

工業団地立地調査事業（第18回）調査報告書

—企業売買と工場評価—

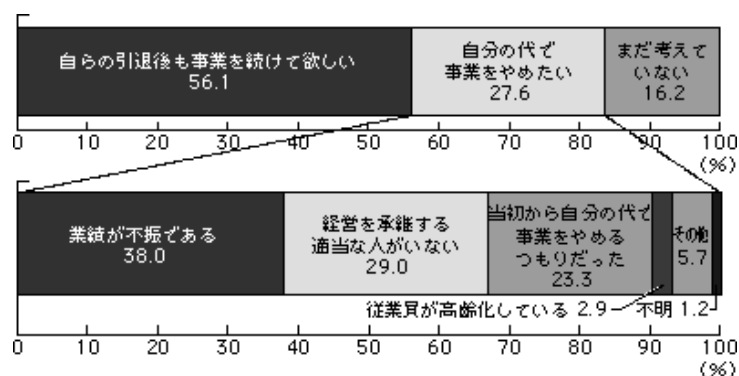
(はじめに)	2
第1部 企業売買(譲渡)の実態	5
1. M&Aとは	5
2. 合併	5
3. 買収	6
4. M&Aを行うメリット・デメリット	8
5. M&Aの実態	12
第2部 企業評価の方法	17
1. 原価法	17
(1)純資産総額	17
(2)資産の内容	18
(3)負債の内容	18
(4)評価方法	19
(5)営業権	19
2.比較法	20
3.収益価値を基準とする方法	22
(1)収益について	22
(2)現在価値とは	23
(3)キャッシュフロー	23
(4)残存価値	24
(5)割引率	25
4. その他の方式	25
第3部 不動産評価と企業評価の違い	26
第3部 不動産評価と企業評価の違い	27
第4部 事業収益に基づく工場不動産の評価	30
1. 純収益の求め方	30
2. 還元利回り	31
3.事例による計算	33
第5部 まとめ	38

(はじめに)

従来、企業が工場を売却する理由としては、不採算事業の縮小・閉鎖あるいは後継者難で廃業することが大半でした。特に中堅・中小企業にとって後継者難は深刻な問題で事業廃止の大きな理由となっています。

2002年に(財)中小企業総合研究機構が行った「事業承継に関する実態調査」によれば、自分の代で廃業を考えている経営者は27.6%にのぼり、その理由としては「業績が不振である(38%)」に次いで「経営を承継する適当な人がいない(29%)」となっています。

第1図 事業継続意思と事業継続を希望しない理由

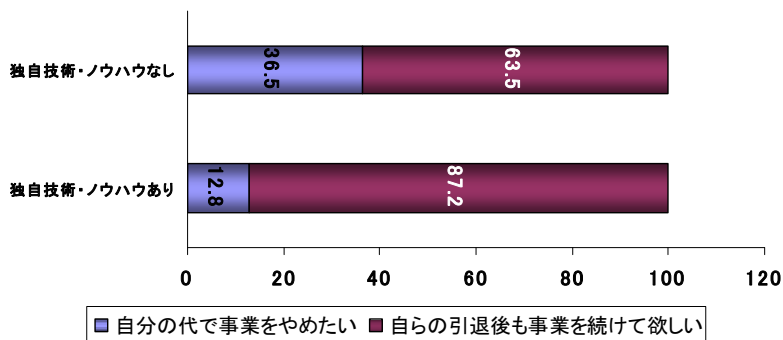


資料:(財)中小企業総合研究機構「事業承継に関する実態調査」(2002年)以下同じ

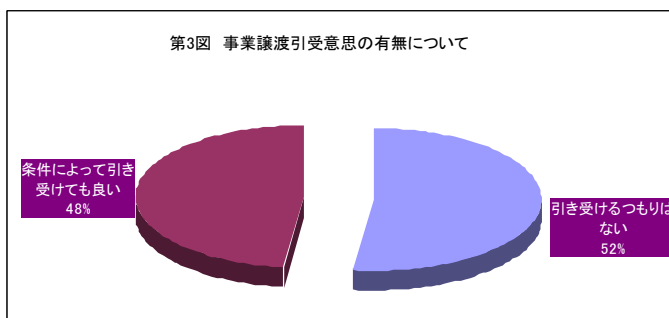
廃業を前提に売却する場合、既存の建物や設備は廃却し、跡地を商業施設や住宅用地に転換利用することが多かったため、工場そのものというより更地としての評価となっていました。

しかし最近では、後継者難であっても廃業せず、事業を継続するケースも見られるようになりました。高い技術力やノウハウ・有力取引先などを持っていれば経営者は事業の継続意思が高く、買取企業側も事業譲渡を受け入れる意欲が高いのです。

第2図

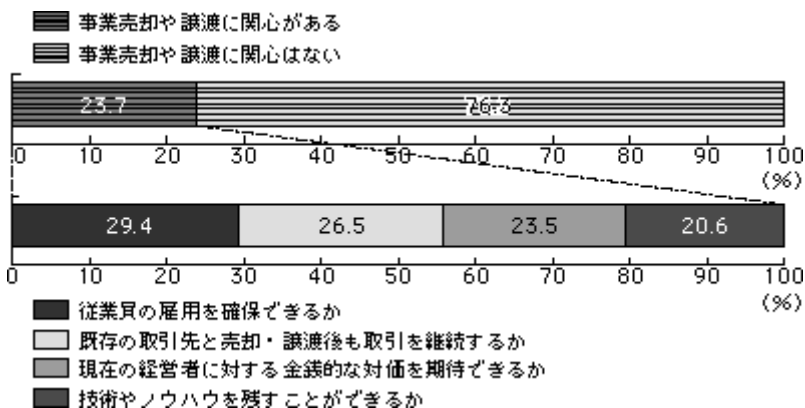


第3図 事業譲渡引受意思の有無について



これを裏付ける調査結果が第4図です。一般に企業の経営者は、企業を「自分と一心同体」と考える傾向にあると言われていますが、実際には事業売却・譲渡や事業受け入れを考える経営者が相当数いることが伺えます。

第4図 他社への事業売却や譲渡への関心



経営の合理化・グローバル化を進めた結果、あるいは独自の技術やノウハウをもちながら後継者がおらず事業の継続が難しい場合は、M&A(企業買収)により自社工場を事業ごと売却する事例も増えてきました。

このように工場を保有する企業では今までのように清算・廃業するわけではなく、継続使用したまま他社に譲渡することも雇用を大事にする立場から選択肢の一つとして加えられることになってきました。

この場合工場は継続使用したまま、他の企業に売却されるわけですから、土地の評価(更地評価)ではなく、当該工場の収益性が評価されます。また買収する側の企業にとっても、買収計画の段階で、買収先企業の企業価値や工業価値を知る必要があります。またM&A後に取得した資産の適正な価値を把握する必要があります。

更に、バブル崩壊後の資産デフレ環境下では資産の「所有価値」(≒簿価)より「使用価値」が目されるようになってきており、収益性を重視した評価が必要とされています。また、固定資産の減損会計が導入されれば、売却を待たずして工場等の使用価値を求めることが必要となってきます。

工業団地内の工場などの用地が大量に売れ残っている現状や、工場の海外流出などのニュースを耳にすることが多い昨今、工場価値を単なる簿価ではなく収益性で評価することの必要性を感じておられることも多いと思います。

そこで今回の調査では4部構成にわけ、

第1部 企業売買(譲渡)の実態

第2部 企業評価の方法

第3部 不動産鑑定評価と企業評価の違い

第4部 事業収益に基づく工場不動産の評価の方法

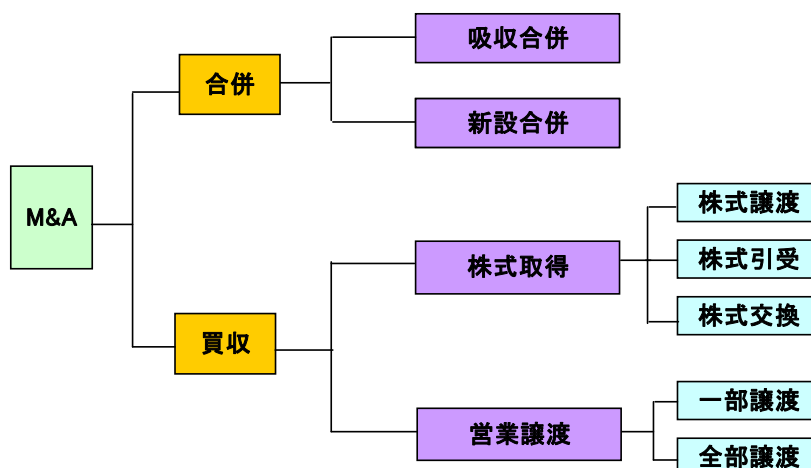
について調査研究することとしました。

第1部 企業売買（譲渡）の実態

企業の売買の代表的なものがM&Aといわれるものです。この言葉は最近ではちよくちよく聞かれるようになりました。

1. M & Aとは

M&Aとは企業の合併と買収のことを指します。一般的にM&Aという場合「会社もしくは経営権の取得」を意味します。M&Aには色々な形態・方法がありますが、その中でよく用いられるものは下表の通りです。逆に買収または合併される企業からすれば、M&Aによる売却処分等ということになります。



2. 合併

合併とは、複数の会社が合体して1つの会社になることです。

法的(商法408条以下)にみると新設合併と吸収合併に分けられます。

- ①新設合併とは、2つ以上の会社が合併し、まったく新たな会社をつくることをいいます。実際には、時間やコストを要し手続きが煩雑となるため、殆ど行われていないのが実情です。
- ②吸収合併とは、合併当事者のどちらか一方が存続会社となり、他方が消滅会社となることをいいます。例えばA社がB社を吸収して1つの会社になる場合、A社が存続会社と

なり、B社は消滅(解散)します。この場合B社の資産や負債、技術や人材などは原則として存続会社に継承されます。この際AB両社の価値を評価し、ほぼ等しくなる比率で株式を交換します。これが「合併比率」といわれるものです。AB両者の合併比率が1:3であれば消滅するB社の価値はA社の1/3だったことになります。なお吸収されるB社が債務超過である場合は合併を行うことができません。(逆にA社が債務超過であっても合併は可能です)。

合併は、容易に規模の拡大が出来るというメリットがありますが、手続きがやや煩雑なこと、企業文化や給与体系、労働組合の違いから統合に手間がかかることなどから中小企業の合併例は多くありません。また買い手が未公開企業の場合、消滅会社の株主は受け取った株式の現金化が難しく創業者利益が実現しにくいことも合併が少ない理由の一つにあげられます。

3. 買収

企業買収とは、相手企業の株式・資産・営業権を買収することにより事業を引継ぐもので、方法として株式取得と営業譲渡に分けられます。

1. 株主取得には更に①株式譲渡②株式引受③株式交換があります。

① 株式譲渡とは、買い手が代金を払って株式を譲り受けることをいいます(商法 205 条)。

この方法は、合併などと異なり買手が株式を購入するための資金を用意する必要があります。しかし手続き上は、株主総会の開催が不要で、買収側は対価の支払、被買収側は株券を引き渡すのみで終了するため、手続きも簡単なことから中小企業でも適している方法といえます。

② 株式引受けとは、売り手企業が新株発行(第三者割当増資)を行い、買い手に引き受けってもらう形態をいいます。株式譲渡と異なり、売り手企業自体が買収代金を取得するこ

とができるため、グループや親企業の傘下に入り、企業としての活動を継続する場合に有効です。この場合売り手企業の代表者の処遇が問題となります。

- ③ 株式交換とは、相手会社の株式の取得に必要となる買収資金を現預金ではなく自社の株式発行でまかなう方法をいいます。この方法は、伝統的な企業を新興の企業が買収するケースなどに利用されます。伝統的な企業は工場・施設等を大量に保有しているため、成長性がなく株価が低いにも関わらず買収金額が巨額となります。一方で現預金を保有していない新興企業が自社の高い株価を利用して買収できるように考案された制度です。

株式交換のメリット・デメリットは以下のとおりです

	買収側企業	売却側企業
メリット	① 買収資金が必要ない ② 合併に比べ手続きが簡単 ③ 法律的には別法人となるため、別法人としての運営が可能	① 企業規模が拡大しスケールメリットが受けられる ② 合併に比べ手続きが容易 ③ 法律的には別法人として残るため従業員等の心理的な抵抗感が少ない
デメリット	① 売手企業の株主が新たに株主として加わるため同族経営からの脱却が求められるケースがある ② 簿外債務があると間接的に引き継ぐ必要がある ③ 買収価額の内営業権相当額には償却額がなく節税効果がない	① 株式取得に比べると手続きがやや煩雑 ② 買収企業(買手企業)が非公開企業であると株式の現金化が難しい。

以上のように株式取得には3方法がありますが、メリットとしては、①合併や営業譲渡と比較して手続きが簡単②株券の交付と株主名簿の書換のみで足りるということがあげられます。

一方デメリットとしては以下の3点があげられます。

- ① 不要なものも含めて全ての事業を承継する結果となる
- ② 簿外債務・偶発債務のリスクがある
- ③ 支配権の移転を伴うような場合、対象会社の資金調達のために信用の供与を求められることがある

(2) 営業譲渡

営業権、工場、機器等一切を譲渡するもの。自社では有意義に活かせないが他社では活かせるという部門や、企業規模を縮小して身軽になる場合に活用できます。

営業譲渡でのメリット及びデメリットは以下の通りです。

	買収側企業	売却側企業
メリット	① 簿外債務・不良資産を引き継ぐ必要がない。 ② 企業規模の拡大によるスケールメリットが期待できる。 ③ 買収の内営業権相当は償却可能なため節税効果が見込める。 ④ 建物等の償却資産についても償却可能なため節税効果が見込める。	① 売却代金が手に入る。 ② 一部門だけの売却が可能。 ③ 不採算部門の売却による企業価値の向上が見込める
デメリット	① 買収資金が必要である ② 譲渡対象の個別の権利義務にそれぞれ移転手続又は債権者等の承諾が必要となる。	① 手続きが煩雑 ② 営業譲渡後清算する場合には、譲渡時40%の法人税・清算時に50%の所得税と二段階の税負担を強いられる可能性がある。

たとえば、会社を「家」だとすると、(1)株式の買取りは「中古の家の購入」、(2)営業譲渡は「(家は買わずに)家具だけ購入」、(3)新株発行・第三者割り当ては「相部屋になる」ようなものといえるでしょうか。

4. M&Aを行うメリット・デメリット

M&Aを行うメリット・デメリットは以下のようなものがあります。

① 売り手側からのメリット

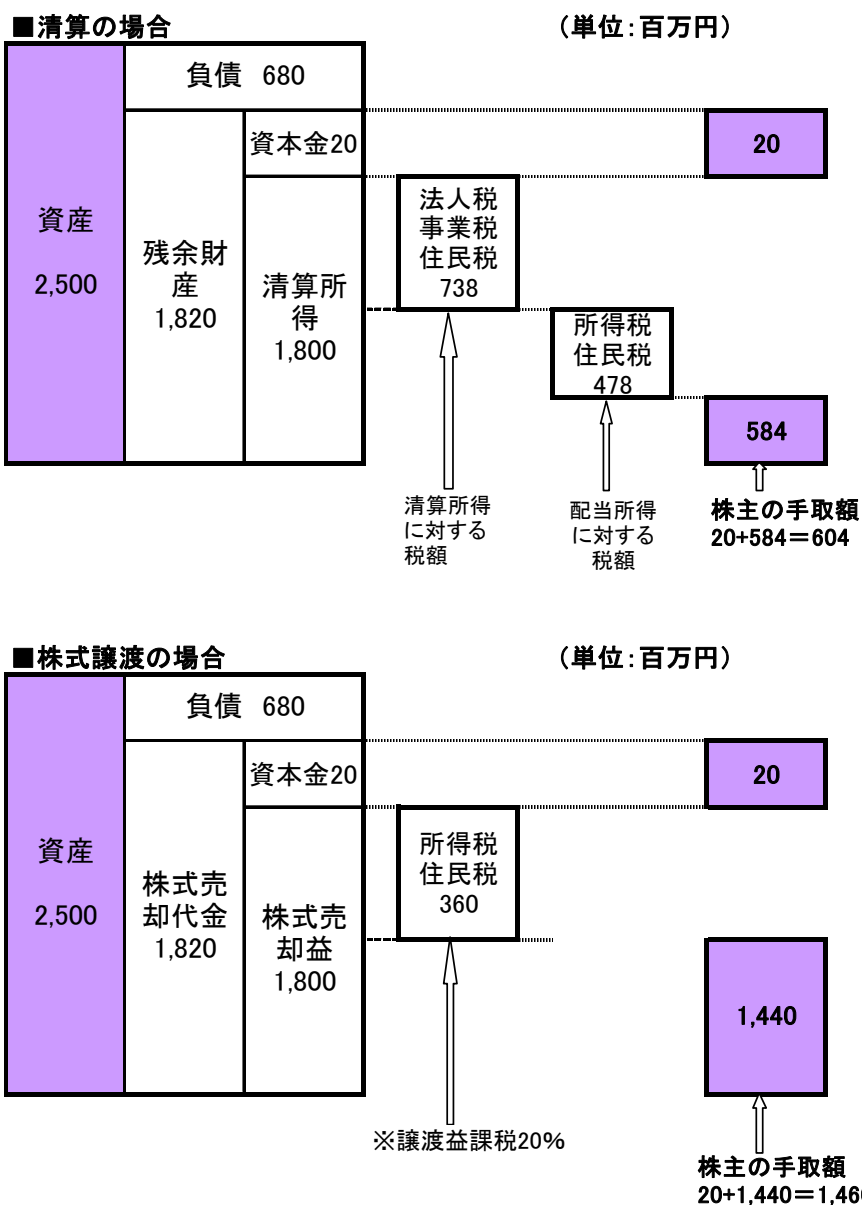
自社の事業分野のなかで、不採算や低成長分野を売り渡すことで、得意分野に経営力資源を集中でき、企業の体質を強化することにつながります。さらに大手企業の子会社になれば事業基盤の強化や潤滑な資金調達、社内体制の整備などが進み、また業界での地位の保全に繋がります。

後継者難に悩む中堅・中小企業は数多くあり、存続すら危ういケースがあります。しかし廃業や清算は取引先や従業員などに大きな影響を及ぼします。特に独自の技術やノウハウ・顧客を持つ企業は、M&Aにより新たに企業存続と発展の可能性ががあります。

また M&A で株式譲渡する方が株主の手取額が大きくなります。これは税法上の違いによるもので、企業規模や資産内容によって異なりますが、M&A の方が約 2.4 倍手取額が大きくなります。

株主の手取額の比較

出典：大阪商工会議所 M&Aハンドブック



※税制改正により、平成 16 年 1 月 1 日から譲渡益課税率が従前の 26%から 20%に減税されました。

② 買い手側からのメリット

※新分野進出・事業の多角化

企業が新たな分野へ進出したり、事業の多角化を進めるにはかなりの時間やコストがかかります。そればかりではなく、大きな危険性も抱えることとなります。M&Aを行えば、時間やコストをかけずに新分野への進出が可能となります。また発展性の高い事業を行って会社をM&Aで獲得できれば多大なリスクを抱えずに済みます。

※既存事業の規模拡大

業界内での企業間競争が激しい場合には同業他社をM&Aで入手すれば、業界内でのシェアの拡大を図れますし、コスト負担の軽減も期待できます。とくに投資や研究開発費の大きな業界ではメリットが大きいと考えられます。

※事業内容の補完や相乗効果

M&Aにより自社に欠けている技術や販売チャンネル、販売地域、顧客などを得ることができるので、市場競争力を高める相乗効果を狙うことが可能となります。

デメリットとしては以下のものがあげられます。

- ① 財務内容を明瞭にしておかないとM&A自体が成立しない。
- ② 売手企業(売却企業)について十分な事前調査をしないとM&A後に大きな問題が発生する場合があります。特に簿外債務等が存在するとそのままそのリスクを負うこととなります。従業員が離反する場合があります。これは売手・買手両方の企業にいえることです。
- ③ 多くの場合買手企業の労働条件に合わせるようになります。
- ④ 買手企業によってはM&A後に過激なリストラを要求してくる場合があります。
- ⑤ 買手企業との企業文化・風土の融合が課題となります。
- ⑥ 企業によっては株式公開をした方が創業者利益が大きくなる場合もあります。

各方法のメリット・デメリット及び手続きを比較すると下記の通りです。

M&Aのメリット・デメリット

出典:「M&A実務ハンドブック」中央経済社

	合併	株式取得			営業譲渡
		株式譲渡	株式引受	株式交換	
M&A資金	不要	必要	必要	不要	必要
手続き	煩雑	買収会社の調査に多少時間を要する	簡単	煩雑	株式交換、合併よりは簡単。
偶発債務に対するリスク	有り	有限責任の範囲内であり	有限責任の範囲内であり	有り	有る場合もあり
経営権の取得	有り	有り	有り	有り	譲り受けた事業部分はある
税務面	原則課税関係は生じない。交換交付金に対する課税あり。	譲渡側は株式売却益に対する課税関係が生じる。	原則課税は生じない。	原則課税関係は生じない。交換交付金に対する課税あり。	譲渡側は通常の譲渡課税が生じる

M&Aの手続き比較表

	合併	株式取得			営業譲渡
		株式譲渡	株式引受	株式交換	
譲渡側の承認等	株主総会の特別決議	譲渡制限がある場合は取締役会の承認	取締役会の決議	株主総会の特別決議	全部又は重要な場合は株主総会の特別決議
譲受側の承認等	株主総会の特別決議、簡易合併は取締役会決議	重要な場合は取締役会決議	重要な場合は取締役会決議	株主総会の特別決議、簡易交換は取締役会決議	営業全部の譲り受けは規模が小さい場合を除き株主総会の特別決議
譲受法人の債務の引継ぎ	債権・債務は包括的に承継する。	譲渡法人はそのまま存続するので、債務の引継ぎはない。	譲渡法人はそのまま存続するので、債務の引継ぎはない。	譲渡法人はそのまま存続するので、債務の引継ぎはない。	個別契約によるので一定の手続きにより引継ぎがないことも可能
譲受法人の従業員の引継ぎ	従業員も包括的に承継する。	譲渡法人はそのまま存続するので、従業員の引継ぎはない。	譲渡法人はそのまま存続するので、従業員の引継ぎはない。	譲渡法人はそのまま存続するので、従業員の引継ぎはない。	従業員の同意があれば引継ぐことも可能
譲受法人の偶発債務の引継ぎ	偶発債務も包括的に承継する。	株主有限責任の範囲内	株主有限責任の範囲内	株主有限責任の範囲内	責任を負う場合もある
公正取引委員会への届け出	事前届出必要	一定の条件を超えた場合は届出を要する。	一定の条件を超えた場合は届出を要する。	一定の条件を超えた場合は届出を要する。	事前届出必要
行政上の許認可	吸収合併は引継ぎ可能。新設合併は引継ぎない。	譲渡法人はそのまま存続するので許認可に変化なし。	譲渡法人はそのまま存続するので許認可に変化なし。	譲渡法人はそのまま存続するので許認可に変化なし。	引き継ぎない
証券取引法の制限(株式公開会社)	臨時報告書の提出が必要	10%以上は売買報告書必要	10%以上は売買報告書必要	臨時報告書の届出が必要	臨時報告書の届出が必要
手続きに要する期間	相当の期間を要する	短期間	短期間	相当の期間を要する。	比較的少ない期間でできる

5. M&Aの実態

(1)わが国のM&Aの現状

わが国のM&Aの現状は以下のとおりです。

年度	形態別M&A件数		
	合併	買収	営業譲渡
1986	30	169	59
1987	20	156	44
1988	33	186	102
1989	34	317	57
1990	144	379	70
1991	103	239	83
1992	78	205	70
1993	248	86	89
1994	137	191	117
1995	191	206	107
1996	318	272	146
1997	357	248	188
1998	358	311	268
1999	570	434	685
2000	599	528	485
2001	1,327	617	623
2002	655	710	707

出典：M&A専門誌マール

1980年代後半のバブル期には、日本企業による外国企業のM&Aが盛んに行われ、案件数も増加しましたが、その後バブル崩壊により資金調達が困難となり、それまで拡大進出件数が頭打ちになり一転減少に転じています。

バブル期に築いた余剰設備・余剰設備・不良再建をかかえた日本企業はリストラ・再生を迫られ、このプロセスの中で生き残りとしての戦略としてM&Aが活用されるようになりました。

またリストラによる売りに出される日本企業が急増している環境もあって外国企業による日本企業の買収案件が1999年から増加しています。

(2)大阪圏での中小・中堅企業の実態

①実績及び実態

大阪圏での中堅・中小企業における M&A の実態はどのようなものでしょうか？大阪商工会議所が「M&A 市場」で発表した M&A の現状及び実際の成約事例は以下の通りです。大阪商工会議所は平成9年に全国で初めて中堅・中小企業のための M&A の公的な支援機関としてスタートしました。同会議所での成約件数18件は、東京商工会議所の9件、名古屋商工会議所の4件を大きく上回り、公的機関としては全国で最多の成約実績となっています。

※平成16年2月末現在：大阪商工会議所発表に

	H9	H10	H11	H12	H13	H14	H15	計
相談受付件数	98	73	68	93	93	58	59	542
正式申込書提出件数	34	20	21	13	20	9	12	129
審査に通った件数	13	12	9	8	10	5	8	65
成約した件数	0	4	3	2	2	4	1	16
現在市場で取り扱い中の件数								13

買い案件

	H9	H10	H11	H12	H13	H14	H15	計
相談受付件数	109	99	75	77	67	67	48	542
登録受付件数	55	22	31	23	16	19	17	183
成約件数	0	0	0	0	0	2	0	2

売り案件申込企業の年商

	件数	割合
1億円未満	19	14.7%
1億円～5億円	51	39.5%
5億円～10億円	29	22.5%
10億円～30億円	23	17.8%
30億円以上	7	5.4%

買い案件申込企業の年商

	件数	割合
10億円未満	35	22.2%
10億円～100億円	71	44.9%
100億円～600億円	30	19.0%
600億円以上	15	9.5%
不明	7	4.4%

売り案件申込企業の従業員数

	件数	割合
10人未満	35	27.1%
10～49人	72	55.8%
50～99人	14	10.9%
100人以上	8	6.2%

買い案件申込企業の従業員数

	件数	割合
50人未満	49	31.4%
50～99人	24	15.4%
100～299人	37	23.7%
300～999人	32	20.5%
1,000人以上	12	7.7%
不明	2	1.3%

M&A成約事例(抜粋)

	買収企業				被買収企業				M&Aの理由
	企業名	所在	年商	事業内容	企業名	所在	年商	事業内容	
1	アートコーポレーション(株)	大東市	約350億円	引越業、運送事業	株エイビージージャパン	大阪市	約14億円	輸入住宅設計・施行事業	エイビージージャパン社長の健康問題と後継者不在等
2	金陵電機(株)	大阪市	約76億円	電機機器の販売等	新日本機電(株)	大阪市	約6.1億円	電気制御装置の製造等	新日本機電の後継者不在のため
3	東洋化学(株)の子会社	神奈川県鎌倉市	約229億円	総合樹脂加工	株中川金属工業所	大阪市	約10.5億円	金属雨樋の製造	中川金属の相続税対策等
4	株赤松鉄工所	神戸市	約5.4億円	建設機械部品の加工・組立	株三和硬質メッキ工業所	大阪市	約1.4億円	硬質クロームメッキ加工	三和硬質メッキの後継者不在
5	竹菱電気(株)	京都市	約392億円	電気機器の販売	株フジテレコムズ	大阪市	約130億円	携帯電話販売	フジテレコムズの信用強化と事業拡大を図るため竹菱電機に傘下入り
6	イエローハット	東京都大田区	約1,048億円	自動車用品等の販売	三晃自動車(株)	堺市	約19.4億円	トラック・自動車の修理整備等	三晃自動車の後継者不在
7	A社		約20億円	食品販売	株コーベフーズ	神戸市	約7億円	スモークサーモンの製造	コーベフーズの後継者不在
8	株コクサイハウジング	京都市	約23億円	住宅建売、不動産仲介	B社	兵庫県	約5億円	木造住宅の建築業	B社の後継者不在
9	大成工材(株)	東大阪市	約15億円	グリーンマシン(小型エンジン草刈機)のパーツ製造・販売	株モナック	東大阪市	約2億円	工業用デザインモデル(試作品)の製作	モナックの後継者不在、社長の健康問題

③ 企業実務家から見た近畿圏における中堅・中小企業の M&A の現状

大阪を中心とする近畿圏での中小・中堅企業の M&A は実際どのように進められているのでしょうか？ M&A 市場で仲介業務に関わっている A さんにインタビューを行いました。

<M&A の現状について>

M&A のニュースは最近では珍しくなく、また企業自身の理解が深まってきたため、M&A=「身売り」或いは「事業失敗」といったマイナスイメージを持たないオーナーが増えてきました。そのため、M&A という選択肢を取引金融機関或いは税理士などからアドバイスを受けるのではなく、経営者自身が研究した上で選ぶケースが殆どです。中堅・中小企業においても M&A の意識が高まってきた結果だと思われます。

地域の金融機関(信用金庫等)も M&A への取り組みを熱心に始めており、近畿圏の M&A の市場はここ数年で成熟してきました。

<大企業と中堅・中小企業の M&A の違いについて>

大企業の場合、ある不採算部門の切り離しのために M&A を行うなど経済合理性に基づいた判断であることが大半です。一方、中堅・中小企業の場合は採算性より事業を承継するために M&A を選択することが多い。工場を清算し、売却してしまうことは従業員や取引先に多大な迷惑をかけてしまうため、事業承継を第一義に考えた結果、企業を譲渡すること、つまり M&A を選択するケースが殆どです。そのため売却価格の多寡に関わらず(たとえ1株が1円であっても)従業員の雇用を優先して事業を譲渡するケースも決して珍しくありません。

また、昨今の地価下落の影響を受け、工場等の不動産を売却しても負債を返済できないケースも珍しくありません。そこで、不動産売却でも負債を清算できないのであれば、負債・資産ともまとめて売却できる M&A(事業の譲渡)を選択するという側面もあります。

このように事業承継的な色合いが強いことから、買収企業との相性(買収側企業の経営者

の価値観・経営思想)が大きく影響するのも中堅・中小企業の M&A の大きな特徴です。従って M&A の成否は売却価格の大小よりも買収側企業の人的関係で決まることが多いのです。

<製造業の特色について>

製造業全体の特色としては、不動産の占める割合が高いことです。銀行などの融資の場合ですと、担保となる不動産を多く所有することは有利ですが、M&A においては会社の不動産を買うわけではなく、企業そのものを買収したいと考えるわけですから、必ずしも有利になるとは限りません。あくまで企業から生み出されるフローの大小で企業価値は決まります。

投資と融資では不動産に対する考え方が異なることに注意する必要があります。

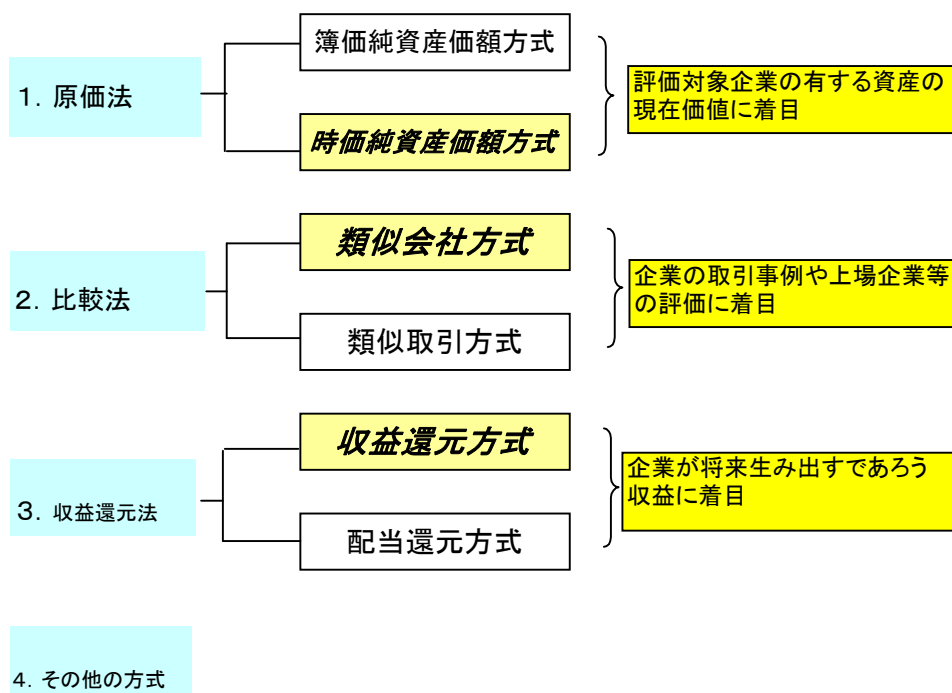
<企業評価方法について>

企業評価の方法には大きく分けて3手法がありますが、実務上中堅・中小企業では時価純資産評価法で行われることが大半です。工場の生産性・収益性に基づけば収益還元法で行うのが理想的でしょうが、規模が小さい場合においては、業績の変動が大きいこと、中長期計画を立てるのが難しいことなどから、採用されないのが現状です。

このような中堅・中小企業の M&A の現状を踏まえ、第二部では企業価値の評価方法について具体的に述べていきます。

第2部 企業評価の方法

企業価値を評価する場合には、色々な方法が考えられますが実際に広く用いられているものは以下の3方式です。斜文字が主となる方式となります。



※斜文字は手方式

1. 原価法

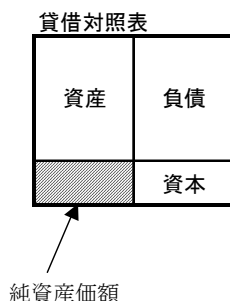
原価法は資産の現在価値に着目して企業すべての資産の時価総額と、すべての負債項目の時価を個々に評価して、その差額である時価ベースの純資産を「企業価値」とする評価方法です。原価法は、簿価純資産価額方式と時価純資産価額方式がありますが、簿価に基づく簿価純資産額は通常時価と乖離しているため、企業評価の方法としては適当ではありません。ここでは時価純資産価額方式について説明します。

(1) 純資産総額

純資産総額は、以下の式で求められます。

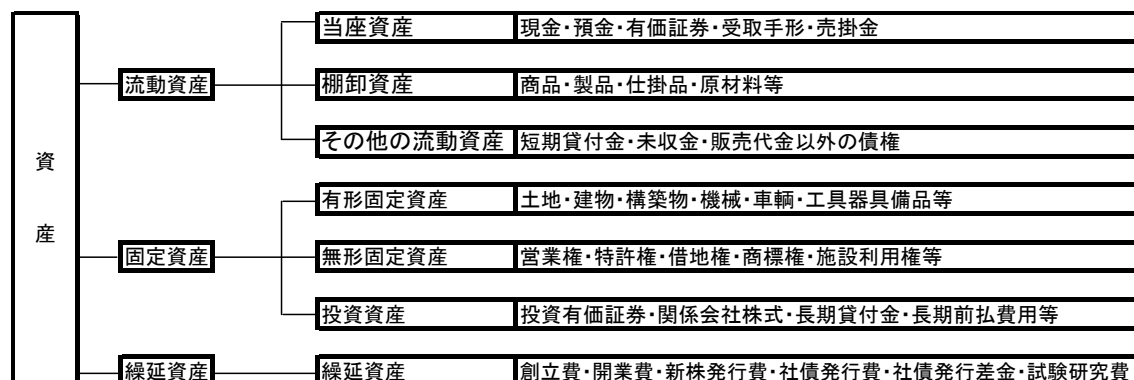
$$\text{純資産総額} = \text{総資産価額総額} - \text{負債評価額総額} + (\text{営業権})$$

会社の純資産は、決算書の資本合計をみればすぐにわかりますが、これはあくまで簿価の数字ですので、有価証券や土地の含み損益などを勘案する必要があります。



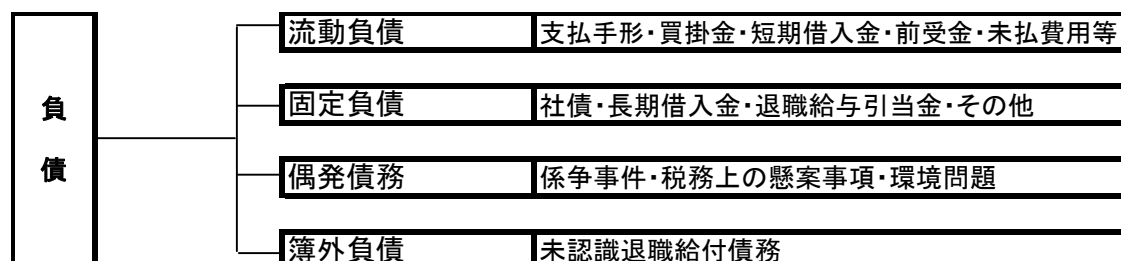
(2) 資産の内容

貸借対照表の借方(左)に表示される資産は、会社が調達した資金の運用状態を表したものであり、資金回収の面から以下の3つに分けられます。



(3) 負債の内容

負債については、会計上の分類のほかに偶発債務や簿外負債も計上されます。



偶発債務では、例えば税務上の懸案事項について、その内容・税務当局の見解、影響額を把握して、税務債務が発生する可能性を算定する必要があります。

簿外負債では、役員退職慰労金などを会社の内規により引当していない場合、または一部しか引当をしていない場合には要支給額全額を引当計上する必要があります。

(4) 評価方法

資産の内、売掛金や受取手形のような売上債権は、将来の回収額の現在価値で評価する必要があります。不動産の時価評価では、不動産鑑定士に評価してもらい、その鑑定評価額に基づき評価することが最も適当な方法ですが、簡便的に土地については固定資産税評価額や路線価等を基に評価することも可能です。この場合、実勢価格と乖離する可能性がありますので、不動産鑑定士に相談することを勧めます。機械や装置などについては、中古品市場がないことが多く、時価の算定は難しいですので、帳簿価格の減価償却の計上が適正に行われているかどうかを考慮して判断することとなります。

ゴルフ会員券の相場も相当程度下落していますので、評価時点での時価評価替えを行うことが必要です。

(5) 営業権

税法上では営業権について直接の定義を定めていません。ふつう、営業権とは、法律上の権利ではないものの、企業の長年にわたる伝統と社会的信用、立地条件、特殊の製造技術及び特殊の取引関係の存在ならびにそれらを総合した、他の企業を上回る収益力(超過収益力)のことをいいます。つまり同業種の一般的な企業に比べて超過収益力を持つ場合にはプラス評価できますが、赤字企業の場合には営業権の評価は困難になります。営業権の発生要因としては以下のものが考えられ、これらが他企業と比べてどの程度優れているかが目安となります。

- a) 企業の長年にわたる伝統・社会的信用の蓄積がある

- b) 技術的な面あるいは優秀な人材が多い
- c) 取引先・顧客が多くまた安定している
- d) 新規取得が難しい許認可・権利関係をもっている

営業権の評価方法は色々ありますが、簡便な方法として以下のようなものがあります。

①年買法

平均利益額(又は当期利益、税引後利益など)×年数

年数は当期利益の3年分から5年分を見積もることが多いようです。一般的には、ローテク企業ほど高く見積り、ハイテク企業ほど低く見積ります。これは、一般的にローテク企業のほうがハイテク企業よりも、M&Aの変化に対して強い耐久力があるからです。当期利益も代表者の給与が異常である場合や減価償却がおこなわれていない場合などは損益計算書を修正することになります。

②得意先基準法

得意先件数に着目して営業権として評価する方法です。

③業量基準法

一連の営業量に対する相場がある場合に用いられます。路線トラック運送業における路線免許キロメートルのように官公庁の許可・免許事業等の評価において用いられます。

2.比較法

比較法には主として①類似会社方式と②類似取引方式があります。

①類似会社方式は、非上場会社の株主の価値を対象企業に類似する上場企業の株価との比較によって求める方法です。(次頁)②類似取引方式は、類似会社の支配権取得(M&A)に際して支払った価額に基づいて倍率を算定し、評価対象会社の財務数値に当該倍率を乗じて取引価格を算定する方法です。わが国では M&A 取引に関する情報が殆ど公開されないため採用されることはまずありません。

非上場会社の場合に多く用いられる「類似会社方式」は、類似企業の「売上高」「利益」「配当」「純資産(簿価)」の各要因から比較して企業価格を類推する方法です。

算式は以下の通りです。

$$V = A \times \left[\frac{\left(\alpha \times \frac{b}{B} \right) + \left(\beta \times \frac{c}{C} \right) + \left(\gamma \times \frac{d}{D} \right) + \left(\delta \times \frac{e}{E} \right)}{(\alpha + \beta + \gamma + \delta)} \right] \times 70\%$$

V:	対象企業価値
A:	類似企業の平均株価
B(b):	類似企業(対象企業)の1株当たり売上高
C(c):	類似企業(対象企業)の1株当たり経常利益
D(d):	類似企業(対象企業)の1株当たり配当
E(e):	類似企業(対象企業)の1株当たりの純資産
α 、 β 、 γ 、 δ	各項目のウェイト

上記の式で70%を乗じるのは、非公開企業の株式は流動性が乏しく、公開企業の株式を基準に算定された企業価値を割り引いて考える必要があるからです。上場株式の株価として算定された後、70%を乗じる必要があるのです。この「70%」という乗数は絶対的なものではありません。評価対象会社の状況を勘案して決定されます。

各項目のウェイト($\alpha \cdot \beta \cdot \gamma \cdot \delta$)は、対象企業についてどの要素が株価と相関関係にあるかを検討して比率を選択します。特に非上場会社の場合、公開会社と比較して配当圧力がないという理由から、配当については除外するケースも多く見受けられます。

この方法は具体的な取引事例に基づいて算定されるため評価額に説得力があり、また株価は公開情報であるため、必要な情報の入手が容易であり、幅広く情報が入手できます。しかし、問題はどのようにして類似会社を選択するかという点にあります。非上場会社と完全に類似する会社というものは公開会社にはまずありません。業種・売上高・資産規模・従業員数・立地・業務内容の点から類似の事例を選択するしかありませんが、このような事例は少数であるため特に企業規模の小さい会社にとっては適当でない場合があります。

またこの方法によって算定される価値はあくまで市場で売買を繰り返す少数株主にとつ

ての価値を意味することになります。なぜなら大株主による株式売買は株価自体に影響を及ぼしますので、この方法を採用する前提は「株価に影響を与えない少数株主による株式売買」になります。

3. 収益価値を基準とする方法

収益法には、①収益還元方式と②配当還元方式があります。②配当還元方式は、評価対象株式から将来受ける配当金の見込みに基づいて株式価値を算定する評価方法ですが、わが国では企業の配当が企業業績を反映していないことが多いので、配当還元法は企業評価としてはあまり採用されません。したがってここでは収益還元方式について述べます。

収益還元法は、評価対象企業の将来キャッシュフローを予測し、これを現在価値に割り戻した合計額をその会社の評価額とするものです。

キャッシュフローは、事業に必要な投資を行い、営業活動により売上を上げ、それにかかる費用を支払った結果、企業が得た最終的な「儲け」を表します。利益がプラスでもキャッシュフローがマイナスである企業もあるでしょう。将来の売上のために設備投資をした期はキャッシュフローがマイナスになるのは当然ですが、長い期間で見た場合キャッシュフローはプラスになっていることが必要です。

基本的にはその企業の将来にわたる収益力をベースにした評価方法で、海外ではこの算定結果が重視されており、日本企業の評価においても一般的になりつつあります。

収益還元法の大まかな算定方法は以下のとおりです。

- ① 将来において企業が獲得すると期待される収益を見積もる
- ② ①を現在価値に割り引く
- ③ ②から現在の有利子負債残高を差し引くことにより株式価値を算出する

(1) 収益について

収益還元法における収益は、大きく2つに分類されます。

a) 収益を(会計上)の利益として考える場合

b) 収益を現金収支(キャッシュフロー)を利益として考える場合です。

日本の会計基準では、会計上の利益とキャッシュフローは違いますが、会社の経営実態を反映するという点では、キャッシュフローの考え方は大変重要です。今は、世界の標準となっています。

(2) 現在価値とは

収益還元法とは、将来の収益を基礎に企業の現在の価値を算出する方法です。あくまでも将来の収益は現在の価値ではありません(例えば、1年後の100円は今の100円とは価値が違います)から、何らかの方法で将来価値を現在の価値に引きなおす必要があります。この「引き直す」行為が「割引計算」です。

次に何によって割り引くかが問題になります。評価の基礎が「将来価値」である以上、いくら慎重に予想したとしても100%実現するわけではありません。予測者の判断ミスもあるでしょうし、不測の事態がおきるかもしれません。すなわち将来価値は達成されないリスクをはらんでいるわけです(例えば競合会社の出現により売上予測は達成されないことがあるでしょうし、予測しえなかった法令の改正等で市場の前提そのものが狂うこともあるでしょう)。そこで、企業への投資を行う投資家が負うリスクを含んだものが「割引率」です。

(3) キャッシュフロー

単にキャッシュフローといった場合、実は色々な概念が存在します。企業価値を求める場合には、「フリー・キャッシュフロー」を用います。「フリー」とは、企業に対する資金提供者である株主及び債権者へ分配することが可能あるいは自由に使えるという意味をもっています。

フリーキャッシュフローは経常利益に基づいて一定の手続きを行って求めます。具体的な計算例は以下の通りです。

経常利益		80
支払利息	(+)	20
税引前利息支払前利益		100
<u>法人税等(40%)</u>	(-)	<u>40</u>
税引後利息支払前利益		60
減価償却費ほか	(+)	20
正味運転資本増加額	(-)	15
<u>設備投資額</u>	(-)	<u>20</u>
フリーキャッシュフロー		45

減価償却費などキャッシュが外部に流出しない計算上の費用は税引後利息支払利益に加算します。

正味運転資本とは、流動資産(営業活動に供されるもの)から流動負債(買掛金・支払手形・前受金・未払費用等)を控除して求めます。これらの流動資産や流動負債が営業活動に供されるものに限定される理由は、営業活動によって生み出されるキャッシュフローを算定する仮定で、営業活動に関与しない、すなわち財務活動に供される資産・負債である有価証券・貸付金・借入金等を排除するためです。

設備投資を始めとする投資額は、費用ではないのですが、キャッシュは出ていくため、その予測額を差し引きます。

(4) 残存価値

このように求めたキャッシュフローを基礎に企業価値を求めることにはなりますが、将来のキャッシュフローを長期(例えば100年間)に予測することはもちろん不可能です。そこで、5年程度の事業計画に基づく毎期のフリーキャッシュフローを予測します。企業が継続的に存続することを想定した企業価値を算定するためには、それ以降に生み出される毎年のキャッシュフローについては、予測期間の最終年度の残存価値として一括して価値計算に取り込みま

す。この残存価値にも割引計算が必要です。

残存価値は以下の数式で表されます。

残存価値 = 予測期間の最終年度の税引後利息支払前利益 ÷ 割引率

(5) 割引率

割引率には、対象企業の実際の資本コストが用いられます。資本コストとは、事業を行うために調達した資本にかかる費用です。その内訳は、株主資本(自己資本)と呼ばれる株式にかかる費用と、負債資本(他人資本)と呼ばれる借入金にかかる費用です。株式にかかる費用は、株主資本コストといい、株主の期待する収益率をコストと考えます。期待収益率は、配当金はもちろんのこと、株価の上昇による株式価値の向上も含めて計算します。また、借入金にかかる費用は、借入金に対する支払利息のことですが、支払利息は損金になり、節税の効果があります。そこで、その節税効果を反映した金利で、支払利息を計算します。

企業は、株主資本と負債資本によって、必要な事業資金を調達していますが、それぞれの企業によって、その構成比率が異なります。そこで、正確な資本コストを求めるときは、それぞれの資本にかかる費用を按分しなければなりません。それが、加重平均資本コストといわれるものです。

加重資本コスト = 株主資本のウエイト × 株主資本コスト + 負債資本のウエイト × 負債コスト

4. その他の方式

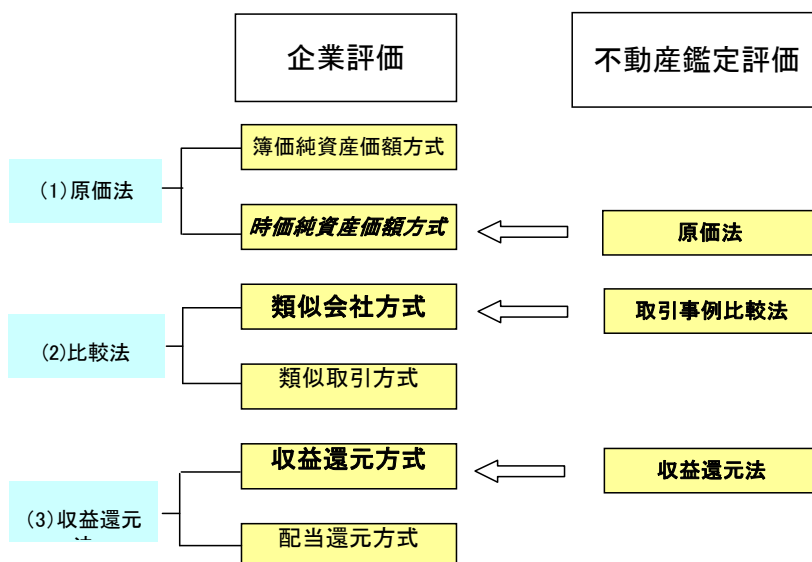
類似会社(公開会社)の株価と売上高の相関関係(倍率)に着目して、企業の売上高に倍数を乗じる方法を言います。この考え方は投資の尺度が利益ではなく売上とされるため米国ではネットビジネスへの投資方法として利用されています。「近い将来それぐらいの売上高は達成できるであろう」という期待売上高が用いられることとなります。

(算式)

企業の株価＝評価対象会社の売上高×(類似会社の時価総額/類似会社の売上高)

第 3 部 不動産評価と企業評価の違い

第 2 部で述べた手法は企業評価を求める手法であり、不動産の評価を求める手法ではありません。企業評価と、企業が所有する土地や建物などの評価はどこが異なるのでしょうか？
 いずれの手法も費用性・市場性・収益性からアプローチしています。



不動産鑑定評価の基となる「不動産鑑定基準」は平成 14 年に改正されました。改正基準ではかつては曖昧であった収益還元法に対する割引率や還元利回の求め方についても企業価値で利用される前述の加重平均資本利回りの概念が取り入れられ、明確化されました。

そこで現在の改定基準に基づく不動産鑑定評価基準にいう収益還元法と企業価値評価で用いる収益還元法の違いについてまとめてみます。

1. 純収益について

不動産鑑定基準において純収益の求め方は下記のようになります。

$$\text{純収益} = \text{売上高} - \text{売上原価} - \text{販売費及び一般管理費} \cdot \text{その他}$$

それぞれの費用の内訳として次のものがあげられます。

売上原価	仕入原価、製品原価、役務原価等
販売費及び一般管理費	給与手当、旅費、広告宣伝費、事務用消耗品、通信費等
正常運転資金の利息相当額	現金、当座預金等通常必要とされる運転資金の利息相当額
その他	

企業収益の利益であるフリーキャッシュフロー(FCF)の求め方は第 2 部で述べたとおりです。以下に企業評価と不動産評価を対比してみます。

企業価値評価における利益(FCF)	不動産評価上の純収益	
① 売上高	① 売上高	(総収益)
② 売上原価	② 売上原価	
③ 販売費及び一般管理費	③ 販売費一般管理費	
④(①-②-③) 営業利益	④(①-②-③) 営業利益	(総費用)
⑤ 営業外費用	⑤ 正常運転資金の利息相当額 (現金、当座預金等の利息相当額)	
⑥ 営業外収益	⑥ 経営に帰属する利益(役員報酬等)	
⑦(④-⑤-⑥) 経常利益	⑦(④-⑤-⑥) 不動産に帰属する純収益	
⑧ 支払利息		
⑨(⑦+⑧) EBIT		
⑩ 法人税		
⑪(⑨-⑩) NOPAT		
⑫ 減価償却費		
⑬ 正味運転資本増加額		
⑭ 設備投資額		
⑮(⑪+⑫-⑬-⑭) FCF		

2. 不動産評価の特徴

①その他固定資産に含まれる純収益

営業利益の中には、不動産が生み出している純収益以外にその他の固定資産(機械、車輛運搬具、工具器具備品等)から生み出される純収益も含まれています。従って、土地・建物など不動産の鑑定評価を行うにあたっては、これらに帰属する純収益を更に控除する必要があります。

②経営者に帰属する収益の査定

経営者に帰属する収益として会計書類から把握できるものは、役員報酬しかありません。大部分は給与に含まれていると考えられますが、中には利益にも含まれているかもしれません。しかし経営者帰属利益の求め方には合理的なものがなく、また客観的な指標もないのが現状です。実際には売上高の0.5%程度を経営者に帰属する収益として見積もることが多いのです。

③企業の経営が変わることにより不動産価格が変わること

同じ工場であっても、経営主体がA社からB社に変わった結果、効率的な経営により営業利益が大幅に上昇したとします。このような場合事業収益を基に工場の不動産価格を求めると所有者がA社からB社に代わっただけで価格が急上昇することになりやや不合理です。これを避けるためには売上高・経費率などを標準化して求めることが考えられますが、事業者数が少なく標準化できない場合も考えられます。

第4部 事業収益に基づく工場不動産の評価

第3部で述べたように、事業収益に基づく収益価格の査定上では、未だ不確実な面もありますが、実際に工場の収益に基づく工場評価について説明していきます。

1. 純収益の求め方

純収益は以下のように求めます。

$$\text{純収益} = \text{売上高} - \text{売上原価} - \text{販売費及び一般管理費}$$

それぞれの費用の内訳として次のものがあげられます。

①事業収支が赤字の場合

純収益については、原則的には直近の実際の損益計算書から求めることとなりますが、場合によっては業界の標準的なものあるいは、3年平均とするなど標準化したものに補正することが必要となります。

たとえば、実際上の損益計算書における収益が赤字の場合には、表面的には不動産に配分される収益は全くないこととなります。このような場合は赤字の原因によって次のように標準化します。

- a) 赤字が一時的な場合は、実際の損益を標準的な数値に修正する必要があります。
- b) 建物・設備の陳腐化等赤字の原因が不動産にありかつ改善可能である場合は、当該赤字が解消された場合の純収益を資本還元した額から改善に必要な投資額を控除します。
- c) 赤字が事業主体の業種・業態の構造的な原因であり、かつ今後改善の見込みがない場合は、事業収益を継続する必然性に問題があることとなります。このような場合には、事業収益による収益価格を査定することは不可能となり、積算価格等の他の方法で評価することとなります。

②期 間

各期毎の収入が安定している賃貸収益と異なり、事業収益は一般的に経済環境・業種の景況等によって大きく変動しますので、直近期の純収益が必ずしも今後の純収益の指標になるとは限りません。従って、過去複数期の損益計算書を分析し、場合によっては平均化或いは一定のトレンドを推定して直近期の純収益を修正する必要があります。

財務状況についても業種・業態により製造設備や原材料購入といった資本の投下から売上による資本の回収までには標準的なキャッシュフローがありますが、過去の自己資本蓄積の有無により経常的な支払金利の大小が標準的な水準と大きく異なっている場合も考えられます。このような場合は同業種・同業形態の標準的な財務状況下において発生することが予測される金利に修正します。

③機械や設備等に帰属する純収益

営業利益の中には、機械・車輛運搬具・工具部品などから生み出される純収益も含まれており、一体となって収益を生み出しています。不動産に帰属する純収益を求める場合にはこれらに帰属する純収益を控除する必要があります。

本来は個々の機械ごとに再調達原価を査定し減価修正を行って求めるべきですが、工場のように使用されている機械の数量が大きい場合は、査定に時間やコストがかかります。このような場合は簿価を有形固定資産の評価額として採用する簡便的な方法で行うことも可能です。不動産に帰属する純収益を求めるためには、不動産と機械装置等が一体となった純収益を資本還元したのち、機械や装置等の簿価を控除して求めます。

2. 還元利回り

還元利回りの求め方には a)積み上げ法②取引事例からの比較③自己資本コストからのアプローチがあります。

a) 積上げ法

これは国債のように安全性の高い金融商品の利回りに又は長期プライムレートなどを基本に業種・用途の不確実性や建物の築年数などを積上げて還元利回りを求める方法です。

b) 取引事例からの比較

工場はマンションやオフィスと異なり取引が少ないため、直接的な取引利回り水準の把握は困難です。そのため把握可能な他業種とのリスク比較によって間接的に還元利回りを推定することによって求めます。

c) 割合法

同業他社の営業利益(場合によっては運転資金の利息相当額を控除した後の額)を当該会社の固定資産額で除することにより得られた数値を還元利回りとして採用する方法です。

ただし業界全体が過剰な固定資産を保有している場合、または遊休固定資産を多く保有している場合には、この方法で求めた率は非常に小さくなります。このようにして得られた小さな値は国債の様に安全性を表す指標になるのではなく、固定資産の肥大化を表すものになります。

例えば、ゴルフ場は建設するために100億円以上のコストがかかりますが、年間売上は4~7億円、ゴルフ場の売買は10億円前後で取引されることが多いといわれています。このような場合は、取引利回り(ゴルフ場の営業利益÷取引価格)を中心に査定することが適切です。

また固定資産に計上されている土地・建物は簿価であり、時価ではないためこのままの数値を資料として採用することはできません。

3.事例による計算

※出典:日本不動産鑑定協会 調査研究委員会研究報告

実際に工場の事業収益から収益価格を評価する場合を例にとって試算します。

(1)前提

都市部(臨海部)に本社兼工場(1ヶ所)をもっているA社(非上場の製造業)が保有する土地建物の収益価格を試算します。

(2)収集した資料

事業収支に関連するもの(A社の決算に関する報告書)

- a) 有価証券報告書(非上場会社のためなし)
- b) 営業報告書
- c) (上記報告書に含まれる)貸借対照表
- d) (上記報告書に含まれる)損益計算書、製造原価明細書
- e) (上記報告書に含まれる)利益処分計算書

② それ以外の資料

- a) 会社四季報(東洋経済新報社)ほか…類似会社の調査のため
- b) 経済統計年鑑(同上)
- c) TKC 経営指標
- d) 法人企業統計調査(財務省総合政策研究所)

※ 財務諸表の分析にあたって注意すべき点

財務諸表は主として商法の規定に従った会計処理をされていると考えられます。しかし中小企業やオーナー企業においては税法上のメリットが享受できる方法で財務諸表を作られている場合も考えられます。

(3) 評価の方法

① 標準的な売上高の査定

A社の営業報告書に記載されている最近4年間の売上高は以下の通り。

(資料1) A社の売上高・営業利益の推移(百万円)

	平成12年度	平成13年度	平成14年度	平成15年度
売上高	1,900	1,550	1,750	1,860
売上原価	1,630	1,330	1,500	1,600
販売費及び一般管理費	150	130	145	149
(減価償却費)	(55)	(55)	(55)	(55)
営業利益	120	90	105	111
	6.3%	5.8%	6.0%	6.0%

年度により売上高に変化があるが、これを単純平均した場合、年度当たり 1,800 百万円となる。また、資料2により同一業界での鉱工業生産指数の推移(1995年=100)とみた場合、ほぼ安定した状況となっている。以上から、A社の標準的な売上高を 1,800 百万円と査定しました。

(資料2) 鉱工業生産指数の推移

1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
100	100.6	102.9	103.1	102.8	102.3

(経済統計年鑑)

② 期待できる営業利益の査定

資料1の通り営業利益率は 6.0%程度で推移している。TKC の経営指標における利益率は 5.6%であることなどを勘案して、A社の標準的な営業利益率を 6.0%と査定しました。

(資料3)業種別財務諸表一覧表

項目	①企業当たり 平均額(千円)	構成比(%)
純売上高	428,157	100.0%
売上原価	336,023	78.5%
売上総利益	92,134	21.5%
販売費・一般管理費	68,345	16.0%
(内役員報酬)	15,907	3.7%
(内減価償却A)	2,014	0.5%
営業利益	23,789	5.6%

(TKC経営指標)

$$1,800 \text{ 百万円} \times 6.0\% \div 108 \text{ 百万円}$$

③標準的な償却前営業利益

A社の減価償却費は直近4年間は55百万円で推移しているので、これを②で求めた標準的な営業利益に加算して標準的な償却前営業利益を求めます。

$$108 \text{ 百万円} + 55 \text{ 百万円} = 163 \text{ 百万円}$$

④正常運転資金の利息相当額

資料4によるA社の貸借対照表に基づき以下の通り求めます。

正常運転資金 = 流動資産 - 流動負債

$$= 2,700 \text{ 百万円} - 2,300 \text{ 百万円} = 400 \text{ 百万円}$$

(資料4)A社の貸借対照表(一部抜粋)

資産の部	百万円	負債の部	百万円
流動資産	2,700	流動負債	2,300
固定資産	2,500	固定負債	2,400
有形固定資産	2,000	
建物	180	
構築物	170		
機械及び装置	370		
工具器具備品	8		
土地	500		

利息相当額は、短期プライムレート(民間金融機関が、企業に対して資金を貸し出す際の、最低金利)を参考に査定した利率を乗じて査定した。

$$\text{正常運転資金の利息相当額} = 400 \text{ 百万円} \times 1.5\% \div 6 \text{ 百万円}$$

⑤ 経営等に帰属する純収益

経営等に帰属する純収益の代表的なものとして役員賞与があげられます。利益処分計算書にこれに該当する項目が記載されていますが、直ちに経営に帰属する純収益の実態を示しているとは限りません。

本評価では、A社の規模・売上高・役員人数等を勘案して、経営に帰属する純収益を売上高の0.5%と査定した。

$$\text{経営に帰属する純収益} = (\text{売上高})1,800 \text{ 百万円} \times 0.5\% = 9 \text{ 百万円}$$

⑥ 土地・建物・構築物・機械装置に帰属する純収益

$$\text{有形固定資産の純収益} = 163 \text{ 百万円} - (6 \text{ 百万円} + 9 \text{ 百万円})$$

$$= 148 \text{ 百万円}$$

⑦ 還元利回り

a) 積上法

基準とする長期国債の利回りは2%を下回る状況にあるが、東京の賃貸事務所ビルの期待利回りは6%~8%程度と判断される。本件は本社兼工場であり、事業収益に対する利回りを求めるので、工場であることや業界動向等を勘案して積上法による割引率を10%と査定した。

b) 自己資金・借入金組み合わせ法

負債(70%)と株主資本コスト(30%)の関係に着目した加重平均資本コストを求める。

$$\text{WACC} = \begin{array}{ccccccc} \text{①借入金利} & \text{借入割合} & \text{法定実効税率} & \text{②自己資金} & \text{株主資本コスト} & & \\ 3.5\% & \times & 70\% & \times & (1-40\%) & + & 30\% & \times & 6.6\% & \doteq & 3.5\% \end{array}$$

税引前営業利益に対応する割引率に修正する。

$$3.5\% \div (1-40\%) \doteq 5.8\%$$

企業価値を求める場合と異なり、純収益の把握の段階で設備投資額を控除していないため、

上記株主資本コストを求める際の数値は将来的な変動を見込みます。

そこで、上記の加重平均資本コストにリスクプレミアムを 4%見込み、9.8%と査定した。

c)還元利回りの査定

上記から 10.0%と査定した。

⑧企業収益から資産した収益価格

純収益を還元利回りで還元して収益価格を求めた

$$148 \text{ 百万円} \div 10.0\% = 1,480 \text{ 百万円}$$

⑨土地建物の収益価格

次に構築物・機械装置等に帰属する純収益を控除して土地・建物の価格を求めると約 9 億円となります。

$$1,480 \text{ 百万円} - (170 \text{ 百万円} + 370 \text{ 百万円} + 8 \text{ 百万円}) = 932 \text{ 百万円}$$

評価額を求めるにあたっては、上記収益価格のほか積算価格等を勘案して決定します。

第5部 まとめ

中堅・中小企業での企業価値を求める場合には「時価純資産評価法」が主として用いられています。これは、不動産や株式の時価を反映させた純資産ベースの評価に信用力・技術力・暖簾などを加味して評価したものでこの考え方の基本にあるものは、資産の担保価値による評価です。またこの方法は、実際に会社財産を評価の基礎にするという点では、客観的で証拠力に富んだ方法といえ、M&A における買手と売手をと対立する立場を納得させやすい評価方法であるからです。

しかし、信用力・技術力・暖簾などの評価手法が確立されていないため、これらの評価が経験的・感覚的に行われていたことも事実です。この方法が証拠力に富むといっても、それはあくまで会社の財産状況が貸借対照表に適正に表示されていることが前提となります。決算書の内容を調査し、修正すべき事項を純資産に反映させる必要があるため調査に長時間要する場合があります。

また M&A では、企業の将来価値を期待して売買されますから時価純資産法は継続企業の企業評価においてはやや難点があるといえます。

類似会社比較法で問題となるのは、何をもちて類似性を考慮するかで、類似会社の選択は異なってくることです。例えば売上とか従業員数など営業規模が類似していても、事業の内容、例えば同業種であっても商品構成が全く異なれば類似会社とはいえません。また企業規模が公開会社に匹敵することは稀であり現実的ではありません。国税対策という観点から類似会社を1社に絞るのは恣意性があると思われ望ましくありません。このように考えると、中堅・中小企業で類似会社からの比較によって企業価値を求めることは難しいといえます。

収益還元法は中小企業の評価は、中長期的な経営計画を策定しているところが少なく将来の収益予想が難しいこと、また他の評価方法に比較して複雑で計画作成に時間を要する

ことからまだ主流になっていないのが現状です。しかし、この方法は対象企業の事業継続を前提とした収益力(収益性・安定性・成長性)を反映しているため、大企業では近年この方法を採用する企業が多くなっています。またキャッシュフローに基づいて算定されるため会計上の利益のように会計処理による影響を受けない点や、比準法のように市場の状況に評価額が影響を受けることがない点という長所があり、この方式による評価額が今後重視されるでしょう。

近年の経営指標の中心は売上高及び経常利益重視主義から、ROE(株主資本利益率)、ROA(総資産利益率)及び企業のキャッシュフローを重視する経営であり、このような考え方からも、収益価値を基準とする資産評価が普通のこととなる日はそう遠くないと思われます。

以上