



MBA 経営戦略講義録

神戸大学 経済経営研究所

特命教授 小島 健司

付属資料：第2回 経営戦略の定義と対象 (Definition of Strategy)

企業価値分析

(出所：高村健一「経営戦略応用研究期末レポート キリンホールディングス株式会社」)

2009年10月26日 20-26頁)

キリンホールディングス株式会社およびアサヒビール株式会社の2004、05、06、07、08年12月期の財務諸表を用いて、企業価値分析を行う。

1 経済付加価値 (EVA) および投下資本収益率 (ROIC)

資料 1.1 キリンの EVA および投下資本収益率 (ROIC)

指 標	単位	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
経済付加価値(EVA)	百万円	-318	-5,504	-10,761	-2,581	4,544
投下資本収益率(ROIC)	%	4.71%	4.75%	4.63%	4.70%	4.78%

■EVA算出要素

NOPAT	百万円	56,439	61,543	63,313	73,325	85,738
資本コスト	百万円	56,757	67,047	74,074	75,906	81,195
WACC	%	4.74%	5.18%	5.42%	4.86%	4.53%
負債コスト	%	3.78%	3.60%	3.98%	2.97%	3.99%
株主資本比率	%	72.9%	81.7%	86.4%	79.8%	67.9%
有利子負債	百万円	270,753	256,106	244,846	425,423	636,845
株主資本コスト	%	5.77%	5.89%	5.94%	5.64%	5.57%
投下資本	百万円	1,198,424	1,294,873	1,366,239	1,560,426	1,792,580

■ 計算式要素

株主資本(時価)	百万円	974,624	1,314,961	1,787,465	1,566,711	1,122,316
β	倍	0.854	0.854	0.854	0.854	0.854
リスクプレミアム	%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
無リスク金利	%	1.504%	1.622%	1.666%	1.371%	1.296%
実効税率	%	48.41%	44.91%	45.59%	39.20%	41.27%

資料 1.2 アサヒの EVA および投下資本収益率 (ROIC)

指 標	単位	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
経済付加価値(EVA)	百万円	25,378	17,203	14,316	11,652	12,357
投下資本収益率(ROIC)	%	6.69%	6.01%	5.92%	5.35%	5.19%

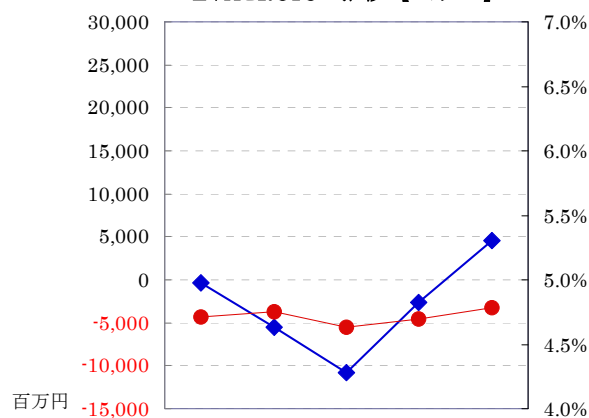
■EVA算出要素

NOPAT	百万円	54,719	49,705	50,104	47,840	47,655
資本コスト	百万円	29,340	32,502	35,788	36,187	35,299
WACC	%	3.59%	3.93%	4.23%	4.05%	3.84%
負債コスト	%	1.35%	1.38%	1.57%	1.65%	1.64%
株主資本比率	%	63.4%	68.9%	73.9%	74.7%	71.7%
有利子負債	百万円	316,935	294,394	279,956	303,334	317,358
株主資本コスト	%	5.24%	5.36%	5.41%	5.11%	5.04%
投下資本	百万円	817,309	826,892	846,720	893,962	918,063

■ 計算式要素

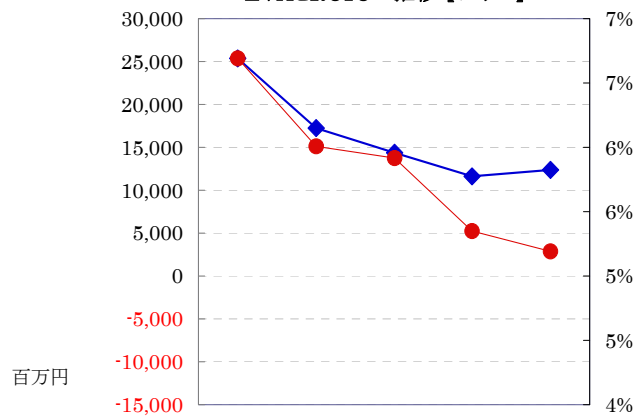
株主資本(時価)	百万円	615,784	687,973	896,678	893,896	715,364
β	倍	0.748	0.748	0.748	0.748	0.748
リスクプレミアム	%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
無リスク金利	%	1.504%	1.622%	1.666%	1.371%	1.296%
実効税率	%	45.97%	44.92%	43.52%	44.98%	49.58%

EVAとROICの推移【キリン】



	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
◆ 経済付加価値(EVA)	-318	-5,504	-10,761	-2,581	4,544
● 投下資本収益率(ROIC)	4.71%	4.75%	4.63%	4.70%	4.78%

EVAとROICの推移【アサヒ】



	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
◆ 経済付加価値(EVA)	25,378	17,203	14,316	11,652	12,357
● 投下資本収益率(ROIC)	6.69%	6.01%	5.92%	5.35%	5.19%

資料 1.3 EVA・ROIC 計算 データ入手方法

指 標	説明または計算式
経済付加価値(EVA)	NOPAT－資本コスト
投下資本収益率(ROIC)	NOPAT／投下資本

■EVA算出要素

NOPAT	営業利益×(1－実効税率) (金融資産は事業利益と考えることにし、含めない)
資本コスト	WACC×投下資本
WACC	負債コスト×(1－実効税率)×(1－株主資本比率) ＋株主資本コスト×株主資本比率
負債コスト	支払利息/有利子負債
株主資本比率	資本合計÷(有利子負債＋資本合計) 【期首期末平均】
有利子負債	短期借入金＋長期借入金＋社債 【期首期末平均】
株主資本コスト	無リスク金利 ＋β(株式期待収益率－無リスク金利)
投下資本	期中平均：正味運転資本＋固定資産

■ 計算式要素

株主資本(時価)	株価×発行済み株式数
β	ブルムバーグ社ホームページより
リスクプレミアム	『企業価値評価 4版』下巻26章 p.367 より
無リスク金利	財務省HP：10年もの長期国債利回りより
実効税率	(法人税等＋法人税等調整額)÷税金等調整前当期純利益

1.1 経済付加価値（EVA）の評価

EVA は株主資本コストも加味した投下資本コストをどれだけ上回る価値を企業が創出したかを表す指標であり、税引後事業利益（NOPAT）から資本コスト（＝簿価投下資本×WACC）を差し引いて求められる。従って、EVA を向上させるためには、NOPAT を増加させるか、資本コストを減少させるかの2通りの方法がある。さらに資本コストを減少させるためには、簿価投下資本を減少させるか、加重平均資本コスト（WACC）を低下させる必要がある。

アサヒが安定的に EVA を獲得しているのに対して、麒麟は 2007 年 12 月期までマイナスの状態が続いていた。これは、NOPAT の水準は上昇しているものの、積極的な M&A の実施に伴って、資本コストが増加したことに因る。しかし、2008 年 12 月期はプラスに転じており、過去数年に投資してきた事業が、今後成長することによって、EVA も回復することが期待される。ただし、前提の数値をどうおくかによって、計算結果が大きく

変わってくることは留意が必要である。

1.2 投下資本収益率（ROIC）の評価

ROIC は、簿価投下資本に対する税引後事業利益（NOPAT）の割合を示している。したがって、ROIC を向上させるには、NOPAT を増加させるか、簿価投下資本を減少させるか、という 2 つの方法がある。両社の過去 5 年の ROIC を分析すると、アサヒは投下資本が上昇しているのに対して、NOPAT が低下傾向にあり、ROIC も低下している。キリンは、投下資本が増加しているが、それ以上に NOPAT が上昇しているため、ROIC は改善傾向にあり、優位性がある。

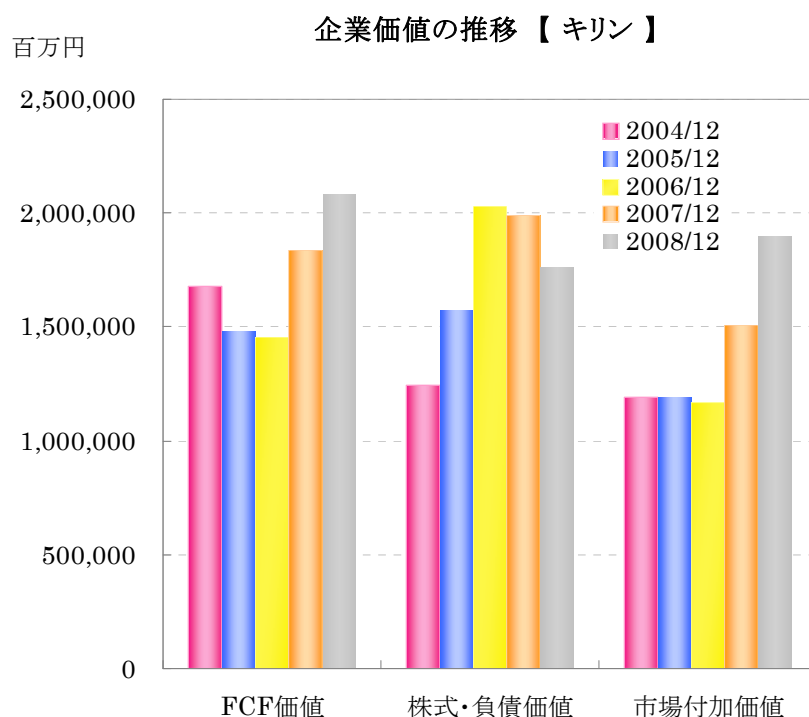
2 企業価値指標計算結果および算定方法

「フリー・キャッシュフロー価値」「株式・負債時価評価価値」「市場付加価値（MVA）」を算出する。

2.1 キリンの企業価値評価指標

資料 2.1.1 キリンの企業価値評価指標

指 標	単位	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
企業価値Ⅰ ～フリーキャッシュフロー価値～	百万円	1,675,536	1,480,856	1,453,132	1,839,556	2,081,799
企業価値Ⅱ ～株式・負債価値(時価評価)～	百万円	1,245,377	1,571,066	2,032,310	1,992,133	1,759,161
企業価値Ⅲ ～市場付加価値(MVA)+投下資本～	百万円	1,191,706	1,188,582	1,167,757	1,507,359	1,892,894



企業価値指標の算出手順は次の通りである。

フリーキャッシュフロー価値：(資料 2.1.2) の通り

株式・負債価値(時価評価)：期末株価×発行済株式数＋有利子負債簿価

市場付加価値：EVA/資本コスト＋簿価投下資本

資料 2.1.2 キリン フリーキャッシュフロー価値算出手順

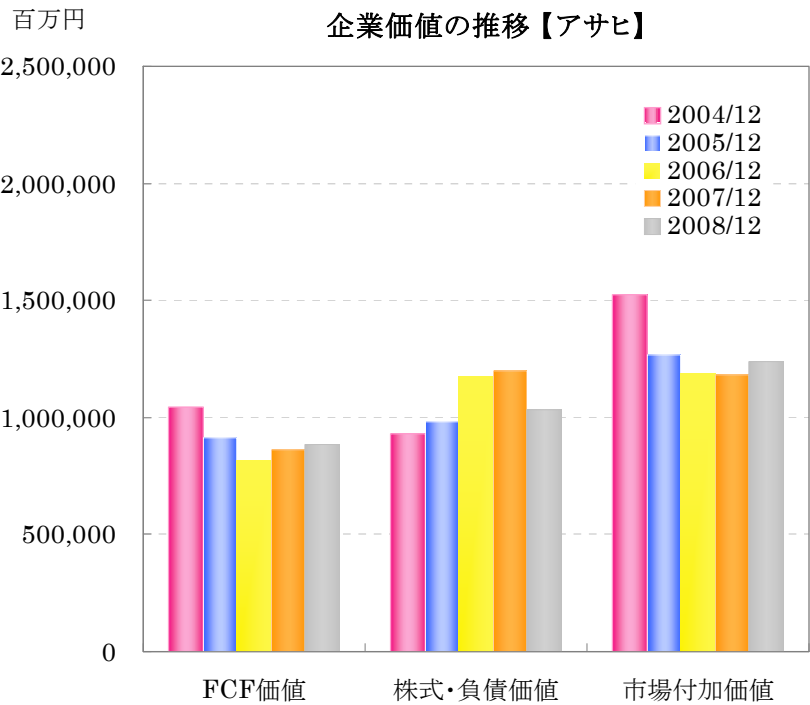
キリンホールディングス	単位	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
フリーキャッシュフロー	百万円	83,606	38,023	-28,904	-155,095	5,691	-100,000	80,000	80,064	80,129	80,194
平均フリーキャッシュフロー	百万円					-11,336					
売上高	百万円	1,654,886	1,632,249	1,665,946	1,801,164	2,303,569					
売上高成長率	%	3.6%	-1.4%	2.1%	8.1%	27.9%					
平均成長率	%					8.1%					
2004/12月期に係る予測期間の価値	百万円		36,304	-26,349	-134,993	4,729	-79,345				
2005/12月期に係る予測期間の価値	百万円			-27,481	-140,200	4,891	-81,715	62,154			
2006/12月期に係る予測期間の価値	百万円				-147,119	5,121	-85,351	64,769	61,488		
2007/12月期に係る予測期間の価値	百万円					5,427	-90,938	69,375	66,210	63,190	
2008/12月期に係る予測期間の価値	百万円						-95,667	73,217	70,101	67,117	64,261
予測期間の割引現在価値(A)	百万円	-199,654	-182,351	-101,092	113,265	179,029					
加重平均資本コスト:WACC	%	4.74%	5.18%	5.42%	4.86%	4.53%					
リスクフリーレート	%	1.50%	1.62%	1.67%	1.37%	1.30%					
継続価値の資本コスト	%	3.23%	3.56%	3.76%	3.49%	3.23%					
継続価値(B)	百万円	1,875,190	1,663,207	1,554,224	1,726,291	1,902,770					
企業価値(A)+(B)	百万円	1,675,536	1,480,856	1,453,132	1,839,556	2,081,799					

注:2009年のフリーキャッシュフローは、ライオンネイサンの完全子会社化(2300億円)等を踏まえ、▲1000億円と仮定
注:2010年のフリーキャッシュフローを800億円、2011年以降のフリーキャッシュフローは売上高の平均成長率で増えたと仮定
注:予測期間を5年と仮定
注:継続価値は6年目のフリーキャッシュフロー／継続価値の資本コスト

2.2 アサヒの企業価値評価指標

資料 2.2.1 アサヒの企業価値評価指標

指 標	単位	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
企業価値Ⅰ ～フリーキャッシュフロー価値～	百万円	1,044,325	914,815	816,426	862,733	887,015
企業価値Ⅱ ～株式・負債価値(時価評価)～	百万円	932,718	982,367	1,176,634	1,197,230	1,032,722
企業価値Ⅲ ～市場付加価値(MVA)+投下資本～	百万円	1,524,262	1,264,555	1,185,417	1,181,812	1,239,443



資料 2.2.2 アサヒ フリーキャッシュフロー価値算出手順

アサヒビール	単位	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
フリーキャッシュフロー	百万円	58,080	42,698	23,593	-48,255	47,859	24,797	24,799	24,802	24,804	24,806
平均フリーキャッシュフロー	百万円					24,795					
売上高	百万円	1,444,224	1,430,026	1,446,385	1,464,071	1,462,747					
売上高成長率	%	3.1%	-1.0%	1.1%	1.2%	-0.1%					
平均成長率	%					0.9%					
2004/12月期に係る予測期間の価値	百万円		41,218	21,986	-43,410	41,562	20,788				
2005/12月期に係る予測期間の価値	百万円			22,701	-44,674	42,632	21,253	20,451			
2006/12月期に係る予測期間の価値	百万円				-46,298	44,056	21,901	21,015	20,164		
2007/12月期に係る予測期間の価値	百万円					45,997	22,905	22,016	21,161	20,340	
2008/12月期に係る予測期間の価値	百万円						23,879	22,997	22,147	21,329	20,541
予測期間の割引現在価値(A)	百万円	82,144		60,838	132,420	110,894					
加重平均資本コスト:WACC	%	3.59%	3.93%	4.23%	4.05%	3.84%					
リスクフリーレート	%	1.50%	1.62%	1.67%	1.37%	1.30%					
継続価値の資本コスト	%	2.09%	2.31%	2.56%	2.68%	2.55%					
継続価値(B)	百万円	962,180	852,452	755,588	730,313	776,121					
企業価値(A)+(B)	百万円	1,044,325	914,815	816,426	862,733	887,015					

注: 平均キャッシュフローが売上高の平均成長率で増えると仮定
 注: 平均フリーキャッシュフローは5年間のフリーキャッシュフローを平均化
 注: 平均成長率は6年間の成長率を平均化
 注: 予測期間を5年と仮定
 注: 継続価値は6年目のフリーキャッシュフロー／継続価値の資本コスト

2.3 企業価値算定結果からの考察

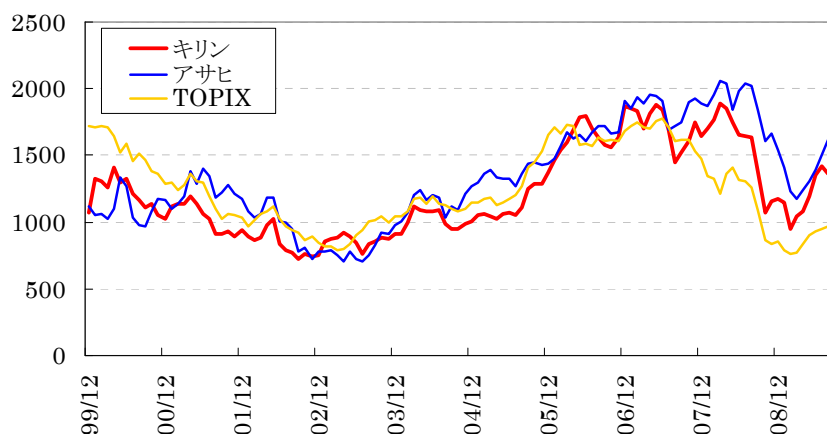
2.3.1 フリーキャッシュフロー価値

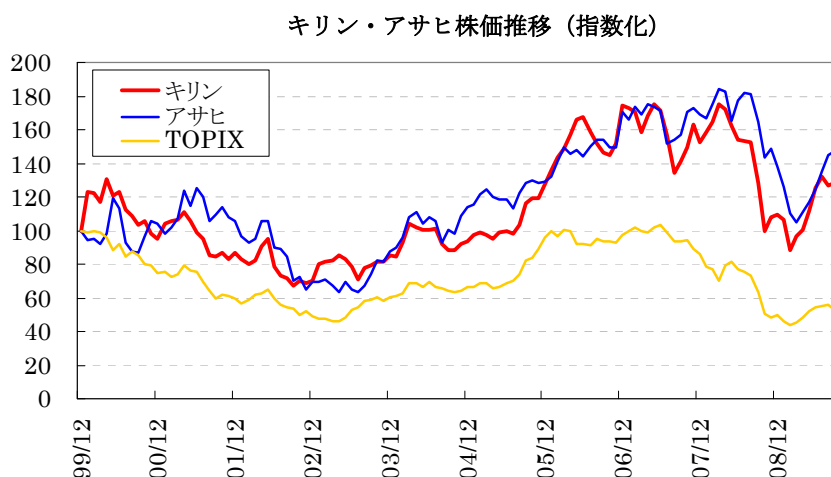
キリンのフリーキャッシュフロー算出において、ライオンネイサンの完全子会社化に伴う投資（2,300 億円）を反映して、2009 年は▲1,000 億円とし、2010 年以降は大規模な投資がないと仮定した。近年の積極的な M&A によって、営業キャッシュフローは増加傾向にあり、将来のフリーキャッシュフローの増加期待を踏まえて、2008 年時点では 2 兆円を超える水準となっている。ただし、新たな大規模投資が発生する場合には、フリーキャッシュフロー価値が大きく変動することには留意が必要である。

2.3.2 株式・負債価値

キリンは M&A 資金を負債調達(社債・借入)しているため、有利子負債は 2004 年の 2,708 億円から 2008 年には 6,368 億円に急増している。しかし、それ以上に株価が大きく変動しているため、株式・負債価値は 2006 年をピークに減少している。

キリン・アサヒ株価推移





※1999 年 12 月末を 100 として指数化

2.3.3 市場付加価値（MVA）

MVA は将来の EVA 期待値の現在価値であり、これに投下資本を加えたものが企業価値として表される。アサヒが安定的に EVA を獲得しているのに対して、キリンの EVA は 2008 年にプラスに転じたが、それ以前はマイナスが続いていた。したがって、市場付加価値における投下資本の占める割合が大きくなっている。キリンは投下資本が 2004 年の 1.2 兆円から 2008 年には 1.8 兆円と 1.5 倍に拡大しており、これを反映してキリンの市場付加価値が増加傾向にある。

3 企業価値評価 まとめ

キリン、アサヒの企業価値について、3 つの指標から算出した結果、アサヒの企業価値は横ばいであるのに対して、キリンは増加傾向にある。それぞれの指標を過去 5 年の平均で見ると、アサヒの企業価値は 0.9 兆円から 1.3 兆円であるのに対し、キリンは 1.4 兆円から 1.7 兆円となっている。2008 年は、株式相場全体が大幅に下落したこともあり株式・負債価値は減少したものの、フリーキャッシュフロー価値と市場付加価値は過去最高の結果となっている。

これまでの分析によって、キリンは売上高や利益の成長率では圧倒的に優位であるものの、生産性や効率性等でアサヒに対して劣っている事業があることが明らかになった。今後、過去に行った投資の課題（生産性や収益性の向上）を克服し、キャッシュフローを安定的に獲得できるようになれば、さらなる企業価値の向上が期待できるだろう。