

2020年6月18日

コンサルティングレポート

新型コロナウイルス感染拡大による影響を考慮した 企業価値評価の留意点

コーポレートアドバイザリー部 [名古屋] コンサルタント 西田 俊介

1. 本レポートの目的

新型コロナウイルス感染拡大の影響を受け、M&Aの世界では、新型コロナウイルス感染拡大前に検討されていた投資案件は中止あるいは延期となっているケースが散見される。進行中の案件でも、移動や現地調査、ミーティングをリモートで対応するなど、従来の方法とは違った進め方になってきた。また、投資予定先の業績予想が困難となり、新型コロナウイルス感染拡大による業績への影響を企業価値にどう織り込むかで交渉がスタックしている案件もある。

そこで、本稿では、以下の代表的な3つの企業価値評価手法において、新型コロナウイルス感染拡大下における企業価値評価の留意点について解説していきたい。なお、本稿では、企業価値は以下の算式で求められるものとする。

$$\text{企業価値} = \text{株主価値 (株式時価総額)} + \text{債権者価値 (有利子負債)}$$

【代表的な3つの企業価値評価手法】

① DCF法 (ディスカунテッド・キャッシュフロー法)

評価対象会社が将来生み出すと期待されるフリー・キャッシュフロー (FCF) の現在価値を基礎として、その会社ないし事業の価値を評価する手法。

② 類似会社比較法 (マルチプル法)

評価対象会社と類似した事業を展開している上場企業の売上高、各種利益、株主資本等の財務数値 (予想を含む) に対する企業価値、もしくは株主価値の倍率 (マルチプル) を利用して評価対象会社の価値を評価する方法。

③ 修正簿価純資産法 (時価純資産法)

評価対象会社の有する資産の時価より負債の時価を控除して、株主価値を評価する手法。

2. DCF 法における影響

(1) DCF 法の概要

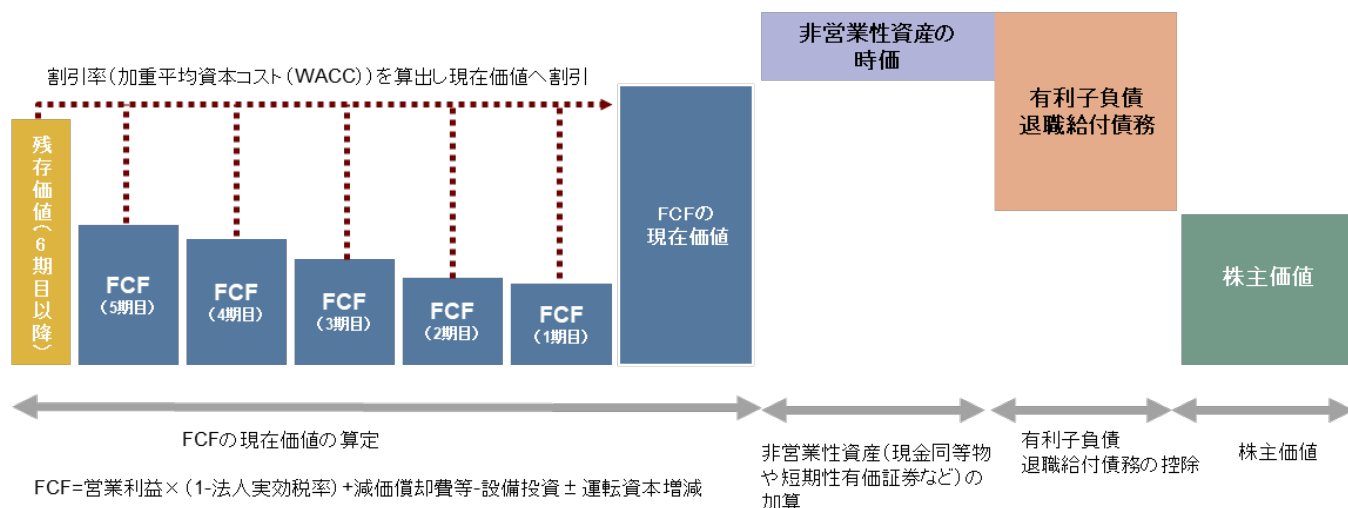
DCF 法とは、評価対象会社が将来生み出すフリー・キャッシュフロー (FCF) を一定の割引率で現在価値に割り戻して、そこから非営業性資産を加算し、有利子負債を控除することで株主価値を評価する方法である (図表 1)。

FCF は、以下の算式で求められるが、将来の事業計画における各期の営業利益が大きな要素となる。

$$\text{FCF} = \text{営業利益} \times (1 - \text{法人実効税率}) + \text{減価償却費等} - \text{設備投資額} \pm \text{運転資本増減}$$

また、FCF を現在価値に割り戻す際の割引率の設定も、DCF 法における大きな要素であり、これらの要素に新型コロナウイルス感染拡大の影響をどう反映させるかが重要である。

図表 1 DCF 法のイメージ



(出所) 当社作成

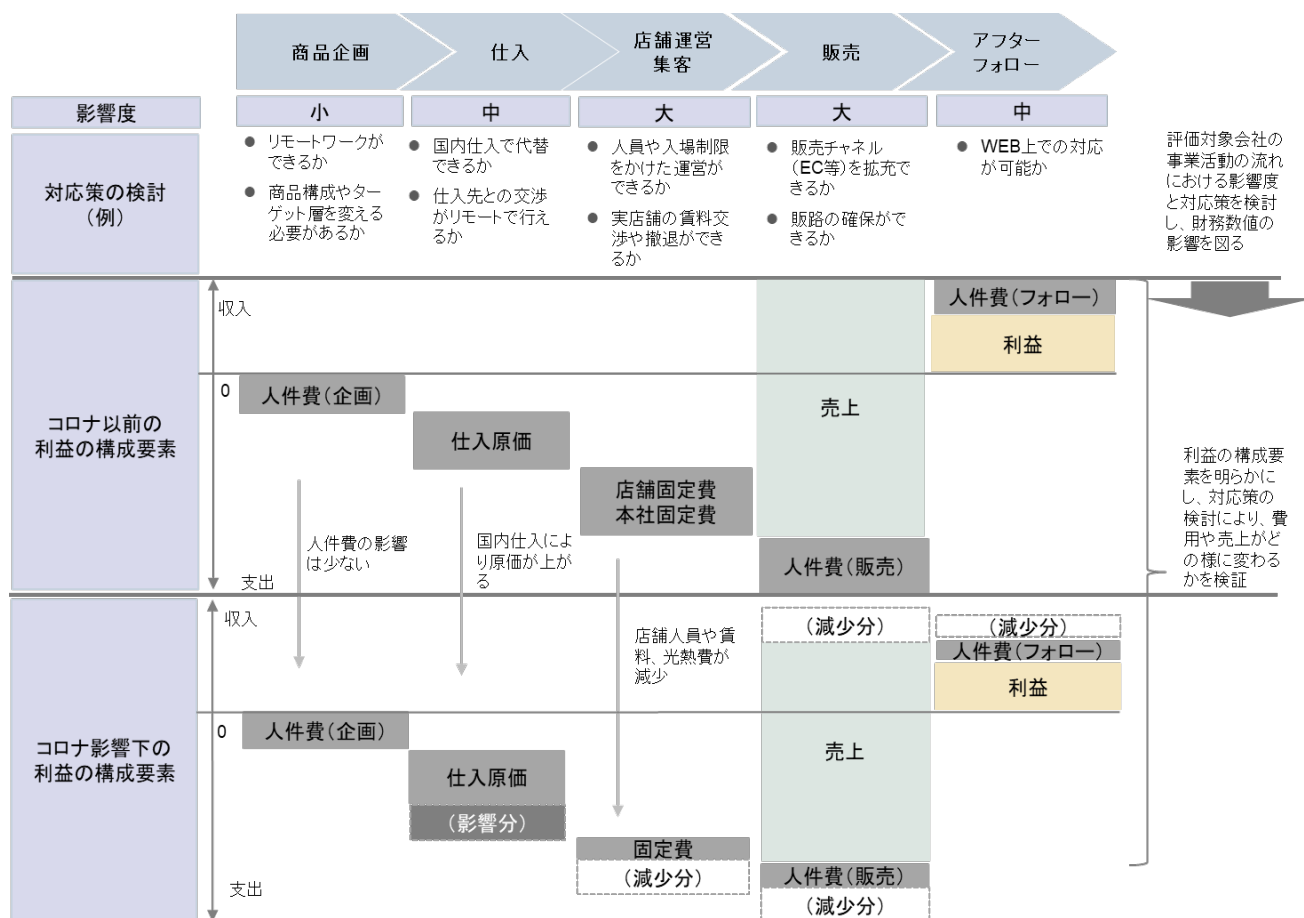
(2) 新型コロナウイルス感染拡大の影響を考慮するポイント

① 事業計画の精査(将来 FCF の精査)

DCF 法では、評価対象会社の将来の FCF をもとに企業価値評価を行うため、事業計画の精査が重要となる。事業計画が新型コロナウイルス感染拡大前に作成されたものであれば、進行期も含め、今後の業績見通しの作成とその妥当性の精査が必要である。

そのためには、まず、評価対象会社の事業活動の流れ(バリューチェーン)を把握し、各事業活動における影響度合いと対応策を検討する(図表 2)。次に、新型コロナウイルス感染拡大以前の利益の構成要素を明らかにした上で、対応策がそれらに与える影響を事業活動ごとに想定するとよい。

図表 2 新型コロナウイルス感染拡大による影響度合いの検討(例:小売業)



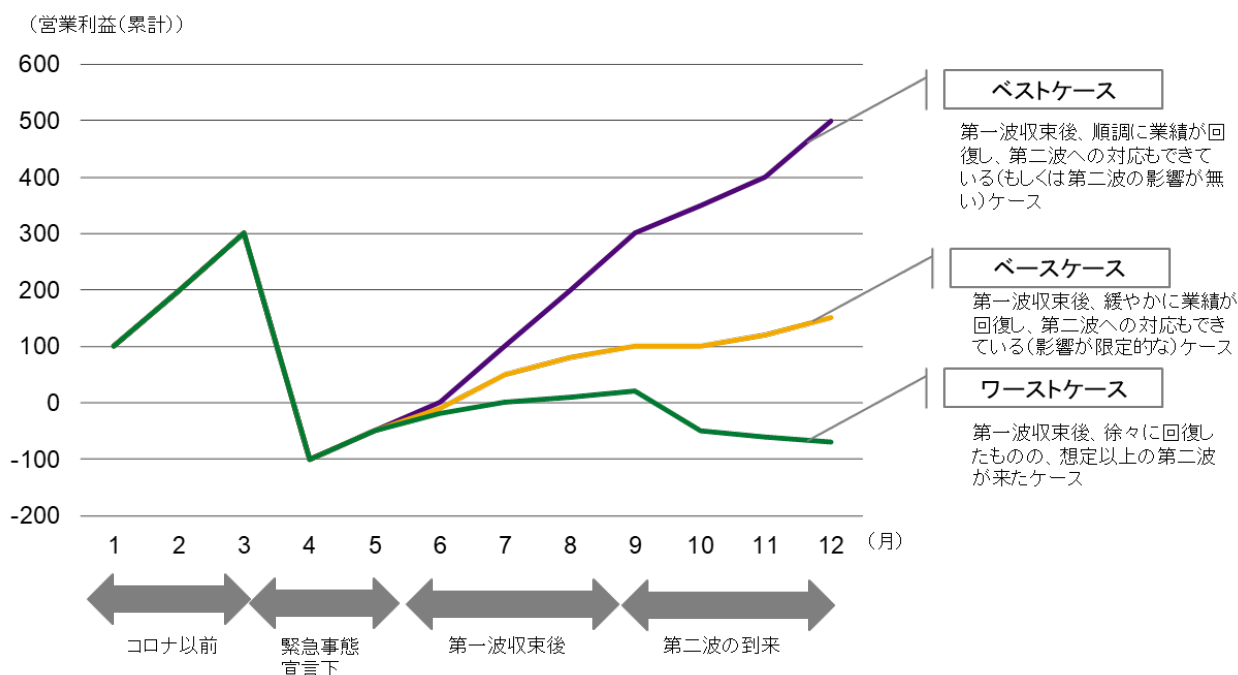
(出所) 当社作成

② 残存価値(ターミナルバリュー)への影響の精査

残存価値(ターミナルバリュー)とは、事業計画の最終事業年度の翌期以降の FCF の現在価値合計額を指す。たとえば、5 期分の FCF 計画がある場合、6 期以降に生み出される FCF の現在価値を合計したものである。一般には、事業計画の最終事業年度の FCF をベースに、翌期以降の FCF を設定して残存価値を算出する。残存価値は、結果的に企業価値に占める割合が大きくなることが多く、その妥当性の検証は重要である。

①で述べたように、前提となる事業計画が新型コロナウイルス感染拡大以前に作成されたものであれば、感染拡大の影響を考慮した事業計画に修正する必要がある。多くの場合、業績への影響度合いを正確に見通すことが困難であることから、たとえば図表 3 のように複数のシナリオを設定し、各シナリオにおける業績への影響度合いを予測することが望ましい。特に残存価値の算出においては、事業計画の最終年度の FCF を基にすることから、最終事業年度の FCF が妥当性を欠く場合、評価対象会社の企業価値を過大もしくは過小に評価することになってしまう点に留意すべきである。

図表3 予測期間におけるシナリオ設定(例)



(出所) 当社作成

③ 加重平均資本コスト(WACC)への影響の精査

前述の通り、DCF法においては、各年度のFCFを一定の割引率を用いて現在価値に割り戻していくことが必要となる。一般に、その際の割引率には、加重平均資本コスト(WACC)が用いられる。紙幅の都合上、詳細な説明は割愛するが、WACCの算出式は以下の通りである。

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times r_d(1-T) + \frac{E}{D+E} \times r_E$$

D = 負債の時価 E = 株主資本の時価 r_d = 負債コスト(利子率) T = 実効税率 r_E = 株主資本コスト

$$r_E = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta$$

* R_f : リスクフリーレート

* $E(R_m)$: 株式市場全体の期待利回り

* $E(R_m) - R_f$: マーケットリスクプレミアム

* β : β 値(株式市場全体に対する感応度)

マーケットリスクプレミアムは、一般的に株式市場における長期的なリターンをもとに設定されるため、短期的な株式市場の変動を反映させることは合理的ではない。従って、当面は新型コロナウイルス感染拡大の影響を織り込む必要はないと思われる。

一方、新型コロナウイルス感染拡大の影響で株式市場が大きく変動した近時において重要なのは、 β (ベータ)である。 β とは、株式市場全体の動き(一般的に東証株価指数(TOPIX)が採用される)と比較して個別銘柄

柄株式がどの程度変動するかを表したものである。たとえば、 β が 1.5 の株式は、市場全体が 1% 上昇した時に、同株式の株価が 1.5% 上昇することを意味している。 β の採用に際して注意すべきは、どの期間のどの単位の β を選択するかである。

足元では、新型コロナウイルス感染拡大の影響を大きく受けている運輸サービス業界や外食・中食業界、消費者サービス業界(テーマパーク等)などでは、1年週次での β が高くなっている(図表 4)。一般に、株式市場が大きく変動すると、特定の業界においては、 β が大きく変化することがある。そのため、特に株式市場が大きく変動している時期には、 β の選択は慎重に行わなければならない。短期的な β が異常値であると思われる場合は、基本的には長めの期間の β を採用することが合理的であろう(図表 5)。

図表 4 新型コロナウイルス感染拡大の影響が大きい主要業界の直近 β の値

運輸サービス (航空運輸)

β	1年	2年	3年	4年	5年
週次 β (※)	1.115	0.988	0.931	0.953	0.896
月次 β (※)	-	-	0.759	0.811	0.770

外食・中食 (焼肉、中華麺、居酒屋・バー、喫茶・カフェ、カジュアルレストラン、高級レストラン等)

β	1年	2年	3年	4年	5年
週次 β (※)	1.098	0.973	0.919	0.819	0.757
月次 β (※)	-	-	0.843	0.750	0.640

消費者サービス (テーマパーク、アミューズメント施設、映画館・劇場運営、ホテル・旅館等)

β	1年	2年	3年	4年	5年
週次 β (※)	1.149	1.023	1.007	0.968	0.906
月次 β (※)	-	-	1.060	0.966	0.823

※2020年5月28日時点。各業界の東証1部上場企業の平均値。なお β についてはSPEEDAよりLever β の値を記載。

(出所)SPEEDAより当社作成

図表 5 東証株価指数(TOPIX)の推移と β の期間



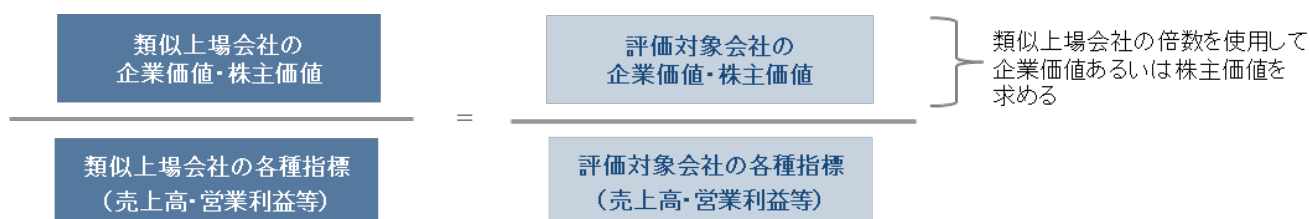
(出所)SPEEDAより当社作成

3. 類似会社比較法(マルチプル法)における影響

(1) マルチプル法の概要

マルチプル法は、評価対象会社が上場会社と類似した事業を営んでおり、財務状況が近似していれば、対象会社の株価水準は当該類似上場会社の株価水準とほぼ同水準になるという前提のもとに、企業価値あるいは株主価値を評価する方法である(図表 6)。株式市場と上場会社の財務データをもとにした評価方法であることから、採用する類似上場会社のデータについて、新型コロナウイルス感染拡大の影響度合いを精査することが必要である。

図表 6 マルチプル法のイメージ



(出所) 当社作成

図表 7 代表的な倍率と留意点

倍率指標	算定式	特徴	新型コロナウイルス感染症拡大の影響下で使用する場合の留意点
EV/売上高倍率	企業価値 ÷ 売上高	ベンチャー企業等、赤字だが成長性の高い企業や収益構造が極めて近似している業界に属する企業の評価に適している	休業要請等により、売上高が激減していないか。使用する類似上場会社の売上高予想にどの程度新型コロナウイルス感染症の影響が考慮されているか把握する必要あり。
EV/EBITDA倍率	企業価値 ÷ 利払前税引前償却前利益 (EBITDA)	減価償却費の計上方法による違いを排除できる。先行投資が重要な時期にある成長企業において重視される。	休業要請等により、営業赤字になっていないか。使用する類似上場会社の営業利益、設備投資計画にどの程度新型コロナウイルス感染症の影響が考慮されているか把握する必要あり。今期予想だけでなく、来期以降の予想についても新型コロナウイルス感染症の影響を精査する。
EV/EBIT倍率	企業価値 ÷ 利払前税引前利益 (EBIT)	減価償却費の計上方法による違いの影響を受ける。減価償却費が重要な要素となる製造業では重視される。	休業要請等により、営業赤字になっていないか。使用する類似上場会社の営業利益、設備投資計画にどの程度新型コロナウイルス感染症の影響が考慮されているか把握する必要あり。今期予想だけでなく、来期以降の予想についても新型コロナウイルス感染症の影響を精査する。
PER	株式時価総額 ÷ 当期利益	一般に株式市場の投資家が最も重視している指標であるが、当期利益には特別損益の影響を受けるため、倍率が歪められることが多い。	休業要請等により、当期赤字になっていないか。使用する類似上場会社の当期利益にどの程度新型コロナウイルス感染症の影響が考慮されているか把握する必要あり。今期予想だけでなく、来期以降の予想についても新型コロナウイルス感染症の影響を精査する。
修正PER	株式時価総額 ÷ 税引後経常利益	特別損益の影響を排除するため税引後経常利益を使用することで安定的な算定結果が得られる。	休業要請等により、経常赤字になっていないか。使用する類似上場会社の経常利益にどの程度新型コロナウイルス感染症の影響が考慮されているか把握する必要あり。今期予想だけでなく、来期以降の予想についても新型コロナウイルス感染症の影響を精査する。
PBR	株式時価総額 ÷ 簿価純資産	不景気となり企業業績が悪化している環境下において株式市場が着目することが多い。PBRが大きいほど市場が認識しているのれんが大きいといえる。	株価が純資産の何倍かというわかりやすい指標のため、個別企業の業績予想の財務数値に依存せず使用しやすい。ただし、類似上場企業によってはもともと1倍を切っている会社もあるため、個別銘柄企業の株価の流動性にも留意する。

(出所) 木俣貴光「企業買収の実務プロセス第2版」より留意点につき加筆して当社作成

(2) 新型コロナウイルス感染拡大の影響を考慮するポイント

① 類似上場会社の業績予想の精査

マルチプル法において、よく採用される倍率と新型コロナウイルス感染拡大の影響下で使用する場合の留意点を図表 7 にまとめた。留意点に関して各倍率とも共通して言えるのは、類似上場会社の財務数値にどこ

まで新型コロナウイルス感染拡大の影響が反映されているかを把握することである。たとえば、12月決算の会社の今期売上高・利益予想は感染拡大以前に作成されており、業績修正等の発表をしていない場合はそれらの数値を使うのは不適切である。また、新型コロナウイルス感染拡大の影響を勘案した業績予想であっても、どの時期まで影響が続いているかを把握することが重要である。

② 使用する倍率の精査

上記の代表的な倍率について、東証1部上場会社の過去1年と今期予想を図表8にまとめた。概ね、新型コロナウイルス感染拡大以前と比べ、各業界における各倍率は前年度よりも高い傾向にある。そのため、業績予想に新型コロナウイルス感染拡大の影響がどの程度織り込まれているかを精査する必要がある。

たとえば、トヨタ自動車は今期(2020年度)業績予想を大幅減益で発表したが、同社の企業価値(株式時価総額+有利子負債)は大きく減少したわけではない(図表9)。この場合、トヨタ自動車のEBITDA倍率やEBIT倍率は過去と比較すると極端に高い倍率になっており、これは明らかに異常値といえよう。このように、直近の類似上場会社の株価倍率を機械的に採用してしまうと、企業価値を過大に評価してしまう恐れがある点は留意したい。その場合は、過去の推移も参照し、株価倍率を補正する必要があるだろう。

図表8 主な業界の代表的な指標の平均値

主な業界/指標	EV/売上高倍率		EV/EBITDA倍率		EV/EBIT倍率		PER		PBR	
	2019年度	2020年度(予想)	2019年度	2020年度(予想)	2019年度	2020年度(予想)	2019年度	2020年度(予想)	2019年度	2020年度(予想)
建設、不動産	0.959	1.027	7.088	7.405	9.201	9.452	13.367	13.645	1.315	1.404
エネルギー、石炭・鉱石採掘、素材・素材加工品	0.895	0.960	6.621	7.534	11.733	14.036	16.086	18.667	1.093	1.172
機械・電気製品、輸送機械	0.996	1.059	7.399	8.278	12.210	14.089	18.895	21.761	1.344	1.409
食品	0.918	0.993	8.398	9.537	15.474	18.394	20.943	27.978	1.502	1.568
消費財	1.511	1.541	10.170	11.824	15.544	17.860	25.668	29.230	2.313	2.385
医薬・バイオ	1.653	1.746	10.488	11.740	18.954	18.609	23.835	29.466	1.918	2.079
中間流通	0.502	0.564	7.064	8.300	10.218	12.059	15.183	16.788	1.242	1.342
小売	0.691	0.764	7.306	8.479	11.434	13.982	19.345	21.028	1.833	2.003
外食・中食	1.062	0.986	8.168	7.940	15.700	15.348	28.307	26.167	2.219	2.171
運輸サービス	1.110	1.178	7.872	8.840	16.061	22.071	12.817	16.833	1.077	1.171
広告・情報通信サービス	1.758	1.958	9.659	12.055	12.783	15.687	25.732	31.694	3.243	3.773

※業界はSPEEDAの業界分類の大分類で抽出。集計した企業は東証1部上場の2019年度、2020年度(予想)が発表している企業。
 ※倍率がマイナスになっているもの、過去と比較して異常に高い企業については除外して、単純平均値を算出。

(出所)SPEEDA より当社作成

図表9 トヨタ自動車(株)のEV/EBITDA倍率、EV/EBIT倍率の推移

	2014年度通期	2015年度通期	2016年度通期	2017年度通期	2018年度通期	2019年度通期	2020年度予想
EV/EBITDA倍率(倍)	9.86	7.09	8.85	8.27	7.84	8.35	15.77
EV/EBIT倍率(倍)	14.91	11.13	15.99	14.24	13.54	13.83	66.41
企業価値(億円)	410,008	317,520	318,979	341,800	334,150	337,923	332,059
EBITDA(億円)	41,596	44,798	36,053	41,339	42,599	40,483	21,054
EBIT(営業利益)(億円)	27,506	28,540	19,944	23,999	24,675	24,429	5,000

(出所)SPEEDA より当社作成。市場データは2020年5月21日時点。

4. 修正簿価純資産法(時価純資産法)における影響

(1) 修正簿価純資産法(時価純資産法)の概要

修正簿価純資産法(時価純資産法)とは、評価時点における評価対象会社の有する資産の時価から負債の時価を控除して、株主価値を評価する方法である。評価対象会社が黒字基調で今後も着実に内部留保が増加すると予想される場合、買収価格の下限値の目安にはなりうるが、そもそも当該手法は将来の収益力(のれん)を反映していないという点に留意が必要である。これを補う方法として年倍法(利益の数年分をのれんとして加算する方法)など、一定ののれんを加算することもあるが、そうした算出においても新型コロナウイルス感染拡大の影響については精査が必要である。

(2) 新型コロナウイルス感染拡大の影響を考慮するポイント

① 資産・負債の時価評価の精査

評価対象会社の顧客が新型コロナウイルス感染拡大の影響を大きく受けている場合、営業債権(受取手形や売掛金)の回収可能性について、債権ごとに個別に精査することが重要である。また、販売量低下に伴う棚卸資産の価値の低下にも注意が必要である。

不動産価格についても、新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けて、足元では大きく下落している可能性があることから、時価の反映にタイムラグのある路線価や公示価格などではなく、評価日時点での不動産鑑定を取得することが望ましい。なお、当然のことながら、上場会社の株式など市場性のある金融資産は時価評価が必要である。

② のれんの適正な評価(純資産への加減算)

のれんは、将来収益力を表すものであり、理論的にはDCF法で評価した株主価値から純資産額を控除した金額である。そのため、「2.DCF法における影響」で述べたように、新型コロナウイルス感染拡大の影響を将来収益力に反映することで、結果的に適正なのれんを評価することになる。

なお、新型コロナウイルス感染拡大の影響により事業計画が悪化している場合等、DCF法で評価した株主価値が純資産額より小さくなることも想定され、その場合、負ののれんとなる。

5. 総括

以上、新型コロナウイルス感染拡大による影響につき、企業価値評価における精査のポイントについて解説してきた。改めて、図表10に新型コロナウイルス感染拡大下における企業価値評価における留意点をまとめるので、ご参考いただきたい。

図表 10 新型コロナウイルス感染拡大下における企業価値評価における留意点

評価手法	新型コロナウイルス感染拡大下で留意するポイント
DCF法	①事業計画の精査 事業計画は新型コロナウイルス感染拡大の影響が織り込まれているか。事業活動の流れ(バリューチェーン)を把握し、利益の構成要素を明らかにして、影響を検証する。 ②残存価値の精査 事業計画ではシナリオ設定がなされているか。特にワーストケースなど複数のシナリオを設定し、残存価値の下限値を把握する。 ③WACCに使用するデータ 特に β においてはどのデータを使うか検討が必要。
マルチプル法	①類似上場会社の業績予想の精査 業績予想がいつ時点に作成されたものであるか、新型コロナウイルス感染拡大の影響はどの時期まで織り込まれているか精査する。また、今期予想だけでなく、来期予想以降についても新型コロナウイルス感染拡大の影響が織り込まれているか精査する。 ②使用する倍率 直近の倍率は新型コロナウイルス感染拡大以前よりも高い傾向にあるため、使用する倍率の適切性や過去の倍率の推移を参照し、倍率の補正をかける等の検討が必要。
時価純資産法	①資産・負債の時価評価の精査 営業債権の回収可能性や棚卸資産の目減りが無いかを確認する。また、不動産や上場会社株式等を保有している場合は時価評価する際はタイムラグなどに留意する。 ②のれん のれんを考慮する場合はDCF法での留意点と同様、事業計画の精査が必要。

(出所) 当社作成

— ご利用に際して —

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。