
会計データによる株主価値の評価

甲南大会計大学院 教授 中西 倭 夫

はじめに

株式投資が一般化し法人投資家のみならず個人投資家も増加している現在、投資家の立場から会計数値に基礎を置いた株主価値(企業価値)の算定は大変重要なものとなっている。しかしながら、現在の会計の重点は企業側の提供する情報についてどのように開示するかという点に重点が置かれて、投資家の立場からの会計情報を利用した株主価値(企業価値)の測定方法の提言はあまり見かけない。会計ビッグバンにより世間では大幅に時価主義会計が導入されたとの理解がされているが、連結決算をベースに考えた場合貸借対照表項目で、実際にどの項目が時価評価され、評価差額はどのように処理されているのか、また評価差額に関連する税効果の処理はどのようにされているのかについては十分に理解されているとは思えない。ましてこれらの変化が会計数値を用いた株主価値(企業価値)の測定、評価にどのような影響を与えるのかは通常の投資家にとっては理解することは不可能に近い状況と思われる。現状をこのように認識した上で、ネット上で公表されている上場企業の会計情報を有価証券報告書から入手し、時価評価されている資産科目および時価に近い評価と考えられる負債科目を考慮した上で見積みり時点での株主価値(企業価値)をDCF法及び株主配当モデルに基づき、実際に計算してみることにする。その上で現時点での上場企業の会計情報を株主価値に評価する上での問題点と有用性について検討する。

1 分析対象企業の選定

実際の上場企業の会計データにより株主価値評価を行うが、個別企業ではばらつきが大きすぎると考えられるので、株式時価総額の大きい企業を50社程度選び会計情報を加重平均した会計情報を用いることにする。実際のモデル企業の選定は「日経会社情報2006Ⅳ秋号」(日本経済新聞社)より時価総額ランキングの金融機関を除いた上位50社を選んだ。選定した50社のうち、製造業であるが、連結決算に占める金融のウエートの高い2社、及び赤字決算あるいは赤字からの脱却年度等で決算の数値の判断が難しい4社を除いたため最終的には44社を対象とした。選定した企業のリストは「表1 選定企業リスト」に示す。

表1 選定企業リスト(44社)

日本基準(除く電力等)23社

証券コード	社名
2914	JT
3382	セブン&アイ
4063	信越化学工業
4452	花王
4502	武田薬品工業
4503	アステラス製薬
4568	第一三共
4689	ヤフー
5108	プリジストン
5201	旭硝子
5401	新日本製鉄
5405	住友金属
5411	JFE
6753	シャープ
6902	デンソー
6954	ファナック
7011	三菱重工業
7201	日産自動車
7741	HOYA
7974	任天堂
8267	イオン
8801	三井不動産
8802	三菱地所

SEC基準 15社

証券コード	社名
4901	富士写真フイルム
6301	コマツ
6501	日立製作所
6502	東芝
6503	三菱電機
6752	松下電器産業
6971	京セラ
6981	村田製作所
7751	キャノン
7752	リコー
8031	三井物産
8053	住友商事
8058	三菱商事
9432	NTT
9437	NTTドコモ

電力会社等 6社

証券コード	社名
9020	JR東日本
9022	JR東海
9501	東京電力
9502	中部電力
9503	関西電力
9531	東京ガス

2 平均データの計算

選定した44社の会計情報は、分析に必要な科目あるいは項目別に1億円単位で合算した値をサンプル会社数44で割って加重平均したデータをあたかも1社のデータのように処理することとした。またより精度を上げるため、44社を適用される会計基準、規則の異なる3つのグループに区分してグループごとに1つの会社と見做して株主価値評価を実施することとした。なお今回の株主価値評価に必要な情報は「表2 財務諸表組替表」に示した科目である。すなわち見積もり時点の財政状態の状況を示す貸借対照表については資産、負債項目を、活動区分別に①資金調達運用活動に係る資産及び負債の差引純額(以下「正味資金」という)、②事業活動にかかわる資産、負債の差引純額(以下「事業純資産」という)、持分法適用会社に対する投資(以下「持分法投資」という)の3つに分類したデータである。また各活動の成果である損益項目は資金調達運用活動に係る税金を考慮した後の損益(以下「金融損益等」という)、事業活動による税金を考慮した後の損益(以下「事業損益」という)、持分法投資の成果である損益(以下「持分損益」という)に分類する。ただし計算を簡単にするため、事業損益および持分損益を確定し、残りを金融損益等とみなす方法によることとした。

持分損益に対しては税金の影響額がないものとみなしたが、事業損益と金融損益等については税金の配分が必要となる。配分は税効果に関する注記から実効税率と表面税率の差の分析を慎重に解析して、特別配慮を要する事項以外は、税引前の事業損益に損益計算書上の表面税率を用いて税金配分額を見積もることとした。ただし注記から特別の事象が明確である場合には調整を加えた。

また株価については2006年8月末の各社の時価総額を合計サンプル会社数44で割って得た値を企業の証券市場における価値とみなし、44社の平均データよりDCF法で得られた株主価値(企業価値)

と比較することとした。3つの小グループについての処理も同様とした。

3 株主価値計算の方法

(1) 直近年度の財務諸表の分析、組替、集計(「表2 財務諸表組替表」参照)

まず連結貸借対照表の勘定科目を分析して、①事業活動に関連した資産から負債を差引して得られる「事業純資産」(主に取得時の価額で評価され記録されている項目)、②持分法適用会社に対する「持分法投資」、③時価または公正価値で評価されているネット資金項目(現金、有価証券、短期借入金、コマーシャルペーパー等及び長期借入金、社債、転換社債)に上場されているその他有価証券、長短貸付金を加えた「正味資金」に分ける。なおこれらの項目に分類することが困難な項目たとえば非上場株式は今回の分析では便宜上正味資金に含めた。また少数株主持分については、子会社等の利益に比例して増減するが、子会社の経営成果も株主期待収益率で推移すると仮定して、時価評価されている正味資金に含める。

次に損益計算書および関連する注記を分析して、①「事業損益」及び②「持分法損益」を把握して集計する。集計後、税金の期間内配分計算を行い、事業損益及び持分法損益を決める。③金融損益等は当期純利益から事業損益及び持分法損益を差引し残額を「正味資金」に関連する損益とみなす。またその他有価証券の評価差額金の増減額も投資に対するリターンと考えられるが、今回の評価計算上、「正味資金」は時価評価されていることから必然的に株主期待収益率で収益(又は費用)が発生すると仮定できるので、特別な処理はしないこととした。

利益処分に関しては連結剰余金計算書より支払配当金を把握する。

これらの分類の後貸借対照表、損益計算書のそれぞれ3つの区分を集計して、支払配当金を含めたデータを見積計算のスタート時点の「直前期決算データ」とする。

(2) 見積のために必要な基礎率の決定

見積計算のためには以下の基礎率の推定が最低限必要となる。なお見積第1年度の予測に含むべき単年度のみに影響する特別事項は下記の見積比率とは別に「第3表 株主価値見積計算表」上で直接修正仕訳を起票することとする。したがって見積もり比率には特別の事項は調整済みを前提としたものになる。但し今回の見積もりでは該当事項はなかった。

- ① 事業利益成長率
- ② 持分利益成長率
- ③ 株主期待収益率(正味資金に関連した金融損益等は同じ率で計算する)
- ④ 配当性向
- ⑤ 事業資産成長率
- ⑥ 持分法投資成長率

(3) 会計システムアプローチによる予測「正味資金」収支計算

「表3 株主価値見積計算表」に示した表により上記(2)で示した予測基礎率と前年度実績数値にもとづき各年度の値を計算により算出する。算出後特定年度での特別事項が予測される場合は直接修正仕訳を起票して調整する。見積計算期間は連結会計原則上の、のれんの償却期間(最長20年)や今回選んだ企業の規模及び業種等を考え20年とする。またこの表より見積期間終了時点での資産種類別の残高も把握できる。

表 2 財務諸表の組替表

借方(貸方)(単位:1億円)

項 目		全44社	一般製造業等 23社	SEC 15社	電力等 6社		
B / S 項目 活動 別 組 替	正味 資 金	現金及び預金/定期預金	3,438	2,488	3,909	686	
		有価証券/短期投資	972	1,405	454	0	
		短期貸付金	25	4	0	169	
		投資有価証券/市場性ある有価証券その他の投資	3,941	3,115	3,645	2,990	
		持分法会社投資/関連会社投資(持分法投資へ)	(632)	(728)	(219)	(1,010)	
		長期貸付金	19	33	0	11	
		未実現有価証券評価差益に対する税効果	(658)	(593)	(556)	(420)	
		短期借入金	(2,017)	(1,719)	(1,716)	(1,626)	
		1年内社債	(539)	(396)	(413)	(850)	
		1年内長借/長期借入債務	(795)	(240)	(710)	(2,183)	
		その他金融負債	(198)	(180)	0	(761)	
		社債	(3,863)	(1,489)	(1,725)	(16,005)	
		長期借入金/長期借入債務	(5,284)	(2,563)	(5,237)	(8,849)	
		その他	(890)	(18)	0	(6,454)	
		リース債務	(45)	(31)	(56)	0	
少数株主持分(注)	(1,359)	(568)	(1,987)	(170)			
	正味資金……①	(7,885)	(1,480)	(4,611)	(34,472)		
持分法 投 資	投資有価証券/市場性ある有価証券その他の投資	632	728	219	1,010		
	持分法会社投資/関連会社投資(独立表示)	894		1,709			
	持分法投資……②	1,526	728	1,928	1,010		
事 業 純資産	B/S全社	15,870	27,813	14,186	15,474		
	正味資金へ振替……①	7,885	1,480	4,611	34,472		
	持分法投資へ振替……②	(1,526)	(728)	(1,928)	(1,010)		
	事業純資産……③	22,229	28,565	16,869	48,936		
P / L 項目 活動 別 組 替	事 業 損 益	営業利益	(3,697)	(2,421)	(5,708)	(3,563)	
		金融収益費用調整	0	0	0		
		販売費及び一般管理費	794	0	2,329		
		その他営業外収益(除く金融収益)	(164)	(120)	(244)	(131)	
		その他営業外費用(除く金融費用)	223	185	299	179	
		特別利益	(104)	(150)	(10)	(161)	
		特別損失	193	312	1	217	
		非継続事業損益	1	4	(2)	0	
		営業権の減損	1	0	2	0	
		減損損失	8	1	22	4	
		法人税等	1,039	770	1,350	1,295	
		持分法投資損益					
			事業損益……⑩	(1,706)	(1,419)	(1,961)	(2,160)
			事業純資産利益率(前年度実績)	7.67%	4.97%	11.62%	4.41%
		持 分 損 益	持分損益……⑪	(94)	(80)	(148)	(15)
持分法投資利益率(前年度実績)	6.16%		10.99%	7.68%	1.49%		
金 融 損 益 等	当期純利益全社	(1,648)	(1,460)	(1,965)	(1,555)		
	事業損益へ振替……⑩	1,706	1,419	1,961	2,160		
	持分損益へ振替……⑪	94	80	148	15		
	金融損益等……⑬	152	39	144	620		
	「正味資金」利益(-は費用)率(前年度実績)	-1.93%	-2.64%	-3.12%	-1.80%		
参 考 デ ー タ	事業損益税引前利益	(2,745)	(2,189)	(3,311)	(3,455)		
	事業損益の実効税率	37.85%	35.18%	40.77%	37.48%		

(注記)

B/Sの組替はまずB/Sの中から正味資金、持分法投資の項目を抜きだしB/S全社から差引きして事業純資産を計算する。

P/Lはまず事業損益、持分損益を抜きだし、P/L全社から差引して金融損益を求める。

なお少数株主持分は事業純資産を構成しないので「金融純資産」に含めて考える。

表3 株主価値見積計算表

全44社平均 シミュレーション 借方(貸方) (単位:1億円)

年度	番号	取引内容	純資産の増減(損益等)の見積				貸借対照表項目				資金増減(CF)の内訳			
			事業損益 成長率	持分損益 成長率	金融 損益等 利率	配当/ 配当性向	株主期待 収益率	事業資産 成長率	持分法投 資成長率	割引現在 価値割合	財務活動 CF	事業活動 CF	持分法 投資CF	検 算
全期間		予測基礎率→	3.2%	3.2%	3.94%	24.0%	3.94%	3.2%	3.2%	96.2%				
		勘定科目→	事業損益	持分損益	金融 損益等	支 払 配当金	純資産	事 業 純資産	持分法 投 資	正味資金	財務活動 CF	事業活動 CF	持分法 投資CF	検 算
1年度		直前期決算データ	(1,706)	(94)	9	319								
1年度		期首B/S残高				①	(15,870)	22,228	1,526	(7,884)		②	③	
	1	正味資金の運用損益			311		311			(311)	(311)		0	
	2	支払配当金				430	430			(430)	(430)		0	
	3	事業活動損益	(1,761)				(1,761)	1,761					0	
	4	事業活動からのCF					0	(1,043)		1,043		1,043	0	
	5	特別修正項目当期					0						0	
	6	同上前期分調整					0						0	
	7	持分法投資損益		(97)			(97)		97				0	
	8	持分法会社の配当					0		(48)	48			48	
1年度		予測フロー計	(1,761)	(97)	311	430	(1,118)	718	49	351	(740)	1,043	48	
		T 期末B/S残高					(16,988)	22,946	1,575	(7,533)			0	

2年度		予測基礎率	3.2%	3.2%	3.94%	24.0%	3.94%	3.2%	3.2%	92.6%			
		期首B/S残高					(16,988)	22,946	1,575	(7,533)			0
	1	正味資金の運用損益			297		297			(297)	(297)		0
	2	支払配当金				371	371			(371)	(371)		0
	3	事業活動損益	(1,818)				(1,818)	1,818					0
	4	事業活動からのCF					0	(1,077)		1,077		1,077	0
	5	特別修正項目当期					0						0
	6	同上前期分調整					0						0
	7	持分法投資損益		(100)			(100)		100				0
	8	持分法会社の配当					0		(50)	50			50
2年度		予測フロー計	(1,818)	(100)	297	371	(1,250)	741	50	458	(668)	1,077	50
		T 期末B/S残高					(18,238)	23,687	1,625	(7,075)			0

●
●
●
●

20年度		予測基礎率	3.2%	3.2%	3.9%	24.0%	3.9%	3.2%	3.2%	46.2%			
		期首B/S残高					(51,431)	40,664	2,776	7,991			0
	1	正味資金の運用損益			(315)		(315)			315	315		0
	2	支払配当金				853	853			(853)	(853)		0
	3	事業活動損益	(3,222)				(3,222)	3,222					0
	4	事業活動からのCF					0	(1,908)		1,908		1,908	0
	5	持分法投資損益		(178)			(178)		178				0
	6	持分法会社の配当					0		(89)	89			89
20年度		予測フロー計	(3,222)	(178)	(315)	853	(2,861)	1,313	89	1,459	(538)	1,908	89
		20年度 期末B/S残高					(54,293)	41,978	2,865	9,450			0
		期間(20年間)合計	(48,444)	(2,669)	1,165	11,526					(12,691)	28,695	1,330

表 4 株主価値評価計算表

年 度	取 引 内 容	純資産の増減(損益等)の見積				貸借対照表項目				資金増減(CF)の内訳				株主価値(企業価値)評価			
		事業増益成長率	持分増益成長率	金融配当性向	株主期待収益率	事業純資産	事業成長率	持分投資成長率	割引現在価値割合	財務活動CF	事業活動CF	持分投資CF	④	⑤=②×④	⑥=③×④	⑦=⑤+⑥	⑧=①×④
全期間	予測基礎率→	3.2%	3.2%	3.94%	24.0%	3.2%	3.2%	3.2%	96.2%								
1年度	勘定科目→	事業増益成長率	持分増益成長率	金融配当性向	株主期待収益率	事業純資産	事業成長率	持分投資成長率	割引現在価値割合	財務活動CF	事業活動CF	持分投資CF	④	⑤=②×④	⑥=③×④	⑦=⑤+⑥	⑧=①×④
1年度	直前期決算一夕	(1,706)	(94)	9	319				(7,884)								
1年度	期首B/S残高				①	(15,870)	22,228	1,526	(7,884)								
1年度	予測1口一計	(1,761)	(97)	311	430	(1,118)	718	49	351	(740)	1,043	48	0	1,004	46	1,050	414
2年度	予測1口一計	(1,818)	(100)	297	371	(1,250)	741	50	458	(668)	1,077	50	0	997	46	1,043	344
3年度	予測1口一計	(1,877)	(103)	279	389	(1,372)	765	52	495	(668)	1,112	51	0	990	46	1,036	347
4年度	予測1口一計	(1,937)	(107)	259	408	(1,377)	790	54	533	(668)	1,148	53	0	983	45	1,029	350
5年度	予測1口一計	(2,000)	(110)	238	428	(1,444)	815	55	573	(667)	1,185	55	0	976	45	1,022	353
6年度	予測1口一計	(2,064)	(114)	216	449	(1,513)	842	57	615	(665)	1,223	57	0	970	45	1,015	356
7年度	予測1口一計	(2,131)	(117)	191	471	(1,586)	869	59	658	(662)	1,262	58	0	963	45	1,008	359
8年度	予測1口一計	(2,200)	(121)	166	494	(1,662)	897	61	704	(659)	1,303	60	0	957	44	1,001	362
9年度	予測1口一計	(2,271)	(125)	138	517	(1,741)	926	63	752	(655)	1,345	62	0	950	44	994	365
10年度	予測1口一計	(2,344)	(129)	108	542	(1,823)	956	65	803	(650)	1,389	64	0	944	44	987	368
11年度	予測1口一計	(2,420)	(133)	76	568	(1,909)	987	67	856	(644)	1,434	66	0	937	43	981	371
12年度	予測1口一計	(2,498)	(138)	43	594	(1,999)	1,019	69	911	(637)	1,480	69	0	931	43	974	374
13年度	予測1口一計	(2,579)	(142)	7	622	(2,092)	1,051	71	969	(629)	1,528	71	0	924	43	967	377
14年度	予測1口一計	(2,662)	(147)	(31)	651	(2,189)	1,085	74	1,030	(620)	1,577	73	0	918	43	961	379
15年度	予測1口一計	(2,748)	(151)	(72)	682	(2,290)	1,120	76	1,094	(610)	1,628	76	0	912	42	954	382
16年度	予測1口一計	(2,837)	(156)	(115)	713	(2,395)	1,157	78	1,160	(598)	1,680	78	0	906	42	948	384
17年度	予測1口一計	(2,929)	(161)	(161)	746	(2,505)	1,194	81	1,230	(585)	1,735	81	0	899	42	941	387
18年度	予測1口一計	(3,023)	(167)	(209)	780	(2,619)	1,233	83	1,303	(571)	1,791	83	0	893	41	935	389
19年度	予測1口一計	(3,121)	(172)	(260)	816	(2,738)	1,272	86	1,379	(555)	1,849	86	0	887	41	928	391
20年度	予測1口一計	(3,222)	(178)	(315)	853	(2,861)	1,313	89	1,459	(538)	1,908	89	0	881	41	922	394
	期間総合計	(48,444)	(2,669)	1,165	11,526				(12,691)	28,695	1,330			18,821	872	19,693	7,447

見積期間終了時純資産残高
 見積期間終了時事業純資産残高
 見積期間終了時持分法投資残高
 見積期間終了時正味資金残高

見積期間終了時純資産高割引現在価値
 見積期間終了時事業純資産高割引現在価値
 見積期間終了時持分法投資高割引現在価値
 見積もり時点の正味資金

見積もり株主価値(企業価値)評価額
 32,540

見積もり株主価値(企業価値)評価額
 32,513

見積期間終了時純資産残高
 25,066

見積期間終了時事業純資産残高
 19,380

見積期間終了時持分法投資残高
 1,323

見積期間終了時正味資金残高
 (7,884)

(4) 株主期待収益率による割引現在価値計算

計算結果は「表 4 株主価値評価計算表」に示した。

① DCF法

各年度の「正味資金」の収支及び見積もり期間終了時点(20年度)での「正味資金」を除く貸借対照表の項目別の残高をそれぞれの経過期間に応じて、株主期待収益率に基づき割引現在価値を計算した後、合計して株主価値を得る。

② 配当割引モデル

各年度の株主の受取配当金の額及び見積もり期間終了時点(20年度)での純資産の残高をそれぞれの経過期間に応じて、株主期待収益率に基づき割引現在価値を計算した後、合計して株主価値を得る。

2つの方法の計算結果は一致した。これは正味資金の予想利率が株主期待収益率と一致すると仮定したことによるものと思われる。なお3つの小グループも含めた見積もり結果の要約は第6項で説明する。

4 企業価値計算の詳細と作業中に発見した問題点

(1) 直近年度の財務諸表の分析、組替、集計

分析対象会社44社のうち米国会計基準で連結財務諸表を作成している会社が15社あり、財務諸表の表示方法が日本基準と違っているため、若干の推測を加えて科目分類を行った。また以下のような問題点が発見された。

- ① 持分法適用会社に対する投資は日本基準では、ほとんどの場合、貸借対照表に独立表示されていないので、注記により確認することになりかなりの時間がかかる。一方米国基準ではほとんどの場合独立表示されるとともに、当該株式が上場されている場合には時価(含む未実現利益)の注記がなされている。持分法適用会社の株式の時価評価額の情報は、今回の評価の場合には考慮しなかったが、見積り期間終了時点での処分価格の推定には欠かすことの出来ない重要な情報と考えられる。
- ② その他有価証券の時価評価に関連する繰延税金負債(差益の場合)の分類は「正味資金」に含めることとした。但しその実現可能性は、未実現利益の実現方法を受取配当金の形で行う場合には、税務上益金不算入の処理の対象になる可能性がある。戦略税務計画によっても異なるが実際の税金の支払の発生確率は十分に考慮する必要があると思われる。金額に重要性があれば非課税の可能性(確率)を評価に反映させるのが好ましい。但し非課税の確率についての情報は現在の有価証券報告書からは得られないため、株主価値の評価を実際より引下げる要因となると考えられる。
- ③ 今回の対象会社から除外した会社で損益計算書に計上された連結子会社および持分法適用会社の株主持分変動に伴うみなし株式売却益について、米国基準で、明確に税効果を認識している例があった。一方日本基準採用の会社の場合、該当事項がある会社はほぼすべて税効果を考慮していなかった。その他有価証券の評価差額は資本直入であるにもかかわらず税効果をほぼ無条件で認識計上しているのと比べると、すでに利益に計上されていること、金額が時には巨額になることがあることを考えると大いに問題がある。未認識の繰延税金負債の金額が大きい場合には株主価値計算上は必ず認識することが望ましいと考える。なぜなら未認識繰延税金負債の額だけ、見積り期間終了時の残存純資産の金額が減少することが考えられるからである。

- ④ 「事業損益」の見積は営業利益に事業活動に関連する営業外損益及び特別損益を加減算して得た税引前事業損益から税効果に関連する注記から得られる実効税率と損益計算書上の表面税率の差額の内容を考慮しながら、原則として表面税率を掛けて得られた税額を事業損益の税金とみなす方法によった。計算にはかなりの時間がかかり、また推定が入るため正確性も十分に確保できるとはいえない状況である。投資家のための会計情報を考えるならば事業活動損益とそれ以外の活動損益に区分した税金の期間内配分が開示されることが望まれる。なお表面税率と実効税率の差の注記は5%ルールで省略されている会社があるが、株主価値計算上は極めて重要な要素であるため開示するのが望ましいと考えられる開示項目である。
- ⑤ 土地に関する時価情報は販売用不動産又は土地再評価実施の会社以外では開示されていない。見積期間終了時の残余「事業純資産」の売却可能価額の見積上、償却資産等は適時に費用計上され更新されているので、簿価情報は十分に利用できると推定できるが、土地は、制度上は償却されないで、古い取引時点での簿価をそのまま引き継いでいくことになり歴史のある会社の土地の簿価は、土地の時価とまったく乖離した金額となっている可能性が高い。投資家のための財務諸表を考える場合に早急に改善されるべき事項と考えられる。
- ⑥ ファイナンスリース取引の処理は米国基準の会社以外はすべて例外処理採用により資産負債を貸借対照表に計上していない。今回の分析方法でリース取引は、「事業純資産」の増加と、「正味資金」のマイナス(負債の増加)が同時に起こる為、計上するかしないかでは株主価値評価の結果に影響する。注記から拾い上げて修正する方法も考えられるが、手間が膨大になるので、今回は断念した。今後の制度改正で改善が期待される。
- ⑦ 退職給付引当金は本質的には、退職給付債務と外部に運用を任せている年金資産の純額表示である。今回の分析では、本来年金資産は金融商品で運用されているので、「正味資金」を構成し、給料の後払いの要素の強い退職給付債務は「事業純資産」を構成するので評価計算上は、両建て計上することが必要であるがそのための十分な情報が開示されているとは言えない。

(2) 見積に必要な基礎率の決定

基礎率の推定は大変大事でかつ困難な事項である。今回は44社の平均およびそれらを3つの小グループ(日本基準で電力等を除く、SEC基準、電力等)に区分したそれぞれの平均を考えることとした。見積もりに際してはそれぞれ直近の決算データから得られる平均データを基に主観的な推定も交えて決定した。詳細は以下個別に解説する。なお3つの小グループの基礎率の決定も本質的に同じ為説明は省略する。

- ① 株主期待収益率は44社平均のPERが27.6であったことから3.6%とするべきところであるが、最近の東証一部のPERの平均が20であること等を考慮して、主観的な判断も含めて4%とした。なお他の要素を一定とした場合にDCF法の株主価値計算額が時価総額と一致する値も、表計算の活用により試行錯誤法により計算してみた。結果は表5に示している。
- ② 配当性向は44社の加重平均を用いて計算した。
- ③ 持分法利益成長率は持分法適用会社の配当性向が50%と推定すると、持分法会社に再投資される金額の持分法投資(B/S残高)に対する割合が3.23%であると見積もられたのでこの値を使用した。
- ④ 持分法投資成長率は上記③で記載したとおり、持分法適用会社の配当性向から見積み計算した。
- ⑤ 事業利益成長率は前年度との比較では加重平均による当期純利益の増加率が20%を越えているが一時的と考えられるため持分法会社の利益成長率と同一と仮定して計算した。したがってこの基礎率の見積は非常に主観的要素が大きい。

表5 株主価値評価結果の要約表

予測基礎率

項目	全44社	日本基準23社	SEC基準15社	電力等6社
事業損益成長率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
持分損益成長率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
金融利子率	4.00%	4.00%	4.00%	3.09%
配当/配当性向	24.0%	24.0%	20.6%	34.4%
事業資産成長率	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
持分法投資成長率	3.20%	3.2%	3.2%	3.2%
株主期待収益率	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%

直前期決算データ 損益等(フロー)

科目	全44社	日本基準23社	SEC基準15社	電力等6社
事業損益	(1,706)	(1,419)	(1,961)	(2,160)
持分損益	(94)	(80)	(148)	(15)
金融損益等	9	39	144	620
支払配当金	319	265	376	389

直前期決算データ B/S(ストック)

科目	全44社	日本基準23社	SEC基準15社	電力等6社
純資産	(15,870)	(28,541)	(14,186)	(15,474)
事業純資産	22,228	29,293	16,869	48,936
持分法投資	1,526	728	1,928	1,010
正味資金	(7,884)	(1,480)	(4,611)	(34,472)

見積もり結果

科目	全44社	日本基準23社	SEC基準15社	電力等6社
①見積もり株主価値(株主着期待収益率4%とした場合)	32,159	34,733	39,670	19,888
②株式時価総額	32,540	29,650	38,293	29,234
①と②が同額になる株主期待収益率(試行錯誤法により求める)	3.94%	4.93%	4.24%	3.09%

参考

直前決算における利益増加率	21.78%	32.70%	7.76%	37.44%
---------------	--------	--------	-------	--------

- ⑥ 事業資産成長率は事業利益成長率と同じとみなした。この結果生じた余剰資金は見積り時点で正味資金がマイナス(負債)であるので、負債の返済に使用されると仮定している。

(3) 各年度の予測数値の計算

各年度の子想数値は、基礎率が毎年変わらないと見做し、各年度の直前期の決算データに基礎率を掛けることによって計算する。

5 実際の株主価値評価計算

実際の各年度の決算の各項目の計算方法の概略は以下のとおりである(表3参照)。なおCFはキャッシュ・フローの略である。

- | | |
|----------------|---|
| 1. 金融損益等 | 期首「正味資金」×株主期待収益率 |
| 2. 支払配当金 | 前期純利益×配当性向 |
| 3. 「事業損益」 | 前期事業利益×(1+事業利益成長率) |
| 4. 事業活動よりのCF | 事業損益-前期「事業純資産」×事業資産成長率 |
| 5. 特別修正項目 | 前期の決算に含まれる特別の要修正項目についての仕訳修正
当期の業績予想や企業に関するニュース等の情報に基づく |
| 6. 特別修正項目前期分調整 | 同上的見積もり第1年度または第2年度の影響額の調整
調整方法は税効果を考慮して仕訳形式で修正する |
| 7. 「持分損益」 | 前期持分損益×(1+持分利益成長率) |
| 8. 持分法よりのCF | 持分損益-前期持分法投資×持分投資成長率 |

DCF法計算は「表4」に示したが各年度の事業活動よりのCF(「正味資金」の獲得)および持分法よりのCF(持分法適用会社よりの受取配当)を、見積もり時点の現在価値に、株主期待収益率で割引計算する。次に各年度の現在価値に評価された各CFを、見積もり期間に亘って合計する。なお見積もり期間終了時点の「事業純資産」及び「持分法投資」は最終年度のCFとなると仮定し、最終年度のCFに含めて計算する。この合計に見積もり開始時点での「正味資金」をそのまま加算して株主価値(企業価値)を得る。「正味資金」は構成内容が時価評価または公正価値評価となっていると考えられる為、見積もりの必要がないと考えた。また各年度の決算見積上は上記1.①に示した計算式で損益は見積もられると仮定している。

6 株主価値評価結果

小グループの含めた4つの株主価値の見積計算の結果は「表5 株主価値評価結果の要約表」に示したとおりである。2006年8月末現在の株価による時価総額の平均とDCF方による評価額の一致する株主期待収益率(金融利子率も同じ率とする)は他の条件を同じとした場合、日本基準23社4.93%、SEC基準15社4.24%、全44社3.94%、電力等6社3.09%となった。見積もり時点での「正味資金」のマイナス(負債の金額)の少ないほうが株主期待収益率は大きくなる結果となり、負債利子の節税効果を織り込んでいるとも解釈できる。ただこの場合には金融資産負債の時価評価が意味するところの解釈が困難となる。なお全体としては株主期待収益率は合理的な範囲に収まった。

7 まとめ

会計システムを用いたシンプルな形での株主価値計算の仕組みを表計算ソフトで製作し、事例について、DCF法を適用して計算してみた。結果は一定の仮定の下では、株主期待収益率は4%前後になり、十分現在の株価の裏づけとなると推定できる。個人及び会社が株式投資の意思決定をするときには今回提案した方式も評価方法の1つとして利用可能と考えられる。

会社やその他の法人がDCF法の考え方で株式投資の意思決定する場合に投資時点での意思決定の資料を、ここで提示した方法で作成しておけば、後日の投資先の会社の実績と対比することが可能

となり投資の計画、実行、評価のプロセスに役立つと考える。

なお現実の株式投資は、その成果を損益計算への利益計上時点と見做すと、長期投資の場合結果的に配当収入のみのフロー評価となり、株式投資は失敗したとの判断が下される可能性が高いと考えられる。今回提言したような形も含めた株式投資の意思決定方法を確立し、株式投資意思決定の成果の説明に役立てようさらに研究を進めていきたいと考えている。

最後に今回の分析で投資の意思決定に必要な会計情報の不足あるいは入手の困難さが目立った。株主価値の計算の為に、企業、個人ともにもっと真剣に会計情報の必要性を訴えることになればよいと考える。

参考文献

- プライス ウォーターハウス編 A.ブラック・P.ライト・J.バグマン著 井出正介監訳 鶴田智佳子・村田久美子訳『株主価値追及の経営』東洋経済新報社 1998年
井出正介・高橋文郎『経営財務入門』日本経済新聞社 2003年
鈴木一功『企業価値評価 実践編』ダイヤモンド社 2006年