

これで安心！ 事業承継 M&A・虎の巻

中小企業の上手な会社の売り方

第6回

M&Aにおける中小企業の価値評価

経営承継研究会

中小企業診断士 荒川 光一

Question

私は、地方の中核都市で食品スーパー5店を経営している、65歳の創業経営者です。私には子どもがいないため、経営幹部の中から後継者をと考え候補者の育成に努めてきましたが、適任者は見当たりません。最近、近県の後継者がいない同業者がM&Aにより会社を売却した話を聞きました。会社の行く末や老後を考えM&Aを検討したいと思います。会社の売却価格がどうなるのか教えてください。

1 企業評価の3つの価値

(1) 企業価値と売買価格の違い

中小企業のM&Aでは、上場企業のように市場価格がないため、株式の売買価格を決定する交渉は、大変難しいものです。その価格決定の根拠となるのが企業価値（株式価値）の評価です。

しかし、企業価値は、価値算定の前提条件の違いによって変わる一物多価のものです。前提条件の違いは、評価の目的、売買当事者としての立場の違い、あるいは経営権を取得するかなどの状況によって生じるものです。

すなわち、企業価値は一定の前提条件の下で算定された企業の理論価値であり、売買価格決定の参考値として、交渉において利用されるものです。

一方売買価格とは、売り手と買い手の間で交渉の結果決定された値段（契約金額）です。

中小企業のM&Aにおける売買価格は、後述の一般的な企業評価手法に基づいて算定

された理論値を参考に、売り手、買い手のそれぞれの事前の精査（DD：デューデリジェンス）により修正し、その後の厳しいやりとりを経て、両者が納得のうで合意決定されたものです。

(2) 企業価値の三つの評価方法

企業価値の評価には各種の方法があります。M&Aの実務で用いられる方法は、コストアプローチ（「時価純資産額法」「簿価純資産法」等）、インカムアプローチ（「DCF法（Discounted Cash Flow法）」「収益還元法」等）、マーケットアプローチ（「類似企業比較法」「類似業種比較法」等）の3種類が挙げられます。なかでも代表的な方法は次の三つ法です。

①コストアプローチ：時価純資産額法

貸借対照表の資産と負債を時価で評価し直して純資産額を算出し、一株当たりの時価純資産額をもって株主価値とする方法です。

土地や有価証券等の主要資産の含み損益や棚卸資産、債務の査定結果を評価に反映させ

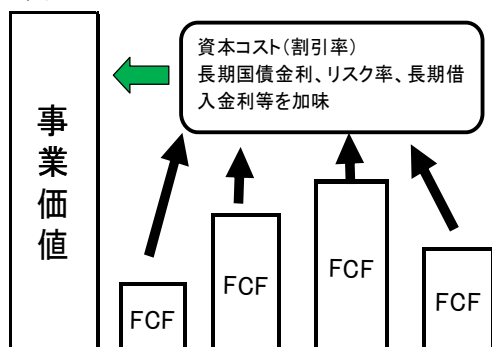
るため、中小企業のM&Aでは一般的に使用される評価方法です。

②インカムアプローチ：DCF法

企業の将来の期待される収益（キャッシュフロー）を、その収益獲得のために予想されるリスク等を反映した割引率（期待収益率）で、現在価値に割引いて企業価値を算定する方法です。

具体的には、DCF法は、売り手の作成した将来の事業計画を、買い手が自分のDDに基づいて精査し、実現可能性および現在価値を評価する方法です（図表 - 1）。

図表 - 1



※FCF(フリーキャッシュフロー)：事業活動を通じて生み出されるキャッシュフロー

③マーケットアプローチ：類似企業比較法

評価企業または評価対象事業を類似公開会社や類似事業と比較分析することによって、企業価値を算定する方法です。

具体的には、評価対象企業に類似の上場企業を選定し、当該上場企業の株価（正確には各種指標の株価に対する倍率）を用いて、評価対象会社の市場での取引価格を推定する方法です。

この評価方法は、株式市場の動向を反映しやすい反面、類似企業の選定如何により、異なった評価を導く恐れがある点に留意する必要があります。

2 中小企業の事業承継M&Aの価値評価

(1) 中小企業の現場では

中小企業の場合、評価対象企業の特性や評価目的によって、前述の三つのアプローチの方法がミックスして使用されています。

しかし、上場企業のような将来予測による各種データに基づいた、DCF法での企業価値の評価は難しいと考えられています。

したがって、中小企業のM&Aの価値評価の現場では、未整備な予測データに代えて、売り手・買い手ともに事前のDDが重要となります。

DDによって、お互いの不安要素を明らかにし、企業資産価値・経営実績の実態評価および将来事業計画（利益計画）の実現可能性について、精査・検証し、交渉の上の企業価値を算出しています。

(2) 中小企業の企業価値の評価

中小企業の事業承継M&Aで双方の理解を得やすく、一般的に使用されている評価方法は、「時価純資産+営業権」という考え方です（図表 - 2）。

図表 - 2

【株式評価】

- ①時価純資産額
 - ②営業権(年買法)
- 株式価値 = ① + ②

①時価純資産額	②営業権
---------	------

この評価方法においても、前述の三つアプローチを簡便的に取り入れ、「時価純資産」「過去の営業利益・経常利益」や「事業計画の各利益・キャッシュフロー」に基づいて評価されます。

①営業権の評価

「営業権」は、通念上は老舗であるとか、

ブランド力や特殊技術力があるから認められると考えられていますが、中小企業M&Aの現場では収益力から算定します。

「営業権」の一般的な算定方式には年買法が使われます。年買法は、過去の経常利益や税引前当期利益、または、策定した事業計画による予想の経常利益や税引前当期利益に予測期間を乗じて「営業権」を算定する方法です（図表-3）。

なお、過去の利益を採用するに当たっては、過剰な役員報酬や接待費等を差し引いた実質利益で計算します。また、予測期間は3年から5年が一般的ですが、リーマンショック以降は1年から3年と縮小傾向にあります。

年買法は、中小企業の事業承継M&Aで多く使われている方法です。この背景は、「創業まもない企業」「固定資産がほとんどない企業」「総資産が極めて小さい企業」「データがない業種・業界の企業」等が多いためと思われる。

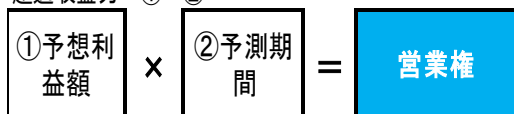
図表 - 3

【年買法】

①予想利益(企業の経常利益又は税引前当期利益)

②予測期間(一般的に3年から5年)

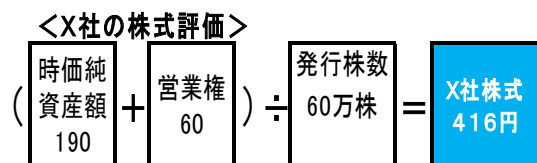
超過収益力=①×②



②X社の株式評価事例

X社に事例で計算すると図表 - 4 のようになります。

図表 - 4 【事例X社の株式評価】



＜X社修正貸借対照表＞ (単位:百万円)

項目	資産の部			負債の部		
	簿価	時価	損益	項目	簿価	調整後
流動資産	300	290	△10	流動負債	200	200
土地	50	150	100	長期借入金	150	150
建物	100	80	△20	退職給付債務		10
有価証券	50	30	△20	負債合計	350	360
				純資産額の部		
				資本金	30	30
				その他資本	120	160
				純資産合計		190
資産合計	500	550	50	負債・純資産合計	500	550

＜※資産負債の評価調整額＞

a.流動資産:在庫評価損△10	B 未計上債務:退職給付債務 10
b.土地:時価評価 +100	C 発行株式総数 60万株
c.建物:償却不足 △20	額面50円
d.有価証券:評価損 △20	
A 資産の含み損益小計+50	

＜X社の純資産額の評価＞ (単位:百万円)

D 基礎数値	簿価純資産額	=500-350	150
E 評価調整		=A-B	40
F 時価評価	時価純資産額	=D+E	190

＜X社の営業権評価＞

(単位:百万円)

G 予想利益(又は過去の利益)	20
H 予測期間(年)	3
I 営業権(G×H)	60

3 M&Aの売買価格の決定要因

事業承継M&Aの売り手企業にとって重要な点は、論理的な企業価値は前述の価値評価方法で算定されますが、実際の譲渡価格は様々な要因の影響を受けて決定されます。

(1)外部環境要因

①マクロ経済要因

譲渡価格に最も大きく影響を与える要因は、外部環境要因です。特にマクロ経済です。景気動向によりM&A市場も株式市場と同様に譲渡価格が大きく変動します。

市場金利や資金調達環境の変化から、買い手の買収姿勢に影響及ぼし、譲渡価格に影響を与えることになります。

これは、売り手企業の事業計画の見通しや

売買双方の価値評価全ての要素の見通しに大きく影響を与えるからです。

②業界動向要因

業界動向も重要な要因です。成長性、競合状況、価格競争、新規参入、技術革新、政府規制等の動向が評価会社の事業計画そのものに大きく影響を与えるからです

③需給要因

上記の影響がM&A市場の需給動向に大きく影響を与えることになります。市場が縮小して需給悪化の環境下では、売り手が如何に自社の磨き上げを図っても、満足する価格で売却はできません。すなわち、タイミングとということも重要なのです。

(2)内部環境要因

売り手企業にとって、譲渡価格に大きな影響を与える内部環境要因に株主要因があります。

中小企業投資育成会社、ベンチャーキャピタル等が資本参加している場合にはプラスになります。

しかし、株主の名前だけでコンプライアンスやガバナンスに悪いイメージを与える場合や、争族の問題を内包している場合は、価格が実態より悪く評価されるばかりでなく、取引自体が頓挫する可能性があります。

これらのリスクは、事業承継M&Aを考える前に整理しておく必要があります。

4 納得できる譲渡価格を得るために

前記のように、実際の譲渡価格は外部環境・内部環境の要因によって大きく左右されます。しかし、中小企業のM&Aにおいては、最終的な譲渡価格は、経営者によって決まります。ハードな交渉も経営者の自社への自信と信念が買い手の信頼を勝ち取り、納得いく

譲渡価格に決まるといわれています。

納得できる譲渡価格を得るためのヒントは、第1回からの当「事業承継M&A・虎の巻」シリーズの中にあります。

(第1回) 経営革新による企業の磨き上げ
経営革新により環境変化に大きく影響されない、安定収益を計上できる、社内外の誰から見ても魅力ある企業にする。

(第2回) 事業承継は長期計画で対応

内外環境の変化の影響を小さくするため、早期着手・長期視点で準備する。

(第3回) 売り手のDD必要性 DDにより自社の価値を知り、長所は伸ばし欠点の改善を図り、企業価値の向上に努力する。

(第4回) 事業計画の策定

精度の高い「事業計画」の策定と実績の積み上げで、安定的な経営実績をPRする。

これらの対策を実行することが、収益力のある、環境変化に強い企業に育て、定量的な評価要素ばかりでなく知的資産等の定性的な評価も高め、最終交渉での立場を優位にしてくれます。

成功のポイント

- ①M&Aの三つの基本的企業評価方法と「純資産価額+営業権」の簡便法を知る。
- ②実際の譲渡価格は内外環境要因の影響を大きく受けることを理解する。
- ③事業承継M&Aは長期計画で実施する。
- ④納得できる価格は、事業計画の作成、DD、企業の磨き上げで、長期計画で作り上げる。