

## 【目次】

### 「30分で楽しく読める中小建設業のM&A ～企業評価」

1. はじめまして.....	3
2. M&Aにおける企業評価とは.....	5
3. 営業権を含む時価純資産額法.....	8
4. 営業権評価(年買法).....	11
5. DCF法の考え方.....	14
6. DCF法での割引率.....	17
7. DCF法の具体的計算方法.....	21
8. DCF法の具体的計算方法.....	26
9. マルチプル法とは.....	32
10. 株主価値を計算してみましょう.....	36

株式会社 みどり合同経営  
M&A・企業組織再編部

公認会計士 原田 裕子

## 1. はじめまして

はじめまして、公認会計士の原田裕子と申します。「建設業のM&A～企業評価、法務、会計、税務」というテーマで今回からこのコーナーを担当させていただくことになりました。

ここ数年、M&Aに関係する制度が急ピッチで整備されています。特に今年にはいつてからは、M&Aの会計基準である企業結合会計の導入、新「会社法」の施行、税制の改正、とM&Aに関わる制度がめまぐるしく変わっています。

制度面に限っていえば、ようやくM&Aをスムーズに行う環境が整ったといえるかもしれません。ただ、M&Aを実行する場合、会計基準、法務、税務と様々なことを考慮しなければなりませんし、建設業のM&Aの場合には建設業特有の問題も関係してきます。

ここまで読んで、「なんだかややこしそうだなぁ」と思われた方も多いのではないのでしょうか。実際ちょっとややこしいです。そのややこしい事をなるべくわかりやすく書いてみようと思っています。

次回からは、主に以下のような内容に建設業特有の事柄も交えながらすすめていきたいと思います。

- ( 1 ) M&Aの企業評価
- ( 2 ) M&Aの法務
- ( 3 ) M&Aの会計
- ( 4 ) M&Aの税務

難しそうと思われるかも知れませんが、「できるかぎり簡単に、わかりやすく」を心掛けるつもりですのでどうぞよろしく願いいたします。

なお、今回の小冊子は、「M&Aの企業評価」の部分についてまとめさせていただいたものです。

## 2. M&Aにおける企業評価とは

今回から企業評価のお話です。1回目の今回は、M&Aにおける企業評価のもつ意味について考えてみましょう。

M&Aはビジネスの売買であり、そこには買い手と売り手が存在します。買い手にとってM&Aは新たな投資ですから、それを実行した結果得られるリターン（将来生み出される利益の合計、あるいは回収できる金額）、すなわち投資の価値が、投資にかかる資金や費用を上回ると期待できる場合にのみ実行されます。買収対象がどんなにいい企業（事業）であっても、高い買い物であるならばそのM&Aは成功とはいえません。一方、売り手にとって売却は投資の回収ですからより多くの回収を目指して努力するのは当然です。

そこで、M&Aにおいては、売り手と買い手が交渉し譲歩しあいながら、それぞれの許容できる範囲の中でお互いが合意できる取引価格を探っていくこととなります。そのため交渉をスタートする時点で売り手・買い手ともに対象となる企業（事業）の投資価値を知っておく必要があり企業評価が行われます。

企業評価は売り手・買い手双方が独自に行いますが、同じ方法

で評価したとしても評価額が同じになることは、残念ながらありません。対象企業に関する情報量の差、将来の収益の予測、リスク要因、資産の時価、シナジー効果などに対する考え方の違いが評価の差になってあらわれるためです。企業評価は主観的な要因に影響をうけるため、誰もが納得する正しい評価額というものはありません。

M&Aにおいて企業評価を行う目的は、誰もが認める正しい価値（あるとうれしいけど）を求めることではなくて交渉の出発点となる水準の価格を求めることにあります。

したがって、この評価額がそのまま最終的な買収価格になるわけではありません。デューデリジェンス（買収監査）の結果やM&Aのスキーム、どうしても契約を成立させたいのは売り手なのか買い手なのか、当事者の交渉力などによって最終的な買収価格は決まってきます。M&Aにおける企業の価値は、結局のところ当事者が納得した取引価格であるといえるかもしれません。

次回からは具体的な企業評価の方法についてみていくことにしましょう。

### ポイント

M&Aにおいて企業評価を行う目的は、誰もが認める正しい価値を求めることではなくて、交渉の出発点となる水準の価格を求めることにある。

### 3. 営業権を含む時価純資産額法

今回はM&Aにおける企業評価の持つ意味について考えてみました。続く今回と次回の2回は、中小企業のM&Aで最も活用されている企業評価の方法をみていくことにしましょう。

その基本的な考え方は「時価純資産額 + 営業権」です。貸借対照表の資産と負債を時価評価してから資産の総額から負債の総額を差し引いた金額のことを時価純資産といいます。時価純資産額は、もじどおり時価純資産額を株式価値（株主の持分 = 正味の企業価値）とするもので、とてもシンプルな評価方法です。

しかし企業の価値を考えると時価純資産額だけでは十分とはいえません。その会社は将来的に利益を生む存在だからです。そこで将来的な会社の価値を営業権として評価しこれを時価純資産額に加算します。これが「営業権を含めた時価純資産額法」で中小企業のM&Aの実務では最も使われている方法です。

ここで、建設業を営む会社が時価純資産額法を採用する場合の主な資産・負債項目の時価修正のポイントを挙げてみましょう。

表 1 建設業における主な資産・負債項目の時価修正ポイント

(1)工事未収金 受取手形	回収不能になりそうな金額があれば帳簿価額からこれを差し引きます。
(2)未成工事支出金 (未完成の工事にかかっている原価です)	販売価額から今後販売するまでに発生する原価、販売費、及び正常利益を差し引いた額で評価します。つまり同じものを作るのにいくらかかるのか(再調達原価といいます)で価値を計ります。
(3)原材料	不良在庫があれば帳簿価額からその金額を差し引きます。
(4)有価証券	上場有価証券については株価が公表されているので株価に修正します。非上場有価証券は基本的には簿価のままですが、倒産した会社や債務超過の会社の株式は評価しません。
(5)土地・建物	金額が大きい場合には不動産鑑定を行うこともありますが、ふつうは路線価や固定資産税評価額で代用することがほとんどです。
(6)設備等	減価償却費を適正に計上していない場合は減価償却不足額を差し引きます。
(7)繰延資産	ゼロ評価します。
(8)未払費用	評価の時点で発生しているけれど計上していない費用を計上します。
(9)引当金	完成工事補償引当金、工事損失引当金、賞与引当金、退職給与引当金などについて引当不足分を織り込みます。
(10)その他の簿外負債	リース債務、保証債務、係争債務などがあれば認識します。

負債については簿価での評価が基本ですが、前頁の表に記載の項目については認識されていないケースも多いので注意が必要です。

このようにして貸借対照表の各項目を時価に直し時価純資産額を計算してから営業権の金額を加算するわけですが、この営業権の算定の仕方については次回みていくことにしましょう。

### ポイント

中小企業のM&Aの実務では、「営業権を含めた時価純資産額法」が最も使われている。建設業では、添付表の資産・負債項目の時価修正ポイント(特に未成工事支出金の評価)を考慮。

#### 4. 営業権評価 (年買法)

前回、中小企業のM&Aの実務では「営業権を含めた時価純資産額法」がよく使われるとお話しました。今回はこの場合の営業権の評価について考えてみましょう。

前回みたとおり時価純資産額法はシンプルで分かりやすい方法です。しかし、その評価額は会社の将来性や収益力を反映していません。さらに、会社には貸借対照表に計上されていない無形の価値（ブランド力、技術・ノウハウ、販売先等の顧客資産、人的資産など）があります。

建設業の場合であれば、建設業許可や公共工事の入札参加資格、経審の評点なども、この無形の価値に含まれるでしょう。このような経営資源（と言ってもいいでしょう）を、時間をかけずに手に入れられることは、M&Aを行う大きなメリットといえます。しかし、時価純資産額法ではこれらの無形の資産については考慮されません。

そこで、このような時価純資産額法の欠点を補うため、会社の収益力や貸借対照表に計上されない無形の資産の価値を営業権として評価しようというものです。

前置きが長くなりましたが、ここから営業権の算定方法をみていくことにしましょう。営業権の算定の仕方には、超過収益還元法、相続税法に規定する方法、年買法などいろいろな方法があります。決め手になるような方法はないのですが、ここでは、簡単に計算できておおよその目安をつけるのに役立つ簡便的な方法として、「年買法」をご紹介します

年買法は、過去3～5年の税引後の平均経常利益の3～5倍を営業権の金額とする方法です（経常利益の代わりに営業利益や当期利益を使うこともあります）。現状の利益が安定的に続く予想する場合には5年分で計算し、逆に保守的に考える場合には3年分で計算します。

たとえば、過去3年間の税引後の平均経常利益が3千万円であったとすると、年数を3年として

営業権評価額 = 3千万円 × 3 (年) = 9千万円  
となります。

このとき、役員報酬の調整が必要になることがあります。中小企業の場合、役員報酬額は社長が決めていることがほとんどです。そのため各会社でその額に大きな開きがあります。たとえば建設

業であれば、工事の入札に参加するために、役員報酬を少なめに計上して利益をだしている場合があるかもしれません。逆に、過大な役員報酬をとって利益を出さないようにしている会社もあるかもしれません。どちらにしても、役員報酬を標準的な金額に修正したうえで経常利益を計算し直してから営業権を算定します。

また、平均経常利益が同じ3千万円であったとしても、資産額が5億円の会社と10億円の会社ではその評価はまったく異なります。資産を効率的に利用している程度が違うからです。算定された営業権をどう評価するかは、M&Aのシナジー効果をどうみるかによっても変わってきます。

今回は、大企業でよく使われる企業評価の方法、DCF法についてみていくことにしましょう。

### ポイント

- ・「営業権評価」会社の収益力や貸借対照表に計上されない無形の資産の価値を営業権として評価すること。
- ・「年買法」過去3~5年の税引後の平均経常利益の3~5倍を営業権の金額とする。(経常利益の代わりに営業利益や当期利益を使うこともあり)

## 5. DCF 法の考え方

前回までのところでは、中小企業の M&A の中心的な評価方法である「営業権を含む時価純資産額法」についてお話ししました。企業評価の4回目の今回からは、特に大企業の M&A の実務で広く使われている DCF 法についてみていくことにしましょう。

DCF (ディスカунテッド・キャッシュフロー) 法は、現代の基本的な企業評価方法といわれています。その前提には、事業の価値は、その事業が将来生み出すキャッシュフローで決まるという考え方があります。キャッシュフローは、企業がその事業から稼ぎだすお金のことです。キャッシュフローこそが事業が生み出す価値であり、キャッシュフローを評価することで、その事業を適切に評価できると考えるわけです。

DCF 法では、会社が行っている事業が、将来存続する期間にわたって生み出すと予想されるフリー・キャッシュフローを、現在の価値に引き直したものを合計して事業価値を算定します。フリー・キャッシュフローというのは、費用や税金を支払い、事業を続けるために必要な投資をした後に残るお金のことです。フリー・キャッシュフローがプラスであれば、借入金の返済に充てた

り、株主に配当したり、預金として保有したり、新しい事業の元手にすることもできますね。いうならば自由（フリー）に使えるお金なので、フリー・キャッシュフローと呼ばれます。

DCF法の計算は、その名前が示すとおり

- (1) 将来のフリー・キャッシュフローを予測し、
  - (2) このフリー・キャッシュフローの現在価値への割引計算（ディスカウント）を行う、
- という2つの基本的なプロセスをへて行われます。

では、予測したフリー・キャッシュフローの割引計算を行うのはなぜでしょう。それは、現在の100万円は1年後の100万円より、1年後の100万円は2年後の100万円より価値が高いと考えられるからです。100万円を1年間貸したなら金利が稼げます。これを時間の価値と考えます。

また、将来のキャッシュフロー100万円は予測ですからリスクがあります。遠い将来になればなるほどリスク（不確実性）は高くなりますよね。このように、タイミングの違うキャッシュフローは同じ金額でもその価値が違うので、そのままでは評価できません。将来のキャッシュフローを、時間の価値やリスクを考慮し

た一定の割引率（割引率については、後日詳しくみていこうと思います）で割り引いて現在価値に直すことで、はじめて比較したり評価したりすることができるようになります。

DCF法は、自分が提供した資金を使って高いリターンを上げることを期待する投資家を重視していること、会計上の利益ではなく会計処理方法に影響を受けないキャッシュフローを評価の対象としていること、時間の価値やリスクを考慮していること、などの点から理論的にすぐれた方法といわれています。ですが一方で、キャッシュフローの予測や割引率の算定において、前提条件を少し変えるだけで評価の結果が大きく違ってきてしまうという難しさがあるのも事実です。

今回は、DCF法の評価の考え方についてお話ししました。次回から、DCF法の具体的な方法についてももう少し詳しくみていくことにしましょう。

### ポイント

DCF法は、現代の基本的な評価方法であり、将来のフリー・キャッシュフローを、現在価値に割引いて企業価値を算定する。（割引率は次回説明します）



## 6. DCF 法での割引率

前回、DCF法は将来のフリー・キャッシュフローを、時間の価値やリスクを考慮した一定の割引率で割り引いて現在価値に引き直して評価する方法であるとお話しました。今回は、この割引率について考えてみたいと思います。

キャッシュフローを現在価値に割り引くときの割引率を資本コストと呼びます。資本コストは企業が資金を調達するためのコストです。資本コストには、借入金や社債などの有利子負債のコストと、株主からの資本調達にかかる株主資本コストの2種類があります。それでは、株主資本コストと負債コストについて順番にみていきましょう。

株主資本コストは、株式投資家からみれば株式投資によって得られるリターンということになります。これには配当ももちろんありますが、株価の値上がりによるリターンも含まれます。株価は上がることもあれば下がることもあり、債権のようにリスクの小さい資産と比べてかなりのリスクがあります。ですから、投資家はハイリスクにみあった高いリターンが期待できなければ株式に投資しません。投資家が、安全な資産に投資する場合より高く要求する上乗せのリターンをリスク・プレミアムと呼んでいます。

ここで、架空のAという会社を想定して、A社の株主資本コストを具体的に求めてみましょう。

安全な資産の代表は長期国債で、ここでは現在の10年国債の利回りを仮に1.8%とします。また、仮に、過去40年間の日本の株式市場の年平均上昇率を10%とし、同じ40年間の10年国債の利回りを3%とすると、

株式市場全体のリスク・プレミアムは  $10\% - 3\% = 7\%$  となります。A社株式の（ベータ値）が1.2のとき、

A社株式のリスク・プレミアムは、 $7\% \times 1.2 = 8.4\%$  です。（この 値というのは、ある個別の株式が株式市場全体の動きと連動してどう動くかを表す係数で、A株式の 値が1.2で1より大きいということは、株式市場全体より株価の変動が激しいということです。）

これでA社株式のリスク・プレミアムが8.4%とわかったので、A社の株主資本コストが計算できます。A社の株主資本コストは、 $1.8\%$ （現在の10年国債の利回り）+  $8.4\% = 10.2\%$  となります。

ただ、中小企業の場合は多くが未公開会社であり 値がわかり

ません。この場合は、類似する上場会社の 値を使って推定計算することになりますが、どの会社を選ぶかによってその値は大きく違ってきます。建設業の場合には、ひとくちに建設業といっても、ゼネコンもあれば住宅メーカーもありとその業態が様々ですから類似企業を選ぶときには注意しなければなりません。

さて、次は、同じA会社の負債コストについて考えてみましょう。A社に借入金や社債などの有利子負債の形で資金を提供する投資家にとって、そのリターンは金利です。

いま、A社の有利子負債の年平均金利を5%、法人税率（実効税率）を40%と仮定してみます。この場合、

$$A \text{ 社の負債コストは、} 5\% \times (1 - 0.4) = 3\%$$

となります。ここで、 $(1 - 0.4)$ をかけているのは、支払利息は費用で税金を計算する前に差し引かれるので、その節税効果を考慮するためです。

以上で、A社の株主資本コストと負債コストがわかったので、A社全体の資本コストを求めていきましょう。全体の資本コストは、株主資本コストと負債コストを加重平均して計算します。これを、加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of

Capital : WACC 通称ワック）といいます。

いま仮に、A社の現在の有利子負債金額（時価）が10億円、株主資本額（時価）が40億円とします。A社の株主資本コストは10.2%、負債コストは3%ですから、A社全体の資本コスト（WACC）は、

$$\frac{10.2\% \times 40 \text{億円} + 3\% \times 10 \text{億}}{40 \text{億円} + 10 \text{億円}} = 8.76\%$$

となります。

今回は、資本コストの算定方法について考えてみました。次回からは、この資本コストを使うDCF法の具体的な計算のステップをみていきたいと思います。

### ポイント

- ・DCF法の割引率は、通常「加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of Capital : WACC 通称ワック）」を使う。WACCは、株主資本コストと負債コストを加重平均して計算。
- ・株主資本コストの計算に使う 値は、未公開企業の場合、類似企業の値を使って推定するが、建設業の場合は事業の実態をよくみることが重要。

## 7. DCF 法の具体的計算方法

前は資本コストについてお話ししました。今回は、DCF法の具体的な計算方法についてみていきましょう。DCF法による株主価値の計算は、おおまかにいうと以下のような手順で行います。

表 2 DCF 法の具体的計算方法

- (1) キャッシュフロー算定のベースになる将来の事業計画を作成する。
- (2) 事業計画をもとに各期のフリー・キャッシュフローを計算する
- (3) キャッシュフローの予測期間以降の価値(ターミナル・バリュー)を計算する。
- (4) 各期のフリー・キャッシュフローの割引現在価値とターミナル・バリューの割引現在価値を合計して事業価値を計算する
- (5) 遊休資産や余裕資金があるときは事業価値に加えて企業価値を計算する。
- (6) 企業価値から有利子負債額を差し引いて株主価値とする。

少しボリュームがあるので、(1)から(6)までを今回と次回の2回に分けてみていこうと思います。今回は(1)と(2)について考えてみましょう。

### (1) 将来の事業計画の作成

DCF法による企業の評価を行うためには、まず将来のキャッシ

ュフローを予測しなければなりません。そのために将来の事業計画を作成するのですが、建設業の場合は製造業などと比べて売上や利益の予測が難しい面があるかもしれません。

というのも、その多くが個別受注で、案件により契約額が大きいものから比較的少額のものまであり、利益率も個々の案件によりバラツキがあるからです。そうは言っても、あまり考え込んでしまうと前に進みませんから、たとえば土木と建築、公共・民間の別、公共の場合は国・県・市町村のような発注者別に、あるいは対象顧客別など特徴の類似する工事をまとめてしまいます。

そして、その区分ごとに過去の実績を分析し、公共の場合は、発注者の一般競争入札の導入動向もにらみ、市場の成長性や動向、顧客ニーズのトレンド、市場で生き残りが出来るのか(生き残りのポイントは、会社によって違いますが)、などを考慮して将来予測をなるべく正確に行うよう努力します。

また、新分野のような新しいマーケットに進出する場合は、市場の魅力度や既存企業(新分野といっても、別の業種で既にやっている会社もあるはずではないでしょうか?)との差別化をチェックし、判断していくことになります。将来予測は通常5年~10

年行い、予測した期間の予測損益計算書、予測貸借対照表を作成します。

## (2) フリー・キャッシュフローの計算

次に、税引後利息支払前利益から調整計算を行って各期のフリー・キャッシュフローを求めていきます。税引後利息支払前利益を計算する場合は、まず予測損益計算書の各期の経常利益に支払利息を加えて税引前利息支払前利益（EBIT: Earnings Before Interest & Tax）を計算し、そこから EBIT に対して税金を支払うと仮定した場合（金利がない場合）の税額を差し引いて計算します。

では、なぜフリー・キャッシュフロー算定のベースに税引後利息支払前利益を使うのでしょうか。

ここで、前々回と前回の内容をちょっと思い出していただきたいと思います。前々回、フリー・キャッシュフローについて、費用や税金を支払い投資をした後に残るお金であり、資金提供者である債権者や株主に自由に分配できるお金とお話ししました。つまり、フリー・キャッシュフローは、債権者への分配である支払利息を含み、かつ税引後のものということです。債権者へのキャ

ッシュフローを含んでいるので、割引率として株主資本コストと負債コストを合成した加重平均資本コスト（WACC）を使います。

割引率については前回お話ししました。このときの負債コストは金利分の節税効果を考慮したものでしたね。負債コストに金利分の節税効果を織り込んでいるので、フリー・キャッシュフローの段階で差引く税金は、金利がなかったとした場合の税金でなければなりません。

以上のことから、フリー・キャッシュフローの算定のベースの利益は利息支払前で税引後ということになります。前述の方法で税引後利息支払前利益が計算できたら、各期のフリー・キャッシュフローは次頁の表のように計算できます。

今回は、事業計画を作成した期間のフリー・キャッシュフローの計算のところまでをみてきました。次回は、(3)の予測期間以降の価値（ターミナル・バリュー）の算定からみていくことにしましょう。

表 3 フリー・キャッシュフローの計算方法

フリー・キャッシュフロー = 税引後利息支払前利益  
+ 減価償却費等(A)  
- 設備投資額等(B)  
- 正味運転資本増加額(C)

(A) 減価償却費や引当金繰入額など費用であってもキャッシュが出ていかないものを利益に足し戻します。

(B) 設備投資額は、費用は発生しなくてもキャッシュが出ていくので、その予測額を差し引きます。

(C) 正味運転資本（売上債権 + 在庫 - 仕入債務）の増加は、利益計上時期からのキャッシュの獲得のタイミングの遅れなので、その予測額を差し引きます。

### ポイント

- ・ DCF 法のプロセスは、まず将来の事業計画の作成から。
- ・ 建設業の将来計画は、企業にもっとも適した工事分類区分ごとに、過去実績の分析をベースに、そこに自社の将来の姿を反映させて作成。

## 8. DCF 法の具体的計算方法

今回は、DCF 法の具体的な今回は、DCF 法の計算のプロセス【(1) ~ (6)】についての後半です。

まずは前回の内容を思い出してみましょう。前回は、(1)事業計画の作成、(2)各期のフリー・キャッシュフローの計算方法についてお話ししました。今回は、(3)のターミナル・バリューの計算からみていくことにしましょう。

### (3) ターミナル・バリューの計算

DCF 法で事業計画を作成する期間はふつう長くても 10 年くらいです。それ以上先の将来について信頼性の高い予測をするのは現実には不可能なので、細かい分析をしてもほとんど意味がありません。そこで、事業計画をつくる期間（予測期間）以降の価値については、ひとまとめに考えて計算を単純にしていまいます。このひとまとめにした価値をターミナル・バリューと呼んでいます。

ターミナル・バリューの考え方はいくつかあります。もっともシンプルな方法として現在よく使われるのは、予測期間が終了したあと一定の成長率（永久成長率）でキャッシュフローが成長するとみなして計算する方法です。

この方法では、ターミナル・バリューの金額を、予測最終年度の翌年のフリー・キャッシュフロー（最終年度のフリー・キャッシュフローに調整を加えて計算します）を、（割引率 - 永久成長率）で割ることによって求めます。

では、ここで、ちょっと建設業の場合の永久成長率について考えてみましょう。

国土交通省の「平成 18 年度建設投資見通し」によると、建設投資額は、平成 4 年度の 84 兆円をピークとして平成 18 年度には 52.9 兆円まで落ち込んでいます。これは、平成 4 年度の約 63% の水準です。この建設市場の縮小の原因が景気によるものではなく社会的構造の変化によるとみるならば、今後もこの市場の縮小傾向は続くものと予想されます。

しかし、ひとくちに建設業といっても土木と建築の市場は違いますし、同じ建築でも商業ビルと住宅では異なります。建設業の仕事の内容は多種多様であり、その中で今後縮小していく分野もあれば、住宅のリフォーム産業など今後成長が見込める分野もあるでしょう。さらに、同じ分野であっても年々売上の落ち込んでいっている会社がある一方で、その会社独自の強みを発揮して売

上を伸ばしている会社もあるはずです。そしてこのような独自の強みを持つ会社が、M&A の買い手にとっての魅力のある会社ということになるのでしょうか。

したがって、成長率を設定するときには、市場の成長性と同時にその会社独自の状況などの両面から考える必要があると思います。しかし、10 年以上先の成長率について正確に予想するのは不可能ですから、永久成長率はある程度の幅をもたせて考えたほうがいいかもしれません。また、いくつかの異なる分野で仕事をする会社であれば、それぞれについてまったく違う成長率を設定すべきケースもあるかもしれませんね（このケースでは、キャッシュフローの予測自体を別に行う必要があると思いますが・・・）。

ただ、予測期間については売上の成長を前提としている会社でも、ターミナル・バリュー算定の際の永久成長率は低めに置くのが通常であり、最終年度のキャッシュフローが同額でずっと続くと仮定する（永久成長率を 0% とする）方法も簡便法としてよく使われています。

#### (4) 事業価値の計算

各年度のフリー・キャッシュフローとターミナル・バリューが

計算できたら、今度はそれを現在価値に割引いて合計しましょう。

1年目、2年目、3年目・・・10年目のフリー・キャッシュフロー（FCF）をそれぞれFCF1、FCF2、FCF3・・・FCF10、資本コストを  $r$  と表すと、

10年間のFCFの現在価値合計 =

$$\frac{FCF1}{(1+r)} + \frac{FCF2}{(1+r)^2} + \frac{FCF3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCF10}{(1+r)^{10}}$$

となります。

これに予測期間以降のターミナル・バリューの現在価値を加えます。ターミナル・バリューは10年目時点の価値なので、これを  $(1+r)^{10}$  で割って現在価値に直し10年間のキャッシュフローの現在価値合計に加えたものが事業価値です。

#### (5) 企業価値の計算

(4)で計算した事業価値は、あくまで現在おこなっている事業の価値です。でも、ほとんどの会社には、ふつう、事業には使われていない遊休資産や有価証券、あるいは余裕資金などがありますよね。そこで、企業全体の価値を求めるためには、事業価値に遊休資産などの事業に直接かわりのない資産の処分価値を合計する必要があります。

#### (6) 株主価値の計算

(5)で求めた企業価値は、有利子負債の形で資金を提供している債権者と株主のもので、ここから債権者の権利である有利子負債額（時価）を差し引いた残りが株主の取り分（株主価値）です。

つまり、(5)と(6)のステップにより、

株主価値 = 事業価値 + 遊休資産など - 有利子負債額

と計算できます。そして、この株主価値を発行済株式総数で割ったものが理論株価となります。

前回と今回の2回でDCF法による株主価値の算定のプロセスについてみてきました。企業評価においてDCF法は基本となる評価方法です。ただし、DCF法にも欠点があります。その企業や事業の内容についての知識がそれなりに必要であり簡単にできる方法とはいえないからです。

そこで今回は、DCF法よりも簡便的な評価方法であり、実務でよく使われているマルチプル法についてみていこうと思います。

## ポイント

- ・ターミナル・バリューの算定では永久成長率の設定が重要。
- ・建設業の仕事は多種多様。したがって、永久成長率は、建設市場全体の動向と会社独自の状況の両面を考慮して設定する必要がある。

## 9. マルチプル法とは

前回までのところで DCF 法についてお話してきましたが、DCF 法は誰にでも簡単にできる方法とはいえません。そこで、今回は DCF 法に比べて簡単に株主価値を計算できるマルチプル法についてみていこうと思います。

マルチプル(multiple)法は、評価しようとする会社と類似した上場会社の財務数値(純利益、純資産など)と株価の比率(評価倍率)を使って株主価値(あるいは株価)を求める方法です。

株主価値は以下のように計算できます。

$$\text{株主価値} = \text{評価会社の財務数値( )} \times \text{類似会社の評価倍率( )}$$

( )純利益、純資産などが使われます。

上の式の評価倍率をマルチプルといいます。マルチプル法が、倍率法とか乗数法などと呼ばれることがあるのはこのためです。

マルチプル法は、株式市場でつけられた株価を使うことからマーケット・アプローチと呼ばれています。その前提には「ある会社の株価と一定の財務数値の間に成り立つ関係は、その会社に似



ている会社にも成り立つ」という考え方があります。マーケット・アプローチは実務で広く使われていますが、実際の株価を使うので客観性があるてわかりやすく計算も簡単なことがその理由でしょう。

ここで、マルチプル法の代表的な評価倍率である PER (Price Earnings Ratio、株価収益率) を例にとって具体的な計算をしてみましょう。

PER を式であらわすと

$$\text{PER} = \frac{\text{株価(P)}}{1 \text{ 株あたり税引後利益 (EPS: Earning Per Share)}}$$

となります。PER は、「株価が 1 株あたり税引後利益の何倍か」をしめすものです。

例えば、A 社 (上場会社) の株価が 1,000 円、EPS が 50 円だとすれば PER は 20 倍です。いま、A 社と事業内容がよく似ている B 社 (未公開会社) があるとしましょう。B 社の EPS が 500 円ならば、B 社の株価は、500 円 × 20 倍 = 10,000 円と計算できます。

この計算をする場合には、普通、A 社の株価は前日か当日の終値を使い、1 株あたり利益は今期または来期の予想値を使います。

現在の株価は、すでに将来の業績を織り込んでいると考えられるからです。

PER 以外のよく知られる評価倍率としては、PBR (Price Book-value Ratio、株価純資産倍率)、PCFR (Price Cash flow Ratio、株価キャッシュフロー倍率)、などがありますが、株価の算定方法の考え方は PER と同様です。

また、M&A のケースでよく利用されるその他の評価倍率としては、EV/EBITDA 倍率があります。分子の EV (Enterprise Value) は、株式時価総額 + 有利子負債額で計算される企業価値です。分母の EBITDA (Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization、税引前利息支払前償却前利益) はキャッシュフローの一種ですが、前述の PCFR に使われるキャッシュフローが税引後利息支払後のものであるのに対し、EBITDA は税金と金利を差引く前のものです。

EV/EBITDA 倍率は、M&A の際に、買収後の借入の返済までも考慮にいれた買収に必要な金額が、EBITDA の何年分で賄えるかを表す指標として使われています。ただし、この指標を使って株主価値を求めるには、計算した企業価値から有利子負債額を差引かなければ

ればなりません。

今回は、マルチプル法の基本的な考え方についてお話ししました。次回は、マルチプル法を実際に使う場合の留意点などについて考えてみようと思います。

#### ポイント

マルチプル法は、類似上場会社の株価と財務数値を使って対象会社の価値を算定する評価方法で、手軽な方法として実務で広く使われている。

## 10. 株主価値を計算してみましょう

今回は、マルチプル法の基本的な考え方についてお話し、いくつか代表的なマルチプルをご紹介します。今回は、まず前回ご紹介した EV/EBITDA 倍率を使って株主価値を計算してみようと思います。次に、マルチプル法を実際に使う場合にどんな点に気をつけたらよいのか考えてみましょう。

それでは、ここで前回の内容をちょっと思い出していただきましょう。EV/EBITDA 倍率は、株式時価総額 + 有利子負債額で計算される企業価値 (EV) が EBITDA (税引前利息支払前償却前利益) の何倍かを表すものでした。

いま仮に、税引前利益が 1 億円、減価償却費が 4 千万円、支払利息が 1 千万円の会社があるとします。この会社の M&A での売買価格の目安はいくらと考えることができるでしょうか。

EBITDA は 1 億 5 千万円 (= 1 億円 + 4 千万円 + 1 千万円) ですから、類似する上場会社の EV/EBITDA 倍率を 5 とすると、企業価値は、1 億 5 千万円 × 5 倍 = 7 億 5 千万円となります。ここから、有利子負債額を 1 億円とすると、株主価値は、6 億 5 千万円 (= 7 億 5 千万円 - 1 億円) と簡単に推定することができます。

マルチプル法は、株式市場で実際に売買された株価を使うので客観性が高いこと、他の方法と比べて計算が簡単であること、計算に使う財務データもインターネットなどを利用すれば比較的に入手しやすいものであること、などの理由から実務でよく使われている評価方法です。

しかし、マルチプル法のこれらの利点は見方を変えると弱点にもなります。たとえば利益やキャッシュフローについて、現状のトレンドがずっと続くといった大胆な前提を置いて計算を単純化しているので、事業の環境（外部あるいは内部の）が大きく変わりそうな場合には使えません。また、類似会社の株価には、投資家の期待収益率や利益成長率、リスクなどに対する評価が反映されていると考え、この株価を基に計算した評価倍率をそのまま評価しようとする会社にあてはめて計算します。つまり、評価しようとする会社を類似会社の株価によって相対的に評価しているわけですが、はたしてその水準が正しいのかどうかは確かめられません。

このようにみえてくると、マルチプル法が使えるのは、類似会社および評価しようとする会社の企業業績が安定していて、かつ株式市場も安定した状態のときに限られます。ですが、常にそのよ

うな状況であるとは限りません。こうした弱点を補う方法としては、評価倍率について、PER、PCFR、PBR など複数の指標を使って比較してみる、あるいは現時点の数値でなく過去の平均値を使うなどの方法が考えられます。

ここで、建設業の場合について考えてみましょう。前述したように、マルチプル法では現状の利益やキャッシュフローのトレンドがずっと続くものと仮定しています。

しかし、建設業界では今後、財政再建に向け公共工事の削減傾向が続き、また継続的な人口減少により民間工事も減少すると予想され、中期的にみると建設市場全体は縮小し続けていくと考えられます。このような市場環境のもとで中堅以下の建設業の会社の中には、生き残るために既存の特定の分野に特化するか、あるいは新分野に進出するといった行動をとる会社がでてくるでしょう。こうした場合には会社の収益構造が大きく変わってきます。このようなケースではマルチプル法は使えないので、DCF 法のように会社独自の業績予測をして評価を行う必要があるでしょう。

マルチプル法を適用するうえでのその他の留意点としては、類似会社の選び方があります。類似会社について、普通は複数の会

社を選んで各会社の評価倍率の平均値をとります。では、いくつかの類似会社はどのように選ぶべきでしょうか。まず考えるのは、会社の製品やサービスの内容が似ているということでしょう。その他には、売上、利益、純資産の規模や従業員数なども検討する必要があると思います。また、成長性などもポイントになるかもしれません。すべてが似ている会社を見つけるのは不可能ですから、普通はどこかにポイントを置いて選ぶことになると思いますが、なぜ類似会社としてその会社を選んだかという理由をきちんと説明できる必要があります。

建設業の場合、類似会社をどのように選んだらよいでしょう。評価しようとする会社が、建築中心か土木中心か、公共工事中心か民間工事中心か、同じ建築でも住宅か住宅以外かなどで選ぶ会社が変わってきます。また、同じ住宅でも在来工法のところもあれば2×4(ツーバイフォー)の会社もあります。さらに、自社で施工している会社がある一方で設計管理のみ行っている会社もありますから、この辺も選ぶうえで考慮する必要があるでしょう。建設業の場合、特に公共工事中心の会社では、地域によって入札方法に違いがあることもありますから、地域性も大きく影響する点です。上場会社は中央に集中しているため、地方の建設業の場合には類似会社を見つけることが難しいかもしれません。

読者の方が実際に、ある会社についてマルチプル法の計算を試みようと思われた場合は、インターネットや「会社四季報」、「日経会社情報」などを利用して類似会社のデータを集めてみるとよいでしょう。

マルチプル法はあくまで簡便的な方法ですからこの方法のみで評価することはありません。実務では、マルチプル法による計算で大まかな方向性を出しておいて次にDCF法の評価につなげるといように、DCF法とマルチプル法を併用する場合があります。

企業評価については、今回が最終回となります。最後までお読みいただきありがとうございました。次回からは、「M&Aの法務」というテーマでお届けしますので、またお付き合いいただければ幸いです。

### ポイント

- ・ マルチプル法が使えるのは、評価対象会社と類似会社の業績が安定している場合に限られる。
- ・ 転換期をむかえ収益構造を大きくかえようとしている建設業には、マルチプル法の適用は難しい。

## 著者経略歴

### 原田 裕子

(mailto: harada@digitalbank.co.jp)

株式会社みどり合同経営

M&A・企業組織再編部 チーフアドバイザー

公認会計士。

城西大学薬学部卒。

病院薬剤師として勤務後、会計分野へ転向。大

手監査法人を経て、当社入社。

- ・ 企業評価における財務 DD 担当。
- ・ 中長期経営計画の策定や単年度の利益計画の作成、その後のモニタリングなどを中心に活躍。



### 株式会社みどり合同経営

本社 〒160-0007 東京都新宿区荒木町 2 - 3

(社)金融財政事情研究会 セミナーハウス 4F

TEL(03)3358-5951 FAX(03)3358-5952

<http://ct.mgrp.jp/>

高松 〒760-0062 香川県高松市塩上町 3 丁目 1 番 1 号

TEL(087)834-0301 FAX(087)834-0882

---

## 「30分で楽しく読める中小建設業のM&A ~企業評価」

---

2008年3月11日 第1版 第1刷 【非売品】

著者 公認会計士 原田 裕子

発行所 株式会社 みどり合同経営

〒160-0007 東京都新宿区荒木町 2 - 3

(社)金融財政事情研究会 セミナーハウス 4F

TEL(03)3358-5951 FAX(03)3358-5952

---

本書の一部あるいは全部について、株式会社みどり合同経営から文書による承諾を得ずに、いかなる方法においても無断で複写、複製することは禁じられています。