

# BVCJ Report Vol.39

2011年12月21日

## 取得原価配分における割引率の設定

「企業会計結合に関する会計基準」(最終改正平成20年12月26日)は、企業結合の会計処理にあたって、取得対価を個々の識別可能資産に配分する手続きを定めている(第28項乃至31項)。この取得原価配分の手続きにおいて、各識別可能資産の公正価値を算定するプロセスが必要となる。各識別可能資産の公正価値の算定方法は各種あるが、将来のキャッシュ・フローを割り引くことで公正価値を算定するインカム・アプローチを採用する場合、キャッシュ・フローの割引に用いる割引率をどのように設定するかが問題となる。

この点、理論的には①WARAがWACCを上回り、かつWACCに近似すべきこと②個々の資産の評価に適用される割引率の相対的な高低関係が、各資産のリスクの相対的な高低関係を反映していることという2つの要件を満たす必要がある。本稿では、そのような要件を満たす割引率を実務上どのようにして設定するかについて解説する。

### (1)WARAがWACCを超え、かつ近似することが必要となる理論的背景

WACCとは、加重平均資本コストを言い、企業に対する資金提供者の要求に応じるために必要な利回りである。WARAとは、加重平均資産利益率を言い、企業が調達した資金を投下している個々の資産の資産利回りの加重平均である。

評価において、WARAがWACCを上回らなければならない理論的背景は下記のとおりである。

企業に負債を提供する投資家(債権者)は、投資のリターンとして、借り換えによる残高維持を前提とすれば、企業の信用リスクに応じた利率での利息を要求する。企業に株主資本を提供する投資家(株主)は、投資のリターンとして、株式の時価総額(帳簿上の自己資本の額ではない)に対する企業の事業リスクに応じた利益率での残余利益を要求する。企業は、両者から調達した資金で資産を購入し、当該資産を運用して事業を展開して行くこととなるが、債権者及び株主の要求利回りをともに達成するためには、総資産利益率がWACCを上回らなければならない。ここで、総資産利回りは個々の資産の利回りの加重平均に他ならないから、WARAはWACCを上回っている必要がある。

また、WARAがWACCに近似していなければならない理論的背景は下記のとおりである。

無裁定の原理を前提とすると、ある瞬間に同じリターンでリスクの異なる事業が存在したとしても、当該事業のうちリターンの高い方は買われて価格が上昇し、結果リターンはリスクに見合う水準に低下し、リターンの低い方は売られて価格が低下し、結果リターンはリスクに見合う水準に上昇するという価格の修正が生じることとなる。

---

※ 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払い、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) BVCJ All Rights Reserved.

仮に WARA が WACC と大きく乖離しているとすれば、それは必然的に負債コスト・株主資本コストの調整をもたらし、結果的に両者はおおむね近似した水準に収斂するはずである。この時、WACC は実際の調達金利や市場における株価形成を通じて決定されており、企業の独自の見積もりによらざるを得ない WARA よりもより信頼性の高い数値である。したがって、WACC の方を正とし、WARA は WACC との乖離が誤差と認められる程度まで近似するように設定しなければならない。

### (2)個々の資産の割引率の相対的大小関係が各資産の相対的なリスクの大小関係を反映していることが必要となる理論的背景

前段で述べたように、無裁定の原理を前提とすると、同じリターンでリスクの異なる資産がある瞬間に存在したとしても、価格の調整を通してリスクに見合うリターン水準に調整されるはずである。したがって、個々の資産の割引率の相互の大小関係は、各資産のリスクの相互の大小関係を反映するものでなければならない。

この時、一般に、リスクの相対的大小関係は、①有形資産は無形資産よりもリスクが低い②耐用年数が短く早期に投下資本を回収しうるものはリスクが低く、耐用年数が長く投下資本回収に時間のかかるものはリスクが高いという原則がある。このとき、のれんの発生が見込まれる場合、のれんは耐用年数を確定できず、内容も曖昧模糊としていてとらえどころがないというその特質上、あらゆる資産の中で最もリスクが高い資産となる。

### (3)理論上あるべき WARA を達成するための実務上の方法

では、以上のような理論上あるべき WARA を達成するには、実務上どのような作業が必要であろうか。

WARA は、各資産の公正価値と各資産の資産利益率(=割引率)の加重平均であるため、資産の評価額が決まらなければ WARA を計算できない。しかし、各資産の割引率が決まらなければ、資産の評価額は算定できない。このような、鶏と卵のような循環構造があるため、実務上は、まずいったん暫定的割引率を設定して各資産の評価を行い、評価結果と評価に用いた割引率で暫定的 WARA を算定し、その結果の WACC との乖離を把握し、両者の乖離が誤差と認められる程度まで近似するように割引率を調整しながら試算を繰り返すことしかない。

暫定的割引率の設定方法としては、運転資本については短期金利(短期プライムレートや企業の実際の短期借入金金利等)、有形資産については長期金利(長期プライムレートや信用リスクが同程度の長期社債の市場金利、企業の実際の長期借入金金利等)を用い、無形資産については耐用年数に応じた相対的リスクの大小関係に留意しつつ各資産のリスクプレミアムを見積る方法が一般的である。特に、のれんの発生が見込まれる場合は、他の資産に対して十分に高い割引率を設定する必要がある。WACC の水準あるいは資産構成にもよるが、のれんの割引率は最終調整の結果 30%~50%という水準になることもありうることに注意が必要である。

以上

(文責 公認会計士・日本証券アナリスト協会検定会員 安室 保宏)

---

※ 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払ひ、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) BVCJ All Rights Reserved.