

## 企業価値とCFOの役割

1

村上 勝

テロイトーマツFAS株式会社  
パートナー 公認会計士

### 悩み多きCFO

低迷する株価、跋扈するアクティビスト、敵対的買収の萌芽、物言う株主の拡大、信用格付け、短い製品ライフサイクル、資金調達が多様化、子会社の上場維持コスト、国際会計基準への収斂、減損リスク等々…CFOにとって現代ほど悩み多き時代はないのではないか。本稿では、悩み多きCFOに対し、特に財務の観点から企業価値向上に向けた問題解決のヒントを提供できればと思います。筆を取った次第である。なお、今回は誌面の関係上、全般的な論点を概

括的に述べるに留め、個別詳細な論点については次回以降に譲ることにする。また、意見に関するところは、私見である旨お断りしておく。

### 企業価値とバリューマップ

通常、企業は各種事業から成り立っている。各事業の価値は、当該事業が生み出すフリーキャッシュフロー(FCF注1)を割引率で割引した現在価値で表される注2。FCFを高めるためには、FCFの構成要素から、営業利益の向上と維持(競争優位期間)のみならず、運転資本

の効率化、設備投資の効率化が重要となる。割引率は、通常、各事業

に対応した加重平均資本コスト(WACC注3)を用いる。図1は、投下資本(横軸)に対して各事業が生み出す価値(縦軸)を図にしたものであり、バリューマップと呼んでいる。

この図で、縦長の長方形は、投下資本に対し資本コストを超過する価値を生み出していることを意味し、価値創造事業を示す。横長は価値破壊事業、逆向きはマイナス価値事業を示す。この会社はAからEの各事業と管理部門Fを抱えている。企業価値はこれらの総和であるCV1になる。ここで企業価値の向上を考え

るに当たり、二つの制約がある。第一は投下資金には限りがあること、第二は経営陣が管理できる事業領域にも限りがあることである。投下資金が有限であるため、自社にとって投資効率の高い順に投資することになる。投資効率は、投資額に

対する高さの割合、即ち、長方形の対角線の角度の大きさで示されている。さらに、投資効率の良し悪しは、誰が経営するかによって変わる。成長性の高い事業であつても、経営陣が当該事業に知見が少ない場合に

は、事業価値として実現させることは難しい。

上記の問題は、既存事業ポートフォリオの管理にも役立つ。製品のライフサイクルが短くなっている現代、たとえ価値創造事業であつても追加投資や研究開発を実施しないと競争力が落ち、負け組となるリスクに晒されている。したがって、資金に

限りがある状況では、価値破壊事業およびマイナス価値事業に資金が固定化され、価値創造事業から獲得された資金もそこに振り向けられると、価値創造事業自身の競争力が衰え、ひいては企業全体の価値もCV2、CV3へと悪化していくことになる。このような場合には、株

価も低迷し、敵対的な買収のターゲットに晒されるか、さらには会社自身の継続性に問題を呈することに

なる。価値破壊事業から速やかに撤退し、資金を価値創造事業に向け企業価値をCV4へと向上させていくことが必要となる。

管理コスト(F)の規模の適否も検討しなくてはならない。例えば、未上場企業に上場企業と同等の間接部門が必要か、子会社の間接部門の規模、シェアードサービスの利用、一

部業務のアウトソーシングの検討、子会社の上場維持コストの影響等を検討する必要がある。

## 企業価値と株価の関係

企業価値の向上については前述した通りだが、これらの価値が株価に十分に反映されずギャップが生じている場合もある。図2は、簿価純資産額と株主価値と株式時価総額の三者を比較している。

第一に、株主価値が簿価純資産額を下回る場合を検討する。この場合は、投下資本利益率が資本調達コストを下回り、株主価値を破壊している状況が考えられる注4。特に、不稼働資産を長期間保有している場合に、この問題が発生する。この場合は、稼働しているコア事業に対する投資へ速やかにシフトを行うか、余剰資金を配当や自社株買いに回し株主への利益の還元をめぐる必要がある。

第二に、有利子負債の規模の問題を考える。企業の信用格付け上の観点から財政状態を健全化するため有利子負債の削減を行う場合がある。しかし、適正レベルを超えて

有利子負債を減額させると、資金調達コスト(WACC)注3が上昇し、その分株主価値を圧迫する要因になる。財務レバレッジ効果注5を考えると、ROAが負債利率を上回っている限りは、負債を増やすことによってROEを向上させることができるのである。株価が低い場合のリキヤップCB等、資金調達面での工夫が必要になる。

第三に、株式時価総額が株主価値を下回る場合を検討する。具体的にはコングロリット・ディスカウント注6のように逆相乗効果が働いている場合注7、株主還元(配当性

向・総還元性向)が低い場合、IR活動が不十分な場合等が考えられる。さらには、株式市場自体の低迷、株式の流動性の問題、潜在株の存在注8による希薄化リスク等を個別に検討しなければならない。

次回以降、資金の運用、調達の両面から企業価値へのインパクトについて検討を進めることとしたい。

図1

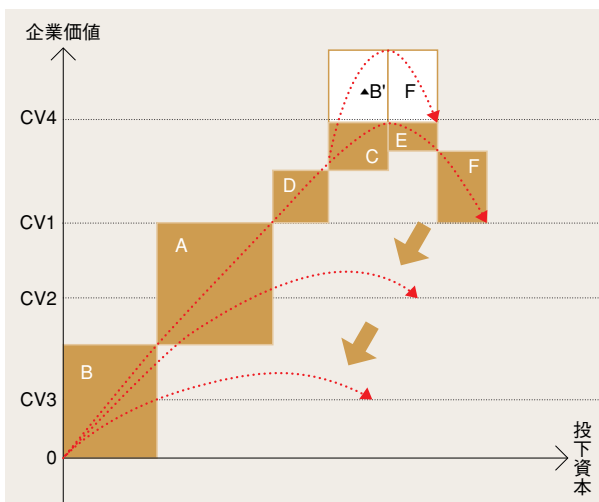
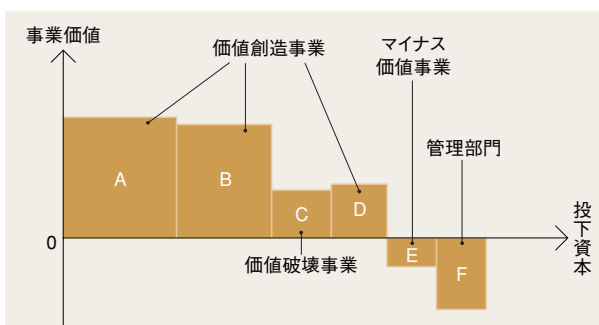
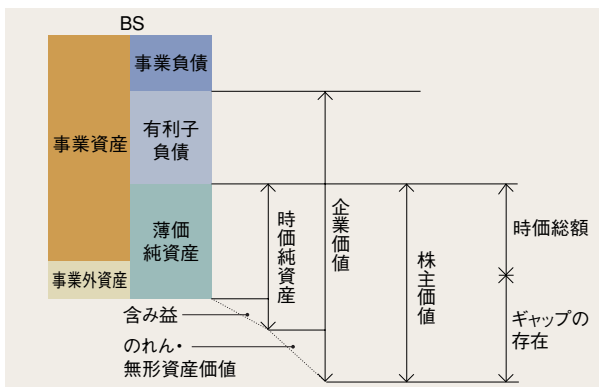


図2



注1 FCF=利息・税金・減価償却費控除前営業利益(EBITDA)-支払税金相当額±運転資本増減-設備投資  
 注2 DCF法で算定された事業価値を、同業他社のEBITDAマルチプル等で比較分析も行う  
 注3  $WACC = \{Dm / (Dm + Em) \times (1 - T) \times Rd\} + \{Em / (Dm + Em) \times Re\}$   
 Dm: 有利子負債の時価, Em: 株主資本の時価, T: 限界税率, Rd: 有利子負債コスト, Re: 株主資本コスト  
 注4 残余利益法という評価手法に、この考え方が反映されている  
 注5  $ROE = (1 - t) \{ROA + (ROA - i) \times (D/E)\}$   
 ROE: 自己資本利益率, ROA: 総資産利益率, i: 負債利率, D: 負債, E: 自己資本, t: 限界税率  
 注6 事業価値の総和 > 企業全体の価値  
 注7 経営陣の管理可能な事業領域を超えている場合も要因の一つ  
 注8 例えば、デッドエクイティスワップにおける優先株