

## 【ナレッジ紹介 6】

難易度	中
-----	---

### 企業価値評価の手法

#### ○「コーポレートファイナンスの歴史」と「注目される指標」

コーポレートファイナンスが国内に浸透した経緯は比較的新しいものです。

ギットマンらの調査によれば、1997年時点で65%の米国企業が資本コストを正しくCAPMと認識していたのに対し、1996年における日本の上場企業では、支払配当率（1株あたり配当÷額面）と配当利回り（1株あたり配当÷株価）の合計で76%と、理解が低いままでした<sup>1</sup>。また金融実務では、伝統的なPERに加えて、1990年代頃よりROEや資本コストが浸透し、また、大手邦銀の実務において企業価値評価が導入されたのは1990年代末期、そして、営業担当者に浸透したのは2000年代の半ばと推定されます。

その後は各指標の選別も進んで、現在はROEや株主還元に着意がうつつていまず（図表1、2）。

【図表1 企業「株式価値向上に向け経営目標として重視している指標」】

重視する指標	ROE	ROA	利益額 利益伸率	EVA	フリー CF	配当性向
①2014年	59%	28%	61%	4%	20%	48%
②2004年	59%	34%	42%	11%	28%	n.a.
①-②	0%	▲6%	+19%	▲7%	▲8%	—

「平成26年度株式価値向上に向けた取り組みについて」生命保険協会HP(図表2も同じ)

【図表2 投資家「株式価値向上に向け企業が重視することが望ましい指標」】

重視して 欲しい指標	ROE	ROA	利益額 利益伸率	EVA	フリー CF	配当性向
①2014年	93%	27%	38%	12%	26%	55%
②2004年	82%	33%	36%	27%	40%	n.a.
①-②	+11%	▲6%	+2%	▲15%	▲14%	—

<sup>1</sup> 「資本コスト概念と経営成果—アンケート調査結果をもとにして」赤石雅弘・馬場大治・村松・郁夫（甲南経営研究40(2)・1999年）

## ○企業価値評価の各手法が利用される頻度<sup>2</sup>

### (1) 上場企業を買収する場合

2013～2015年における任意の買収43案件を、筆者が適時開示から集計したところ、1評価あたり平均2.6手法が併用され、手法は3つに集中していました。

【図表3 上場企業に対するM&Aで使用される企業価値評価手法の比率】

市場株価	DCF	類似会社比較	純資産	類似取引比較
100%	91%	65%	2%	0%

過半数超の取得、買収ターゲットは国内企業、グループ再編除く、金融とノンバンク除く

### (2) 非上場企業の場合

開示例が少ないため裁判のデータで代替すると、1裁判あたりの評価手法数は1.7～1.8で、税務関連と思われる配当還元方式と純資産方式を除けば、DCF法が1990年代のはじめでの採用以降、比較的多く利用されています。

【図表4 非上場株式の裁判における企業価値評価手法】

年	DCF	配当還元	収益還元	類似比準	純資産	合計
1968～2010	4	17	9	10	22	65
2001～2010	3	4	2	0	4	14

38裁判の合計(当該期間のすべての裁判ではない)

「企業価値向上の戦略」企業価値評価研究会(税務経理協会・2013年)から抜粋

### (3) 会社更生手続の場合

同手続における財産評定の計数を援用できる純資産法の利用率が39%となっており、DCF法の33%とともに、もっとも利用されています<sup>3</sup>。

### (4) プレーヤーごとの特徴

M&AではEBITDAマルチプルが重視されるのに対し、資本構成を変更できない少数株主(通常の投資家)は、PERを重要する傾向があります<sup>4</sup>。

#### (4-1) 国内機関投資家

DCF法と類似会社比較法(PERおよびPBR)を多用。

<sup>2</sup> 「証券市場における株式価値評価」青木茂男(茨城キリスト教大学紀要第48号)は、幅広い観点からのデータを紹介・分析しており、実務上、とても参考になります

<sup>3</sup> 「会社更生手続の実務に関するアンケート結果の報告(4)」第二東京弁護士会(NBL No.834)

<sup>4</sup> 「Equity Spreadと現金の価値」柳良平(経産省HP)に、国内と海外の機関投資家別の利用頻度が紹介されており、また、その他のさまざまなデータや知見も参考になります

#### **(4-2) 海外機関投資家**

(4-1)における国内機関投資家の手法に加えて、EBITDA マルチプルを好む。

#### **(4-3) 投資銀行・バイアウトファンド**

M&A ビジネスに携わることから、資本構成（負債と純資産の割合）を変更できる含意がある EBITDA マルチプルを重視。また、ファンドが買収企業の株式を売却する手段別に整理すれば、次の傾向あり。

✓M&A を予定する場合：EBITDA マルチプル

✓IPO（新規上場）を予定する場合：PER

## ○企業価値評価手法ごとの算出結果における構造的な高低

実務上、複数の評価手法から算出した後に、各評価額の単なる平均値を結論としていることもあるのではないのでしょうか。しかし各評価手法は算出結果が構造的に異なることを踏まえて、最終的な評価額を決めなければなりません。

図表 5 は、各評価手法と買収における金額を模式的に示したのですが、以下の(1)と(2)は、この図表を参照しつつ把握してください。

【図表 5 企業価値手法別の株主価値および買収との関連】



### (1) コントロール・プレミアムとマイノリティ・ディスカウント

DCF法による株主価値は、時価総額よりも29%高くなっています(図表6)。

【図表 6 「DCFによる株主価値」と「実際の時価総額」の比較】

年	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	平均
乖離率	37%	36%	21%	14%	27%	25%	41%	<b>29%</b>

「M&A事情調査研究会報告2011」内閣府経済社会総合研究所(同研究所HP)

少数株主(非支配株主)であれば、配当や株価上昇といった経済的な利益しか期待できませんが、過半数まで握れば、取締役選任によって企業を支配することができ、さらに100%の株式を取得すれば、少数株主との利益相反がなくなるため、支配の裁量もかなり広がります。すなわち、1株だけの価値と、大量の株式を保有する場合の1株の価値は、後者が高く、その差は「(a)コントロール・プレミアム(少数株主から見れば「マイノリティ・ディスカウント」)と呼ばれ、その水準は日米とも20~40%の主張が多く見られますが、図表6を踏まえれば、国内では3割程度の認識で大過ありません。

M&A の適時開示でも、DCF 法による株主価値の算出結果は、純資産法、市場株価法、類似会社比較法よりも一般に高くなっています（図表 7）。

2013～2015 年の任意の買収 30 件の適時開示を筆者が集計したところ、④DCF 法の評価額は、②市場株価法よりも中央値で 27% 高く（≡「コントロール・プレミアムが約 3 割」と類似）、また、③類似会社比較法と比べても、④DCF 法の評価額は中央値で 21% 高い結果となりました。

【図表 7 評価手法ごとの算出結果の高低（①～④は図表 5 と同じ）】

評価手法	株主価値の算出結果の高低
①純資産法	過去の利益などの蓄積である純資産には、将来の利益・CF を基本的に勘案していない <sup>i</sup> ことが、①に対する②・③の差に表われる
②市場株価法 ③類似会社比較法	図表 5 では同額の表示だが、実際の時価総額である②と、同業他社との比較である③は、乖離することがむしろ一般的
④DCF 法	「(a)コントロール・プレミアム」があるため、①～③よりも一般に高い

i. 将来利益をも評価する手法は、使用例が少ないため、ここでは割愛

## （2）ファンドと事業会社が提示できる最大の買収金額の違い

図表 5 における①～④を解説します。

### ✓ スタンドアローンとシナジー

被買収企業単独（スタンドアローン）の株主価値に対して、買収者との相乗効果をシナジーと呼びます。次の図表 8 のとおり、事業を自らは行わない PE ファンドと異なり、事業会社の買収では、販売網の相互活用などによるシナジーが期待できます<sup>5</sup>。

- ✓ 「②スタンドアローンの最大株主価値」＝「ファンドによる最大買収提示額」  
図表 5 の②は、被買収企業単独の努力により最大限増加した株主価値であり、「①ファンドによる買収」金額は、これを上回ることができません。
- ✓ 「④シナジーを含んだ最大株主価値」＝「事業会社による最大買収提示額」  
最大のシナジー効果を生み出した状態の④は、事業会社が提示できる最大の買収額を意味します。そのため、③が④を上回る高値つかみの M&A では、買収者の株主価値や時価総額は、理論的には減少せざるをえません。

<sup>5</sup> ただしファンドにおいても、買収した複数の企業間のシナジー創出は可能。また「ハンズオン」と呼ばれる、ファンドが経営者を送りこむなどして事業を支援する手法は、広義のシナジー。

【図表 8 M&A の買い手の属性】

属性	Strategic Buyer	Financial Buyer
例	同業他社など事業会社	PE ファンドなど
シナジー	○	×
EXIT (株式売却など)	基本的に EXIT なし	3~7 年で EXIT
多用される評価手法 <sup>i</sup>	DCF 法など	類似会社比準法など
IRR (投資の期待収益率)	数%も珍しくない	20~30%など <sup>ii</sup>
LBO による買収	少ない	過半の事案で活用

i .DCF 法と類似会社比較法は両者とも利用するなかで、相対的に重視されているという意味

ii .ただし国内金融機関系ファンドは低めなどと、かなりばらつきあり

✓コントロール・プレミアム、買収プレミアムなどの切り分け

これらは、慣れないうちは、意外に誤解しがちです。

買収プレミアムは、コントロール・プレミアムを含まない②株価・時価総額に対する買収額から算出されますが、たとえば、④DCF 法による株主価値には (a)コントロール・プレミアムがすでに含まれているにもかかわらず、DCF 法の株主価値に買収プレミアムを加算するような誤りも散見されるところです。

以上