

# M&A とインタンジブルズの測定

- 企業価値・インタンジブルズ価値と所有者転換の影響 -

ユニゾン・キャピタル株式会社

代表取締役パートナー 佐山展生

## 1. 企業価値

### (1) 資産価値と企業価値

この世に存在するものは、何らかの尺度で評価される。同じものでも測定する目的によって長さであったり、重さであったりする。また、速さや加速度のように時間による変化であったりする。物理的な量というものは、あるルールに従った客観的な尺度で測定される。では企業はどうであろうか。確かに、資産や負債は、ある時点の保有量を金額で評価できる。収益は、1年間のようなある期間内に生み出した利益額で評価される。過去の結果である貸借対照表や損益計算書のようなものは、客観的事実によって決定される。ある意味では物理的な長さや重さに類似する。しかし、企業の価値となると状況は異なる。

そもそも、価値とは、将来のポテンシャルがその重要な要素だからである。簡単な例でいうと、物理的な位置エネルギーは、ある仕事をする可能性を持っている。あるときには、それが電気に変換されたり、動力になったり、有益な仕事をする。しかし、あるときには、何ら有効な変換がされずに無駄に消費されたり、反対にものを破壊し危害をくわえるようなこともある。企業の価値とは、位置エネルギーのような物理的なエネルギーに似ている。

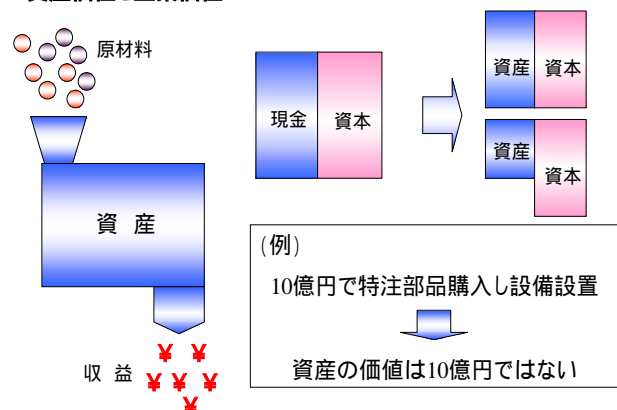
企業がある時点で保有する資産や負債は、企業がだれの所有であろうと個々の資産や負債の量である“資産価値”は変わらない。しかし、その資産や負債を有機的に使って将来に生み出すことのできるキャッシュ量は、企業の所有者によって異なる。より直接的には、その企業の経営陣によって異なるのであるが、その経営者を組替える権限を有する株主等の企業の所有者もその価値を左右する大きな要因である。この所有者や経営者によって異なる価値こそが“企業価値”である。

ここで企業価値と資産価値の違いを考えてみる(図1)。簡単のため、最初、10億円の現金を資本金として払込まれた会社が10億円である装置を設置したことを想定する。この場合、資産価値は10億円の資産があり、負債がない

ため10億円の会社である。しかし、企業価値となると、この装置の性能次第で大きく異なってくる。毎年10億円の収益を生むような装置であれば、この企業の価値は10億円を

図1

資産価値と企業価値

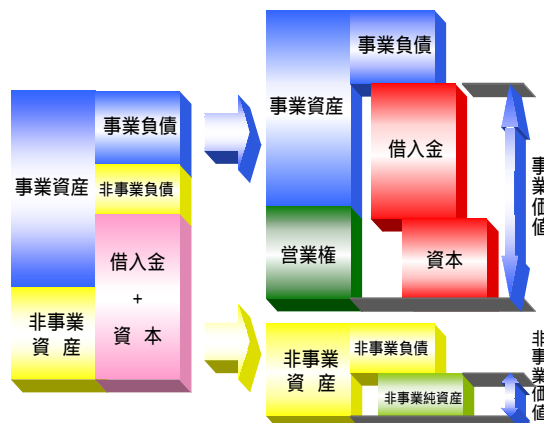


はるかに超えるが、毎年まったく収益を生まなければ 10 億円の価値はまったくないということになる。すなわち、企業価値は将来の収益性で測定されるべきものである。

## (2) 事業価値・非事業価値と企業価値

つぎに、事業価値と企業価値について考えてみる。事業価値と企業価値の違いは言葉の定義の問題ではあるが、“事業価値”とは、事業自体の価値であり借入金等事業に直接的関係をもたない負債や非事業資産を除いたその事業自体を運営するのに直接的に關係する資産と負債の価値であり、将来の収益力をベースに測定されるべきものである。また“非事業価値”は非事業資産と非事業負債の合計であり、これら資産と負債が時価の場合、通常ほとんど“非事業純資産”と等価である。一方、“企業価値”とは、事業価値から借入金を差し引いたものに非事業価値を加えた株式すなわち資本の部の価値である(図 2)。ここで、営業権は、

図 2  
事業価値・非事業価値と企業価値



営業権は、
$$[\text{営業権}] = [\text{事業価値}] - ([\text{事業資産}] - [\text{事業負債}])$$

## (3) 動産・不動産価値と企業価値

さらに、動産や不動産の価値と企業の価値の違いについて考える。上述のように企業価値はその所有者によって価値が異なる。しかし、企業のみならず、金や銀もどのように加工するかによってその価値が違はずであるが、なぜ客観的な相場というものがあるのか。それは、金や銀の取引をしようとする人が多く、取引量も多いこと、および、基本的に金はどこで買っても金であり、取引される金に価値の差が基本的にないことに起因する。

また不動産については、金や銀ほどではないにしろ多くの人が取引をし、企業と比較すると多くの人が潜在的な売り手であり買い手となる。その結果、金や銀のように狭くはないものの、不動産に関しても類似取引をベースにした客観的な市場価格というものが存在する。動産や不動産に較べ、企業においては、潜在的な買い手はほんの限られた数しかない。また、場合によっては、売買自体が必ずしも成立するとは限らない。取引価額帯が広い理由は、ひとつには上述のように潜在的な買い手が少ないこともあるが、最も重要なことは、企業が所有者によって価値が異なるということにある。

## (4) 企業価値のシリンダーモデル

ここで、企業をシリンダーとし、中に液体が充填されており、その中に事業単位が存在するというモデルを想定する(図 3)。シリンダーの中に液体が充満しておりいくつかの事業単位が閉じ込められていて、充填されている液体の密度が企業によって異なっていると考える。ここでは、企業に存在する事業単位の中で価値の高いものほど底に沈むと考えると、

客観的に等しい価値の事業単位も、密度の高い液体の充満している企業(B社)の中にあっては浮いてしまうが、密度の低い液体の充満している企業(C社)にあっては沈む存在となる(図4)。これは、沈滞した空気のようにどんだ企業にあっては、何をすることも抵抗が大きく、収益を生めないことと感覚的にも合致する。

この密度は、それぞれの企業の経営システムを表す数値であると考え、密度が低くなるほど経営効率が上がると考えれば感覚がつかめる。液体の平均密度を  $\rho$  とするが、シリンダー内の上下で密度勾配があると考え、底からの高さ  $h$  での密度を  $\rho_h$  とし、ある事業単位  $a$  の質量(市場での客観的な価値)を  $m_a$ 、排除体積を  $v_a$  とすると、その浮力は、

$\rho_h v_a$  であり、質量  $m_a$  と等しくなる深さ  $h$  のところで静止する。

企業により経営効率が異なり、充填されている液体の密度が異なる。密度が低い方が中の事業単位が動きやすく、事業単位が受ける浮力も小さく底に近いところで静止する(事業収益をあげられる)。同じ事業単位も、企業の密度が高いと動きにくくなり、大きな浮力を受け浮いてしまう(事業収益があがらない)。

ここでの質量  $m$  はその事業の客観的な価値を表し、体積  $v$  はその企業にとっての主観的な価値(現状の経営陣が経営している状態での価値)を表すとし、密度  $\rho$  を経営効率の関数とすると、 $v = m / \rho$  となる。 $\rho$  の逆数を  $\rho^{-1}$  とすると、 $v = m \rho^{-1}$  となる。ここで、 $\rho^{-1}$  を“経営効率”とする。事業の客観的な価値  $m$  をいかに生かすかが経営システムの効率  $\rho^{-1}$  である。企業価値を上げるためには、その企業に内在する事業単位全ての経営効率  $\rho^{-1}$  の値を上げることが重要なことであり、平均の  $\rho^{-1}$  を上げることが必要である。この経営効率はインタンジブルズの大きな要素のひとつである。

## 2. インタンジブルズの分離と測定

企業価値や事業価値・非事業価値について考察したが、インタンジブルズはどのように評価されているのであろうか。企業自体の株式の価値を考えたとき、インタンジブルズの価値を包含していることは言うまでもない。では、インタンジブルズの価値のみを取り出すのはどうすればいいかを考えてみる。

### (1) 貸借対照表に記載・非記載のインタンジブルズ

貸借対照表に記載されるインタンジブルズの価値は本来、その時価、すなわち市場価値ま

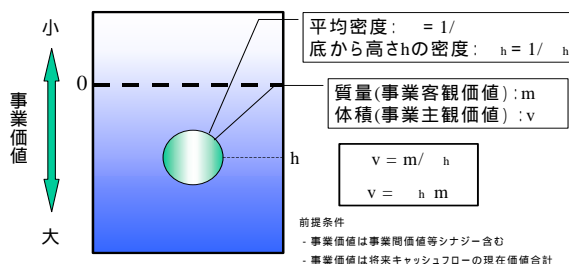


図3 企業グループ内での事業価値

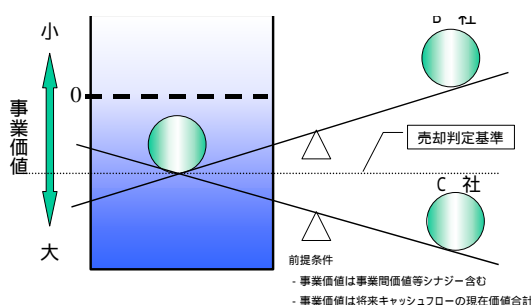
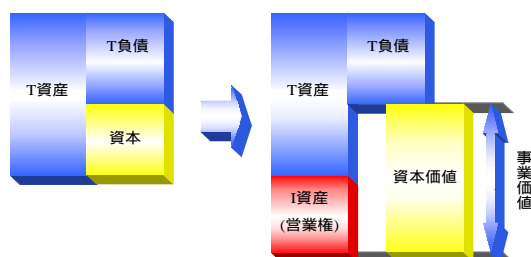


図4 事業価値と市場価値

たは将来生み出すキャッシュフローの現在価値であらわされるべきである。ここで問題になるのは貸借対照表非記載のインタangibleの測定である。

上述の事業価値・非事業価値の考え方に沿うと、貸借対照表非記載のインタangibleはどこに属するであろうか。勿論、非事業のインタangibleも存在はするが、ここで重要なのは事業に関するインタangibleであるので、非事業のそれは無視するとする。では、事業に関する資産と負債の両者にインタangibleが存するであろうか。たとえば、最近

図 5 事業価値とインタangible



の雪印の事件を思い起こしていただきたい。雪印のマークが入っているだけで乳製品が売れなくなった時期があった。これはまさしく「事業負債にもインタangibleが存する」例である。(ただし、これは負の事業資産と考えることも可能。) また、最近では、ヤマダ電機が純資産 377 億円で赤字のディスカウントストアのダイクマを 169 億円で買収し、“逆のれん”

約 170 億円を計上すると報じられた。これも負の営業資産であり、負のインタangibleの例である。勿論、事業資産に正のインタangibleが存するのは容易に想像できる。したがって、事業資産と事業負債に属するインタangibleの合計が正であればいわゆる“営業権(のれん)”といわれるものになり(図 5)、負であれば“逆のれん”ということになる。

## (2) M&A におけるインタangibleの測定

M&A 取引の場合、通常、企業全体または営業体全体の所有権の移転を意味する。企業や営業体の所有者が不変の状態でのインタangibleの測定とこのような企業や営業体全体の所有者が変わる M&A の場合でのインタangibleの測定とは、その測定者側の要請も異なる。すなわち、M&A においては所有者が変わることにより、そのインタangibleが生み出す将来のキャッシュ量が異なるからである。

M&A におけるインタangibleの価値の測定は、まず上述のように、“事業価値”を算定し、借入金を差し引き、貸借対照表上の事業純資産を差し引くとインタangibleの価値となる。

このように、M&A においては、個々のインタangibleの評価をしてその総計をインタangibleの価値とするのではなく、インタangibleの集合体の評価としか出てこないのが特徴である。ただし、M&A のみならず、所有者の変わらない状況でのインタangibleの評価も、特許料のように将来生み出すキャッシュフローが予想できたり、市場での取引価額がない限り、不明確な前提条件をつけて計算するのは計算のための計算に過ぎず真のインタangibleの測定にはなっておらず、M&A 同様に集合体でのみ測定されるべきものとする。