

(続紙 1)

京都大学	博士 (経営科学)	氏名	門澤 慎
論文題目	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～		
(論文内容の要旨)			
<p>本論文は、学術的にも実務・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における株式価値の評価方法に関する研究をまとめたものである。具体的には、M&Aを活用した親族外承継の実務で普及している年買法を対象としている。年買法は、株式価値の評価方法において、必ずしも理論的ではないと思われるものの、その簡便性から、M&A仲介会社を中心として実務で普及している評価方法である。本論文では、これまで学術的にほとんど議論や分析がされてこなかった年買法に関して理論的な考察とアンケート調査や統計的手法による実証研究を行い、独自の年買モデルを提示している。以下、本論文の内容について要約する。</p> <p>第1章では、研究目的と背景、問題意識、論文全体の構成が述べられている。</p> <p>第2章では、事業承継全般に関する先行研究のレビューが行われている。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し、事業承継の手法に関する学術的な研究や親族外承継に関する研究、親族外承継における株式価値評価の研究は少ないことが確認されている。とくに、本論文が議論の対象としている年買法の研究は、ほとんど行われていない。</p> <p>続く第3章では、先行研究や中小企業庁の実務ガイドラインを引用しつつ、わが国の中小企業に関する施策がまとめられている。また、実務ガイドラインにおける年買法の記載や説明が紹介されている。第2章と第3章の内容から、年買法は実務では用いられているが、学術的な議論や分析はほとんど行われていないことが確認できる。</p> <p>第4章は、年買法に関する理論的な考察である。そこでは、年買法とインカム・アプローチ、マーケット・アプローチ (類似会社比較法) におけるEV/EBITマルチプル、残余利益モデル (オールソンモデル) の関連性について検討が行われている。その結果、オールソンモデルは超過収益力を用いたインカム・アプローチに分類されるのに対して、年買法はマーケット・アプローチに分類されることを明らかにしている。</p> <p>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しているM&A支援機関を対象として、年買法の適用状況に関するアンケート調査を実施し、その結果がまとめられている。中小M&Aの実務では、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として営業利益が最もよく用いられていること、利益指標に乗じる倍率には1～3倍が最もよく適用されていることなどが確認された。また、中小M&A支援機関の形態 (FAか仲介か) と属性 (M&A専業会社か金融機関か士業) ごとに、株式評価方法や年買法の倍率について差があるかどうか等を検証している。一連の検証において、年買法を使っているか否かにかかわらず、中小M&A支援機関は年買法が理論的な体系に基づいた株式価値評価方法であるとは理解していないことを見出している。</p> <p>第6章では、上場企業のデータを用いて、年買法の倍率に関する実証分析を行い、未上場中小企業に適用可能な年買法のモデルを開発している。上場企業の財務データ及びマーケットデータを用いた重回帰分析を行うことで、学術的かつ客観的であると同時に、非流動性ディスカウントを考慮することで未上場中小企業に適用可能な実務的なモデルになっている。</p> <p>第7章は、本研究の意義と同時に、研究の限界と今後の展望が述べられている。</p>			

注) 論文内容の要旨と論文審査の結果の要旨は1頁を38字×36行で作成し、合わせて、3,000字を標準とすること。

論文内容の要旨を英語で記入するときは、400～1,100 wordsで作成し、

審査結果の要旨は日本語500～2,000字程度で作成すること。

(続紙 2)

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、事業承継を含む未上場中小企業の株式価値評価における年買法に焦点を当て、理論的な考察、アンケートによる実態調査、上場企業のデータを用いた実証分析によるモデル開発等の研究成果をまとめたものである。周知のとおり、日本の企業数の大半を占める中小企業の多くが事業承継の問題を抱えている。承継ができず廃業になる企業が増加すれば、サプライチェーンや雇用に大きな支障がでると考えられる。問題を解決する手段として親族外承継のスキームがあるが、承継がスムーズに行われるためには、株式売買における評価の客観性と公正性を高めることが必要になる。一方、中小企業の事業承継においては、十分な時間とコストをかけることができないという事情もある。実務では、後者を回避するために簡便法である年買法が普及しているが、論文要旨で述べられているように、収益還元法などと比較すると、その理論的根拠は弱いとされている。また、適用される倍率に関する実証研究もほとんど行われていない。本論文は、この領域に本格的に踏み込んだ研究であり、少なくとも日本においては初めての試みであると評価できる。

理論的な考察においては、バリュエーションの4つの手法である収益還元法(DCF法)、マルチプル法(類似会社比較法)、オールソンモデル、年買法を2軸4象限に分類している点が興味深い。オールソンモデルと年買法は、ともに純資産に超過収益力を加算するアプローチに分類されるが、前者は資本コストを用いて超過収益の割引現在価値を算出するのに対し、年買法は利益指標に倍率(マルチプル)を適用して超過収益力を評価する。この意味で、オールソンモデルは収益還元であり、年買法はマルチプル(類似会社比較法)といえる。年買法をこのように位置付けたことは、本論文の貢献である。

アンケート調査からは、親族外承継を含む未上場中小企業のM&Aにおける株価算定に関する次のような実態が明らかになった。実務の現場において、最もよく用いられている算定手法は年買法である。年買法において用いる利益指標は、営業利益が最も多く、次いでEBITDAである。年買法の倍率として最もよく用いられる値は1～3倍である。年買法において適用する倍率の根拠は、過去に用いた値であるという回答が多い。年買法を使用しない場合、その理由は他の手法と比較して、理論的な根拠が必ずしも明らかでないことにある。このような実態を明らかにしたことも、本論文の貢献である。

さらに、論文では上場企業のデータを用いた実証分析によって、年買法における倍率の決定要因を明らかにし、客観的な年買法の評価モデルを提示している。実証分析の結果、上場企業においては、収益力を示す営業利益率、成長性を示す売上高成長率が、年買法の倍率に有意な正の影響を与えていることが明らかになった。また、倍率は業種によっても異なり、情報通信業、医薬品、サービス業などのダミー変数が有意な正の値となっている。論文では、重回帰式に非流動性ディスカウントを加味した年買モデルが、未上場中小企業の株式評価モデルとして提示されている。今後、このモデルに依拠する年買法の株式評価が普及することで、価格客観性が高まることが期待できる。

もちろん、本論文にも課題はある。理論的な整理において、コストアプローチとの関係性については再考する余地がある。アンケート調査と実証分析は1回限りのものであるため、その普遍性には疑問が残る。継続することが好ましいと言える。実証研究においては、頑健性の検証や時系列的な検証をすることも必要になる。ただし、これらの課題は、筆者が今後の研究において取り組むべき課題であり、博士論文としての評価を著しく低下させるものではない。よって、本論文は博士(経営科学)の学位論文として価値あるものと認める。また、令和6年2月15日、3名の審査委員が論文内容とそれに関連した事項について試問を行った結果、本論文を合格と認めた。

注) 論文審査の結果の要旨の結句には、学位論文の審査についての認定を明記すること。更に、試問の結果の要旨（例えば「平成 年 月 日論文内容とそれに関連した。口頭試問を行った結果合格と認めた。」）を付け加えること。