

M&A バリュエーションにおけるリアル・オプション価値の意義 - 事例に基づく分析 -

大西 淳（アイシン精機株式会社）

1. はじめに

M&A は企業価値創造の重要な手段となっているが、そのためには適切な M&A バリュエーションが必要である。リアル・オプションは実務でようやく実践されつつあり、買収時の価格算定のみならず、買収後の戦略遂行の意思決定を的確に行なうことを可能にすると期待されている。本報告では、戦略的な M&A 事例に基づいて M&A バリュエーションにおけるリアル・オプション価値評価の有用性と重要性を示す。

2. 伝統的な割引キャッシュフロー法の問題点

実務では M&A の取引価格は、安く買いたい買い手と、高く売りたい売り手との間の交渉で決定される。この時、現有ビジネスの継続を前提としたリターンが資本コストを上回ったとしても、伝統的な割引キャッシュフロー法（DCF法）で算定された現有ビジネスベースの価格では、売り手にとってプレミアムが上乘せされていないので、売却インセンティブが働きにくい¹。

他方、M&A は戦略的な場合が多く、マネージャーたちはその戦略的な価値を直感的に把握する。しかし、伝統的 DCF 法ではその価値を捉えることが困難なので、直感を正当化するためにしばしば「評価プロセスを加工し、キャッシュフロー予測を実現性のないレベルに操作してしまう傾向がある」²と言われる。このように伝統的 DCF 法には買収プレミアムを把握できないという限界がある。

3. 支配権プレミアムとシナジー、リアル・オプションの関係

M&A により事業の拡大や撤退など被買収企業の意思決定権を掌握できるが、この対価が支配権プレミアムと定義され、過去の TOB（株式公開買付）価格などから 30～40% がその価値だと言われる。M&A はシナジー効果を持つと言われるが、シナジーとは買収（支配権を確保）した後に改善される期待収益力であり、支配権プレミアムをより具体的に定義したものと解釈できる。そのシナジーを現在価値にしたものが M&A のビッドプレミアムの上

¹ TOB の場合を想定すると分かりやすい。TOB 以前の上場企業の株価は、現在の事業継続を前提にしているが、一般に TOB による買付価格ではプレミアムが上乘せされる。

² Amram and Kulatilaka(1999), pp4

限と言われる³。以上のことから、買収プレミアムとは、買い手が支払う「重要な経営方針や事業戦略を決定するオプションを保有するためのコスト」と定義することができ、それはリアル・オプション価値と考えることができる。

4．事例の紹介

詳細は当日配布の資料にもとづき説明する。

5．結論と今後の課題

伝統的な割引キャッシュフロー法では折り合いの見込めない価格交渉が、内包されたりリアル・オプション価値に着目することによって、ディールが可能となる価格への水準訂正が可能となった。企業価値創造の機会を着実に捉えることができたわけである。

また、買収時にリアル・オプションに着目し評価しておくことによって、その後取るべきリスクと取るべきでないリスクを明示することができる。つまり、買収時の意思決定における前提を明確にしておくことは、その後の環境や競争状態の変化に対し、より柔軟かつ的確に戦略的意思決定を行なうことが可能となるのである。

今後の課題としては、リアル・オプションの価値評価技法について、いっそうの精緻化と同時に実用性の向上を目指したい。

主要参考文献

Amram, M. and N. Kulatilaka(1999), Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World, Harvard Business Press.

Copeland, T., T.Koller and J.Murrin(1994), Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Willey.

Sirower, M.L(1997), The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game, The Free Press.

³ もちろんファイナンシャルバイヤーが通常着目する単独の経営改善による期待価値増加分もプレミアムとなり得るが、それは本来買収によらずとも引き出せる価値である。