

要約論文

「事業承継における非上場企業の株式価値評価の研究 ～日本における年買法の実態調査と実証分析～」 門澤 慎

本論文は、学術的にも政策的にも重要性が高まっている、中小企業の事業承継問題の中でも、M&Aを活用した親族外承継における年買法という株式価値評価方法を対象としている。年買法は株式価値の評価方法としては理論的ではないとされスタンダードではないものの、M&A仲介会社を中心として広がった評価方法である。年買法は、簡便であるとして非上場企業の株式価値評価の実務の中で広まっているが、他の評価手法に比べその理論的根拠は明らかではないと言われている。そこで本論文では、年買法に焦点をあて、理論的な考察やアンケート調査の実施、及び複数の統計的手法を用いて一連の実証研究を行い、最終的に年買モデルを提示した。

第2章では事業承継全般に関する先行研究レビューを行った。わが国及び欧米における事業承継やファミリービジネスの研究をレビューすることで、事業承継の手法に関する研究、特に親族外承継に関する研究、特にその中でも親族外承継における企業価値評価に関する研究が少ないことが確認された。特に本論文が対象とする年買法に関する研究はなされていないことが確認できた。

第3章では、わが国の中小企業庁の施策について、先行研究や中小企業庁が公表したガイドラインを引用しつつレビューした。そしてその中でも年買法についてどのような記載がされているのかについての確認を行った。

第4章では年買法に関する理論的な検討を行った。そしてその中で、年買法とマーケット・アプローチの類似会社比較法におけるEV/EBITマルチプルとの関連性、そしてオールソンモデルとの関連性と類似性について検討を行った。これら検討により、オールソンモデルが超過収益力についてインカム・アプローチで説明したのに対して、年買法はマーケット・アプローチで説明したものと推定できることを明らかにした。

第5章では、中小企業庁が運営する中小M&A支援機関制度に登録するM&A支援機関を対象に、年買法の適用状況に関して、アンケート調査を実施した。その結果、中小M&Aの現場では年買法が最もよく使われている評価方法であること、営業権を算出する際に使う利益指標については営業利益が最もよく使われていること、利益指標に乗じる倍率は1～3倍が最もよく使われていることが確認できた。これらの結果について、中小M&A支援機関の形態(FA、仲介)や属性(M&A専業、金融機関、士業)で使用状況に差があるかについても分析を行った。その結果、M&A専業は金融機関や士業よりも年買法を使っていること、また金融機関は士業よりも年買法を使っていることが推定される一方で、営業利益や1～3倍の使用状況については属性間で差がないことが推定されることが確認できた。また、年買法を使っていない中小M&A支援機関が年買法を使わない理由としては、株式価値評価方法として評価していない、という回答が51.1%と最も多い回答であった。年買法を使っている中小M&A支援機関の、年買法を使う際に適用する倍率の決定方法に関する質問に対する回答で最も多かったものが、76.5%が選択した、会社もしくは担当

者の過去の経験に基づいて決める、という回答であることを鑑みると、年買法を使っている中小 M&A 支援機関も年買法を使っていない中小 M&A 支援機関も、年買法という評価方法自体を理論的な体系に基づいた株式価値評価方法とは捉えていない可能性が高いということが示唆される。

第 6 章では年買法について客観的なデータを用いて年買倍率に関する実証分析を行うことで、非上場企業で適用されるべき年買倍率に関する年買モデルを提示した。具体的には、上場企業の財務データ及びマーケットデータを分析対象として、上場企業全体の年買倍率及び東証 33 業種に分類をした業種別に年買倍率を算出している。そして次に業種別年買倍率の結果に加え、従業員数、営業利益率及び売上高成長率を説明変数とした重回帰分析を実施し、年買倍率モデルを検討した。重回帰分析の結果、営業利益率、売上高成長率、業種の中で情報・通信業、サービス業、医薬品、建設業、小売業が有意な結果となったため、これらを変数とした年買倍率モデルを明らかにした。加えて、非流動性ディスカウントという、非上場企業の株式価値評価を検討する上で、算出された株価から一定程度株価を減価させる手続きである非流動性ディスカウントに関する考え方を明らかにした上で、上場企業のデータで明らかにされた年買倍率モデルに対して非流動性ディスカウントを適用することで、非上場企業における以下の年買倍率モデルを提示した。

営業権 = 利益指標 (X) × 修正年買倍率 (Y)

株式価値 = 純資産 × 0.7 + 営業権

$$Y = 0.0707(\text{Operating margin}) + 0.0546(\text{growth}) + 2.565(\text{it}) + 1.802(\text{service})$$
$$+ 3.228(\text{pharmaceuticals}) - 2.025(\text{construction}) + 1.884(\text{retail}) + 3.459$$

Operating margin: 営業利益率

growth: 売上高成長率

it: 情報・通信業

service: サービス業

pharmaceuticals: 医薬品

construction: 建設業

最後に第 7 章では、本研究におけるまとめと考察、本研究からの提言、そして本研究の貢献と今後の課題について、述べている。本論文は今後わが国で益々増加することが予想される親族外承継のプロセスの中で重要な論点の一つである株式価値評価の中で、最もよく使われると言われているが筆者の知る限り学術論文が発表されていない年買法に焦点を当て、理論的考察から実態調査、そして実証分析を行うことで、体系的に年買法を論じた点で学術的価値は高いと考えられる。しかし本論文にも課題がないわけではない。第 4 章ではあくまで推定したのみで、年買法を理論的に説明したことにはならない。そのため年買法を理論的に説明するためには、今後、資本市場等で形成される客観的な株価情報等を用いた実証分析やさらなるオールソンモデルとの比較検討の分析を行うことで、さらなる年買法の理論的な検証を行うことが必要である。また第 5 章の課題

としては、実態調査の継続性にあると考える。本論文の調査は、2022年の11月から12月時点の中小企業庁のM&A支援機関制度に登録している一定規模以上のM&A支援機関に対するアンケート調査結果に基づいている。この点、親族外承継のマーケットが拡大するにつれ、M&Aアドバイザーの新規流入も増え、その活動実態も変化していくであろう。そのため定期的に実態調査と属性に関する実証分析を継続することで、その時々の実態を把握することが可能となり、その実態に即した対応や検討を行うことができるようになる。第6章の課題は、年買モデルの精緻化である。実証分析を実施した結果、業種や規模で統計的に有意とならなかった。特に業種については、業種区分の取り方など要因を再度分析して検討することが今後の課題となる。また本分析はコロナ禍の影響を除外するため2020年3月期決算企業のみを対象としている。そのため今後、コロナ禍の影響がなくなったと考えられる期間において本分析と同様の分析を実施することでその分析結果を改めて検討し精緻化する必要があると考える。