

# Bevalco Report Vol.14

2006 / 8 / 9

## 第三者評価について考える(2)

評価手法には、伝統的な純資産法から最近事業価値又は株主価値を評価する一般的な手法としてもてはやされているDCF法などがあるのはご承知のとおりです。評価方法はこのように種々ありますがどの場面でどの手法を使うべきかは評価者にとって悩みの種です。

### 企業評価方法

一般的に企業評価手法には、

- (1) 会社の保有している資産に着目する企業評価方法(コストアプローチ)
- (2) 会社のキャッシュフローに着目する企業評価方法(インカムアプローチ)
- (3) 市場価値(相場)に着目する企業評価方法(マーケットアプローチ)

の3つがあります。

### コストアプローチ

コストアプローチは、会社の財産価値をある一定時点で評価することにより、企業価値・事業価値を算定する方法で、代表的なものとしては、時価純資産価額法があります。

時価純資産価額法は、会社が保有している資産の時価から負債を控除した額をもって企業価値とする方法です。3つの企業評価方法の中でも、「最も単純にして客観的な評価方法」です。

しかし、この方法では企業が将来獲得するキャッシュフローの価値を評価に織り込むことができません。したがって、M & Aの際にこの価額で売買されるということはあまりないかもしれませんが、ただし、客観性が高いため、現物出資などグループ内再編を行う場合には利用されるケースもあります。

---

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意をはらい、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) Bevalco Japan. All Rights Reserved.

## インカムアプローチ

次にインカムアプローチです。企業を売却する側は、「将来の利益を得る権利」を放棄するわけですから、それを価額に反映させてもらわないと経済的にはメリットを感じないでしょうし、オーナー企業であれば、心情的には長年培ってきた「のれん」を正当に評価して欲しいという思いがあるはずです。また、買い手も「将来の利益を得る権利」を買う対価として買収代金を支払います。このように企業が生み出す将来の予想利益を見積もり、その総和を企業価値とする企業評価方法は将来の収益を企業価値に織り込む評価方法は極めて合理的なため、M&A では最もよく活用されています。会社の収益またはキャッシュフローに着目する企業評価の手法として非常にポピュラーなのは、ディスカウント・キャッシュフロー (DCF; ディーシーエフ) 法と呼ばれる企業価値評価法です。

## マーケットアプローチ

次に別な角度から見てみましょう。上場企業は日々株式市場で株価がつくので、時価総額が分かります。時価総額はその日における企業価値の「相場」です。マーケットアプローチは、株式市場 (= マーケット) でついた株価をもとに類似する他の会社の企業価値を算定する方法です。この方法を類似会社比準法と呼んでいます。株式新規公開の際の想定株価を算出する時などに用いられます。

たとえば、家電製品を作っている会社があるとして、その会社の「相場」を出すとしましょう。類似会社比準法による評価法の第一歩はまず、家電製品を作っている上場会社を選択することから始まります。たとえば、ソニー、松下電器などの日本を代表する大企業から、一般にはあまり知られていない中小規模の上場会社もあります。

次にこれらの類似会社の経営指標と、自社の経営指標とを比較して、「もし自社が上場しているとしたらいくらぐらいの株価がつくのか」を算定します。経営指標として良く用いられるのは、利益や純資産、EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization; 償却前営業利益から法人税を引いたものです) などです。つまり、倍率法は、「利益やキャッシュフローを物差しとして、他のよく似た上場会社の株価を基にして対象会社の株式を算定する方法」と説明することができます。

このように企業評価といってもいくつかの方法があり、どの企業評価方法を用いるかは評価の目的や会社の置かれている状況によって変わってきます。また、「こういうケースではこういう評価方法を用いる」といった慣行を無視することもできません。

企業価値とはあくまで相対的なものであることが分かると思います。これは、ある企業から見れば「大金を積んでも買収したい企業」であるのに、別な企業からみると「お金をもらってでも買収したくない」ということもありうるわけです。

---

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意をはらい、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) Bevalco Japan. All Rights Reserved.