

M&Aの企業価値評価をめぐる最近の論点 —アルプス電気とアルパインの経営統合を題材に—

鈴木 一 功 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

筆者は、鈴木 [2017] において、住友商事とKDDIによるジュピターテレコムへの株式公開買付 (TOB) にかかる全部取得条項付種類株式の価格決定申立事案に関する最高裁判所決定について紹介した。この決定では、TOB取引において、適切な手続きが踏まれていれば、「取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じた」と認めるに足りる特段の事情がない限り」取得価格は公開買付価格と同等とするのが妥当とされた。

この決定によって、価格決定の申立により少数株主が公開買付価格を上回る価格を裁判所に認定される可能性は、限定的なものとなり、企業価値評価に関する議論は下火になるのではないかと、思われた。しかしながら、実際には少数株主の権利意識の高まりもあり、M&Aの当事企業の対価と、その算定根拠となる企業価値評価を見る目は厳しくなっている。実際に、本稿で分析するアルプス電気とアルパインの統合比率問題では、具体的な企業価値算定の手法をめぐって、少数株主が理論面から問題点を指摘し、それに企業が回答する形で、細かい論点についての議論が交わされた。本稿では、このアルプス電気、アルパインの経営統合をめぐる論争をケーススタディとして紹介し、最近のM&Aの企業価値評価に関し、実務上

で論点となりがちな4項目に整理し、筆者の考え方を提示する。うち三つの論点は、DCF法にかかるものであり、多くの本ジャーナル誌読者の実務にも参考になると思われる。

2. ケース：アルプス電気とアルパインの統合比率

2017年7月、アルプス電気は、カーナビや車載オーディオ機器を主力事業とするアルパインとの統合計画を発表した。アルパインは、アルプス電気が約40%の株式を保有し、連結対象子会社だが、東京証券取引所第一部に上場している、いわゆる上場子会社であった。アルプス電気はアルパインを株式交換によって19年1月1日に完全子会社化し、その後19年4月1日に吸収分割を使って、アルプス電気が持株会社となり、その下にアルパインと従来のアルプス電気の事業を承継する会社を完全子会社としてぶら下げるというのが、当初発表されたスキームであった。発表時に公表された株式交換比率は、アルパイン1株に対して、アルプス電気0.68株とされた。これは発表直前の株価 (アルプス電気3,250円、アルパイン1,710円) で換算すると、30%弱のプレミアムであった。なお、プレスリリースによると、アルプス電気側の企業価値算定人は野村証券、アルパ