

ESG/統合報告 Keyword vol.09

ESG、統合報告。新聞やメディアでよく目にするものの、専門的でよくわからない、という方も多いかもしれません。この分野に精通しているESG/統合報告研究室の研究員が、“いまさら聞きにくい” 初歩的なキーワードの説明とともにポイントを分かりやすく解説します。

1 企業価値

ファイナンス理論では企業価値とは英語でEnterprise ValueということからEVとも表記される。企業価値とは企業の所有者である株主と債権者の価値の総和であることから、時価総額と純有利子負債の合計額がその時点での企業価値と言える。最近ではステークホルダー価値の総和へと再定義していく動きもある。



ココがポイント

株主価値は時価総額であり、時価総額は株価と発行済株式総数の掛け算で求められます。債権者価値である純有利子負債は、ある時点の貸借対照表に記載されている負債サイドの短期及び長期における借入金と社債の合計額から同時点の現預金を控除された金額となります。この合計額から企業価値を求める方法をマーケットアプローチと呼んでおり、この場合株価が企業価値を決めるポイントとなります。その他にも当該企業の将来キャッシュフローの総和を当該企業の調達コストである割引率で割引いて計算するインカムアプローチと呼ぶ手法では、将来キャッシュフローの想定と割引率として用いられる資本コスト、中でも株主資本コストが重要です。また、企業を清算することから企業価値を算出するコストアプローチと呼ばれる手法もあり、企業価値と言っても捉え方は様々です。

2 EBITDA

EBITDAとはEarnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortizationの略で、税引前利益に支払利息、有形固定資産の減価償却費と無形固定資産の償却額を加えて算出される利益を指す。「イービットディーエー」「イービットダー」などと呼ばれることが一般的である。



ココがポイント

EBITDAとは会計上の利益の概念ではなく、実際に財布にどれだけの金額が入っているかを示すものです。例えば、設備投資や企業買収時に財布の中味は大きく変わりますが、この一時的要因を平準化する意味で利用されるのが、会計上の減価償却費やのれんの償却費で、定率法や定額法によって毎年一定の金額が費用として出ていくこととしています。従って、将来キャッシュフローから企業価値を算出する際には会計上の利益ではなくEBITDAを利用するケースが多く、M&A等を行う際に企業価値を相対的に知る手段としてEV/EBITDA倍率を用いるケースが多いと言えます。これは企業を買収した際に何年で元が取れるかという指標になっています。EV/EBITDA倍率が10倍の企業は買収の元を取るのに10年かかりますが、3倍の企業は3年で元が取れる計算となり、相対的に企業価値が低いと認識されます。

3 資本コスト

企業が株式や借入で資金調達する際に必要なコストのことを意味する。「株主資本コスト」と、「株主資本コストと債権者コスト」を加重平均して合計した加重平均資本コスト（WACC：Weighted Average Cost of Capital）のどちらかを意味する。WACCはワックと呼ばれることが多い。



ココがポイント

債権者コストは損益計算書の支払金利を貸借対照表の借入金額と社債発行残高で除することで簡単に計算できますが、株主資本コストは、当該企業に投資をする投資家が求める期待収益率であり、債権者コストのように1対1の取引ではないため簡単に求められません。一般的な計算方法は資本資産評価モデル（CAPM：Capital Asset Pricing Model）によって計算されますが、使用されるβ値の期間や取り方によって大きく変動します。資本コストは、期待収益率、割引率、ハードルレート等様々な呼び方がありますが、どれも同じ意味です。そして、企業価値を将来キャッシュフローの総和から導き出す際の割引率はこの資本コストを意味します。2014年8月に公開された伊藤レポートで日本企業の稼ぐ力の評価としてROE8%以上とした理由の一つが、日本企業の資本コストを最大8%見ておけば株主への価値提供が行われると考えられたからです。

4 ROE

ROEは自己資本利益率（Return on Equity）を意味する。資本コスト8%の企業を想定するとROE10%の企業において、株主はその差、2%の超過利潤を得ることと考えられている。ROEは現在日本では最もポピュラーな経営指標であるが、最近ではROIC（投下資本利益率、Return on Invested Capital）を採用する企業も増えている。



ココがポイント

ROEは利益率、総資産回転率、そして財務レバレッジに分解出来ます。伊藤レポートが発表され稼ぐ力の指標としてROEを採用する企業が一般的になりました。しかし、ROEは利益率を上げなくても負債を増加させ財務レバレッジを上昇させることでも結果としてROEは上昇します。余剰資金を投資に回し、それ以上に必要な設備投資のために負債を増やすことによってROEを上昇させることは意味がありますが、単に負債を増加させる危険性もあります。一方、ROICはバランスシート全体を考慮した利益率であることから各部門が収益性の低い事業や採算性の低い製品からの撤退などを考慮する際の指標として利用しやすい点がメリットとして伸びています。ROEは株主資本コストとの対比で、ROICは加重平均資本コスト（WACC）との対比になります。