

# 企業価値評価に関する一考察

— カネボウ事件を手掛かりに —

加納孝彦・富田幸恵・山本宣明

〈目次〉

はじめに

1. 企業価値評価手法の概観
2. カネボウ事件の経過
3. 当事者及び裁判所の判断とその基調
4. 問題の所在

おわりに

## はじめに

産業再生機構による支援、長期に亘る巨額粉飾決算の発覚により名門カネボウが解体、その再建の過程においてスポンサーとなったファンド連合が設立した SPC(Specific Purpose Company：特定目的会社)への営業譲渡決議に反対したカネボウ株主が申し立てた株式買取価格決定申立事件(平成 18 年(ヒ)第 264 号外 7 件)について、平成 20 年 3 月 14 日、東京地方裁判所民事第 8 部は画期的な価格決定を下した。

この決定においては多数の論点があるが、企業再編に反対する少数株主の保有株式を DCF(Discounted Cash Flow)法のみに基づき評価されるべきとした点で、企業評価の実務面において多大な影響を与えることと思われる。

この事件(以下「カネボウ事件」という)は

当事者双方が東京高等裁判所に抗告し、現在なお係属中であるが、DCF 法が極めて重視される判断がなされる可能性が高い。

以下では、企業価値評価手法を概観し、裁判所が DCF 法を採用するに至った過程について、当事者主張及び鑑定人の判断を通して見ていくこととする。

## 1. 企業価値評価手法の概観

### (1) 企業価値の定義

企業価値とは、その言葉通り“企業の経済的価値”である。しかしながら、“企業の経済的価値”を指し示す用語として、企業価値のほかにも事業価値や株主価値といった用語が使われている。企業価値評価について論じていくにあたり、本稿で検討すべき“価値”を定義する。

日本公認会計士協会(2007)では、事業価値、企業価値および株主価値を表 1 のように定義している<sup>(1)</sup>。

また Penman(2007)では企業価値  $V_0^F$  は  $V_0^D + V_0^E$  として説明されている。つまり、企業価値  $V^F$  (value of firm) は、負債価値  $V^D$  (value of debt) と持分(純資産)価値

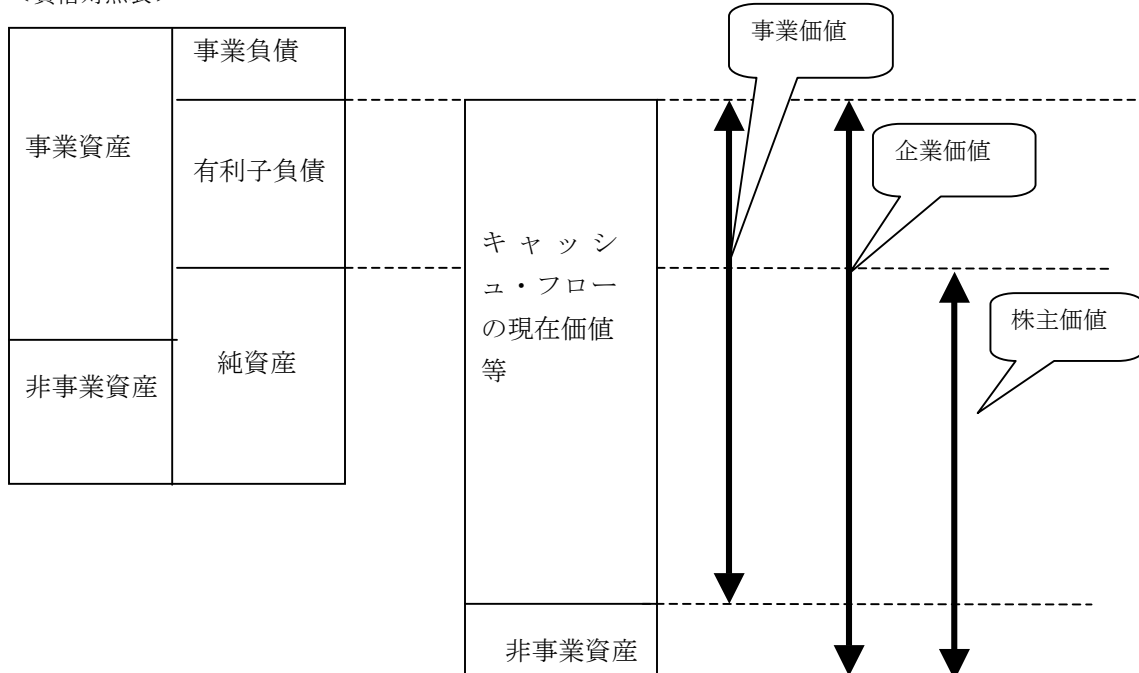
【表 1】

事業価値：	事業から創出される価値である。会社の静態的な価値である純資産価値だけではなく、会社の超過収益力等を示すのれんや、貸借対照表に計上されない無形資産・知的財産価値を含めた価値である。図表-1のキャッシュ・フローは営業フリー・キャッシュ・フローといわれるもので、有利子負債に係る支払利息や配当金等の特定の投資家等へのキャッシュ・アウト・フローを控除する前のキャッシュ・フローである。
企業価値：	事業価値に加えて、事業以外の非事業資産の価値も含めた企業全体の価値である。なお、企業価値を株主価値と同義にとらえるケースも実務上あるが、本ガイドラインでは、企業価値と株主価値は別の概念として定義する。
株主価値：	企業価値から有利子負債等の他人資本を差し引いた株主に帰属する価値である。なお、株主価値の算定に当たっては、種類株式等の取扱いや少数株主持分を減算する等の処理が必要となる。

(出所：企業価値評価ガイドライン 4頁 図表1-2 企業価値概念)

【図表1 企業価値の概念図】

<貸借対照表>



(注) 非事業資産には、例えば、遊休資産、余剰資金などがある。

(出所：企業価値評価ガイドライン 26頁 図表IV-1 企業価値の概念図)

$V^E$  (value of equity) を加えたものに等しい。

負債は通常、時価に近い価値で貸借対照表に記載されているため、負債の価値測定にはその簿価が利用される。そのため、いわゆる“企業価値”を算定する際に問題となるのは持分（純資産）価値  $V^E$  である。

これから本稿で検討していく価値は、持分価値  $V^E$ 、すなわち、日本公認会計士協会が定義する株主価値である。

## （２）企業価値評価手法の種類

企業価値評価手法には、大別すると３つの種類があるとされている。インカムアプローチ、コストアプローチ、そしてマーケットアプローチである。

インカムアプローチとは、評価対象会社から将来期待される利益または平均的な収益力ないし将来キャッシュ・フローを資本還元、若しくは現在価値に割引くことによって、企業の評価をおこなう手法である。後述する DCF 法や配当還元方式がこれに該当する。

コストアプローチとは、ネットアセットアプローチとも呼ばれるもので、純資産を基礎として評価する手法である。純資産とは、企業の総資産から負債を差し引いて求められる部分である。企業の純資産、つまり貸借対照表を基に評価を試みることから、静態的アプローチともいわれる。これは、企業の保有する資産を再構築または処分すると考えて、その際に必要となるコストまたは正味実現可能キャッシュという観点から評価する手法である。図表 2 から分かるように、誰にでも解り易いという点で客観性には優れているが、企業の将来の収益獲得能力の反映という点では問題となるケースも認められている。また、貸借対照表上の純資産から企

業価値を算定するため、貸借対照表上に表れてこない法的権利、ブランド価値といった無形資産価値を捉えることが充分でできず、企業価値を過小評価する可能性もある。

コスト（過去の現金支出額）は必ずしも価値と等しいわけではない。しかしながら、コストアプローチが企業価値評価手法の３つの基本的なアプローチのうちの最も伝統的な手法でもある。コストアプローチが企業価値の合理的な指標を提供するためには、評価に際しあらゆるコストの構成要素を認識する必要があるだろう<sup>(2)</sup>。

最後に、マーケットアプローチは評価対象企業の価値を、評価対象会社と類似した会社（業種）を選定し、その比較対象となる企業の取引価格を参考にして算出する方法である。類似企業比較法（類似企業株指指標倍率法など）や類似業種比較法がこれに該当する。信頼できる取引データが入手可能な場合、マーケットアプローチは価値を算定するにあたり、最も直接的なアプローチであると考えられている。しかしながら、このアプローチを採用し企業価値を算定するには、相当なデータを収集し選択しなければならない。

日本公認会計士協会の企業価値評価ガイドラインでは、この３つの手法の特徴を図表 2 のようにまとめている。

企業価値評価には３つのアプローチと共に、それぞれに具体的な手法が幾つか存在する。カネボウ事件を見て行くに当たり、ここではインカムアプローチに属する２つの代表的な手法を紹介しておこう。

- 配当還元方式 (Dividend Discount Model)  
まず、配当還元方式である。これは株主価値の最大化が叫ばれ、“企業価値＝株主価値（持分

価値)”となった昨今の経営観と整合した企業価値評価手法の1つである。

Penman は以下のように配当還元方式（以下 DDM 方式）を示している<sup>(3)</sup>

【図表2 3つの評価アプローチの一般的な特徴】

	インカム	マーケット	コスト
客観性	△	◎	◎
市場での取引環境の反映	○	◎	△
将来の収益獲得能力の反映	◎	○	△
固有の性質の反映	◎	△	○

◎：優れている ○：やや優れている △：問題となるケースもある

(出所：企業価値評価ガイドライン 図IV-3を筆者修正)

$$V_0^E = \frac{d_1}{(1+r)_E} + \frac{d_2}{(1+r)_E^2} + \frac{d_3}{(1+r)_E^3} + \dots + \frac{d_T}{(1+r)_E^T} + \frac{P}{(1+r)_E^T}$$

(算式1)

ここではまずDDM方式の概念を理解するため、成長性は考慮されていない単純な算式を示した。 $d$ は配当を、 $r$ は割引率を、そして $P$ はターミナル・バリュー (terminal value) を表している。ターミナル・バリューとは、企業が清算された時に、その回収額が将来いくらかと期待されるのかを示したものである<sup>(4)</sup>。

DDM方式は将来配当を予測し、これを使い持分価値を算定する。このモデルは、社債価値評価モデルを株主持分価値評価にそのまま応用させたものである。将来の配当を予測し、その配当予測を株主持分の価値に変換させるために、株主資本コストを割引率として割り引く。

DDM方式の長所としては、その概念が一般に理解しやすいことが挙げられる。配当は株主に分配されるキャッシュ・フローである。そのため配当を予測して、そこから株主資本コストで割り引いて現在価値を算定する。また、配当は少なくとも短期的には比較の変動が小さい場合が

多く、その予測がそれほど困難ではないことも長所の1つといえる。

一方、DDM方式の限界は、少なくとも短期的に考えた場合に価値に関連性を持たない点にある。配当は価値の分配ではあるが、創造された価値とは異なる。つまり、有限期間にわたる配当予測は価値の指標を提供しないと考えられることが、配当を評価尺度として採用するDDM方式の信頼性を損なっている。そのような限界を考慮すると、DDM方式がもっともよく機能するのは、配当支払が企業内の価値創造と恒常的に結びついている場合だろう。例えば、企業が固定配当性向を持っている場合がそれである。

しかしながら、DDM方式はいま1つ重要な問題を含んでいる。それは、キャピタルゲインによる収益率を無視している点である。本来、株主の期待収益率は、キャピタルゲインによる期待収益率とインカムゲインによる期待収益率の総和である。つまり、DDM方式は株主の期待収益率を測定する要因の1つを取り逃している。したがって、DDM方式は最も簡素で一般に普及しているモデルでありながらも、キャピタルゲインを無視し得る状況下で、企業の価値創造と恒常的に結びついている場合にのみ有効と考えられる。

- 割引キャッシュ・フロー法 (Discounted Cash Flow Method)

次に、割引キャッシュ・フロー法 (Discounted Cash Flow Method: 以下 DCF 法) についてみていく。

DCF 法は将来フリー・キャッシュ・フロー (Free Cash Flow、以下「FCF」という) を予測し、これを基に企業価値を算定する。ここでいう FCF とは、ひとまず Penman (2007) に従うと、営業活動からのキャッシュ・フロー (キャッシュインフロー) から現金投資 (キャッシュアウトフロー) を差し引いたもの<sup>(5)</sup> と定義される (詳細な FCF の定義および算定方法については後述する)。

DCF 法は資本予算の事業計画評価でよく用いられる手法である。企業は様々な事業の集まりであるため、全ての事業からもたらされる将来 FCF の現在価値の合計が、その企業の価値  $V^F$  と考えられる。前述したように、 $V_0^F = V_0^D + V_0^E$  であるので、持分価値 (株主価値)  $V^E$  は以下のようにして算定することが出来る。

$$V_0^E = \frac{FCF_1}{(1+r)_F} + \frac{FCF_2}{(1+r)_F^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)_F^3} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+r)_F^t} + \frac{CV_t}{(1+r)_F} - V_0^D \quad (\text{算式 2})$$

ここでは DDM 方式と同様に DCF 法の概念を理解するため、成長性は考慮されていない単純な算式を示した。算式中の FCF はフリー・キャッシュ・フローを、CV は継続価値 (continuing value) をあらわしている。継続価値とは、予測期間末 ( $t$  期末) 時点での<sup>(6)</sup> 予測期間以降の価値を算定したものである。つまり、有限の予測期間をもちいて企業価値を算定する際に、割愛

されてしまった将来の価値と考える。成長性を考慮して継続価値を求める場合は以下の算式を用いる。

$$CV_t = \frac{FCF_{t+1}}{r-g} \quad (\text{算式 3})$$

$t$  時点での継続価値  $CV_t$  は上記のように求めることができ、 $g$  は FCF の成長率を意味している。

何期間かにわたって企業が獲得すると期待される FCF を予測しそれを現在価値に割り、その総和をもって企業の価値とするという DCF 法の考え方は理解がしやすい。FCF は会計的利益と違って、会計方針による影響も受けない尺度であり、ゆえに実務でも一般的に用いられている企業価値評価手法の1つである。

しかし企業価値を算定する尺度としては、FCF は不十分かもしれない。Penman (2007) では、FCF は短期的に考えた場合、価値を測定することはできないと説明している<sup>(7)</sup>。FCF はキャッシュ・フローを含まない価値創造を認識することができない。また、投資 (キャッシュアウトフロー) は価値の損失として扱われるため、投資機会を多く持っている企業の価値は低く算定されることになる。

上記以外にも DCF 法は問題点が幾つかある。それらを、カネボウ事件を通じて見て行きたい。

## 2. カネボウ事件の経過

### (1) カネボウ事件の概略

カネボウ株式会社 (以下、カネボウ) は 2004 年、産業再生機構による支援決定を受けた。そのおよそ 1 年後の 2005 年 5 月 12 日に東京証券

取引所が、次いで5月24日に大阪証券取引所がカネボウ株式の上場廃止を決定した。2005年4月13日に、2002年度および2003年度の粉飾決算が発覚したためである。上場最終日の株価は360円だった。

2006年5月、カネボウは主要3事業をファンド出資の別会社に営業譲渡した。これに反対したカネボウの少数株主に対してカネボウはこの前期営業譲渡前に実施されたファンドによるカネボウ株式に対する公開買付価格と同額一株162円での買取を提案したが、少数株主は旧商法245条の2に基づく株式買取請求権を行使し、東京地裁に株式買取価格の決定を申し立てた。これがいわゆる“カネボウ事件”である。

## (2) 経過

2006年3月18日、東京都目黒区にてカネボウの個人株主らによる初会合が行われた。このときの参加者は46名(参加者持株総数:759,000株)だった。そのおよそ半年後の9月1日に株式買取価格決定の申立を東京地裁に行う。その時には、個人株主ら申立人の数は571名に達していた。

### ● 株式買取価格決定申立事件 第1回審尋

個人株主ら(以下「申立人」という)はこのカネボウ事件の発端は、“産業再生機構からカネボウの3分の2以上の支配株式を相対取引で買い付けたファンド連合が、全体としての買収コストを下げる目的で、残った少数株主が保有する株式を162円という廉価で取得するために、「現金交付による株式交換等を行うことを検討しているが、この場合は162円となる保証はない」などの強圧的な言辞を用いて二段階目のTOB(公開買付)を実施したことにある<sup>(8)</sup>”と主張

している。

申立人は、継続企業の株式の交換価格を算定するにはDCF法が最も適していると主張する。今回のカネボウの株式の価格を算定するにもDCF法を用いるべきであると考えている。申立人はDCF法に基づきカネボウ株式の公正価格を算定した結果、少なくとも1株1,578円を下らないと主張した。

これに対して、カネボウ(被申立人、以下「被申立人」という)は株式の公正な買取価格は1株162円であると主張している。その根拠は、トリニティ・インベストメント株式会社<sup>(9)</sup>を公開買付者とした、2006年2月22日から3月28日の公開買付での、カネボウ(被申立人)発行にかかる普通株式の買付価格である。被申立人は、直近の取引価格である公開買付の買付価格である1株162円を公正な価格とした。

また、公開買付に応じた株主は10,536名(2181万4229株)であったのに対して、申立人らは571名(705万株)にしかなかったことから、1株162円という買付価格が公正であると主張している。

この時点では、申立人と被申立人とで買取価格の算定方法に関して次のように相違が見られる。先に示したように、申立人は理論面からも実務面によく使われているという面からもDCF法が最適であると主張している。これに対して被申立人は公開買付という取引事例価格をもって公正価値と主張している。

申立人らが、DCF法が株式の交換価値算定において最適であると主張するに至るまでの理論展開は次の通りである。

まず、投資家は投資(株式を取得すること)から得られる将来のリターンを期待するために会社に投資をするのであるから、これはつまり、株式の客観的交換価値は、株主が将来得られる

と期待するリターンの現在価値の総和が最適であると考えている。

そしてここで出てくる期待リターンの額を何で測るか、というのが次の問題である。申立人はフリー・キャッシュ・フローが最も理論的であると主張している。期待リターンの額に利用する尺度の候補としては他に配当や当期純利益が考えられるものの、会社の支配権を有しない個人少数株主にとっては社内留保が過大になされがちなので、期待リターンを配当金額で株式の交換価値を算定すると少数株主に不利になるという理由で支持していない。また、当期純利益に関しては会計上の概念に過ぎないという理由で排除している。

これに対して、FCFは株主の出資に対するリターンとして株主に分配されるべきものと考えられるため、株式の交換価値を算定する際に用いる期待リターンとして利用するのに最も理論的だと主張している。この根拠は、申立人らによる準備書面（1）によれば、フリー・キャッシュ・フローとは、「営業活動により得られた資金から事業活動維持のために必要な投資を差し引いた手取り資金」であり、この額は将来に向けて事業を継続させるのに必要な無いものであるため、その全額が株主が行った投資に対するリターンとして分配されるべき、という考え方にある。

第1回審尋では、申立人はDCF法により算定した1株1,578円を公正価値と主張したのに対し、被申立人は公開買付価格の1株162円を公正価値と主張しており、当事者間で、株式の価格算定方法およびその結果に関して大きな乖離が見られた。

#### ● 株式買取価格決定申立事件 第2回審尋

2006年10月26日の第2回審尋では、カネボ

ウ（被申立人）は公正な買取価格を算定する最適な方法について、2つのパターンに分けてそれぞれ提示している。まず、客観的な取引先例価格がある場合には、公開買付の価格を公正な買取価格とすると説明している。次に、取引先例価格に拠らない場合にはいくつかの方法が考えられるとしている。具体的には、配当還元方式・収益還元方式・類似業種比較方式・純資産価格方式を取り上げ、その長所短所をまとめている。その中から、被申立人は、基本的に配当還元方式が適正であると述べている。そしてどの手法で株式の公正な価格を算定しても、それが162円を上回ることが無いということを明らかにするために、公認会計士に新たに株式価格の算定を依頼した<sup>(10)</sup>。

また、準備書面1で述べた1株162円という価格について、改めてその妥当性を主張している。この価格は公開買付の買付価格であったが、この価格の算定を行った第三者機関がDCF法を用いて「147円～185円」と算定した結果をうけて決定されたものだという。そして、買付予定株式総数の約42.78%がこの買付価格で応募があった事実とあわせて、改めて1株162円という価格が客観性の高い公正な買取価格であると主張した。

これを受けて申立人は求釈明申出書を提出し、以下3点についての説明を求めた。まず、(1)被申立人が、公認会計士に対して提供した将来の事業予測に関する数値は、「新再生5ヵ年計画」の数値と異なるものか（配当還元方式により算定する場合も、収益還元方式により算定する場合と同様に、被申立人の将来の事業予測が必要はらずである）、という点である。次に、(2)被申立人が、公認会計士に対して依頼した日時及び算定結果の提出予定日、そして、(3)公認会計士が使用する算定方式、についてである。

第2回審尋では、被申立人側も DCF 法により買取価格を算定したと主張した。しかしながら、提示した価格は依然として1株 162 円である。申立人と被申立人とで、同じ DCF 法を用いて買取価格を算定しているにも係らず、その結果は大きく乖離した。

● 株式買取価格決定申立事件 第3回審尋

被申立人は、準備書面3にて、公正な買取価格の算定の基礎となる数値について説明をし、申立人による求釈明申出書に応えた。被申立人は、平成17年度の実績値が公正な買取価格の算定の基礎となるべきだと主張した。そして「新再生5ヵ年計画」の計画値は、そのままでは公正な買取価格の算定の基礎とはなりえないとし、被申立人が第三者機関に公開買付価格の算定を依頼した<sup>(1)</sup>際に提供した数値は、さしあたり「新再生5ヵ年計画」の計画値であったが、これに加えて平成17年度の実績見込値を提出した。また、準備書面2で述べたように、新たに公認会計士に株式の買取価格の算定を依頼しているわけであるが、この際には「新再生5ヵ年計画」の計画値に加えて平成17年度の実績値を提供したと説明した。

これに対して、申立人は2006年11月16日に準備書面(2)を東京地裁に提出し、業績予測に関する被申立人側の虚偽主張を指摘した。第3回審尋では準備書面(共通)にて、株式の公正な買取価格の算定に関して、鑑定人の判断に委ねるのではなく裁判所の職責において判断するよう求めている。その際の前提事項として、株式の公正な買取価格を算定するのに最適な方法として DCF 法の採用を裁判所に要求し、準備書面2にて被申立人が配当還元方式が最適な方法と主張したことに反論している。

● 株式買取価格決定申立事件 第4回審尋

被申立人は、準備書面5において、いかなる理論的な算定方法を用いても公正な買取価格が1株 162 円を上回らないことが明らかとなったと主張した。例えば、配当還元方式では1株 67 円、DCF 法では1株 120 円、類似会社比準方式では1株 106 円、時価純資産価額方式では1株 33 円と算定された、と述べた。

被申立人は準備書面5においても重ねて、上記に示したようないくつかの手法の中でも、配当還元方式が本件の株価算定に最も合理的であると、申立人が主張する DCF 法で算定したとしても、公正な価格は1株 120 円であると示した。

申立人は DCF 法により公正な価格は1株 1,578 円と主張している一方で、被申立人は同じ DCF 法で算定した1株あたりの価格は120 円ということで、その差は依然大きいものであった。

### 3. 当事者及び裁判所の判断とその基調

東京地方裁判所は最終的に、公正な買取価格を1株 360 円とする決定を下した。これは、同裁判所が選定した鑑定人の DCF 法による鑑定評価額が、十分に合理性があるものと認められると判断したからである。この決定に至るまでの、申立人および被申立人当事者及び鑑定人それぞれの主張を以下にまとめる。ここで、DCF 法を用いて企業価値を算定するにあたり重要な要因は、①予測将来フリー・キャッシュ・フロー、②割引率、並びに③成長率であるため、この3点を中心に見ていく。

#### (1) 個人株主(申立人)の主張

個人株主(申立人)は、継続企業の株式の価



値を算定するのに理論的に最も優れていると考えられる DCF 法を用いて今回のカネボウ株式の買取価格を導き出すのが正しいと主張する。そして、DCF 法を用いて算定した 1 株あたりの価格は 1,578 円であるとしている。

個人株主（申立人）側最終準備書面（1）は、カネボウ（被申立人）が採用している株式リスクプレミアムとカネボウ事業の永久成長率の選択の 2 点において致命的な誤りがあると主張する。

申立人は、主要三事業の食品事業・ホームプロダクツ事業・薬品事業と、それに加えた撤収事業の価値を、それら事業から期待される予測将来 FCF から、その現在価値を算定する際の割引率に関して次のように説明している。

個人株主（申立人）は、将来フリー・キャッシュ・フローに関しては、本事件における株価算定基準日までに、被申立人作成済の「新 5 年計画」（平成 17 年 4 月から平成 22 年 3 月まで）を採用している。そして、割引率を求めるのに以下の算式を採用している。

割引率 = (リスクフリーレート +  $\beta$  × 株式リスクプレミアム) × 資本加重割合 + 負債コスト × 負債加重割合

(リスクフリーレート +  $\beta$  × 株式リスクプレミアム) は自己資本コストを算定している部分であり、つまり、割引率を、資本コストと負債コストの加重平均をもって算出している。このように資本コストはいわゆる CAPM により求めている。

なお CAPM は通常、以下のように説明される。

$$R(e) = R(f) + \{(R(m) - R(f))\} \times \beta$$

ここで、 $R(e)$  は資本コスト（個別証券の期待収益率）、 $R(f)$  はリスクフリーレート、 $R(m)$  は市場全体の期待収益率をあらわし、リスクフリーレートと市場全体の期待収益率の差  $\{(R(m) - R(f))\}$  はマーケットリスクプレミアムとなる。 $\beta$  は市場全体の変化に対する感応度をあらわしている。つまり、資本コストを算定するために必要な要素は、①リスクフリーレート、②マーケットリスクプレミアム、③ベータ値、の 3 点ということになる。

リスクフリーレートに関しては、無リスク資産の収益率ということで長期国債の利回りが用いられることが多い。申立人も、リスクフリーレートに関しては長期国債利回り（1.875%）を採用した。

マーケットリスクプレミアムについては、イボットソン社が提供するヒストリカル・データを用いて導き出している。データの対象期間は高度成長期を含まない 1980 年以降が合理的であると、1980 年から 2006 年までのヒストリカル・データからおよそ 3.0% と算定している。また、この数値は EBO (Edwards-Bell-Ohlson) モデルによりマーケットリスクプレミアムを算定した場合もほぼ同じになることから、その妥当性を主張している。

ベータ値については、上場している類似会社のベータ値を用い、その売上高加重平均値を採用しているという。そして算出された各社のベータ値のうち、申立人が異常値と認識するものではなく、すべての類似会社のデータが使われている。

次に、負債コストである。負債コストとは、企業が資金調達をする際に、債権者より調達した資金に対するコストをさす。一般的な求め方としては、支払利率 × (1 - 実効税率) で求められるわけだが、申立人は“申立人らに不利と

なるよう最適資本構成を 100%エクイティによる調達との仮定に置いていたため、負債コストについて明確な主張をしていない<sup>(12)</sup>”が、全国銀行貸出約定金利から、税効果考慮後の負債コストを $1.639\% \times (1 - 0.41)$ で $0.951\%$ とした。

最後に、成長率に関しては、2011年3月以降のFCFに対して、長期名目GDP成長見込と同様に $2.1\% \sim 2.3\%$ が合理的であるとしている。

## (2) 被申立人の主張

被申立人は、今回の公正な買取価格算定には、配当還元方式が理論的であると考えている。また、申立人が支持するDCF法のみで公正価値を算定しようとするものの理論上の不合理性についても指摘している。更に被申立人は、配当還元方式はもちろんDCF法により算定したとしても、被申立人の株式の公正な買取価格は1株162円を上回ることはないとする。被申立人がDCF法を用いて公正買取価格を算定した結果は、1株120円となった。DCF法を用いる場合に必要要素として、被申立人が採用した数値は以下の通りである。

FCFの予測に関しては、継続部門(前記主要三事業に、三事業関連事業及び環境変化対応原資、その他改善・共通部門を加える)と撤収事業部門に分け、前者は8年間(平成18年4月から、平成26年3月まで)、後者は5年間との前提を置いた。これは被申立人によると、平成17年度実績値(平成18年3月決算)が、申立人が採用した「新5カ年計画」の計画値を大幅に下回ったので、新たに修正計画を作成し、その値を使用したからである。

次に、割引率である。被申立人は資本コストについては、 $12.93\%$ としている。これは、申立人と同じCAPMを用いて導き出された数値だとす

る。リスクフリーレートは長期国債利回りを採用し、 $1.87\%$ とした。次に、マーケットリスクプレミアムは $10.0\%$ が合理的であるとしている。これは、イボットソン社による1952年から2006年までのデータに基づくものである。この1952年から2006年までという期間は、イボットソン社が提供しているヒストリカル・データの最長期間である。被申立人は、長期間のヒストリカル・データを用いることが妥当だと主張し、異常値の排除等といった措置をとっていない。また、被申立人は割引率に斟酌すべき調整事項として小規模リスクプレミアム( $3.88\%$ 程度)及び非流動性リスクプレミアム( $5\%$ 程度)を、資本コスト算定の際の考慮に加えている。ベータ値については、上場類似会社のベータ値の売上加重平均値 $0.737$ を採用している。この値を算定するにあたり、異常値(ビオフェルミン製薬)は除外された。

次に負債コストについてであるが、税効果考慮前で $5.10\%$ 、税効果考慮後で $3.02\%$ とするのが合理的としている。

このように算定された資本コスト( $12.93\%$ )と負債コスト( $3.02\%$ )をもとに、申立人と同様、WACCをもって割引率とするわけであるが、その際の資本構成については「自己資本 $52.5\%$ ：有利子負債 $47.5\%$ 」としている。

最後に成長率については、2010年度以降のFCFの成長率は最大でも $0\%$ とするのが適切だと主張した。この理由は“被申立人の属するような成熟産業でかつ国内依存度の高い産業においては、今後の日本における少子高齢化による人口減の影響をダイレクトに受けるため、経営努力無しでは成長率を横ばいに維持することすら難しい<sup>(13)</sup>”からとしている。

### (3) 鑑定人による評価

公認会計士・樫谷隆夫及び磯部洋（以下、鑑定人）を鑑定人とした株式鑑定評価意見書が2007年9月28日東京地方裁判所に提出された。この株式鑑定評価意見書では、公正な価格はDCF法のみにより算定され、1株323円とされた。その後の修正意見書で、最終的に1株360円が公正な価格であると結論付けている。

鑑定人による株式鑑定評価の目的は、『継続企業を前提とし、あらゆる事情を考慮した株式の公正価値の算定』とした。そして、公正な株式価格の算定方法としてDCF法を選定したわけであるが、「株式買取請求権が行使される株式の公正価値は、営業譲渡が行われずに会社がそのまま存続すると仮定した場合の株式価値である」ため、継続企業を前提とした評価方法であるDCF法を採用したとしている<sup>(14)</sup>。

既述の通り、DCF法は将来のFCFを見積もり、それを割引率を用いて現在の価値に引きなおした金額をもとに株主価値を算定する方法である。まずFCFを見積もる必要があるわけだが、そのために必要な事業計画には、「新再生5カ年計画」を全社としてまとめた「中期計画方針」（平成17年4月から平成21年3月まで、ただし平成17年度は実績値を用いる）が用いられた。これを基に、将来事業より獲得されると期待されるFCFを予測し、その現在価値の合計額と継続価値をもって事業価値が算定された。ここで、カネボウ全体としての事業価値は、継続部門として食品事業・ホームプロダクツ事業・薬品事業の3事業と、これに加えて撤退部門である撤退事業の総和として求めるものである。

公正な株式買取価格を算定するには、株主価値を発行済株式数で割り1株あたりの公正価値を導出する必要がある。ここで事業価値と株主

価値の関係は、株主価値＝事業価値＋事業外資産（非事業価値）－有利子負債である。事業価値と事業外資産（非事業価値）の合計額は企業価値と呼ばれる。繰り返しになるが、DCF法を用いて公正な株式価格を算定しようとする場合に特に考慮が必要なのは、①予測将来FCF、②割引率、及び③成長率の3点である。特に、割引率と成長率に関しては、今回のカネボウ事件においても、申立人と被申立人との間で論争された中心事項であった。以下に、鑑定人が公正なものとして算定した1株あたり買取価格を導きだす際に採用した、割引率及び成長率についてまとめる。

まず、予測FCFを現在価値に割引く際に、鑑定人が用いた割引率は食品事業6.66%、ホームプロダクツ事業6.55%、薬品事業6.06%、撤退事業5.105%である。

鑑定人は、資本コストと負債コストの加重平均(WACC<sup>(15)</sup>)を割引率としている。まず資本コストであるが、これもまたCAPMにより導き出されている。CAPMにおいて必要なパラメータの1つである、リスクフリーレートは長期国債利回りを採用し1.875%としている。マーケットリスクプレミアムは、イボットソン社が提供しているヒストリカル・データを基に算定している。長期間のヒストリカル・データが好ましいという理由により、異常値を示す期間を排除した1955年から2006年までの統計データから8.50%としている。最後にベータ値であるが、被申立人の類似会社の平均値を用いている。算出されたベータ値のうち、異常値と考えられるもの（ピオフェルミン、マンダム、森永乳業の3社の値）は排除された。具体的には、“算定基準日における過去5年の株価を抽出し、前月からの変化率（個別株リターン）を株式分割、併合を考慮して算定し、同期間のTOPIXの月次変

化率 (TOPIX リターン) も併せて算定する。そして個別株リターンと TOPIX リターンの共分散を算出する。そして、その共分散を TOPIX リターンの分散で除して<sup>(16)</sup> 個別株のベータ値を求めている。その結果、食品事業が 0.677、ホームプロダクツ事業が 0.598、薬品事業が 0.521 となった。

以上の 3 要素 (リスクフリーレート、マーケットリスクプレミアム及びベータ値) で計算された資本コストは、食品事業で 7.63%、ホームプロダクツ事業で 6.96%、薬品事業で 6.36% となった。

次に負債コストであるが、これはリスクフリーレートの 1.875% に、被申立人の親会社となったカネボウ・トリニティー・ホールディングス (株) の銀行借入金のスプレッドである 3.23% を加算した 5.105% とした。これを、撤収事業の価値を算定する際の割引率とした。また、実効税率は 40.69% としたので、主要三事業の負債コストは、 $5.105\% \times (1 - 40.69\%)$  で 3.03% となる。

資本構成比については、類似会社の平均値を採用した。以上より、割引率は、食品事業で 6.06%、ホームプロダクツ事業で 6.55%、薬品事業で 6.06% となった。

また、成長率については、食品・ホームプロダクツ・薬品事業並びに三事業関連事業は、激しい競争が続く厳しい事業環境におかれているため、小売販売の成長は期待できないという理由から 2011 年 3 月期以降、0% としている。

これら割引率及び成長率を用いて DCF 法により、鑑定人が評価した 1 株あたりの公正価値は 360 円となった。

申立人、被申立人及び鑑定人が鑑定した 1 株あたりの公正な買取価格、並びに価格算定にあたり採用したパラメータについて図表 3 にまと

める。

#### (4) 裁判所の判断とその基調

東京地方裁判所は当事者の主張及び第三者である鑑定人の鑑定評価を受けて、公正な買取価格は 1 株 360 円という決定を下した。この決定は、鑑定人による鑑定評価額を、十分に合理性があるものと認めるという結果であり、その価格は DCF 法により算定された。つまり、裁判所は数ある企業価値算定手法の中から、“本件において、継続企業としての価値の評価に相応しい評価方法は、収益方法の代表的手法である DCF 法ということができ、相手方 (被申立人 (筆者注)) の株式価格の評価に当たっては、DCF 法を採用することが相当である”として、最適な方法として DCF 法を認めた。

価値評価手法の選定のみならず、割引率や成長率といった要因に関する判断においても、“鑑定人らの判断には十分に合理性があり、不合理な点は認められない<sup>(17)</sup>”とし、鑑定人が示した内容を認めている。

## 4. 問題の所在

### (1) DCF 法の著しい台頭

鑑定人の鑑定手続ないし採用する評価方法は、当事者の主張に制約される。しかしこれを考慮しても、「継続企業としての価値を評価するという観点から DCF 法に従って評価するのが相当」と裁判所が結論づけるのは視野を狭める。これは如何なるケースにおいても継続企業すなわち通常の企業は DCF 法によって評価されるべきとの暗黙のお墨付きを与えたことと一般に誤解されることとなりはしないだろうか。

【図表3 個人株主（申立人）、カネボウ（被申立人）及び鑑定人による算定】

	個人株主（申立人）	カネボウ（被申立人）	鑑定人
評価額	1,578 円	120 円	360 円
評価方法	DCF 法		
FCF 予測	不明	不明	不明
割引率：	WACC をもって割引率とする		
自己資本コスト：	不明 (CAPM)	12.93% (CAPM)	食品事業：ホームプロダクト事業：薬品事業：撤収事業 (6.66%:6.55%:6.06%:5.105%) 食品事業 7.63% ホームプロダクト事業 6.96% 薬品事業 6.36% (CAPM)
リスクフリーレート	1.875% (長期国債利回り)		
ベータ値	不明	0.737 (類似会社のベータ値の売上高加重平均。異常値 ( Bioフェルミン製薬 ) は排除した。)	食品事業 0.677 ホームプロダクト事業 0.598 薬品事業 0.521 (類似会社の平均値。異常値 ( Bioフェルミン、マダム、森永乳業 ) は排除した。)
マーケットリスクプレミアム	およそ 3.0% (1980 年から 2006 年までの、イボットソン社が提供するヒストリカル・データより。高度成長期を含まない 1980 年以降が妥当と考えて。)	10.0% (1952 年から 2006 年までの、イボットソン社が提供するヒストリカル・データより。長期間のヒストリカル・データを用いることが妥当と考えて。)	8.50% (1955 年から 2006 年までの、イボットソン社が提供するヒストリカル・データより。)
小規模リスクプレミアム	-	3.88%	-
非流動性リスク	-	5%	-
負債コスト (税引後)	$1.639\% \times (1 - 0.41) = 0.951\%$	3.02%	$1.875\% (\text{リスクフリーレート}) + 3.23\% (\text{カネボウ・トリニティー・ホールディングスの銀行借入金のスプレッド}) = 5.105\%$ $5.105\% \times (1 - 0.4069) = 3.03\%$
成長率	2.1%~2.3% (長期名目 GDP 成長見込)	0% (成熟産業でかつ国内依存度の高い産業のいでは、今後の日本における少子高齢化による人口減の影響をダイレクトに受けるため、経営努力無しでは成長率を横ばいに維持することすら難しいため)	0% (厳しい競争が続く厳しい事業環境におかれているため、小売販売の成長は期待できないため)

出所：筆者作成

## (2) DCF 法の中身の内容

DCF 法に限らず収益還元法は割引率の大きさにより事業価値が大きく異なることとなるが、この割引率には評価人の主観が少なからず混在することは避けられないことが、よくその大きな欠点として指摘される場所である。

これを避けるために実務においては、資本コストの算出について CAPM が使用されることが多いが、果たして CAPM は継続企業の評価に万能といえるのか、更に言えば CAPM のパラメータ値である、リスクフリーレート、マーケットリスクプレミアム、ベータの各値が現実実務においては所与のものとして取扱われている傾向が強いのではなからうか。

例えば、リスクフリーレートはわが国長期国債の利回りを採るとするケースが多いが（いつの時点のものを採用するかは別にして）、つきつめると「企業価値評価や株主価値評価というのは評価や鑑定とは名ばかりで、ある計算式に数値を代入するだけの技術計算であり、それが理論的に正しく絶対である」ということになりはしないか。

以上の(1)と(2)の詳細については別の機会に譲りたいが、結果的に企業会計とファイナンスの重複領域に位置する企業評価論が、深い洞察と批判に耐えることなく、実務において標準公式化されることになりはしないか。本稿の問題提起はここにある。

## 5. おわりに

本稿は近年、日本の企業評価実務で進みつつある DCF 法偏重の流れに問題意識を持って議論を進めて来た。本稿で紹介したように、本来、

企業評価の方法には幾つかのアプローチが存在する。しかし現実の実務では、いまや DCF 法一辺倒とも言えるほどの様相が呈されつつある。加えて DCF 法を利用するにしても、理論的に果たして適切と言えるか疑問が残る利用法が採られていることも我々の問題意識を刺激した。

企業評価は会計とファイナンスの重複領域であり、実務的には両者を適切に融合することが必要である。しかしながら、会計とファイナンスを融合することはそれほど簡単なことではない。例えば、ファイナンスの企業評価ではキャッシュ・フローの予測が重要となる。ところが、会計情報を基礎として将来のキャッシュ・フローを予測することは、ファイナンスが理論の世界で議論するほど容易ではない。そのことは、本稿で取り上げたカネボウ事件において申立人と被申立人、鑑定人が示した評価値の極端な差にも顕著に現れている。我々は DCF 法が他の方法と比較して、どのような場面で利用することが適切であるのか明らかにする必要がある。また、その利用法についても再検討する必要があるだろう。少なくともデータの取り扱いが適切と言えるレベルを会計実務家が確保できるようになることが不可欠と思われる。

恐らくは、実務の混乱の主因は会計とファイナンスの融合が未成熟である点にある。特に日本では 2000 年代に入ってから急速に M&A が注目されたこともあり、多くの会計実務家がファイナンスの基本的な理解が不十分なまま業務に対応せざるを得ない状況が続いてきた。ともするとファイナンスの数理に翻弄されてしまうが、会計実務家が向き合う企業評価はそもそも想定している現実が異なる可能性もある。DCF 法で当然のように言及される CAPM にしてもその前提は分散投資であり、その前提を外して機械的に CAPM を利用する危険性を感じずにはいられない。

このことは、企業評価についての基礎研究の必要性を示唆する。

今後、LEC 会計大学院では会計とファイナンスの重複領域である企業評価について、研究者と

実務家が一体となって取り組んでいく予定である。我が国の企業評価実務が大きく発展するよう 1 つの研究成果へと結実させていきたい。

<注>

- (1) 日本公認会計士協会 (2007), 企業価値評価ガイドライン, 26 頁
- (2) Robert F, Reilly Robert P, Schweihs (1998) では、無形資産の価値評価手法の 1 つとして、コストアプローチをとりあげている。そこで、コストアプローチが無形資産価値の合理的な指標を提供する条件として、①コストの全ての構成要素を考慮すること、②コストから全ての陳腐化と認められる部分を差し引くこと、の 2 点があげられている。このことは、企業の価値評価を検討する場合にも応用できるだろう。
- (3) Penman (2007), p 120
- (4) Penman (2007), p. 140
- (5) Penman (2007), p 123
- (6) Penman (2007), p. 140
- (7) Penman (2007), p. 127
- (8) 平成 18 年 (ヒ) 第 264 号他 7 件 株式買取価格決定申請事件 他 7 件 準備書面 (1) 2 頁
- (9) ファンド連合がカネボウ株式を取得、所有するために設立された SPC と思われる。
- (10) 平成 18 年 (ヒ) 第 264 号外 7 件 株式買取価格決定事件 準備書面 2
- (11) DCF 法を用いて「147 円～185 円」という算定結果となった。
- (12) 準備書面 (5) -鑑定人が理由を示して判断することを求められる争点一覧-

14 頁

- (13) 準備書面 10 (被申請人主張の総括) 55 頁
- (14) 株式鑑定評価意見書 15 頁
- (15) WACC とは、資本コストと負債コストを加重平均したものである。
- (16) 株式鑑定評価意見書 23 頁
- (17) 株式買取価格決定申立事件 決定書 48 頁

<参考文献>

- (ヒ) 第 264 号他 7 件 株式買取価格決定申請事件 他 7 件 準備書面 (1), 2006 年.
  - (ヒ) 第 264 号外 7 件 株式買取価格決定事件 準備書面 2, 2006 年.
- 日本公認会計士協会編, 『企業価値評価ガイドライン』, 2008 年, 清文社.
- 山澤光太郎著, 『ビジネスマンのための ファイナンス入門 55 のキーワードで基礎からわかる』, 第 5 版, 2005 年, 東洋経済新報社.
- Palepu, Krishna G., and Healy, Paul M., *Business Analysis & Valuation, Using Financial Statements*, Fourth Edition, Thomson South-Western, 2008.
- Penman, Stephen H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, Third Edition, McGraw Hill, 2007.
- , “Combining Earnings and Book Value in Equity Valuation,”

*Contemporary Accounting Research*,  
Vol. 15, No. 3, Fall 1998, pp. 291-  
324.

Penman, Stephen H., and Theodore Sougiannis,  
“A Comparison of Dividend, Cash Flow,  
and Earnings Approaches to Equity  
Capital,” *Contemporary Accounting  
Research*, Fall 1998, pp. 343- 383.

Robert F. Reilly Robert P. Schweihs, *Valuing  
Intangible Assets*, First Edition,  
McGraw Hill, 1998.

Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin,  
*Valuation: Measuring and Managing  
the Value of Companies*, (McKinsey &  
Company, Inc.), John Wiley & Sons,  
Inc., 1990.