MBA PLUS

MBA ファイナンス

笹川利哉＝文
Toshiya Sasagawa

ファイナンスを一通り学んだ人が
企業価値を求めようとするときには、
DCF法を使うことが多いだろう。
しかし、実務においてはDCF法よりも、
昔から使われているマルチプル法（乗数法・倍率法）のほうが実際的な場合もある。
本稿では、マルチプル法について解説し、
その効果的な利用法を考えていく。

DCF法との比較で考える
マルチプル法の使い方

Summary

企業価値を計算する手法はDCF法だけではない。マルチプル法も実務の現場で頻繁に使われる。マルチプル法とは、PER、PBR、EBITDA倍率などの倍数を用いて、ごく簡単な計算で企業価値を算出できる手法である。

ベンチャー・キャピタルなど、企業価値算出を日常的に行うビジネスの現場では、おもにマルチプル法が企業価値算出の手法として用いられる。そのプロセスは、以下のように説明できる。

❶評価対象企業に類似した企業を複数選ぶ。

❷それぞれの類似企業の企業価値が、当期利益などの特定の指標の何倍になっているか（マルチプル）を計算し、平均を求める。

❸評価対象企業の特定指標に❷で求めたマルチプルを乗じる。

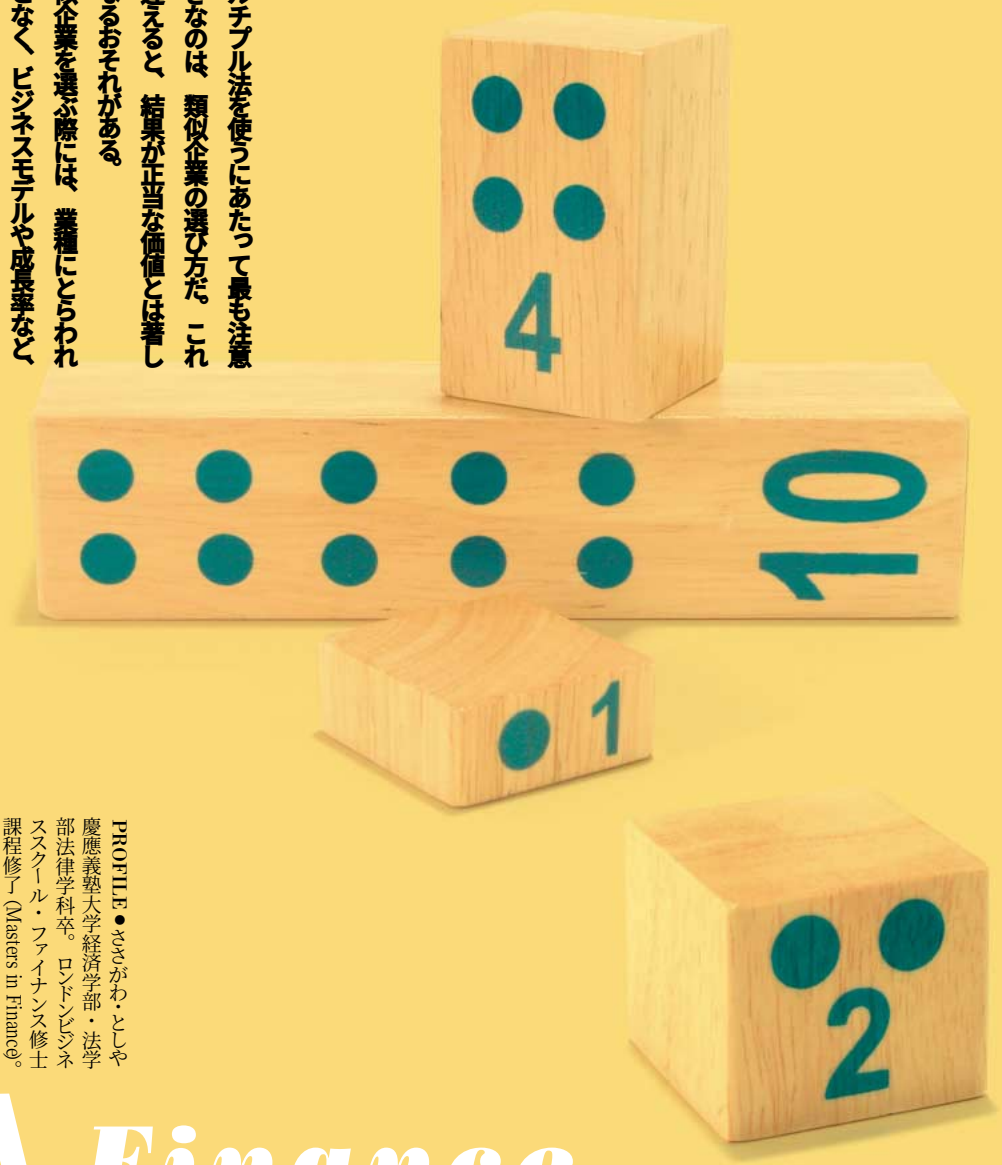
❹評価対象企業の企業価値が、求められる。

マルチプル法とDCF法を比較すると、根源的には両者は同じものであることがわかる。その意味で、マルチプル法は理論的にも根拠のある手法であると言える。

マルチプル法を使うにあたって最も注意すべきなのは、類似企業の選び方だ。これを間違えると、結果が正当な価値とは著しく異なるおそれがある。

類似企業を選ぶ際には、業種にとらわれることなく、ビジネスモデルや成長率など、ビジネスの本質的な面に着目し、比較可能な企業を選ぶことが大切である。

より効果的にマルチプル法を使うためには、複数のマルチプルを併用する、DCF法的な企業分析をあらかじめ行ってから使うなどの方法が考えられる。



PROFILE●ささがわ・としや
慶應義塾大学経済学部・法学部法律学科卒。ロンドンビジネススクール・ファイナンス修士課程修了（Masters in Finance）。日本興業銀行にて、中堅企業向け営業、担保不動産バリュエーション、中東駐在リレーションシップマネジメント、ロンドン支店企画業務、プロジェクトファイナンス案件審査などに従事。その後、グロービスに転ずる。同社では主にファイナンス分野のコンテンツ開発とプライベート・エクイティ分野のリサーチ業務を担当。

MBA Finance

CASE

三時間で買収価格の見当をつける

M&Aが企業戦略の特別な選択肢ではなくなりつつある今日、企業買収の話を急に持ちかけられ、短時間での決断を求められることも少なくない。以下で紹介するのもそうしたケースだ。

A社の社長は、ある日X社から「一〇〇%子会社のT社を一〇億円で買ってくれないか」という話を持ちかけられた。

T社の事業ドメインは、A社の全社戦略の方向性と合致している。また、T社の事業はA社ではまだ手薄だったので、戦略的な整合性もある。

X社はT社の売却価格について、「最低でも一〇億円のラインは死守したい」との考えを持っている。同社は本業への再投資を計画しており、そのために資金が必要なのだという。X社は、社長同士の関係が深いA社にまず話を持ち込んだのだが、A社への売却可能性がないようであれば、対象を広げて入札方式による売却を実施しようと考えている。

A社の社長は、関心の有無を一両日中に回答するようX社から求められていた。そこで、この案件がそもそも検討に値するのか、買収価格の観点から分析し、三時間以内に答えを出すよう、経営企画室に命じた。

作業を担当することになった経営企画室のB氏は頭を抱えた。買収価格を算定するための資料がほとんどないのである。手元にあるのは、T社の概要を記した資料、過去三期分の貸借対照表、損益計算書などの基本的財務データと、来期の予想損益計算書だけだ。

「これは困った……。以前研修を受けたDCF（Discounted Cash Flow：割引キャッシュフロー）法でT社の企業価値を計算すればよいのだろうが、これだけのデータでできるだろうか（図表1「DCF法による企業価値評価のプロセス」を参照）。

まずキャッシュフローだ。今後五年分くらいの予想損益計算書からFCF（Free Cash Flow：フリー・キャッシュフロー。営業活動によるキャッシュフローから、設備投資額を引いたもの）を算出したいが、先方の資料には来期分しかない。あとは自分で作成するしかないが、それにはまず、この業界の成長率を弾かなくてはならない。それから一般管理費などの経費と売上げとの相関関係も知りたい。毎年の設備投資額も必要だ。

割引率も問題だ。わが社の事業とまったく同じではないから、これも情報を集めなければ求められない。三時間以内で社長に説明するなんて、とてもできそうにない……」

B氏が頭を抱えていると、経営企画室の同僚がやってきた。

「一〇億円の価値がありそうかざっと調べるだけなら、わざわざDCFなんか計算する必要はないよ。企業価値はもっと簡単な方法でも求められるさ」

同僚が教えてくれたのは、マルチプル法だった。

「つまり、類似企業のEBITDA倍率[注1]を調べて、その数字をT社のEBITDAに掛け合わせればいいんだよ。計算はそれだけだ」

B氏は早速計算を始めた。

「T社に類似する上場企業の最近のEBITDA倍率は、五・五倍のようだ。T社のEBITDAは、財務諸表によると二億円か。すると、二億円×五・五＝一一億円。つまり、企業価値は一一億円ということだ。実際に買収手続きを進めるためには、より精緻なデータを取り寄せて調べてみる必要があるが、この案件は買収価格面から考えれば十分に検討する余地がある。早速社長に報告しよう」

図表1

DCF法による企業価値評価のプロセス

1. 評価対象企業のターゲット市場の成長性、競争環境の分析
2. 対象企業の事業モデルの把握、競争力・競合他社との比較分析
3. 財務分析を通じてのバリュー・ドライバーの把握
4. 収支予想、キャッシュフロー（FCF）予想の作成（5年程度）
5. 割引率（WACC）の決定
6. WACCにてFCFとターミナル・バリュー（予測期間以後の価値）を割り引く
7. DCF法による企業価値

Section 1

マルチプル法の意義と「正しさ」

企業価値[注2]（または株主資本価値）を評価する場合、DCF法が広く用いられているとの印象がある。しかし、ベンチャー・キャピタル（以下VC）による出資や企業買収など、スピードを要求されるビジネスの現場では、算出に時間がかかるDCF法はあまり使われていない。主流となっている手法は、類似企業の比準による乗数法である「マルチプル法」だ。

本稿ではそうした実態を踏まえて、まずマルチプル法の概要を紹介し、その理論的な根拠や背景を示したうえで、効果的に利用する方法とその際の留意点を解説する。

1 特定指標に乗数を掛け企業価値を算出

マルチプル法とは、売上高、当期利益、EBITDAなどの特定指標から企業価値を求める手法である。ある企業の特定指標と企業価値との間に成立する相関関係は、類似する他の企業においても成立するという考え方が背景にある。[注3]

ケースでも簡単に示したが、マルチプル法による企業価値計算プロセスは、以下のようになる（**図表2**「マルチプル法による企業価値評価のプロセス」を参照）。

❶公開企業や過去の買収事例などの中から、評価対象企業に類似した企業を複数選ぶ。

❷それぞれの類似企業の企業価値が、売上高、当期利益など、特定の指標の何倍になっているか（これが「マルチプル」となる）を計算し、平均を求める。

❸評価対象企業の特定指標に❷で求めたマルチプルの平均を乗じる。

❹対象企業の企業価値や株主資本価値が求められる。

マルチプルの例としては、前述のEBITDA倍率のほかにも、PER（Price-Earnings Ratio：株価収益率）、PBR（Price-Book Ratio：株価純資産倍率）、PSR（Price-Sales Ratio：株価売上高倍率）な

VCなど、企業価値算出を日常的に行うビジネスの現場では、主にマルチプル法が企業価値算出の手法として用いられる。

図表2
マルチプル法による企業価値評価のプロセス

1 類似企業の選定
2 マルチプルデータの取得（EBITDA倍率、PER、PBR、PSRなど）
3 マルチプル（倍率）を対象企業のデータに適用
4 マルチプル法による企業価値

【注】

＊1 **EBITDA**は（Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization）の略で、「利払前・税引前・償却前利益」を意味している。

EBITDA倍率は、企業価値（EV：Enterprise Value）がEBITDAの何倍かを示す指標。

企業価値は、株式時価総額と純有利子負債の合計値である。なお、**株主資本価値**は株式時価総額と同等である。

M&A市場の発達した欧米ではこうしたM&Aに関するマルチプルが業界ごとに整理されており、容易に入手できる。日本でもこうした情報の整備は進んでいる。

＊2 本稿では便宜的に企業価値評価と表記しているが、株主資本価値の評価もここに含むものとする。

＊3 マルチプル法は他社との比較を通じて、「相対的に」価値を算出しようとするアプローチである。これに対してDCF法は、将来のキャッシュフローが価値の本質であると考え、それが内包するリスクに見合った割引率で割り引くことにより価値を算出しようとする「絶対的な」アプローチである。

MBA Finance
マルチプル法の使い方

どがある。

図表3にマルチプル算出のワークシートを挙げた。ここではイトーヨーカ堂のデータを利用している。複数の類似企業について同様の作業を行うことで、各種マルチプルの業界平均値を算出できる。こうして得られたマルチプルを、評価対象企業の数値に適用すればよい。なお、マルチプル算出に利用する株価は、算出時点の直近のもの以外に、過去数カ月間の最高値や最安値を用いる場合もある。

また、マルチプルは、わざわざ計算をしなくても、ファイナンス関連のホームページなどで容易に入手できる。(注4)

これは、たとえばマンションの部屋の価値を評価するときに、「ほぼ同じ間取りの隣の部屋が、最近四○○○万円で売れたのだから、自分の部屋も四○○○万円の価値があるだろう」とする考え方だ。

これに対しDCF法は「収益還元法」に相当する。これは、「自分の部屋を人に貸した場合に、それが生み出す収益（賃貸収入－経費）を現在価値に割り引いた額」が本来の価値になるというものだ。

2 理論的根拠がある

マルチプル法は非常に簡単に企業価値を算出できることから、「DCF法に比べて大雑把な手法ではないか」「算出結果の正当性が低いのではないか」といったイメージを持たれている。実際はどうなのか、両者を比較しながら考えてみよう。

❶ 不動産価格の計算を例に考える

まず、両アプローチを不動産価格の鑑定法にたとえてみよう。マルチプル法に相当するのは、「取引事例比準価格法」と呼ばれるものだ。

マルチプル法とは、PER、PBR、EBITDA倍率などの倍数を用いて、ごく簡単な計算で企業価値を算出できる手法である。

【注】
＊4 たとえばYahoo!ファイナンス（http://quote.yahoo.co.jp）などがある。

図表3
マルチプル算出ワークシート

イトーヨーカ堂　（単位:百万円、円、千株）

財務データ	当期見込（2003年2月期）	来期予想（2004年2月期）
売上高（Sales）	3,383,000	3,510,000
1株当たり売上高（S）	8,079	8,383
営業利益（EBIT）=（a）	192,000	220,000
減価償却費=（b）	128,000	128,000
償却前営業利益（EBITDA）=（a）+（b）	320,000	348,000
税引後当期利益（Earnings）	34,500	50,000
1株当たり当期利益（EPS）	82.39	119.41
現金等（c）	546,700	
有利子負債（d）	369,990	
純有利子負債（D）=（d）−（c）	-176,710	
純資産（Book Equity）=（e）	1,114,796	
1株当たり純資産（B）=（e）/（n）	2662.4	
株価（P）	3210	
発行済株式数（n）	418,718	
株式時価総額（MV）=（P）×（n）	1,344,084	
企業価値（EV）=（MV）+（D）	1,167,374	
PSR（当期見込ベース）	0.40	
PSR（来期予想ベース）	0.38	
PBR	1.21	
PER（当期見込ベース）	38.96	
PER（来期予想ベース）	26.88	
EBITDA倍率（当期見込ベース）	3.65	
EBITDA倍率（来期予想ベース）	3.35	

PSR=株価（P）/1株当たり売上高（S）＝株式時価総額（MV）/売上高（Sales）
PBR=株価（P）/1株当たり純資産額（B）＝株式時価総額（MV）/純資産額（株主資本の簿価）
PER＝株価（P）/1株当たり利益（EPS）＝株式時価総額(MV)/純利益（Earnings）
EBITDA倍率＝企業価値（EV）/EBITDA

＊1　データは会社四季報2003年冬季号（2003年12月発刊）による。
＊2　減価償却費は1期分の予想しかないため、来期分については同水準と仮定した。
＊3　EBITDAは正確には利払い・償却・税引前利益であるが償却前営業利益とした。
＊4　株価は評価時点の直近株価として2003年1月末の終値を採用。
＊5　株価については直近株価ではなく、過去数カ月の最高値、最安値などを利用する場合もある。

マーケットにおける最新のコンセンサスを反映したものとして、当期業績見込値もしくは来期予想値と、直近の株価をベースとして算出したマルチプルを利用するのが好ましい。

不動産価格の鑑定において、以前は取引事例比準価格法が使われるケースが圧倒的に多かった。しかし、最近では収益還元法も普及し、その計算結果が取引価格に反映されるようになっている。

その結果、現在ではどちらの方法で計算しても、結局は同じ価格に落ち着く状況となっている。

企業価値についてもこれと同様のことが言える。すなわち、DCF法が普及するにつれ、マーケット価格にもDCF法の見方が反映され、両者は同じ価格に収束していくということだ。

❷ 数式展開で確認する

両者の計算結果が同じになる、すなわち根源的には両者は同じものであるということは、理論的にも証明できる。EBITDA倍率を例にとって、数式を使って説明しよう。

成熟した企業の企業価値（EV）は、DCF法を用いると、数式❶のように単純化して表現できる（WACCは加重平均資本コスト、gはFCFの永続的な成長率）。

この式の両辺をFCFで割ると、次ページの数式❷のようになる。

FCFは、EBITDAから税

数式❶
EV＝FCF／（WACC－g）

column

マルチプルによる株主資本価値評価の実例
――ドクターシーラボ――

ドクターシーラボは、二〇〇三年三月にジャスダックに株式を公開した化粧品会社である。スキンケア商品を中心とした化粧品のほか、健康食品などを販売している。販売経路は当初通信販売が主体だったが、最近では店頭での対面販売も行っている。同社の株主資本価値を、マルチプル法を使って算出してみよう。

1 類似企業の選定

化粧品を製造・販売する企業ということで、上場企業の中から、化粧品メーカー、化粧品を製造および訪問販売している企業、化粧品に加えて健康食品を販売している企業を類似企業として選定した。

［類似企業］ エイボン・プロダクツ、ノエビア、マンダム、アイビー化粧品、ファンケル、コーセー、コタ

2 マルチプル・データの取得

マルチプルには、ごく一般的に用いられているPERを用いることとした。ここでは「Yahoo! ファイナンス」のサイトから取得したデータを使ったが、図表3のワークシートを使って自分で計算しても求められる。

企業名	今期予想PER
エイボン・プロダクツ	10.1倍
ノエビア	16.0倍
マンダム	19.4倍
アイビー化粧品	11.9倍
ファンケル	14.7倍
コーセー	19.2倍
コタ	8.1倍

3 マルチプルを評価対象企業のデータに適用

ドクターシーラボの二〇〇四年一月期の予想損益計算書を見ると、当期利益は一九億五四〇〇万円と予想されている。これに、算出した類似企業の平均PERを乗じる。

19億5400万円×14.2倍
＝277億4700万円

以上のPERを単純平均すると、一四・二倍となる。(注1)(注2)

4 マルチプル法による株主資本価値

こうして得られた二七七億四七〇〇万円が、同社の理論的な株主資本価値（＝株式時価総額）となる。なお、時価総額を発行済株式数で割ると、理論株価が算出される。

277億4700万円／6万7400株
＝41万1677円

同社の上場に際しての株式発行・売出目論見書を見ると、公募・売出価格は四四万円であり、理論株価とそれほど乖離していないことがわかる。

【注】

＊1 類似企業が赤字であれば、PERは算出できない。そのような場合は、類似企業全体を一つの企業と見なし、類似企業全社の予想当期損益と時価総額を合計して、全体でのPERを求めることもできる。

＊2 類似企業の中にマルチプルが大きく異なる企業があった場合、その数値は異常値として排除するか、単純平均ではなくメディアン（中央値）を用いて調整するケースもある。