

決算書を味方に付ける

2014年7月29日(火)



宇賀村 彰彦 (62期)

●Akihiko Ugamura
当会会員〈略歴〉
2002年4月 公認会計士登録
2009年9月 弁護士登録

CONTENTS

VII 弁護士業務と財務分析

- ① 安全性分析
- ② 収益性分析
- ③ 趨勢分析

VIII 決算書を概観する際のポイント

- ① B/Sを概観する
- ② P/Lを概観する
- ③ その他の情報

IX 事例検討

X 会計不正の主な手段

XI 投資の経済性計算

XII 企業価値評価

- ① 評価目的の明確化
- ② 評価者の属性
- ③ 評価方法の適切性
- ④ 評価結果を導くプロセスの妥当性

XIII 株価算定書を見るポイント

- ① 鑑定人の適格性
- ② 評価方法の選択
- ③ 評価結果の総括

〈前号掲載〉

- I はじめに
- II B/SとP/Lの記載事項の概要
 - ① B/S
 - ② P/L
- III 純資産の部
- IV 決算書のつながり
- V 決算書の作成過程
- VI 仕訳の基礎
 - ① 仕訳の考え方
 - ② 具其他的仕訳の形

VII 弁護士業務と財務分析

冒頭に申し上げたように、我々は経営のコンサルタントではありませんので、分析すること自体が仕事ではありません。会社がどうい状態か、経営者がどういう悩みを持っているのかというのが共感できるレベルにあればいいのではないかと思います。例えば、経営者が相談にいらして資料もあまりそろってないときに、短時間でばっと会社の概要をつかむのに有用な指標というのは何か、私だったらこういうところを見ているかなというところを以下ピックアップします。

1 安全性分析

基本的に弁護士業務をやりながら会社の状況を見るというときには、この会社が健全なのか、大丈夫なのかという観点で見たいというニーズがあることが多いと思います。

(1) 流動比率

【流動比率(%) = 流動資産 / 流動負債】

安全性分析にもいくつか指標がありますが、まず一番基本的なのは、当面の資金状況に余裕があるかという点で、「流動比率」があります。

その前に、流動とは何かというお話を少しさせていただきます。B/Sの資産の部は、大きく流動資産と固定資産とに分かれています。ここでいう流動というのは、基本的には1年以内にキャッシュになるものという考え方で結構です。負債の部にも流動負債と固定負債とがありますが、ここでいう流動、固定も、1年以内にキャッシュが出ていくのか1年後以降か

という区分になります。

流動比率に戻っていただいて、単純に流動資産を流動負債で割ります。これで何が分かるかということ、要は1年以内にキャッシュになるものと、1年以内にキャッシュが出ていくものを比べて、どっちが多いかということです。一般的には200%が理想といわれています。120%とか150%ぐらいあればいいんじゃないかとかいうところですが、私が重視するのは、最終的に100%を切っていないかということです。100%を切っているということは、1年間で通して見たときに、キャッシュになるものよりもキャッシュが出ていく方が多いということです。こういう場合には、「流動負債が大きい資金のめどは付いているのか」というところを質問しなければいけません。

なお、これは、現金商売の場合はあまり関係ありません。現金で売り上げる場合、売り上げれば売り上げるほどキャッシュが増えるので、基本的には詰まることはない。

(2) 当座比率

【当座比率(%) =

当座資産(現金預金 + 売上債権) / 流動負債

流動資産の中には結構いろいろなものが入っていますし、会社によってはその他流動資産なんていって、何だか分からないようなものも計上されていたりします。こういうものがそもそも1年以内にキャッシュになるという前提で分析してもいいのかという疑問も出てくることです。これをもう少し厳格に検討しようとしたのが「当座比率」というものです。当座比率というのは、先ほどの流動比率の式でいうと、流動資産に換えて、その中からさらに換金能力の高そうなものだけを厳選したものです。現金預金は当然キャッシュですので足します。売上債権というのは受取手形と売掛金です。ここで大事なのは、在庫が当座資産から除外されているということです。売れるか売れないか分からないでしょうという前提です。

これが何パーセントあればいいのかというところですが、流動比率よりは当然低くなるのですけれども、これが100%を切ったからアウトかということもありません。

参考になるのが『中小企業白書』という毎年出ている白書で、そこに、業種ごとにある程度の経営分析比率の平均が載っています。そういうものと比較してもいいかと思います。ちなみに、直近の『中小企業白書』の当座比率ですと、全業種の中小企業の平均で110%ぐらいということのようです。

(3) 売上債権回転期間

【売上債権回転期間 = 売上債権 / 月平均売上高】

売上債権の残高が適正水準にあるかは「売上債権の回転期間」で見ます。売上げの何か月分が売り掛けで残っているのかということです。

例えば、支払サイトが月末締め翌月末払いということであれば、あっても2か月なわけですね。そうすると、この式を見て、例えば3か月とか4か月というような数字だと、何で平均のサイトは2か月なのに3か月分も4か月分も売掛金があるんですかという話になります。そうすると、可能性としては売上債権の中にずっと滞っていて回収できないもののがかなり多額に残っていると、直近で売上げを粉飾しているところを疑える。架空に売上げを計上していれば、どんと回転期間が上がります。そういうところで、売上債権が適正水準にあるかというのは、私は結構見えています。

(4) 自己資本比率・債務償還年数

【自己資本比率(%) = 純資産 / 総資産】

資金調達が有利子負債に過度に依存していないかという点も非常に大事で、よくいわれる「自己資本比率」で見ることもあります。ただこれもまた何パーセントがいいというのはなかなか難しく、自己資本比率は高い方がいいという考えもありますが、一方で経営財務論のような理屈でいうと、最適資本構成という話があって、ある会社にとって負債と資本のバランスが最適1点というのが計算上出るという理論があります。

そういうことも考えると、自己資本比率というのが何パーセントがいいかというのは正直よく分からないものです。それに、中小企業を前提にすると、自己資本比率というのはなかなか動かせない。経営者が入れられるお金には限りがあるし、外から投資を受けるということはほ

ぼ考えられませんので、他人資本に頼らざるを得ない。そうすると、ここはあまりコントロールできるところではないので、自己資本比率はざっと見て一応把握はしますが、それよりも大事だと思うのは、債務償還年数です。

【債務償還年数 = 短期・長期借入金 + 社債 / 経常利益 × (1 - 法定実効税率) + 減価償却費】

これは利益、債務を返せる原資で、今計上されている借入金債務を何年で完済できるだろうということです。「法定実効税率」というのは、所得に掛かる税金、法人税、住民税、事業税のトータルの税率で、だいたい40%ぐらいです。そうすると経常利益がいくらあっても税金で40%持っていかれるので、60%しか手残りしないと。「+ 減価償却費」という部分は、減価償却費は費用として経常利益の段階で考慮されていますけれども、これはキャッシュアウトはしていませんので、この分は持ち戻します。ここで計算された、いわゆるフリーキャッシュフロー的な概念で借入金を何年で返せるかという話です。あまり長いときついし、短いといいなというところで、銀行はすごく重視している指標のようです。

一般的には10年ぐらいまでだったらよいのではないかといわれているようで、先ほどの『中小企業白書』でも、中小企業の平均がだいたい10年ぐらいのようです。ただ、設備型というか、最初にどかんと借り入れて建物を建てるような、そういう業種ですと、借り入れも大きいので当然長くなります。ただ破産か再生かということで相談に来られる会社で、10年ということはたぶんなく、もうちょっと長いのかなと思います。

ここでは経常利益をベースにしていますが、銀行によっては営業利益だったり、当期純利益を使ったりということもあるようです。ここは銀行によって若干の違いがあると聞いています。

(5) インタレスト・カバレッジ・レシオ

【インタレスト・カバレッジ・レシオ(倍) = 営業利益 + 受取利息 + 受取配当金 / 支払利息・割引料】

借入利息の負担が過重ではないかという指

標です。事業の利益で利息、利払いが賄えているかというところを見ます。これは何倍という指標で、『白書』ではこの指標は公表されていませんが、一般的には上場企業で4~5倍ぐらいだといわれているので、中小企業だとそれよりも低くなってもしょうがないのかなというところなんです。ただ、1倍を下回るということになると、事業の収益で利息も払いきれないということになりますので、それはまずいと考えると、2倍から3倍くらい欲しいところかなと思います。これは、高ければ高いほどいいのだと思います。

(6) 固定長期適合率

【固定長期適合率(%) =

固定資産 / 固定負債 + 自己資本】

固定資産が長期の資金で賄われているかを見る指標です。固定資産というのは長く使うものですので、基本的には短期の借入金で固定資産を買うというのはちょっとチャレンジングです。できれば固定負債と自己資本、返済の必要のないもので賄えていけばよからうということです。

実際は日本の中小企業の場合、自己資本比率はすごく低いですし、この固定長期適合率はそんなに高くありません。100%以上が理想ですけれども、『中小企業白書』の平均を見ると58.1%ということになっています。おそらく中小企業と上場企業とでは、かなりがくっと違う指標になると思います。

2 収益性分析

(1) ROA (Return On Assets)

【当期純利益 / 総資産 =

当期純利益 / 売上高 × 売上高 / 総資産】

資産と利益の割合を比べるものです。計算式を、当期利益率(当期純利益/売上高)と、総資産の回転率(売上高/総資産)に分解すると、ROAの数値が悪かった場合に、利益率そのものが低いのか、それとも売上高に比して総資産が過大なのかということが分かります。ここでは当期純利益を取り上げていますが、営業利益を使ったり、経常利益を使った

りというバリエーションがあります。

『中小企業白書』と比べる場合、『白書』は営業利益を用いていますので、営業利益をベースにしなければいけません。『白書』によると、中小企業の全業種の平均は1.8%ということですが、業種で細かく見ると全然違います。

(2) 原価率

【原価率 = 売上原価 / 売上高】

粗利がいいとか悪いとかいう話は社長と通じやすいので、よく話に使います。うちは何十パーセントですと言われても、同業他社と比較しないと、いいのか悪いのかというのはあまりよく分からないものです。社長がご存じの場合もあれば、同業の上場会社のものを比較してみるというのもあります。

(3) 損益分岐点分析

【損益分岐点売上高 = 固定費 / (1 - 変動費率)】

【目標利益を達成する売上高 =

(固定費 + 目標利益額) / (1 - 変動費率)】

弁護士業務にはもしかしてあまり直接の関連はないのかなと思いますが、再生計画などを作る際に、いくら売上げがあったらとんとんになるのか、といったシミュレーションをするときには役に立つかなと思います。

損益分岐点分析をするときに一番面倒なのが、費用を固定費と変動費に分けなければいけないことです。固定費、変動費という概念は会計システム上は入っていませんので、自分で分けなければいけません。これを固定分解と言ったりするのですけれども、1つ1つ、これは固定費なのか変動費なのかと見るのは実際不可能ですので、売上原価だけ変動費という扱いで見るとということがよくあります。あるいは、販売費および一般管理費の中で、例えば荷造り運賃とか販売手数料といった、売上高との関係が一目瞭然のような費目だけを変動費とするという形で、簡易に使うことの方が圧倒的に多いと思います。

3 趨勢分析

(1) 時系列分析

今までのような分析を数期間並べて見てみ

ようという話です。例えば3期分並べてみて、売上高がどういうふうになっているのか減っているのかとか、要はトレンドを把握するということです。

矛盾みたいなものが見えてくるときもあります。例えば売上げは伸びているけれども、利益が減っているとか、従業員の数が減っているのに人件費が増えているとか、そういうところを見て、疑問だと思った点を社長とディスカッションすることで、会社の問題点が出てきます。先ほど申し上げたように、監査などではこの時系列で当たりを付けるということが最初にやることだと教わりますし、データさえ手に入れば簡単にできますので、非常に効果が大きいです。

(2) 各種指標との整合性の分析

例えば会社の決算書を見て、P/Lでは支払利息、B/Sでは借入金がそれぞれ計上されていますので、それを割り算すると計算上の利率が出てきます。その計算上の利率と、市中金利とか契約書の利率とが整合性が取れているかどうかチェックする。この辺は決算書が正しいのか正しくないのかという形の分析っぽくなって、弁護士業務というところから離れてしまうかもしれませんが、一応そういう分析の方法もあります。

VIII 決算書を概観する際のポイント

1 B/Sを概観する

B/Sでは、規模感というのが非常に大事で、総資産が10億円しかない会社なのか、100億円ある会社なのかというところで、何か起きたときの打たれ強さとか弱さという、そういうニュアンスが分かります。

債務超過でないかは当然見ます。利益剰余金が潤沢にあるかどうかは、例えば、分配可能額などを計算するときには当然見ます。自己資本比率も見て分かるので一応見ます。あとはキャッシュをいっぱい持っているかどうかという点、これは破産になるかならないか

というところで、非常に大事ですので、これも見ます。それと流動資産と流動負債のバランスを見ます。

売掛金、受取手形は焦げ付きやすいところですし、債権管理がきちんとできていない会社ですと、相手先不明でたまってしまう残高がたくさんあったりする場合があります。これが先ほどの月平均売上高との比較で多額だな、ちょっとバランスが悪いなどという場合は、中を見ると何か問題が出てきます。相手先がどこだか分からないとか、いつ発生したのか分からないなんていうことがあるのかとお思いかもしれませんが、債権管理をきちんとしてないと、すぐそういうふうになってしまいます。そういうのは結局B/Sから落とさざるを得ず、そうすると、損が出るわけですが、そういうものを全部整理していったら実態は債務超過だったということも結構あります。ですので、売掛金とか、在庫もそうなんですけれども、そういうものがあまりに金額が大きくないかというのを見ます。

あとは不動産を保有しているか、借入金は大きくないかとか、ざっと見て飛び抜けて大きい金額の勘定科目があったら、これって何ですかと聞いてみます。

2 P/Lを概観する

P/Lを見るときは、予備知識として、業種とか業態とか、売上げがどういうものかということを知っておく必要があります。取引先の属性というのは、法人相手なのか個人相手なのか、法人相手だとして大手が多いのか、それとも小さいところが多いのかというあたり。それから売上高や当期純利益の金額のボリューム感。最終利益が黒字なのか赤字なのかというところもあります。そのほか、数期分の売上高・利益の趨勢がどうなっているのか、原価率・販管費率の状況、特別損益の内容や金額、販管費の中で金額の多い勘定科目、支払利息の負担の重さなどを見ます。

あとP/Lの中では、役員報酬の金額を気にします。ちょっと取り過ぎなんじゃないですか

とか、役員報酬を減らせばもう少し利益が出るんじゃないかという話は、変更させやすいので、ここは結構見ます。

3 その他の情報

会計監査を受けた決算書なのか、そうでない決算書なのかというのは、そもそも信頼がどこまでできるかというものに大きく違いが出てきます。また、決算書には出てきませんが、会社と役員との間の取引がどれだけあるのかということは、聞かなければ分かりません。それから数期比較において異常な変動がないか。あとは繰越欠損金の有無、繰越欠損金があれば利益が出てても税金を払わなくてもいいわけですので、こういうのを持っていませんかということを聞きます。これも決算書では出てこなくて、申告書の別表を見ないと分かりませんので、あるのであれば有効利用できる形を考えます。

IX 事例検討

以上の概要を踏まえて、我が社の行く道はどうなりますかというような趣旨のご相談があったとします。

B/S、P/Lでマークしてあるところが、ぱっと見たときに気になった点です（**図表6** **図表7**）。借入金の金額は大きいなどというだけですけれども、売掛金が何か目立つなというところと、原材料と仕掛品、製品、この3つが要するに在庫ですが、3つの金額を合計すると結構な金額になりそうだと。あと長期貸付金というのが4800万円ありますけれども、誰に貸しているんだろうというのが気になる所です。

大きい目で見ると、総資産は19億円で、そんなに大きくはない。純資産の部がプラスなので債務超過ではないけれども、純資産の金額も5000万円を切っていて、電卓をたたくまでもなく、自己資本比率は低そうだというのが分かります。そうすると、財務デューデリなんかが入ったら、あれは資産性がない、こ

れも資産性がないということで、どんどん削られていきますので、厳しく見たら実質債務超過だったということになるんだろうなというイメージを持ちます。

先ほどご紹介した指標で見ると、流動比率は249%、当座比率は145%で、特にこれは問題ないですよ。ただ、売上債権回転期間は4.1か月で、ちょっと多いかなと（**図表8**）。そこで、売掛金が大きいかも売上げの調整はしていますかと聞いてみると、実は、ちょっとやっていると。どうやら毎年、翌期の売上げを先に取り込むということをやっていると。1回どこかでやってしまうと、毎年やらないと売上げがどんどん下がってしまうので、毎年やらざるを得ない。在庫はと聞くと、架空の在庫を計上すると売上原価は低くなるということで、在庫も調整しています。ただP/Lを見ると、売上高が21億円で、粗利が2億8000万円ですよ。

すると原価率が86.7%で、二十何億円売り上げても3億円も粗利が発生しないんですね。この原価率が妥当なのかどうかはこれだけでは分からなくて、標準的な原価率、他社はどうかなどを確認していかないと分からないんですけども、在庫を調整しているという話ですので、実際は86.7%よりも悪いだろうと。そうすると当期利益は48万円しかないわけですので、在庫の調整をしなかったとしたら、最終利益が赤字なのはもう確定で、経常利益も赤字になるだろうと。営業利益ももしかしたら赤字かもしれない。粗利もかなりへこみ、この段階から赤字になるかもしれない。そういうことになると、結局は構造的に採算が取れないようなことになってしまっているんじゃないか、もしそうだとしたら再生というのはなかなか難しいのかなと、理屈でいえばそういう話になっていかざるを得ない。

図表6 事例検討 貸借対照表

平成●年3月31日現在 単位：千円			
資産の部		負債の部	
科目	金額	科目	金額
【流動資産】	[1,302,608]	【流動負債】	[522,998]
現金及び預金	29,346	支払手形	6,887
受取手形	40,658	買掛金	252,128
売掛金	686,064	短期借入金	165,789
製品	86,498	未払金	88,895
原材料	241,923	リース債務	9,299
仕掛品	209,596	【固定負債】	[1,329,949]
仮払金	15,523	長期借入金	1,275,475
貸倒引当金	-7,000	長期未払金	28,025
【固定資産】	[599,839]	リース債務	26,449
建物	132,372	負債の部合計	1,852,947
建物付属設備	12,390	純資産の部	
機械装置	29,986	【株主資本】	[49,500]
車両	12,888	(資本金)	(20,000)
工具器具備品	3,792	資本金	20,000
土地	285,333	(利益剰余金)	(29,500)
リース資産	32,919	利益準備金	2,500
投資有価証券	40,423	繰越利益剰余金	27,000
長期貸付金	48,346	純資産の部合計	49,500
敷金	1,390	負債及び純資産の部合計	1,902,447
資産の部合計	1,902,447		

図表7 事例検討 損益計算書

自平成●年4月1日 至平成●年3月1日		
科目	金額 (千円)	
【純売上高】		
製品売上高	2,150,753	
売上値引戻り高	-587	2,150,166
【売上原価】		
期首製品棚卸高	87,699	
当期製品製造原価	1,862,883	
合計	(1,950,582)	
期末製品棚卸高	86,498	1,864,084
売上総利益		(286,082)
【販売費及び一般管理費】		247,022
営業利益		(39,060)
【営業外収益】		
受取利息	395	
雑収入	9,116	9,512
【営業外費用】		
支払利息	41,937	
手形譲渡損	4,138	46,075
経常利益		(2,497)
【特別損失】		
固定資産売却損		235
税引前当期純利益		(2,262)
法人税、住民税及び事業税		1,778
当期純利益		(484)

図表8 事例検討 参考指標

流動比率	249%
当座比率	145%
売上債権回転期間	4.1か月
自己資本比率	2.6%
債務償還年数	39年
ICR	0.9倍
固定長期適合率	43.5%
ROA	0.0%
原価率	86.7%

会社もたくさんありますけれども、弁護士に相談に来られる会社はいろいろ苦しんでらっしゃる会社も多いということで、決算書をそのまま信用することは少し危険なケースも多いんじゃないかと思います。実際、会計基準の難しいところを突いた粉飾というのはほとんどなくて、手口自体は昔からあるものが歴史的にずっと繰り返されている。それは上場企業も中小企業もあまり変わらないというのが私の実感です。

それと、債務償還年数が39年ということで、『中小企業白書』の平均10年と比べると相当悪い。インタレスト・カバレッジ・レシオも0.9倍ということで、先ほど申し上げた1倍を切っているという状況です。粉飾していても1倍を切っているということなので、実態でいうとたぶんもっと悪い。

この会社は債務超過でもないし、利益が一応出ているという決算書で、ぱっと見だとそんなに追い込まれている感じではないかもしれないですけども、実態を聞いていくとどんどん悪くなっていくというケースでした。

X 会計不正の主な手段

今話に出ましたが、中小企業はやはりかなり粉飾率が高いというか、まじめにやっている

1 現金預金に関する会計不正

まず単純に横領というのがあります。横領といってもお金を抜いただけだとすぐにばれてしまうので、実査されるようなタイミングではお金を元に戻したりということをして発覚しないように工作しています。

定期預金証書の盗用。定期預金証書に質権を設定するとお金が借りられるわけですが、実査の時に現金だけ数えるのではなくて、預金証書がちゃんと残っているかどうかと一緒に確認しないと、いつの間にか証書を利用されて、どこかの銀行で金を借りられていたり、知り合いに担保と言って渡してお金を借りられていたり。そうすると裏金が作れてしまうわけです。

預金の水増し。これも昔からあります。当座で小切手を切って別の銀行に持ち込むと、持ち込んだ時点でその銀行は預金が入ったということで記帳をしてくれるのですが、振り

出し元の銀行の方では小切手が交換所に渡ってから引き落としの処理がされるので、そこでタイミングのずれが1日、2日生じます。そうすると、3月31日の決算日に小切手を振り出してほかの銀行に持っていくということをして、3月31日の残高証明を取ると、A銀行は預金が減っていない状態で残高証明が出てきて、B銀行は預け入れた処理が終わった残高で出てくる。1億円の小切手を振り出せば、こっちは1億円が残ったまま、こっちは1億円が入ったということで、預金が2倍になるということが起きます。それをやることだけが目的ではなくて、その前に1億円、どこかに抜いているんですね。その帳尻を合わせるために小切手を決算日に切って水増しする。これはあまりにも典型ということで最近はありませんけれども、過去にはそういうのがありました。

❷ 販売取引に関する会計不正

現預金を抜くというのは、従業員レベルの不正ということが多くですけれども、売上げを先に計上してしまおうとか、循環取引で売上げをどんどん立てちゃおうというのは、会社の経営陣と一緒にやっているケースがあります。経営陣が主体となってやっている不正というのは金額がすごく大きくなるし、破綻したときの影響も大きく、質的に悪質なケースがあります。

早期計上というのは、来期の売上げを先に取ってしまうという話。循環取引というのは、A社からB社へ、さらにC社へと次々に商品を書類上だけで売買し、最後はまたA社へ戻るといった取引。循環取引は今でもよくあって、ニュースでもいっぱい出ています。例えばメディアリンクスは、売上高が21億円しかないのに循環取引で165億円と開示したり、FOIは、売上げ118億円と開示したけれども調べてみたら実際は3億円しかなく、公表していた売上げの97%が循環取引で架空だった。上場直後に強制調査が入った事例ですが、この架空の売上げを計上して上場審査を突破したということで、相当悪質だということです。循環取引は、ばれないように書類は完璧で、お金の移動もちゃんとなされているというパターンが

多いのでなかなか見破るのが難しいのですけれども、発覚すると事件になります。

債権回収のラッピングというのは、売掛金を担当者が回収に回っているような場合に、ある先で預かったものを着服して、次のところから回収したもので埋めていって、どんどん自転車操業的に回していく。これも一度やると、ずっと繰り返さないといけないというたぐいの不正です。そもそも担当者が行って回収してこなきゃいけないというのも何とか工夫できないのかということもありますが、会計帳簿を付ける人と実際に回って回収する人を分離すれば防げるし、やっても発覚するのですけれども、例えば地方の小さな支店とか、海外の小さな事務所といったところだと、内部統制のために人を雇うというのが難しかったりして、そういうリスクが出てきます。

❸ 在庫、売上原価に関する不正

架空の在庫を計上してしまうというのもありますし、キックバック等の不正受領というものもあります。これは、その会社の購買担当者はどこから物を買うかを定める権限を持っていて、その仕入れ先は担当者個人にキックバックを出す。仕入れ先と購買担当者が共謀すると、高い値段で発注させて、高いお金を払わせて、後でいくらかバックしてもらうということができてしまうということです。これを見抜くのはなかなか難しいので、例えば大きい会社だと必ず相見積もりを取らせるとか、購買担当者は何年間に一遍はローテーションさせるとかという対策を採っていることが多いです。

原価の在庫への付け替えということでは、実際に私が監査していたときにあった事例ですが、工事をやっている会社ですと、工事ごとに原価計算して人件費とか材料費とかをそのプロジェクトごとに集計していきます。そのプロジェクトが終わった時に今まで集計した原価を売上原価ということで立てるのですけれども、このままだとこのプロジェクトは赤字になりそうだというになると、ほかのプロジェクト、あるいは架空のプロジェクトを作って、例えば人件費をそこにどんどん

付け替えていく。そうすると売上げが上がったときに赤字にならないで済むと。じゃあ、付け替えた原価をどうするんだという、架空の場合、売上げが上がるタイミングがないのでずっと滞留します。滞留するとばれるんですね。何年もずっとそのままだと、何でこの工事はいつまでたっても完了しないのということになるので、今度これをまた売上げに立てたらまた別にプロジェクトを架空に作ってと、どんどんスライドしていく。結局、工事なので本当に工事があるかどうかは現場に行ってみれば分かるんですけども、ただ実際、全国にたくさん工事がある中で、怪しいということとその現場に飛ぶというのはなかなか難しい話でもあります。あとは疑いの強さとの兼ね合いでということになります。

4 固定資産に関する会計不正

固定資産にも同じように横領という話があります。

5 架空ないし不適切な経費の計上

架空経費は論外なのですけれども、関係者に対する不当な資金流出ということで、例えば社長が持っている個人会社に業務委託料ということで毎月結構お金が流れているとか、そういうことが不当か妥当かは別として、そういう取引自体はよくあることです。ですから、そういう業務委託費などは、これは何ですか、どういう業務を実際にやってもらっているんですか、実態はあるんですかということを見ていかなければいけません。

6 簿外債務

借入金が簿外になっていることもありますし、隠れた保証債務というのがあります。保証債務自体はB/Sには載らないんですけども、そういうのがあった場合は潜在的なリスクが会社にあります。

7 連結外し

8 恣意的な見積りに基づく会計処理

見積りに基づくという部分は、会計基準の難しいところでもあるのですけれども、経営者が見積もりをして、それに沿って会計処理が180度変わるということが結構あります。引当金というのはそうですし、減損処理する

のかしないのかということも将来回復するのかしないのかという経営者の見積もりによりますので、そこはなかなか第三者が検証することは厳密には難しかったりします。

XI 投資の経済性計算

次は、意思決定会計的な話です。まず投資の経済性計算というのは、投資に見合うリターンが得られるかどうかを計算しましょうということです。こういう意思決定をするときは、利益がいくら計上できるかというよりは、キャッシュをいくら得られるかという指標で見るの方が普通です。

キャッシュフローは、P/Lから導き出します。営業利益から法定実効税率を引いて手残りのキャッシュを導いてから、キャッシュアウトしてない費用を持ち戻して、投資に必要な支出をマイナスして、運転資本の増減額を足し引きします。運転資本増減額というのは、営業活動に特化するお金ということで、在庫とか売上債権とか仕入れ債務を足し引きします。

【フリー・キャッシュ・フロー＝

営業利益×(1－法定実効税率)＋減価償却費
－投資支出±運転資本増減額】

【運転資本増減額＝

売上債権・棚卸資産の増減額－
仕入債務の増減額】

このキャッシュフローが現在価値でいくら得られるかというのを見ます。これは数字を使った方が分かりやすいと思いますので、以下事例で説明します。

- ・新規設備購入 100億円
- ・設備購入によるフリーキャッシュフロー増加額 毎期25億円
- ・設備の耐用年数は5年
- ・5年後の撤去費用は5億円と仮定
- ・割引率は5%と仮定

25億円のキャッシュフローで5年だと125億円ですけれども、新規設備購入費用の100億円と125億円を比べるとという話ではありません。

何と比べるかという、毎期25億円は発生時点が違いますので、これを統一の時点に引き戻す必要があります。それが現在価値という話で、時点が違うキャッシュフローの貨幣価値を比較するためにこういう考え方を用います。簡単に申し上げると、今、手元に100万円があり、銀行に預けると利息が5%付く場合、1年後は105万円になって返ってきます。そうすると1年後の105万円と今の100万円が同じ価値という考え方です。1年後の105万円の現在価値は、数式でいうと、105を5%の割引率で $1+0.05$ で割り戻せば出ます。それと同じような感じで、毎期の25億円のキャッシュフローをそれぞれの年度の発生時点に応じて現在価値にどんどん引き戻していく。ここでは割引率を5%と仮定しています。そうすると1年後の25億円の現在価値は23.8億円、2年後の25億円の現在価値は22.6億円ということで、5年間計算してみる。5年後は設備の撤去費用が5億円ですので、25億円から撤去費用を引いて20億円、5年後の20億円の現在価値は15.6億円だと。そうすると、それを全部足したフリーキャッシュフローの現在価値合計は104億円となります。意思決定というのは、今の購入対価の100億円と得られるキャッシュフローの現在価値合計の104億円を比較して、こっちの方が高いので投資する価値ありという形で判断に使えます。

これは例えば、あるシステムを導入したらこれだけ毎年コストが下がるというパターンでも同じように使える計算になります。

XII 企業価値評価

今度は、投資の経済性の話の延長線で、企業価値を現在価値で見るという話です。ある会社が事業活動によって毎年どれだけのキャッシュフローを生み出すかを現在価値に置き直して合計してみて、投資に値する価値があるのかないのかを判断しようという考え方が共通しています。ただ、先ほどの話とちょっと違うのは、設備は5年で耐用年数が来るので

5年で区切ってお話ししましたが、会社は5年で終わりということではないので、永續するという前提で評価することです。そうすると、フリーキャッシュフローの計算の仕方がちょっと変わってくることになります。

基本的に、弁護士業務として自ら電卓をたたいてバリュエーションするということではなくて、会計士が作った鑑定書を利用するもしくは評価するという使い方をされることの方が多と思います。例えば、相手方が出してきた鑑定書の反論のポイントといった部分で、以下の点が参考になればと思います。

1 評価目的の明確化

税務上のリスクを考えるための鑑定書なのか、取引価格の妥当性を判断するための鑑定書なのかによって全然違ってきます。税務リスクだけを考えればいいということであれば、財産評価基本通達に沿ってやればいいし、普通の会計事務所に株価の鑑定書を作ると何とも言わずに出したらその前提で来ます。ただ、取引当事者が頭に置くべき時価、客観的な交換価値という点では、反映していない。どういう目的で評価するのかを最初に明確にしておかないと、その後の評価の手法が全然違ってきてしまいます。ですから、例えばある取引当事者の取引価格が妥当かどうか問題になっているのに、鑑定書が財産評価基本通達に沿ったものだとすると、そもそも評価目的と整合性が取れていないということであまり参考にならないということになります。

2 評価者の属性

会計士が多いでしょうけれども、税理士事務所ということもあります。あとはそれが顧問なのかどうか、利害関係があるのかなのかということも、鑑定書の信用性に大きくかかわってきます。

3 評価方法の適切性

評価方法には、大きく分けて、インカムアプローチ、マーケットアプローチ、ネット・アセット・アプローチという3つのアプローチがあって、その中にそれぞれ何々法というのが細かく分かれています。

基本的に、インカムアプローチのDCF法（ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法）を採って、ネット・アセット・アプローチで部分的な時価純資産法を採用して、両方のミックスで最終評価している意見書が多いような気がします。そうであれば、ほかの評価方法、例えば配当還元法を使っているような場合、どうして今回は配当還元法を使ったんだろうという疑問がわきます。

4 評価結果を導くプロセスの妥当性

評価方法を単独で用いるか、複数の評価方法を併用するか、例えばDCF法だけとするのか、それともネット・アセットも加味して最終評価するのか、そのやり方が妥当かどうかということがあります。基本的には何か1つの方法だけというのはあまりなく、複数の評価方法を併用するという鑑定書の方が多いと思います。複数の評価方法を併用するといった場合にも、例えばDCF法だと1000円、純資産法だと500円という「点」ではなく、500円から1000円と、800円から2000円という風に「レンジ」で示すことが多い。そういう場合にどう併用するかというのもいろいろあり、DCFに重きを置いて7:3にするとか、基本的には1:1の割合で見るとはいいけれども、それぞれのレンジでかぶっている部分があったら、かぶっているところだけを最終意見として載せたり、意見表明の仕方にもバリエーションがあるところです。

それから、個々のアプローチや方法とは別に、増額要因、減額要因があります。増額要因のうち、コントロール・プレミアムというのは、支配権の移動を伴うような場合、その分価値が上がるのではないかと、

評価結果にプラスするというものです。これは特に、マーケットアプローチで市場株価をベースに考えた場合、市場株価というのは、要は一般投資家の売り買いの結果が集約された価格ですので、支配権の移転は全然考慮されていない。そこで、市場株価をベースにするけれども、プラス、コントロール・プレミアムを後から乗せる。こういう考え方が認められた裁判例もあり、その裁判例が20%と判示しているので、コントロール・プレミアムを考慮している鑑定書には20%を乗せているものが多いのではないかと思います。

減額要因のうち、非流動性ディスカウントというのは、閉鎖会社の株式は売却しようにもなかなか売却が難しいので、その分、ディスカウントするというものです。それから、ビジネスサイズ・リスク・プレミアムというのは、小規模な場合、ちょっとした揺れで大きく倒れてしまうかもしれませんので、そういうリスクを別に見込んでマイナスさせるというものです。

XIII 株価算定書を見るポイント

1 鑑定人の適格性

今申し上げたところとかなり重複しますが、まず鑑定人の適格性（顧問税理士ではないか・利害関係の有無）は見抜かなければいけない。

2 評価方法の選択

DCF法を採用する鑑定士が多いと思いますけれども、そもそもDCFというのは将来の事業計画でどれだけキャッシュを毎年得られるかという話で、上場企業でも3年先を見通すのは難しいですし、中小企業で5年の事業計画を立てるといえるのは、そもそもかなり難しい作業です。しかも、ベースにした事業計画自体に実現可能性があるのかどうかというところの検証は、株価算定書では普通は行っていないのです。会社から提出を受けた資料につい

では、正確であり、網羅的であることを前提とするという断り書きが必ずありますが、事業計画の実現可能性自体は見られてないので、DCF法で何か意見を言うというときには、ここはいつもグレーな領域ということになります。

それから、決算書の実績をベースに今後の事業計画を作るパターンが多いですけれども、そもそも決算書自体が妥当なのかどうか。上場企業みたいに監査を受けていればある程度信頼ができる前提でということもありますけれども、中小企業ですと、そもそも信頼してもいいのかどうかというところから疑いが生じてしまう。

また、事業計画は5年後までのものを作ったといっても、5年で会社が終わってしまうわけではなくて、6年後以降もずっと続くわけです。そうすると、6年後以降の部分はどのように評価するのか。その部分がターミナルバリューと呼ばれるもので、通常は5年の事業計画を作ったら、5年目の利益が6年目以降もずっと続くという前提で計算することが多いです。6年目以降、永遠にという計算なので、当然、すごく金額が大きくなるんですね。このターミナルバリューの部分で評価ががんと跳ね上がってしまう。ですから、そもそも5年後の利益が妥当なのかという話もありますし、永遠まで見込めるほど事業が安定的かという前提の問題も検討する必要があります。さらに評価を上げたい場合は、ターミナルバリューに成長率を加味する場合があります。6年目以降は毎年、例えば1%の割合で売上げが上がっていくという数式を組んで、これですべて永遠にというのを計算するという方法があります。それをやると、本当はかなり大きくなってしまっていて、果たして妥当な数字が出てきているのかどうかはなかなか難しい。DCF法は、理論的には価値評価の方法としては正しいというところもあって一般に使われていますけれども、ただ、やっぱりいろいろ欠点もあるので、それを補うためにもほかの方法による評価というものも無視してはいけないのではないかと思います。

そのほかの評価方法の中で一番多く使われているのが時価純資産法だと思います。土地などや投資有価証券は時価評価して、あとは簿価をそのまま使うというパターンが多いと思います。時価純資産も、例えば役員が辞めたときの退職金は普通は計上していないので、評価のときだけ見込み額で入れるということがあります。そうすると、負債がどんどん上がるので純資産が減り、時価純資産法で求めた価格は下がってくるわけです。だから評価額を下げたければ見込み額を立てればいいし、下げたくなければ取りあえず置いておくということがありますので注意が必要です。

3 評価結果の総括

評価方法の併用の方法は妥当か、加重平均割合は適切か、増額・減額要因の取り扱いはどうか。あと、レンジで示された場合に、あまりにレンジが広すぎるというのは、やはり鑑定書の信用性を損なうところかと思います。

訴訟や調停で裁判所が鑑定人を選んで評価させるという場合、私的鑑定をする必要はないのではないかという考えもあるのですが、裁判所が選ぶ鑑定人は、こちらで先に私的鑑定書を出せば絶対見てくれます。そういうときに、私的鑑定書の中にこういう方向で評価してくださいというメッセージを入れることができる。例えば、役員退職金についてもこういう計算によるとこうなんですと、前任の社長はこんなにもらっていますとか、そういう伝えたいことをさり気なくメッセージに込めるという点で、私は予算が許す限り、裁判所が鑑定人を選んでも私的鑑定を取って裁判所に提出することをしてしています。裁判所の鑑定書が出てからここがおかしいよ、あそこがおかしいというより効果があるのではないかなとは思っています。

最後、駆け足になりましたけれども、時間ですのでこれで終わりにしたいと思います。どうもありがとうございました。

■