

経営

企業価値経営と管理会計

No. 2

富士総合研究所
上 席 理 事 宇 野 永 紘

企業価値とはどうやって算出されるのである。結論から言えば、企業が将来的に作り出すと考えられる「フリー・キャッシュフロー」の現在価値がその企業の価値を表すことになる。ところでこの「フリー・キャッシュフロー」をどう理解し、把握すべきかという点については識者の間でも誤解されているケースが散見されるので、若干付言したい。

フリー・キャッシュフローとは

フリー・キャッシュフローとは、企業が自己資本、他人資本に関係なく資金（資本）の提供者に還元できる、あるいは還元してしかなるべきキャッシュフローである。一般的には「キャッシュフロー計算書」に記載される「営業キャッシュフロー」から企業の存続に必要な投資額を控除して算出される。つまり企業が会計年度期間中に作り出したキャッシュフローのうち当該企業存続のために支出された投資額を除いたあとのキャッシュフローである。

前述のように資本の提供者とは出資者である株主であり、またこの企業にお金を貸してくれた債権者である。したがって企業が債権者に対して支払った返済金もフリー・キャッシュフローの一部を構成していることにな

る。支払金利も資本の提供者である債権者に対する支払いであるから、これもフリー・キャッシュフローの一部として理解すべきである。しかしその場合には支払金利が持つ節税効果（当期利益に対するプラス効果）を加味する必要がある。

企業価値を決めるのは「将来フリー・キャッシュフロー」

企業の価値はこの企業が生み出すであろう「将来フリー・キャッシュフロー」がどうなるのか、どんな金額になるかによって決まってくる。企業の価値がその現状ではなくて「将来」、**「将来性」**で決定されるとは、不思議に聞こえるかもしれないが、例えば新規に株式投資をしようとする場合を考えてみればよい。この投資家にとって対象企業の過去や現状も大事であるが、お金を投じるとなれば、その将来性の方がはるかに重要である。現状はともかく、将来性に乏しい企業であっては投資の検討対象にはなりにくい。投資家は企業の「将来」に期待を寄せて、当該企業に大事な資金を投下することになる。

企業の価値はこの将来キャッシュフローの集積として算出される。ただし将来キャッシュフローのような将来値（将来価値）はあ

くまでもその時点における価値を表しており、現時点での価値を表したのではない。

将来価値と現在価値の違いについては銀行にお金を預けるケースを考えてみるとわかりやすい。今、仮に預金利息を5%とする。手元にある1万円を一年間銀行に預けたとしよう。この1万円は一年後に元利合計で1万500円（1万円×1.05）になる。つまり現在価値1万円の一年後の価値（将来価値）は1万500円である。これを逆に考えてみよう。一年後の1万500円の現在価値が1万円、ならば一年後の1万円の現在価値はいくらになるのだろうか。1万円を1.05で割ってやればよい。約九千五百二十四円になる。ちなみに二年後の1万円の現在価値は約九千七百七十円になる。今、来年、再来年にそれぞれ1万円ずつ合計二万円を受け取る立場にある人にとってこの将来キャッシュフロー（受け取りキャッシュフロー）の現在価値は二万円ではなく、一万八千五百九十四円というわけである。

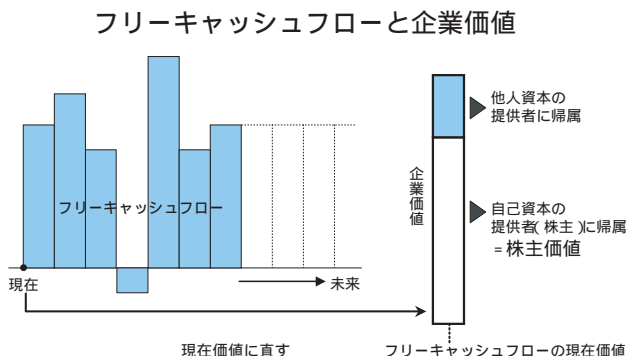
企業の将来キャッシュフローについてもこれと同じように考えることができる。今、ある企業の来年、再来年のフリー・キャッシュフローがそれぞれ十億円だったとしよう。このフリー・キャッシュフローの現在価値は二十億円ではなく、十八億五千九百四十万円になるが、この数字（金額）は発生時期が異なるふたつのキャッシュフローを現在価値というかたちで揃えて、ひとまとめにして表したものにほかならない。この例では来年、再来年、つまり一年後、二年後のキャッシュフローのみを対象にしているが、企業の将来キャッシュフローについてはもっと長い期間が対象になる。今後五年間、十年間のキャッシュフローが対象になるが、これを何らかの方法で

予測する必要がある。

将来フリーキャッシュフローを現在価値に引き直す（割り引く）場合には割引率が必要になるが、これには後述する加重平均資本コストを用いる。株主を含む資本提供者から見れば、将来的に還元されてしかるべき将来キャッシュフローの現在価値が自らの資本提供に対する見返り、つまり価値ということになる。こうして算出された企業価値から他人資本提供者の取り分（提供している資本額）を控除した金額が株主価値をあらわすことになる。別掲の「フリーキャッシュフローと企業価値」を参照されたい。

加重平均資本コストとは

前述のように、企業に資金を提供してくれるのは株主だけではない。資金を融資してくれる金融機関もあれ、企業の発行する社債を



購入してくる社債権者もいる。この場合の株主は自己資本の提供者、金融機関や社債権者は他人資本の提供者である。他人資本の提供者が企業に期待するリターンは金利であり、これは

所定の利率、クーポンレートで表される。

企業としては株主だけでなく、他人資本の提供者が求めてくるリターンを作り出さなければ、彼らの期待にこたえられないことになる。自己資本と他人資本の合計が資本総額（用資本）になるが、この資本総額に対するリターンの比率が資本コストであり、自己資本、他人資本の比率に応じて加重平均したものを用いる。加重平均資本コスト（Weighted Average Capital Costの頭文字をとってWACCと略称される）という。ただし他人資本コストとして用いられる金利やクーポンレートについてはその節税効果を加味して税引後のレートを用いる。

今仮に、資本総額（使用資本）の比率が株式五〇％、借入金三二％、社債一八％で、自己資本コスト八％、借入金金利、社債のクーポンレートがともに三％、税率を四〇％とした時のWACCは五・二％になる。ちなみにこの場合の借入金、社債の税引後コストは二・四％になる。

算式は次のようになる。 $八 \times 〇 \cdot 五〇 + 二 \cdot 四 \times 〇 \cdot 三二 + 二 \cdot 四 \times 〇 \cdot 一八$ 。

企業はWACCを上回る利益率をキープして初めて資本提供者の期待にこたえられる。

企業価値と株主価値

別掲の図に示したように、企業価値は他人資本提供者に帰属する部分と自己資本提供者（株主）に帰属する部分とに分解されるが、後者の株主に帰属する部分を株主価値という。他人資本提供者に帰属する部分とは借入金や社債の元本部分であるから、企業価値から借入金や社債の金額を差し引けば、純粋に株主に帰属する部分、つまり株主価値が計算でき

る。

また、企業が事業を行う上で不可欠な現金（事業用資金）を上回る余裕資金をもっており、これが預金や現金化が容易な有価証券投資に運用されている場合には、手元現金を含み余裕資金は本来株主に帰属するものであるから、株主価値に加算されることになる。

改めて「企業価値経営」とは

企業価値経営（VBM）とは「企業価値の向上を重視した経営」である。そうなる企業行動の目的は、利益の最大化というよりも企業価値の向上、最大化ということになる。企業価値を向上させるためには将来フリーキャッシュフローをできるだけ多く作り出すことが求められる。しかし、それではVBMとは、将来フリーキャッシュフローの最大化」経営であるから、日頃からフリーキャッシュフローをできるだけ大きくするような経営を心がければよい、ということになるが、ことはそれほど単純ではない。何故なら、フリーキャッシュフローそのものが経営指標、業績指標になりにくいからである。仮にフリーキャッシュフローを業績指標に使うとなると、現場ではその最大化のために「営業キャッシュフローの最大化」と「投資キャッシュフローの最小化」が目標になってしまい、将来キャッシュフローを生み出す重要な源泉であるべき投資活動に消極的になるという弊害を招きかねないからである。企業価値は将来フリーキャッシュフローから生まれるにもかかわらず、このフリーキャッシュフローを業績指標、経営指標に用いることに問題があるのであれば、これに替わる指標が必要になってくる。

（続く）