市場ポートフォリオの期待リターンは、それぞれ0%と5%とします。現在のM社の株式 β は1.2です。M社の全ビジネス・ユニットは、長期的なインフレーション見通しに沿った年率1.0%の成長を見込んでいます。

[今後のM社経営に対してのアイデア]

- ◎ アイデア i) ビジネス・ユニット別の企業価値計算を導入すること。
- ◎ アイデア ii) ユニットA以外の全ビジネス・ユニット(ユニットB)の売却を実施すること。

◎ アイデア i) ビジネス・ユニット別の企業価値計算を導入。

[計算したM社の現在の市場価値]

	ユニットA	ユニットB
売上高	200	100
－変動費	$0.5 * 200 = 100$	$0.7 * 100 = 70$
－固定費	20	15
－減価償却費	10	15
=EBIT	70	0
法人税=EBIT*法人税率	$70 * 0.3 = 21$	0
EBIT－法人税＋減価償却費 ＝営業キャッシュ・フロー	$70 - 21 + 10 = 59$	$0 - 0 + 15 = 15$

$$\begin{aligned} \text{負債コスト} &= (1 - \text{法人税率}) * (\text{借入利率}) = (1 - 0.3) * 3\% \\ &= 2.1\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{株主資本コスト} &= \text{リスク・フリー・レート} + \beta * (\text{市場期待リターン} - \text{リスク・フリー・レート}) \\ &= 0\% + 1.2 * (5\% - 0\%) = 6\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= (1/3) * \text{負債コスト} + (2/3) * \text{株主資本コスト} \\ &= (1/3) * 2.1\% + (2/3) * 6\% = 4.70\% \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{市場価値} &= \{CF * (1 + g)\} / (WACC - g) \\ &= \{(59 + 15) * (1 + 0.01)\} / (0.047 - 0.01) \\ &= 2020 \text{ (十億円)} \end{aligned}$$

[ビジネス・ユニット別で計算したM社の現在の市場価値]

2つの別個のビジネス・ユニットが非常に異なるリスクを持つときは、部門別の資本コストを用いることが有効と考えます。

M社全体のWACCを用いると、誤った資本構成意思決定や投資評価に繋がることになると思います。

例えば、ビジネス・ユニットAのIRR(内部収益率)が企業全体(M社全体)のWACCより低く、かつユニットBのIRRより低くても、部門に要求されるWACCよりも高いことはあり得ます。

その場合に、ユニットAの事業やプロジェクトは是認されることもあります。

$$\begin{aligned} \text{WACC of A} &= (1/3) * 2.1\% + (2/3) * \{0\% + 1.1 * (5\% - 0\%)\} \\ &= 4.37\% \end{aligned}$$

$$\text{市場価値 of A} = \{59 * (1 + 0.01)\} / (0.0437 - 0.01)$$

$$= 1768.25 \text{ (十億円)} \text{ ----- (ア)}$$

$$\text{WACC of B} = (1/3) * 2.1\% + (2/3) * \{0\% + 1.4 * (5\% - 0\%)\}$$

$$= 5.37\%$$

$$\text{市場価値 of B} = \{15 * (1 + 0.01)\} / (0.0537 - 0.01)$$

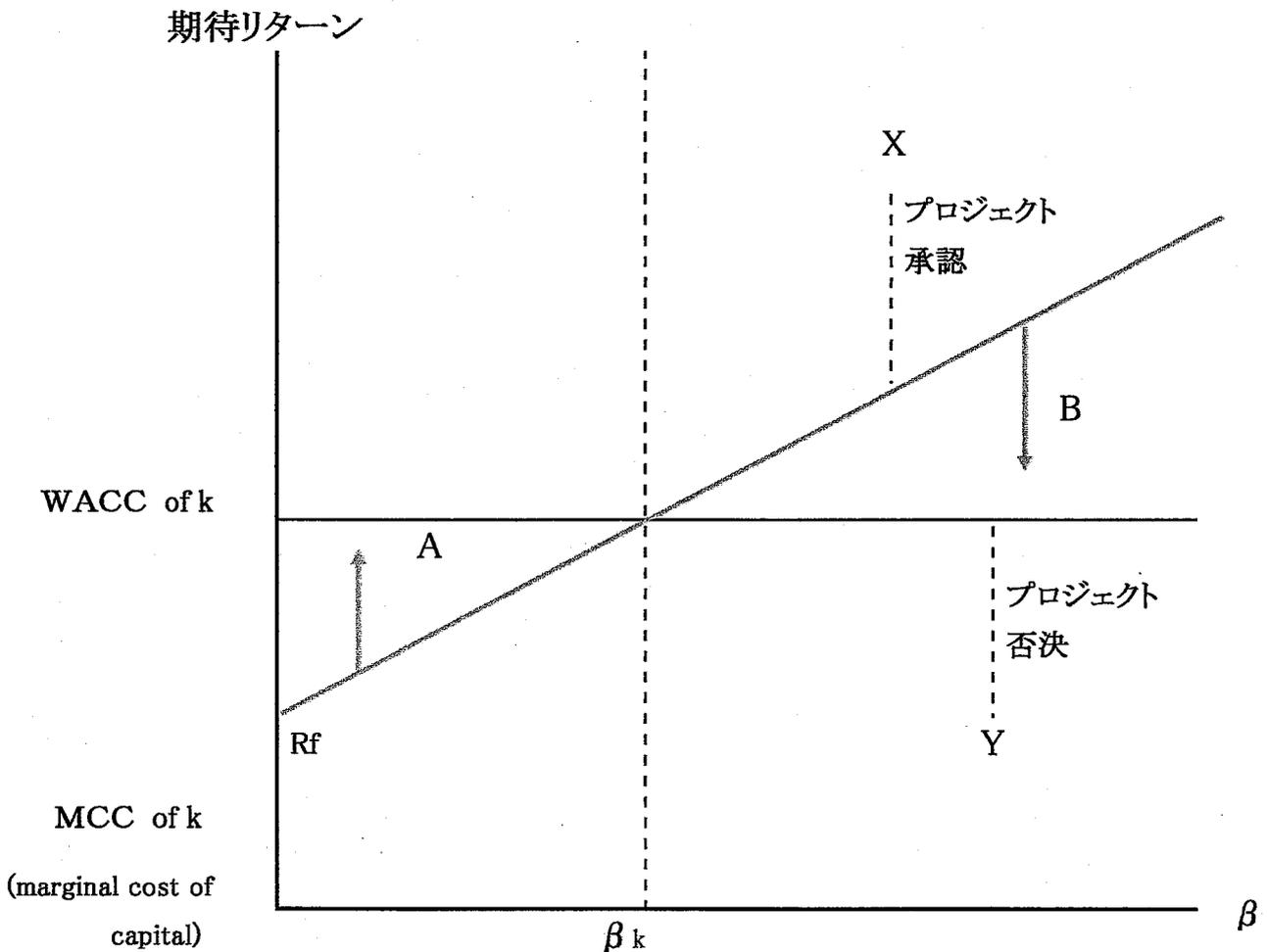
$$= 346.68 \text{ (十億円)} \text{ ----- (イ)}$$

ゆえに、M社の市場価値は、(ア) + (イ) = 2114.93 (十億円) となります。

会社全体をひとつで見てWACCで計算した市場価値よりも高い評価となります。

ユニットAのIRRは、企業M社全体のWACCより低いですが、部門に要求されるWACCよりも高くなっています。 ユニットBは逆です。

プロジェクトX、プロジェクトYについては、部門別のアプローチとは関係なく決定できます。



* プロジェクトのリターンが WACC より低い場合、採用されない。

- * プロジェクトAは、全社的なWACCをベースとすると不採用。
事業ユニット別のWACCでは採用。
- * プロジェクトBは、全社的なWACCをベースとすると採用。
事業ユニット別のWACCでは不採用。

少なくとも企業の経営層は、特殊技術部門を抱えたユニット部門とそうでないユニット部門を分けて考えるべきであり、事業ユニット部門ごとのWACCでそれぞれのユニット部門のプロジェクトへの投資を決定していくべきだと考えます。

◎ アイデア ii) ユニットA以外の全ビジネス・ユニットBの売却を実施。

M社が全てのビジネス・ユニットをリストラクチャリングします。

ユニットAについては、変動比率を40%に引き下げ、レバレッジ(負債/株主資本)は、新たな借入と自社株買戻しにより、1.0に上昇させることが出来ます。

その結果、キャッシュ・フローは 2%で成長することになります。
負債のシステムティック・リスクはゼロとします。

$$\begin{aligned} \text{資産}\beta &= \text{株式}\beta / \{1 + (1 - \text{法人税率}) * (\text{負債} / \text{株主資本})\} \\ &= 1.1 / \{1 + (1 - 0.3) * 0.5\} = 0.8148 \\ \text{新株式}\beta &= \text{資産}\beta * \{1 + (1 - \text{法人税率}) * (\text{負債} / \text{株主資本})\} \\ &= 0.8148 * \{1 + (1 - 0.3) * 1.0\} = 1.3852 \\ \text{新株主資本コスト} &= 0\% + 1.3852 * (5\% - 0\%) \\ &= 6.93\% \end{aligned}$$

新たなWACCを計算すると以下のようにになります。

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= (1/2) * \text{負債コスト} + (1/2) * \text{新株主資本コスト} \\ &= (1/2) * 2.1\% + (1/2) * 6.93\% \\ &= 4.52\% \end{aligned}$$

[M社のユニットAの市場価値]

	ユニットA
売上高	200
- 変動費	0.4 * 200 = 80
- 固定費	20
- 減価償却費	10
= EBIT	90

法人税=EBIT*法人税率	90*0.3=27
EBIT-法人税+減価償却費=営業キャッシュ・フロー	90-27+10=73

$$\begin{aligned} \text{市場価値 of A} &= \{73 * (1 + 0.02)\} / (0.0452 - 0.02) \\ &= 2954.76 \text{ (十億円) } \text{----- (ウ)} \end{aligned}$$

ユニットBについては、変動比率を50%に、固定費を10(十億円)に引き下げることが出来ます。資本構成は変わりません。

リストラクチャリングの結果、キャッシュ・フローの年率期待成長率は1.5%になります。

ユニットBの他社への売却価格は以下のようになります。

[M社のユニットBの市場価値]

	ユニットB
売上高	100
-変動費	0.5*100=50
-固定費	10
-減価償却費	15
=EBIT	25
法人税=EBIT*法人税率	25*0.3=7.5
EBIT-法人税+減価償却費=営業キャッシュ・フロー	25-7.5+15=32.5

$$\begin{aligned} \text{市場価値 of B} &= \{32.5 * (1 + 0.015)\} / (0.0537 - 0.015) \\ &= 852.39 \text{ (十億円) } \text{----- (エ)} \end{aligned}$$

ゆえに、M社の市場価値は、(ウ)+(エ)=3807.15 (十億円) となります。

ユニットBを売却したとしても、同額の売却資金を手にしたとすれば、M社の企業価値は 3807.15 (十億円) となります。

M&Aにあたっては、企業の経営層が特殊技術を抱えた事業部門と特殊技術のない部門に分けて考え、プロジェクトや事業部門の評価をユニット部門別のWACCに沿って考えれば、企業価値増大を見ることが出来るものだと考えます。