

## 中小企業の事業譲渡型 M & A ——企業価値評価と営業権の視点から——

中 井 透

### 要 旨

本稿の目的は、中小企業の事業承継において用いられる事業譲渡型 M&A について、その買収取引価額の元となる企業価値評価のあり方を検討することにある。この目的達成のために、まず、事業承継が親族間の承継だけでなく企業を第三者に売却する事業譲渡型へ広がりを見せていることを確認し、それにともなって企業価値評価の方法も見直しが求められていることを述べる。その上で、純資産価額法と収益還元法を比較検討し、税制改正によって営業権の評価が見直された結果、2つの方法による企業価値はさらに乖離することを事例によって明らかにした。さらに、事業承継、特に事業譲渡型 M&A における企業価値評価は資産価値で評価すべきか収益価値で評価すべきかを明らかにするために、実証分析をおこなった。分析の結果、収益価値が高い事業が承継される確率が高く、超過収益力を有することが企業価値を高める要因であることが明らかになった。

### は じ め に

本稿の目的は、中小企業が事業承継をおこなう際の選択肢の一つとして実施される事業譲渡型 M&A について、その買収取引価額の元となる企業価値評価のあり方を検討することにある。

近年、中小企業においても、M&A を経営戦略の一環として捉えて積極的に取り入れようとする動きが顕著である。こうした中で、問題として浮かび上がるのが買収取引価額の算定方法であり、その元となる企業価値評価の妥当性である。市場取引のない、非公開企業の企業価値評価、株式評価についてはこれまでも各方面で論じられてきているが、近年、その議論が特に耳目を集めるようになってきている。その背景の一つとして、中小企業の中でも、特に同族を中心とする小規模企業の事業承継において後継者がなく、事業を売却する動きが加速していることが挙げられる。

戦後創業された企業が経営者の世代交代を迎える時期にさしかかり、事業承継の問題がクローズアップされてきている。しかし、承継する親族がいない、あるいはいても事業を継がないことで親族への承継がうまくいっていないことが指摘されている。こうした同族企業が事業を継続させるための選択肢として事業を第三者に譲渡する事業譲渡型 M&A が増加しているのである<sup>1)</sup>。このよう

1) 本稿では親族への事業承継と対比する形で、親族以外の第三者への企業の売却を「事業譲渡型 M&A」と呼ぶことにする。なお、事業承継にかかわる M&A の概要と仕組みについては、後藤（2007）、根岸（2007）、木俣（2008）などを参照されたい。

に、事業承継のための M&A が行われるようになると、中小企業、特にオーナー企業経営者の関心は、それまでの相続税対策から買収取引価額に向くことになる。

企業価値評価、あるいは自社株式の評価はその会社の業績を反映するわけであるから、通常は高いほうが望ましく、経営者にとってもこれを高めるために努力するというのが本来の姿である。しかし一方で、中小企業における親族への株式の譲渡、相続という観点からは、可能な限り価値を低めて節税するという誘因が働くことになる。つまり、これまでの同族企業の事業承継における企業評価は低ければ低いほど良いということだったといえるのである。

こうした中で、平成 21 年度税制改正において、相続税評価における営業権の評価の見直しが行われ、評価が引き下げられた。平成 20 年 10 月に遡及適用されたこの改正によって、実質的には営業権は企業価値評価の対象から除外されることとなったのである。

中小企業、特に所有と経営が一致するようなオーナー企業における企業価値評価は、これまで純資産価額法によっておこなわれるのが一般的であった。そもそもオーナー企業を中心とした小規模中小企業が自社株式の評価を必要とするときは、親族間の承継で事業を相続するケースがほとんどだったからである。その観点からは、今回の税制改正のように、相続税対策のために評価を引き下げる動きは正当性があるといえよう。しかし、後継者難の中で、事業譲渡型 M&A が増加傾向にある中、企業価値の評価も見直しが求められているのである。

事業譲渡型 M&A に関心を寄せる経営者は買収取引価額を高く設定したい、つまり企業価値を高く評価したいと考える。一方で、従来型の企業価値評価方法に準拠すれば企業価値は低下し、その乖離はますます広がることになる。そのため、買収価額算定において恣意性が入り込む余地が多くなり、売却側と買収側の双方で買収価額が合意に至らず、交渉が不成立となることも考えられる。その結果、廃業・清算に追い込まれるとすれば、経営者に限らず、当該企業のすべてのステークホルダーにとって損失となるのである。事業譲渡型 M&A における企業価値評価の適正化は喫緊の課題であるといえよう。

本稿の構成は以下のとおりである。続く第 2 節で非公開企業の企業価値について事業承継とのかかわりの中で論じ、本稿における論点を整理する。第 3 節では架空の財務諸表を用いて概算企業価値を算出する。そこでは、純資産価額法、特に平成 21 年度税制改正後の純資産価額法による評価が、企業の超過収益力を考慮した収益還元法による評価と大きく異なることが明らかにされる。第 4 節では実証分析をおこない、企業価値評価における資産価値と収益価値の相対的な位置づけを明らかにする。最後に、第 5 節においてまとめと残された課題について述べる。

## Ⅰ. 非公開企業の企業価値

### 1. 事業承継の類型と M & A

事業承継は、「承継されるものは何か」という視点から、人的承継と物的承継の 2 つによって構

成される。人的承継とは経営権の移転であり、経営資源のうちのヒトの承継である。一方の物的承継とは資産や財産の移転であり、経営資源のうちのモノの承継であるといえる。

これまでのわが国における事業承継では、そのほとんどが物的承継に関心が払われてきた。しかし、近年ではその傾向が変わりつつあり、関心のウエイトが人的承継へシフトしつつある。具体的には、これまでの事業承継問題では、自社株式を中心とした財産、資産をいかに引き継ぐかという相続税対策を問題としたものであったが、これに加えて、企業経営、事業の運営をいかに支障なく引き継ぐことができるかという、後継者対策を中心とした経営の承継が問題視されているのである。

ところで、経営権の承継が M&A によっておこなわれるとき、この取引価額を決定づける企業価値の評価は、非常に客観的で恣意的な概念となる。不特定多数の市場参加者間の需給バランスで株価が形成される公開企業とは異なり、中小企業 M&A 市場では相対で顔の見える相手との交渉となり、そこでは自らの立場を有利にするための主張が展開される。M&A の売り手側企業は少しでも高い価額で売却したいであろうし、買い手側企業は少しでも低い価額で良質な企業を手に入れたいと考えてるのである<sup>2)</sup>。しかし、互いにこのことを主張し、相手を納得させるためには、相応の客観的事実、あるいは根拠が必要となる。では、適正な買収取引価額を決定するための企業価値の評価はどうあるべきだろうか。

## 2. 非公開企業の企業評価と営業権

一般に、企業が発行する株式が市場で評価されている場合、買収価額算出の基礎となる企業価値は株価に発行済株式数を掛けることによって求めることができる。一方で、親族間事業承継や事業譲渡型 M&A を考慮する中小企業の多くは非上場であり、その企業価値評価方法は大別すると以下のようなものとなる。

- ①企業の資産に着目して企業価値を算出する純資産価額法
- ②企業の将来収益に着目して企業価値を算出する収益還元法
- ③企業と類似している他の企業に着目する類似会社（類似業種）比準法

なお、近年では中小企業においても多角的な経営をおこなっているところも多く、類似会社や類似業種を設定して比較の対象とすること自体、現実的ではない場合が多い。したがって、ほとんどの場合は①か②、あるいはこれらの併用方式が採られることになっている。

加えて、企業価値評価がそもそも何を目的としておこなわれるのかを考慮した上で、その評価方法が決定される。青柳（2004）はその目的を、1）投資家による投資意思決定、2）企業の吸収・合併、3）財産価値としての評価、4）経営者による価値評価、に分類して、こうした目的に沿ったかたちで測定をおこなうべきであるとしている。また緑川（2004）も、評価の目的、評価対象物、評

---

2) オーナー企業であっても、必ずしも売却による利益の最大化を図るものではなく、売却利益の高さよりもむしろ、売却後の会社と従業員の将来を重視して買い手側企業を選択しているという調査結果もある。詳しくは、古瀬（2005）を参照のこと。

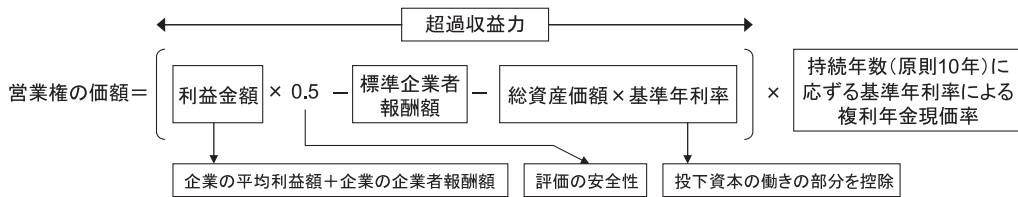


図1 相続税法財産評価基本通達による営業権の算出方法

価を必要とする株主などを決めなければ評価はできないとし、その目的については売買、合併、増資などを挙げている。

本稿が考察の対象とする事業譲渡型 M & A は企業買収取引の一つであり、その目的は経営権の取得、企業の所有である。このように会社の経営を支配することが目的の場合、その評価方法は原則的評価方法に従うとされる。たとえば、会社の規模による分類での原則的評価方法とは、大会社は類似業種比準方式、小会社は純資産価額方式、中会社は両者の併用方式とされている。したがって、中小企業では原則的には純資産価額法によって取引価額は算出されることになる。

ところで、純資産価額算出の根拠となる貸借対照表は、過去から現在に至る経営活動の成果を表したストックとしての会計資料である。企業価値の評価は、これに加えて、買収した相手先企業が将来にわたって稼ぎ出すであろう売上高や利益といったフローの面からの評価もおこなう必要がある。こうした超過収益力の源泉は、優れた商品（製品やサービス）を作り出す技術やノウハウであったり、それが市場で受け入れられるためのブランド力や名声・評判などであったりする。これらの目に見えない資産を営業権として捉えて、企業価値の評価に加えることになる。したがって営業権が高く評価されるほど、企業価値は高くなることになる。

中小企業の事業承継におけるこれまでの企業価値評価、あるいは株式の評価は、その目的が親族間承継にともなう相続税対策としての相続株式価値の評価であった。この、相続税法財産評価基本通達における営業権の価額は図1のように求められる。

相続税法上の観点からすれば、すなわち親族間事業承継がおこなわれる場合においては、営業権は過小評価される方が望ましいことになる。この考えから、これまでも営業権評価の見直しがおこなわれてきたが、「事業承継税制検討委員会中間報告」（2007）において、営業権の計上が過度の負担になっていることを指摘した上で、負の営業権の計上を認めることなどを含め、基準年利率、持続年数について「見直しを行う」と明記されるにいたったのである。この中間報告を受けて、平成21年度税制改正において見直しがおこなわれ、「中小企業における経営の承継の円滑化に関する法律案」の中に「非上場株式における営業権の評価の改正」として盛り込まれることとなった。

## Ⅱ. 事例による考察

本節では簡単な貸借対照表と損益計算書を示し、純資産価額法と収益還元法による企業価値の簡

X年3月31日の貸借対照表				(単位:千円)			
	簿価	修正額	時価		簿価	修正額	時価
現金・預金	80,000		80,000	買掛金	27,000		27,000
売掛金	60,000	-3,000	57,000	支払手形	55,000		55,000
受取手形	15,000	-1,000	14,000	未払金	8,000		8,000
棚卸資産	40,000	-2,000	38,000	長期借入金	119,000		119,000
建物	28,000	7,000	35,000	その他の負債	19,000		19,000
土地	70,000	55,000	125,000	負債合計	228,000		228,000
その他の資産	20,000	5,000	25,000	純資産	85,000		146,000
資産合計	313,000	61,000	374,000	総資産	313,000		374,000

(単位:千円)	
	税引後利益
X-2年3月31日	35,000
X-1年3月31日	32,000
X年3月31日	30,000

図2 事例考察のための貸借対照表と損益計算書

易算出をおこなうとともに、前節でみた税制改正による営業権の見直しが企業価値評価にどのような影響をおよぼすのかの検証をおこなう。

事例考察のための貸借対照表と損益計算書を図2に示した。資産が313百万円、負債が228百万円であるから簿価純資産は85百万円となる。デューデリジェンス前の、簡単な調査によって修正された修正後の時価資産を374百万円とすると、負債には修正がないので、この結果、時価純資産は146百万円となる。

中小企業庁の「事業承継ガイドライン」に示された純資産価額法に従えば、純資産額は上記の通り146百万円となる。「事業承継ガイドライン」ではこれとは別の企業価値算出方法として収益還元法を示し、その算出方法を、税引後利益を資本コストで割って調整額を加減するとしている<sup>3)</sup>。調整額を求めるための一例として、現預金80百万円から借入金119百万円の差額である39百万円を差し引くことにする。こうして算出される収益還元法での企業価値は、純資産法からは100百万円以上も高い261百万円となる。

次に、財産評価基本通達に基づく純資産価額方式で見てみよう。平成21年度税制改正で標準企業者報酬額が引き上げられ、基準年利率も国債利回りを基準としたものからその企業の総資産利益率を基にしたものへと変更された<sup>4)</sup>。この事例の場合、企業の企業者報酬額を10百万円と仮定した場合、改正前では営業権は60百万円となる<sup>5)</sup>。こうして求めた営業権の価額と「直近の税引後利益のどちらか少ない方」を純資産価額に加えるという規定があるので、直近の税引後利益30百万円

3) 「事業承継ガイドライン」(中小企業庁、2006)によれば、「資本コストとは、営業利益を何倍にすれば企業価値になるかを示すもの」であり、「上場会社に匹敵する規模や収益性の会社は7%に近い数値、そうでない会社は10%に近い数値で設定」するとしている。このことから、本稿においては10%と設定している。また、調整額とは、預貯金や貸付金を加算し、借入金や社債を減算した額として示されている。

4) 企業の利益金額に応じた標準企業者報酬額の改正前後の詳細は、「平成20年度税制改正について」(経済産業省、平成19年12月)を参照のこと。

5) 計算注:  $\{(32,333+10,000) \times 0.5 - 7,000 - (374,000 \times 0.02)\} \times 8.983 = 60,065$  千円。

を超えている場合はすべて30百万円を加えることになり、企業価値は176百万円となる。一方、税制改正後の営業権は-106百万円となり、営業権がマイナス評価となることから企業価値は純資産価額である146百万円となる<sup>6)</sup>。つまり、改正後は、超過収益力としての営業権が企業価値評価に組み入れられないことになるのである<sup>7)</sup>。

「中小企業における経営の承継の円滑化に関する法律案」は、事業承継税制の抜本拡充をはじめ、事業承継円滑化のための総合的支援策の基礎となるものであり、これを通じて中小企業の事業の継続・発展を通じて地域経済の活力を維持し、我が国経済の基盤である中小企業の雇用を確保することが目的とされる<sup>8)</sup>。この考え方は、相続税の負担を軽減することで事業承継の円滑化を図るという点で有意義であるとしても、営業権を超過収益力の源泉としたときの企業価値評価の観点からは問題があるといえよう。

営業権の評価を含めた広い意味での企業価値評価にかんするこのような問題は、親族へ相続される事業承継のみを念頭においており、その評価が純資産価額法を基準としていることから発生するものである。事業譲渡型M&Aが増加すれば、これまでとは異なる評価基準が求められることになる。それは、資産価値を評価の基準におく純資産価額法なのか、超過収益力を含めた収益価値を基準におく収益還元法なのであろうか。次節では実証分析を通じて、このことを検討する。

### Ⅲ. 企業価値決定要因の実証分析

#### 1. 分析課題

本節では、企業価値評価における資産価値と収益価値の相対的な位置づけを明らかにすることを目的として、実証分析をおこなう。分析では、中小企業基盤整備機構が2003年11月に実施した「小規模企業経営者の引退に関する実態調査」（以下、調査という）のデータを用いる<sup>9)</sup>。当時の中小企業事業団（現、（独）中小企業基盤整備機構）が運営する小規模共済制度の契約者であり、「個人事業の廃止」、「法人の解散」、「個人事業の譲渡」という3つの事由により2001年から2002年度に共済金を受け取った15,000人を対象としている。有効回答数は3,958、回収率は26.4%である。

分析にあたっては、2つの課題を設定する。まず、事業が承継される企業は承継されない企業と比べて相対的に高い企業価値を有しているとすれば、どのような要因が企業価値の向上に影響しているのかを明らかにすることである。事業承継をおこなっていることは、別の見方をすれば事業承継を行うに足る価値を有する企業であるといえる。そうした企業において、企業価値を決定づける

6) 計算注： $\{(32,333+10,000) \times 0.5 - 16,167 - (374,000 \times 0.05)\} \times 7.722 = -105,791$  千円。

7) 「負の営業権」を認めて純資産価値から差し引く場合は、企業価値はさらに低下する。

8) 経済産業省報道発表「中小企業における経営の承継の円滑化に関する法律案」2008年2月5日。

9) この分析にあたり、東京大学社会科学研究所附属日本社会研究センター SSJ データアーカイブから個票データの提供を受けた。

要因を抽出する。

次に、事業の譲渡先として親族を対象とする事業承継と、親族以外の個人や法人といった第三者を対象とする事業譲渡型 M&A という 2 つの異なる対象を分かつ決定要因を抽出することである。これまで見てきたように、同じ企業であっても、評価をおこなう目的によって企業価値は異なることが予想される。つまり、親族への相続か、M&A による売却かでは、企業価値は異なるはずである。2 つの異なる事業承継のパターンを分かつような、企業価値を決定づける要因を抽出することが課題である。

## 2. 変数の設定

上述のような課題に対して分析をおこなうに当たり、2 つのモデルを設定している。まず、2 つのモデルを明示した上で各モデルでの被説明変数について述べ、その後で説明変数の設定をおこなうことにする。

モデル I は事業承継を行った企業と事業承継を行わずに廃業・清算した企業との間で企業価値に関係する要因を抽出するモデルである。

調査では経営者をやめて共済金を受け取った後に事業をどうしたかたずねている。それによれば「廃業・清算した」が 76.8% (n=3038)、「他の人や企業に譲った」が 17.1% (n=671)、「N.A.」が 6.3% (n=249) となっている。さらに別の質問において、廃業・清算した回答者に対して当該事業を引き受けたい人がいたかどうかをたずねている。これによると、「引き受けたい人がいた」が 17.1% (n=520)、「引き受けたい人がいなかった」が 73.2% (n=2224) となっている。分析に当たっては、「引き受けたい人がいなかった」ために廃業・清算した企業を事業承継した企業との比較対象とする。この両者を分かつ要因を検証するために、被説明変数として、譲渡先にかかわらず「事業承継を行った場合」に 1、事業の引き受け手がなく「廃業・清算した場合」に 0 をとり、企業価値に関する複数の説明変数をとるモデル I を設定する。十分な企業価値を有していれば、企業を存続、発展させるために事業承継がおこなわれているであろうと予測されるので、企業価値を向上させるためにプラスの作用を持つ説明変数は、事業承継をおこなったという被説明変数に対してプラスの影響を与えと考えられる。

モデル II は、低い企業価値で相続したい親族間承継と高い企業価値で売却したい事業譲渡型 M&A で、企業価値に関係する変数は異なるのかを明らかにしようとするモデルである。

調査では、事業を「他の人や企業に譲った」と回答した場合、さらにその譲渡先をたずねている。モデル II では、被説明変数として、この譲渡先が「親族」の場合に 1、「親族以外の個人や企業」の場合に 0 をとる 2 値変数を設定する。事業承継先が親族の場合では相続税対策として企業価値を低くしたいという誘因が働くであろうし、親族以外の個人や企業といった第三者への譲渡の場合では高く売却するために企業価値を高くしたいという誘因が働くであろう。したがって、企業価値を向上させるためにプラスに作用する説明変数は親族へ承継したという被説明変数に対してマイナ

スの影響を与えると考えられる。

次に説明変数について述べる。

企業価値の評価基準については、前節で見たように、特に中小企業における企業価値評価、株式評価を行うに当たって広く用いられているのが純資産価額法と収益還元法である。前者は簿価を時価に修正した純資産価値に超過収益力を示す営業権を加えて算出する。後者の簡便法としては税引後利益+減価償却費を資本コストで割り引くというものである。このことから、企業価値に影響を与える説明変数を設定するに当たり、純資産価額法での企業価値評価において用いられる評価項目を資産価値変数とし、収益還元法で用いられる評価項目を収益価値変数として、各々について、調査から得られる設問と回答をもとに以下のように設定する。

資産価値変数では、①資産と負債のバランスと、②借入金の有無を説明変数とする。資産から負債を差し引いた純資産の多さは企業価値と正の相関をとることが予想され、借入金のある存在は企業価値に負の影響を与えると考えられる。調査では、経営者をやめた時の資産状況について「資産超過」、「資産負債同等」、「債務超過」に分けて回答を求めている。さらに別の質問において、経営者をやめることを決めた時点における金融機関からの事業用資金の借入について「借入があった」、「借入はなかった」に分けて回答を求めている。

このことから、資産価値をベースとした企業価値と事業譲渡との関係を見るため、「資産超過」を1、「資産負債同等」と「債務超過」を0とする変数を資産超過ダミーとし、逆に「債務超過」を1、「資産負債同等」と「資産超過」を0とする変数を債務超過ダミーとする。加えて、「借入があった」場合を1、「借入はなかった」場合を0とする変数を借入金ダミーとして、それぞれ設定する。

資産超過の度合いは純資産の厚みを示すものであり、資産の有効活用の結果を表している。したがって、純資産が多い企業の企業価値は高くなり、こうした企業は承継される確率が高いと予想されるので、モデルⅠにおいて、資産超過ダミー変数で予測される係数の符号は+、債務超過ダミー変数で予測される係数の符号は-である。

借入金ダミーについては、借入金があるかないかの択一での回答となっているため借入金額は示されていないが、借入金がある場合は企業価値の低下をもたらすと考えられるので、モデルⅠにおける借入金ダミー変数の係数符号は-が予測される<sup>10)</sup>。

モデルⅡは親族に対して事業承継を行う確率を推計するモデルであり、企業価値を低下させたい誘因が働くことを検証するモデルである。したがって、予測される係数の符号はモデルⅠと逆になると考えられるので、資産超過ダミーでは-、債務超過ダミーと借入金ダミーでは+である。

収益価値変数では、①過去の実績値としての会計的利益と、②将来にわたって稼ぎ出す超過収益

10) 分析の対象となる小規模企業においては、金融機関から融資を受けることができる方が信用力が高く優良企業であるゆえに、借入ができない企業と比較して企業価値が高いという見方もある。しかし、本稿では、貸借対照表の修正において負債の存在は純資産修正時にマイナス評価されるという点を重視した考えをとっている。



力の源泉となる変数を説明変数とする。

まず会計的利益に関わる収益価値の変数について述べる。調査では、経営者をやめることを決めた時点における売上高と経常利益の状況について回答を求めているので、これを用いることにする。売上高については前年同期に比べて「増加傾向」、「横ばい」、「減少傾向」に分けているが、回答では「減少傾向」が圧倒的に多く「増加傾向」はほとんどない。よって、「減少傾向」を1、「横ばい」および「増加傾向」を0とする売上低迷ダミーを設定する。

経常利益については、「直近黒字」、「直前期のみ赤字」、「2期連続赤字」に分けて回答を求めている。赤字であれば正の企業価値は算出されないので、「直近黒字」を1、「直線期のみ赤字」および「2期連続赤字」を0とする経常黒字ダミーを設定する。

次に、超過収益力にかかわる企業価値の変数について述べる。調査では、経営していた事業で競争相手や同業者と比べて独自の仕入先や商品の売り方、陳列方法、技術、ノウハウなどの強みの有無について「強みがあったと思う」、「強みはなかったと思う」に分けて回答を求めている。この強みは相対的な競争優位の源泉であり、将来にわたって超過収益力をもたらす要因であると考えられる。したがってここでは、「強みがあったと思う」を1、「強みはなかったと思う」を0とする超過収益力ダミーを設定する。

収益価値をベースとした企業価値の各変数の、予測される係数の符号を整理しておこう。まず過去の実績値としての会計的利益については将来の予想損益計算書を作成する上での基準となるものであるから、実績値の趨勢が伸張傾向にあるか、あるいは悪くても現状維持でないとプラスの企業価値は生み出されない。また、超過収益力についても、将来の企業価値の向上に貢献する要素となる。

したがって、モデルⅠでは、売上低迷ダミーで予測される係数の符号は－、経常黒字ダミーで予測される符号は＋である。また、超過収益力ダミーで予測される符号も＋である。モデルⅡの親族への承継は企業価値を低下させる方向に作用することは既述の通りであるので、モデルⅠとは逆となり、売上低迷ダミーが＋、経常黒字ダミーと超過収益力ダミーが－と予想される。以上をまとめると、表1のようになる。

表1 各モデルで設定される説明変数と予想される係数の符号

	モデルⅠ	モデルⅡ
資産価値	資産超過ダミー	＋
	債務超過ダミー	－
	借入金ダミー	＋
収益価値	売上低迷ダミー	－
	経常黒字ダミー	＋
	超過収益力ダミー	－

### 3. 分析結果と解釈

モデルⅠでは2,895件の母集団から、モデルに組み込まれる各変数に対して有効回答を絞り込んだ結果、分析対象は1,828件となった。同様に、モデルⅡでは分析対象は429件となった。

まず、モデルⅠの平均値および差の検定結果を見ていくことにしよう。表2に示される通り、借入金ダミーを除く5つの変数で、事業承継をおこなった企業群の平均値は企業価値を向上させる値となっている。加えて、有意水準も、これら5つの変数すべてで1%有意となっている。このことから、相対的に高い企業価値を有する企業が事業承継されていることが明らかになった。

次にモデルⅡの平均値および差の検定結果であるが、これは表3の通りである。親族間承継をおこなった企業群の平均値は、第三者への譲渡(M & A)と比べて、相対的に企業価値を低下させることになる予測されていた。結果は、資産超過ダミー、借入金ダミー、売上低迷ダミー、超過収益力ダミーの4変数で予測どおりとなったものの、超過収益力ダミーが1%水準、借入金ダミーが10%水準で優位となった以外、有意さは認められなかった。

以上のように、被説明変数でグループ分けした企業群の平均の差を検定した上で、個別のサンプルがもたらす被説明変数の生起確率を確認するために、2値変数を被説明変数とするプロビット順序回帰分析をおこなった。検証結果は表4のとおりである。

表2 承継した企業群と承継しなかった企業群の比較

	最小値	最大値	事業譲渡		廃棄・清算		t 値
			平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
資産超過ダミー	0	1	0.522	0.500	0.395	0.489	4.764***
債務超過ダミー	0	1	0.134	0.341	0.207	0.405	-3.451***
借入金ダミー	0	1	0.330	0.471	0.303	0.460	1.092
売上低迷ダミー	0	1	0.609	0.488	0.865	0.342	-12.291***
経常黒字ダミー	0	1	0.607	0.489	0.282	0.450	13.007***
超過収益力ダミー	0	1	0.592	0.492	0.417	0.493	6.524***
観測数			448		1380		

\*\*\*=1%水準で有意.

表3 親族間承継企業群と第三者譲渡企業群の比較

	最小値	最大値	親族間承継		M&A		t 値
			平均値	標準偏差	平均値	標準偏差	
資産超過ダミー	0	1	0.511	0.501	0.536	0.500	-0.515
債務超過ダミー	0	1	0.116	0.321	0.142	0.350	-0.807
借入金ダミー	0	1	0.389	0.489	0.280	0.450	2.401*
売上低迷ダミー	0	1	0.626	0.485	0.598	0.491	0.589
経常黒字ダミー	0	1	0.637	0.482	0.594	0.492	0.901
超過収益力ダミー	0	1	0.479	0.501	0.674	0.470	-4.140***
観測数			190		239		

\*\*\*=1%水準, \*=10%水準で有意.

まず、モデルⅠの検証結果から見ていくことにしよう。

資産価値変数の3つの変数については、債務超過ダミーのみ符号が整合的であったが、有意さは認められなかった。借入金ダミーは予測した符号とは整合しなかったが、1%水準で有意な結果となった。収益価値変数では、売上低迷ダミー、経常黒字ダミー、超過収益力ダミーのすべてにおいて符号が整合的であり、いずれも1%水準で有意となった。

以上のようなモデルⅠの検証結果をまとめるとともに解釈すると、次のようになる。すなわち、事業が承継されるか廃業・清算されるかを分かつ要因として資産価値に関する変数よりも収益価値に関する変数で有意さが認められ、なおかつ、その有意水準は高いものであった。事業承継される企業が相対的に高い企業価値を有しているとすれば、企業価値を決定づける要因として収益価値の変数が影響を与えていると見ることができる。つまり、事業承継か廃業・清算かの意思決定に限れば、その際に求められる企業価値の評価は収益価値にもとづいておこなわれる方が妥当性があると解釈できるのである。

次にモデルⅡの検証結果を見ていこう。

資産価値変数では、資産超過ダミーと借入金ダミーの符号が整合的であり、このうち、借入金ダミーについては1%水準で有意であった。債務超過ダミーの符号は整合的ではなく、有意さも認められなかった。収益価値変数では、売上低迷ダミー、超過収益力ダミーの符号が整合的であり、このうち超過収益力ダミーは1%水準で有意さが認められた。経常黒字ダミーは符号が整合的でなく、有意さも認められなかった。

以上のようなモデルⅡの検証結果から、借入金の存在が企業価値を低下させることにつながり、超過収益力を有することが企業価値を高めることにつながると解釈することができる。すなわち、

表4 プロビット順序回帰分析の結果

	モデルⅠ	モデルⅡ
資産超過ダミー	-0.024 (0.079)	-0.107 (0.145)
債務超過ダミー	-0.118 (0.105)	-0.312 (0.214)
借入金ダミー	0.261*** (0.079)	0.365*** (0.141)
売上低迷ダミー	-0.531*** (0.085)	0.084 (0.141)
経常黒字ダミー	0.608*** (0.081)	0.233 (0.154)
超過収益力ダミー	0.281*** (0.068)	-0.507*** (0.127)
疑似 $R^2$	0.171	0.082
n	1828	429

\*\*\*=1%水準で有意。カッコ内は標準誤差。

企業価値評価において、親族間承継では評価を低くして節税を意識し、第三者への M&A では評価を高くして取引価額を吊り上げるという誘因が生じるとすれば、評価の引き下げには借入金が存在が、評価の吊り上げには超過収益力を有していることが重要な要因となることが示されたと解釈できるのである。

企業価値を高めるために、超過収益力が大きく影響しているとすれば、税制改正による営業権の評価の引き下げによる実質的な評価対象からの除外措置は、純資産価額法による買収価額算定において譲渡側企業にとって不利な結果をもたらすことになるのである。

#### Ⅳ. まとめと今後の課題

本稿では、中小企業が事業承継をおこなう際の選択肢の一つとして実施される事業譲渡型 M&A が増加しているという背景を受けて、その買収取引価額の元となる企業価値評価のあり方について検討を加え、実証分析をおこなってきた。

原則として、非公開の中小企業の企業価値評価は純資産価額法に拠ってきた。企業価値を向上させて株価を高くする必要がない中小企業にとって、企業価値とは相続税評価において考慮するものであり、評価を低くすることに関心が向けられていたのである。資産の圧縮などを通して評価を引き下げて企業価値を低下させるためには、純資産価額法が適していたといえよう。その中で敢えて純資産価額法の問題点を挙げるとすれば、資産価値に加える営業権が高く評価されてしまい、結果として企業価値が高くなってしまったことであった。しかし、この問題点も、平成 21 年度税制改正によって営業権の評価の見直しがおこなわれ、実質的にはゼロ、ないしはマイナスの評価となり、企業価値はますます低下することになったのである。事業承継の対象が親族であり、相続税対策が関心事である場合はこれで良かったことになる。

しかし、親族間事業承継以外の選択肢として企業を第三者に売却する事業譲渡型 M&A が増加するにしたがい、企業価値評価の方法も見直しが迫られるようになってきた。そこで本稿では、純資産価額法に加え、収益還元法による企業価値評価を事例に基づいて比較検討し、この両者の乖離が営業権評価の見直しでさらに広がっていることを確認した。その上で、企業価値を適正に評価するためには、資産価値、収益価値のいずれに重きをおくべきかについて実証分析をおこなったわけである。

分析に当たっては 2 つのモデルを設定した。モデルⅠは、事業が承継される企業は承継されない企業と比べて相対的に高い企業価値を有しているとすれば、どのような要因が企業価値の向上に影響しているのかを明らかにするものである。検証結果として、事業が承継されるか廃業・清算されるかを分かつ要因として資産価値に関する変数よりも収益価値に関する変数で有意さが認められ、なおかつ、その有意水準は高いことが明らかにされた。事業承継される企業が相対的に高い企業価値を有しているとすれば、企業価値を決定づける要因として収益価値の変数が影響を与えていると

見ることができる。つまり、事業承継か廃業・清算か意思決定に限れば、その際に求められる企業価値の評価は収益価値にもとづいておこなわれる方が妥当性があるとの結論を導出するにいたったのである。

モデルⅡは、事業の譲渡先として親族を対象とする事業承継と、親族以外の個人や法人といった第三者を対象とする事業譲渡型 M&A という2つの異なる対象を分かつ決定要因を抽出するものである。モデルⅡの検証結果として、借入金が存在が企業価値を低下させることにつながり、超過収益力を有することが企業価値を高めることにつながるとの結論を得た。すなわち、企業価値評価において、評価の引き下げには借入金が存在が、評価の吊り上げには超過収益力を有していることが重要であることを導出したのである。

企業価値を高めるために、超過収益力が大きく影響しているとすれば、税制改正での営業権の評価の引き下げによる実質的な評価対象からの除外措置は、M&A 取引における取引価額算定において譲渡側企業にとって不利な結果をもたらすことになるのである。少なくとも事業譲渡型 M&A においては、収益還元法による企業価値評価を取り入れるべきであると考えられるのである。

では、収益還元法によって企業価値を求めるための、将来の期待収益はどのようにして求めるのであろうか。大企業と異なり、業績に安定性を欠く中小企業の将来の収益を予測することは困難がともなう作業となる。加えて、将来の予測収益を決定づけるのはその企業のビジネスモデルであり、このビジネスモデルを構築するのは事業承継前の現任経営者である。この点に鑑みれば、M&A 後の新しい経営者によってもたらされる期待収益を現在価値に還元しなくてはならないことになるが、この予測はさらに困難をともなうことになる。

また、たとえば本稿の脚注でも触れたように、所有と経営が一致するような同族企業においては、利益を出すことは必ずしも最終目的ではない場合が多く、定量的な分析だけでは企業の実態を十分に把握できない。本稿ではアーカイブデータをもとに分析をしたわけであるが、ここで得られた知見を出発点として、企業の実態把握に努めなければならない。そうすることで、後継者のビジネスモデルとそこから期待される将来収益の予測も現実味を増してくると思われる。

\* 本研究の一部は京都産業大学総合研究支援制度（平成 20 年度）によるものである。

## 参 考 文 献

- 青淵正幸（2004）「企業価値の測定手法」、亀川雅人編著、『ビジネスクリエーターと企業価値』、創成社、pp. 235-248
- 木俣貴光（2008）『幸せな事業承継は M & A で』、アーク出版
- 後藤孝典監修（2007）『中小企業の組織再編・事業承継—法務、税務、会計実務の主要論点—』、中央経済社
- 事業承継税制検討委員会（2007）「事業承継税制検討委員会中間報告」、事業承継協議会
- 中小企業庁（2006）「事業承継ガイドライン」、中小企業庁
- 根岸良子（2007）『事業承継と M & A—事例に見る親族承継か売却かその選択肢—』、銀行研修社

古瀬公博（2005）「市場化しにくい財の市場プロセス—中小企業売買市場の定性的調査—」, 『企業家研究』  
2号, 1-15頁

緑川正博（2004）『非公開株式の評価—商法・税法における理論と実務』, ぎょうせい

## Corporate Succession and M&A —From a Viewpoint of Evaluation of Corporate Value and Goodwill—

Toru NAKAI

### ABSTRACT

The purpose of this paper is to examine about an ideal method of the corporate value evaluation about mergers and acquisitions in the succession of small business. To achieve this goal, at first, we show that succession shows an expanse to a transfer type not only between relatives but also to the third parties. According to this expanse, the method of corporate value evaluation needs to be reexamined. We then made a comparative study of a net-assets value method and the discount cash flow method, also examine an effects of change of goodwill evaluation by tax reform act. Finally, we made a regression analysis to find determinants of corporate value. According to the analysis, revenue and profit factors are important to determine corporate value, and so discount cash flow method should be taken for appraise mergers and acquisitions in the succession to the third parties.