



永田伸之

デロイトトーマツFFAS株式会社
パートナー

吉村隆史

デロイトトーマツFFAS株式会社
ヴァイスプレジデント

DCF法による評価と 会計上の利益の違い

DCF法は、将来のFCF（フリー・キャッシュ・フロー）についてリスクを織り込んだ割引率で割り引くことにより評価をする手法である。近年では、M&Aを実行する際には必ずといってよいほど利用されている手法であり、計算の技術は実務的にも広く定着している。本稿ではこのDCF法の根幹である割引率とIRR（Internal rate of return）について考察し、投資後の継続的な評価の意味について整理を行う。

例として、二つの投資案AとBを考える（図1）。年度ごとのFCFは異なるが、いずれの投資案も割引率10%で割り引くと、その価値は1,000となる。したがって、これらの投資を一,000で実行した場合はいずれもIRRが10%の投資を実行したことになる。この投資が計画通りに進んだことを前提として、財務諸表にどのような影響があるかを検討する。なお、議論を単純にするために、FCFと会計上の利益が同額であると仮定する。

さて、これらの投資計画が達成できた場合、投資案Aでは一年目から投資額1,000に対して、毎年10%の利益を計上できることになる。これに対して、投資案Bでは一年目は赤字が計上されることとなる。一年目が終了した時点で、「投資の評価」という観点から財務報告を見た場合、

投資家は投資案Bをどのように評価するべきだろうか？ 無論、投資案Bは損失が計上されているが、そもそもその損失は投資時点で計画に織込済の事項であり、投資が失敗しているわけではない。

コーポレートファイナンスの 視点からの投資の評価

この投資の成果について、コーポレートファイナンスの視点では一年目の終了時点での評価（図2）を踏まえて考える。すなわち、投資案Aを一年目の終了時点でのDCF法により評価すると、毎年100のFCFが得られることには変化がないため、一年目終了時点での価値は投資時と同様に1,000となる。すなわち、投資から100の実現利益とゼロの評価益が得られている。

これに対して投資案Bでは一年目に100の損失が発生するが、一年目終了時点で同様に将来計画を評価すると、毎年100の利益を生むためその価値は1,200となる。すなわち、投資案Bにおいては、投資から実現損100が発生しているが評価益（将来の価値の増加）200が得られており、合計すると投資案Aと同様に100の利益が得られることになる。すなわち、投資案A、Bのいずれにおいても実現利益評価益を合計したベースで考えると、投資額1,000にIRR10%を乗じた額となっている。すなわち、コーポレートファイナンスの立場からは、投資の成果は実現

IFRSにおける 投資の評価

M&A等の投資を行う場合は、外部の専門家等を活用してDCF（ディスカунテッド・キャッシュ・フロー）法や倍率法等の手法により企業価値評価を実施し、その評価をベースに交渉を行う実務が定着している。しかし、投資後に事業計画のモニタリングや継続的な評価を行う実務はまだ十分に定着していない。

一方でIFRSが導入された場合、持分法や連結を適用しない投資有価証券について、決算時点での評価が求められることとなる。そこで、今回は投資実行後の継続的な評価の考え方やその評価が財務諸表に与える影響について検討する。

損益（FCF）と将来の投資価値の変化の合計で評価されるため、投資案AもBも同様に評価がされることになる。

会計上の取扱い

現在の日本の会計基準では実現損益のみを会計上の損益として評価するため、投資価値の変化は財務諸表には計上されない。これに対してIFRSでは投資価値の変化を測定し、その他包括損益に計上するため、コーポレートファイナンスの考え方と整合的である。

すなわち、投資価値の変動も評価するのがIFRSの考え方であり、短期的には会計上の利益が計上されない長期投資についても、財務報告上で評価をすることが可能となる。したがって、財務報告としてはより理論的な手法であるといえるが、一方で、実務的には評価の不確実性が問題となる。

DCF法や倍率法等の企業価値評価は、前提となる事業計画、類似会社の選択、割引率等により評価結果が大きく異なる。したがって、このような手法により評価された結果は不確実性が高く、また、評価者の恣意性が介入しやすいことから財務報告上の損益の不確実性を高めることになるため、必要に応じて外部専門家の利用等による精度の高い評価体制を構築する必要がある。

まとめ

本稿では、投資の成果がコーポレートファイナンスの考え方からどのように評価されるか、またそれらの評価結果と日本基準・IFRSとの差異の関係や実務上の問題点について検討した。

その結論としては、まず財務報告の観点からIFRS導入に向けて投資の評価体制を整備する必要がある。具体的には、市場株価で評価できない非上場株式について、DCF法や倍率法等の各種評価手法を用いて公正価値を評価する体制の構築が必要となる。その結果、直接的にその他包括損益（採用する会計処理によっては純損益）に影響を及ぼすため、外部の専門家等も利用しながら適切に体制を整備する必要があらう。

加えて、本稿で述べ

たとおりIFRSはコーポレートファイナンスとの結びつきが強いことから、投資意思決定・業績評価の方法についても同時に見直すことで意思決定から財務報告までを統一した考え方でカバーし、IFRSの一つの大きな特徴である財管一致体制を確立することが望まれる。

図1 ● DCF法による評価例

投資案A

		計画					ターミナル バリュー
		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	
FCF		100	100	100	100	100	1,000
現在価値	割引率 10.0%	91	83	75	68	62	621
投資価値		1,000					

投資案B

		計画					ターミナル バリュー
		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	
FCF		-100	120	120	120	120	1,200
現在価値	割引率 10.0%	-91	99	90	82	75	745
投資価値		1,000					

図2 ● DCF法による評価例（投資1年経過後）

投資案A

		計画					ターミナル バリュー
		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	
FCF			100	100	100	100	1,000
現在価値	割引率 10.0%		91	83	75	68	683
投資価値			1,000				

投資案B

		計画					ターミナル バリュー
		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	
FCF			120	120	120	120	1,200
現在価値	割引率 10.0%		109	99	90	82	820
投資価値			1,200				