



バリュエーション講座  
ケース「晴海汽船株式会社」  
第12回

## 第12回目講義のトピック

- 割引率の推定 – 負債資本の期待収益率
- 割引率の推定 – 負債・株主資本の割合

## WACC (復習)

$$\text{WACC} = \frac{D}{D + E} K_d \times (1 - T) + \frac{E}{D + E} K_e$$

$D$ と $E$  ... 資本構成から把握可能

$K_d$  ... 借入利率から把握可能

$K_e$  ... 推定が必要

$T$  ... 将来の想定実効税率

## CAPM の概要 (復習)

$$R_i = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

- $R_i$  ... 株式 (資産) の期待収益率
- $R_f$  ... リスクフリーレート
- $\beta_i$  ... ベータ (リスク係数)
- $R_m$  ... マーケットの期待収益率

## 負債資本の期待収益率 $K_d$ (1)

$$\text{WACC} = \frac{D}{D + E} K_d \times (1 - T) + \frac{E}{D + E} K_e$$

負債資本の期待収益率  $K_d$

⇒ 対象会社に現在いくらの金利で貸すか？

過去の借入金利が参考になる

(現在状況が変わっている場合は調整が必要)

## 負債資本の期待収益率 $K_d$ (2)

過去の借入金利を把握するには？

1. 借入契約書・明細書を参照する
2. 支払利息 ÷ 有利子負債残高  
(残高は期初または平均)

**本件においては開示資料から 2.5% を採用**

## ケース「晴海汽船株式会社」⑬ (再掲)

### BS補足情報 – 有利子負債

- 2022年1月時点では、下記2つの融資契約が残存している
  1. 2013年4月1日借入実行  
750百万円、利率2.5%、20年元利均等返済
  2. 2018年4月1日借入実行  
400百万円、利率2.5%、20年元利均等返済

# 実効税率 $T$

## 将来想定される実効税率を使用

1. 過去の実効税率を参考  
(税務申告書等から)
2. 将来の実効税率を推測
3. 法人税等  $\div$  税前利益  
(納付額  $\div$  課税所得)

本件においてはヒアリングから 30.62% を採用

## ケース「晴海汽船株式会社」⑨ (再掲)

### 将来計画 – 本社計画

- 役員報酬については海運業損益を基準とした成功報酬となっており、前年の海運業損益の10%程度水準を毎年支払う
- 従業員給与および一般管理費については過去の平均的な水準となる見込み
- 実効税率については長期にわたり 30.62% が適用される見通し
- 将来において大きな繰延税金資産・負債の発生や取崩は予定していない

# 負債・資本の割合 (1)

いつの時点の負債・資本の割合を使えば良い？

理論的には、対象会社における将来の長期な負債・資本割合を適用するのが望ましい

⇒ 推測が困難なため、実務的には以下の2つ

1. 評価基準時点の負債・資本割合
2. 類似企業の (直近) 平均

## 負債・資本の割合 (2)

1 か 2 の判断基準は？

直近の負債・資本割合が将来的に維持されると  
推定できれば直近の割合が良い

(過去実績にて大きな変動がない or  
負債の借換を定期的に行っている等)

⇒ 事業計画において大きな変化が見込まれる場合は  
類似企業の (直近) 平均を利用することもある

## 負債・資本の割合 (3)

本件においてはどちらの考え方を採用？

船舶の購入と連動する形で借入を実行しており  
船舶への設備投資サイクルに大きく影響

**⇒ 本件においては類似企業の平均を採用**

## 割引率に係る採用値まとめ

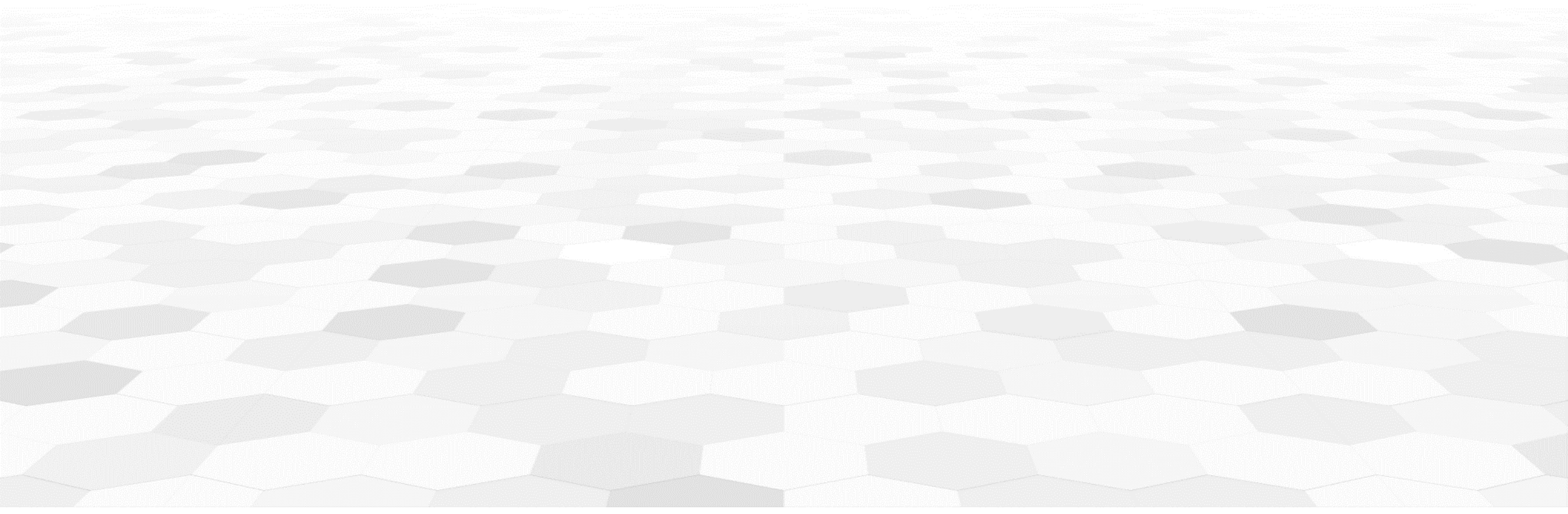
$$\text{WACC} = \frac{D}{D + E} K_d \times (1 - T) + \frac{E}{D + E} K_e$$

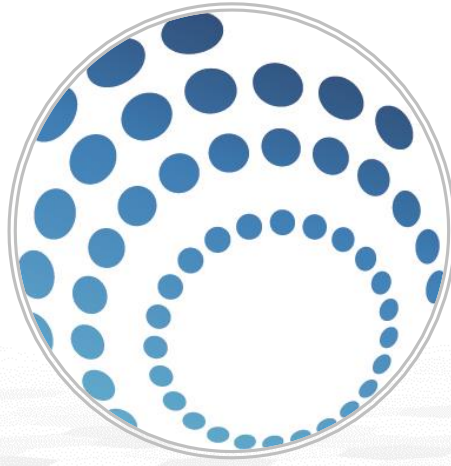
- $K_d = 2.5\%$
- $T = 30.62\%$
- $D\%$  and  $E\%$  ... 類似企業平均 (未計算)

## 講義まとめ

- 負債の期待収益率については、借入明細書や支払利息の実績から過去の借入利率を参考に決定する。ただし評価基準時点で状況が変わっている場合は注意が必要
- 実効税率については将来の想定税率を使用。税率に変更が想定されない場合は直近の値を適用
- 負債・資本の割合について、理論的には長期間にわたる平準化された値を適用する。実務的には評価基準時点における直近値もしくは類似企業（業界）平均を適用

# 質疑応答 - Q&A





バリュエーション講座  
ケース「晴海汽船株式会社」  
第12回

終了