

2021年6月17日

補習生 各位

一般財団法人 会計教育研修機構
近畿実務補習所

過去の優秀論文の掲載について

現在補習所では、補習生の皆さんに6回の課題研究の提出を義務付けています。課題研究の作成には苦心されている方も多いと思いますので、今般、過去の優秀論文をHPに掲載することといたしました。論理展開や形式等、論文作成の参考にさせていただきたいと思っております。なお、提出された課題研究については採点者のコメントを記載し返却をしておりますので、そちらもしっかり確認し、次回以降の論文作成に役立ててください。

なお、掲載する優秀論文の形式要件（実務要領）と現在の課題研究の形式要件が異なっている部分がありますので、各回の作成要領をよく確認するようご注意ください。

（実施要領の相違点の例）

・目次の有無

（提出回により異なります）

・出典・参考文献の記載箇所

（現在は、ページを分けて最後にまとめて記載することになっています）

・引用符にカッコがない

（現在は、カッコを付けた引用符が必要になっています。）

以上

三実務補習所共通最優秀論文

企業評価とDCF法 — 価値創造型経営のための
企業評価に関する考察 —

要 旨

現在、最も信頼される企業評価の方法としては DCF 法による企業価値評価が一般的とされる。本稿ではその DCF 法による企業評価を分析した上で、昨今注目されている価値創造型経営のための企業評価方法とはどのようなものであるべきかについて考察することが主な目的である。

そこでまず第 1 章では手始めとして『企業評価』の意味を把握する。そして第 2 章では DCF 法がどのようなものであるか、その特徴について分析すると共に、実際の評価方法についてその概略を述べることにする。

第 3 章では、DCF 法が利用される以前に使われてきた会計利益に基づく企業評価の指標を紹介し、DCF 法との相違点を見ていく。同様に第 4 章では価値創造型経営と共に注目されつつある経済的利益（Economic Profit：EP）に基づく企業価値の評価方法を紹介した上でその有用性を検討することにする。

最後に第 5 章では以上の議論をまとめた上で、これからの価値創造型経営のための企業評価方法とはどのようにあるべきかについて論じることにする。

※本稿で取り上げている EVA[®]は米国のコンサルティング会社であるスターン・スチュワート社の登録商標である。そのため、他のコンサルティング会社は同一の指標に関しても違う名称を用いている。本稿ではその用語の混乱を避けるため、引用箇所以外については、これらの指標の総称として EP（Economic Profit：経済的利益）及び、最も一般的な指標として EVA[®]を使用している。

I. はじめに

一言で企業評価と言ってもその意味はさまざまで、統一された捉え方というものはない。財団法人日本証券経済研究所は『評価』と言う用語に関して4つの意味があるとされる。

- ① 良し悪しの判断
- ② ランク付け
- ③ 評点化
- ④ 貨幣尺度による数値化

このうち会計の観点から関係があると考えられる『評価』は③および④であり、会計の企業評価は企業を会計数値で測定するということになる。

特に④に関しては財団法人日本証券経済研究会も「代表的な例として、M&A の場合の当事会社の企業価値（株式価値）の評価がある」²としており、会計において企業を評価すると言うことは、言い換えれば『企業の価値を測定する』と言うことになるであろう。そして、その『企業価値』をどう捉えるかが会計における企業評価の最も重要なファクターと言えるのである。

では企業価値は一体どのように捉えるのがよいのだろうか。株式市場の発達した今日、企業価値は株式時価総額や株式価値といったものであるとするのが一般的な解釈である。そして、これらの価値を測定する手法として現在最も支持されているのが割引キャッシュ・フロー（Discounted Cash Flow：以下 DCF とする）法による企業価値測定である。

他方、バブル経済の崩壊とそれに続く混沌とした平成不況、さらには企業間競争のグローバル化によって、わが国においても株主価値創造・企業価値創造を意識した経営への転換が求められて久しい。そしてこのような状況下でも『企業価値』をどのように捉えるか、またどのように評価するのかは重要な要素となる。

そこで本稿では、フリー・キャッシュ・フロー（Free Cash Flow：FCF）を元にして計算を行う DCF 法による企業価値評価方法を分析した上で、伝統的な企業価値評価法との比較を行い、DCF 法の企業価値評価手法としての有効性を検討する。そしてさらに『真の利益を表わす』とされる経済的利益（Economic Profit：EP）を利用した企業価値評価の有効性をも検討し、これからの企業価値・株主価値創造型の経営を意識した企業評価はどうあるべきかについて考察していきたいと思う。

II. DCF 法による企業評価

1. DCF 法の概要と時間価値

今、手元にある 100 円と 20 年前の 100 円は同じ価値であろうか。答えはもちろん No である。両者の間には物価変動などがあり、その価値は一定ではないだろう。では今現在、手元にある 100 円と 1 年後の 100 円は同じ価値であろうか。その答えもまた No といえるだろう。理論上、ある時点のある一定の金額は、その時の経過と共に一定の割合（利子率、配当率、値上がり率など）で価値を増加させると考えられるからである。これが「正確な評価数値は、今の 1 ドルが将来の 1 ドル以上の価値があるということを反映していなければ

ならない』とする、『貨幣の時間的価値』と呼ばれる考え方である。そしてこの考え方を利用して企業価値の評価を行うのが DCF(Discounted Cash Flow: ディスカウント・キャッシュ・フロー)法である。

DCF 法の利用でもっとも単純な例といえるのが、設備投資の経済性計算であろう。すなわち、ある投資が每期創出する、あるいは失うキャッシュ・フローを一定の割引率によって割引計算(discount)して投資の現在価値を求める方法である。この時求められた現在価値の合計は、投資そのものの価値を表わしているとされる。

したがって、上記の設備投資の例と同様に DCF 法で企業の価値評価を行うならば、企業が每期創出する、あるいは失うであろうキャッシュ・フローを一定の割引率によって割引計算して企業の現在価値を求めるという形になる。

2. エンティティーDCFモデル

では、DCF 法を使って企業はどのように価値評価されるのだろうか。その代表的なフレームワークとして考えられるのは、アメリカの著名なコンサルティング・ファームであるマッキンゼー社のいう『エンティティーDCFモデル』であろう。

一般的に株式の価値としての企業価値(株主価値)は、企業の事業価値(全ての投資家に分配可能な企業価値。総事業価値)から負債価値と普通株式より優先されるその他の投資家の請求権(優先株式など)を差し引いた値として評価される。そしてこのとき算出される株主価値(株式価値とも言う)は、割引率が適切に設定されている限り株主へのキャッシュ・フローを直接割引いた値と等しくなると考えられる。したがってエンティティーDCFモデルによれば多角化企業のように異なる事業を多数抱えている場合でも、各々の事業単位の価値総計から、本社組織の産み出すキャッシュ・フローを加えた上で、本社の運営コストと負債価値などを差し引くことで株主価値としての企業価値を算出することができる。⁴

「各々の事業の価値は、各々の事業の持つ期待フリー・キャッシュ・フロー(Free Cash Flow: 以下 FCF とする)の割引現在価値に等しい。」⁵とされる。ここで FCF とは、企業にとって必要な全てのキャッシュ支出を意思決定した後、企業利害関係者にとって自由裁量が可能なキャッシュ・フローであると定義されるのが一般的である。具体的には営業キャッシュ・フロー(Operating Cash Flow: 以下 OCF とする)から生産維持に必要な設備投資額だけを差し引いたものとして考えられることが多いが、どこまでを FCF と捉えるかについては論者によってさまざまな見解がある。⁶

一方、「負債価値は債権者に対するキャッシュ・フローの割引現在価値として算出され、その際に利用される割引率はリスクが同程度で同等条件の負債にかかる市場利子率と等しくなる。」⁷とされる。すなわち、負債にかかる資本コストは負債の利息だからである。

以上のように DCF 法では、各事業の FCF を割引いて足し合わせる事で算出される総事業価値から負債価値を差し引いたものとして株主価値を求める。そして、このようにして算出された株主価値(もしくは企業価値)に基づいて評価を行うのが DCF 法による企業評価の特徴である。

Ⅲ. 伝統的な企業評価法

前章では、今や企業評価の基本的セオリーである DCF 法の特徴について述べた。本章ではその内容を踏まえた上で、DCF が世間の指示を受ける以前から利用されてきた伝統的な企業評価手法（株価決定理論）について、その特徴を述べると共に DCF 法との比較を行って行きたいと思う。

1. DDM と株式価格

企業評価を行うにあたって、株式価格を企業価値としてみることは伝統的な評価基準の 1 つであろう。そして理論的な株式価格の考え方として現在、最も一般的に受け入れられているのが配当割引モデル（Dividend Discount Model：以下 DDM とする）である。

この DDM の考え方では、「株式の理論価格は、株主が受取るキャッシュ・フローである配当を一定の割引率で割引いた現在価値である」⁸とする。では実際にどのようにして株式価格を算定するのか。

株価を P、各年の配当を D、割引率を r とし、その配当が永久に続くと考えられるなら、以下のような式になるであろう。

$$P = \frac{D}{(1+r)} + \frac{D}{(1+r)^2} + \frac{D}{(1+r)^3} + \frac{D}{(1+r)^4} + \cdots = \frac{D}{r}$$

しかし、企業は成長していくものであるから配当が常に一定であるわけではない。そこで次に配当が毎年一定率（5%と仮定）で成長すると仮定すると、以下のとおりとされる。

$$P = \frac{D}{r - 0.05}$$

そしてこのようにして算定された株価に発行株式数を掛け合わせることで企業の時価総額の算出が可能である。⁹

この配当というキャッシュ・フローを割引する考え方は、先述した DCF 法の考え方と同様である。第 1 章でも述べた通り、DCF 法では将来の予測される FCF を期待資本コストで割引いて計算される。従って DCF 法の理論も「将来の数字を現在価値に割り引くという点では同じような考え方であり、DDM を内包しているものである」¹⁰と言える。しかし、DDM では将来の配当を成長率が加味された配当率で割引計算を行い『理論的株式価格（株主価値）』を算定している。一方、DCF 法では株式価格を求めるのではなく『事業価値』が直接的な目的物となるので、計算による評価の対照が両者では異なっているといつてよいだろう。また、DCF 法では個々の事業の価値から算定が可能であるのに対して DDM では企業全体としての『株主価値』しか表現できないのも大きな違いと言える。もっとも両者は以下の等式で表わすことができるから、このことを理由に DCF 法と DDM が本質的に異なるものであるとはいえないだろう。

$$\text{株主価値 (DDM)} = \text{事業価値 (DCF)} - \text{有利子負債の割引現在価値}$$

この DDM による株価の算定は理論的に正しいと考えられている。しかしその一方で「DDM の問題点は、将来の配当額はわからないし、株主が期待する収益率も経済情勢により変わることがあると言う点である。（つまり）DDM で計算するための変数がすべて未知数ということになる。」¹¹とも言われ、実務上の適用には困難を伴うと考えられている。

2. 会計的アプローチ

DDM による株価の算定は理論的に正しいと考えられているものの、予測によるところが大きいため、現実にはそれによって株価を算定することは困難であるとされる。そのため、代替的手段として企業の評価に利用されてきたのが株価収益率（Price Earnings Ratio：以下 PER とする）である。PER は次のようにして求められる。

$$\text{PER} = \frac{\text{株価}}{\text{一株あたり利益}}$$

すなわち、株価を一株あたり利益（Earnings Per Share：以下 EPS とする）で割ったものである。そしてこの PER が何倍かによって、現在の株価が割高であるか割安であるかを評価するのである。

しかし、株価の評価はともかく企業の評価を PER だけで行うことは出来ない。そこで、企業の利益額に PER を掛けることで企業価値（株式時価総額）を算出して企業を評価する方法が考えられる。EPS は利益を株式数で割ったものであるから、これを式で表わすと(1)式のようになることがわかるであろう。そして前出のマッキンゼー社はこのようにして企業価値を算出する方法を『会計的アプローチ』と呼んでいる。¹²

$$\text{時価総額} = \text{PER} \times \text{利益} = \frac{\text{株価}}{\text{利益/株式数}} \times \text{利益} = \text{株価} \times \text{株式数} \quad (1)$$

ただこの時、PER が未知数であるなら時価総額がわからない限り正確な PER は算定できないし、PER が所与のものでない限り正しく時価総額は算定できない。そのため PER による企業評価では、評価対象の PER に類似すると考えられる他社の PER を代替的に利用し、それに今年度利益の予測値を掛けることで企業価値の推定を行う。従って PER は会計利益に大きく左右される指標と考えられ、PER による企業評価は DCF 法との対比もさることながら、このような意味において会計的アプローチと呼ばれている様である。

いずれにせよ、この PER による企業評価（株価評価が主目的と考えられる）は実務において現在最も頻繁に利用されている方法と言われる。しかし、企業を評価するにあたって正確な PER を求めることは困難であるし、会計利益の金額は企業の会計処理方法によって調整することも可能である。また、PER そのものも算定する際に利益額の影響を受けており、今日では理論的側面から PER を指示する動きはあまり見られない。丸紅建材リース監査役の津森信也氏もその著書において「市場は正直であり、現実に米国ではいまだに利益をあげていなくとも実質上高い成長を遂げている会社の株式は上昇している。…（中略）…EPS は利益の『量』は確かに示しているが、『質』は示していないと言える。『質』は PER の倍率の中に入っているということになる。そして、倍率は銘柄によって異なっているから、倍率が異なっている理由を説明できない以上、これをもって株価決定の理論とするわけにはいかない」とし、「会計上の利益を基準に判断することに無理があるのではないかと述べておられる¹³。いずれにせよ、以上のことから PER などの会計利益数値は企業評価において幅広く利用されているものではあるが、万能のものではないと言えるであろう。

3. DCF 法と伝統的企業評価法

以上、DDM と PER を利用した会計アプローチによる企業評価（株価評価）を見てきた。

本節では、これらの指標と DCF とを比較しその相違について述べることにする。もっとも第 1 節において触れたように DCF と DDM は適用される状況が異なるもののロジカルな面では共通する部分が多いため、ここでは主に DCF 法と PER による企業評価法の相違をみていくことにする。

PER による企業評価法のポイントをまとめるとすれば、以下のとおりと考えられるのではないだろうか。

- ①会計上の利益を利用する。
- ②単年度の数値（予測値・推定値を含む）で利用する。
- ③以上のことから、手続が比較的容易である。¹⁴

この他にも、会計上の利益が利用されるために、過去の数値が利用される評価方法であり、それ故に会計や企業評価にあまり精通しない人々にもわかり易い評価方法であるとも言えるだろう。そして以上のような理由から、今もなお実務上の企業評価方法として頻繁に利用されていると思われるのである。

一方、DCF 法による企業評価のポイントは次のようにまとめられるだろう。

- ①会計上の利益は利用しない。（FCF の利用）
- ②将来の任意の期間における数値（主に予測値・推定値）を利用する。
- ③以上のことから、手続は比較的容易ではない。

従って、PER に比べてその適用には若干の障害が生じると言え、このような比較だけを見れば PER による会計的アプローチが優れているとも考えられるであろう。特に、(予測)FCF を利用する点は企業会計にキャッシュフロー計算書が導入されたとは言え、企業内部では会計関係者以外の経営管理者の混乱が予想されるだろう。

しかし、マッキンゼーやアーサーアンダーセンといったコンサルティング・ファームは、PER などを利用した会計的アプローチよりも DCF 法の方が企業評価として優れた方法であるとしている。先にも述べたとおり、企業評価の基礎となる企業価値は株式価値と密接に関係していると考えられるため、各法で算定された企業価値評価額と株式価値の変遷の間にどれだけの相関関係があるかによって、その評価方法の有効性が判断されると言ってもよいだろう。この点に関してマッキンゼーの調査では株価と PER や EPS の関係に比べて、DCF 法による企業価値と株価の関係の方が高い相関関係を示すとし、DCF 法の方が有効であると結論づけている¹⁵。また、アーサーアンダーセンも「企業評価の世界では、今のところ株価に最も重要な影響を与える要因は、企業の将来キャッシュフローであるというのが定説になっている」¹⁶とし、会計的アプローチよりもキャッシュフロー（DCF）が有用であることを示唆すると共に、その裏づけとして株価とキャッシュフローの間に高い相関関係があるとしている。

また「利益はオピニオンであり、キャッシュはファクトである」とも言われる。つまり会計利益は、同一の経済事象であってもその採用される会計方針によって金額が異なる可能性があり、その会計方針採用を決定するのは経営者であることから、経営者の意見（主張）であるとされる。一方、キャッシュは流入・流出という一定の事実をそのまま表わすものであり、経営者等がその金額に介入する余地はない。したがってキャッシュを利用して企業評価を行う DCF 法の方が、会計利益を利用する会計アプローチよりも正確な企業評価を行うことができるとも考えられるのである。

以上のことから会計アプローチに基づく企業評価にくらべ、DCF法による企業評価の方が株価との相関が高く、かつより正確な企業価値の測定が可能であるため、企業評価の方法としては有用であることがわかった。次章以降では、DCF法が企業評価法として有用であることを踏まえた上で、昨今注目されているEVA[®]を始めとした経済的利益（Economic Profit：以下EPとする）と呼ばれる指標の企業評価における有用性を検討する。

IV. EPによる企業評価

昨今、わが国でもコーポレートガバナンスの問題に関連して株主価値を重視する経営が注目され、花王やオリックス、松下電工、松下電器産業といった企業が相次いでEPと総称される経営指標を導入した。本章ではEPの中でも代表的なスターン・スチュワート社のEVA[®]に関し、その大まかな特徴を述べた上で、EVA[®]による企業評価法の有用性についてDCF法との比較も踏まえて検討していくことにする。

1. FCFの問題点とEP

前章では、FCFを利用したDCF法が企業評価において有用であることを示したが、DCF法での企業評価についても万能なものではない。FCF並びにDCF法の検討点・問題点としては一般に次のようなものが考えられている¹⁷⁾。

① 将来のFCFを正確に予測できるのか

将来の期待FCFを割引いて算出された企業価値の信頼性がどれだけ高いとしても、その予測された期待FCF自体の正確性が乏しければ、算出された企業価値も意味をなさなくなってしまう。

② 割引率は何を使うか

割引率としては加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of Capital：WACC）を使用するのが一般的である。

③ FCFは期間利益ではない

「FCFは算定の時点を決めて将来のFCFを現在価値に割引いた合計額が全体として企業価値を表わすのであり、各年度のFCFは投資を行った結果の計算過程を示すだけで、単年度のFCFで何かを判断することはできない。」¹⁸⁾従って経営管理指標としての役立ちが薄い。

④ わかりにくい指標である。

FCFやDCF法による企業評価額は算出の容易な会計利益指標と異なり、現場レベルでの把握が困難である。

この他にもキャッシュ・フローに対するインフレーションなどが問題点として考えられるが¹⁹⁾、いずれにしてもDCF法に基づく企業評価が、実際の算定過程を考慮に入れば必ずしも万能なものでないということはわかるであろう。とくに期待FCFに関してはコンサルタント会社などで適切な予測方法が検討されているものの、このような不確定要素がDCF法そのものの信憑性に関わる問題であり、企業評価方法としての役立ちを減殺してしまうものといえるだろう。

他方で会計上の利益額が企業価値に関連する指標として必ずしも適当でないというこ

とはこれまで述べたように周知のことである²⁰。この点において津森氏は企業が価値創造するための『真の利益』を基準にした指標が満たすべきものとして次の2つを挙げている。

- ① 期間の実態利益を示すもの
- ② 株主資本コストを考慮に入れたもの

ここで、①に関して言えばキャッシュ・フローは会計上の利益より優れているが、上述した通り期間利益概念ではない。したがって、これら二つを満足させられるものとしてキャッシュ・フローの概念をベースに置きながら、かつ期間の損益と資本コストを考慮した利益概念があればよいということになる。 ²¹

そこで企業価値の源泉であるという FCF の利点と利益指標を結び付けて考えられたのが経済的利益 (Economic Profit : 以下 EP とする) 指標の概念である。そしてこの EP 指標を利用して企業 (価値) 評価を行うのが EP による企業価値評価の特徴である。

では、EP とはどのようなものであろうか。EP はコンサルティング・ファームや採用している企業によってその細かな内容や名称が様々であるが、代表的なものとしてあげられるのが米国の経営コンサルティング会社であるスターン・スチュワート (Stern Stewart) 社の提唱する EVA[®](Economic Value Added : 経済的付加価値)である。以下ではこの EVA[®]による企業価値評価について見ていくこととする。

EVA[®]をはじめとする EP 指標の多くは、NOPAT (Net Operating Profit after Tax : 税引後営業利益) から資本コストを差し引いたものとして計算される (下式参照)。NOPAT は税引後営業利益と訳されるが、日本のこれまでの決算書にない概念である。米国では税金を控除する前の Net Operating Profit は金融費用差引前の数値であるから、厳密には金融費用差引前税引後営業利益と考えられる²²。このようにして計算された EVA[®]は、プラスであれば資本コストを上回って得られた毎年の企業価値増加分であるとして考えられ、マイナスであれば資本コストを回収しきれなかった毎年の企業価値喪失分であると考えられる。

$$EVA^{\circ} = NOPAT - \text{資本コスト率} \times \text{投下資本}$$

EVA[®]そのものは NOPAT という利益概念 (EP 算定にあたっては FCF により近くなる様修正が加えられる) からその企業活動にかかる資本の費用を差し引いたものであるから、本質的には利益指標であると考えられる。DCF 法の考え方を元にすれば、企業がプラスの EVA[®]を創出することは間接的に企業価値の源泉であるキャッシュ・フローを増大させることにつながり、逆にマイナスであれば間接的にキャッシュ・フローを減少させていると考えることもできるであろう。しかし、EVA[®]それだけでは株式価値・市場価値としての企業価値評価は出来ない。そこで次節では、EVA[®]による企業評価法について述べた上で DCF 法による企業評価法との比較を行うこととする。

2. EP (EVA[®]) による評価方法と DCF 法

EVA[®]それ自体は利益概念であるため、あくまで短期的にどれだけの企業価値が創出されたかを示すものに過ぎない。そこで EVA[®]によって企業価値評価額を算出する場合に必要なのが市場付加価値 (Market Value Added : 以下 MVA とする) の概念である。MVA とは「企業の市場価値と使用資本との差額のこと、市場価値 (Market Value : MV) は会社の負債および株主持分を含む全資本の適正な市場価値をいう」²³。MVA は理論的に「将来にわたって企業が生み出す EVA[®]の期待値を資本コストで割引いた現在価値の合計」²⁴と考え

られ、その値がプラスであれば「一般的な表現では（未実現の）キャピタル・ゲイン」²⁵と考えることができる。そしてこの MVA に期首の使用資本（投下資本）を加えたものが EVA[®]を用いた企業価値として算定されるのである。従って、EVA[®]による企業評価法においても『期待値の割引計算』による『企業価値の測定』が行われており、その意味で DCF 法との違いはないといえる。

では EVA[®]に基づく企業評価法と DCF 法による企業評価法の違いはどのような点にあるのだろうか。それはやはり EVA[®]が『利益概念である』という点であろう。EVA[®]の開発者の一人である G. ベネット・スチュワート三世はその著書において「フリーキャッシュフローを割引く過程は、正確な価値を与えるが、価値創造の進展を認識する意味のある尺度や、パフォーマンスを判断する有用なベンチマークを提供できない。ある企業のキャッシュフローパフォーマンスは、他の企業と単純に意味のある比較は出来ない。一方、EVA[®]バリュエーション・アプローチは、新規資本投資プロジェクトが受け入れられた後、あるいは新たな戦略が実行されたあとに、パフォーマンスを観察する明確なベースを提供してくれる。すなわち企業が一定の合理的な期間に価値を増加させたかどうかである。」²⁶とし、DCF 法の価値評価指標の有用性を認めつつも、EVA[®]が利益概念である故の『短期的な評価可能性』と『他の評価対象との比較可能性』を示唆している。すなわち、ある期間に創出された EP の額は『創出された企業価値』を示すものであり、FCF とは異なりそれが直接的な評価の対象になり得るのである。

しかし前章まで述べてきた通り、企業評価理論では FCF による評価は有効であるが、会計利益による評価はあまり有用ではないというのが一般的な考え方であった。従って、会計利益から計算される EVA[®]（その他の EP 指標を含めて）に基づいて企業価値が算定される場合も、その評価結果は有用性の乏しいものと言えないのではないだろうか。

この点に関して、アーサーアンダーセンは「1つの会社の企業価値を算定する場合、DCF 方式を用いても、FCF の代わりに SVA を用いてこれを現在価値に引き戻しても、理論的には同様の結果が得られる」^{27,28}としている。また「FCF 企業価値評価モデルを組替えると EVA 企業価値評価モデルになる」²⁹とも考えられており、理論上は『DCF 法による企業価値＝EP による企業価値』と仮定されるのが、もはや一般的と言える。そしてこの理論上の仮定が正しいものであるならば、EVA[®]を始めとする EP 指標に基づいて算定された企業価値による評価の信頼性は DCF 法と同水準のものと考えることができるのである。

以上のように、EVA[®]をはじめとする EP はあくまでも利益であるが、MVA を通した企業価値評価のプロセスには割引現在価値が利用されており、企業評価法としても DCF 法と同等の有用性を示すものと考えられている。そして EVA[®]それ自身が利益概念である分、単年度でも十分に数値としての意味を有しており、また各種関係者にとっては DCF 法よりも明瞭でわかり易い指標とすることがいえるのである。

IV. むすびにかえて～価値創造型経営をサポートする企業評価指標としての EP～

本稿ではこれまで、単純でわかり易い会計的アプローチ、企業の創造する価値に着目した理論的な DCF 法、そして両者の特徴を併せもった EP、という3つの企業評価法を見てきた。理論的には DCF 法による企業価値評価が現在最も一般的であり、正しいとされる点

については3章で見たとおりである。しかし、その一方で単年度の指標として利用可能性が低いために、経営管理との関わりの中でDCF法による企業価値評価やFCFを活用することは難しい。その中でわが国でも昨今注目されているEVA[®]などのEP指標は利益概念であることから経営管理指標としての役立ちも有しており、その有用性は多岐にわたる。また、DCF法の企業価値評価額とEPによる企業価値評価額は理論的に一致するとされ、DCF法による評価額が正しいと言う主張は同時にEPによる評価額が正しいと言うことを意味すると考えられるだろう。

もっともEVA[®]などのEPの有用性は、EPとDCF法が長期的に一致するという前提のもとで議論されているところが大きい。したがってこの前提が覆されることがあれば、たちまちその有用性も減殺されてしまうだろう。しかし、今のところそのような議論はあまり多く見受けられないので、それだけを理由にEVA[®]による企業価値評価が無効であるとも言えないだろう。そしてこれからの企業価値・株主価値創造型の経営においては、現在価値として算定された企業価値のみを評価するのではなく、EPを用いて特定の期間の間に『どれだけ価値が創出できたか』を企業評価の対象とする必要があるだろう。そのような意味でEPは企業評価のメルクマールとしての役割を十分に果たしうるのではないだろうか。

いずれにせよEPSやPERといった伝統的な会計利益に基づく指標も、かつては最も有用な企業評価指標の1つであった。しかしパラダイム・シフトは必ず生じるものである。従って、たとえどれだけ価値創造型経営とEPが今後わが国で注目されようとも、いずれは見向きもされない時代が来るかもしれない。しかし、わが国企業の株主資本利益率の低さが海外投資家の批判を浴びる今、EPに少なくともこのカオスを乗り切るための起爆剤としての役割を期待しうるのではないだろうか。

以上

【脚注および出典】

- ¹ 財団法人日本証券経済研究所編著『現代企業評価論—企業評価をめぐる諸問題—』1996年、P.3。
- ² 同上、P.4。
- ³ Higgins, Robert C., *ANALYSIS FOR FINANCIAL MANAGEMENT, 3RD EDITION*, Richard D. Irwin, Inc., 1992, 笹見芳浩監訳、株式会社グロービス訳『ファイナンシャル・マネジメント 企業財務の理論と実践』ダイヤモンド社、1994年、P.132。
- ⁴ Copeland, Tom, Tim Koller, and Jack Murrin, *VALUATION: Measuring and Managing the Value of Companies, 2ND EDITION*, John Wiley & Sons, Inc., 1994, 伊藤邦夫訳『企業評価と戦略経営—キャッシュフロー経営への転換—(新版)』日本経済新聞社、1999年、P.124~P.126。
- ⁵ 同上、P.127。
- ⁶ 菊池誠一稿「日本的フリー・キャッシュフロー把握に関する一考察」『経済学研究(北海道大学)』第47巻第3号、1997年12月、P.34~P.36。
- ⁷ 伊藤邦夫訳『前掲訳書』、P.129。
- ⁸ 田中恒夫著『企業評価論—財務分析と企業評価—』創成社、1998年、P.245。
- ⁹ 例示については、津森信也著『企業財務 戦略と技法』東洋経済新報社、1999年、P.100~P.102を参照した。
- ¹⁰ 津森信也著『前掲書』、P.181。
- ¹¹ 同上、P.102。括弧内は筆者加筆。
- ¹² 本節のここまでの議論は主に伊藤邦夫訳『前掲訳書』、P.74~P.89によるところが大きい。なお『会計的アプローチ』に関しては本書P.68~P.73に詳しい。
- ¹³ 津森信也著『前掲書』、P.105。

- ¹⁴ Palepu, Krishna G., Victor L. Bernard, and Paul M. Healy, *Introduction to Business Analysis & Valuation*, South-Western, A Division of International Thomson Publishing Inc., 1996, 斎藤静樹監訳『企業分析入門』東京大学出版、1999年、P.132を参照。
- ¹⁵ 詳細は、伊藤邦夫訳『前掲書』、P.67～P.89を参照のこと。
- ¹⁶ アーサーアンダーセン著『株主価値重視の企業戦略』東洋経済新報社、1999年、P.29。
- ¹⁷ 津森信也著『前掲書』、P.182～P.184を参照した。
- ¹⁸ 榊俊作・神林秀明著『企業価値創造マネジメント』中央経済社、1999年、P.22。
- ¹⁹ 詳細は、株式会社グロービス訳『前掲訳書』、P.184～P.194を参照のこと。
- ²⁰ 詳細は、伊藤邦夫訳『前掲訳書』、P.67～P.89を参照のこと。
- ²¹ 津森信也著『前掲書』、P.186～P.187を参照した。
- ²² 詳細は、津森信也著『前掲書』、P.189を参照のこと。
- ²³ 西澤脩稿「株主価値創造経営のための管理会計」『企業会計』第52巻1号、2000年1月、P.137。
- ²⁴ 榊俊作・神林秀明著『前掲書』、P.81。
- ²⁵ アーサーアンダーセン著『前掲書』、P.53～P.54。
- ²⁶ Stewart, G. Bennett, III, *The Quest for Value —The EVA™ Management Guide—*, HarperCollins Publishers, Inc., 1991, 日興リサーチセンター／河田剛・長掛良介・須藤亜里共訳『EVA創造の経営』東洋経済新報社、1998、P.335。
- ²⁷ EVA®はスターン・スチュワート社の登録商標であるため、アーサーアンダーセンは同様のEP指標をSVAとしている。本稿では原文を尊重しSVAとした。
- ²⁸ アーサーアンダーセン著『前掲書』、P.53。
- ²⁹ 榊俊作・神林秀明著『前掲書』、P.123。なお、EVA®企業価値評価モデルとDCF企業価値評価モデルの関係に関する議論は、同書のP.123～P.125に詳しい。

【主要参考文献一覧】

- 1) Copeland, Tom, Tim Koller, and Jack Murrin, *VALUATION: Measuring and Managing the Value of Companies, 2ND EDITION*, John Wiley & Sons, Inc., 1994, 伊藤邦夫訳『企業評価と戦略経営 —キャッシュフロー経営への転換—(新版)』日本経済新聞社、1999年。
- 2) Higgins, Robert C., *ANALYSIS FOR FINANCIAL MANAGEMENT, 3RD EDITION*, Richard D. Irwin, Inc., 1992, 霍見芳浩監訳、株式会社グロービス訳『ファイナンシャル・マネジメント 企業財務の理論と実践』ダイヤモンド社、1994年。
- 3) Stewart, G. Bennett, III, *The Quest for Value —The EVA™ Management Guide—*, HarperCollins Publishers, Inc., 1991, 日興リサーチセンター／河田剛・長掛良介・須藤亜里共訳『EVA創造の経営』東洋経済新報社、1998年。
- 4) Palepu, Krishna G., Victor L. Bernard, and Paul M. Healy, *Introduction to Business Analysis & Valuation*, South-Western, A Division of International Thomson Publishing Inc., 1996, 斎藤静樹監訳『企業分析入門』東京大学出版、1999年。
- 5) アーサーアンダーセン著『株主価値重視の企業戦略』東洋経済新報社、1999年。
- 6) 菊池誠一稿「日本のフリー・キャッシュフロー把握に関する一考察」『経済学研究(北海道大学)』第47巻第3号、1997年12月、P.28～P.57。
- 7) 財団法人日本証券経済研究所編著『現代企業評価論—企業評価をめぐる諸問題—』1996年。
- 8) 榊俊作・神林秀明著『企業価値創造マネジメント』中央経済社、1999年。
- 9) 田中恒夫著『企業評価論—財務分析と企業評価—』創成社、1998年。
- 10) 津森信也著『企業財務 戦略と技法』東洋経済新報社、1999年。
- 11) 西澤脩稿「株主価値創造経営のための管理会計」『企業会計』第52巻1号、2000年、P.130～P.139。