

### クロスボーダー取引における使用資本コスト推定方法について —サーベイ論文—

鈴木 一功 CMA

#### 目 次

- |  |   |
|--|---|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. はじめに</li> <li>2. クロスボーダーの企業価値評価における一般的留意点</li> </ol> | <ol style="list-style-type: none"> <li>3. クロスボーダーの企業価値評価における割引率推定方法のサーベイ</li> <li>4. まとめ</li> </ol> |
|--|---|

クロスボーダー M&A取引の増加とともに、海外企業の企業価値評価を実施する場面も増加した。ところが、将来キャッシュフローの現在価値を求めるための割引率（資本コスト）をどのように推定すべきか、という点について、実務の現場では、必ずしも統一が取れているようには思えない。そこで、本稿ではクロスボーダーの企業価値評価に用いる割引率、特に株主資本コストの推定手法について、既存の文献をサーベイし、5つの主要な推定手法を紹介する。そして、その特徴や背景にある考え方や留意点について、特に新興国における利用を念頭におきながら整理する。

#### 1. はじめに

ここ数年のM&A市場に関する話題の中心だったのは、クロスボーダー取引、特に日本企業による海外企業のM&A（いわゆるIN-OUT型取引）である。今月号の特集論文でも述べられているように、2012年（暦年）の年間IN-OUT型M&A件数は過去最多（515件）となり、金額ベースでも7兆円超と過去第3位となる極めて高い水準であった。これは、国内市場の成長が望めない中で、海外市場に活路を求めようという日本企業の戦略

的行動に、一時1ドル70円台に達した円高が追い風となったものと考えられる。

クロスボーダー M&A取引の増加とともに、海外企業の企業価値評価を実施する場面も増加した。中でも、特にいわゆるディスカウント・キャッシュフロー法（エンタプライズ型DCF法など）によって、買収のターゲット企業の価値を算定する際に、将来営業フリー・キャッシュフローの現在価値を求めるための割引率（資本コスト）をどのように推定すべきか、という点についての質問をされる機会が、筆者にも増えてきた。ところ



鈴木 一功（すずき かずのり）

早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授。東京大学法学部卒業後、富士銀行入社。INSEAD（欧州経営大学院）MBA、ロンドン大学（London Business School）Ph. D。銀行にてM&Aの企業価値評価モデル開発等を担当。中央大学大学院国際会計研究科を経て、2012年4月より現職。みずほ銀行ALCアドバイザー・外部アドバイザー。主な著書として『企業価値評価（実践編）』（ダイヤモンド社）。専門分野は、企業財務、M&A。