

2019年3月13日

一物“多”価は当たり前!?!の企業価値算定

企業価値算定に込められた“想い”を読み解く

経営コンサルティング第二部
コンサルタント 佐藤 翔

1. はじめに

M&Aのプロセスの一つに企業価値算定がある。会社の買収にあたり適正な金額がいくらであるかを算定する。通常、「買い手」と「売り手」でそれぞれ企業価値算定を行い、算定された金額をもって両社が交渉に臨む。その妥結点が買収金額として株式譲渡契約書に記載される。

M&A業界ではこの企業価値算定を「バリュエーション」という。バリュエーションには、会計・税務・財務・金融工学といった知識だけでなく、算定の対象となる企業のビジネスの理解も必要とされ専門性が高い。

投資銀行、会計事務所、コンサルティングファームなどが得意とする分野であり、その多くはバリュエーションの専門部隊を擁する。中にはバリュエーションに特化したコンサルティングファームも存在する。

コンサルティングファームに依頼したバリュエーションによる金額が交渉相手の提示する金額水準と異なり、戸惑うこともあると思う。交渉を円滑に進めるには、バリュエーションによる金額が相手方とある程度一致している方が望ましい。しかし、交渉相手との金額の差異を、安易にバリュエーションのパラメータの調整によって解消してはいけない。金額の差異には必ず理由があり、その理由を無視することが意思決定に歪み（ゆがみ）を生じさせる。

2. そもそも、なぜバリュエーションが必要なのか？

売買取引にあたり企業の価値を金額に置き換える必要がある。企業は貸借対照表に計上される有形・無形の資産のほかにも、貸借対照表に計上されない人的資産や企業文化といった利益獲得のためのさまざまな経営資源を有している。これらの経営資源の複合体である企業の価値を算定し、金額に換算することで買収金額の目安を提示することがバリュエーションの目的である。

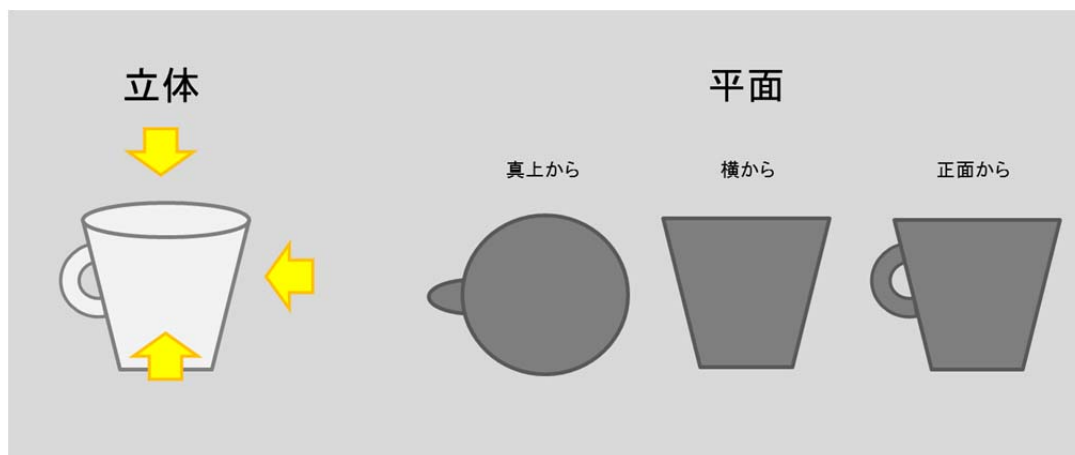
特に、非上場会社の株式は上場株式のように時価を反映した株価が公表されているわけではない。買収金額を検討するには、専門家によるバリュエーションが必要になる。

3. 複合体としての企業を、どう金額に置き換えるのか？

影絵をイメージして頂きたい。影絵は立体を平面に置き換える。光を当てる角度により、同一の立体であっても異なる影絵を映し出す。

カップの影絵では真上から、横から、正面から、と光を当てる角度を変えることで平面に映し出される影絵が円だったり、台形だったり、取っ手が見えたり見えなかったりする。

(図表1) カップの影絵



出所：大和総研作成

バリュエーションはこれとよく似ている。企業は経営資源の複合体（立体）であるが故に、どの方式の算定手法を用いるか（どこから光を当てるか）によって異なる金額（平面）が算定される¹。一般的に、算定手法には3つのアプローチがあるものとし

¹ ただし、各手法を適切に適用すれば算定された金額の差異について合理的な説明が可能である。

て説明される。

- インカムアプローチ
…企業が獲得する収益力を基礎に算定を行う。
- ネットアセットアプローチ
…企業の貸借対照表の純資産を基礎に算定を行う。
- マーケットアプローチ
…多数の投資家の取引対象となっている上場会社の株価を基礎に算定を行う。

各アプローチにさらに詳細な算定手法²があり、算定対象となる企業の特徴（業種や成長ステージ等）や取引の態様（どの程度の議決権の獲得となるか等）によってケースバイケースで算定手法を使い分ける必要がある。なお、バリュエーション手法については書店に多くの書籍が並んでいるため、ここでは上記のとおり簡単に触れるだけに留める。

4. バリュエーションの目的によって算定金額が変わる？

算定手法だけでなく、バリュエーションを行う目的によっても算定金額は変わる。

バリュエーションの目的は大まかに2つに分類できる。

一つ目は、M&Aにおける買収金額の目安の把握である。ここには、売買だけではなく増資の引受等も含まれる。

二つ目は、裁判における株式買取請求権の行使があった場合の買取金額の算定である。合併などの組織再編があった場合、その組織再編に反対する株主は会社に対してその有する株式の買い取りを請求できる。株主と会社との間で買取金額が合意に至らないと、株主は裁判所に価格決定の申し立てを行うことができる。そして、裁判所はその裁量により公正な価格を決定するものとされている。

なお、これらの目的のほか会計目的として、買収した企業の“のれん”の金額の算定や減損判定のための株式の時価の算定のためのバリュエーションが挙げられる。

M&Aでは買い手・売り手が、買取請求では裁判所が関与しバリュエーションが行われる。裁判所が関与するバリュエーションは両当事者にとって公正な金額の算定に主眼が置かれるところにその特徴がある。

裁判所が関与するバリュエーションについては詳細に論考された良書があり、また、

² たとえば、インカムアプローチであればDCF法、収益還元法、配当還元法などがある。それぞれのアプローチには複数の算定手法が存在する。

会計目的のバリュエーションについても専門書が充実しているのでそちらに譲るとして、本レポートではM&Aにおけるバリュエーションについて考察を進める。また、「買い手」と「売り手」という取引の立場の違いに生起する論点³はあるものの、紙幅の都合上「買い手」に注目して見ていくこととする。

M&Aの「買い手」に絞ると、主要なプレイヤーは事業会社と投資ファンドに大別できる⁴。そして、事業会社と投資ファンドのバリュエーションに対する姿勢が大きく異なることが、一物“多”価の要因の一つとなっている。

(1) 事業会社の姿勢

事業会社がM&Aを志向する目的は様々である。一般的にはM&Aにより享受を期待する効果は、規模の拡大、事業領域の補完による競争力の向上や、自社単独では難しい、または、時間を要する技術・ノウハウ・人的資産の獲得等があげられる。すなわち、自社資源をより効果的に活用し競争力を高めるための相乗効果を狙うのである。

このような目的があるため、事業会社によるバリュエーションは対象会社との相乗効果まで織り込むことがある。M&A後の相乗効果まで織り込んだ上で、どの水準の金額までなら売り手に払っていいものか、を検討することになる。

(2) 投資ファンドの姿勢

投資ファンドは、資金拠出者にリターンを上乗せして返済する、という使命を負っている。もし、投資に失敗すれば資金拠出者に損をさせるのみならず、次回ファンド組成の原資となる資金を集められず、資本市場からの退場を余儀なくされてしまう。使命を果たすためには、安値で買い、価値を上げ、高値で売ることが大原則となる。バリュエーションの発想も、まずはいくらで売り抜けられるか(売却金額)を想定し、資金拠出者に約束したリターンを勘案した上で買収金額を設定する。売却益から資金拠出者に約束したリターンを差し引いた金額が投資ファンドの取り分となるため、買収金額を下げる誘引が強く働く。また、少しでも回収率を高めるために、優先配当権⁵や取得請求権⁶の付された種類株式による第三者割当増資を引受ける、といった離れ業を多用することも投資ファンドの特徴である。

³ たとえば、DCF法によるバリュエーションの基礎となる事業計画について、売り手は楽観的な観測により計画を立てるのに対し、買い手はより慎重に保守的な観測に基づいた計画を基礎とする、等。

⁴ エンジェル投資家のように個人で巨額の財産を有する買い手もあり、その存在感は大きい。しかし、株式会社のように株主への説明責任があったり、投資ファンドのように資金拠出者への説明責任があるわけではない。成功も失敗も自己責任であるエンジェル投資家は説明責任という観点からは、バリュエーションの必要性は高くないため、ここでは割愛する。

⁵ 普通株式に優先して配当を受ける権利のこと。

⁶ 株主が会社に対して株式の買戻しを請求できる権利のこと。

このように、事業会社と投資ファンドでバリュエーションに対する姿勢が異なる。同じ企業を対象にバリュエーションをしてもその企業の価値が異なる金額として算定されることになる。ここに、一物“多”価のバリュエーションが存在する。

5. 共同出資の困難

M&Aにおいて「買い手」と「売り手」の金額交渉が困難を伴うのは、立場の違いがあるため当然のことである。しかし、「買い手」同士という同じ立場であっても困難を伴うケースがある。ベンチャー企業への共同出資というケースで見していきたい。

(ケース1) 事業会社との共同出資

あるベンチャー企業が成長のための資金を欲している。

そのベンチャー企業の有する技術は、わが社の製品との相乗効果が期待できる。ところが、そのベンチャー企業はわが社の他、A社にも声をかけている。わが社とA社で出資を分担することは、わが社の財務的なリスクの軽減となる。A社との共同出資はグッドニュースだ。と話は進んでいく。

わが社から、あるコンサルティングファームに依頼したバリュエーションの結果が報告され、一株あたりの出資金額についても目途がついた。

その金額をもってベンチャー企業と出資交渉を始めた。ところが、なかなか金額面で折り合わない。その原因はわが社のバリュエーションとA社のバリュエーションによる一株当たりの出資金額の水準が異なっていたためだった。

A社はそのベンチャー企業との資本業務提携で、わが社よりも大きな相乗効果を期待していた。その相乗効果を見込んだバリュエーションによる金額を基礎に交渉をしていたため、わが社より高い金額をベンチャー企業に提示していたのだった。

ベンチャー企業も困ってしまっただろう。同じタイミングで出資を受けるにも関わらず、その一株当たり出資金額に差が生じるのは、わが社とA社を不平等に扱うことに他ならない。そのため、出資交渉がなかなか折り合わなかったのだった。

もし、今後交渉で金額が折り合わなかったら、出資をあきらめるか、A社の出資から一定期間置いてその時期を遅らせるか、といった選択肢しかない。時期を遅らせて再度交渉に臨んだとしても、ベンチャー企業とA社との資本業務提携がうまく進み、そのベンチャー企業の価値が上がればA社が出資した金額よりも高値で出資せざるを得ない可能性もある。

(ケース2) 投資ファンドとの共同出資

投資ファンドとの共同出資となった場合、問題はさらに難しくなる。

わが社は資本業務提携による相乗効果を見込んだバリュエーションを行うのに対し、投資ファンドは資金拠出者へのリターン観点から、出資金額を低くしたいという強い誘因を抱えてバリュエーションを行う。

このように、事業会社と投資ファンドの目指すべきゴールの違いから金額水準の乖離が大きくなるケースがある。これはケース1と異なり、バリュエーションに対する姿勢の違いに起因する差異である。そのため、両社の歩み寄りが難しい。

加えて、投資ファンドはその性質上資金回収を重視する。優先配当権や取得請求権が付された種類株式による出資を要望してくるケースも多い。種類株式のバリュエーションは普通株式のバリュエーションよりも格段に難易度が高くなる。

バリュエーションに対する姿勢の違いによる差を埋めることは、わが社とA社との差異を埋めることよりも困難な場合が多いだろう。

6. おわりに

このように、バリュエーションとは、たとえ同じ時点で同じ企業の価値を算定しても、その手法やバリュエーションに対する姿勢によって算定金額には少なからず差異が生じるものなのである。

ここで注意すべきは、買収金額や出資金額の決定にあたり、この差異を埋めるのはバリュエーションではないということである。ともすれば、バリュエーションのパラメータを調整することで「ちょうどいい金額」が算定されるかもしれない。しかし、その「ちょうどいい金額」が意思決定者の判断を鈍らせることを忘れてはいけない。

バリュエーションによる金額の差異は交渉で埋めることが鉄則である。M&Aにおいてはバリュエーションによる算定金額と金額交渉は決して混同してはいけないのである。

—以上—

参考文献

- 「企業価値評価の実務 Q&A [第4版]」、中央経済社、株式会社プルータス・コンサルティング編、2018
- 「論点詳解 係争事案における株式価値評価 日米の株式買取請求事件等のトレンドと考え方」、中央経済社、池谷 誠、2016