

新時代の コーポレート・プランニング

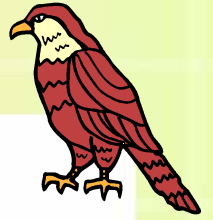
M&A後の株価、格付けを題材に

株式会社 クレジット・プライシング・コーポレーション

取締役 法月 洋

2005年12月9日

“空飛ぶ鳥の目” を持とう!!!



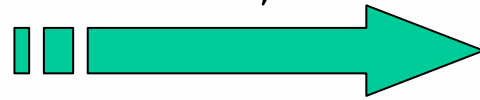
- あなたの会社のコーポレート・プランニングは “積上げ型” だけで終わっていませんか？
- 積上げ型は社内コンセンサスの形成に重要な役割を果たしますが、M & Aのような突発的なできごとに関する判断にはあまり役に立ちません。
- 素早い経営判断のためには “**俯瞰的 コーポレート・プランニング**” を常時実施しておく必要があります。

スピードがエッセンス



従来型のコーポレートプランニング

- 売上増強 (営業部門から)
- 原価分析 (製造部門から)
- 経費節減 (管理部門から)



従来の中長期計画

[問題点]

- ・ 出来上がるまでに時間がかかる。
- ・ “**突然**”、“**急激**” な変化への対応力が弱い。

新たに必要なプランニング機能

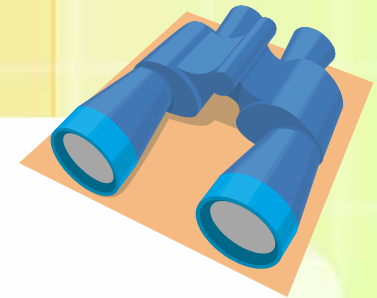
短い作業
時間

経営の視点から
の**将来シミュレーション**

最新の業種、企業
データの参照・比較機能

将来像を**客観的に評価**
する装置

企業価値は会社の将来像で決まる



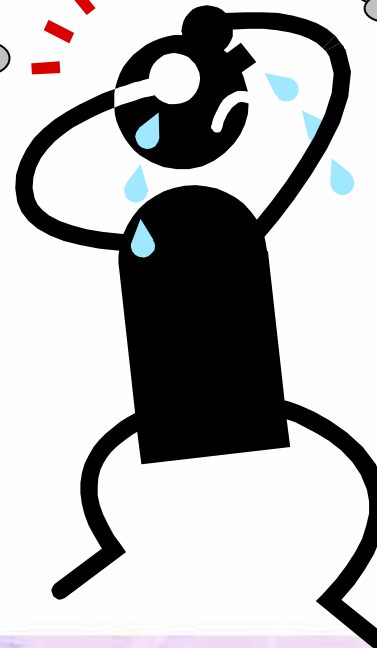
- 企業価値は、会社が生み出す将来のキャッシュフローの現在価値です。
- どのような将来ビジョンを持ち、それを実現できる可能性がどの程度あるか、によって企業価値は大きく変わります。
- 将来ビジョンの中には、“現在の路線の拡大”の他に“他社を買収する”、“買収される” も含める必要があります。

経営者の苦悩

将来、会社はどのような姿になる可能性があるのか。売上の急減があったらいつまで頑張れるのか？

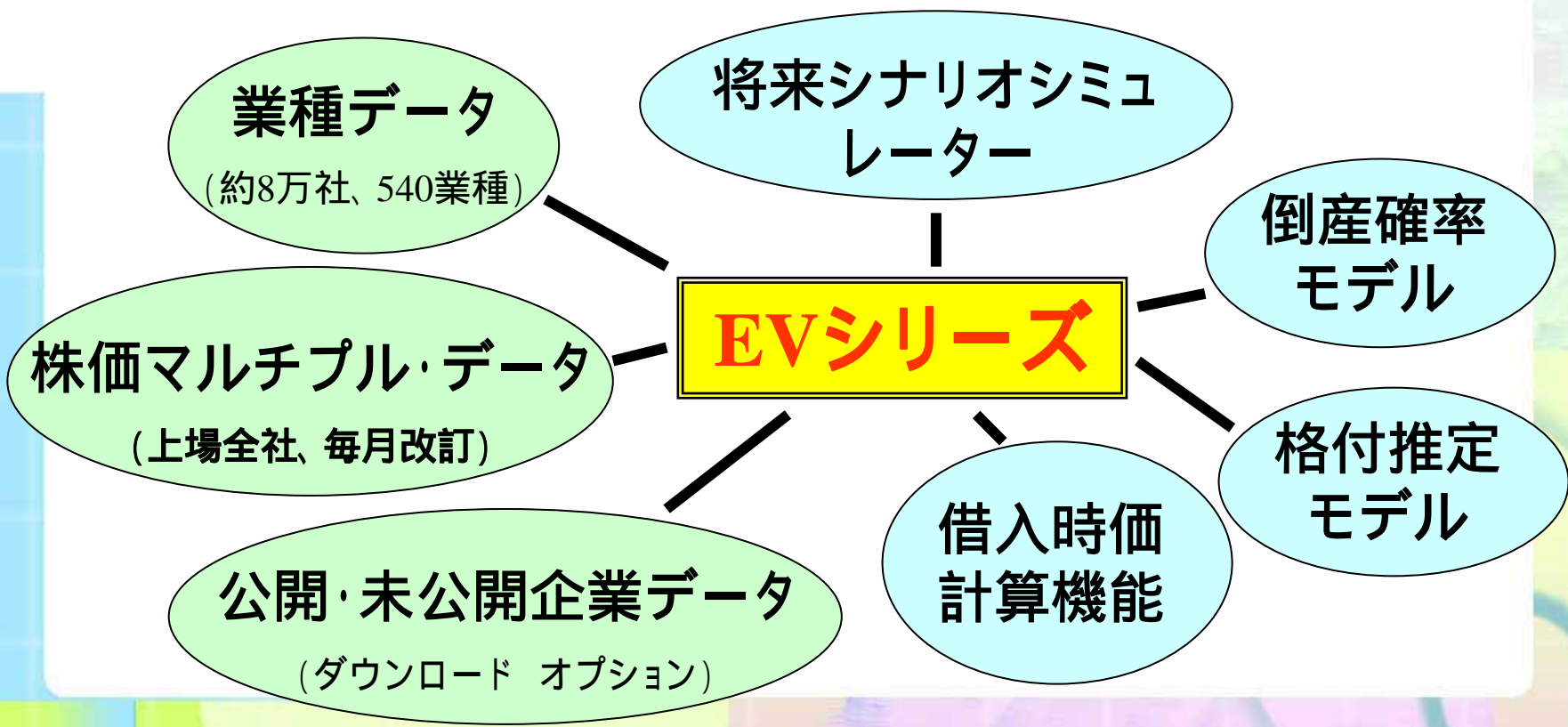
イベントリスク(買収、被買収等)が発生したときの中長期的経済インパクトはどれくらいか？

実際に起こるかどうかわからない将来の出来事をあれこれ分析しても、結論がでず、時間とお金の無駄にならないか????



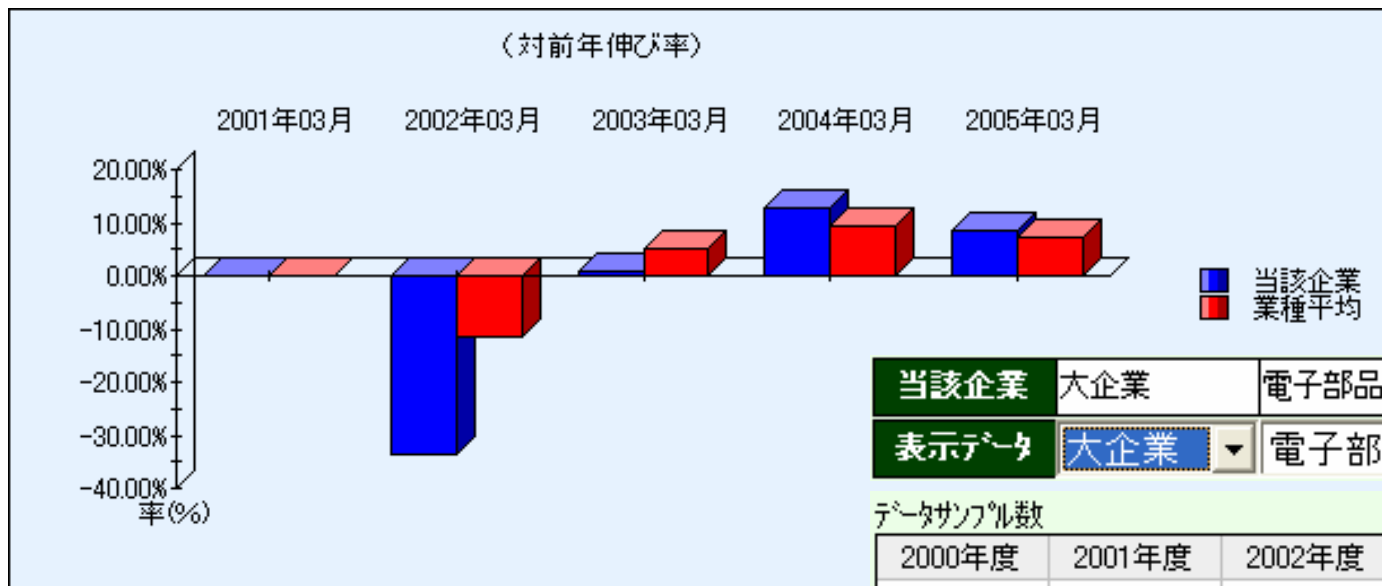
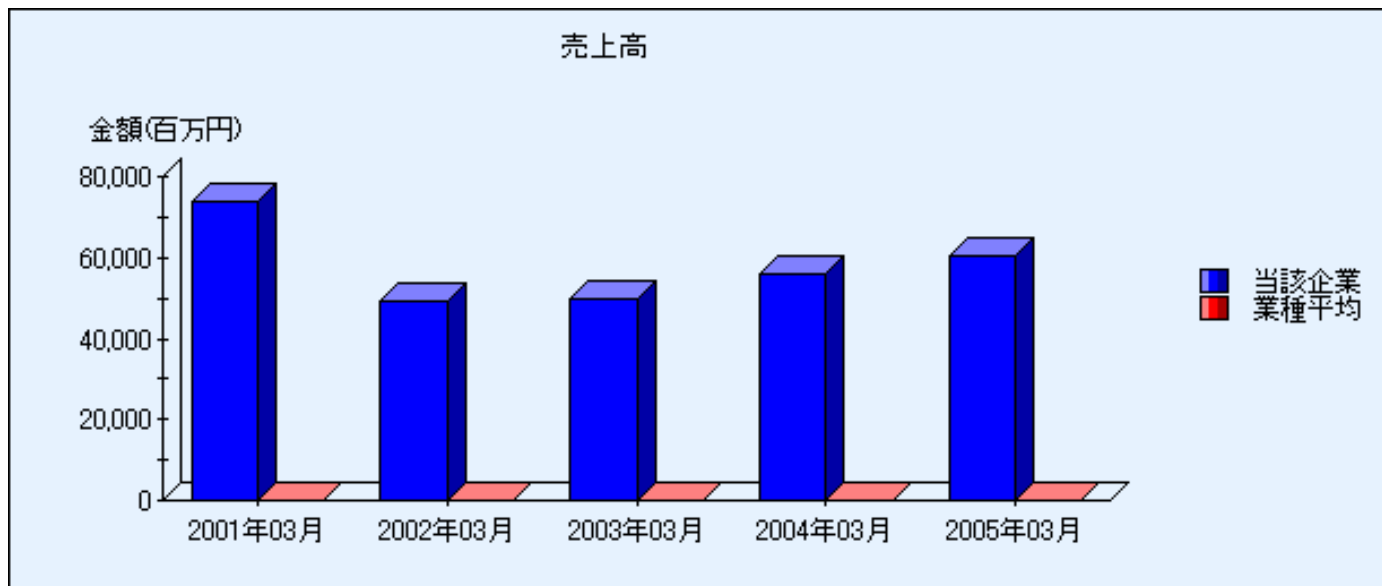
EVシリーズによるプランニング

CPC社 + 新日鐵ソリューションズ社共同プロダクトである
“**アプリケーション&データ EVシリーズ**”
を用いて、“俯瞰的なコーポレート・プランニング”を簡単に実施してみます。



プランニング実施企業の概要(1)

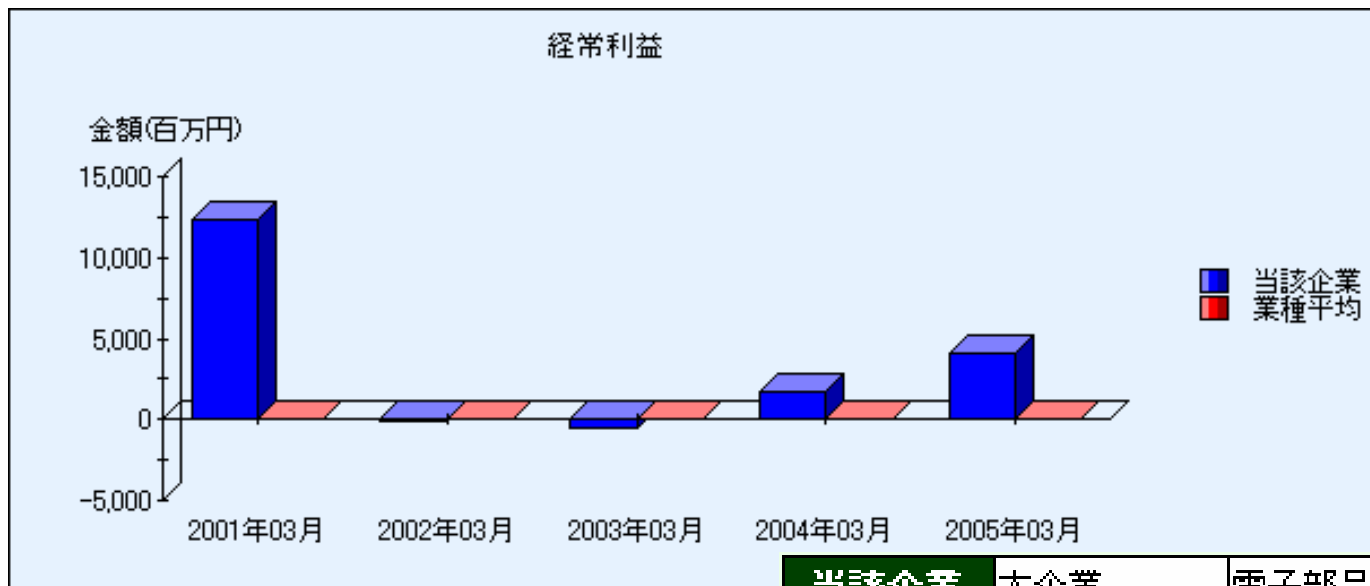
EV分析
画面より



当該企業	大企業	電子部品製造業		
表示データ	大企業	電子部品製造業		
データサンプル数				
2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
-	175	171	170	161

プランニング実施企業の概要(2)

EV分析
画面より

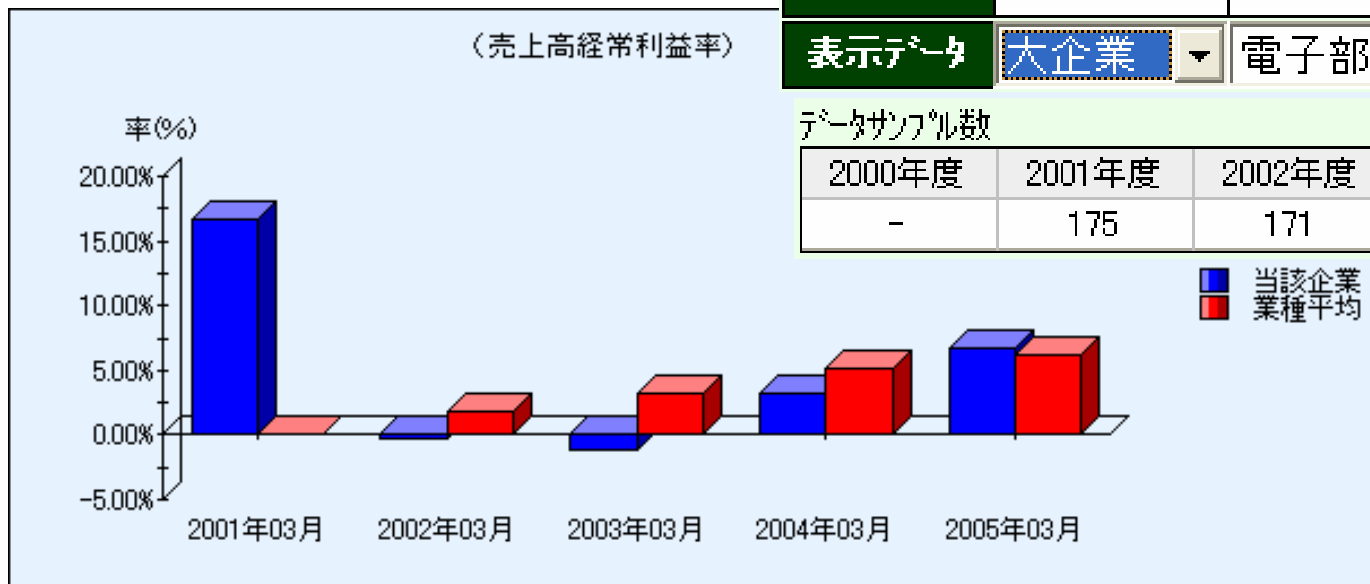


当該企業 大企業 電子部品製造業

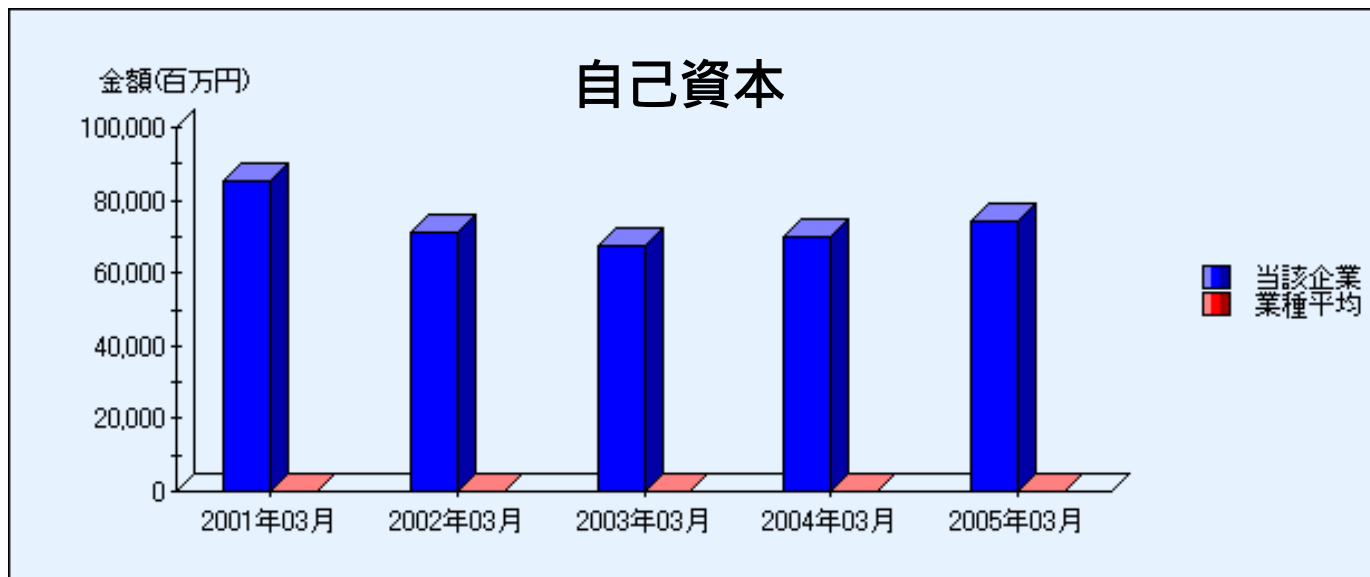
表示データ 大企業 電子部品製造業

データサンプル数

2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
-	175	171	170	161

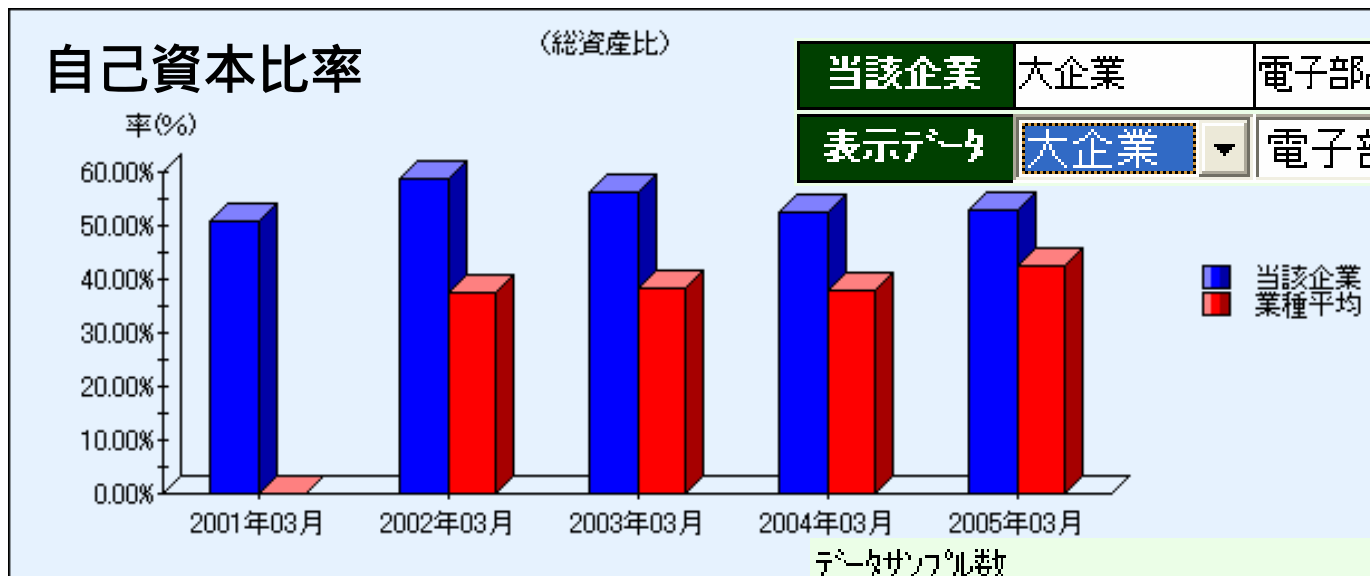


プランニング実施企業の概要(3)



EV分析画面より

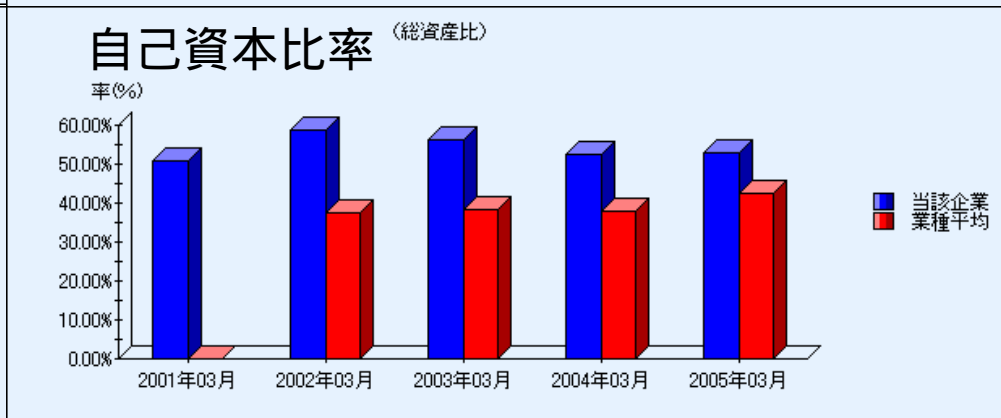
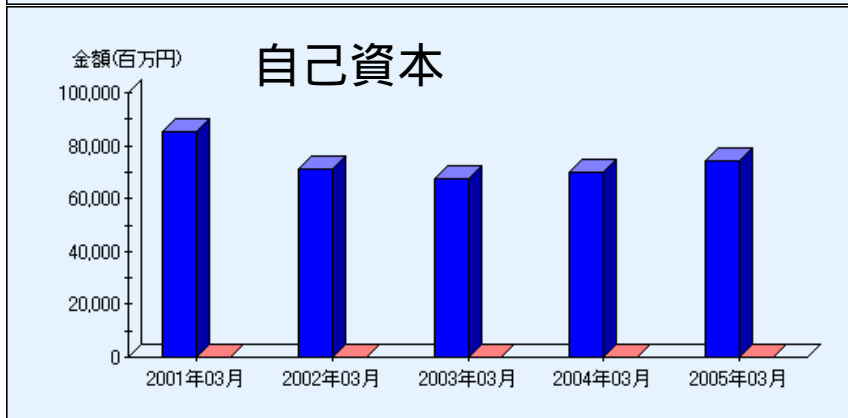
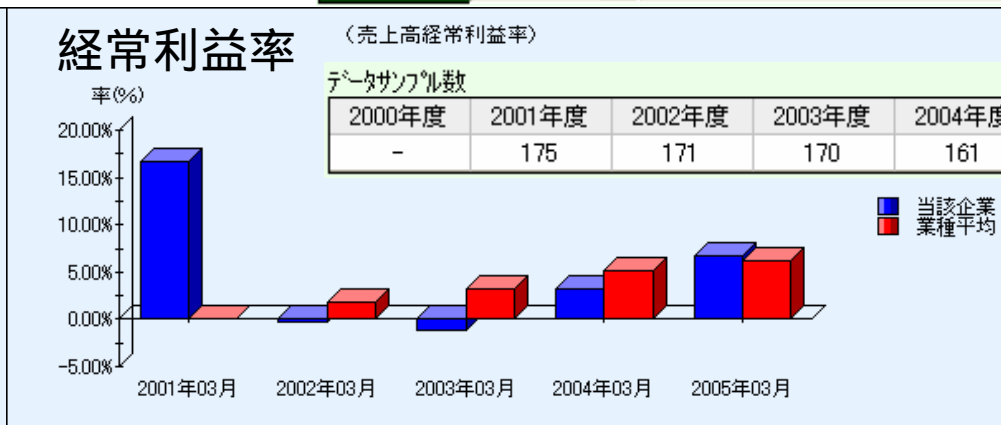
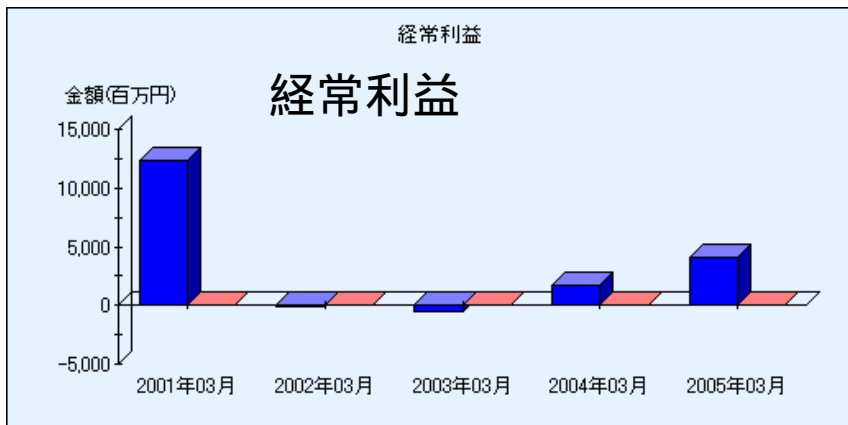
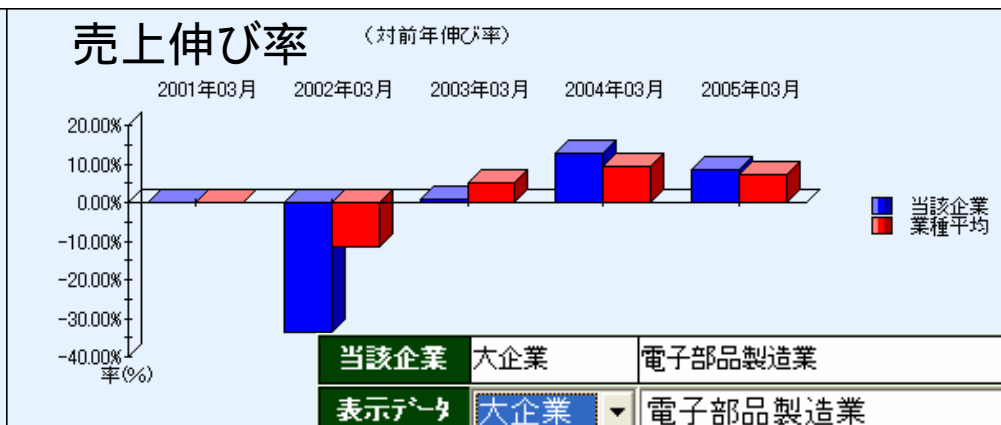
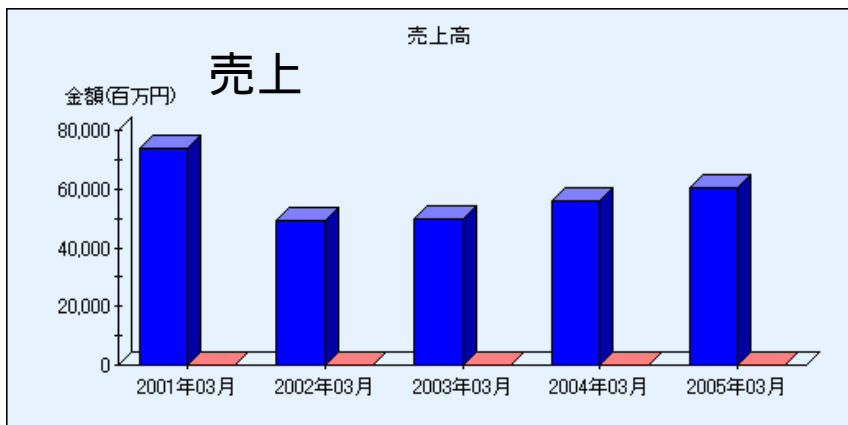
(実際は、EVで利用できる分析指標60以上を用いてより詳細な分析をおこないます。)



2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
-	175	171	170	161

プランニング実施企業まとめ

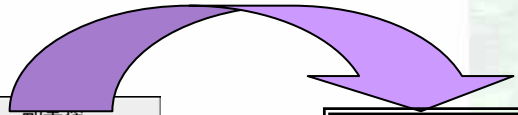
EV分析画面より



買収対象企業の選定

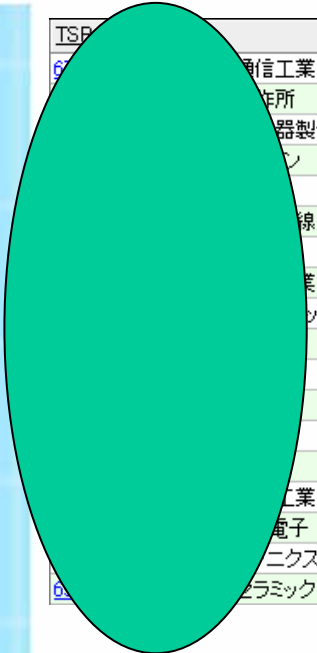
EV分析画面より

- ケース・スタディーとして、プランニング実施企業が、同業者を買収する想定をしてみます。
- 買収の機会というのは、いつ来るかわからないので、常日頃、候補先の状況をチェックしておくことが大事です。



4社抽出

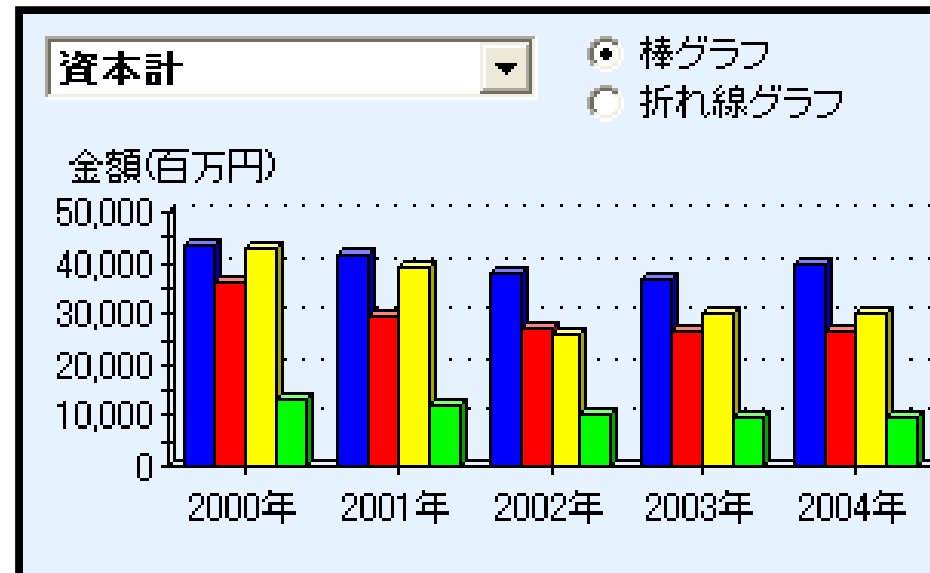
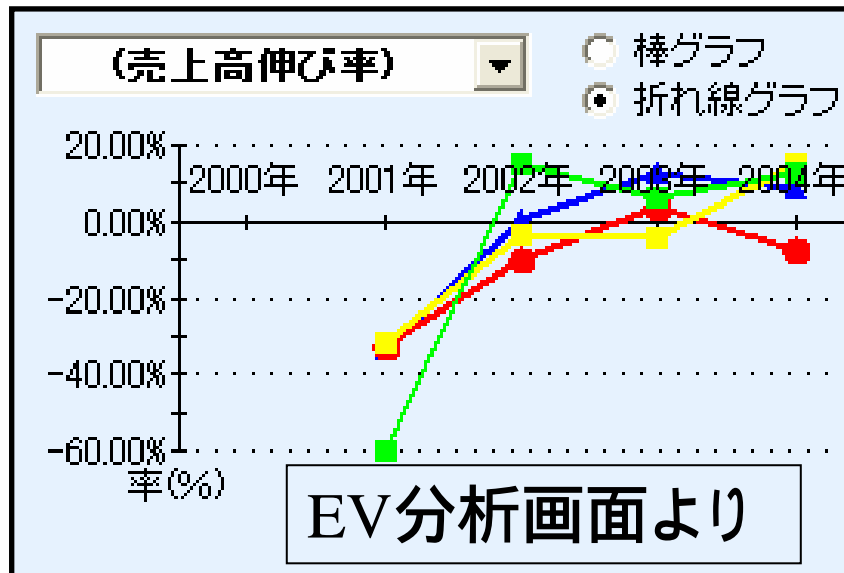
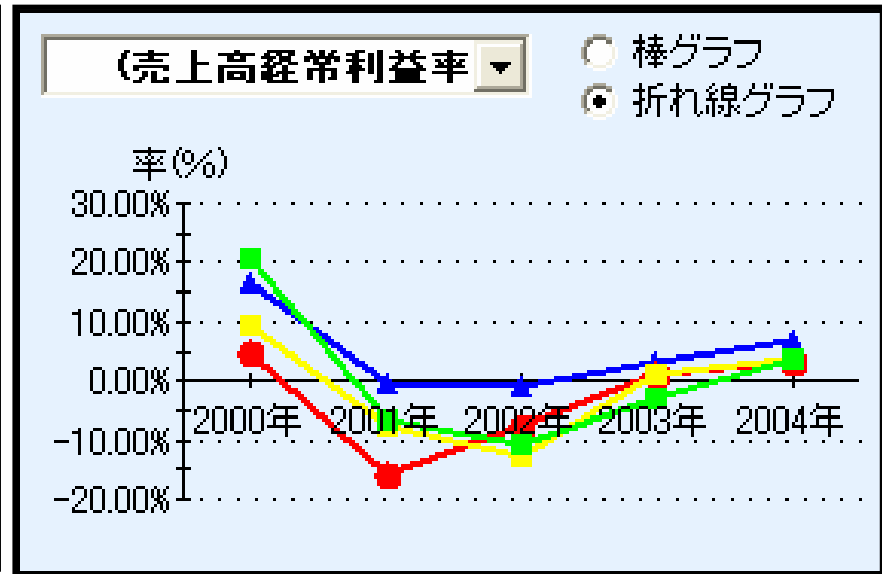
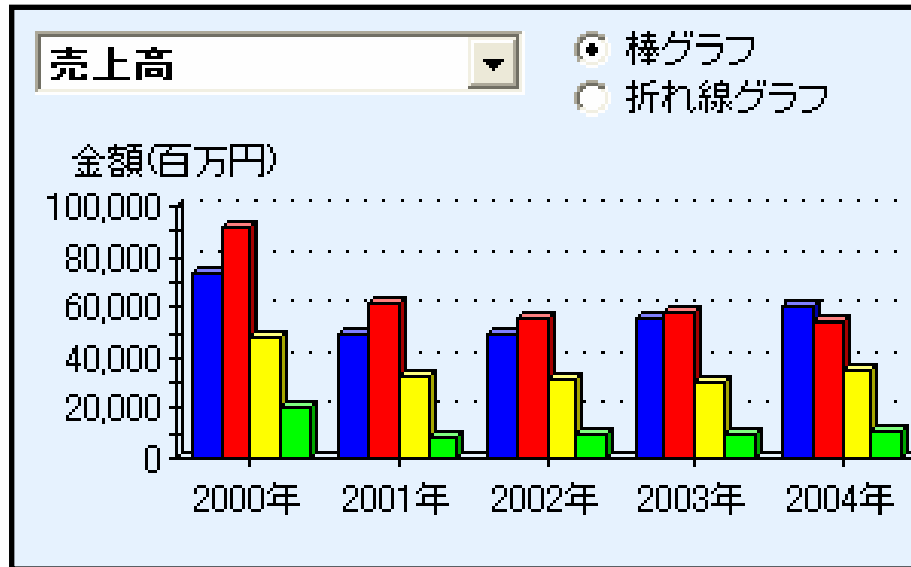
ISF	企業名称	規模	所在地	業種	詳細業種	副業別
6	通信工業	大企業	神奈川県	電子部品製造業	抵抗器・コンデンサ・変成	開閉装置・配電盤製造業
	作所	大企業	京都府	電子部品製造業	抵抗器・コンデンサ・変成	計測機器製造業
	器製作所	大企業	富山県	電子部品製造業	抵抗器・コンデンサ・変成	その他電子部品製造業
		大企業	東京都	電子部品製造業	抵抗器・コンデンサ・変成	抵抗器・コンデンサ・変成
		大企業	東京都	電子部品製造業	抵抗器・コンデンサ・変成	その他電子部品製造業
	線(株)	大企業	長野県	電子部品製造業	抵抗器・コンデンサ・変成	その他電気機器卸売業
		大企業	大阪府	電子部品製造業	抵抗器・コンデンサ・変成	発電・送電・配電用機器
		大企業	東京都	電子部品製造業	水晶機器製造業	
	ック	大企業	山梨県	電子部品製造業	水晶機器製造業	抵抗器・コンデンサ・変成
		大企業	長野県	電子部品製造業	水晶機器製造業	時計製造業
		大企業	兵庫県	電子部品製造業	水晶機器製造業	
		大企業	東京都	電子部品製造業	水晶機器製造業	
		大企業	神奈川県	電子部品製造業	水晶機器製造業	計測機器製造業
		大企業	大阪府	電子部品製造業	音響・表示部品製造業	家電製品製造業
	工業	大企業	千葉県	電子部品製造業	音響・表示部品製造業	コンピュータ・周辺機器
	電子	大企業	山梨県	電子部品製造業	音響・表示部品製造業	時計製造業



EVシリーズは、最新の業種データ、業種を構成する個別企業名(約8万社)を配信すると共に検索、分析エンジンを備えています。

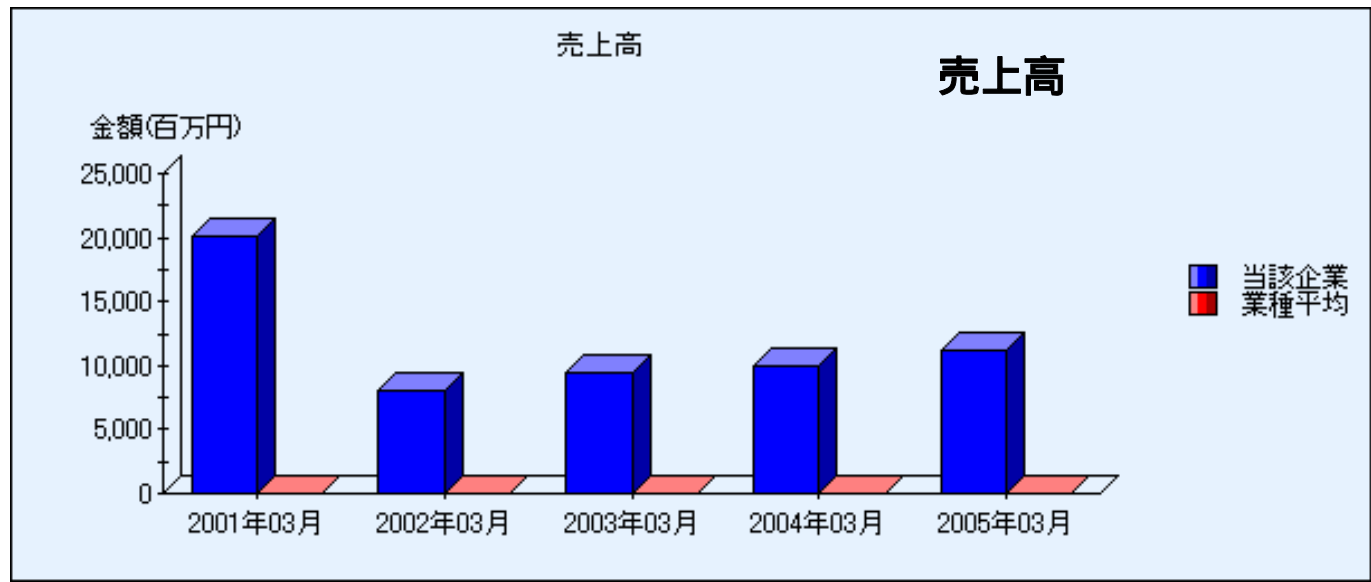
同業者の比較

4社を抽出 青：対象企業 緑：買収対象企業 赤、黄：その他類似企業

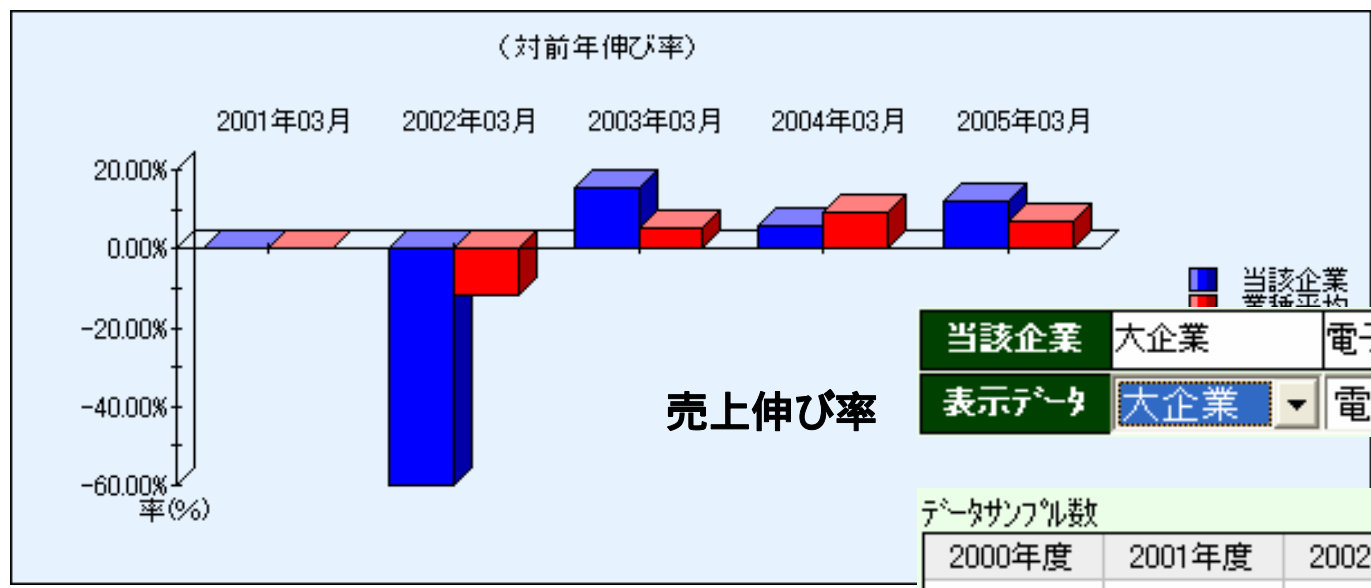


買収対象企業の情報(1)

EV分析
画面より



抽出した
4社から
1社選択



当該企業 大企業 電子部品製造業

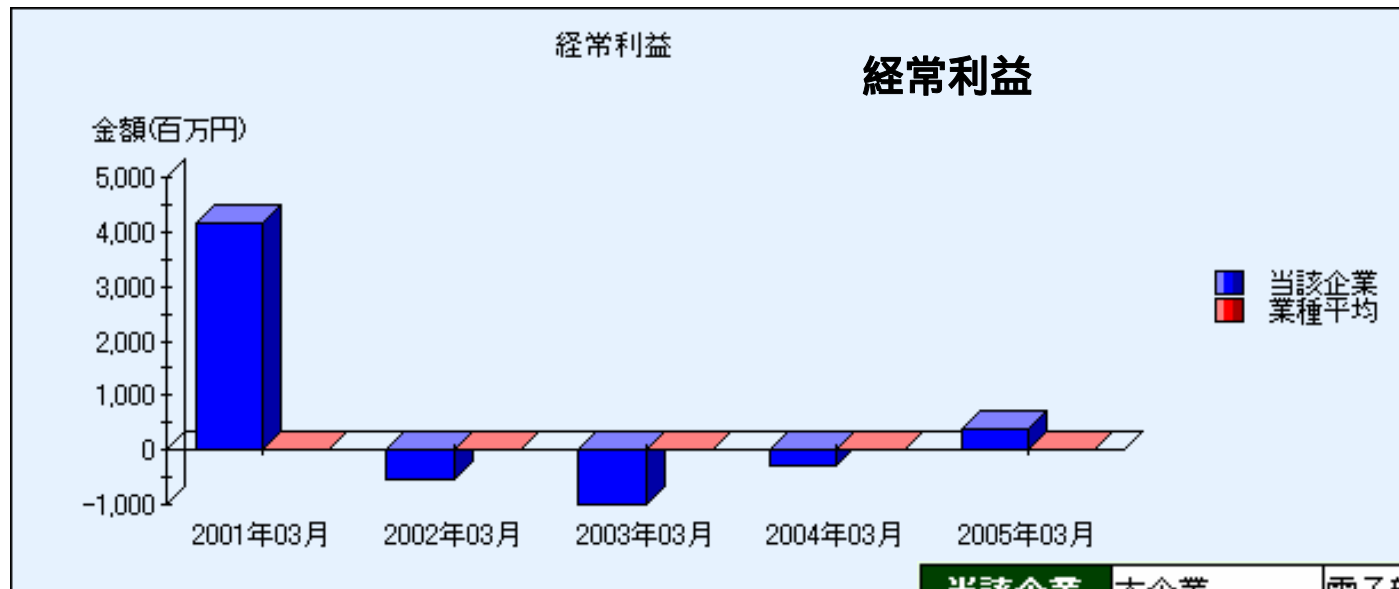
表示データ 大企業 電子部品製造業

データサンプル数

2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
-	175	171	170	161

買収対象企業の情報(2)

EV分析
画面より

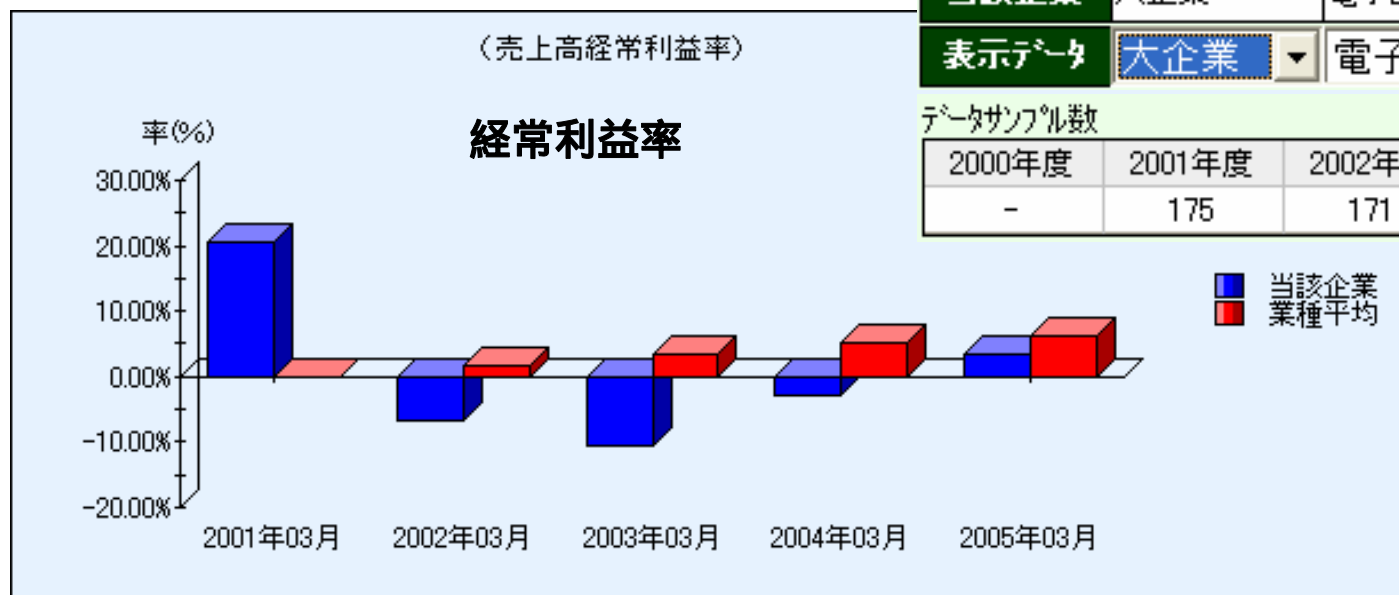


当該企業 大企業 電子部品製造業

表示データ 大企業 電子部品製造業

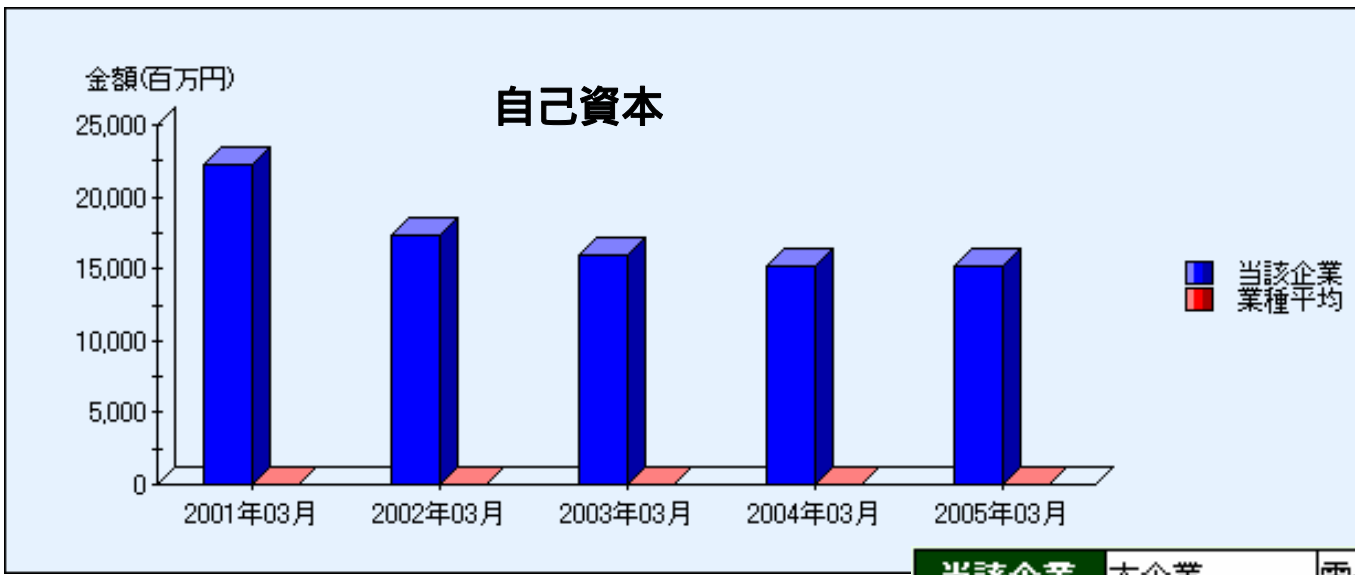
データサンプル数

2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
-	175	171	170	161

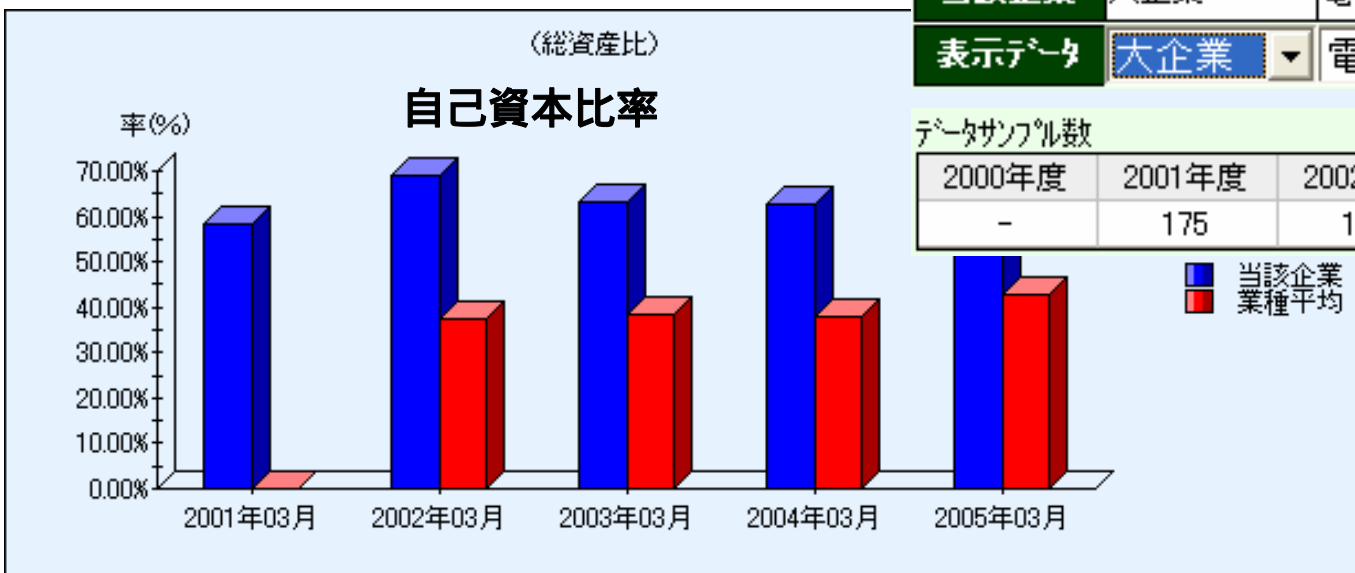


買収対象企業の情報(3)

EV分析
画面より



当該企業 電子部品製造業
 表示データ 電子部品製造業

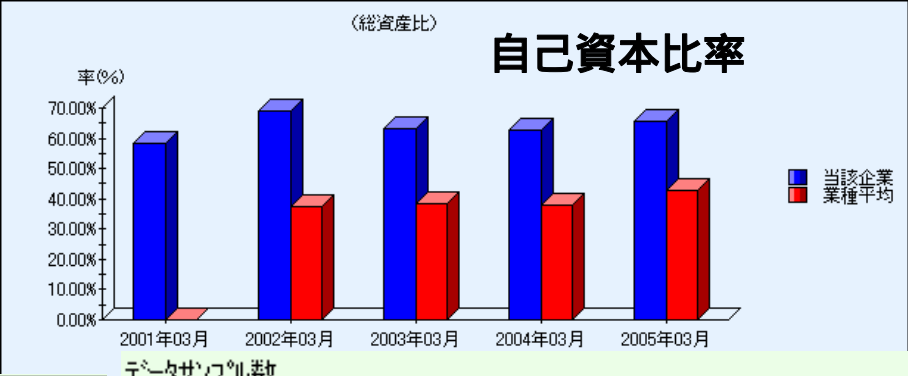
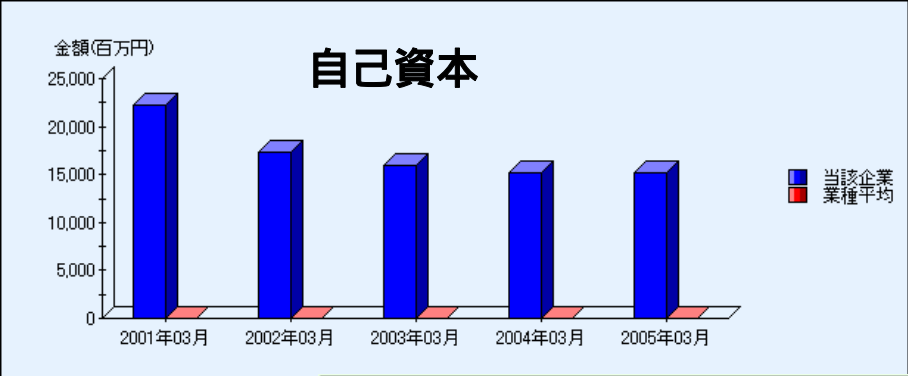
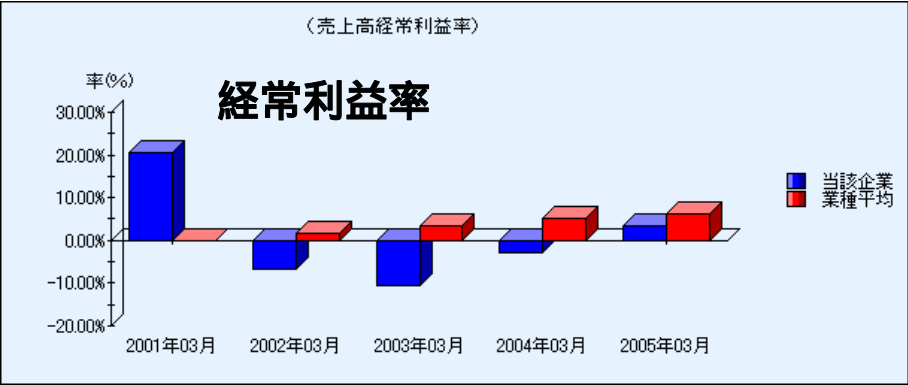
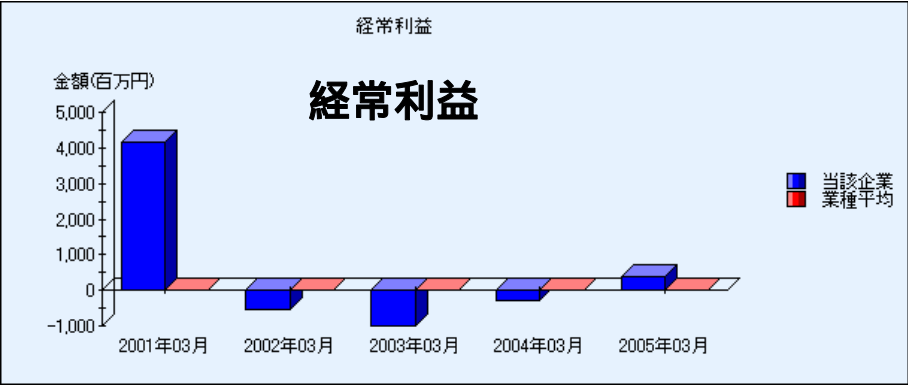
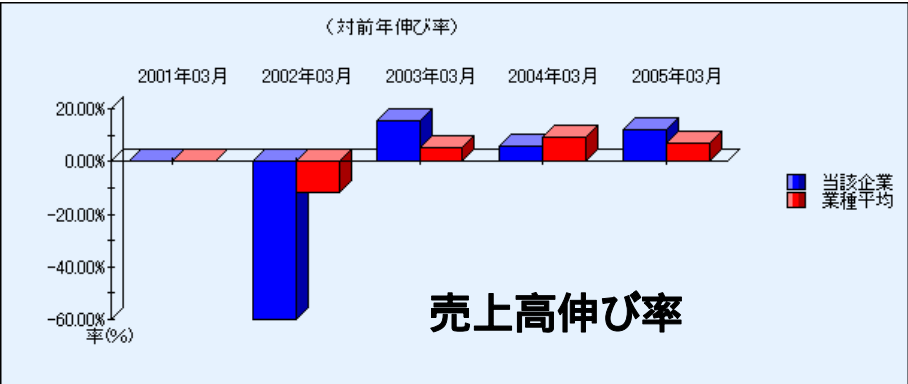
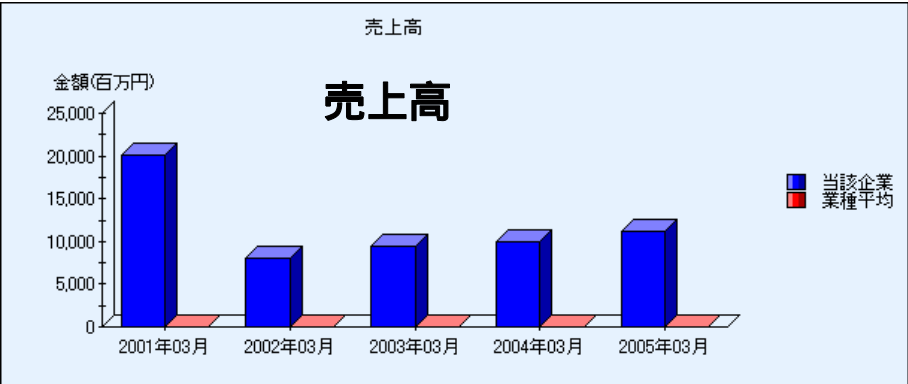


データサンプル数

年度	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
サンプル数	-	175	171	170	161

買収対象企業の情報一覧

EV分析画面より



当該企業 大企業 電子部品製造業

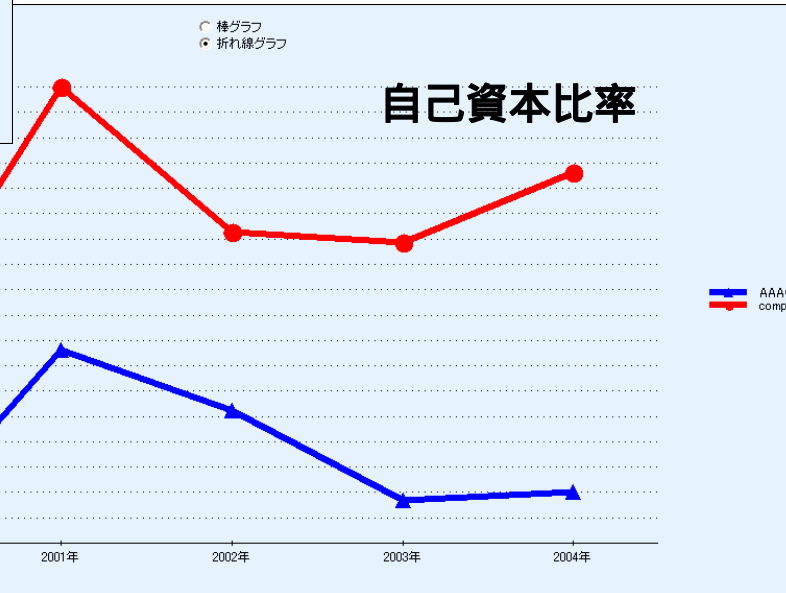
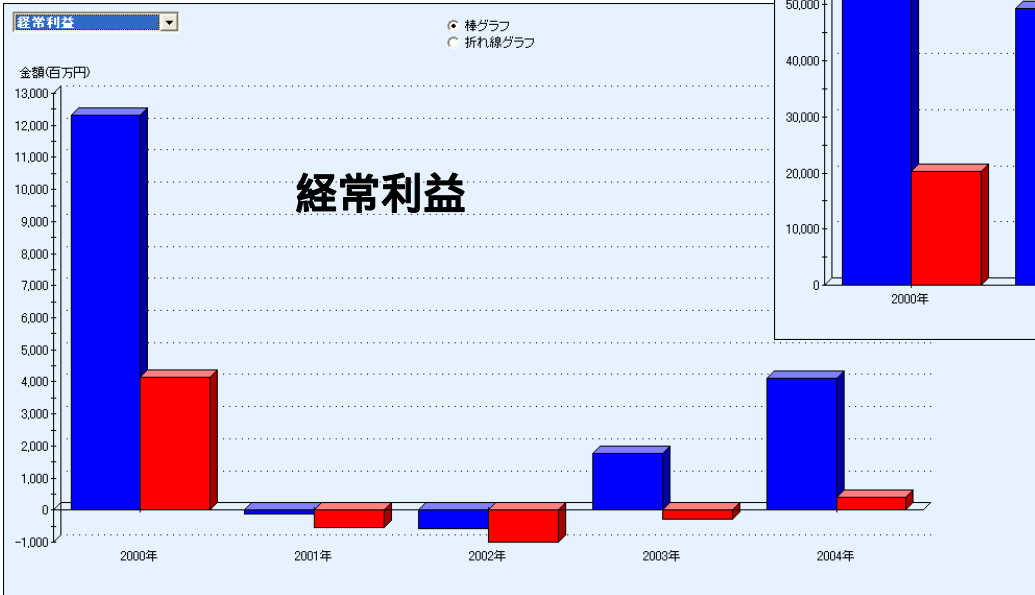
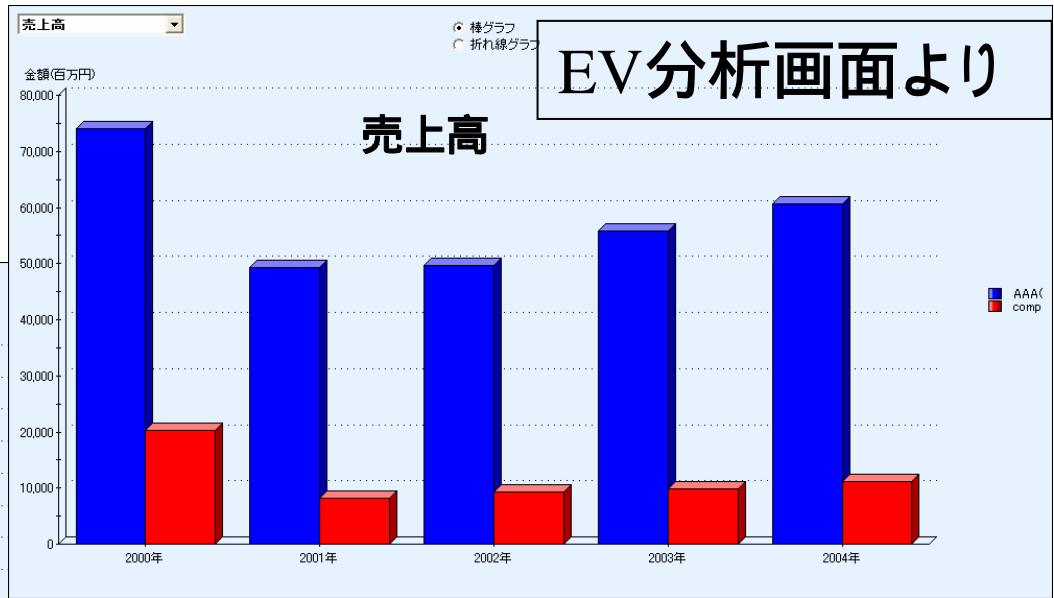
表示データ 大企業 電子部品製造業

データサンプル数

2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
-	175	171	170	161

プランニング対象企業 と買収候補先の比較

EV分析画面より

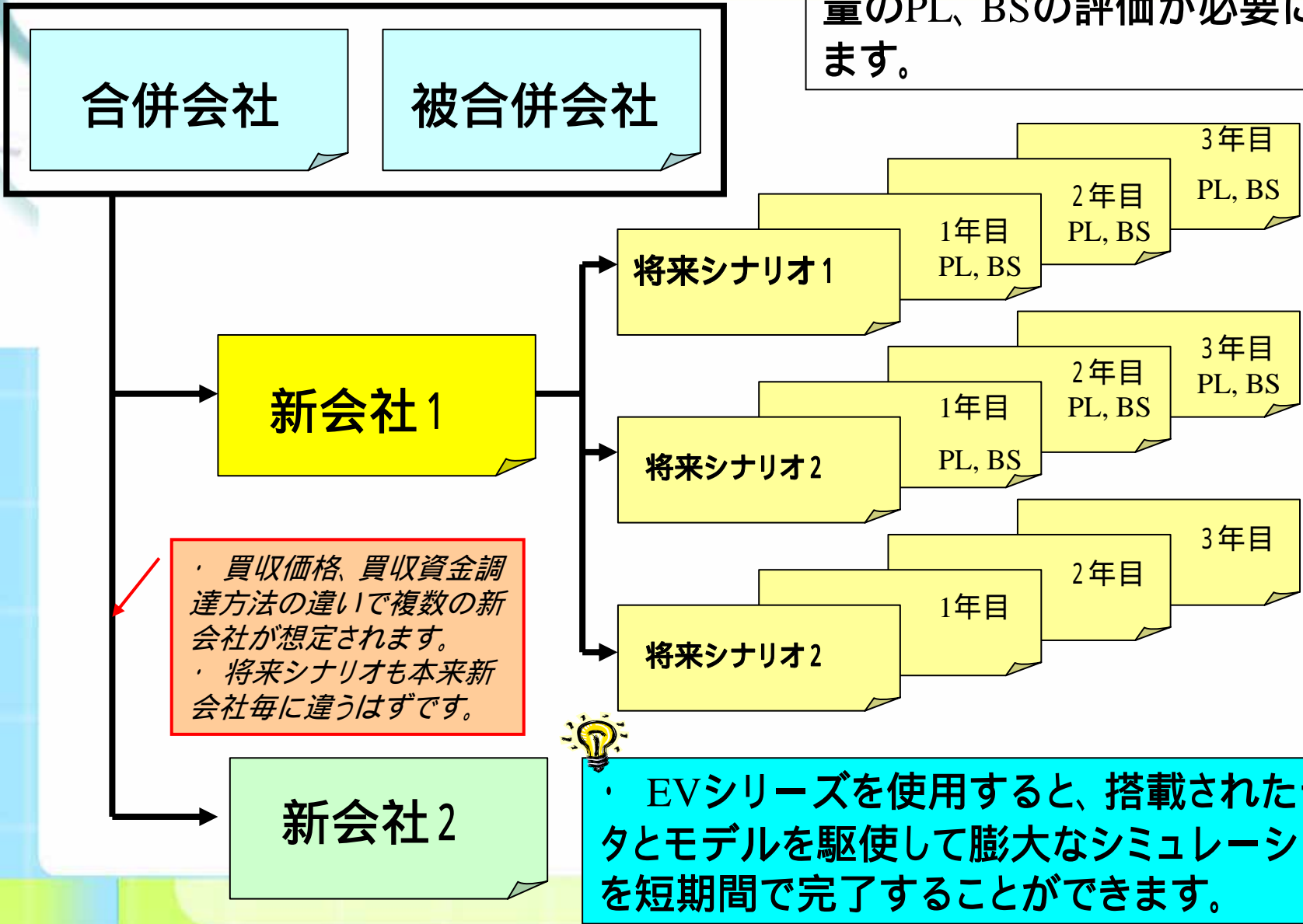


当該企業	大企業	電子部品製造業
表示データ	大企業	電子部品製造業

データサンプル数				
2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
-	175	171	170	161

M&Aシミュレーション

・ M&Aシミュレーションには大量のPL、BSの評価が必要になります。

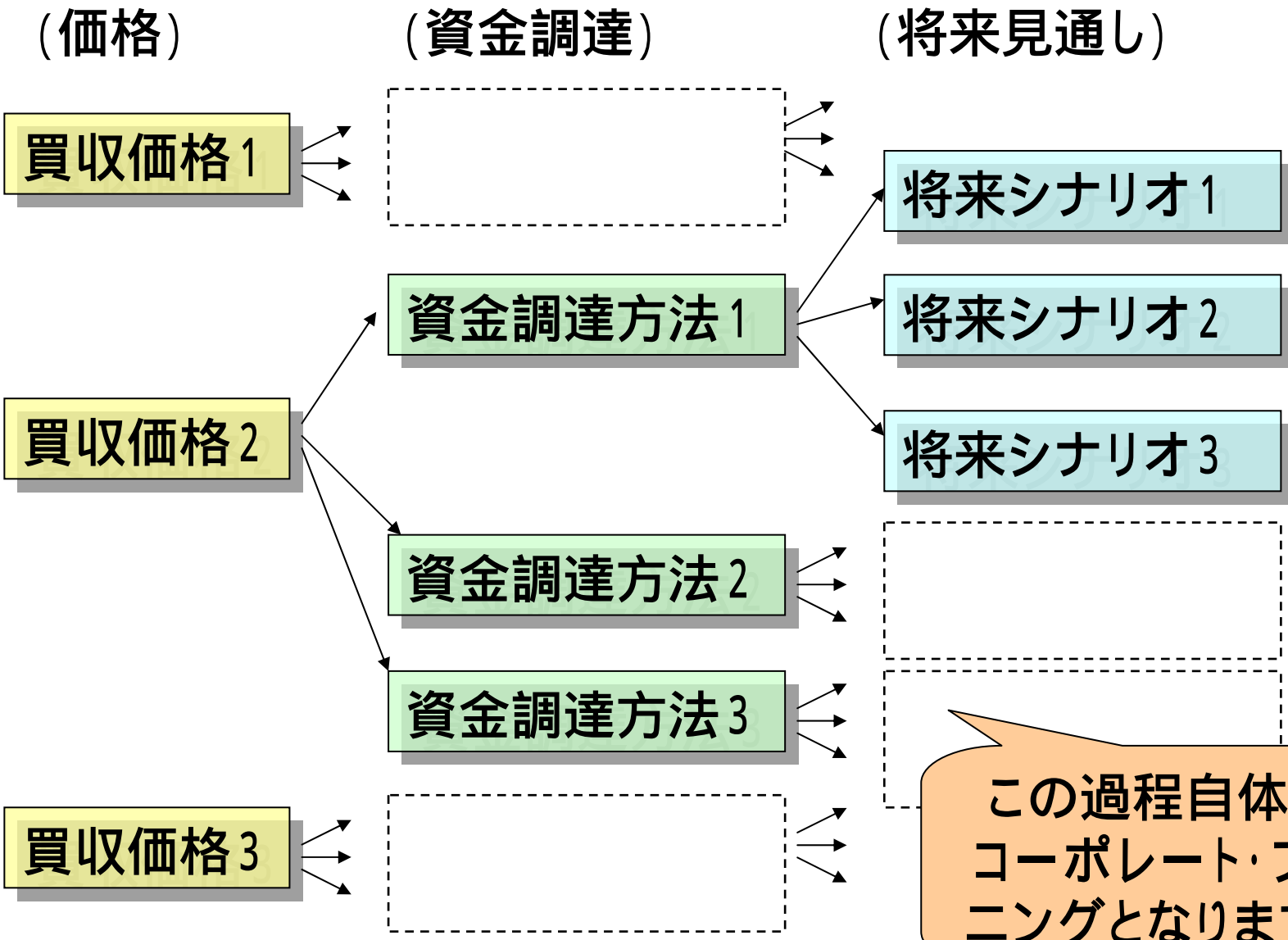


・ 買収価格、買収資金調達方法の違いで複数の新会社が想定されます。
・ 将来シナリオも本来新会社毎に違うはずです。



・ EVシリーズを使用すると、搭載されたデータとモデルを駆使して膨大なシミュレーションを短期間で完了することができます。

M&A / Decision Tree



M&A ケース・スタディー

(ダイナミックなコーポレート・プランニング)

買収条件 (新会社1: 借入100%による買収)

EV分析
画面より

a	株式取得割合		100.00%			
b	被買収企業の資本勘定		***			
c	株式取得割合に対応する被買収企業の資本勘定 (a x b)		***			
d	買収価格		15,000			
e	営業権 (: (d-c)>0) or その他 固定負債 (: (d-c)<0)		5,***			
f	少数株主持分 (b-c)		0			
g	買収金額のファイナンス方法 (買収総額に対する割合)					
	現預金	0.00%	0			
	社債発行	0.00%	0			
	長期借入	100.00%	15,000			
	時価発行増資	0.00%	0	株単価	3,400	円 / 株
				発行株数	0	千株
h	発行済み株式総数 (時価発行増資前)		20,***	千株		
i	発行済み株式総数 (時価発行増資後)		20,***	千株		

買収条件 (新会社2 : 増資100%による買収)

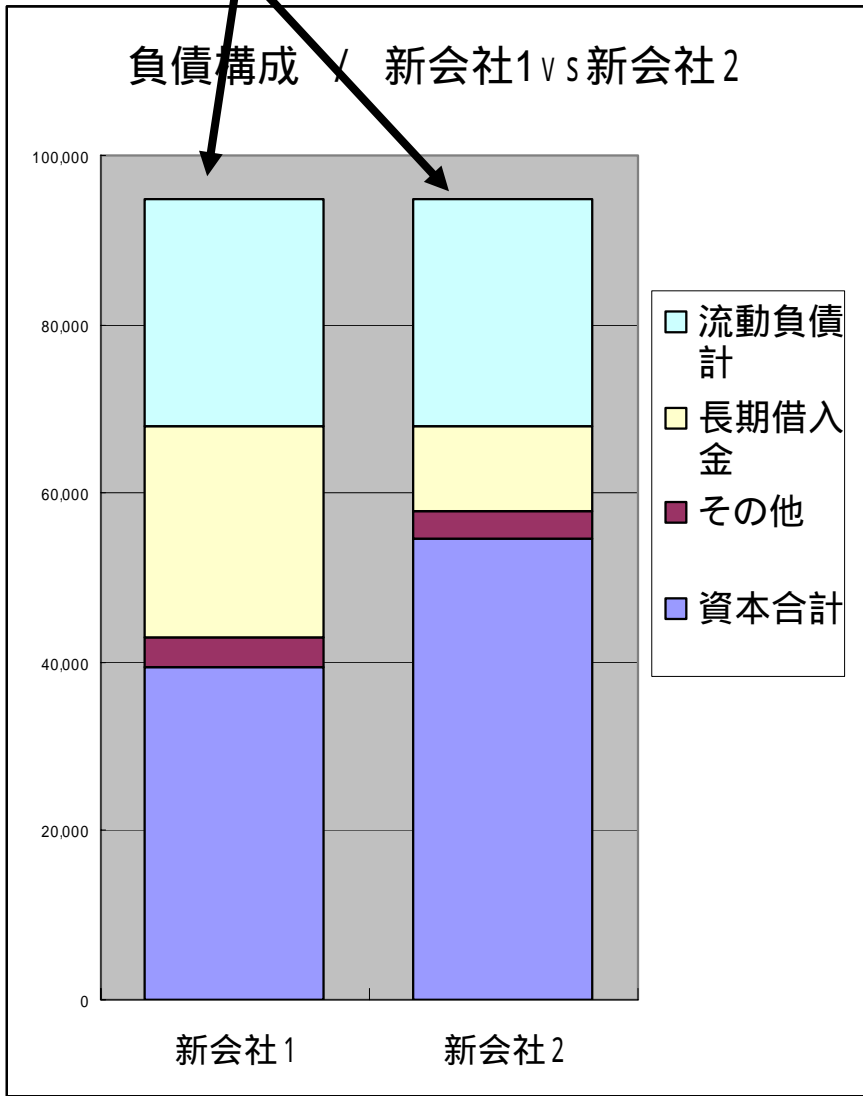
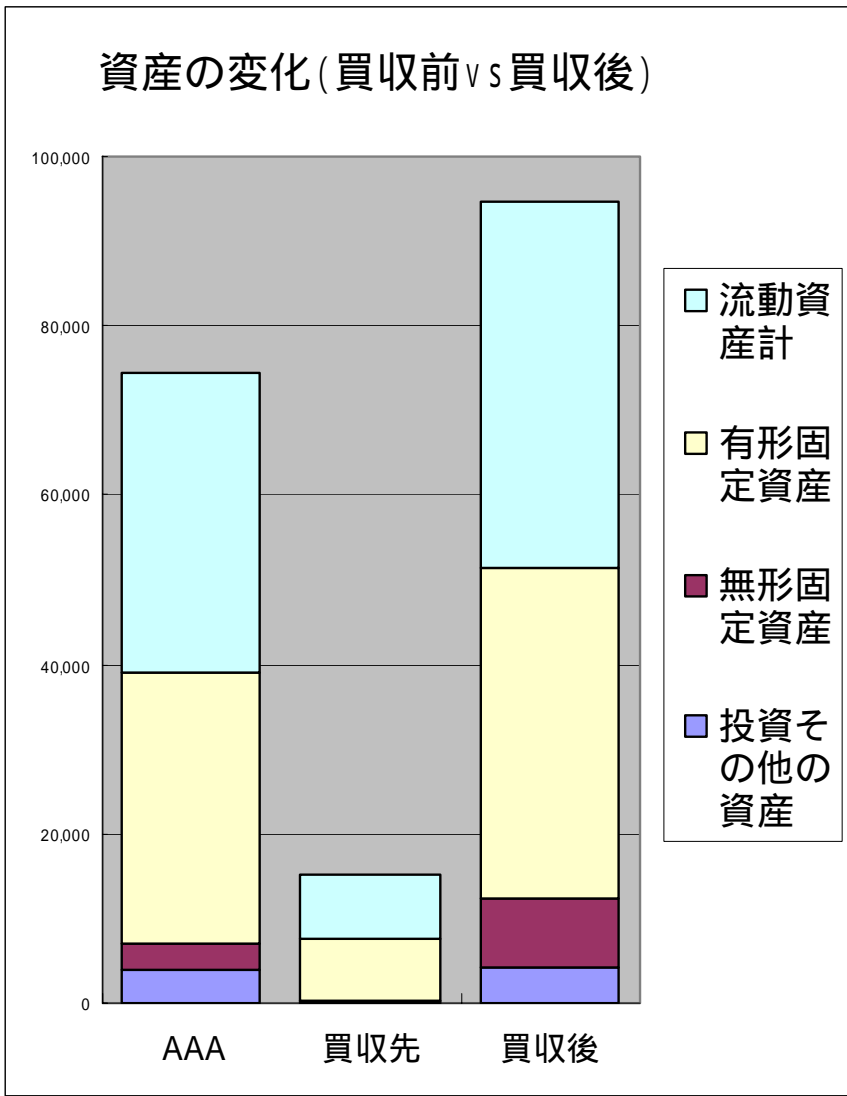
EV分析
画面より

a	株式取得割合		100.00%			
b	被買収企業の資本勘定		***			
c	株式取得割合に対応する被買収企業の資本勘定 (a x b)		***			
d	買収価格		15,000		ケース1と同じ	
e	営業権 (: (d-c)>0) or その他 固定負債 (: (d-c)<0)		5,***		ケース1と同じ	
f	少数株主持分 (b-c)		0			
g	買収金額のファイナンス方法 (買収総額に対する割合)					
	現預金	0.00%	0			
	社債発行	0.00%	0			
	長期借入	100.00%	15,000			
	時価発行増資	100.00%	15000	株単価	3,400	円 / 株
				発行株数	4,412	千株
h	発行済み株式総数 (時価発行増資前)		20,***	千株		
i	発行済み株式総数 (時価発行増資後)		25,***	千株		

机上演習

買収後の企業の姿 (Pro-Forma)

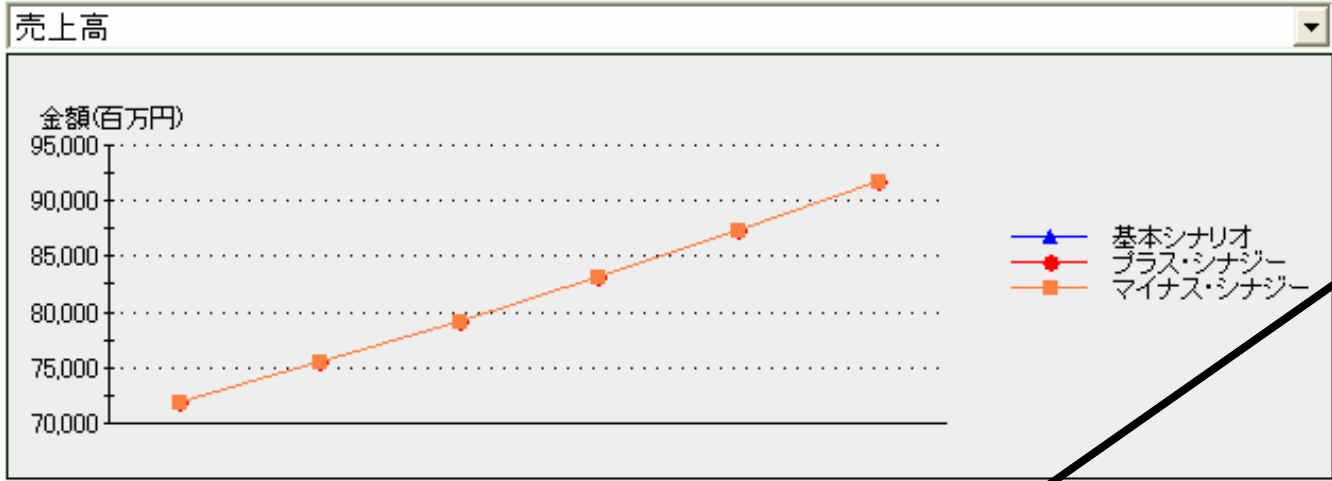
資産は同じで負債・資本構造が違う2つの新会社が登場します。



将来シナリオ設定条件

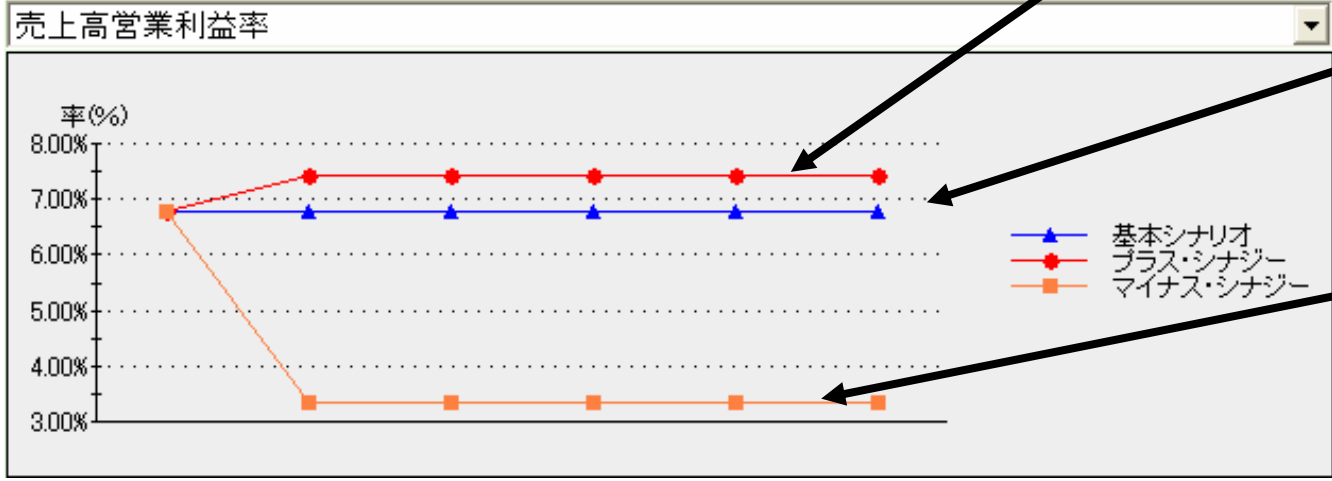
EV分析画面より

新会社1、2共に同じ収益シナリオを持つものと仮定



プラス・シナジー:

買収効果で営業利益率が改善、AAA社のレベルになる



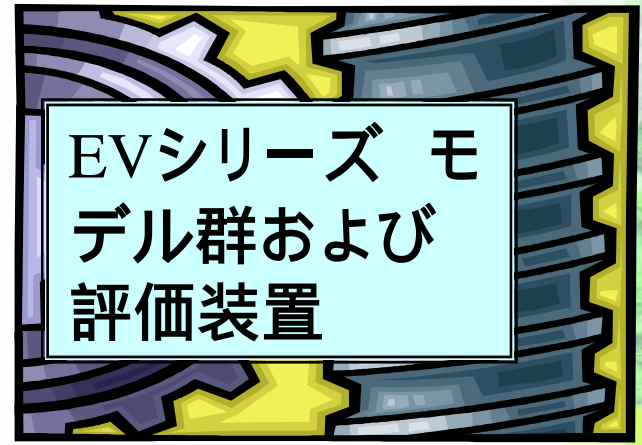
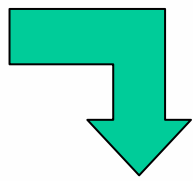
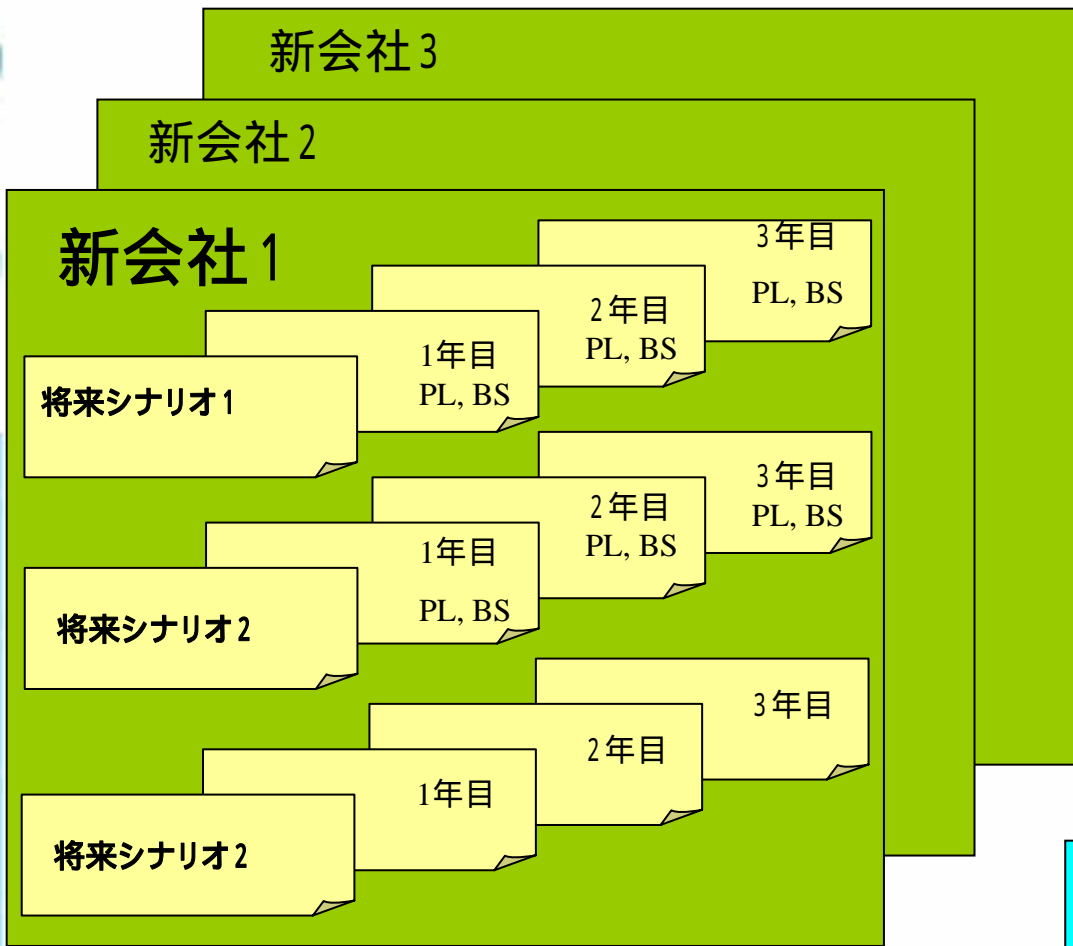
基本シナリオ:

実績ベース営業利益率で推移

マイナス・シナジー:

被買収会社の水準まで営業利益率低下

モデルの効用



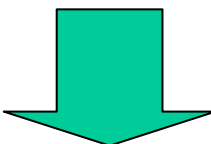
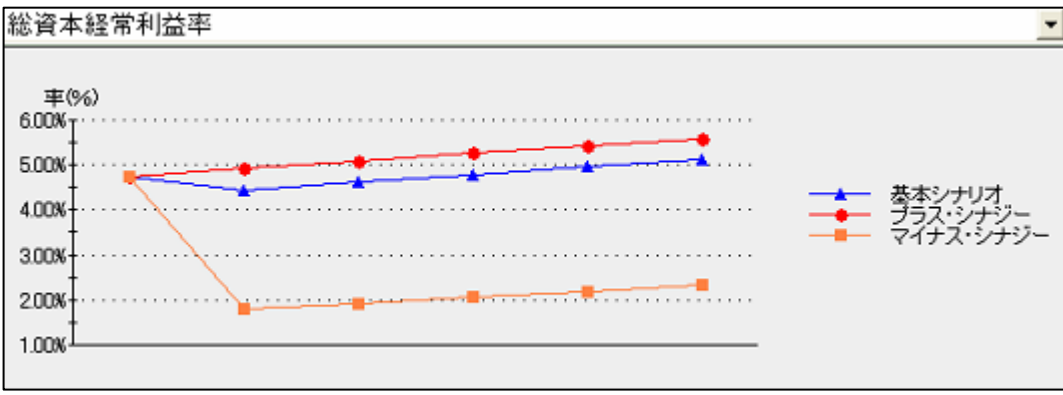
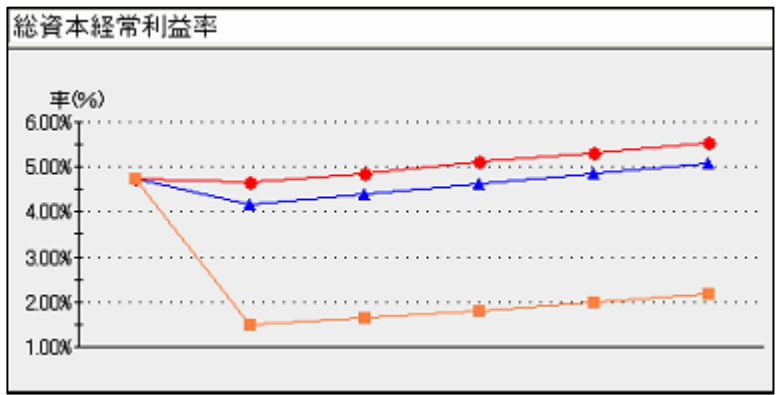
客観的なM&A評価結果を短時間で取得することがポイント

新会社1と2の将来像 評価例

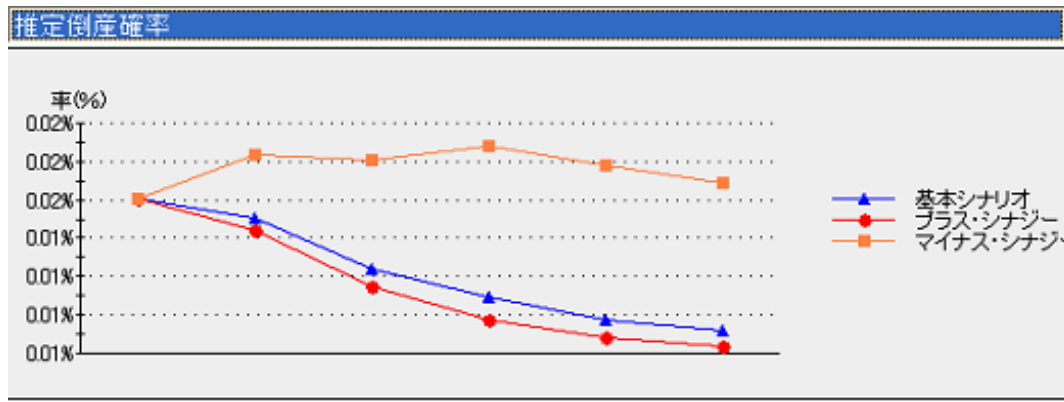
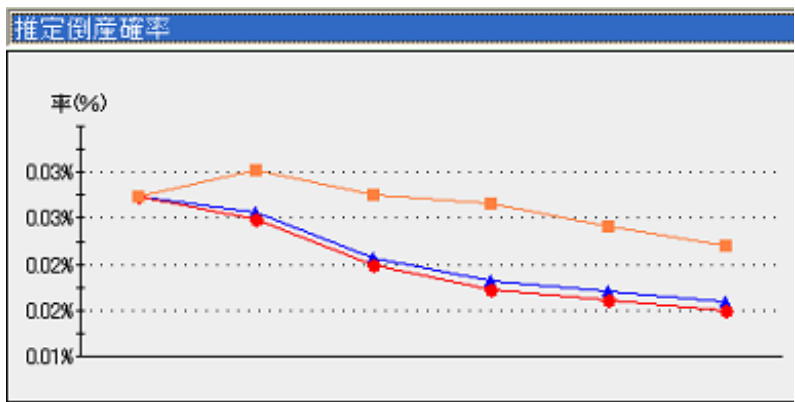
EV分析画面より

新会社1 (借入100%)

新会社2 (増資100%)



PL、BSの数値、比率だけみていると違いがわかりにくいのですが、倒産確率モデルを通してみると信用力の違いがはっきり読み取ることができます。



将来株価推定方法 1

マルチプル法

- ・ 将来シナリオ毎のPL、BS、CFの数値に企業価値あるいは株価総額マルチプルを掛けて、将来各時点の株価総額を算出。
- ・ 株価総額を発行株式数で割って将来の各時点における株単価を求めます。

DCF法

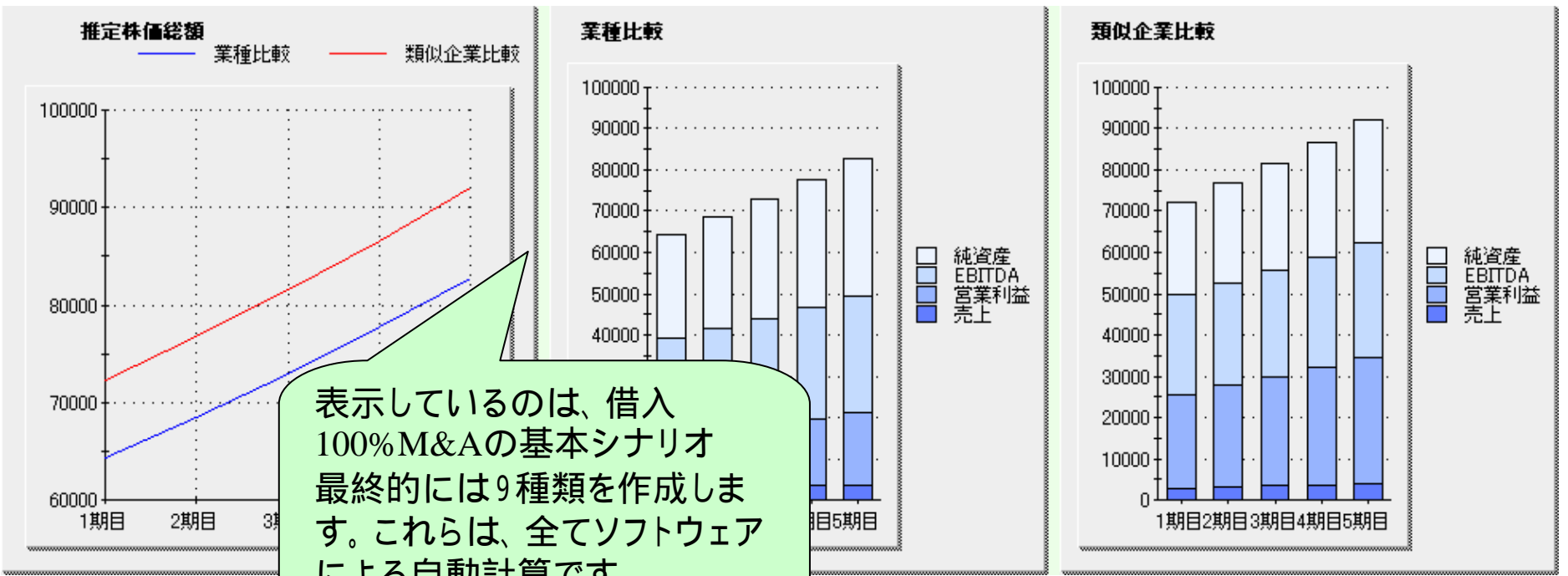
- ・ 将来シナリオ毎のPL、BS、CFの数値を基に将来シナリオ毎の現在の株価総額を算出。
- ・ 株価総額を発行株式数で割って現在の株単価を求めます。

将来株価推定方法 2 (マルチプル法)

将来のシナリオ毎の財務数値にあてはめるマルチプルを決定します。

		比較業種平均	比較類似企業 (変更する場合、証券コードを入力後、登録ボタンを押して下さい。)			3社平均
証券コード		-	[Redacted]			-
社名		-	[Redacted]			-
業種コード		11607	11607	11607	11607	-
業種名		電子部品製造業	電子部品製造業	電子部品製造業	電子部品製造業	-
事業価値/収益倍率	売上倍率	1.0065	1.3793	1.0190	0.8164	1.0716
	営業利益倍率	15.81	18.59	30.31	26.28	25.06
	EBITDA倍率	8.15	7.74	7.78	8.80	8.11
時価総額/純資産倍率		1.7686	1.9553	1.1787	1.5969	1.5770

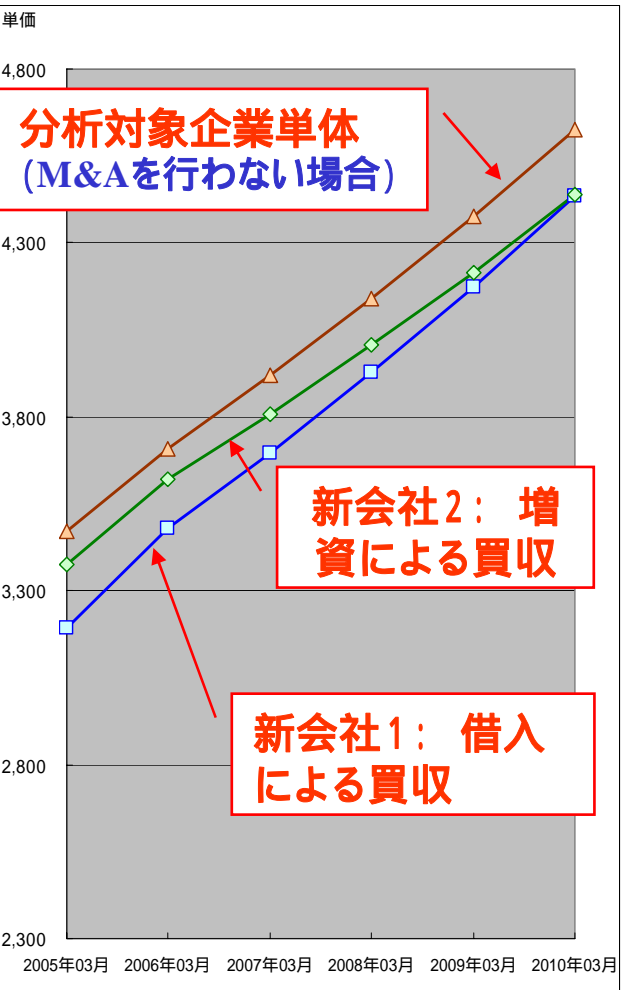
シナリオ毎、向こう5年間の株価総額を算出します。



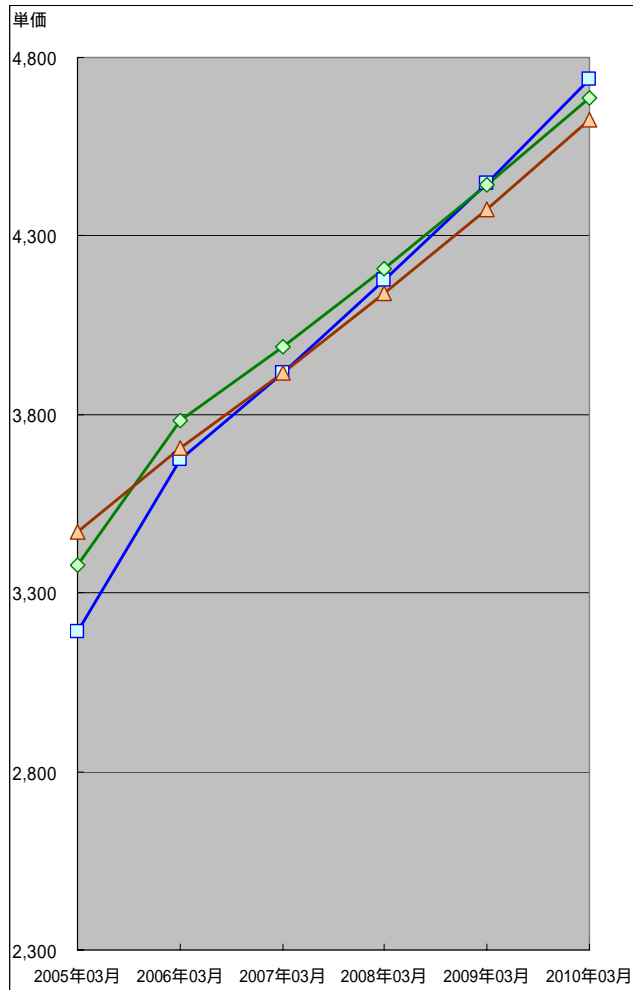
総合評価 / 将来株価

これらは、全てソフトウェアによる自動計算です。

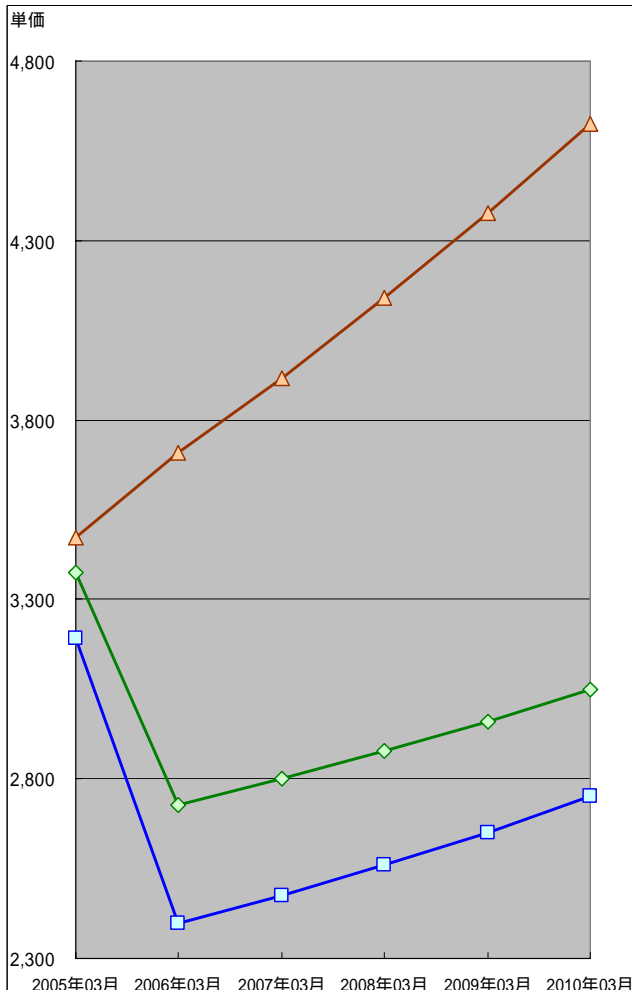
単体 vs 買収基本



単体 vs 買収シナジー有



単体 vs 買収シナジー無



newco1_deb newco2_eqt AAA

newco1_deb newco2_eqt AAA

newco1_deb newco2_eqt AAA(quartz)

格付推定モデル

CPC社では、格付け推定を迅速かつ正確に行うために、統計モデル(EV格付)を開発し、毎年アップデートしています。

全体		(正答率)	
0ノッチ	228	50%	
±1ノッチ	409	89%	
±2ノッチ	445	97%	
計	460		

格付け取得企業にEV格付け推定モデルを当てはめて推定格付けを算出した場合の適合率

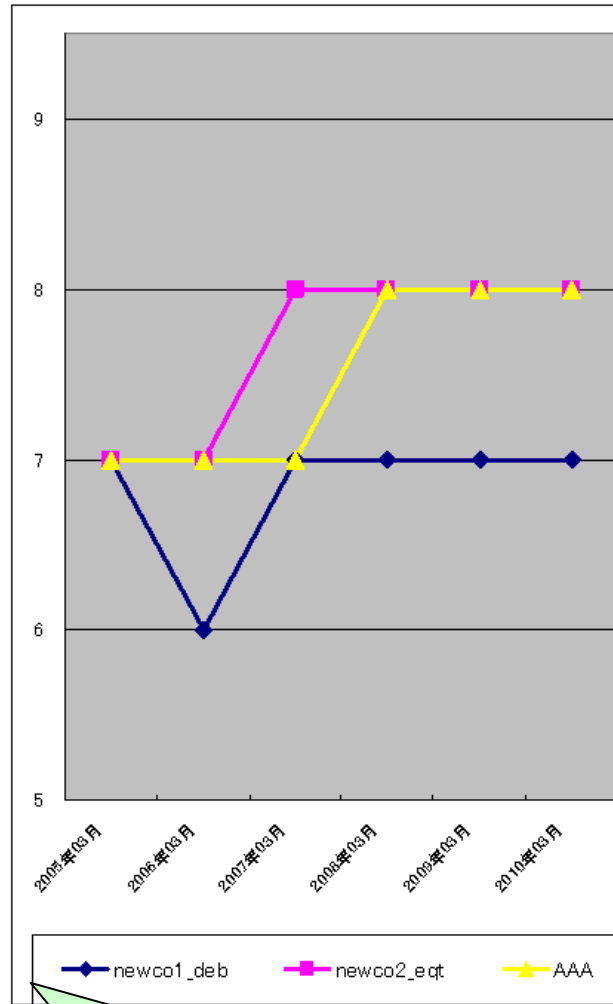
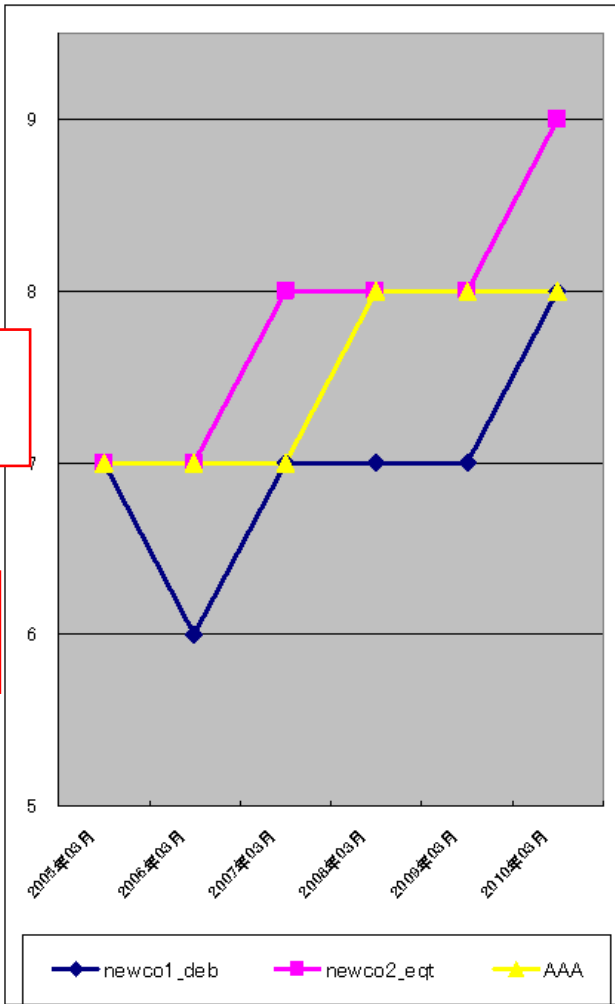
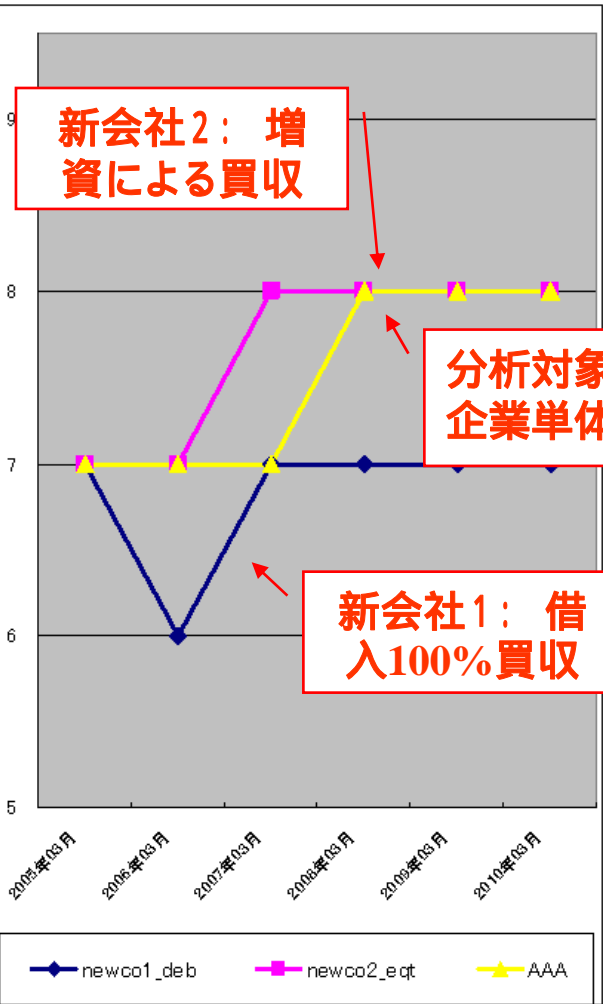
* EV格付と本邦系格付機関が公表している長期優先債務に対する格付との間には高い適合度が観測されますが、格付との一致を保証するものではなく、本邦系格付機関による格付ロジックとは異なるクレジット・プライシング社による独自の信用力尺度です。

総合評価 / 格付

プラス・シナジー (買収2シナリオについて)

マイナス・シナジー (買収2シナリオについて)

基本 (買収2シナリオについて)



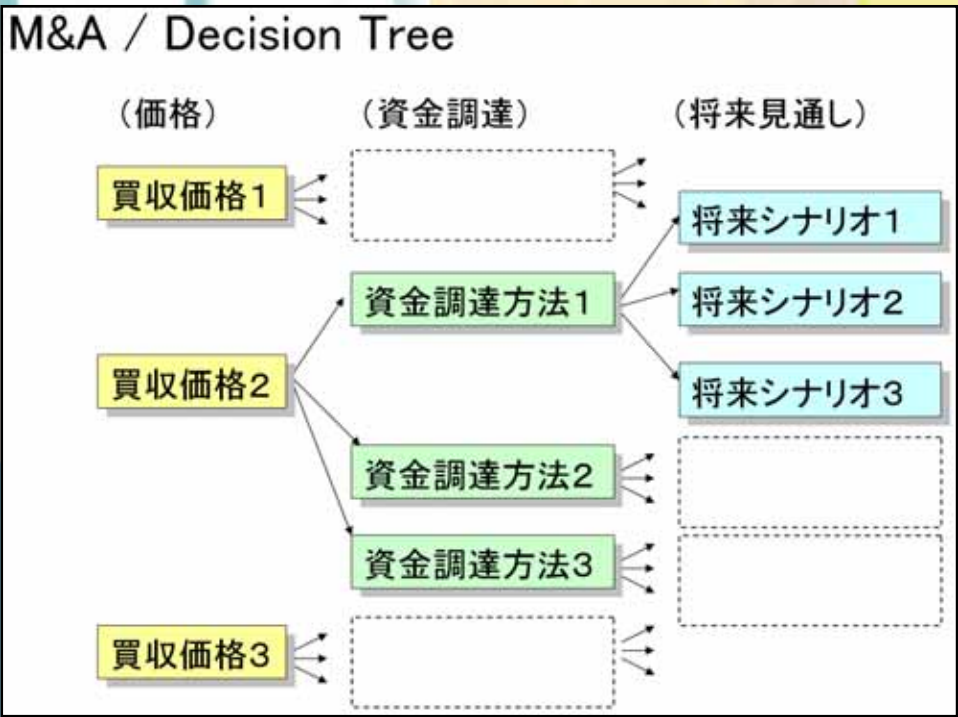
aa3以上	a1	a2	a3	bbb1	bbb2	bbb3	bb1	bb2	bb3	b1	b2以下
12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	

これらは、全てソフトウェアによる自動計算です。

第一段階の結論

- 買収のシナジー効果が発生する場合、現状のままよりも高い株価となる可能性があります。
- 但し、株価に関してアップサイド・メリットが少ない感じも否めません。
- 買収の方法としては、借入により資金調達を行う方が長期的には有利に働きます。
- 格付けは、増資100%の場合常に良好ですが、違いは時間差程度のものです。

コーポレート・プランニングは続く!!!



- ・ 第一段階では、一つの買収価格について3つの将来収益シナリオを設定してみたに過ぎません。
- ・ 更に、以下の問いかけを試みる必要があります。



買収価格を下げれば、買収を正当化できる水準が現れるのか？

エクイティーファイナンスの条件(株価)が変わった場合の影響度は？

株価形成メカニズム(マルチプル水準、構成要素)が変わったらどうなるのか？

買収の将来シナリオに上伸余地はないのか？

まとめ：

今後のコーポレート・プランニングに求められるもの

1. 多様な将来シミュレーション(M&Aは将来イベントの一つに過ぎません。)の実施。
2. シミュレーション・ソフト、統計モデルの活用。
(将来像の客観的な評価、スピーディーにおこなうため)
3. 将来計画は、株あるいは借入の“時価”で評価する。