

基礎からの M&A 講座 第 8 回

M&A の論点 (1)買収価格

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社

小島公彦

はじめに

M&A を実施するに際し重要な論点のひとつとして、「買収価格」の検討・決定というプロセスがある。対象企業をいくらかで買収するか？または買収金額として検討している価格が妥当であるか？などの検討プロセスのことである。ここでは、買収価格に関する意思決定の際に一般的に用いられる方法について概説する。

価格と価値

最初に、本稿で使用する「価格」と「価値」は以下の関係にあると考えている。

価格については、対象物の値段や値札を想像して欲しい。価値は、自身が対象物から得られるであろう利益を想像して欲しい。仮に、A 社が 1 億円で売りに出されていたら「価格」は 1 億円となる。自身が A 社を買うことで得られるであろう利益が 2 億円であれば、価格を上回る「価値」があるため、A 社はお得な買い物となる。しかし、一方で、A 社を買ったとしても 0.5 億円の利益しか得られないと考える人もいるであろう。この場合、価値は価格を下回っており、買い物は見送りになるであろう。

価値は価格を判断するための材料とも言える。「価格」と「価値」の大小関係の把握をすることが、買収価格検討の目的である。

事業価値と株式価値の関係

M&A においては、何を買収するかにより買収価格が決まる。会社を買収するために買収対象会社の株式を取得するときには、買収価格は株式の価格を意味する。また、会社そのものではなく会社が保有する事業を買収するときには取得する事業の価格を意味することとなる。

株式の価格を検討するときには買収対象会社の「株式価値」の観点から買収価格を検討し、事業を買収するときには、買収対象事業の「事業価値」を検討することとなる。ただし、会社は事業から成り立っているため、株式を買収する際にも事業価値からの検討が先行して必要となる。

価値の概念

株式価値という言葉を知ると、まず思い付くのが東京証券取引所等に上場している株式の株価である。上場企業の株価を発行済株式数で乗じたものも価値のひとつである。これは、時価総額と言われている。

しかし、上場企業を買収するときには、市場での株価が買収価格そのものとなるケースは少なく、時価総額より高い株価で買収価格が決まるケースが多くある。なぜか？一般的に上場株式市場は、株主の一部（「少数株主」または「マイノリティ」という）が株式を取引する場であり、会社そのものを買収する際には一定のプレミアムが株価に乘せられるからである。

プレミアムとは、一般的には支配権を獲得するために支払う、株式市場での株価に上乘せられるプレミアムと言われている。買収により企業そのものを「支配」できることに対する追加コストである。

少数株主として投資するときと、支配を目的として全株式を購入するときでは、会社に対する「支配」の度合いが異なるため、プレミアムの有無と同様に検討する買収価格の概念、すなわち買収対象の価値の概念も異なる。少数株式として投資する際の株式の価格はマイノリティベースでの価値を、全株式すなわち会社そのものを買収する際にはマジョリティベースでの価値を検討することとなる。

価値評価方法の概要

価値の概念に応じてその評価方法（評価手法）も異なる。マイノリティベースの価値については市場株価を中心とした評価方法が整合的で、マジョリティベースの価値については、株式市場からの情報を用いつつ、支配権も考慮した評価方法が整合的である。一般的な評価実務では、マイノリティベースの価値については(1)マーケットアプローチが、マジョリティベースの価値については(2)インカムアプローチが適しているといわれている。

(1) マーケットアプローチ

株式市場での株価をもって評価する方法、もしくは評価対象会社と事業内容等が類似している上場会社と業績・財務数値を比較することで、相対的に評価する方法（いわゆる「マルチプル」）などがマーケットアプローチに分類される。

(2) インカムアプローチ

買収対象会社の利益ないしはキャッシュフローに基づいて価値を算定する方法である。支配権を得ることとは、買収対象会社の利益やキャッシュフローなどを支配できるということが、このアプローチの考え方の基礎にある。いわゆるディスカウント・キャッシュフロー法（以下、「DCF法」）が代表的な評価方法である。

その他「コストアプローチ」も存在する。買収対象会社の貸借対照表の純資産から価値を評価する方法である。評価アプローチごとの代表的な評価方法とその概要は以下のとおりである。

アプローチ	評価方法	概要
マーケットアプローチ	市場株価法	上場会社を株価で評価する方法
	類似会社比較法	上場類似会社の時価総額を基に対象会社の価値を評価する方法
インカムアプローチ	市場株価法	キャッシュフローを現在価値に割り引いて対象会社の価値を算定する方法
	収益還元法	利益を資本還元して対象会社の価値を算定する方法
コストアプローチ	純資産法	貸借対照表の簿価純資産額から対象会社の価値を評価する方法

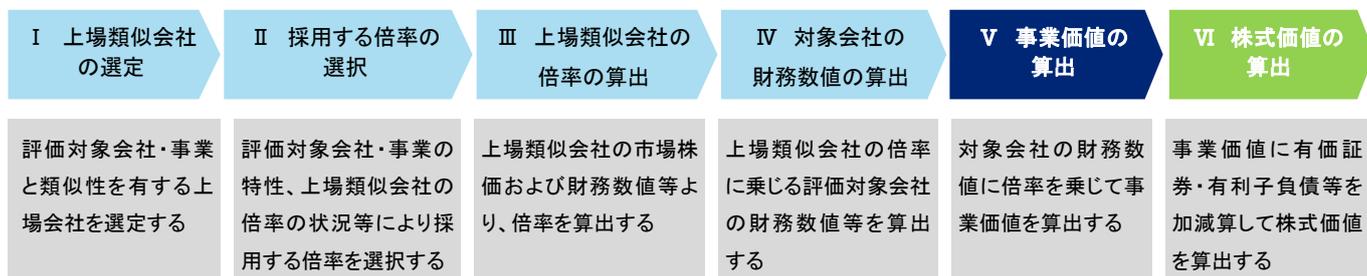
評価方法は複数存在するものの、買収価格の検討に際して比較的良好に用いられる評価方法は、マーケットアプローチの類似会社比較法とインカムアプローチの DCF 法である。

類似会社比較法

マーケットアプローチに分類される類似会社比較法は、価値評価としては簡易に実施でき、非上場会社の価値の検討も可能であることから、買収価格の検討の初期的段階などで使用されることも多い。

類似会社比較法は、買収対象会社に事業内容等が類似した上場会社の時価総額・財務数値から対象会社の株価を類推する評価方法である。一般的には下記の手順【図 1】により実施される。

【図 1】



出典：デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

類似会社比較法では、「I 上場類似会社の選択」と「II 採用する倍率の選択」(採用する財務指標)が重要なポイントとなる。すなわち、類似会社が適切に選択できないと適切な倍率が算出できず、不適切な倍率から算出された株式価値はまた買収価格の検討としては、不適切だからである。

「Ⅱ 採用する倍率の選択」とは、どの財務数値から算出された倍率を選択するのかを意味している。例えば、多額の設備投資を必要とし、減価償却費も多額である製造業などは EBITDA(税引前償却前営業利益)に基づく倍率が選択されることが多い。

「Ⅲ 上場会社の倍率の算出」では、上場類似会社の時価総額に有利子負債を加算し、有価証券等(みなしの事業外資産とする。詳細後述)を減算した事業価値を算出し、上場類似会社の EBITDA 等の財務数値で除して倍率を求める。その後対象会社の EBITDA 等の財務数値を倍率に乗じて事業価値を求める。

事業価値から株式価値を算出するためには、事業価値に対象会社の有価証券等を加算、有利子負債等を減算する。上場類似会社の時価総額から事業価値を算出した手順の逆を辿ることで、類似会社と比較した際の対象会社の価値評価となる。

DCF 法

インカムアプローチに分類される DCF 法は、買収対象会社のキャッシュフローに基づいて株式価値を評価する方法である。DCF 法では、キャッシュフローを割引率で割り引く(ディスカウントする)こととなるため、評価に必要な要素は「キャッシュフロー」と「割引率」である。この 2 つの要素をもって、株式価値算出の基礎となる事業価値を最初に検討することとなる。

(1) キャッシュフロー

DCF 法で使用するキャッシュフローは、将来の見込みキャッシュフローである。そこで、キャッシュフローは、買収対象会社が作成した将来の事業計画から算出することとなる。通常、会計上の利益は実際のキャッシュの出入りをあらわすものではないので、事業計画の利益見込みに一定の調整を実施して将来の見込みキャッシュフローを算出する。一定の調整とは、キャッシュアウトを伴わない会計上の費用項目である減価償却費、費用項目ではないがキャッシュアウトを伴う設備投資および売掛金・買掛金などから発生する運転資本の将来の増減見込みなどを、事業計画年度ごとの利益見込み額に加減算することである。なお、この利益見込み額に一定の調整を施したキャッシュフローはフリー・キャッシュフロー(FCF と表記されることが多い)と呼ばれ、債権者および株主に帰属するキャッシュフローである。

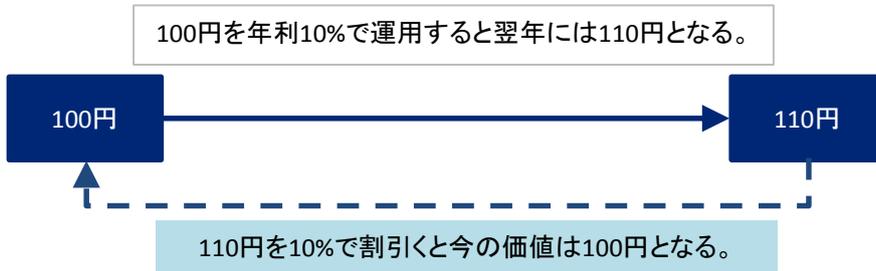
(2) 割引率

割引率とは、上記のキャッシュフローを割り引く際に使用する値である。ここで「割り引く」とは、将来の見込みキャッシュフローを今時点の価値に換算することを意味する。

(2-1) 割引の基本概念

下の【図 2】の現時点での年利回りは 10%である。一方、来年得られる 110 円は、今は 100 円である。

【図 2】



出典: デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

買収の際に買収対象会社が作成した事業計画から算出されるキャッシュフローと割引率に置き換えると、以下のような関係が成り立つ。

買収を検討している事業が、来年に 110 円のキャッシュフローが得られるとする。割引率に 10%以上の値を使用すると今の価値は 100 円以下と計算される。割引率に 10%以下の値を使用すると今の価値は 100 円以上と計算される。この場合、5%の割引率を用いる状況にあれば、当事業は今時点の価値で 100 円以上の事業価値と計算されるため、この事業を 100 円で買収できれば割安で買収できたこととなる。

割引率は買収対象会社のキャッシュフローを現在の価値に変換するための重要な変数である。そして、割引率は、リターン率であり、裏を返すとリスクをあらわす変数であると言える。

(2-2) 割引率の推計

将来見込まれるキャッシュフローを今時点の価値に変換するにあたり、買収対象事業の将来キャッシュフローに対するリスク(=リターン)を割引率に反映させることとなる。DCF 法では、割引率として「加重平均資本コスト(Weighted Average Cost of Capital のことであり、「WACC」と略される)」が用いられることが多い。ここで、加重平均されるコストとは、有利子負債コストと株主資本コストである。ともに企業の資金調達に伴うコストであり、資本家から見ればリターンである。

WACC の構成要素は以下の【図 3】のとおりである。

【図 3】

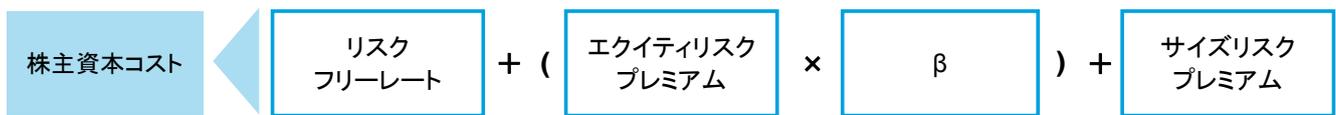


出典: デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

負債コストは、負債利子が税金の節減効果があることから、税引後の負債コストを用いることが適切である。

株主資本コストの推計は以下の【図4】のとおりである。下記の式はCAPM(Capital Asset Pricing Model)と言われ、名称自体は聞き覚えのある方も多いことだろう。

【図4】



出典:デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

リスクフリーレートは、指標とされている長期の日本国債の利回りが使用されることが多い。

エクイティリスクプレミアムは、株式市場のリターン率からリスクフリーレートを控除して算出される。株式市場のリターン率の計測期間は、一定程度長期間であることが望ましいといわれている。

β は、株価の変動性を表す値であり、買収対象会社に事業内容等が類似した上場会社の株価と株価指数(日本の株式市場における TOPIX)等の一定期間の相関性から算出される値である。複数の上場類似会社から算出された β は、買収対象会社が属する業界の株価の変動性をあらわすこととなり、ひいては市場が見ている業界のリスク(変動性)を数値化したものといえる。

サイズリスクプレミアムは、買収対象会社の企業規模に応じたリスクのことである。企業規模が小さいと株式のリスクは増し、逆に大規模な企業は株式のリスクも相対的に低いことをその理由としている。CAPM では補足しきれないリスクを補う値として、その加算の扱いは昨今の評価実務として定着しつつある。

負債コストと株主資本コストを加重平均することでWACCを推計することとなる。なお、有利子負債比率および株主資本比率は、買収対象会社の現在の構成比率ではなく、将来予想される構成比率を使用する方が整合的である。買収対象会社固有の構成比率という考え方もあるが、一般的には買収対象会社に事業内容等が類似する上場会社が有する有利子負債と時価総額から比率を検討することが多い。

継続価値 (Terminal Value)

キャッシュフローは買収対象会社の事業計画から算出される。しかし、事業計画は3~5年程度までしか策定されていないことが一般的である。そこで、事業計画期間以後のキャッシュフローをどのように推測するかが問題となる。

事業計画期間以降のキャッシュフローについては、事業計画最終年度のキャッシュフローが一定率で永久的に成長する仮定を置くことが一般的である。事業計画期間以降の成長は、“永久”であることを鑑み、買収対象会社が存在する国の長期のインフレ率予想等を参考に決定することが多い。継続価値の算出式は以下のとおりとなる。

【図 5】

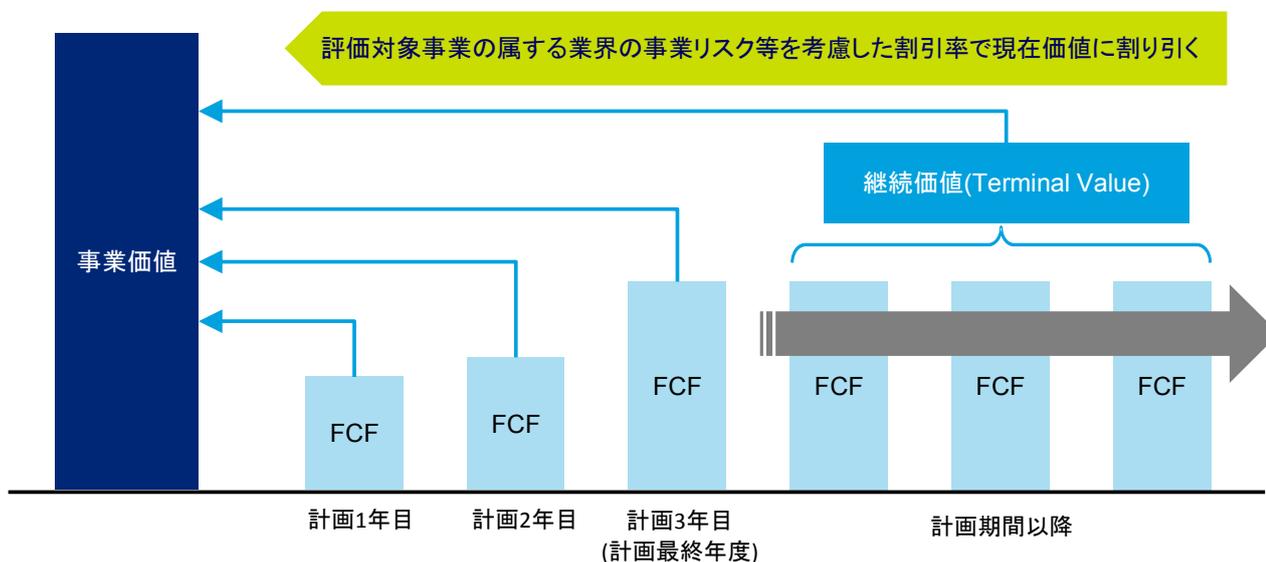
$$\text{継続価値} = \frac{\text{計画最終年度のFCF} \times (1 + \text{成長率})}{(\text{割引率} - \text{成長率})}$$

出典: デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

事業価値から株式価値の算出

買収対象会社の将来 FCF と割引率ならびに継続価値をもって計算される価値が「事業価値」である。事業価値は、将来 FCF の現在価値合計の総和といえる。

【図 6】

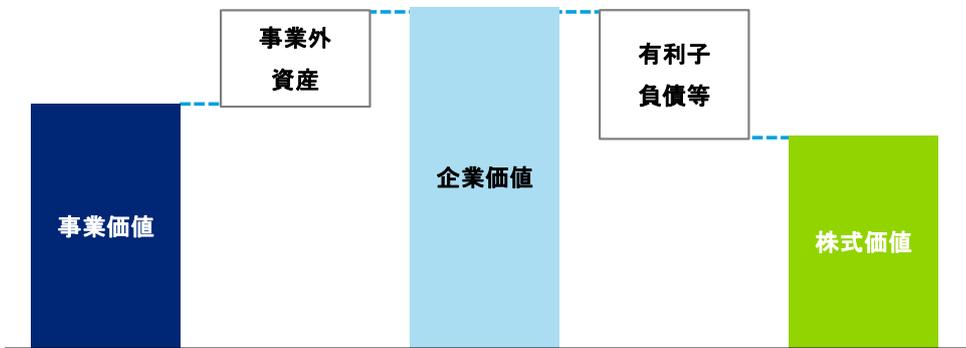


出典: デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

事業買収を検討しているのであれば、ここまでのプロセスで概ねの買収価格検討はできることとなる。全株式の取得、すなわち会社を買収する際には、事業価値から株式価値を算出する必要がある。

事業価値から株式価値を算出するには、事業価値に加算する(1)事業外資産および減算する(2)有利子負債の検討が必要となる。事業価値から株式価値を算出するためのイメージは【図 7】のとおりである。

【図 7】



出典: デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

(1) 事業外資産

事業外資産とは、事業の用に供していない資産のことである。事業外とは、事業から創出される FCF に反映されていない資産を指す。代表的な事業外資産として、事業を運営する上で売却することに制約の無い(投資)有価証券や、遊休の不動産などがあげられる。また、現預金残高から事業運営上必要な運転資金を控除した余剰の現預金残高も事業外資産として取り扱われることが多い。事業外資産、事業内資産の区別は一概に判断できないことが多いため、買収対象会社の分析およびヒアリング等を必要とする。

(2) 有利子負債

買収対象会社が外部の資本家から調達した有利子負債の合計額を指す。銀行からの借入金や社債、リース債務などが代表例である。

価値の理解と検討

買収価格を検討するに際しての事業価値および株式価値算出の概要は以上のとおりである。複数の評価手法があるため、算出された価値は評価手法ごとに相違することがある。そこで、評価手法ごとに算出された価値の差異の理由を把握することが必要となる。

一般的に差異の原因として考えられるのは、例えば、DCF 法が中長期的な利益を使用するに対して、類似会社比較法では今期の利益などを使用することによる利益金額に起因する差異やDCF法の割引率と類似会社比較法の倍率値の水準差異などである。評価手法が異なると算出された価値に差異が発生するケースは頻繁に発生する。「価値の概念」の項で述べたマイノリティ / マジョリティによる差異の説明は比較的よく使われるものの、明確な理由もないまま各評価手法に基づく算出結果を平均するなどして安易に最終的な価値判断をすることは、あまり好ましくないと考える。

また、DCF 法については、使用する事業計画の内容により価値が大きく変動することは容易に想像できるだろう。事業計画が強気か弱気か？等の観点から、売上高計画・利益計画の合理性・達成可能性・実現可能性等を検討することは、DCF法の重要なポイントである。対象会社が策定した事業計画をDCF法にそのまま使用して価値を算出することもあるが、事業計画の検討結果に応じて買収者が事業計画に修正を加えることもある。修正内容如何により対象会社の価値も異なるため、慎重な検討が必要である(事業計画に直接修正を加える方法以外にも、割引率にそのリスクを反映させる方法等も考えられる)。

DCF 法は、市場株価法や類似会社比較法などのマーケットアプローチに対して客観性が劣る評価方法とも言われるが、価値の検討にはむしろ一定程度の主観性も必要と考える。買い物の失敗も成功もすべて自身に跳ね返るからである。

最後に

買収価格を検討するに際しての事業価値および株式価値の概要は以上のとおりである。価値を検討するに際しての必要な要素は、買収対象会社の事業計画に加え、多数の株式市場からの情報である。価値評価の難しいところは、ひとつの変数の採用を誤ると、価値が大きく変わりうる可能性があるところである。

加えて、理論的に正しく計算できたとしても、想定していた買収予定価格と価値に乖離が生じることもある。この場合には、算出された事業価値・株式価値と買収予定価格との乖離理由・原因を分析し、その理由を明らかにする必要があると考える。

次稿は、「M&A の論点～ストラクチャー～」について取り上げる。

本文中の意見や見解に関わる部分は私見であることをお断りする。

トーマツグループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそれらの関係会社(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング株式会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社および税理士法人トーマツを含む)の総称です。トーマツグループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各社がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約40都市に約7,600名の専門家(公認会計士、税理士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はトーマツグループ Web サイト(www.tohmatsu.com)をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、税務、コンサルティングおよびファイナンシャル アドバイザーサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界150を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約200,000名を超える人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は www.tohmatsu.com/deloitte/ をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。