

### 3 会社買収における 株式評価について

弁護士 坂田 均

#### Q3-1

非上場株式会社の普通株式の評価はどの様にするのですか。

#### A3-1

上場会社の場合は、市場の取引相場がありますので、基本的にはその価格が株式の評価額となります。非上場会社の場合、株式評価の方法についてはいくつかの方式がありますが、主な方式としては、純資産価格方式、利益還元方式、類似業種比準方式があります。これらの方式を単独で使用したり、併用して按分したりするのが一般的です。

#### 解説

大会社には、類似業種比準方式が使用される。これは類似業種の株価を基本に、1株あたりの配当金額、利益金額、純資産価格(簿価)の3つで比準して評価する方式である(業種目および業種目別株価は国税庁ホームページ参照)。

小会社は、原則として、純資産価格方式によって評価される。純資産価格方式とは、課税時期における評価会社の資産を相続税評価額に評価替えし、その総資産の価格から負債や評価額に対する法人税等相当額を差引いた残額を発行済み株式総数で除した数字である。

中会社の場合は、類似業種比準方式と純資産価格方式を併用して評価している。

#### Q3-2

会社買収では、株式の評価方式としてDCF (Discounted Cash Flow) 法というのが使用されるようですが、この方式はどのようなものですか。

#### A3-2

純資産価格方式は、会社の純資産を基礎にして株価を評価する方式ですが、欠点は会社の将来の収益を考慮していないところにあります。DCF方式は、この点に配慮して、会社が将来取得しうる収益を株式評価の基礎とする方式です。

#### 解説

DCF方式は、将来の事業計画に従って各年度の純現金収益を基本にして評価をしていく方式である。事業計画では、買収後の会社の純現金収益がどの様に推移していくかが予想されている。課題は、買収によってどのようなシナジー効果が認められるかである。現実的には、買収資金が何年で回収できるかが重要である。概ね5年から7年のスパンでキャッシュフローの上昇を予測し、将来キャッシュフローを評価していくのが一般的である。

例えば、事業計画上の将来キャッシュフロー予測期間を5年とみて、買収価格が1億円の場合を想定して説明してみる。

まず、①5年の事業計画を立てる。②各年度の営業利益を含むフリー・キャッシュフローを予想する。③割引率を決める。割引率とは、投下資本に対する資本コストのことである。割引率に関しては、2つのポイントがある。第1は、将来のフリー・キャッシュフロー合計額を現在の価格に評価することになる。割引率は、将来のフリー・キャッシュフロー(純現金収益)の合計額を現在の価格に評価する計数である。これは中間利息の控除の考え方に似ている。例えば、損害賠償額の算定をするときに、「将来の得べかりし利益(逸失利益)」を前倒しで支払ってもらうために現在価格に再評価する場合、中間利息を控除する方式がとられるが、同様の考えに基づく。第2は、割引率として、どのような要素を考慮するかである。一般的には、負債の資本コストと株式の資本コストで構成されると考えられている。割引率をいくりにするかは、DCF法を使用する場合の最も重要な課題であり、各要素のウェイトのかけ方が重要である。負債比率と株式比率を適宜按分して加重平均資本コスト(Weighted Average Cost of Capital: WACC)を割り出すことになる。

例えば、現在価値をXとすると、5年後の価値との関係は $X = Y$  (5年後価値)  $\div (1+r)^5$  という計算式であらわされる。そうすると、5年後価値が1億円で、毎年度の割引率が5%であるとして、現在価値は、 $100,000,000 \div 1.05 \div 1.05 \div 1.05 \div 1.05 \div 1.05 = 78,352,616$ 円となる。

なお、フリー・キャッシュフロー(純現金収益)は、計算式であらわすと以下のようなになる。フリー・キャッシュフロー(純現金収益) = (EBIT(一般に営業利益に受取配当を加算したもの)  $\times$  (1 - 法人税率) + 減価償却費などの非資金費用) - (設備投資 + 流動資産から同負債を控除した運転資本の増加額)

## Q3-3

シナジー効果とは何ですか。

## A3-3

買収される会社を買収する側のグループに入ることによって得られる相乗効果のことです。

## 解説

シャープを例にとろう。シャープは液晶技術の国内ブラックボックス化政策が失敗し、一時期中国や韓国のメーカーに市場を奪われる事態になった。その結果、シャープは長く業績の低迷が続いた。ところが、2016年に台湾のフォンファイ(鴻海精密工業)に買収されると、新たな政策の採用と販売網の利用によって、あっという間に業績を回復させてしまった。フォンファイは中国市場で「天虎計画」という拡販政策を実施し、2018年3月期には液晶テレビ販売を倍増させた。このように企業は異なる企業グループの傘下に入ることによって見違えるように生まれ変わることがある。これがシナジー効果である。

どのような要因がシナジー効果を生み出すのかは多様である。色々な状況が考えられるが、一般的には、技術のコラボレーション、異なる販売網の利用、優れた経営ノウハウの利用、強力なセグメントの存在、資金力強化等によってシナジー効果が期待される。

## Q3-4

買収後の会社の純資産評価を超える部分は、資産の部に「のれん」として計上されますが、どの様なリスクがありますか。

## A3-4

例えば、楽天は、2017年2月に、Vikiについて減損処理したと公表しました。減損価格は、おおよそ214億円に上りました。Vikiの運営する動画配信サービスは1カ月2200万人が視聴するというもので、デジタルコンテンツ分野での成長が期待されていました。その発表内容を引用すると、以下の通りです。

「当社は、国際会計基準(IFRS)に基づく減損テストを実施し、現在の事業環境を踏まえて将来の回収可能性を検討した結果、買収時に発生したのれん等の減損損失を計上いたしました。具体的には、連結子会社のVIKI, Inc(米国)においては、取り巻く市場環境の変化ならびに競合の動向により、当初策定した計画に対して遅れがあったことが原因です。しかしVIKI, Incは、グローバルなコミュニティを中核としたビジネスであ

り、引き続きデジタルコンテンツ事業の中でも重要な位置づけとされており、今後も持続的な成長を目指してまいります。」([https://corp.rakuten.co.jp/news/press/2017/0213\\_02.html](https://corp.rakuten.co.jp/news/press/2017/0213_02.html)参照)

## 解説

のれんには正と負ののれんがあるが、正ののれんは、無形固定資産として計上される。ところが、その価格については持続させることが困難な場合がある。その場合、会計上の処理としては、規則的な償却をする考え方と、減損会計で対応する考え方がある。後者は、投資額の完全な回収が見込めなくなった状態をいう。この場合、固定資産の減損処理は「固定資産の減損にかかる会計基準」に従って実施されるが、当該資産から生み出される将来キャッシュ・フロー(割引前)の合計額を見積もり、その額が帳簿価格を下回る場合には減損損失を認識する(同基準参照)。企業買収時には色々な思惑から純資産評価を超えて買収価格を決定することがあるが、この上乗せ部分について、将来、このような減損損失を計上せざるを得なくなるリスクがあるから十分覚悟をもって買収価格を算定しなければならない。