

非公開化取引に係るDCF法による 企業価値評価の事例研究

鈴木 一 功 CMA

目 次

1. はじめに
2. 「MBO等」該当取引29件の開示内容
3. 開示内容からの企業価値評価モデル再構築事例
4. 適時開示強化後の開示事例の評価と残された課題

2013年7月の東京証券取引所の適時開示に関する通知文により、「MBO等」に係るTOBの意見表明において、買付価格の妥当性を判断するに至った根拠について、詳細な情報提供が求められるようになった。本稿では、この改訂に基づいて、実際に開示された情報を基に、特にDCF法（ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法）についての開示情報に注目し、企業価値評価理論の観点から、その有用性や残された問題点を考察する。

1. はじめに

今世紀に入り、企業の合併・買収（M&A）が活発になるにつれて、上場企業の支配権を獲得すると同時に、被買収企業を上場廃止し、非公開化する取引も頻繁に行われるようになった。このような取引の多くでは、被買収企業の少数株主の持分を強制的に取得するためのスクイーズアウトという手続きが行われる。スクイーズアウトは、1989年に導入された株式交換制度や2006年の会社法で可能になった普通株式に全部取得条項を付す方法が用いられるが、いずれの場合も、買収者

が被買収企業の議決権の3分の2超を押さえて、特別決議を可決する必要がある。このため、スクイーズアウトに先立ち、株式公開買付（TOB）を実施し、買収者の株式持分を引き上げることが多い。

このような非公開化を伴うTOBの買付価格については、その妥当性について、被買収企業の経営陣が「意見表明報告書」によって意見（通常は賛同意見）を表明することが求められている。しかしながら、少数株主が強制的に株式を買収者に譲渡させられる対価として、買付価格が妥当なのかについての判断根拠は、必ずしも十分に開示さ



鈴木 一功（すずき かずのり）

早稲田大学 商学学術院教授。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。みずほ銀行コーポレート・アドバイザー一部外部アドバイザー。主な著書として『企業価値評価（実践編）』（ダイヤモンド社）がある。