

3 企業価値の現在価値

現時点で 100 万円受け取ることと、1 年後 100 万円を受け取るとは同価値ではありません。基本的に「将来発生するキャッシュフローを金利で割り引く」ことにより現在価値は求められます。

では企業の価値はどのように考えたらよいのでしょうか？ コーポレート・ファイナンス理論における企業価値は、その企業が生み出すキャッシュフローに着目して、企業価値評価を考えます。すなわち、

<もともと基本となる企業価値評価表現式>

$$V = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots$$

V : 企業価値

C_t : t 期に企業が生み出すキャッシュフロー

r : 割引率

企業が今後、每期生み出すキャッシュフローを C_1, C_2, \dots とし、それを金利（割引率）で割り引いた現在価値の集積として企業価値を考えるわけです。

3 Present value of corporate value

Financial Words

企業価値の現在価値 : present value of corporate value

企業価値評価 : evaluation of corporate value, corporate valuation

割引率 : discount rate

集積 : accumulation

4 企業のキャッシュフロー

キャッシュフローと利益は違います。会計では、例えば減価償却という概念があり、費用計上しますが、キャッシュアウトするわけではありません。毎期のキャッシュフローは利益に比べこの減価償却費分多くなります。キャッシュフローは企業が生み出した真のお金を指します。

一方、損益計算上では 5 つの利益に段階的に分けることができますが、最終的に一期間の損益（期間損益）を示す当期純損益は、

$$\text{(期間) 総収益} - \text{(期間) 総費用} = \text{(当期) 純損益}$$

という算式によって計算されますが、重要なのはどの時点で収益と費用が認識されるかということです。損益計算書原則では収益については、**実現主義**、費用については**発生主義**と呼ばれる損益計算方法が規定されています。また、貸借対照表上では、資産や負債は第一次的には、収支額が確定した時点で認識されます。

現金収入と収益計上および現金支出と費用計上のタイミングは多くの場合一致しません。従って、会計上の利益と現金収支は一致しません。

$$\begin{aligned} \text{収益} - \text{費用} &= \text{利益} \neq \text{キャッシュインフロー} \\ &\quad (\text{損失} \neq \text{キャッシュアウトフロー}) \end{aligned}$$

ファイナンス理論では、事業や部門の将来についてそれらが生み出すキャッシュフローを予想して判断材料にします。

なぜ利益ではなくキャッシュフロー使うのでしょうか？

売上高から始まって当期純利益に至るまでには数多くの収益項目や費用項目があり、その中で経営者の判断によって数字が変わるものがたくさんあります。企業価値を正しく算出するためには、経営者の恣意性を除外した、より客観的な指標で無ければなりません。ファイナンス理論において利用するキャッシュフローは、必ずしもキャッシュフロー計算書の数値をそのまま使うわけではありませんが、キャッシュフロー計算書の考え方の理解は重要です。

4 Corporate cash flow

Financial Words

減価償却 : depreciation (tangible assets), amortization (intangible assets)

無形固定資産や繰延資産の償却は amortization

損益計算書 : income statement

5つの利益 : 売上総利益 = 売上高 - 売上原価

営業利益 = 売上総利益 - 販売費および一般管理費

経常利益 = 営業利益 + 営業外収益 - 営業外費用

税引前当期純利益 = 経常利益 + 特別利益 - 特別損失

税引後当期純利益 = 税引前当期純利益 - 法人税、住民税等

売上総利益 : total sales

営業利益 : operating profit

経常利益 : ordinary profit

税引前当期純利益 : net profit before tax

税引き後当期純利益 : net profit after tax

実現主義 : realization basis

発生主義 : accrual basis

現金収入 : cash income、cash revenue

計上 : reckon up (calculate)

予算に計上する : include in the budget

現金支出 : expenditure in cash

収入と支出 : incomings and outgoings

キャッシュインフロー : cash-inflow

キャッシュアウトフロー : cash-outflow

キャッシュフロー計算書 : statement of cashflows

Exercise 1

Choose the most appropriate word to make sense from the alternatives given below. Answer with the number of the word candidate.

One ratio that is very helpful in financial analysis is called the () growth rate. It is the maximum rate of growth a firm can maintain without increasing its financial leverage and using internal equity only.

- 1: market**
- 2: leverage**
- 3: sustainable**
- 4: capital**

Part 2. 企業価値

Corporate Value

5 企業が生み出すキャッシュフロー

間接法は、損益計算書と貸借対照表に計上された資産と負債の数字を使ってキャッシュフロー計算書を間接的に作成する方法です。損益計算書にある税引前当期純利益（または純損失）からスタートして損益計算書からの調整と貸借対照表からの調整を加える方法です。

収益＝現金収入＋現金収入のない収益－収益でない現金収入

費用＝現金支出＋現金支出のない費用－費用ではない現金支出 ですから、

現金収入－現金支出＝当期純利益－現金収入のない収益＋収益ではない現金収入
 ＋現金支出のない費用－費用ではない現金支出

① 営業活動によるキャッシュフロー（間接法）

間接法による営業キャッシュフローの計算とは営業活動に関する項目について損益計算書と貸借対照表より上記調整を行うこととなります。

間接法による 営業活動によるキャッシュフロー(例)	
税引前当期純利益	＋〇〇〇
減価償却費	＋〇〇〇
売上債権の増加	－〇〇〇
支払債務の増加	＋〇〇〇

営業活動によるキャッシュフローについて、順を追って見ていきましょう。

ステップ1 利益に損益計算書からの調整

現金支出のない費用：減価償却費が典型的。貸倒引当金、退職給付引当金なども同様。

ステップ2 利益から営業活動以外の影響を取り除く

利益から控除するもの：受取利息、配当金、特別利益（固定資産売却益など）

利益に足し戻すもの：支払利息、特別損失（固定資産除却損など）

ステップ3 貸借対照表からの調整（利益から資産・負債の増減を調整）

売上債権の増加：期末の売上債権の増加は現金回収の済んでいない収益
 ＝現金収入のない収益 ですから、キャッシュフローとの関係からは当期純利益から控除します。

棚卸資産の増加：費用収益対応の原則から販売されたときに費用計上します。この項目の増加は、費用ではない現金支出となります。キャッシュフローとの関係では純利益から差し引く必要があります。逆に棚卸残高の減少は、現金支出のない費用が計上されることから、利益に足し戻すこととなります。

仕入債務の増加：買掛金や支払手形といった期末における仕入債務は、現金支出前の費用です。前期末と今期末の差がプラスであれば現金支出のない費用として、キャッシュフローとの関係では純利益から控除し、逆にマイナスの時は、現金支出のない費用ですので、キャッシュフローとの関係では当期純利益より控除します。

5 Cashflows to be produced by a corporation

Financial Words

企業が生み出すキャッシュフロー：

cashflows to be produced (created) by a corporation (firm)

間接法：indirect method

純利益と純損失：net profit and net loss

調整：adjustment

収益：earnings, gains, proceeds, returns income は収入

費用：expense(s), expenditure(s), cost, outlay

営業活動によるキャッシュフロー：cashflows by operating activities

売上債権：an account receivable, a credit receivable, a receivable

支払債務：an account payable

貸倒引当金：provision for doubtful accounts,

provision for loan losses (bad debts)

退職給付引当金：provision for retirement benefit

受取利息：interest received

配当金：dividend

特別利益：special income, extraordinary income

固定資産売却益：gain on retirement of fixed(noncurrent) asset

支払利息：interest paid

特別損失：special loss, extraordinary loss

売上債権：a sales account

棚卸資産：inventories

仕入債務：purchase account (of materials, goods)

仕入れる：lay in, get in, stock (goods)

費用収益対応の原則：matching principle

6 運転資本の増減

前ページのステップ3との関係です。

運転資本の定義は、「流動資産と流動負債の差」です。すなわち「運転資本＝流動資産－流動負債」ですが、営業活動に関連する運転資本の主要な項目で表現すると、「運転資本＝売上債権＋棚卸債権－仕入債務」となります。

売上債権残高と棚卸資産残高の増加が仕入債務の残高の増加を上回れば、運転資本は増加します。すなわち、「運転資本増加額＝売上債権増加額＋棚卸資産増加額－仕入債務増加額」で、運転資本が正味で増加することは、その期の利益との関係において、キャッシュフローを減らす作用があり、逆に運転資本が正味で減少することはキャッシュフローを増やす作用があります。

＜貸借対照表項目とキャッシュフロー計算書の関係＞

対前期比（貸借対照表）	キャッシュフロー計算書
資産項目	
増加（＋）	減らす（－）
減少（－）	増やす（＋）
負債項目	
増加（＋）	増やす（＋）
減少（－）	減らす（－）
運転資本	
増加（＋）	減らす（－）
減少（－）	増やす（＋）

ステップ4（小計）＋（投資活動・財務活動のキャッシュフロー）

小計では営業活動によるキャッシュフローを合計します。小計の後に、投資活動・財務活動のキャッシュフローを加えます。基本的には利息、配当金などの項目を調整します。

6 Increase/decrease of working capital

Financial Words

運転資本の増減 : increase/decrease of working capital

流動資産 : current asset

流動負債 : current debt

残高 : balance