

09 年度 卒業論文

TOB プレミアムの実証分析

慶應義塾大学 経済学部
石橋研究会 第 10 期生

中平 健太

はしがき

少子高齢化に伴う国内市場の縮小という問題に直面する企業にとって、海外市場への進出は必要不可欠のものとなってきている。また、日本経済の構造変化に伴い、メインバンクを柱とする間接金融システムや大企業を中心とした終身雇用・年功序列制度といった日本における資本・労働分配システムが一部の例外を除き制度疲弊を起こしている。以上のような問題を解決し、資本の配分を効率化する手段として日本においては 1990 年代後半より M&A が注目されるようになってきた。公開企業を買収する場合、買い手は、TOB を行うことが多い。TOB とは、買付け期間、買付数、価格などを公示して、不特定多数の株主から株式市場外で株式を取得する制度である。TOB において、買い手は、売り手の株価より高い価格で買付を行うことが多く、買い手の価格と実際に取引されている株価の差を TOB プレミアムと呼ぶ。

本稿では、この TOB プレミアムの理論的根拠を示すとともに、日本で行われた 07 年度から現在までの TOB を元に、どのような要素が TOB プレミアムに影響を与えるのかについて実証分析を行う。

目次

序章	1
第1章 TOBの現状分析	3
1.1 TOB制度の概要	3
1.2 公開会社の買収手段としてのTOB	5
1.3 TOBにおけるプライシング	5
1.4 様々なステークホルダー	6
第2章 会計とファイナンスの関係	8
2.1 ファイナンスの見方による財務諸表	8
2.2 貸借対照表の分析	8
2.3 損益計算書の分析	14
2.4 企業価値と事業価値と株主価値	15
第3章 様々な企業価値評価法	16
3.1 3つのアプローチ	16
3.2 インカム・アプローチ	17
3.3 マーケット・アプローチ（類似上場企業比較分析法）	24
3.4 マーケット・アプローチ（類似案件比較分析法）	29
3.5 マーケット・アプローチ（市場株価法）	29
3.6 コスト・アプローチ	31
3.7 算定結果の取り扱い	31
第4章 日本市場におけるTOBプレミアムの分析	34
4.1 先行研究の紹介	34
4.2 モデルの紹介	35
4.3 実証結果	36
第5章 結論	36

参考文献 ······ 37

序章

サブプライムローン問題を発端に、全般的な信用市場の危機にまでに拡大した今回の金融危機を受けて、投資銀行に代表されるアングロサクソン型の金融資本主義はもう終わったという議論がなされている。しかしながら、資本の配分を効率化するという資本主義のコアの業務を担っている本来の意味での投資銀行の役割は、以下の2点において、今後ますます重要になってくると考える。

第1に、現在の日本経済に求められているのは、短期的視野に基づいて過去に行われた財政政策による産業構造の歪みを直し、長期的視野に立った資本の再配分を図ることで、日本経済の長期停滞を防ぐことだからである。日本経済の潜在的成長率は、表のように約1%とされており、特にサービス業の生産性の低さが問題視されている。今後、潜在的成長率を引き上げていくには、生産性の向上とともに、資源の再配分が必要となっている。経済成長をもたらすのは、労働力の増加、資本の増加、それに技術進歩である。労働力人口の減少は、労働投入の減少を通じて、経済成長にマイナスのインパクトを与える。これまで、日本の高度成長の背景として、農村から都市への急速な人口移動によって、農業部門から成長部門であった工業部門へ労働力が移り、産業構造の大きな転換を促したことが重要であったとされている。日本の潜在成長率は1980年代の4%から90年代に1%以下に急速に低下し、その後わずかに回復したものの今回の不況でまた低下したと推定されている。労働投入量の低下が避けられない状況において、日本経済が立ち直るために必要なのは、生産性を上げて潜在成長率を高める長期的な政策である。

第2に、現在の日本企業に求められているのは、少子高齢化に伴う国内市場の収縮とグローバル経済に対応した企業戦略であるからである。表にあるとおり、日本の人口は今後減少する見込みであり、国内市場の縮小は免れない。こうした中で、日本企業が今後も成長をしていくためには、M&Aが必要不可欠である。

日本において上場企業のM&Aを行う際に主に用いられる制度が、公開買い付け(TOB)制度である。TOBとは、不特定多数の株主に対し、公告を行って、市場外で株式の買付を行うことである。一般に、買収対象企業が上場企業の場合には多くの一般株主が存在するので、相対交渉による通常の株式買収では必ずしも十分な株式を取得することができない。そこで、公開で広く株式売却を募るである。本稿では、このTOBプレミアムの理論的根拠を示すとともに、日本で行われた07年度から現在までのTOBを元に、どのような要素がTOBプレミアムに影響を与えるのかについて実

証分析を行う。本稿の構成は以下の通りである。

まず第 1 章では、TOB 制度の概要を説明する共に、TOB プレミアムの概念を説明する。さらに TOB における価格決定の仕組みの分析を行う。

第 2 章では、会計とファイナンスの関係を整理し、TOB プレミアムの算定の基礎となる企業評価を行うための準備を行う。

第 3 章では、企業を買収する際の企業評価方法を 3 つの観点から分析し、主に使われることの多い 5 つの手法に焦点を当て分析する。

第 4 章では、TOB プレミアムに関する先行研究を紹介するとともに、実際に日本で行われた約 200 件の TOB におけるプレミアムを分析し、どのような要素が TOB プレミアムに影響を与えるのかをそれまでの章の内容を踏まえた上で分析する。

第 5 章では、実証分析のインプリケーションを行い、日本の M&A 及び TOB 制度のについての考察を行う。

第 1 章 TOB 制度の現状分析

第 1 章では、第 1 節で TOB 制度の概要を説明する共に、TOB プレミアムの概念を説明する。さらに TOB における価格決定の仕組みの分析を行う。

1.1 TOB 制度の概要

TOB とは、不特定多数の株主に対し、公告を行って、市場外で株式の買付を行うことである。米国ではテンダーオファー (Tender Offer) という。一般に、買収対象企業が上場企業の場合には多くの一般株主が存在するので、相対交渉による通常の株式買収では必ずしも十分な株式を取得することができない。そこで、公開で広く株式売却を募るである。

TOB は、このように不特定多数の一般投資家に対する株式売却の勧誘であるので、投資家保護の観点から証券法による規制がなされる。日本では金融商品取引法であり、日本法の母法である米国法では、ウィリアムズ法 (1943 年証券取引所の一部改正) が主体となっている。

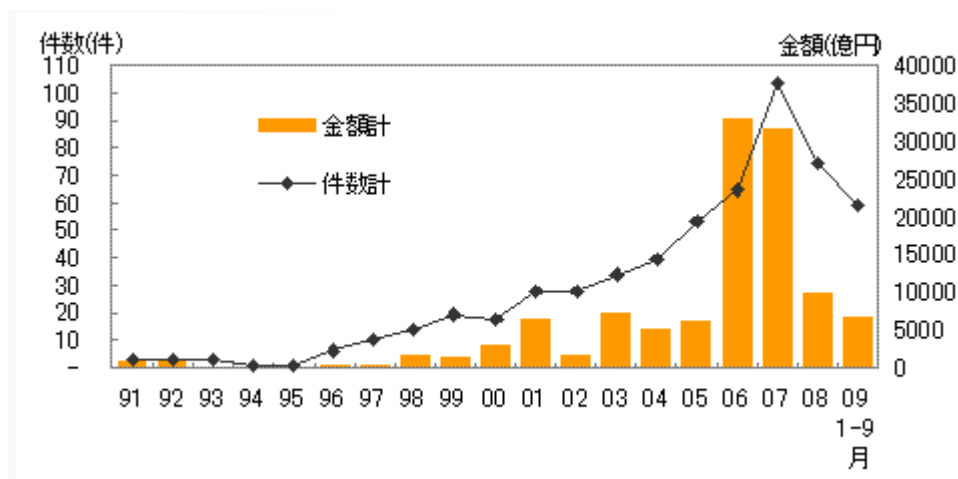
公開買付制度の基本的な設計は、公開買付者に情報開示をさせ、一定の公開買付期間を定めて公平に応募を受け付けるというものである。公開買付を開始する場合、日本では公開買付開始公告を行うとともに内閣総理大臣に公開買付届出書を提出して、買付条件等の情報開示を行う。買付条件等には、価格、買付予定株数、買付期間などが含まれる。公開買付の対価は、金融商品取引法上は現金のみならず株式等をしようすることも可能だが、税法 (株主課税問題) および会社法 (現物出資規制、有利発行規制) の制約等から、実際には日本では現金対価のものしか行われていない (海外では、特に EU 諸国を中心に株価対価の公開買付も実施されている)。買収価格については、一部の例外を除きその後の引き下げは認められない。買付予定株数には下限や上限を設定でき、例えば発行済み株式数の 50.1% の取得を下限とした場合、下限に満たない応募しかなければ公開買付者は応募株式の買付をしなくともよい。買付期間は基本的に 20 営業日以上 60 営業日以上以下である。(米国においては 20 営業日以上だが上限はない)。買付期間中の公開買付によらない市場等での買付け (別途買付け) は、原則として禁止されている。株主は買付け期間中は自由に応募・撤回でき、買付け期間終了時に上回る応募があった場合には、先約順ではなく応募株式数に応じて按分比例で買い取られるので、じっくりと検討を行うことができる。

公開買付けに関する法制で各国間の相違が顕著なのが、強制 TOB ルールと全部買

いつけ義務である。通常、会社支配権に影響を及ぼす程のまとまった株式の売買にはプレミアム（コントロール・プレミアム）がつくことが多い。このコントロール・プレミアムは誰のものか、大株主がきょうじゅできるのか、一般株主も含めた全株主が平等に享受すべきものかについて、主に米国で論争があり、大株主が相対で市場を通さずに（=他の株主に売却の機会を与えずに）自分だけがコントロール・プレミアムを享受することがないよう、コントロールをもたらすような一定比率以上の株式取得には公開買付けを強制するという強制 TOB ルールが唱えられた。結局、米国では強制 TOB ルールは採用されなかったが、日本では基本的に市場外での 1/3 を超える株式取得については、強制 TOB ルールが採用されている。したがって、例えば上場企業の 51%の株式を取得して子会社化したいと考えた場合、ちょうど 51%を保有する大株主が存在して相対取引での売却に同意していても、公開買付けを実施せざるを得ず、仮に全株主が応募すると、按分比例の原則により大株主も持ち株の半分しか売却することができない。EU 諸国でもイギリスではもともと強制 TOB ルール（30%以上）が存在したが、2004 年の EU 企業買収指令制定により、それが各国に広がっている。

日本においては、TOB は 1971 年の証券取引法の改正に際して導入された。しかし、1990 年に抜本的な改正が行われるまでの約 20 年間で TOB が利用されたのは数件にすぎなかった。その後、1990 年代後半からの TOB の利用件数は徐々に増加し、2006 年に TOB に関する一連の法規制が大きく改正されて以来、TOB 件数は以下のグラフのように、急激に増加した。

表 1-1 日本で届け出をした TOB 件数と買付金額の推移（自己株式は除く）



(出所) レコフ公表データより作成

1.2 公開会社の買収手段としての TOB

非上場会社には市場株価が存在しない。そのため、非上場会社の価値は理論的に算定するしかない。しかしながら、対象会社が上場会社の場合は、市場株価が存在しており、今やその市場株価や時価総額の情報は、インターネットで簡単に入手することができる。そのため、せつかくの市場株価があるのだから、この市場株価を対象会社の価値とすればいいのではないかと考えることもできる。しかしながら、この考え方はバランスに欠けていると言える。なぜなら市場株価は間違ふことがあるからである。市場株価は大勢の人々が参加した市場で決定された重要な指標であるが、実力値に対して割安になったり、割高になったりする。バブルの際に、株価が実力地を遥かに上回って高騰したことがその例である。そのため、第3章で説明する適切な企業価値評価法を用いて、評価を算定することが必要である。

また、非上場会社を買収しようとする買い手は、買収価格の合理性についての説明責任を果たせばよいが、上場会社を買収しようとする買い手は、買収価格である TOB 価格の合理性に加えて、株価との関連において発生するプレミアムの大きさについても、その合理性をステークホルダーに対して説明する責任が生じてくる。

TOB において、売り手である個々の株主は、買い手が提示した TOB 価格を検討して、TOB に応じるかどうかを判断する。しかしながら、売り手である株主は一般情報しか持っていない。そのような株主に代わって、企業価値評価を行うのが対象会社である。TOB の買い付け対象となった対象会社は、自社の価値について評価を行い、当該 TOB 価格が株主にとって公正な価格であるかどうかを検証する。売り手である個々の株主は、その評価の結果を受けて対象会社の取締役会が表明する意見を一つの参考にして、TOB に応じるか否かを検討することになる。

1.3 TOB におけるプライシング

買い手が対象会社の株主に提示する価格を非上場会社の場合はオファー価格と言う一方で、上場会社の場合は TOB 価格である。TOB 価格の設定の考え方は、非上場会社のオファー価格の設定の考え方と同様である。つまり、買い手がここまでなら出してもよいとい上限値と、売り手がこれ以上は出してもらわないと売れないという下限値の間で設定される。その結果、売り手にはプレミアム、買い手には買収メリットというように、当該 M&A 取引を推進するためのインセンティブを提供することができるのである。

非上場会社の場合、売り手がこれ以上は出してもらわないと売れないと考える下限

値を正確に読み切ることは難しい。他方、上場会社の場合には、売り手の下限値を買い手が推測することは比較的容易である。売り手である株主は、保有している株式をいつでも市場で売ることができる。そのため、基本的には、売り手は現行の株価以下の価格では、TOBには応じない。すなわち、TOBにおける売り手の下限値は、基本的には、現行の株価ということになる。

買収による相乗効果のことをシナジー効果というが、こういったシナジー効果を考慮しない会社単独の価値をスタンドアロンバリューという。一方、シナジー効果を加えた価値のことをバイヤーズバリューという。買い手にとっての上限価格はこのバイヤーズバリューであるといえる。実際には、そのバイヤーズバリューを流通株式数で割って得た値、つまり一株当たりのバイヤーズバリューを理論株価と呼び、これが上限価格となる。

ここで買い手は、TOBを行う際に、以下の判断を行う。第1に、どれだけの株式数を取得することを目標にすべきかである。第2に、そのためには、TOB価格をどこに設定すべきかである。TOBにおいて、買い手は売り手の対象会社の株主全員から全株式を取得することは実質的には不可能である。高いTOB価格を提示しても株式を手放さない株主は存在するからである。したがって、まず書いてが行うべきことは、例えば、株式の50%の取得を目指すとか特別決議の要件である2/3以上の取得を目指すなどの取得の目標株式数を設定することである。

そして、その次に買い手が行うべきことは、その目標の株式を取得するために、TOB価格をどこに設定することである。当該TOB価格は、基本的には現行の株価以上であり、理論株価以下の間で設定する必要がある。すべての売り手が納得するTOB価格を提示する必要はなく、目標とする株式数を取得できる株価でよい。そのためには、買い手は、対象会社の株主名簿から各株主の属性を細かく分析したり、一定の期間内にどの価格帯でどれだけの売買があったかを分析する価格帯別出来高分析等を行ったことにより、票読みを行う。例えば、経済合理性で株を売買するドライな外国人投資家や個人株主、投資ファンドがどの程度いるのか。また安定株主はどれくらいいるのか等である。

1.4 様々なステークホルダー

第4章におけるモデルで重要となってくるTOB価格設定における様々なステークホルダーの意向について分析する。具体的には、売り手、対象会社、買い手の株主、買い手の4者であり、買い手は他のプレイヤーの立場を念頭におきながらプライシン

グを行う。

売り手としては、できる限り高い価格で株式を売りたいと考えているが、株式市場でいつでも株式を売却することができるため、原則として、それ以下の価格の TOB に応じることはない。

対象会社としては、休めかつ賛同できる価格が最適である。なぜなら TOB 価格が高くなるほど、その後買い手から経営陣に対して高い利益をあげるようプレッシャーがかかるからである。一方、TOB の対象会社となった場合、当該 M&A 取引の TOB 価格が株主にとって財務的な見地から公正な価格であることを検証し、当該 TOB に対して、賛同するか、反対するか、または中立の立場を取るかの意見を表明しなければならないため、納得感のある価格である必要がる。

買い手の株主としては、高すぎる価格にならないよう牽制する必要がある。最近では、会社の売却方法としてオークションが増加してきている。買い手が日頃から傘下に収めたいと考えている会社がオークションに出た場合、ついどうしても買いたいという気持ちやビット相手となっている競合にどうしても勝ちたいという焦りがあると、買い手は経済合理性を超えた高いオファー価格を出してしまいがちである。ここで牽制機能を果たすのが買い手の株主である。あまりにも高いオファー価格を提示すると、買い手の株主はそのような高い価格は株主の利益を棄損すると反対するのである。

買い手としては、買収後、経営しなくてはならないため、当然のことながら、できる限り安い価格で買収したいと考える。第 3 節で説明したように、買い手が設定すべき TOB 価格の上限値は理論株価である。買い手は、株主名簿等を詳細に検討し、現時点でどの程度のプレミアムを上乗せすれば、どの程度の株主が TOB に応じるかの票読みを行い、具体的な TOB 価格を設定する。

第2章 会計とファイナンスの関係

第2章では、第3章において説明する企業価値評価を行う際に必要な、会計とファイナンスの関係を示す。第1節では概要を示し、第2節では貸借対照表における資産及び負債を、第3節では損益計算書を、ファイナンスの観点から分析する。第4節では、第3節までの知識を基に、企業価値の2つの見方について説明する。

2.1 ファイナンスの見方による財務諸表

会計上の貸借対照表では、資産を流動資産と固定資産とに分類を行う。一方で、企業価値評価を行う場合は、事業資産と非事業資産（別建評価資産および余剰資金）というように、資産の用途で分けることが多い。負債に関しても、流動負債と固定負債ではなく、事業負債と有利子負債に分ける。その理由は、多くの事業資産・負債が、企業のゴーイング・コンサーンを考えると、簿価もしくは取得価格で評価することがふさわしくないからである。

会計上の損益計算書では、償却費を売上原価および販売費および一般管理費に含め、営業利益を算出する。一方で、企業価値評価を行う場合は、償却費を明示的に示し、営業利益の前に EBITDA (Earnings before Interest, Tax Depreciation, and Amortization) を算出する。その理由は3節で詳しく説明するが、簡単に述べると、EBITDA は、企業の本業から生み出すキャッシュの実態を、会計上の利益よりも的確に表す場合が多いからである。

2.2 貸借対照表の分析

2.2.1 貸借対照表上の資産の分類方法

会社は、収益を生み出すために資産を購入し、保有する。ファイナンスでは、会社が本業から生み出すキャッシュを FCF (フリー・フリー・キャッシュ・フロー) として認識する。そしてこの将来の FCF をもとに、会社の価値を評価する。したがってファイナンスでは、本業としてのキャッシュまたは FCF を生み出すのに直接に貢献している資産を事業資産として分類し、それ以外の資産を非事業資産として分類することが多い。

事業資産とは、具体的には売上債権や在庫、工場や建物等本業において使用する資産である。これに対して、非事業資産とは、有価証券、遊休不動産、ゴルフ会員権等、本業の事業運営上、必要不可欠ではない資産である。例えば、ある会社が賃貸する投

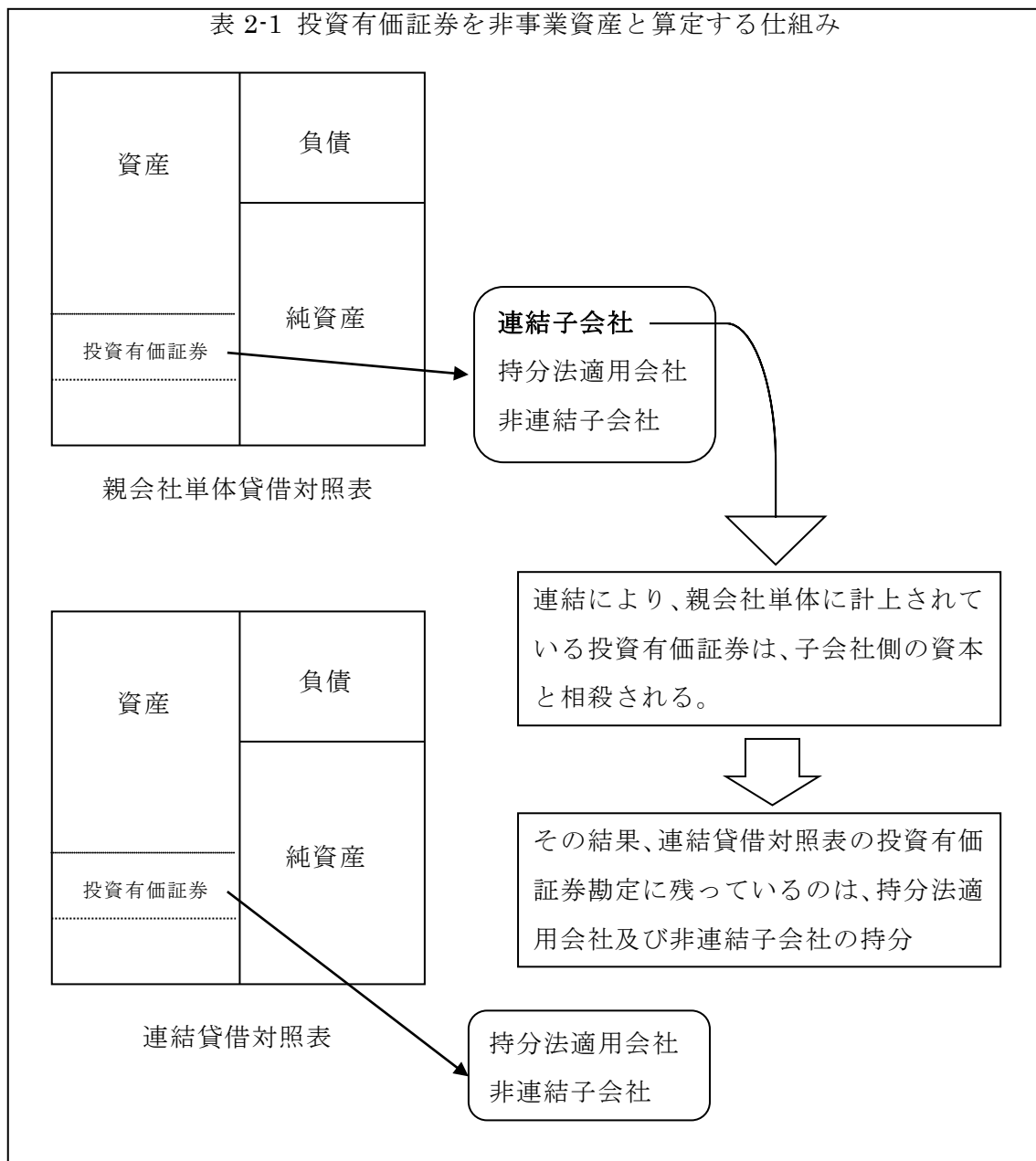
資目的の不動産を保有していたとする。この不動産を事業資産と非事業資産のどちらかに分類すべきであろうか。その答えは、以下のようになる。つまり、その会社が不動産業を本業、あるいは本業の一部であると考えている場合は、当該不動産の賃貸収入をもとに、会社の価値を算定することになるため、これらの不動産は、事業資産と分類される。一方で、その不動産が本業で使用されないもの、つまり遊休不動産の場合は、非事業資産として分類される。

次に非事業資産の抽出方法であるが、評価対象会社から内部情報を得ることができない場合、実務上、上場会社においては、有価証券報告書や決算短信に掲載されている貸借対照法が重要な情報源になる。一方、非上場会社については、会社から財務諸表を入手することができない場合、非事業資産の抽出は相当困難である。実務上、公表されている貸借対照法をもとに非事業資産の抽出する場合、非事業資産と認識できるもの以外の資産については、全て事業資産と認識する。そのような場合、どれを非事業資産と認識するかがより重要になってくる。一般的には、企業の流動資産に分類されている「現預金」および「有価証券」、さらに固定資産に分類されている「投資有価証券」の金融資産項目である「非事業資産」と認識されている。有価証券報告書に計上されている有価証券や投資有価証券の価額は、時価会計が導入されてから、ほぼ時価に近い価額で計上されているため、これらの非事業資産は時価として認識できるⁱ。

現預金は、厳密にいうと、運転資本に使われている部分と余剰資金の部分が合計されて貸借対照法に計上されている。運転資金は事業を運営するために必要な資金であるため、現預金のうち運転資金の部分は、非事業資産として取り扱うのではなく、事業資産に含めるべきではないかという反論が予想される。しかしながら貸借対照法の注記を読んでも、現預金総額のうち、どの部分が運転資金なのかはわからない。したがって貸借対照法のみからは、現預金を運転資金部分と余剰資金部分に分けることができない。実態はというと、安定成長や成熟事業の会社では、一定レベルの資金管理がなされていれば、現預金のほとんどは、多くの場合実質的には余剰資金であることが多いⁱⁱ。したがって、現預金に、運転資金が含まれている可能性を排除することはできないが、現実的には運転資金と切り分けることが難しいため、企業評価の実務では、現預金を非事業資産として取り扱うことが多い。なお明らかに現預金の多くが運転資金であるとみられるような成長企業の場合は、運転資本回転率から、運転資金部分を資産し、それを現預金から差し引いた額を非事業用試算として認識する考えかたもある。

有価証券や投資有価証券は、売買目的の株式や債券、持ち合い株式等であり、余剰

資金の運用先と考えられるため、非事業資産とされる。ただし、事業投資を活発に行っている商社等では、事業投資先の株式の持分を投資有価証券として計上している。このような株式は、この持分を非事業資産と分類することに違和感を覚えるかもしれない。しかしながら、企業評価は、連結ベースでの価値算定を基本とするため、算定作業にあたっては、対象会社の連結財務諸表を使う。連結決算の際に、連結子会社の持分は、子会社側の資本勘定と相殺・連結消去されるため、連結貸借対照表の投資有価証券の価額に形状されるのは、持合株式や持分法適用会社の持分連結の観点からは重要性が低い非連結会社の株式の残高等である。



連結の貸借対照表上の投資有価証券のうち、持分法適用会社の持分は、事業投資の持分である可能性がある。持分法適用会社とは、親会社および子会社が、出資、人事、資金、技術、取引等の関係を通じて、子会社以外の他の会社の財務および営業の方針決定に関して重要な影響を与えることができる場合における当該他の会社をいう。日本の会計処理においては、持分法適用会社の持分の親会社の連結財務諸表への取り込みについては、連結損益計算書の営業外収益または費用に、持分相当の損益が計上され、連結貸借対照法には持分法適用会社の財政状態が持分割合に応じて計上される。事業投資であるから、この持分を事業価値として認識したいのであれば、この会社の事業計画を親会社の事業計画に連結させなければならない。そのためには、連結に足る詳細な情報が必要となるが、支配権を取得していない投資先から、そこまで詳細な情報を入手することが一般的に難しい。また、情報を入手したとしても、過半数の持分を有していない持分法適用会社に対しては、親会社が経営者として采配をふるうことができない。事業価値とは、特定の経営手腕に基づく価値を測るという側面もあるため、自由に経営できない会社の価値を自社の事業価値に含めることには違和感がある。ただし、その持分は売却することが可能であるため、財産価値は存在する。また、企業価値の技術的な観点からは、FCF は一般的には営業利益をもとに算定するが、持分法投資損益は損益計算上営業外収益で計上される。持分法適用会社の持分については、非営業資産において取り扱わないと、どこにも収益が反映されないことになる。以上のような背景から、持分法適用会社の株式については、一般には事業投資であっても、非事業資産として取り扱われている。

なお、米国の SEC 基準で財務諸表を作成している会社の場合、投資のうち、関連会社に対する投資は、日本における持合株式のような投資有価証券とは別に計上されているため、事業投資会社への投資分を除いて非事業資産を抽出することが可能である。関連会社に対する投資を非事業資産に含めないのであれば、事業投資会社から得られた FCF については、事業価値算定において含める必要がある。

第 3 章でも詳しく述べるが、企業評価において資産の分類が重要となってくる。特に事業が生み出す将来の FCF を現在価値に割り引く DCF 法においては、事業資産から生まれる収益は税引き後営業利益として認識し、非事業資産が営業利益として認識されていたならば、そこから差し引く等の調整が必要となってくる。例えば、有価証券や遊休不動産を非事業資産として評価しておきながら、受取配当金や地代を FCF として含めてはいけないⁱⁱⁱ。

流動資産		資産資産	
現預金	200	売上債権	300
売上債権	300	棚卸資産	400
棚卸資産	400	有形固定資産	800
その他	0	無形固定資産	200
流動資産合計	500	非事業資産	
固定資産		現預金	200
有形固定資産	800	投資等	300
無形固定資産	200		
投資等	300		
固定資産合計	1300		
資産合計	1800		

表 2-2 資産の分類例

2.2.1 貸借対照表上の負債の分類方法

会計上の流動資産および固定資産は、ファイナンスの観点からは、「事業負債」と「有利子負債」に分類される。事業負債とは、事業を行っていく上で生じる負債である。例えば、買掛金、支払手形、未払い金等が該当する。有利子負債は、金融機関など外部から調達した資金であり、英語ではデット (Debt) といわれるものである。具体的には、借入金、社債、コマーシャル・ペーパー (CP) など、金利の支払いを伴う負債等が該当する。日本においては、デットの市場が発達していないため、「有利子負債」は、簿価＝時価として取り扱われている。

短期借入金は運転資金と考えるべきであろうか。もちろん、一般的には、1年以内に返済される短期借入金は、運転資金として借りるものである。しかしながら、日本の事業会社においては、資金的余裕がない会社が一旦短期借入金で借り入れ、返済期限が到来しても返済できない場合には、何度も借り換えることがある。また、実際には資金ニーズおよび借り入れニーズとのにない会社が、銀行に株式を持ってもらう代わりにお付き合いで短期借入金を借りる慣習が未だにある。このような借入金は、返済期限が到来しても、また借り入れることになるため、実態は、長期性の借り入れである。事実上、このような長期性の短期借入金は運転資金とはいえないため、企業評価上は、運転資金ではなく、有利子負債として取り扱っている。逆に運転資金として使われている本来の意味での短期借入金は、有利子負債としてではなく、運転資金として取り扱うことになる。

流動負債		事業負債	
借入債務	800	借入債務	800
短期借入金	200	その他	300
流動負債合計	1000	有利子負債	
固定負債		短期買入金	200
長期借入金	500	長期借入金	500
その他	300		
固定負債合計	800		
資産合計	1800		

表 2-2-3 負債の分類例

2.3 損益計算書の分析

前節で述べたように、企業価値評価において重要なことの一つは、企業の FCF を算出することである。そのため、会計上の利益ではなく、ファイナンスように損益計算書を再構築する必要がある。会計上の利益を算出する場合、通常は固定資産の償却費や無形固定資産の償却費を費用とみなし、収益から減じる。しかしながら、実際にキャッシュは企業から流出するわけではない。逆のことが企業の設備投資にもあてはまる。つまり、設備投資においては、実際には企業から現金が流出するにもかかわらず、会計上はその一部しか費用として認識しない。以上のような実際のキャッシュに焦点を当てた利益指数として EBITDA がある。第 1 節でも述べたように、これは企業が本業から生み出すキャッシュの創出力を示すものであり、簡易的には、営業利益から減価償却費を足し戻した値である。EBITDA は、焼却年数や残存価値、償却方法などの会計基準がことなる会社同士でも比較可能な値である。そのため、クロスボーダーにおける同業他社との財務分析にあたっては、EBITDA が有効な指標となることが多い。

損益計算書			
売上高	10,000	売上高	10,000
売上高原価	(8,000)	EBITDA	1,700
売上総利益	2,000	減価償却費	700
販売管理費	(1,000)	営業利益	1,000
営業利益	1,000	営業利益に対する税金	(400)
営業外収益	20	税引後営業利益(NOPAT)	600
受取外収益	5		
受取配当金	15	税引後受取配当金	9
その他	0	(簡便化のため、税率40%とする)	
営業外費用	(120)		
支払利息	(120)	税引後純金利	(69)
その他	0	税引後純金利	(115)
経常利益	900	受取利息	5
特別損益	0	支払利息	(120)
税引前当期純利益	900	金利のタックスシェルター効果	46
法人税等(税率40%)	(360)		
当期純利益	540	当期純利益	540
会計の視点		ファイナンスの視点	

表 2-4 損益計算書の分類例

2.4 事業価値と企業価値と株主価値

事業価値とは、会社が本業とみなす事業から創出される FCF をもとに算定した事業の価値である。第 3 章で説明する DCF 法が算定によく用いられる。

企業価値とは、事業価値に時価評価した非事業資産の価値を加えた企業全体の価値をいう。

事業価値	2,000		企業価値=事業価値+非事業価値	
非事業価値	460			
ゴルフ会員権	10		企業価値=デット+株主価値	
会社所有ホテル	50			
投資有価証券	400			
デット	860		企業価値	2,460
			株主価値	1,600

表 2-5 3 つの概念の関係

第3章 企業価値評価法

ここでは、TOBを行う際に必要となる企業評価方法を3つのアプローチから分析し、それぞれのアプローチにおける主要手法について、より詳しく説明していく。第1節で主要手法の概要を示し、2、3、4、5節でDCF法、類似上場会社比較法、類似案件比較法、市場株価法、時価純資産法の順に説明していく。

3.1 3つのアプローチ

企業価値手法には、客観的な絶対唯一な方法は存在しない。複数の方法が存在し、実務においてはそれらの手法で算定した結果を総合的に勘案して、会社や事業の価値を算定する。重要なのは、できる限り妥当な前提を置くと同時に、市場の効率性を考慮した論理的で納得感なアプローチを柔軟にとっていくことである。

ここでは、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、コスト・アプローチという3つの手法の次のページのグラフにまとめた。実務上、よく採用されるのは、インカム・アプローチからDCF法、マーケット・アプローチから市場株価法、類似会社比較法、類似案件比較法、コスト・アプローチから時価純資産法である。もちろん、価値を算定する際に、市場の価格のみを指標とすることは危険である。特に企業価値評価については価値（バリュー）と価格（プライス）は異なる概念であることを常に意識しておく必要がある。しかしながら、価格のもっている情報発信機能は重要であるため、価値評価においては、株価も有益な情報の一つとしている。

	価値の根拠	主な算定方法	長所	短所
インカム・アプローチ	将来生まれる価値	DCF法	価値がどこから生まれてくるのかを判断することができる	継続価値が株式価値の大半を占める
	(将来キャッシュ・フロー)	APV法		割引率の算定方法に懐疑的な面がある
		配当還元法		
マーケット・アプローチ	関係者の合意	市場株価法	市場参加者(投資家等)の総意であり、納得感が高い	株式市場の歪み等純粋な株式価値を表していない可能性がある
	(市場株価)	類似会社比較法		
		類似取引比較法		
		類似業種比較法		
コスト・アプローチ	今ある資産	時価純資産法	将来の見積りの要素が少ない	ゴーイング・コンサーンのもとでの事業を評価するには違和感がある
	(純資産)	簿価純資産法		
		清算価値法		* ボールドはよく使用される算定方法

3.2 インカム・アプローチ

インカム・アプローチとは、将来生まれるフリー・キャッシュ・フローを基準とした評価

方法である。ここでは、2章における事業資産と非事業資産の分類、事業価値と株主価値の概念の関係に注意しながら、インカム・アプローチの代表的な手法である DCF 法を 6 つのステップで説明する。

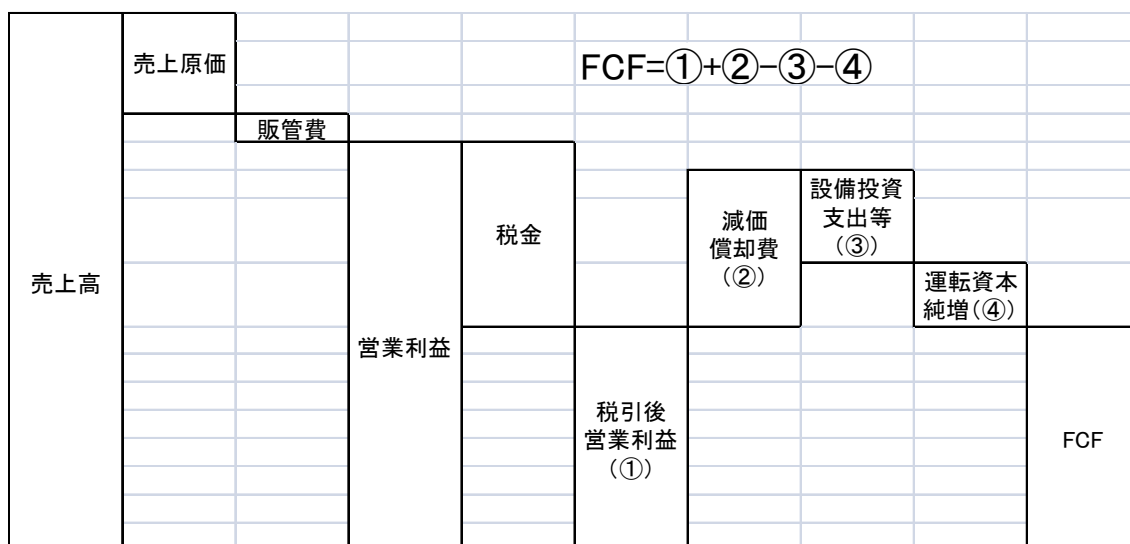
3.2.1 ステップ 1 (FCF の算出)

最初のステップは、評価対象会社の事業計画をもとに、計画期間における将来の FCF を算出するステップである。

事業計画は、対象会社が普段から策定している中期経営計画を使うことが多く、その策定機関は 5 年前後である。以前は、FCF の計画期間として 10 年近くらいを取っていたこともあったが、先行き不透明感が強い事業環境のもと、5 年を超えた計画期間をとることはきわめてまれである。昨今では、事業会社の中期経営計画についても 3 年～5 年程度の期間で作成されている。ただし、石油パイプラインの敷地や発電所の建設等、超大型の設備投資型の業界では、10 年以上かけて投下資金を回収していく。このようなインフラ産業の会社を評価する際は、当該投資に対して償却が終わるまで

の期間を事業計画の策定期間とする。

FCFは、税引き後営業利益に減価償却費を加算し、設備投資額等を減算し、運転資本の純増加分を減算することによって求める。減価償却費は、損益計算書上、費用化されても、実際にその期にキャッシュが支出されているわけではないため、税引き後営業利益に足し戻すのである。以下にFCFの構成要素を示すグラフを示す。



FCFの構成要素

3.2.2 ステップ 2（継続価値の算出）

毎年のFCFは、事業計画が立てられている期間のみ算出するが、企業はゴーイング・コンサーンと表現されるとおり、未来永劫持続することを前提としている。したがって、企業評価においても事業計画以降の価値を考慮することが必要となる。この価値を継続価値という。継続価値は、計画期間の最後の期の税引き後営業利益をもとに算定される。このような観点からも、事業計画は計画期間全般にわたって慎重に策定することが重要である。

3.2.3 ステップ 3（割引率の計算）

算定期間のFCFおよび継続価値を現在価値に割り引く割引率については、WACC（Weighted Average Cost of Capital、加重資本コスト）を使うことが多い。会社は、債権者と株主から提供された資本、つまりデットとエクイティを事業に投下することにより収益を得る。資金提供者からこれらの資本を提供してもらうからには、資金提供者にリターンを返す必要がある。デットとエクイティの両方が期待する加重平均のリターン率がWACCである。日本の製造業の会社のWACCは、概ね4~6%前後であ

る。

3.2.4 ステップ 4（非事業資産価値の評価）

2章で行ったように、事業資産の価値を求めた後は、非事業資産の価値、たとえば遊休不動産、投資有価証券等の本業の事業に資さない資産を時価評価し、それを事業価値に加えることで企業価値を算出する。つまり、ステップ 3 で算定した事業価値は、将来 FCF の現在価値であるが、企業価値算定のためには、事業の生み出す FCF に反映されていない資産や負債の価値を別途算定して、事業価値に加算する必要がある。第 2 章で説明したように、資産・負債を事業資産に分けることの意義がここにある。ここで最も大事なことは、企業に関係するすべてのフリー・キャッシュ・フローを事業関連・非事業用関連に対応させて、もれや重複がないようにすることである。つまり、第 2 章における分類において、DCF 法において本質的に重要なことは、ある資産が事業関連かどうかということよりも、事業価値算定上使用された FCF に反映されているかどうかである。もし FCF に反映されていなければ別途評価して加算してはいけないし、逆に FCF に反映されていなければ別途評価して加算しなければならない。また、FCF に反映されていない項目は資産サイドだけでなく、負債サイドにも発生しうる。第 2 章において取り上げた持分法投資有価証券も、事業資産としても性質が強ければ、持分法投資損益を FCF に含めて評価することもできる^{iv}。もちろん、この場合は持分法投資有価証券の価値を非事業資産として別途加算してはならない。以上のように、適切な推定を行えば、ある資産を事業資産と区分するかどうかは企業価値に影響を与えない。しかしながら、あまりに事業関連の資産を別建評価すると、FCF のリスクが企業全体の事業リスクから乖離し、WACC 計算上のベータ値などの前提が狂ってくる恐れがある。そのため、やはり事業に関連したものはできるだけ FCF に含めるべきであり、逆に事業と関係が薄く事業リスクを反映した割引率を適用するのが適切でないものは、別建評価すべきである。別建資産の評価も DCF 法で行うのが本来の原則であるが、例えば市場価値があり処分の比較的容易な有価証券等は市場価格をベースにストック評価することが一般的である。また金額的に重要性が乏しい場合は、実務上、簿価ない修正簿価で評価することも多い。

3.2.5 ステップ 5（デットの評価）

2章で行った、負債の事業負債と有利子負債の分類を元に、デットを算出する。ステップ 4 で算出した企業価値からデットの価値を差し引くことで株主価値を算定する。

企業価値から株主価値を算出する過程で控除されるべき有利子負債とは、基本的には長短借入金、社債などである。これらは簿価ではなく時価で算定すべきだが、通常は有利子負債の時価は簿価に近いことが多いので、実務上はしばしば簿価で代用すること多い。ただし、例えば、かつて低金利で発行した固定金利の社債が、その後の金利上昇により時価が簿価を相当下回っているような場合には、原則通り時価評価すべきである。少数株主持分や優先株なども、有利子負債同様に株主価値を算出するとき控除する。連結子会社に少数株主が存在する場合に発生する少数株主持分の価値については、本来、当該連結子会社の株式価値を DCF 評価や(上場会社であれば)市場価格で評価して、それに少数株主の持株比率を乗じたものを控除すべきであるが、金額的に重要性が乏しい場合には簿価で代用することが多い。有利子負債等から余剰現預金を控除して純有利子価値を算出する。第 2 章で述べたように、実務的には簡便に、全ての現預金を余剰現預金と見なして評価することも多い。また優待証券も純有利子負債計算上、現預金同様に控除することもあるが、その場合、有価証券を別建て資産に含めてはならない。

3.2.6 ステップ 6 (1 株当たりの株主価値の算出)

株主価値を発行済み株式数から事故株式数を減算した流通株式数で除すると、一株あたりの株主価値、つまり理論株価が算出される。

3.2.7 DCF 法の留意点

DCF 法は、対象会社が生み出すキャッシュに基いて実力値を評価する方法であり、実務上、多く採用されている。しかしながら、採用にあたっては、いくつかの留意点がある。

3.2.7.1 継続価値の算出

DCF 法においては、対象会社の資本構成によっては、WACC が過剰に低くなり、企業価値に大きな影響を与える傾向がある。例えば、WACC が 5% 以下のように低い割引率の場合、事業価値に占める継続価値の割合が 7 割~9 割に達することがある。継続価値は、計画期間以降の将来の事業の価値であり、最も予見可能性が低い期間の価値である。そのような期間の価値が事業価値の 7 割~9 割を占めることに対して、大きな違和感を覚えることがある。その場合は、継続価値の算定にあたって、計画期間の最終年の EBITDA に、当該業界の倍率をかけて算出する方法が取られることが多い。

この方法は、3年~5年でエグジットすることが多いファンドや証券会社がよく用いる方法でもある。

3.2.7.2 事業計画がない場合

DCF法において必須の材料は事業計画である。それゆえ事業計画がない場合、DCF法による企業評価は困難である。対象会社が事業計画を作成していない場合は、M&A取引のために事業計画を作成することも一策であるが、短い期間で企業評価に耐え得る事業計画を作成することができないこともある。あるいは、会社や事業が立ち上がったばかりで、今後の収益見通しが大幅にぶれる可能性がある場合も多々ある。そのような場合に、DCF法の採用は困難である。ただし、企業評価の理論においては、直近期の業績が未来永劫するとの前提のもと、1年目から継続価値が始まるとの考え方に基いてDCF法を採用することは、可能である。しかしながら、DCF法の特徴は、将来の事業展開を毎年のFCFとして評価するところである。直近期の業績を用いるということは、過去の業績を用いるということであり、対象会社の事業が現状維持で成長しないという前提である。そのため過去の業績のみを使ってDCF法で価値算定を行うことは、DCF法の特徴が十分に生かされないといえよう。

また、会社が策定した事業計画の実現性に疑義がある場合、あるいはその内容に納得性がない場合も、DCF法は採用しにくい。このような場合は、ビジネスDDを実施し、事業計画を引き直す等の対策を取ることもあるが、その実施にはコストを要する。コストとリスクを比較して、DDにかかるコストがリスクを上回るのであれば、DDを実施する必然性は低い。事業計画の実現性に疑義がある場合、対象会社に事業計画を見直してもらおうという策もあり得るが、実務上、事業計画は取締役会など、会社としての正式な意思決定機関を通したものが提供されていることが多く、事業計画の内容をそう簡単に見直すわけにはいかない。そのような場合は、評価者の裁量の中で、割引率にリスク分を織り込む等の対応をとることもある。

3.2.7.3 M&A取引を前提とした事業計画の場合

M&A取引の場合、事業計画は、守秘義務契約に基づき、買収の対象会社が買い手に提供するものである。M&A取引があることを前提として対象会社が新たに策定することもあるし、もともと存在していた中期経営計画を買い手に提供することもある。M&A取引があることを前提として事業計画を策定する場合、対象会社は事業計画をもとに価値算定が行われることを承知している。そうすると、事業の実態に基づきな

がらも、事業計画には、売却希望価額をどれくらいにしたいかという対象会社または売り手の願望をひそかに入り込ませることが可能となる。特に、事業計画策定時に売り手の意向が反省されやすい構造にある場合、売り手はキャピタルゲインを多く獲得するために、意図的に強気の事業計画を策定させるかもしれない。したがって、DCF法においては使用する事業計画が、誰によってどのような目的で策定されたものであるかを予め確認しておくことが極めて重要となる。

3.2.7.4 DCF 法の利用主体

DCF法で算出した企業価値は、その算定に当って使用した事業計画をもとにした場合の価値であるため、その事業計画を策定した主体が経営する場合の会社の価値を意味する。つまり DCF 法で算出された価値は、市場株価法や類似会社比較法とは異なり、経営権をもったマジョリティの株主にとっての価値を意味する。対象会社の経営者が売り手の方針をもとにした事業計画を策定していれば、その事業計画をもとにした算定結果は、売り手という支配株主にとっての価値であるということに留意が必要である。

3.2.8 DCF 法の特徴

将来のフリー・キャッシュ・フロー予測は困難であり、前提条件の置き方で評価結果が変わるので、客観性がないという批判があるが、将来に不確実性がある以上はそれは当然のことであり、むしろ前提条件と評価額の関係が透明に見えることが DCF 法の最大の長所といえる。DCF 法で企業評価価値をすることによって、詳細なフリー・キャッシュ・フローの分析が必須となり、対象企業の収益構造や事業性を十分に検討せざるを得なくなるのである。ただし、実務上は前提条件や価格の妥当性につき現実性の検証を行うために、次の節で述べる類似会社比較法や類似事例比較法などを併用するのが一般的である。

研究開発費を資産計上して数期にわたって償却するような会計制度のもとでは、単純な公式に当てはめると償却費は足し戻されるが、研究開発費の実支出額は差し引かれず、あたかも研究開発費がゼロであるかのような FCF の過大計算となってしまう。また大きな設備投資の代金を長期分割で支払った場合、負債勘定には多額の設備関係支払手形や長期未払い金が計上されているが、いずれ現金流出するものであるから、支払時期に合わせて FCF から控除しなければならない。

リストラクチャリング費用等として、巨額の特別損失を計上している場合、引当金

の増加といった形で費用を前倒し計上していることもある。そうすると翌期以降の利益は改善するが、実際には損益計算書に表れない現金流出（会計上は引当金の減少）があり、これも FCF から控除する必要がある。これらは、投下資本の純増額を差し引くと統一的に理解し、各勘定科目がどこに分類されるかを考え、金額の大きなものについてはその事業上の性格を把握していれば、防げる誤りである。

M&A の場面では、シナジー効果も含めた FCF をもとに価値評価を行うことが多いが、この場合の評価価格は上限価格と考えるべきである。なぜなら、もしシナジーをフルに織り込んだ評価価格で買収すると、想定どおりのシナジーが実現できたとしても、その経済的成果は全て買収対象企業の株主に帰属してしまい、買収側にはメリットが残らないからである。

リスクと期待収益が等しい 2 種類の株式があって、一方は上場株式、他方は非上場株式とすると、流動性の劣る分だけ非上場株式の方が低く評価される。これを市場性欠如によるディスカウントという。DCF 法で割引率の算定に CAPM を用いる場合、割引率は上場株式の少数持分に対する期待収益を反映したものになるから、これを使って非上場株式の少数持分を評価するときには、得られた価格からこのディスカウント分を差し引く必要がある。

次に、企業支配権の問題であるが、第 1 章で述べたように、企業の少数株式を保有する場合と全株式を保有する場合を比較すると、全株式を支配したほうが企業の経営とそのフリー・キャッシュ・フローを支配できる分、一株当たりの価値も割高になると考えられている。一般に買収対象企業の株主はプレミアムを期待するであろうが、それはあくまでも非買収者からみた期待の話で、買収者の立場からは、シナジーを含む価値評価結果によりプレミアム付きの買収価格が正当化できるかどうかを確認しなければならない。

また、企業をまるごと買収する場合に、元が上場企業でも買収の結果非上場になるので、DCF 法で企業の買収価格を算定する場合には、上場株式の少数持分に基づいて、非上場株式の支配持分を評価することになる。この場合、市場性欠如によるディスカウントを適用すべきかという問題がでてくるが、一般には支配持分であれば、企業自体の売却や企業資産の売却、フリー・キャッシュ・フローの分配を行うこともできるし、特に買収者が上場企業の場合は、結局は市場性のある自社の株式の評価にきゅうしゅうされてしまうので、ちょうど設備投資の評価を行うに際しての価値評価実務では、支配持分に対しては、市場性欠如によるディスカウントを適用しないことが一般的である。

3.2.8 DCF 法のまとめ

DCF 法で妥当な結果をえるためには、(1) 正確なモデル (2) 妥当な前提条件 (3) 結果の解釈と判断の 3 要素が重要である。まず DCF 法の正しい理解に基づいた正確なモデル作成が出発点となる。モデルが正確であれば、DCF 法による算定価格の妥当性は前提条件の妥当性にかかっている。いくら精緻なモデルを作成しても、前提条件が非現実的であれば結果も非現実的なものになる。これを価値評価の格言で、“Garbage in, Garbage out”という。しかし、将来フリー・キャッシュ・フローの予測や割引率について唯一の正しい値を決定することは不可能であり、前提条件には必然的に幅が出てくる一方、その評価額に与える影響は極めて大きい。そこで価値評価の結果の解釈が重要になってくる。具体的には、現実性の検証や他の評価手法結果との照合により、結果の妥当性を検証して修正を重ね、価値評価の質を高めていくのである。結局、最後の拠り所は、評価者の知見と経験に基づいた判断である。企業価値評価はサイエンスであると同時にアートであるといわれる理由はここにある。

3.3 マーケット・アプローチ（類似会社比較法）

3.3.1 類似会社比較法の概要

類似会社比較法とは、評価対象会社と事業内容、事業構造、規模などが類似している上場会社の株価と指標をもとに、評価対象会社の事業価値、株式価値、企業価値を算定する方法である。指標には、EBITDA 倍率、EBIT 倍率、売上高倍率等がある。実務では、M&A での適正価格判断や株式アナリストの株価評価、株式公開時の値付けなどに、それらの指標が使われてきた。この方法は、従来、実務的な便法と見なされ、理論の立場からは軽視されてきた。以下では、図に従って、具体的にその算定方法を説明していくとともに、DCF 法との理論的整合性を考察し、将来のフリー・キャッシュ・フローの不確実性と効率的市場仮説を前提とすると、マルチプル法は理論的にも DCF 法と併用すべき極めて有用な価値評価手法であることを明らかにする。

3.3.2 ステップ 1（類似会社の選定）

最初のステップは、評価対象会社と事業内容、事業構造、規模などが類似している同業他社を複数社抽出する作業である。類似会社比較法では、時価総額情報を使用するため、抽出する比較対象会社は、上場企業でなければならない。比較対象会社は、5 社~10 社程度、抽出することが多い。

3.3.3 ステップ 2 (指標の選定)

次に、抽出された同業他社の事業価値と相関が強いのはどの指標かを特定する。

EBITDA や EBIT が使われることが多い。これらの利益指標を取ると、評価対象会社や評価対象会社の指数がマイナスになることがある。そのような場合は、利益指標ではんあい指標が使われることがある。また、業界特有の指標の方が親和性が高い場合においても、利益指標ではない指標が使われることがある。例えば、インターネット業界等では、クリック数やサイトへのビジット数、証券会社では口座数、コンサルティング業者ではコンサルタントの人数である。

3.3.4 ステップ 3 (倍率の算出)

どの指標を使うかが決まったら、各同業他社について、指標の何倍が事業価値または企業価値になるかを算出する。これは、比較対象として抽出した各社の倍率から中央値または平均値を求めて算出する。また、ある一定の時期における同じ業界であれば、各社とも同じような倍率に収斂することが多い。したがって、特定の業界を観察している場合は、その業界においてどの指標が一般的であるのか、時間の経過とともに、市場環境や業界環境、されに収益構造が変わると、倍率も変わるため、倍率は定期的に見直すことが大切である。

3.3.5 ステップ 4 (事業価値、株主価値の算出)

次に、算出した倍率を評価対象会社の指標にかけて、事業価値を算出する。2章で説明したように、その事業価値に非事業資産の価値を足して、有利子負債を差し引くと、株式価値が算出される。株式価値を流通株式数で除すると、1株当たりの株主価値が算出される。

3.3.6 類似会社比較法の留意点

類似上場企業は、考え方がシンプルであり、実務上計算が簡単であるため、便利に活用される手法であるが、企業評価において使用する際には、留意すべき点がある。

第 1 に、どう類似点を探しても、上場会社に類似会社が見当たらない場合である。このようなケースはコンテンツ主体の新興産業やベンチャーキャピタルにおいて起こり得る。類似会社比較法では、抽出した類似会社に納得性がないと、算定された株主価値への信頼性がなくなるため、無理矢理に類似会社を抽出すべきではない。

第 2 に、類似会社比較法において各社の倍率を取る場合、他社と大きく乖離して倍

率が高くなる場合である。このようなケースでは、2つの解釈がありうる。1つは、一時的に業績が低迷し、利益がきわめて低くなったため、倍率が高くなるケースである。もう1つは、当該ビジネスモデルにのっとして想定される利益をきちんと出している会社に対して、何らかの事情により市場がその将来性を高く評価しているケースである。類似会社比較法は、平時のビジネスサイクルにおける倍率を求めるものである。公社の場合は大きな問題はないが、全社のように一時的な要因によって異常な倍率が算出される場合、これらの会社は除いて、平均倍率を算定する、あるいは平均値ではなく、中央値を採用する等の配慮が必要である。

類似会社比較法を用いると、海外の会社と日本の会社を比較するようなクロスボーダーの比較も可能である。ただし、その場合、例えば減価償却の方法等、国によって異なる会計基準の影響を受けないように、指標には EBITDA 等を選ぶといった配慮が必要となる。

第3に、類似会社比較法は、対象会社が上場会社であっても非上場会社であっても、採用することが可能である。ビジネスモデルが固まっており、今後も安定的な利益水準が期待できるような成熟産業の会社の評価において採用されることが多い。安定的なビジネスモデルであれば、これくらいの利益が出ればこれくらいの価値がついてもよかろうと考えられるためである。2節で説明した DCF 法は見積もりの要素が大きいため、どのような事業計画であるかによって株主価値の評価結果が異なる。そのような場合に、類似会社比較法で算出された価値は、抛り所とされることが多い手法である。

第4に、類似会社比較法は、4節および5節で述べる手法と同様にマーケット・アプローチに属しているため、算出された価値は、少数株主持分を譲渡する際の評価額である。したがって、経営の支配権を獲得できるだけの持分を買収または売却する際には、類似会社比較法による評価額にコントロール・プレミアム分を上乗せすることが必要である。

第5に、投資ファンドが企業評価を行う際には、DCF 法よりも類似会社比較法が重視されることが多いことである。投資ファンドは、最終的には対象会社を売却する。これを EXIT というが、EXIT 時のキャピタルゲインにより投資収益が大きく変るため、最終的にいくらで売れるかは、投資ファンドにとって極めて重要である。DCF 法は、対象会社が策定した事業計画の内容をもとにした主観的な価値を表す手法であるのに対し、類似会社比較法は、客観的に評価される手法である。投資ファンドにとっては、絶対的な価値がいくらであるより、EXIT の際に投資家がどう評価するか、あ

るいはいくらで投資家が買うのが重要である。そのため、投資ファンドのバリュエーションにおいては、類似会社比較法が好まれるのである。さらに、EXITの手法により、異なる指標を比較することが多い。例えば、EXIT手法がIPOの場合は、PERや純利益が使われることが多い。これは、IPOに際しての株価算定の基準がPERや純利益を使うことが多いからである。また、特定の買い手に売却するM&A取引の場合は、EBITDA倍率を使うことが多い。これは、M&A取引においては、EBITDAが指標として使われることが多いためである。

3.3.7 類似会社比較法のディスカウント

類似会社比較法において企業価値を算出する場合に、ディスカウントを用いることがある。第1に、規模が異なる会社を類似会社とする場合である。第2に流動性が低い株式の場合である。

類似会社比較法を用いる場合、類似会社として採用するのは、上場会社ではなくてはならない。そのため、対象会社と比較して、大きく規模が異なる会社を類似会社として抽出せざるを得ないことがある。評価対象会社のビジネスにおいて、規模の経済性が明らかにあるとみられる場合や、逆に対象会社の規模が小さいことにリスクがあると認識される場合は、評価においては、規模が小さいことに対して、ある一定のディスカウントを入れるなどの配慮が必要である。

非上場会社の株式には、譲渡制限が付いていることが多い。類似会社として取り上げた上場会社と比較すると、非上場会社の株式は流動性が低く、換金性の観点からリスクが高いと考えられる。そこで、非上場会社の株式の価値評価においては、この非流動性のリスク分だけ割り引くことがある。これを非流動性ディスカウントと呼ぶ。

実務的には、非上場会社の価値評価において、類似会社比較法を使う場合、一般に、上場会社と比較し規模が小さく、流動性も低いことから、規模のディスカウントと非流動性ディスカウントの両方を加味することになる。その場合は、両方のディスカウントを勘案して、2割から4割のディスカウントをかけることになる。

3.3.8 マルチプル法とDCF法の関係

EBITDA倍率は企業評価がEBITDAの何倍で評価されているかちおう指標である。分子は市場評価ベースの企業価値であり、簡便には「時価総額+純有利子負債」で示される^{vi}。また分母のEBITDAは、簡便には「償却前営業利益」（減価償却費前の営業利益）を使うことも多い^{vii}。EBITDA倍率は、市場評価ベースの企業価値を、フリ

ー・キャッシュ・フロー予測の根幹をなす EBITDA と比べている。ここで、「もし市場価値が DCF 価値を正しく反映していると仮定すると、EBITDA 倍率は何を表しているのか」を考えてみる。ただし、モデルの簡便化のため、企業の利益は一定の成長率（g）で伸びていくものとし、今後の新規投資に対する投下資本利益率（ROIC）や EBITDA に対する減価償却費の比率（d）を一定と仮定する。またフリー・キャッシュ・フローの割引率となる加重平均資本コストを WACC、税率を t とする。このような簡易 DCF モデルを前提とすると、EBITDA 倍率は以下のように表される^{viii}。

$$EBITDA\text{倍率} = \frac{(1-d)(1-t)(1-\frac{g}{ROIC})}{WACC-g}$$

つまり、EBITDA 倍率は、①成長率、②投下資本、③加重平均資本コスト、④EBITDA に対する減価償却比率、⑤税率の判断をただ 1 つの指標に集約したものである。一般に、成長率が高く新規投資の収益性が高い企業は、EBITDA 倍率が高くなる。また設備投資をあまり必要としない企業は、減価償却費が少ないので、EBITDA 倍率が高くなる。ただし、成長性と EBITDA の関係には、新規投資の ROIC>WACC という重要な制約条件がある。資本コストを上回る収益率の投資を行っていけば、成長率を上げることが EBITDA 倍率の上昇、ひいては株価上昇につながるが、新規投資の収益性が低いと、無理に成長を図るほど EBITDA 倍率はかえって低下し、株主価値が破壊されてしまうのである。企業経営上、利益をともなった成長が重視される理由がここにある。

このように、簡便なモデルでも EBITDA 倍率の性質について多くの洞察が得られるが、あくまで簡便なモデルなので価値評価等の定量的な議論に使うのには限界がある。実際には、簡易 DCF 評価の条件は満たされていないので、現実の EBITDA 倍率は、上記の①から⑤のようなさまざまな要因のある種の平均的な期待値を反映していると考えられる。DCF 法による評価は、FCF の予測により相当幅のある結果となるが、どの評価結果が妥当かは予測の妥当性に依存する。もし、多数の類似企業群に対して、内在価値型の効率的市場仮説が平均的には成立しているとする、類似企業から抽出された EBITDA 倍率には妥当な将来予測が内包されていることになる。したがって、類似企業比較法は、評価者の恣意的な予測に基づく DCF 法よりも内在価値の推定に有用である可能性がある。

3.4 マーケット・アプローチ（類似案件比較法）

類似案件比較法とは、過去の行われた類似する案件をベースにして、企業価値評価を行う方法である。基本的なコンセプトは3節で説明した類似企業比較法と同じである。例えば、ある製薬会社が同業他社を買収しようとする時、その同業他社の価値を過去に製薬業界もしくは類似する会社を対象に行われた買収案件をベースに算出する方法である。類似企業比較法と同様に比較する指数として EBITDA が用いられる事が多い。

類似企業比較法と似ている類似案件比較法であるが、大きくことなる点が1つある。それは、類似企業比較法が買収企業のコントロール・プレミアムを含まない値であるのに対して、類似案件比較法はそれを含む値であるということである。なぜなら、少数株主持分としての価値を算出する類似企業比較法とは違い、類似案件比較法は、経営主体としての価値を算出するからである。

3.5 マーケット・アプローチ（市場株価法）

3.5.1 概要

市場株価法とは、過去1ヶ月から6ヶ月程度の市場株価をもとにした平均株価を評価額とする手法である。株価は、多くの投資家の需要と供給によって形成され、企業の将来の収益力や財産価値などの要素が一体として反映されるものである。したがって、多くの参加者によって形成される株価を平均して求める市場株価法は、客観性が高いといえる。平均値の取り方としては、取引量と株価の関係性を重視した出来高加重平均株価である VWAP（Volume Weighted Average Price）や終値平均をとることが多い。TOBにおける、公開買付届出書には、慣習的に終値平均で記載されることが多い。

市場株価法がもとにしている株価は、基本的には、市場で売買される小口の株取引の際の価格である。そのため、市場株価法で算出される株価は、少数株主のための株価であると捉えることができる。したがって、当該会社の経営権を保有する少数株主の株価を市場株価法にて算出する場合には、算定した平均株価に経営権に相当する分のコントロール・プレミアムを上乗せする必要がある。

企業価値評価の目的は、市場で付いている価格である市場株価が本当に会社の実態の価値であるのかを検証することである。そうだとすると、市場株価を企業価値評価において使用することに矛盾を感じてもおかしくない。しかしながら、市場で形成された株価は、それなりの理由があつてついているものである。不自然に高い、または低い株価が付いていれば、市場株価はその会社について有益な情報を発しようとして

いるのである。例えば、将来性に不安があれば、現在の業績を問題なくとも、高い価格が付かない。つまり、市場株価法を企業価値評価の手法として取り入れている意味は、過去に形成された株価の推移をみることによって、その裏にある市場からの評価を汲み取ることである。

3.5.2 利用する際の留意点

3.5.2.1 出来高が少ない銘柄

上場している株式の中には、出来高が極端に少ない銘柄がある。これは、新興市場に上場している会社や流動株比率が小さい会社においてしばしばみられる傾向であるが、このような銘柄の株価は、多くの投資家の需要と供給によって形成された株価とは言い難い。そのため、他の評価方法を採用する蓋然性が高い場合、上場会社の評価であっても、実務上、市場株価法を採用することを差し控えることもある。

3.5.2.2 不自然な株価の動きの銘柄

上場している株式の中には、風評被害を受けたり、いわゆる仕手筋が動き、株価が上場不自然な動きをしたりしていることがある。このような場合、企業価値評価にあたっては、不自然な株価の動きが観察される機関を除いて平均株価を取るようになる。その際に、観察期間が極端に短くなるようであったら、基準日から遡る期間を多少長く取る等の配慮が必要である。

3.5.2.3 経営統合案件のリーク

上場企業における経営統合は、一般には秘密裏に進められるが、会社が経営統合を正式に発表する前に、新聞等のメディアがこれをスクープする場合がある。会社がこのようなスクープ内容を肯定するか否かを問わず、当該銘柄の市場株価は乱高下することがある。このような場合には、市場株価法の評価基準日を当該統合スクープがあった日を基準日とする等の配慮が必要である。

3.5.2.4 決算発表および決算予想の修正

会社の決算が発表されると、市場での出来高は一般に多くなる。決算発表では、それまでの予想と実績にどの程度の乖離があるかが判明し、新年度の予想が新たに発表される。これらの情報によって当該会社に対する市場のコンセンサスが変わってくる場合は、決算発表後の市場株価を用いて評価する棟の配慮が必要である。決算予想の修正についても同様である。決算予想の修正の結果が、市場株価に大きな影響をおよぼ

す場合には、評価においては修正発表後の期間を用いる等の配慮を行う。

3.6 コスト・アプローチ

時価純資産法は、特定時点の財産価値に着目した算定方法であり、貸借対照表を時価に修正した純資産を算出する。貸借対照表に計上されていない簿外債務、例えば見認識の退職給付債務や保証債務等も考慮する。例えば、簿価上は、資産 200 億円、負債 100 億の会社があったとする。そして、その会社の株式・ゴルフ会員権の時価評価が簿価より 70 億円低かったとする。さらに建物の時価評価が簿価より 10 億円低かったとする。このような場合、時価純資産法による純資産は 200 億から 100 億を引いた 100 億ではなく、さらに評価損を考慮した 20 億円となる。

確度が高い時価を算定することができれば、時価純資産法は、現時点における当該企業について客観的な財産価値を導出することが可能である。また、DCF 法等と異なり、将来の見積もりの要素が比較的少ないというメリットがある。

時価純資産法は、グループ内再編において、以前から多く採用されている。グループ内再編の場合は、グループ内の別の会社の株主が変わるだけであり、事業の実態は何も変わらない。このような場合は、以前の取引と大きくはなれる算定結果になると、以前の取引を含めて関与者の間において、過剰に説明責任が重くなる。さらに時価純資産法を用いて評価を行うと大きな売却益課税が発生する可能性が低い。そのため、以前から継続して採用している企業価値評価として、純資産法を採用する傾向がある。

3.7 算定結果の取り扱い

6 節までに述べた手法が主な企業価値評価手法である。どの手法を採用するかは、買い手にとっての当該 M&A 取引を実施する目的や、企業価値評価の実施にあたり必要な情報がどの程度対象会社から入手できるのか等の作業環境によって異なってくる。実務では、既述の手法のうち、複数の手法を選択し、それらの算定結果を総合的に勘案した上で、株主価値を算定することが多い。そこで本節では、どのような観点で手法を選択するのか、さらには複数の手法で算定した結果を最終的にどのように取り扱うのかについて説明する。

3.7.1 採用手法の決定

買い手にとって、M&A 取引の目的が、無形のノウハウ等も含めて、対象会社の事業そのものを獲得する事である場合、買い手は対象会社の事業の将来を買うことにな

る。そのような場合は、事業計画をもとにした DCF 法などのインカム・アプローチを採用することが合理的である。一方で、買収する資産を別の目的で活用するような M&A 取引の場合、買い手の目的は、対象会社が過去に投資した資産の買収になる。そのような場合は、純資産法等のコスト・アプローチを採用することが合理的である。以上の例からも分かるように、買い手にとって、M&A 取引の目的が何であるかは、どの算定方法を採用するかを決める際の大きな要因になる。他方、マーケット・アプローチは、対象会社がいくらで売れる、または買えるのかについての、いわゆる相場観を得るのに有効である。

企業価値評価において、対象会社から必要な情報を提供してもらうことが必要であるが、対象会社の管理体制の巧拙や、当該 M&A 取引に対する対象会社からの協力体制の状況によっては、必要な情報が揃わないことがある。こういった場合、開示情報だけを用いる簿価純資産法および上場会社であれば市場株価法が望ましい。時価純資産法では、時価情報が必要であるため、必要に応じて、対象会社が保有している情報を提供してもらうことになる。DCF 法については、事業計画が必要であるため、対象会社からの協力は欠かせない。

敵対的買収の場合は、対象会社からの協力が得られないため、採用できる手法は限定的となる。敵対的買収でなくても、対象会社側に必要な情報が整備されていない場合、特定の手法は採用できない。

3.7.2 算定結果の報告方法

以上のように、それぞれの M&A 取引の特徴や情報入手可能性の観点から、どの手法を採用するかを決定するが、複数の手法を採用する場合、それらの結果が、ある 1 点の数字に収斂することは、実務上ほとんどない。一般にもっとも高い評価額が算定されやすいのは、DCF 法である。それは、DCF 法が将来の事業結果に基づくからである。経営者は、成熟経済化であっても、右肩上がりの計画を描くことが多いからである。逆に、一番低い評価額な算定されやすいのは、時価純資産法である。時価純資産法は、資産価値を表すものであるから、ノウハウやブランド等の無形資産の価値が反映されないからである。

複数の手法で算定した複数の結果について、かつてはそれぞれの手法の重要性に基づいて、加重平均する手法も行われていたが、最近は加重平均をとる方法はほとんど使用されていない。その代わりに、各手法において採用した算定結果の下限と上限の数字を取り、レンジとして把握すること多い。これは、できるだけ、恣意性を排除し算

定結果を忠実に報告書に反映させようという考え方に基づくものである。

第4章 TOB プレミアムの実証分析

4.1 先行研究の紹介

3章までの議論により、上場会社を買収する場合は基本的に TOB を行い、上場会社の株式を手にする。そして、多くの場合、買収価格は市場価格より高く、買収企業が非買収企業の経営権を支配する対価として TOB プレミアムを支払うことが多い。これがどのような要因によって決定されているのかについては、理論的には2章で述べたが、実証研究はこれまでのところ多くはない。強いて例をあげれば、Anderson and Dyl(2004)による米国の上場会社による自社株公開買付におけるプレミアムに関する研究がある。この研究によると1979年から1999年までの399件の自社株公開買付に関して重回帰分析によって分析した結果、プレミアムは、公開買付前一定期間平均の平均株価で代替した株主の税務上の推定簿価と買付価格から計算した投資家のキャピタルゲイン税額が小さいほど小さくなり、時価総額の小さい会社ほど大きくなり、公開買付前30日間の株価動向が低調なほど高くなり、買付の規模とプレミアムには相関関係がみられないと報告されている。この他にも、Bradley, Desai and Kim(1988)やStulz, Walking, and Song(1990)など、買収手法を公開買付に限定して、プレミアムが買収手法を公開買付に限定して、プレミアムが買収者の買付以前の持株数や必要取得株数比率などにどのように影響を受けるかを研究した例はあるが、プレミアムを網羅的に分析した実証研究はほとんどない。

4.2 モデルの紹介

そこで、2007年から2009年6月までに日本で起こったTOB132件に関して、どういった要因でTOBプレミアムが決定されているかを実証分析する。3章までの議論により、TOBプレミアムとして考えられる要因としては、取得株数割合、親子上場、買い手がファンドか事業会社か、敵対的か非敵対的か、対等合併かそうでないか等が考えられる。そこで、回帰式は

$$\begin{aligned} \text{買収プレミアム} &= \alpha_1 \times \text{取得株数割合\%} \\ &+ \alpha_2 \times \text{親子上場} \\ &+ \alpha_3 \times \text{敵対的 (敵対的=1、友好的=0)} \\ &+ \alpha_4 \times \text{対等合併 (対等=1、それ以外=0)} \\ &+ \varepsilon \end{aligned}$$

となる。

4.3 実証結果

以下に、重回帰結果を載せる。

説明変数名	偏回帰係数	t値	p値	判定	自由度修正済決定係数	0.11
取得%	0.15	3.12	0.005	***		
親子上場	-10.52	2.05	0.008	***		
敵対的	8.45	2.07	0.04	**		
対等合併	-0.85	2.06	0.04	**		

第5章 結論

実証によって求めた値は、3章までに理論的に導かれる符号と概ね整合しており、リーズナブルな結果となった。

3章で明らかなように、買収プレミアムは、買い手の買いたさ、売り手の売りたいさ、対象会社の希少性などのように定量化できない要因や予想シナジー規模などのように、定量化は可能だが、第3者が公開情報から推定できない要因などの影響を大きく受けることがある。そもそも観測されるプレミアムと当事者が合意したプレミアムは同一のものではないという問題があるので、結果として制度の高い回帰式を求めることは、分析する以前から困難な命題であるとも言える。しかしながら、実証結果として出た値は、理論的にも納得のいく部分が大きく、実務に多少の示唆を与え得る、意味のある結果となったといえる。

プレミアムの要因として親子上場がマイナスに有意となったが、これはデータ数が少なかったためだと考えられる。このことを考えると、親子上場においてもプレミアムがつくようになった傾向にあると考えられる。また、対等合併に関しても、5%水準では棄却されるが1%水準では棄却される。つまり、日本企業同士の合併では従来から対等の精神といったコントロール・プレミアムを無視するかのようなM&Aが行われてきたが、それが少しずつ改善しつつあることを示唆しているのではないかと考える。

参考文献

- アビーム M&A コンサルティング (2008),「M&A におけるプライシングの実務」中央経済社.
- 池尾和人・池田信夫 (2009),「なぜ世界は不況に陥ったのか 集中講義・金融危機と経済学」日経 BP 社.
- 池田信夫 (2009),「希望を捨てる勇気」ダイヤモンド社..
- 井手正介・高橋文郎 (2000),「経営財務入門」日本経済新聞社.
- 田村俊夫 (2008),「MBA のための M&A」有斐閣.
- 鶴光太郎 (2007),「日本の経済システム改革」日本経済新聞社.
- 服部暢達 (2008),「実践 M&A ハンドブック」日経 BP 社.
- 服部暢達 (2004),「実践 M&A マネジメント」東洋経済新報社.
- 渡邊顯 (2007),「敵対的買収」角川書店.
- 内閣府 PFI ホームページ <http://www8.cao.go.jp/pfi/index.html>
- 国立社会保障・人口問題研究所 日本の将来推計人口 (平成 18 年 12 月推計)
- 平成 21 年度経済財政白書
- 平成 20 年度経済財政白書
- Anderson and Dyl(2004),“Determinants of Premiums on Self Tender Offers”,
Financial Management,Spring,pp.24-45
- DePamphilis, D.(2007), *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*,
4thed, Academic Press
- Harding, D. and S.Rovit(2004), *Mastering the Merger*, Harvard Business School
Press.
- Jensen, M. and W. Kaplan(2001), “Theory of the Firm:Managerial Behavior,
Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*,
Vol.3, No4
- Stephen A.Ross,Randolph W.Westerfield,Jeffrey F.Jaffe(2007) 平成 19 年「コーポ
レートファイナンスの原理 第 7 版」大野薫訳 金融財政事情研究会

あとがき

今年の春から社会人になるにあたり、自分の仕事を学問の視点で分析するとどうなるかというのがこの卒論のテーマを決めた理由の一つである。TOB プレミアムをより深く勉強していくと、理論と実務にそれほどの違いがないことがわかった。むしろ両者は相互に影響しあっており、社会人として仕事を行っていく上で、より幅広い視野で物事を判断できるようになったと思う。

最後に本論文の作成にあたり、指導教官である石橋孝次先生に大変お世話になった。2年生のゼミ面接のころから、1年間留学に行くという特例措置を認めていただき、留学中もありがたいアドバイスを頂いた。2年間熱心な指導をしていただいたことに対し、この場を借りて感謝の意を表したい。

-
- i 非上場株式は、原則簿価で計上されている。持分法適用会社の株式については、被投資会社の純資産のうち、投資会社に帰属する割合分で評価される
 - ii ただし、小売事業など、現預金が明らかに事業資産の一部である場合もある
 - iii 詳しくは第3章における議論を参考
 - iv 持分法投資損益は税引き後の損益であるので、FCF 計算上は注意が必要である。
 - v その場合、正確には全面時価評価法か部分時価評価法かにより少数株主持分の簿価が異なることに注意が必要である
 - vi 正確には、純有利子負債に少数株主持分等を加える
 - vii 正確には、「税・金利・償却前利益」であり、金利関係以外の営業外損益等にも含めるべき項目がある
 - viii 詳しくは田村（2009）を参照のこと