

Alpha Research Report

2025 年 TOB 事例に見る企業価値評価実務のトレンド

2026 年 4 月 23 日

1.はじめに

経済産業省公表による「公正な M&A の在り方に関する指針」（以下、「公正 M&A 指針」という。）は、MBO および支配株主による従属会社の買収（完全子会社化等）において、株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関して充実した開示が期待されるとし、「対象会社の一般株主等が株式価値算定結果やフェアネス・オピニオンの合理性・信頼性を検証することが可能な程度の情報の開示がされることが望まし」と述べている¹。

アルファフィナンシャルエキスパートはこのほど、公正 M&A 指針が述べるような、「一般株主が算定書等の合理性・信頼性を検証することが可能」かどうかという問題意識の下、我が国の TOB 事例において、価格決定の基礎となる企業価値評価に係る開示と実務の傾向を探ることを目的とする調査（以下、「本調査」という。）を実施した。

本調査は 2025 年において実施された公開買付事例のうち、公開買付者、対象会社、特別委員会のうちの少なくとも一者が第三者評価機関から株式価値算定書（以下、「算定書」という。）を取得した事

例 117 件）の開示資料に基づき、株式価値算定に係るデータを収集し、分析を行った²。

2 評価手法と評価レンジ

1) 算定書取得

算定書を取得する主体は公開買付者、対象会社、特別委員会であるが、本調査において対象会社が取得するケースが最多であり、以下公開買付者、特別委員会の順であることが明らかとなった。多くのケースで複数の主体が算定書を取得しており、算定書取得件数は合計 205 件であった。また、対象会社あるいは特別委員会がフェアネス・オピニオンを取得した件数は 19 件（全件数比 16%）であった³。

図表 1 算定書取得の状況

	取得件数	比率（件数比）
公開買付者	56	48%
対象会社	114	97%
特別委員会	35	30%

2) 評価手法

採用された評価手法については、ほぼすべて

¹ 経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」、43-44 頁。

² 同様の観点に基づく先行研究として、鈴木一功「新 MBO 指針の企業価値評価実務への影響に関する考察」、証券アナリストジャーナル 2021 年 6 月号がある。

³ フェアネス・オピニオン（FO）については詳述しないが、本調査において、FO を取得したすべてのケースで結果及び形式的事項のみ開示され、内容面の情報は開示されていないことが明らかとなった。

ケースで DCF 法と市場株価法が採用されている。類似企業比較法が採用されたケースの割合は全体の 64%であった。

図表 2 評価手法の分布

	件数	比率（算定書ベース）
DCF 法	205	100%
市場株価法	203	99%
類似企業比較法	130	63%
類似取引比較法	3	1%
修正純資産法	2	1%

3) 評価レンジの大きさ

わが国の実務では、対象会社や独立特別委員会が取引価格の公正性について検討する場合、価格が各手法（とりわけ DCF 法）の評価レンジに入っているかが重要な基準となっている。したがって、評価結果だけではなく、評価レンジがどの程度の大きさ（幅）となるかが重要となる。

本調査において、各手法のレンジの大きさを比較するため、算定書ごとに、各手法の評価レンジの中間の値（中心値）を 100 とした場合のレンジの下限値と上限値を計算し、両者の差をレンジの大きさ（レンジ中心値からの上下の乖離幅%に相当）と定義して計測した。

レンジの大きさの平均、および最小値と最大値は以下図表 3 の通りである。市場株価法のレンジが比較的小さい（10）のに対し、DCF 法及び類似企業比較法のレンジ（それぞれ 39、35）は大きなものとなっている。

また、主要な評価手法である DCF 法、市場株価法、類似企業比較法の評価結果と TOB 価格の相対的関係を理解するため、TOB 価格を 100 とした場合の上記手法の評価レンジ中心値を計算すると、そ

れぞれ 96、66、68 であった。

図表 3 評価レンジの大きさ（レンジ中心値からの乖離幅%）

	平均	最小	最大
DCF 法	39	4	150
市場株価法	9	1	43
類似企業比較法	35	2	135

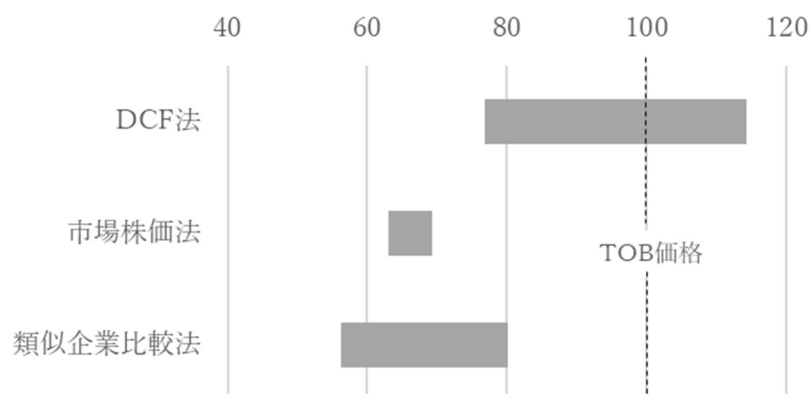
つまり、TOB 価格は DCF 法の中心値近くで決定される一方、市場株価法、類似企業比較法の評価結果の中心値よりは相当程度高い水準となる傾向がある（市場株価法については後述するプレミアム水準と概ね整合的である）。なお、TOB 価格が DCF 評価レンジの下限値を下回ったのは 1 件のみであった。

各手法のレンジの平均的な大きさと TOB 価格との相対的な位置関係を視覚化するため、TOB 価格を 100 とした場合のレンジの下限と上限を計算しグラフ化すると、以下図表 4 の通りとなる。

実務では、DCF 法の評価レンジを形成する場合、割引率や永久成長率を中心値から一定程度変動させてレンジを作る方法、倍率法による継続価値算定の際、EBITDA 倍率と EBIT 倍率、あるいは直近の実績値と予測値を適用してレンジを形成する方法など様々な手法がある。

しかし、その選択や組み合わせ、各手法における変動幅の設定（割引率の中心値から上下 0.5%でなく、上下 1%とするなど）について、必ずしも合理的な基準や根拠があるわけではなく、評価者の裁量や判断によるところが大きい。

図表4 レンジの大きさと TOB 価格との位置関係



DCF の評価レンジの大きさについて、主な評価機関の平均を比べると図表 5 の通りとなる。全体的な傾向として、国内証券会社のほうが、それ以外の評価機関と比べ比較的大きなレンジを形成している。

図表5 主な評価機関の DCF 評価レンジの大きさ (レンジ中心の値からの乖離幅%)

評価機関	件数	平均
ブルータス	30	37
みずほ証券	25	52
野村証券	20	50
大和証券	19	40
SMBC 日興証券	13	47
山田コンサル	13	38
AGS	9	29
デロイトトーマツ	9	26
PwC	9	28
KPMG	8	32

⁴ 我が国の価格決定申立事件のうち市場株価法が採用されたケースを見ると、ほとんどが公表日前の 1 カ月間の平均株価を参照して価格が決定されている。池谷誠『係争事案における

3 市場株価法に係る開示

1) 市場株価の参照期間

市場株価法は客観性の高い分析手法であるが、どの期間の株価を基礎とするべきかという問題がある。実務において、評価基準日、基準日前 1 カか月、同 3 カか月、同 6 カか月の平均株価を単純計算し、レンジを提示することが一般的であり、本調査においても市場株価法を採用しているほぼすべてのケースでそのような開示となっていることを確認している。

一方、効率的な市場においては入手可能な情報がただ直ちに価格に反映されるという一般的な理解からは、評価時点になるべく近い時点のほうが望ましく、わが我が国の裁判例では、評価基準時点にできる限り近接した市場株価を基礎として客観的価値を評価するという考え方が一般的であるが⁴、本調査においてはそのような考え方に基づく評価が行われた事例は見られなかった。

株式価値評価 第 2 版』、中央経済社 (2020 年)、資料編 1 及び 2。

また、本調査の対象となった事例では、一部で憶測報道（リーク報道）の取り扱いが考慮されている。本調査では、TOB 公表以前のタイミングで TOB や M&A に係る憶測報道があったことを開示している事例を調査したところ、12 件(全体の 10.3%)においてそのような開示があった。これら事例では市場株価法の分析において、憶測報道後の上振れした株価だけでなく、憶測報道のあった日以前の期間を基礎とする分析結果を並列的に提示している場合が多い（プレミアムについても同様。）。

2) プレミアム

本調査で参照した開示資料においては、ほとんどのケースで TOB 価格の市場価格に対するプレミアム水準の妥当性が当事者間の価格交渉及び最終的な意思決定における重要な判断要素であったことが記載されている。

本調査で対象とした TOB 案件（117 件）のうち、大部分は MBO（31 件）あるいは完全子会社化（66 件）を目的とするものであったが、類型別にプレミアムの平均値および中央値をまとめると以下の通りであった。全体的には 40%ないし 50%前後の水準が中心であったが、完全子会社化の事例と MBO の事例を比べると、後者のほうが若干低い水準となっている。

図表 6 類型別のプレミアム水準

	平均値	中央値
(全体：117 件)		
直前日	48.0%	38.6%
過去 1 か月	51.0%	41.6%
過去 3 か月	52.9%	44.4%
過去 6 か月	54.5%	44.5%
(MBO：31 件)		
直前日	41.1%	40.3%
過去 1 か月	46.2%	43.4%
過去 3 か月	49.1%	47.8%

過去 6 か月	50.7%	46.4%
(完全子会社化：66 件)		
直前日	49.2%	38.3%
過去 1 か月	51.8%	41.9%
過去 3 か月	53.8%	43.5%
過去 6 か月	56.0%	44.6%

我が国の実務においては、対象会社や特別委員会がプレミアム水準の妥当性を検討する際、過去事例を参考とすることが一般的となっている。本調査の対象ケース（117 件）のうち 113 件（97%）において過去事例のプレミアム水準を参照したことの記載があったが、公正 M&A 指針の公表（2019 年 6 月 28 日）以降の一定期間に実施された TOB 事例のうち、一定の基準で類似事例を選定し、プレミアム水準の平均値と中央値の一つまたは両方を参照することが多い。参照する類似事例の件数は数十～百数十、プレミアム水準の平均値、中央値は概ね上記図表 6 の結果と近似する水準であった。

なお、少数（12 件）であったが、プレミアムの代表値として平均値や中央値でなく最頻値を参照するケース、あるいは最頻値を並列的に提示するケースがあった。ここで最頻値とは、0～10%、10～20%、20～30%・・・といった階級を設定してプレミアムの分布を分析し、例えば 20～30%の階級の件数が最多であったとして、同階級を代表値とするものである。

一方で、最頻値を参照したケースの実際のプレミアム水準（対 1 か月平均価格）の平均値は 26.6%（中央値は 23.2%）であり、それ以外のケースの平均値 51.0%（中央値は 41.6%）と大きな乖離があった。つまり、一般的な平均値や中央値を使用すると実際のプレミアム水準を正当化することができない場合、最頻値が参照されている可能性がある。

4 DCF法に係る開示

1) 事業計画の主要数値

冒頭で述べた通り、公正 M&A 指針は、一般株主が「株式価値算定結果やフェアネス・オピニオンの合理性・信頼性をより具体的に検証・評価」するための判断材料としての、株式価値算定書やフェアネス・オピニオンに関する情報の開示が期待されるとしている。

DCF法について「具体的な検証・評価」のため開示資料から入手可能な情報を検討すると、本調査の対象となった事例のうち 55 件（全体の 47.0%）において事業計画の主要財務数値（売上、営業利益、EBITDA、フリーキャッシュフロー（FCF））が開示されている。これら 55 件のうち、50 件（全体の 42.7%）については割引率、および継続価値算定のための永久成長率等も開示されているため、これらに基づいて簡易的な DCF モデルを構築し、計算プロセスを検証することができる。また、中期経営計画など M&A 公表前の事業計画との整合性を確認する意味でも、一定の意味がある。

とはいえ、残りの約 6 割については一般株主による具体的な検証はほぼ不可能であるし、上記情報の開示があった場合でも、DCF法の評価プロセスは上記主要数値以外にも多数のインプット及び前提条件の設定を必要とし、そのうち少なくとも一部分は評価者の判断や裁量によって決定されるから、一般投資家の検証できる程度には限界がある。

2) 予測期間の長さ

事業計画に関連する情報として、事業計画に基づく予測期間の長さを調査したところ、算定書件数 205 件のうち 197 件でデータが入手出来、平均で

4.4 年（中央値は 4.0 年）、最短 2.3 年、最長 23.0 年であった）。これら事例においては、3 年から 5 年間の事業計画を使用している事例が多いが、事業計画初年度の途中から予測期間が始まる例も多いため、予測期間が 3 年未満となる事例も少なくない（データ入手可能な 197 件中、26 件がこれに該当）。

3) 割引率

割引率については、一部（54 件、全体の 47.0%）で割引率のレンジ（下限、上限）が開示されており、その平均、最小値、最大値は以下図表 7 の通りである。割引率レンジの中心値の平均は 7.9% であり、これを中心とする 1.5% のレンジが形成されていることが分かる⁵。

なお、割引率に係る開示情報は最終的な割引率（WACC）のみであり、その計算要素であるリスクフリー金利やベータ、株主リスクプレミアム、資本構成について開示する事例は見当たらなかった。

図表 7 割引率の状況

	平均	最小	最大
中心値	7.9%	3.0%	11.4%
下限	7.2%	2.8%	10.7%
上限	8.6%	3.3%	12.2%

4) 継続価値

継続価値算定に係る情報としては、永久成長率の数値（下限、上限）及び倍率法を採用している場合には EBITDA または EBIT に対する倍率の数値が開示される場合がある。全算定書（205 件）のうち、永久成長率の数値を開示しているケースは 68

⁵ サムオブザパーツ（SOTP）法を採用している場合には筆頭事業の割引率を採用して計算した。永久成長率も同様。

件（全体の 33.2%）、倍率法の数値を開示しているケースは 30 件（同 14.6%）であったが、倍率法のみを採用しているケースは 4 件のみであり、他はすべて永久成長率法と倍率法を併用するケースであった。

永久成長率を開示している 68 件のデータに基づき、永久成長率（レンジ）の中心値、下限、上限の平均値を計算すると以下の通り、それぞれ 0.45%、0.10%、0.80%であった。鈴木（2022）⁶によれば、公正 M&A 指針公表後、2021 年 1 月までの事例のうちデータ入手可能なケースの永久成長率（レンジ）中心値の平均は 0%であったから、最近になって相当程度上昇しているといえる。

とはいえ、日本銀行が中期的な物価の先行きについて、「物価安定の目標」（2%）と概ね整合的な水準で推移するとしていること⁷など考慮すると、上記永久成長率の水準は、マクロ経済の状況を適切に反映していない可能性がある⁸。

図表 8 永久成長率の状況

	平均	最小	最大
レンジ中心値	0.45%	0.00%	2.50%
下限	0.10%	-1.00%	2.00%
上限	0.80%	0.00%	3.00%

また、永久成長率の設定は評価機関のポリシーによるところが大きく、評価機関ごとに差異がある。図表 9 は主要な算定期間ごとの永久成長率（レンジの中心値、下限、上限）の平均値をまとめたものであるが、件数トップのプルータスは、マクロ経済の状況に関わらず、一律に 0%を適用するという方針を採用している⁹。その他の評価機関は、みず

ほ証券が比較的低い水準であるものの、概ね 1%前後をレンジ中心値としている。つまり、（まだ十分ではないものの）現在の経済状況と整合的な水準へ引き上げを図りつつある評価機関と、プルータスをはじめとする一部評価機関との乖離が広がりがつつある。

図表 9 算定期間ごとの永久成長率（平均値）

評価機関	件数	中心	下限	上限
プルータス	17	0.0%	0.0%	0.0%
みずほ証券	8	0.3%	-0.3%	0.9%
野村證券	6	0.7%	0.3%	1.0%
大和証券	5	0.9%	0.3%	1.5%
山田コンサル	5	0.5%	0.0%	1.0%
KPMG	4	0.9%	0.2%	1.5%
AGS	4	0.8%	0.5%	1.1%
PwC	3	1.1%	0.8%	1.4%
デロイトトーマツ	3	0.5%	0.0%	1.0%

5) シナジー

公正 M&A 指針は、M&A において実現できる価値として、(a) M&A を行わなくても実現可能な価値（シナジー）と、(b) M&A を行わなければ実現できない価値の 2 種類があるとし、(b)のうち一部は一般株主が享受すべき部分であると整理しているが、株式価値算定においては、M&A の実施を前提としない財務予測等に基づいて株式価値算定が行われていると述べている。

確かに我が国の実務では M&A 実施を前提としない、シナジーを含まない評価が一般的である。し

⁶ 前掲脚注 2。

⁷ 日本銀行「経済・物価情勢の展望 2025 年 7 月」、1 頁。

⁸ 我が国実務における永久成長率の問題については池谷誠「近年のデラウェア州裁判例にみる株式価値評価の論点」商事法務 No. 2371、59-62 頁参照。

⁹ 同社方針の問題については同上参照。

かし、M&Aにおける投資決定においてはシナジーを考慮した事業計画に基づく評価が行われることは珍しくはない。実際、本調査で対象とした事例（117件）のうち、少数（10件、すべて公開買付者の取得した算定書）ではあるが、M&A実施を前提とした事業計画を採用してDCF法による評価を行ったことが開示されている。

6) サイズプレミアム

DCF法の評価実務において、サイズプレミアムを適用する場合がある。サイズプレミアムとは、小型株に投資する株主は、企業規模が小さいことに起因するリスクに見合うだけのプレミアムを要求するという考え方にに基づき、一般的な資本資産価格モデル（CAPM）に基づく割引率に上乗せするプレミアムである¹⁰。

本調査において、サイズプレミアムを適用したこ

とを開示した事例は12件であった。このうちサイズプレミアムの具体的な数値を示したケースは3件のみで、0.49%、2.9%、3.0%であった。

また、サイズプレミアムの開示は、2025年7月22日から施行された、MBOや支配株主による完全子会社化等に関する上場規程等の一部改正によって、同プレミアムを適用する場合には、開示を求められるようになった。このため、サイズプレミアムに関して言及した開示事例は、すべて同改正以降のものであった。

以上

¹⁰ サイズプレミアムの問題点については、鈴木一功 2025 「M&Aの企業価値評価等に用いられるサイズ・プレミアムの推定手法とmigrationに関する考察」MARR Online 372号（2025年10月号）参照。

アルファフィナンシャルエキスパートズについて

アルファフィナンシャルエキスパートズ株式会社は、価値評価や損害算定のプロフェッショナルファームです。高度な専門的スキルと経験、独立性、プロフェッショナルとしての誠実性に基づく専門的サービスを通じて、M&Aや組織再編、訴訟や係争、規制対応、取引先との交渉など、複雑な事案において、説得力のある見解や解決策を提示することを目的としています。業務の概要等は<https://alphafinex.com> をご参照ください。

アルファフィナンシャルエキスパートズ株式会社

〒104-0061 東京都中央区銀座1-15-4 銀座一丁目ビル 7F

alphafinex.com

（お問合せ：info@alphafinex.com）