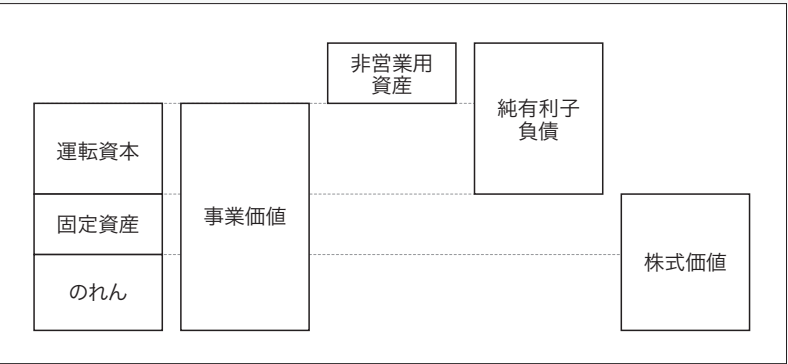


① 倍率法で大まかな水準感をつかむ
② DCF法の算定結果との整合性を確認する
③ ①②に差異がある場合、差異要因(事業計画、割引率、成長率、類似会社の選定)を分析する
④ 価値変動に影響を与える項目を抽出し、シナリオ分析(パラメーターの設定)を実施する
⑤ シナジー効果の価値を算定する
⑥ 財務税務DDの確認項目を抽出する
⑦ DDの結果を価値評価に反映する
⑧ 最終的な提案価格を確定する

収益性、事業分野等の類似した会社を少なくとも5社程度選定します。

- ② DCF法では事業計画が必要となります。売り手企業から事業計画の開示がある場合、売り手の事業計画に一定の修正を加味した修正事業計画を基にDCF法の計算を行います。事業計画の開示がない場合は、予算等を参考に買い手企業が作成します。
- ③ 倍率法とDCF法によつて算定された評価額のレンジは、一般的にオーバーラップすることが多いですが、乖離が生じるケースもあります。その場合は、乖離の要因を分析し、整合性を阻害している要因を特定し、修正の可否を検討します。
- ④ 事業計画の前提条件のうち、価値評価に影響を与える項目(例えば、材料費率、外注費率、労務費、設備投資等)を抽出し、それらをパラメーターとするシナリオ分析を行います。
- ⑤ M&Aによるシナジー効果を検討します。DCF法の場合、シナジー効果の金額の見える化が可能です。

- ⑥ ④のシナリオ分析において、価値に与える影響の大きい項目及び⑤のシナジー効果の実現可能性を財務DDの重点項目として抽出し、調査します。
- ⑦ DDの結果(例えば、主要取引先の喪失の可能性、主力製品の販売落ち込み予測、主要材料の調達コストの増加見込み、運送費の上昇見込み)を価値評価に反映させます。
- ⑧ 価値評価の算定結果と売り手との交渉過程を通じて、最終的な買収価格が確定します。なお、買収価格は、株式譲渡契約の契約内容(表明保証、補償条項)等の影響も受けます。
- (3) 評価対象**
- 「事業価値」と「株式価値」の言葉の定義が曖昧な場合、交渉時の意思疎通が上手く行かない可能性がありますので、正確に理解する必要があります。
- ▼事業価値



事業(ビジネス)から創出される価値です。

DCF法ではフリー・キャッシュ・フローの割引現在価値の合計、EBITDA倍率法ではEBITDA×倍率、貸借対照表では運転資本、固定資産及びのれんの合計です。

Special feature 特集2

M&A担当者のための実務解説『バリュエーション(価値評価)』

中田公認会計士事務所/インテンシティ合同会社

中田 博文
公認会計士・税理士

- ①M&Aにおける価値評価(バリュエーション)の手法とは？
- ②倍率法における価値評価(バリュエーション)のポイントとは？
- ③DCF法における価値評価(バリュエーション)のポイントとは？
- ④支配権プレミアム&流動性ディスカウントについて
- ⑤財務デューデリジェンスの発見事項の取扱い

※本冊子では上記①・②のみ掲載、③～⑤を含む全ての解説はZEIKEN LINKS(Web版)にて順次公開いたします。
テーマや内容について変更となる場合がございます。

M&Aにおける価値評価①(バリュエーション)の手法とは？

(1) 社内価値評価の重要性

M&Aのリスクの一つは、高値買いです。M&Aが成長戦略のツールとして定着し、買い手候補は増加する一方で、高収益企業の売り案件はまだまだ少ない状況です。そんな中、入札形式を採用するケースが増加しているため、買収価格は高騰する傾向にあります。

高値掴みを防止するためには、外部評価機関の価値評価レポートの入手とともに、社内での適切な価値評価が重要です。相対取引の場合であっても、売り手企業の言い値に左右されず、売り手に対して合理的な評価額を主張することが必要です。

売り手の仲介会社から株式価値算定書が開示されることもありませんが、その多くは純資産法をベースとしたものが多く、マーケット水準との乖離が不明であり、ま

た将来の収益力を反映していません。純資産に営業権を加味したものであっても、営業権の算定に恣意性が関与しており、ファイナンス理論の裏付けのない評価方法といえます。特に、外部ステークホルダーに買収価格の説明責任がある場合、説明に窮することになりますので、あくまでも参考程度に留めることをお勧めします。

なお、上場会社では、M&A後の会計処理(減損の判定、PPA)において、DCF法によつて計算された評価額を前提とするため、買収時に適切な価値評価を実施していないと、開示スケジュールに間に合わない(監査に時間がかかる)等の事態が生じる可能性があります。

(2) 社内価値評価の作業

M&Aにおける価値評価の主な社内作業は、以下となります。

①倍率法は、EBITDA倍率を用いるケースが一般的です。類似会社は、データベースの産業別分類等を利用して、企業規模、

▼株式価値

事業価値に非営業用資産（投資資産、遊休資産等）の時価を加算し、純有利子負債（借入金等の負債から現預金を控除）の時価を差し引いたものです。

(4)評価手法の概要

価値算定の手法は、①インカム・アプローチ、②マーケット・アプローチ、③コスト・アプローチの3つに分類されます。

①インカム・アプローチ

DCF法が代表的な評価手法です。企業の事業活動によって生み出される将来のキャッシュ・フロー（FCF）を、想定割引率を用いて現在価値に割り引いて、事業価値を算定する手法です。事業価値に非営業用資産を加算し、純有利子負債を控除して株式価値を算出します。

〈メリット〉

将来の収益力を考慮するため、継続企業の評価に適しています。また、キャッシュ・フローをベース

とする計算であるため、会計処理方法の影響を受けません（クロスボーダーのM&Aでは重要な点となります）。さらに、将来CFと事業価値・株式価値の関係を明示的に把握できるため、買収価格のシミュレーションやシナジー効果の見える化が可能です。そして、前述のように会計上のPPA・減損テストでも用いられる手法であるため、買収時に必須の方法と考えられます。

〈デメリット〉

事業計画、資本構成、割引率、成長率等により評価額が大きく左右されます。そのため、可能な限り客観的・合理的・説明可能な前提条件の設定が重要になります。

②マーケット・アプローチ

株価等のマーケット情報を基礎に価値を推定する方法で、市場株価法、類似会社比準法及び取引事例法が多く用いられています。

市場株価法

対象会社が上場会社の場合に使用される方法です。株価には、企

業の将来性、収益力、財政状態が織り込まれています。上場会社の組織再編の株価算定、TOB価格、自己株式の買取価格に使用されています。

類似会社比準法

上場企業の中から、対象会社と事業内容、事業規模、収益の状況等が類似する企業を複数選定し、それら類似会社の株式時価総額や事業価値に対する財務指標の倍率を算定し、当該倍率を評価対象企業の財務指標に乗じて価値の推計を行う手法です。

取引事例法

対象会社と類似事業の買収事例にもとづき、事業価値及び株式価値を評価する手法です。

〈メリット〉

市場株価法は、実際の市場株価に基づくため、不特定多数の投資家の評価を反映できる客観的な指標といえます。類似会社比準法は、簡便に計算できる点がメリットです。取引事例法は、実際の第三者による買収実績を反映してい

るため、客観的な評価と考えられる場合があります。

〈デメリット〉

市場株価法は、上場会社の株価であっても、あらゆる場面で適用できるものでなく、株式の取引状況、マーケット環境、市場株価の動向を踏まえて、採用できないケースがあります。

類似会社比準法は、対象企業と類似性の高い上場企業の選定が困難な場合は、対象企業と類似会社の相違点の調整や採用する倍率の選定等の高度な判断が必要です。取引事例法は、案件の特異性等によって買取価額が実態価格と乖離した状態で取引されている可能性があります。

③コスト・アプローチ

貸借対照表上の純資産額を基礎に株式価値を算定する方法です。資産及び負債のうち時価の判明するものについては時価に評価替えを行い、その評価替え後の資産と負債の差額である修正純資産（含み損益を反映）によって株式価値を評価します。

〈メリット〉

純資産法による株式価値は、貸借対照表を基に評価するため、その計算方法が一般的に理解されやすく、比較的客観的な評価結果といえます。また、金融資産が主要資産である金融会社や不動産会社等のアセットビジネスに対して有用な評価手法です。

〈デメリット〉

将来の超過収益力が評価に反映されません。対象会社の強み（超過収益力）に着目してM&Aを実行しているにも関わらず、その超過収益力が評価されないため、M&Aの実態に整合しない評価方法と言えます。また、営業用資産の含み損益を時価評価しても、事業を廃止しない限り、価値として実現しないので、事業継続性を前提とした評価と乖離する可能性があります。

(5)終わりに

このように、価値評価の一般的な算定手法として、「DCF法」、「類似会社比準法」、「取引事例法」、「純資産法」等があります。

倍率法における価値評価(バリュエーション)のポイントとは？

(1)マーケット・アプローチ

マーケット・アプローチには、①対象会社の株価を基準とする評価方法（市場株価法）、②対象会社と類似する上場会社の株価を参考とする評価方法（倍率法）、③類似のM&A取引の取引価額を参考とする評価方法（取引事例法）等があります。どれも株式市場や第三者間の取引価格を参考とする評価であるため、評価の客観性が高いと考えられています。

①市場価格法は、対象会社が上場会社であるケースや上場会社

が絡む組織再編時に採用されており、対象会社が非上場会社の場合は適用できない方法です。②倍率法は、対象会社が非上場企業の場合に適用できます。M&A取引の中で対象会社が非上場会社の場合が圧倒的に多いことを考慮すると、最も使用頻度の高い方法といえます。③取引事例法は、そもそも類似取引自体が少なく、存在する場合であっても、個々のM&A取引は個別要因が深く絡んでいる（シナジー効果の見立て等）ので、あるM&Aの取引価格を別のM&Aの取引価格に適用するには高度な判断が必要となります。そのため、取引事例法は参考値として利用されるケースが多いです。

(2)倍率法

上場企業の中から、対象企業と事業内容、事業規模、収益の状況等が類似する企業を複数選定し、それら類似会社の株式時価総額や事業価値に対する財務指標の倍率を算定し、当該倍率を対象企業の財務指標に乗じて価値

分類	倍率／該当産業	計算式
株主価値ベース	PER:Price Earnings Ratio	PER＝株式時価総額/税引後当期純利益 PER＝1株当たり株価/1株当たり当期純利益
事業価値ベース	EBITDA倍率	EBITDA倍率＝事業価値/EBITDA
資産ベース	PBR:Price Book-value Ratio	PBR＝株式時価総額/簿価純資産 PBR＝1株当たり株価/1株当たり簿価純資産
売上高ベース	売上高倍率	PSR＝事業価値/売上高
業界特有の倍率	単一製品の製造業	生産量に基づく倍率＝事業価値/年間生産数量
	製薬会社、バイオベンチャー	パイプラインに基づく倍率＝事業価値/パイプライン数
	ケーブルテレビ会社	加入者数に基づく倍率＝事業価値/加入者数
	コンビニ業・飲食業	店舗数に基づく倍率＝事業価値/店舗数

を推計する手法です。

倍率は、EBITDA倍率の使用頻度が最も高いですが、その他にも様々な倍率が考えられます。下記のような業界特有の倍率を使用するケースもあります。

4 個別論点

①類似会社は何社必要なのか？

▼重複の程度の高い会社があれば、選定する企業は少なくともいいが、倍率の分散傾向が強ければ、傾向を把握するために、より多くの類似会社が必要と考えています。実務上、上記のスクリーニングを通じて4社〜7社程度の適当な類似会社が選定されていれば、評価結果の信頼性に問題ないと考えられます。

②対象会社が複数事業を抱える会社(例えば、電子機器、化学品、自動車部品、化学品、自動車部品)の場合、どのように評価すればいいか？

▼対象会社の各事業別(電子機器、化学品、自動車部品)に類似会社を選定し、各事業別の倍率を用いて、事業別の事業価値を算定します。その後、事業別の事業価値を合算して

倍率の計算式の分子(事業価値と株式価値のどちらか)に注意する必要があります。PERは株式時価総額(株式価値)を分子とするため、「PER」×「対象会社の税引後利益」によって、対象会社の株式価値が算定されます。一方、EBITDA倍率は、事業価値を分子とするため、「EBITDA倍率」×「対象会社のEBITDA」によって、対象会社の事業価値が算定されます。事業価値と株式価値の整理ができていないと、交渉時に意見が合わない

時間のロスが発生してしまいます。

使用する倍率に関して、特別の理由がない限り、M&Aで最も使用頻度の高いEBITDA倍率を用いるのがベターです。ただし、対象会社の二過性の損益を平準化した後の調整後EBITDAが赤字の場合、EBITDA倍率を使用できないため、その際は売上倍率等を検討します。なお、売上高倍率とEBITDA倍率を30…70のようにウェイト付けをしたレポートを見ることがありますが、ウェイト付けの計算根拠が曖昧で、社内外に対して説明に窮することになるため、避けた方がいいです。

3 類似会社の選定

倍率法では、類似会社の選定が最も重要です。対象会社に類似する上場企業を選定する際、以下のような基準を設定します。

- 「ビジネス」(事業の類似性)
- 業界、商品、製品、サービス(事業の成熟度)

全社の事業価値を計算します。

なお、ソニーのような上場会社は、コングロマリット・ディスカウントによって、全社の事業価値が、事業別の事業価値の合計よりも小さいと考えられます。一方で、シナジー効果(共通仕入、多能工の活用、管理部門の共通化等)が存在する場合もあるため、複数事業のケースにおいて、コングロマリット・ディスカウントを機械的に反映するのではなく、案件ごとの詳細な検討が必要です。

③倍率法でサイズプレミアム(SCP)はあるのか？

▼サイズプレミアム(SCP)は、株式時価総額が小さな企業に対して適用するプレミアムのことをいいます。ビジネスリスクが同程度の場合、規模の大きな企業よりも小さい企業の方がリターンは高いという実証研究に基づくもので、実務で広く共有されている概念です。具体的に

製品ライフサイクル

(事業戦略) 直営VFC、自社製造vsファブレス、ブランド戦略vs低価格戦略 等

〔財務〕 収益性、成長率、事業規模 等

〔地域〕 販売拠点、製造拠点 等

具体的には、以下のようなスクリーニング作業(初期的↓量的↓質的)を通じて、類似会社を選定します。

- (初期的スクリーニング) データベースの産業別分類による抽出
- (量的スクリーニング) ✓売上高規模…1,000億円超を除外
- ✓EBITDAマージン30%超及び10%未満を除外
- ✓売上高成長率10%超を除外等(質的スクリーニング)
- 有価証券報告書、企業ホームページ等をチェック
- ✓事業が過度に多角化している会社を除外

は、DCF法の割引率を推定する際に、対象会社の株式価値の規模に応じたサイズプレミアム(3.5%〜5.5%)を加味します。

▼倍率法において、類似する上場会社が規模の大きい会社しかない場合、算定された倍率は大企業ベースの倍率と考えられるため、対象会社が小規模会社のケースでは、倍率法で算定された株式価値に対してサイズプレミアムを反映させることを検討します。具体的には、DCF法で、サイズプレミアムの有無に対応する株式価値の差額(比率)を用いて、倍率法の株式価値を減額させます。

④倍率法でよくある誤りとは？

▼翌期以降、大型の設備投資を予定しているが、株式価値に反映されていない。DCF法では、将来の設備投資はフリー・キャッシュ・フローに反映されますが、倍率法では、事業価値から翌期以降の大型の設備投資額(通常の設備投資と異なる

✓収益の大半が製造業からの収益ではない会社(投資事業、不動産事業等)を除外

✓事業戦略の異なる会社を除外(B2C向け、ファブレス企業等) 等

EBITDA倍率の計算例

	EBITDA		倍率	
	20/3期	21/3期	20/3期	21/3期
	F	G	H=E/F	I=E/G
類似会社の事業価値				
	有利子	非支配		
	時価総額	負債残高	株主持分	(現預金)
百万円	A	B	C	D E=A+B+C+D
類似A社	140,471	1,300	395	(40,949) 101,217
類似B社	781,785	21,458	46	(76,555) 726,734
類似C社	12,547	2,481	911	(5,618) 10,321
類似D社	97,080	20,901	0	(9,381) 108,600
類似E社	556,829	30,879	7,326	(80,662) 514,372
類似F社	1,042,332	0	1,998	(103,423) 940,907

倍率の算定			
百万円	20/3期	21/3期	
類似A社	19,926	21,374	5.1 4.7
類似B社	53,413	56,029	13.6 13.0
類似C社	2,143	2,415	4.8 4.3
類似D社	6,965	8,264	15.6 13.1
類似E社	51,015	53,607	10.1 9.6
類似F社	115,375	113,368	8.2 8.3
中央値			9.1 8.9
平均値			9.6 8.8

事業価値の算定			
百万円	20/3期	21/3期	
対象事業財務数値	J	131	142
マルチプル	K=H,I	9.1	8.9
事業価値	L=J×K	1,192	1,269

規模)を控除する必要があります。

▼売上規模、利益率、成長率等が大きく異なる会社を類似会社としているケース

▼類似会社のEBITDAに二過性の損益が含まれているケース

▼対象会社のEBITDAに二過性の損益が含まれているケース

▼対象会社のEBITDAに経済合理性のない関連当事者取引が含まれているケース(多額の役員報酬、社長のプライベートの費用等)等が要因として考えられます。

※その他の解説については Z E I K E N L I N K S (Web版) にて、順次公開いたします。

