

仰星ニュースレター

ワンポイント会計基準

vol. 13 株主価値算定手法

2011年において、最大の会計トピックスの1つとなった「オリンパス不正会計問題」。

昨年12月6日に第三者委員会の調査報告書が公表され、長年の不正会計のスキームが明らかとなりました。

同報告書にて問題となった会計処理の一つに、オリンパス㈱（以下、「O社」という。）による㈱アルティス（以下、「A社」という。）等国内三社の買収取引があります。

A社の純資産は1億円ほどでしたが、O社はA社の株主価値を約280億円と算定し、多額ののれんを計上しました（後に196億円ののれんの減損を行なっています）。

それでは、なぜO社はA社の株主価値を約280億円と算定したのでしょうか。

会社の株主価値を算定するには、いくつかの手法があります。

今回は、株主価値算定として代表的なディスカунテッド・キャッシュ・フロー法（以下「DCF法」）について簡単に紹介するとともに、A社の株主価値の算定上の疑問点について言及したいと思います。

DCF法は、対象会社の事業計画をもとに、将来期待されるキャッシュ・フローを現在価値に割り引いて、株主価値を算定する方法です。

一般的に将来の収益獲得能力を価値に反映させやすい方法といわれ、また対象会社独自の収益性等をもとに価値を測定することから、対象会社が持つ固有の価値を示す点で優れた方法であると言われています。

一方で、事業計画等の将来情報に対する恣意性の排除が困難なことが多く、客観性が問題となるケースもあります。

具体的なDCF法による株主価値の算定方法は以下の通りです。

- ① 事業計画に基づき将来獲得すると期待される営業フリー・キャッシュ・フロー（以下、「営業FCF」という。）を計算し、営業FCFを加重平均資本コスト（WACC：Weighted Average Cost of Capital）で割り引くことで事業価値を算定する。
- ② ①の事業価値に非事業資産価値を加算し、有利子負債価値を控除し、必要に応じてその他の調整をすることによって株主価値を算定する。
- ③ ②の株主価値を、発行済株式数で除して1株当たりの株主価値を算定する。

初めて聞いた方はイメージが湧きづらいと思いますが、重要な点は、株主価値の算定は、対象会社が作成した事業計画に基づいているということです。

我々が対象会社の株主価値を算定する場合、事業計画の検討は必須の手続と考えています。

その理由は、仮に達成不可能であろう利益計画に基づいて上記①の営業FCFを計算してしまうと、事業価値や株主価値を過大に評価してしまうおそれがあるからです。そのため、事業計画を会社の現在及び過去の状況に照らして不合理な点がないか検討することは、株主価値を算定する上で大変重要となります。

最後に、A社の株主価値算定上の疑問点について言及しますと…、もうおわかりですね。

今後このような事態を生じさせないためにも、株主価値の算定の前提として財務デュー・ディリジェンスや事業計画の検討を行うことの重要性は増していくこととなるでしょう。

(2012/6/8号より)