

論壇

M&A(企業買収・合併)と企業価値
—企業とインタンジブルズ価値の評価—

佐山展生

<論文要旨>

企業の価値は一般の動産や不動産とは異なり、所有者によってその価値が変わるのが特徴である。それは、将来の収益性が企業価値の源泉であるからに他ならず、静態で評価される美術品や貴金属と異なり、企業は動態で評価される。本稿では、シリンダーモデルを用いて企業価値について考え、M&Aにおいていかに企業が評価されるか、また企業価値とインタンジブルズの価値とはどのような関係にあるのかについて考察する。

企業価値を評価する際に、事業に使用する資産価値よりも将来生み出すキャッシュフロー (CF)の方が評価に重要な要素である。一方、DCF (Discounted Cash Flow) は、まさしく将来のCFで評価するものであるが、その前提条件により大きく評価結果が変化することを具体例で説明する。また、日本の株式会社の評価は、その持分によって不連続点が存在すること、個々のインタンジブルズの評価結果が企業全体の評価に影響を与えないことも解説する。

<キーワード>

企業価値, 事業価値, M&A (企業買収・合併), DCF (Discounted Cash Flow), インタンジブルズ, シリンダーモデル

Valuation for M&A (Mergers and Acquisitions)
-Corporate Valuation and Intangible Assets-
Nobuo Sayama

Abstract

Unlike properties, the peculiarity of corporate value is that it varies according to its ownership. That is because corporate value depends on future cash flow. As art and jewelry are evaluated by their static value, corporation is evaluated by its dynamic value. In this article, the cylinder model is used to evaluate the corporate value. I show the relationship between the corporate value and the intangibles assets' value, and how corporations are evaluated in M&A.

In evaluating corporate value, asset value used in operation is not an important factor, but it must be done by the future cash flow (CF). On the other hand, DCF (Discounted Cash Flow) must be evaluated by the future CF. However, DCF varies greatly according to its assumptions. I show values of corporations in Japan have their points of discontinuity according to their ownership, and that each evaluation result of Intangibles dose not influence the evaluation of the corporation on the whole.

Key words

Valuation, EV (Enterprise Value), M&A(Mergers and Acquisitions), DCF (Discounted Cash Flow), Intangibles Assets, Cylinder Model

1. はじめに

何か「もの」を評価、測定する際には、その目的に応じ手法やルールが決められている。評価対象が長さや重さのようにある時点の状態であったり、速さや加速度のように時間による変化であったりするが、特に物理的な量は、あるルールに従った客観的な尺度で測定される。では企業はどうであろうか。確かに、資産や負債は、ある時点の保有量を金額で評価される。収益は、1年間のようなある期間内に生み出された利益額で評価される。過去の結果である貸借対照表、損益計算書やキャッシュフロー表のようなものは、客観的事実によって決定される。ある意味では物理的な長さや重さに類似する。しかし、企業の「価値」となると状況はかなり異なる。

そもそも、「価値」とは、将来の「ポテンシャル」がその重要な要素だからである。簡単な例でいうと、物理的な位置エネルギーや運動エネルギーは、ある仕事をする可能性を持っていて、あるときには、それが電気に変換されたり、動力になったり、有益な仕事をする。しかし、あるときには、何ら有効な変換がされずに無駄に消費されたり、反対にものを破壊し危害をくわえるようなこともある。企業の価値は、位置エネルギーや運動エネルギーのような物理的なエネルギーに似ていて、保有する資産や事業を利用して、将来どれだけのキャッシュを生み出せる可能性があるかそのポテンシャルで評価されるべきである。身近な例では、長さや重さがメジャーや秤で測定され、それは客観的な数値であり、誰が測定しても同じ結果が得られる。また、企業でも貸借対照表上の総資産額や負債額、損益計算書上の売上高などは、同じ会計基準に則れば、誰が評価しても同じ額になるはずである。それに対して、後述する企業評価の手法のひとつである将来のキャッシュフローで評価するDCF(Discounted Cash Flow)は、その前提条件となる割引率や将来の事業予想が少し異なるだけで結果が大きく違ってくる。最近、産業再生機構での債権の評価等でもDCFが用いられるようであるが、前提によって結果がかなり異なるという特性をよく理解した上で使用しないとイケない。

本稿では、特にM&A(企業買収)において、どのように企業は評価され、また評価されるべきであるかについて述べ、その中でインタンジブルズの評価はどのように考えるべきなのかについても考察することにする。

2. 企業価値

2.1 資産価値と企業価値

企業がある時点で保有する資産や負債は、企業がだれの所有であろうと個々の資産や負債の量である“資産価値”は変わらない。しかし、その資産や負債を有機的に使って将来に生み出すことのできるキャッシュ量は、企業の所有者によって異なる。より直接的には、その企業の経営陣によって異なるのであるが、その経営者を据え替える権限を

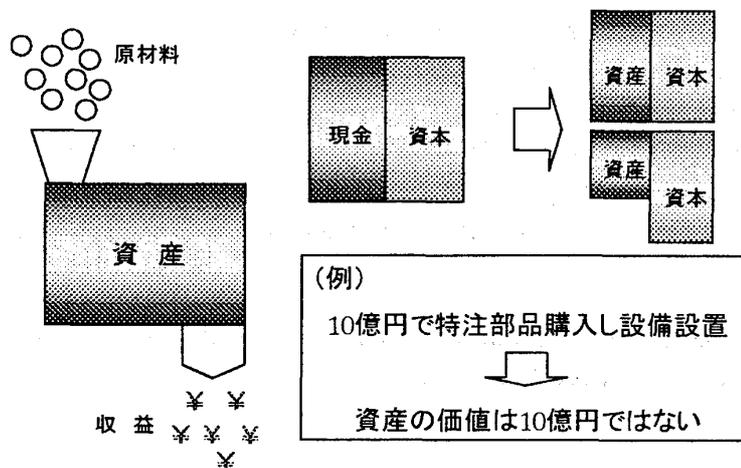


図1 事業価値としての資産価値の考え方

有する株主等企業の所有者もその価値を左右する大きな要因である。この所有者や経営者によって価値が異なることこそが“企業価値”の特徴である。

ここで「資産価値」と「企業価値」との違いを考えてみる(図1)。簡単のため、最初、10億円の現金を資本金として払い込まれた会社が10億円である装置を設置したことを想定する。この場合、貸借対照表上の資産価値は10億円の資産があり、負債がないため10億円の会社である。しかし、企業価値はこの装置の性能次第で大きく異なってくる。毎年10億円の収益を生むような装置であれば、この企業の価値は10億円をはるかに超えるが、毎年まったく収益を生まなければ10億円の価値はまったくないということになる。すなわち、企業価値は将来の収益性で測定されるべきものであるということである。

2.2 M&Aにおける事業価値と企業価値

つぎに、M&Aにおける「事業価値」と「企業価値」について考えてみる。

M&Aにおいては、買収側がどのように資本と借入金で資金調達するかは、対象企業の事業の価値が決まった後に決定される。したがって、先ず借入金がない場合の企業の評価を行い、借入金をそのまま引き継ぐ場合は、その評価額から引継ぎ借入金を差し引くことになる。(図2参照)

企業の「資産」と「借入金を除いた負債」の価値を先ず求め、これがいわゆる Enterprise Value(EV)である。このEVは、後述のように将来の収益力をベースに測定されるのが通例である。

EVが企業価値と訳されることもあるが、企業価値と訳した場合、図3のようなEVが等しく、借入金と資本の額のみが異なるA社とB社について、企業価値が同じとなり、感覚的にも違和感がある。EVは「事業価値」と訳し、「株式価値」を「企業価値」とすべきである。

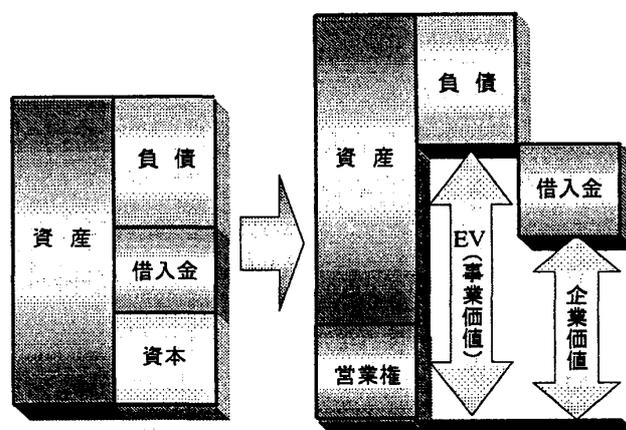


図2 事業価値(Enterprise Value: EV)と企業価値

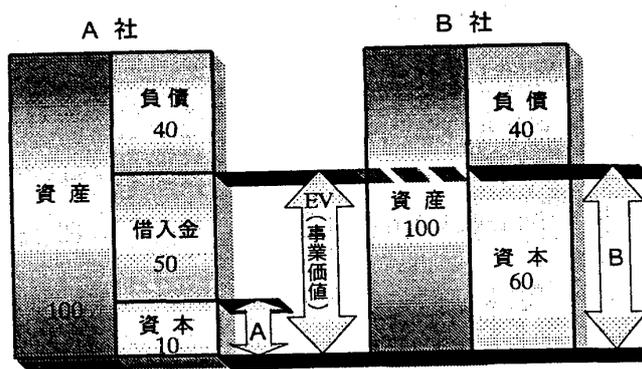


図3 同じ「EV」のAとBは同じ「企業価値」か

2.3 動産・不動産価値と企業価値

さらに、動産や不動産の価値と企業の価値の違いについて考える。上述のように企業価値はその所有者によって価値が異なる。しかし、企業のみならず、金や銀もどのように加工するかによってその価値が違わずであるが、なぜ客観的な相場というものがあるのか。それは、金

や銀の取引をしようとする人が多く、取引量も多いこと、および、基本的に金はどこで買っても金であり、取引される金に価値の差が基本的にないことに起因する。

また不動産については、金や銀ほどではないにしろ多くの人が取引をし、多くの人が潜在的な売り手であり買い手となる。その結果、金や銀のように狭くはないものの、不動産に関しても類似取引をベ

ースにした客観的な市場価格というものが存在する。動産や不動産に比べ、企業においては、潜在的な買い手はほんの限られた数しかない。また、場合によっては、売買自体が必ずしも成立するとは限らない。取引価額帯が広い理由は、ひとつには上述のように潜在的な買い手が少ないこともあるが、それにも増して重要なことは、企業が所有者によって価値が異なるということにある。(図4参照)

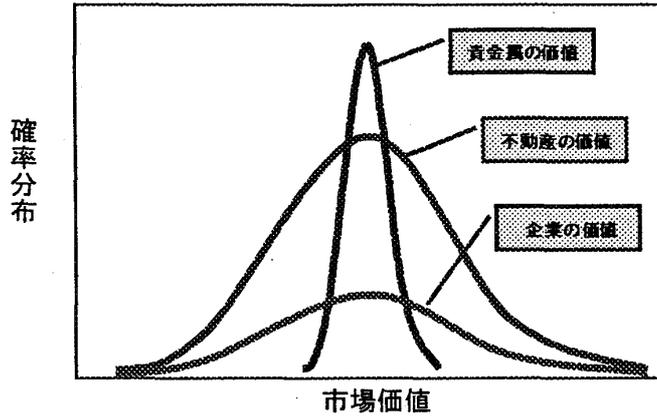


図4 市場価値の分布

2. 4 企業価値のシリンダーモデル

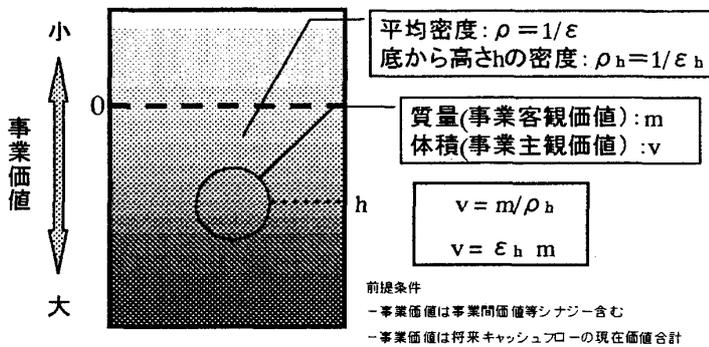


図5 シリンダーモデル

ここで、企業をシリンダーと考え、中に液体が充填されており、その中に事業単位が存在するというモデルを想定する(図5)。シリンダーの中に液体が充填しておりいくつかの事業単位が閉じ込められていて、充填されている液体の密度が底ほど高く、また企業によって異なっていると考える。ここでは、企業に存在する事業単位の内では価値の高いものほど底に沈むと考えると、客観的に等しい価値の事業単位も、密度の高い液体の充填している企業の中にあっては浮いてしまうが、密度の低い

液体の充填している企業にあっては沈む存在となる。これは、沈滞した空気のように企業にあっては、何をすることも抵抗が大きく、収益を生めないことと感覚的にも合致する。

この密度は、それぞれの企業の経営システムを表す数値であると考え、密度が低くなるほど経営効率が上がると考えれば感覚がつかめる。液体の平均密度を ρ とするが、シリンダー内の上下で密度勾配があるので、底からの高さ h での密度を ρ_h とし、ある事業単位 a の質量(市場での客観的な価値)を m_a 、排除体積を v_a とすると、その浮力は、 $\rho_h v_a$ であり、質量 m_a と等しくなる深さ h のところで静止する。

企業により経営効率が異なり、充填されている液体の密度が異なる。密度が低い方が中の事業単位が動きやすく、事業単位が受ける浮力も小さく底に近いところで静止する(事業収益を

M&A(企業買収・合併)と企業価値
 -企業とインタンジブルズ価値の評価-

あげられる)。同じ事業単位も、企業の密度が高いと動きにくくなり、大きな浮力を受け浮いてしまう（事業収益があがらない）。

ここでの質量 m はその事業の客観的な価値を表し、体積 v はその企業にとっての主観的な価値（現状の経営陣が経営している状態での価値）を表すとし、密度 ρ を経営効率の関数とすると、 $v = m / \rho$ となる。 ρ の逆数を ε とすると、 $v = \varepsilon m$ となる。ここで、 ε を“経営効率”とする。事業の客観的な価値 m をいかに生かすかが経営システムの効率 ε である。企業価値を上げるためには、その企業に内

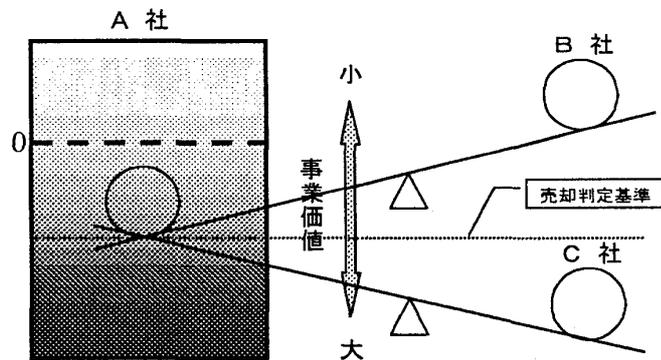


図6 事業価値と市場価値

在する事業単位全ての経営効率 ε の値を上げることが重要なことであり、平均の ε を上げることが必要である。この経営効率はインタンジブルズの大きな要素のひとつである。

同じ事業でも、A社における価値よりB社における価値は小さく、C社における価値は大きく、このバランスする点が事業売却判断基準になる。(図6参照)

2. 5 実際のM&Aにおける企業評価

① 株式持分と一株価値

M&Aにける企業の価値をここでは、株式会社を例に考えることにすると、株式持分によって一株の価値が変化する。これは、商法の規定により、ある持分になったときに株主総会での大きな権利を取得するためである。その主なものは、過半数を取得したときの株主総会での取締役選任等の普通決議の議決権、また、3分の2を取得したときの、株主総会での営業譲渡や株式の有利発行等の重要事項の特別決議の議決権などである。

したがって、株式会社の持株の価値を考えると、3分の1を超えるときに株主総会の特別決議の「拒否権プレミアム」、2分の1を超えるときに株主総会の普通決議の「経営権プレミアム」、そして、3分の2になるときに株主総会の特別決議の「支配権プレミアム」がつくことになり、持株比率と持株価値の関係は図7のようになる。

このそれぞれのプレミアムがどの程度かは、残りの株主の構成、すなわち残りが分散しているのか、競合が支配しているのか等の状況で変わってくる。たとえば、極端な例として、公開株60%を所有している株主が60%だけ買収したいある企業に全株譲渡したい場合を考えてみる。このとき、時価より高い値段で60%の株式の公開買付をしたならば、他の株主も価格が時価より高いので売却に応募することになり、60%の株式全株の譲渡が成立しない。たとえば、全株主が応募したなら、この大株主の持分の60%すなわち発行済みの36%分しか譲渡が成立しないことになる。したがって、このような場合には、時価よりも安い値段で公開買付し、他の株主が応募するのを抑制しなければならない状況も考えられるし、実際に日本の公開買付では、過去にこのように時価を下回る価格での公開買付がいくつも行なわれている。

つぎに、株式市場で株式が公開され、市場で株式の取引がされている企業とそれ以外の企業それぞれ別別に、その企業評価について考察する。

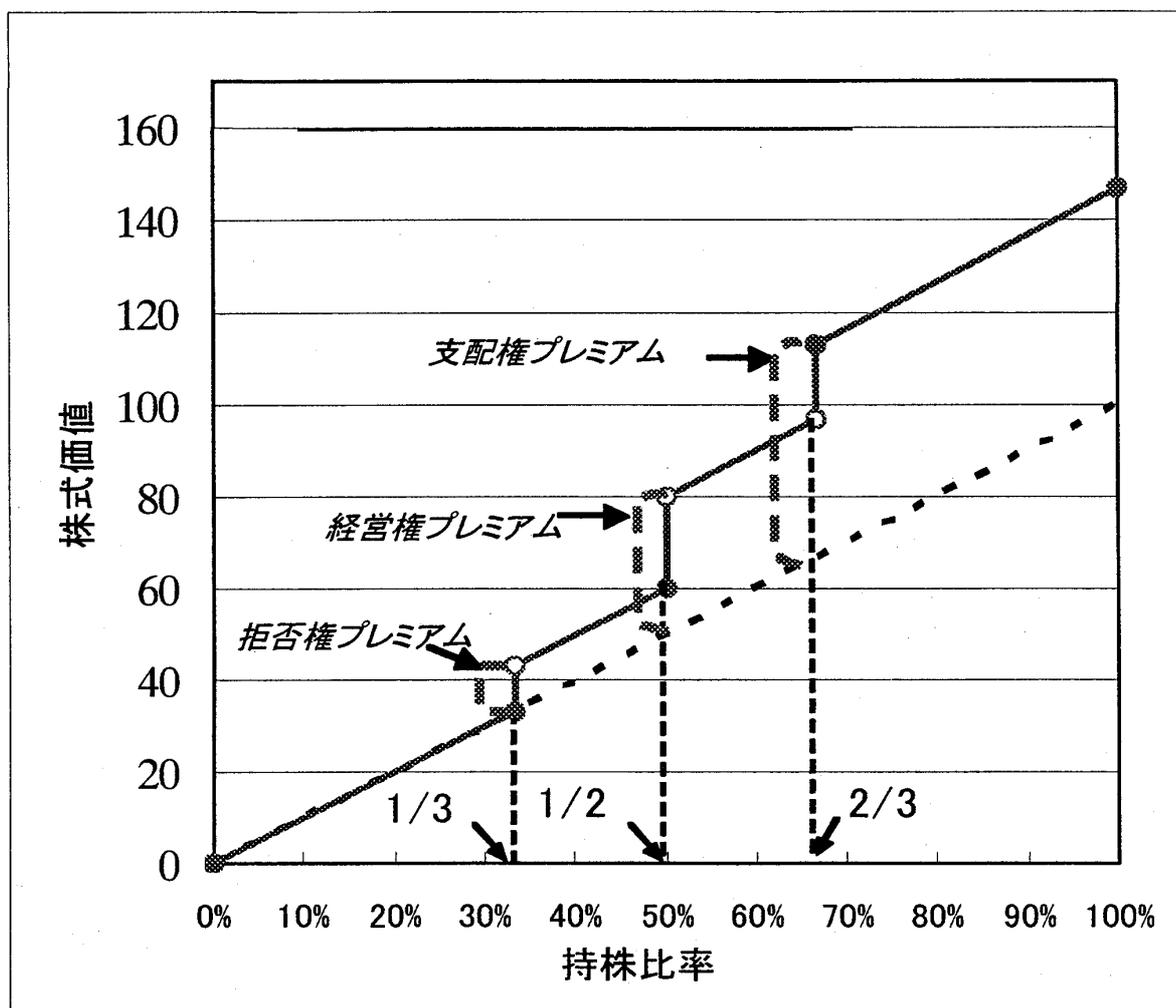


図7 持株比率と株式価値

② 株式公開企業の価値：米国の公開株価の絶対性と日本の公開株価の相対性

株式公開企業は、当然、客観的な市場での株価が存在し、それに発行済株式総数を乗じれば株式の時価総額が容易に計算される。しかし、それがその企業の価値であろうか。ここで、日本の公開株式市場の特異性を認識しておく必要がある。

米国においては、株式公開企業の株価に発行済株式数を乗じ、コントロール・プレミアム（図7のように、発行済株式総数の過半数等、株主総会の決議をコントロールできる割合を手に入れるためのプレミアム）を付加すれば、それはその時点での市場でのその企業の価値である。株価が市場で実際の価値よりも低く評価されていたならば、株式の公開買付で買収しようとする企業が出てくる。そういう意味で、米国の公開株価は株価の絶対値が意味を持つ絶対株価である。

一方、日本の株式公開企業の株価にコントロール・プレミアムを付加しても、一般に、既存の経営陣や大株主の同意がない限り、公開買付で経営権を取得できる過半数の株式を買収することはできない。したがって、市場でも公開買付で買収されることなどは考慮されずに株価が動くことになる。かつてソフトバンクの株式時価総額がソニーや富士通を上回ったり、光通信が

日立や本田技研を上回ったりしたのは、日本の公開株式株価が相対株価であることに大きく起因すると考える。(詳細は、参考文献参照)

いずれにせよ、株式公開企業である以上、計算上、企業の時価総額は算出され、それは客観的にひとつの値である。それが企業価値を表すかどうかはともかく、その計算値である時価総額が一般には企業の価値の目安になるのは間違いない。その上で、大きな持分の譲渡の場合、上述のように、拒否権や支配権等のプレミアムをつけるかどうかの問題となる。

③ 未公開企業の評価

上述のように、株式公開企業の評価は、その値の妥当性はともかく、そのときの時価総額というものがただひとつだけ決定されるという特徴がある。実際に少数の株式であれば、その時価で売買できるのであるから、株価は少なくとも少数の株式価値を示すものである。

しかし、未公開企業の評価については、種々の評価方法があり、実際には状況により使い分けられており普遍的で絶対的な評価方法はない。現実のM&Aにおいては企業評価するときには、各評価方法の長所や短所、評価目的や事業の背景、会社の規模や状況、株主状況等を総合的に判断して、個別具体的に企業評価の方法が選択され、時代とともに変化もする。

企業評価の方法は、一般に以下の3種に大別される。

- 資産に重点をおいて評価するもの：資産評価方式
- 公開類似他社の株価を基準とするもの：類似業種(会社)比準方式
- 収益力を基礎に評価するもの：収益方式(収益還元法、DCF(Discouted Cash Flow 法))

資産評価方式は、企業の価値を清算時の株主がもつ資産に対する請求権を重視し評価するものであり、上述の“資産ベースの企業評価”である。この場合、一般に用いる資産は、帳簿上の簿価純資産ではなく不動産や在庫等を時価に評価し直した時価純資産である。しかし、実際のM&Aの場合、単に有形の固定資産等を個別に譲渡するのではなく、買収企業に含まれる技術者等従業員や特許・商標、顧客リスト等が一体となったものを譲渡することになる。したがって、収益の上がっている企業の評価の場合は、時価純資産額に営業権を加えることが多い。この営業権の計算は、これまで、単純に経常利益の何倍といった方法で行われているのが一般化しているようである。この資産ベースの企業評価額の場合、所有者による差は考慮されないもので、客観値である。しかし、この場合の営業権は、上述のように、本来、誰が買収するかによって異なるはずである。

類似業種比準方式は、買収対象企業と、公開会社のうち、業種・規模などが類似する会社、または業種の平均株価と比較して、対象企業の株価を算出する方法である。この考え方は、株式公開している企業の株価の絶対値が意味のあるものである場合、確かに客観的なひとつの評価額である。しかし、通常、買収対象企業と類似株式公開企業とは、営む事業や規模が異なることが多く、また、前述したように、日本の公開株式市場の相対性も考慮すると、必ずしも妥当な評価方法とはいえず、参考値にしか過ぎないと理解したほうがよい。

以前は、日本企業同士のM&Aの場合、資産評価方式を中心とし、状況に応じて類似業種比準方式を加味することが多かった。したがって、日本では買収対象企業の過去の実績にのみ着目した評価方法、言い換えれば、誰が買収するかということに関わらない評価方法で評価されることが多かったということになる。すなわち、企業の新しい所有者が将来どの程度のキャッシュを生むかを正確に予測せず取引されていたのである。しかし最近では、大手の銀行や会計士事務所のM&A業務への関与が増大するにつれ、DCF等、下記の収益力をベースにした評価方法が使用されることが増えてきている。

収益で評価する方法のひとつとして、その簡便法として、営業利益や税・金利差引前利益(EBIT: Earning Before Interest and Tax), 更に減価償却前利益(EBITDA: Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization)を何倍かした数値で評価することも増えてきた(マルチプル方式)。例えば、EBITは、借入れがないとしたときの対象企業の事業が生む税前収益で、EBITDAはそれから更にキャッシュの支出を伴わない減価償却費を足し戻した対象企業の事業が生むキャッシュフローである。これは、収益力をベースにし、且つ、企業の所有者に着目しない評価方法である。しかし、この方法は、あくまでも交渉の初期段階で使用される方式であって、詳細の企業情報を入手した後はDCF方式等で種々のケースにつき評価されることになる。

④ DCF法による企業評価の方法

DCF法は、上記資産ベースの評価方法が客観的な評価であったのに対して企業の所有者によって異なる主観的な方法のひとつであり、株式公開・未公開を問わずに使用できる企業評価方法である。DCFについていまさら説明の必要はないし、DCFによる企業評価の詳細な方法は専門書に譲り、ここでは、M&Aにおける企業評価においてどのようにDCFが用いられているのかについて考察したい。

基本的な考え方は、まず現在を基点に5から10年間の毎年のキャッシュフローを予測し、これらの現在価値合計を求める。この際、利息の支払いは考慮しない。つぎに、5から10年という予測最終年以降について、その最終年時点の残存価値を求めた上でそれを現在価値に割引いて加算する。そして最後にその値から現在の借入金の合計額を差し引くという手法が用いられる。最後に借入金の合計額を差し引くのは、一旦、借入金のない企業価値を求め、資本構成の変化等利息支払い要因によるキャッシュフローの変動を排除するためである。

DCFにおけるディスカウント率としては、一般に加重平均資本コスト(WACC: Weighted Average Cost and Capital)が使用されることがおおい。投資家はある特定の事業に投資することを決定する場合、一定の収益を期待するが、理論的にはこの収益は同等のリスクを持つ他の事業に投資した場合の収益すなわち機会費用に相当すると考えられる。この機会費用を算出するのがWACCである。

WACC算出については、キャッシュフローとの整合性を保つために、税引後の市場価値で算出する必要があり、資本源泉(株式・借入等)のコストの加重平均となる。

$$WACC = R_e \times e + R_d \times (1 - t) \times d$$

R_e : 自己資本期待率 R_d : 税引前借入金利

e : 自己資本比率 t : 税率 d : 有利子負債比率

しかし、一般には、未公開企業の場合、未公開であるがゆえに株式に市場性がないことや、事業自体の将来性が不透明なこと等によるリスクプレミアム数%を上記WACCに加えることが多い。したがって、WACCが8%となってもリスクプレミアムを適宜加えて14%になったりするのが実務上の通例である。

⑤ DCF法に対する批判と合理的な活用方法

将来の事業予測が立てられるならば非常に有効な手段であるDCF法も、その予測の不確実さやディスカウント率の変化によってかなりその結果が異なってくる。そのため、DCF法の実用性に疑問を呈する意見もある。しかし、本来、例えば、企業の価値自体が91億円だというようにピンポイントで決定できるものではない。企業価値とは、将来のいろいろな状況変化の可能性を加味した、ある確率分布をもったものである。したがって、原価率、販管費率や売上高

M&A(企業買収・合併)と企業価値
—企業とインタンジブルズ価値の評価—

の伸び率を変化させた何ケースものシミュレーションをして、企業価値の確率分布を頭の中に描かなければならない。このような将来の多様性を数値化できる最も有効な手段が DCF 法なのである。

したがって、DCF 法を使用する場合は、まず変動要因を決定し、それが変動したときの企業価値をいくつも出した上で、企業評価結果を決定するようにしなければならない。

ここで、簡単な例で DCF による企業評価を行い、その前提となる条件によってどれだけその結果が影響を受けるかみてみよう。下表に評価の対象となる企業の損益計算書及びキャッシュフローを示す。

表 1：評価対象の現在及び将来の損益計算書及びキャッシュフローの予測（単位：億円）

	基準時点	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	残存価値
売上高	100	110	120	130	140	150	160	170	180	190	200	
営業利益率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
営業利益	20	10	24	26	28	30	32	34	36	38	40	
営業外損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
税引前利益	20	10	24	26	28	30	32	34	36	38	40	
(-)税金	8.0	4.0	9.6	10.4	11.2	12.0	12.8	13.6	14.4	15.2	16.0	
(-)増加運転資金	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
(-)設備投資	6	7	8	9	10	10	10	10	10	10	10	
(+)減価償却費	5	6	7	8	9	10	10	10	10	10	10	
フリーキャッシュフロー	11.0	4.0	12.4	13.6	14.8	17.0	18.2	19.4	20.6	21.8	23.0	100

注) 実効税率=40%とする。

ただし、ここでは、この企業を DCF で評価する際の割引率、将来の営業利益率予想や残存価値等の数値の妥当性を検討するが目的ではなく、割引率や営業利益率によりどの程度企業評価結果が異なるかについての考察を行なうのが目的である。

● 割引率の影響

上記将来予想の企業の DCF 評価において、割引率 5%から 15%まで変えた結果を下表 2 に示す。

このように、割引率 5%の結果が 183 億円に対して、15%の結果は 97 億円となった。これをグラフ化したものが図 8 である。

このように、割引率を変えることにより、この範囲ではほぼニアに変化し、割引率 1%で企業評価結果が約 9 億円変化することになる。M&A における企業評価の際には、いかに割引率の決定が重要か、また、割引率の変化により評価結果が大きく変わってしまうことを認識する必要がある。

● 営業利益率の影響

つぎに、事業計画の変化によってどのように企業評価結果に影響を与えるかについて、営業利益率を変えることで考察してみる。

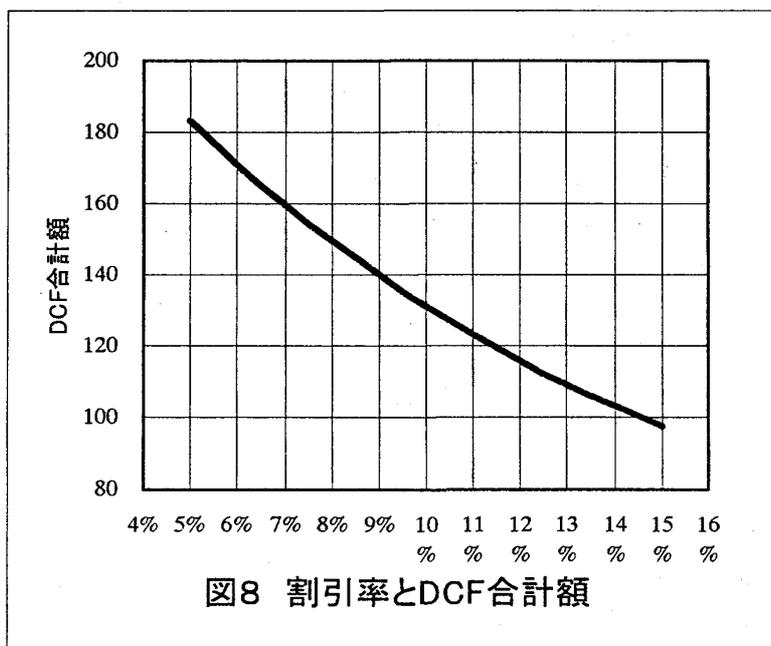


図 8 割引率と DCF 合計額

表2：割引率とDCF合計額（単位：億円）

割引率	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	残存価値	DCF合計
0%	4	12	14	15	17	18	19	21	22	23	100	265
5%	4	11	12	12	13	14	14	14	14	14	61	183
6%	4	11	11	12	13	13	13	13	13	13	56	171
7%	4	11	11	11	12	12	12	12	12	12	51	160
8%	4	11	11	11	12	11	11	11	11	11	46	149
9%	4	10	11	10	11	11	11	10	10	10	42	140
10%	4	10	10	10	11	10	10	10	9	9	39	131
11%	4	10	10	10	10	10	9	9	9	8	35	123
12%	4	10	10	9	10	9	9	8	8	7	32	116
13%	4	10	9	9	9	9	8	8	7	7	29	109
14%	4	10	9	9	9	8	8	7	7	6	27	103
15%	3	9	9	8	8	8	7	7	6	6	25	97

表3：営業利益率とDCF合計額（単位：億円）

営業利益率(割引率:10%)												DCF合計
10%	4	4	4	4	5	5	5	5	4	4	39	83
15%	4	7	7	7	8	8	7	7	7	7	39	107
20%	4	10	10	10	11	10	10	10	9	9	39	131
25%	4	13	13	13	13	13	13	12	12	11	39	155
30%	4	16	16	16	16	16	15	15	14	13	39	180

上表3のように、割引率10%では、営業利益率10%をベースにすると20%で約1.5倍、30%で2倍となっている。この結果をグラフ化したものが図9である。割引率10%の例では、営業利益率1%で企業評価結果が約2億円変化することになる。

このように、前提となる基本条件によってその評価結果がどの程度影響を受けるかを念頭に置きながら評価しなければ、DCFでの企業評価結果を有効に使うことは危険である。

また、この他の企業評価方法として、M&A取引が多くその内容も公開されている欧米では、不動産取引のように、類似のM&A取引をベースに評価されることもあるが、日本の場合はそこまでの情報開示がなされていないので使われることは少ない。

⑥ 実際のM&Aでの企業評価手順
上記資産方式では、直接企業価値が出てくるが、収益評価方式では、一旦、借入金のない状態を想定して事業価値を求めた上で、企業価値を求めするため、下記2段階となる。最近では、この収益評価方式が主流となりつつある。最後に、M&Aにおいて実際によく用いられる評価手順を示しておく。

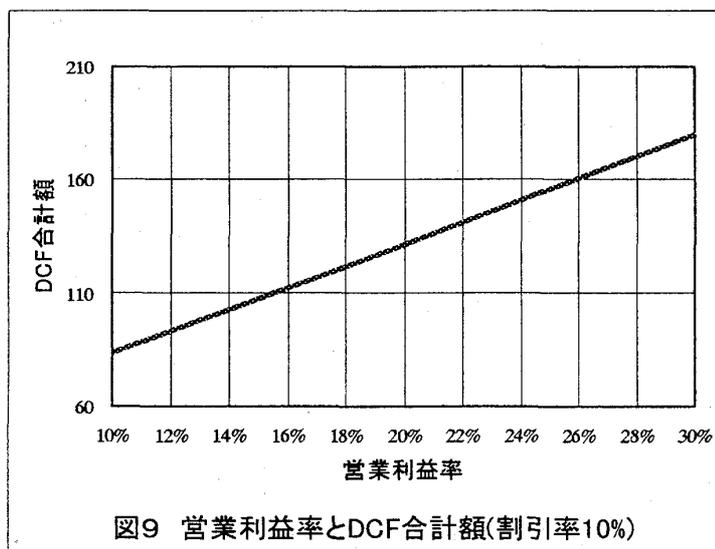


図9 営業利益率とDCF合計額(割引率10%)

Step-1: まずEVを求める。(この際には、DCFやEBIT、EBITDAマルチプル方式で求めることがおおい。)これが、事業価値すなわち借入金がない場合の企業価値である。

Step-2: つぎにEVから借入金を差引き、実際の企業価値すなわち100%株式価値とする。(図10参照)

M&A(企業買収・合併)と企業価値
 -企業とインタンジブルズ価値の評価-

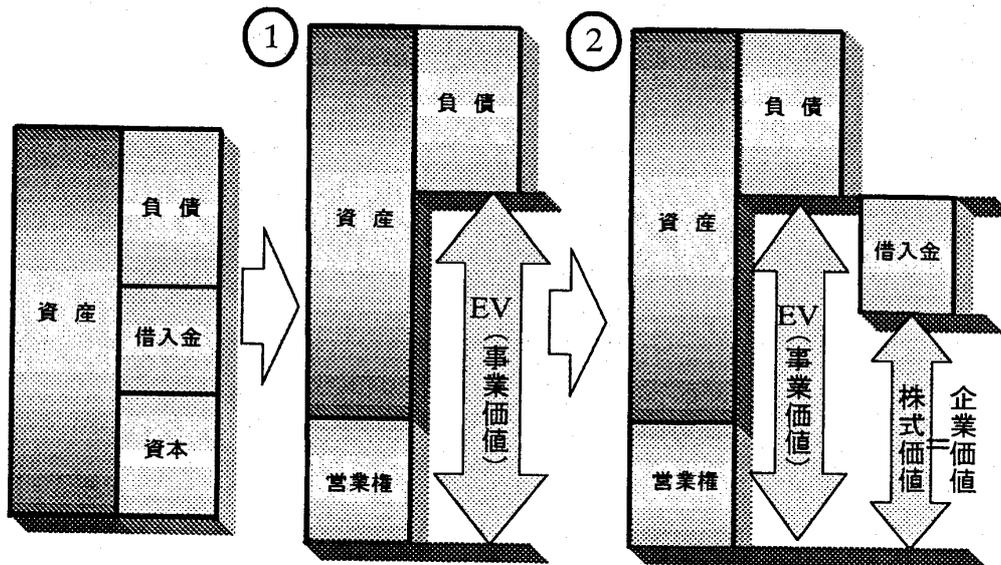


図10 企業価値の算出

3. インタンジブルズの分離と測定

上記に企業価値や事業価値・非事業価値について考察したが、この中でインタンジブルズはどのように評価されているのであろうか。企業自体の株式の価値を考えたとき、インタンジブルズの価値を包含していることは言うまでもない。では、インタンジブルズの価値のみを取り出すのはM&Aにおいてどう考えればいいのかを考察する。

3.1 貸借対照表に記載・非記載のインタンジブルズ

貸借対照表に記載されるインタンジブルズの価値、たとえば、他社から取得した特許権等は本来、その時価、すなわち市場価値または将来生み出すキャッシュフローの現在価値であらわされるべきである。ここで問題になるのは貸借対照表非記載のインタンジブルズの測定である。

まず、上述の事業価値・非事業価値の考え方に沿うと、貸借対照表非記載のインタンジブルズは常に正の額であろうか。たとえば、最近の雪印の事件を思い起こしていただきたい。雪印のマークが入っているだけで乳製品が売れなくなった時期があった。その時点においては、ブランドはまさしく負の事業資産であり、正の事業負債とも考えられる。2002年にヤマダ電機が純資産377億円で赤字のディスカウントストアのダイクマを169億円で買収し、“逆のれん”約170億円を計上すると報じられた。これも負の営業資産であり、負のインタンジブルズの例である。勿論、事業資産に正のインタンジブルズが存するのは容易に想像できる。したがって、事業資産と事業負債に属するインタンジブルズの合計が正であればいわゆる“営業権(のれん)”といわれるものになり、負であれば“逆のれん”ということになる。負の事業資産または正の事業負債ということになるが、実際には、貸借対照表の負債の部に記載されることになる。

3.2 M&Aにおけるインタンジブルズの測定

M&A取引の場合、通常、企業全体または営業体全体の所有権の移転を意味する。企業や営業体の所有者が不変の状態でのインタンジブルズの測定とこのような企業や営業体全体の所有

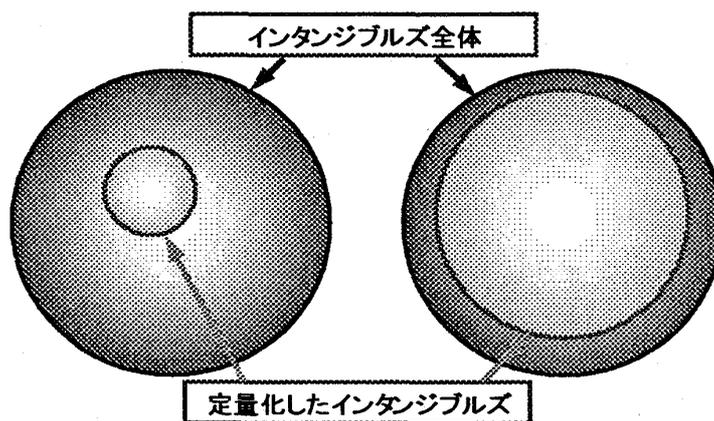
者が変わる M&A の場合でのインタンジブルズの測定とでは、その測定者側の要請も異なる。すなわち、M&A においては所有者が変わることにより、そのインタンジブルズが生み出す将来のキャッシュ量が異なるからである。

貸借対照表上のインタンジブルズの大きな部分である営業権につき、上述したが、M&A においてどのように決定されるかさらにもう少し考えてみよう。ここで重要なのは、営業権は、決して個々のインタンジブルを評価したものの総計ではなく、下式で表されるように、先ず事業価値が決まった後に総計として決定されるものだけということである。

$$\boxed{\text{営業権}} = \boxed{\text{事業価値}} - (\boxed{\text{資産}} - \boxed{\text{負債(除く借入金)}})$$

ただし、M&A のみならず、所有者の変わらない状況でのインタンジブルズの評価も、特許料のように将来生み出すキャッシュフローが予想できる場合や、親会社が子会社から親企業名のブランド使用料として徴収する場合は例外として、個別のインタンジブルを単に不明確な前提条件をつけて計算するのは

計算のための計算に過ぎず真のインタンジブルズの測定にはならない。企業のインタンジブルズの合計を考える際は、M&A 以外の場合も同様に、一般に、インタンジブルズは集合体でのみ測定されるべきもの考えるべきであろう。したがって、仮に何らかの理由でまた何らかの方法で個々のインタンジブルが定量化されその部分が増減しても、企業の収益自体が変化しなければ企業全体のインタンジブルズの額は不変である。(図 11 参照)



定量化された個々のインタンジブルズの合計が変化しても
企業のインタンジブルズ全体は不変

図11 企業のインタンジブルズの定量化部分の割合

ブランド価値などが論じられることが多くなったが、企業価値におけるブランド価値は、あくまでも上述の営業権に含まれると考えるべきである。現在のブランドを使用した新しい事業による収益機会の増大が見込まれる場合も、その可能性を見込んだ EV とすれば足りるので、ブランド価値自体を分離するのは難しい。仮に、まったくブランド力のない企業の EV が計算されたならば、そのブランド力のない事業価値とブランド力のある事業価値の差がブランド価値ということになるが、実際の算出は困難である。M&A においては、譲渡可能なインタンジブルで譲渡する可能性がある場合等特別な場合を除き、ブランド価値を個別に算出して企業全体の評価をすることはない。

4. 法的破綻企業価値とインタンジブルズ

企業価値というと、日常の営業を続けている企業の価値を考えるのが普通であるが、法的に破綻した企業にもその価値がある。たとえば破産は清算を前提にしたものであり、事業が通常の状態に継続されることがないので価値が著しく経時劣化する。

たとえば現在の破産処理システムにおいては、裁判所の許可のもと実質的に破産管財人を中心とする弁護士らで構成される管財人団によって資産処分される。しかし、従来よりもここ数年で改善されたとはいえ、管財人団が対象事業に精通しているわけではなくその手続にはまだまだ長時間を要するのが普通である。その結果、資産の処分価額が市場価値からして必ずしも妥当なものとはなっていないのが実状である。

ここで、リンゴのような天然果実が破産企業の所有資産である場合を考えてみる。この場合、時間の経過とともにリンゴは腐敗し、その市場価値が減少すると共にそれらの集合である破産財団の資産価値も減少する。したがって、破産と同時に全資産を売却すれば、良品のリンゴの市場価値に近い価額で売却が可能であったにもかかわらず、売却に時間がかかればかかるほど、売却価額が減少しある時間を経過すると資産価値はゼロになる。このリンゴのケースにおいて、破産企業の資産処理の迅速性の要請は明らかであり、誰にも容易に理解できるであろう。また、コンピューター・ソフトウェアのメーカーや商社のように、その所有資産の主な部分が人的資産に依存している場合においては、時間の経過とともに優秀な従業員が離散し、結果的に破産企業が所有するソフトウェアや商権の資産価値が急速に減少する。(詳細は、参考文献参照)

破綻企業の評価も通常の企業どうように将来生み出すキャッシュから EV を決定し求められるように、インタンジブルズも同様に求められる。通常の企業と異なる点は、時間の経過とともに資産価値と営業権、インタンジブルズ価値が劣化することである。

5. おわりに

本稿では、まず企業価値、事業価値とは何かについて考察し、企業価値のシリンドーモデルについて説明した。そして、M&A における種々の企業評価方法について概説した上で、インタンジブルズ評価について考察し、最後に破産企業の企業価値についても検討を加えた。

公開企業の時価総額が PBR (株式純資産比率) 1 未満となっている企業が少なくない低迷期の日本経済において、持てる有形資産を生かして初めて PBR が 1 を超え、正の営業権、インタンジブルズが発生することを考えると、いかに非効率な経営をしている企業が多いかが窺い知れる。

バブル経済が崩壊し、従来のような単調増加の見込めないデフレ経済環境においては、経営陣の強弱により企業の優劣が鮮明に浮き彫りにされるようになる。そのような環境下の経営の新機軸は、インタンジブルズ価値を増大できる優秀な経営陣の組成とそれによる企業価値の最大化である。近い将来、日本でも経営者市場が形成され、外部の人材も有効に活用され、優秀な経営陣を組成しインタンジブルズ価値を高められる企業だけが日本市場で勝ち残っていくことになるはずである。

謝 辞

本稿は、日本管理会計学会 2002 年度全国大会統一論題報告「インタangibleの測定と管理」および統一論題シンポジウムの内容に加筆修正を加えたものである。統一論題報告ならびに統一論題シンポジウムに際しての小林啓孝教授のご支援と、小倉昇教授の本草稿に対するアドバイスに関し厚く御礼申し上げたい。

参考文献

- Altman, E.I. 1993. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*. Second edition. John Wiley & Sons, Inc.
- Copeland, T., T. Koller, and J. Murrin, 2000. *Valuation: Third Edition*. Willey. (伊藤邦雄訳 1999. 「企業評価と戦略経営：第2版」日本経済新聞社)
- 古川浩一，蜂谷豊彦，中里宗敬 1999 『基礎からのコーポレート・ファイナンス』中央経済社
- Hirshleifer, D., 1995. *Mergers and Acquisitions: Strategic and Informational Issues in Handbooks in Operations Research and Management Science Finance*. Chapter 26: 839-885.(佐山展生訳 1997. 『ファイナンス』朝倉書店 第26章「合併と買収：戦略面と精神面からの考察」817-863.)
- 伊藤良二 2001. 『コーポレートブランド戦略 BEST SOLUTION』東洋経済新報社
- 北地達明・鳥野仁 1999. 『M&A 入門』日本経済新聞社
- 小山康宏著 2000. 『M&A・投資のための DCF 評価』中央経済社
- 森信静治，川口義信，湊雄二 1999. 『M&A の戦略と法務』日本経済新聞社
- 村松司叙編著 2000. 『M&A21 世紀：I 企業評価の理論と技法』中央経済社
- 西山茂著 2001. 『企業分析シナリオ』東洋経済社
- Palepu, K.G., V.L. Bernard, and P.M. Healy, 1996. *Introduction to Business Analysis & Valuation*. (斎藤静樹監訳 1999. 『企業分析入門』東京大学出版会) .
- 佐山展生 2000. 「相対株価から絶対株価への転換：公開株式価値の大転換期におけるグループ企業価値と M&A」証券アナリストジャーナル Vol.38, No.3, 39-53
- 佐山展生 1999. 「M&A における企業評価—キャッシュフロー・ベースと資産ベースの評価」経営システム Vol.9, No.1, pp.20-24
- 佐山展生 1999. 「グループ経営の財務的・経済的分析」東京工業大学大学院社会理工学研究科博士論文
- 佐山展生, 今井潤一 1998. 「破産企業の資産処分に関する経済分析」日本経営財務研究学 Vol.19, 第5章 123-148
- 佐山展生 1999.12.22. 「バイアウト高まる関心」日経金融新聞
- 鈴木義行編著 2000. 『M&A 実務ハンドブック』中央経済社
- 渡辺章博 1998. 『M&A のグローバル実務』中央経済社
- 渡辺康夫著 2001. 『企業価値入門』東洋経済社