



マネジメント・アイ

永田伸之

デロイト・トーマツファイナンシャル
アドバイザリー株式会社
パートナー

吉村隆史

デロイト・トーマツファイナンシャル
アドバイザリー株式会社
ヴァイスプレジデント

無形資産の基本的な評価の考え方

株式等と同様に無形資産の評価手法には、当該資産の再取得・複製にかかるコストで評価するコストアプローチ、将来の収益やキャッシュフローの現在価値で評価するインカムアプローチ、類似資産の市場取引価格との比較により評価するマーケットアプローチがあるが、本稿では最も使用頻度の高いインカムアプローチについて紹介する。

まず、無形資産の価値を将来の収益力で評価するという点で、考え方は株式等の評価と同じである。しかし、当該事業全体から生まれる利益は、無形資産だけではなく、製造・販売などバリューチェーン上のさまざまな要素によって生み出されるものである。したがって、無形資産の価値は事業価値の内数であり、その評価を行うには、将来の利益のうち無形資産がどの程度貢献をしているかを検討する必要がある。

すなわち、事業価値は事業から生まれる利益（キャッシュフロー）全体（図1のAの部分）の現在価値で求められるが、無形資産の価値は利益のうち無形資産の貢献部分（図1のBの部分）の現在価値で評価される。

また、会計上は無形資産の価値のうち図の①の部分は既に開発されたものの貢献であるから特許・技術等で計上されるが、②の部分は開発中の技術の貢献であることから仕掛中の研究開発

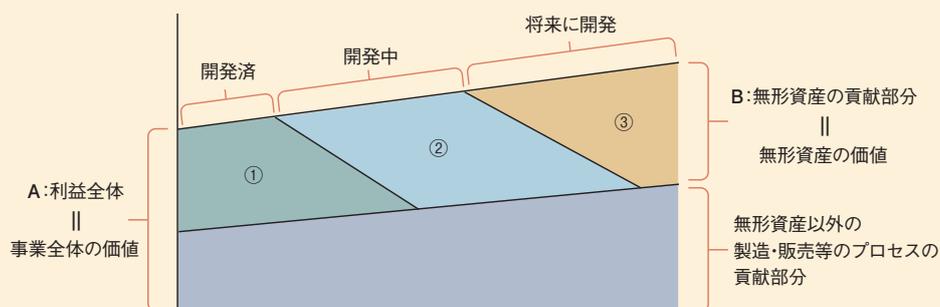
費、③の部分は将来に行う開発であるため、のれんとして認識されることになる。

このように、無形資産の評価では「収益に対する機能別の貢献度分析」および「時間軸の分析」といった検討を行う必要がある、具体的には技術の陳腐化の速度や製品ライフサイクルの予測等の経済的実態をパラメータとして見積り、事業価値を按分することが必要となる。

M&A 無形資産を軸とした

IFRSの導入や会計基準のコンバージェンスによって会計目的のPPA (Purchase Price Allocation) が今後増加することについては既に述べた。これに対して、近年では研究開発機能の統合、特定の技術・特許等の無形資産をスパンアウトしてファイナンスを行う等のM&Aが増加しており、取引目的で無形資産を評価する機会が増加している。そこで、今回は無形資産の評価実務と関連する無形資産取引について検討する。

図1●無形資産評価のイメージ



無形資産取引における資金調達と持分比率

① 初期投資時点の出資と事業化による価値創出

一般に無形資産は単独では収益を生まないため、事業化により価値を創出するには追加の研究開発や製造設備への投資、販売活動等のリソース投入が必要となる。そのため、これらのリソース獲得のために資金需要がある場合には、無形資産評価額と資金需要額から持分比率を検討する必要がある。

例えば、無形資産をスピンアウトして資金調達を行うといったスキームを考えると、無形資産の現物出資と現金による出資が行われることになるため、無形資産評価額をベースに持分比率を検討することになる。実務的には、資金調達額は事業上の理由、すなわち今後の研究開発や製品の上市までにかかる必要資金量から決定されるケースが多いことから、無形資産評価の結果と必要資金調達額をベースに持分比率の交渉が行われることになる。

この場合、拠出された各資産の価値の評価額の合計と事業価値には通常差額があり(図2参照)、この新たに創出された価値相当額をどのようにに配分するかが問題となる。通常のM&Aにおいても新たに発生した価値(シナジー)について買取価格にどの程度織り込むか(すなわちシナジーの配分割合)が問題となるが、本件のよう

な無形資産の事業化取引についても同様の問題が発生する。

実際には、両当事者の無形資産の事業化取引における背景をベースにした交渉力の強弱によって持分割合が定まる場合が多いものの、両当事者の事業・財務上の状況等を分析して新たに創出される価値の按分を含め、合理的な持分比率を検討する必要がある。

② 初期投資以降の出資

投資期間が長期にわたる場合は、リスク管理および資金効率の観点から初期に必要な資金の全額を投入するのではなく、開発の進捗に伴って必要な資金を追加で投入するケースが多い。このようなケースでは、順調に事業が進捗すれば会社の価値が増加することから、二回目以降の

資金調達の増資単価の設定方法が問題となる。

通常のファイナンスの考え方では、追加の資金投入時点での時価を測定し増資単価を決定することになる。しかし、このような取引では初期投資時点で二回目以降の投資が行われることが前提となるケースも多く、株主間契約により追加出資の責任等が定められる場合もある。このような場合は、一回一回の投資のリスクリターンは独立しておらず、初期投資の時点で新株予約権の発行等、時系列的な資本政策の検討が必要となる。

まとめ

実務的には無形資産評価は難易度が高く、また、数としては会計目的のPPAが多いと考えられることから、当面は外部専門家による評価が主流となると考えられる。しかし、無形資産評価の本質は経済的実態に基づいた利益の貢献度分析にあり、専門家のサポートを受けながら事業主が事業の収益構造をより深く分析し、評価に関与することが重要となる。

また、上述の例からわかるように無形資産取引によって新たな価値の創出が期待できる。そのため、無形資産評価を含む合理的な無形資産取引実務を定着させることにより、企業内にある無形資産に光をあて価値創出の機会を増やしていくことが今後の企業経営において必要である。

図2●事業価値と資産価値の関係

