

2019年12月

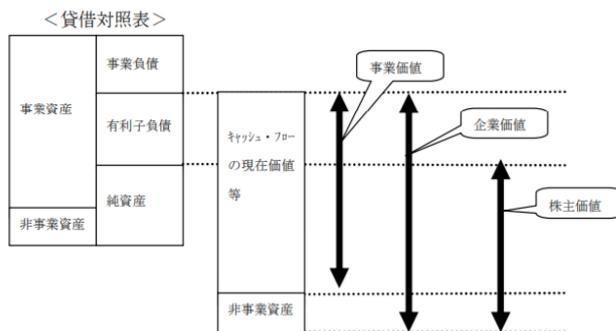
社外承継—企業価値評価

社外への事業承継を行う場合、承継させる側にとっても、承継する側にとっても、当該事業をどの程度の金額で承継させる（する）のかという点は、最も関心が高いところといえます。承継させる側からすれば、企業価値に取引費用を加算した金額が売却金額の検討の基準となりますし、承継する側からすれば、企業価値にシナジー等により増加する分を加算した金額から取引費用を控除した金額が購入金額の検討の基準となります。このように、社外への承継の場合、その経済条件を決定するにあたり、企業価値評価が重要な役割を果たします。そこで、本号では、企業価値をどのように評価・算定するのかについて解説していきます。

1. 企業価値とは

企業価値という用語のほかに、企業価値に類似した用語として、事業価値、株主価値という用語が使われることがあります。社外への事業承継を考える場合には、かかる用語を正確に理解する必要があります。

下図のとおり、事業価値とは、事業から創出される価値を指し、純資産に加えて、のれんその他、貸借対照表に計上されない無形資産や知的財産の価値を含めた価値をいいます。そして、企業価値とは、事業価値に加えて、事業以外の非事業資産の価値を含めた企業全体の価値をいいます。また、株主価値とは、企業価値から有利子負債等の他人資本を差し引いた株主に帰属する価値をいいます。



※日本公認会計士協会「企業価値評価ガイドライン」(平成 25年 7月 3日改正)25 頁より引用

2. 企業価値評価の方法

(1)概要

企業価値を算定する方法は多種多様ですが、一般的には、インカム・アプローチ、ネットアセット・アプローチ(コスト・アプローチともいいます。)、マーケット・アプローチの 3 種類の方法に分類されます。

インカム・アプローチは、将来期待される経済的な収益やキャッシュフローに着目し、その利益の実現のために見込まれるリスク等を考慮した割引率で割引くことによって企業価値を評価する方法です。インカム・アプローチは、企業の収益性を評価していることから、動的な評価といわれており、将来の収益獲得能力を価値に反映させやすい方法といわれています。一方、ネットアセット・アプローチは、企業の帳簿上の純資産を基準に企業価値を評価する方法です。そのため、インカム・アプローチとは対称的に、静的な評価方法といわれています。

また、マーケット・アプローチは、上場している同業他社等の類似する企業や事業と比較することによって、相対的に企業価値を算定する方法です。

(2)インカム・アプローチ

インカム・アプローチとは、前述したとおり、将来期待される経済的な収益やキャッシュフローに着目し、その利益の実現のために見込まれるリスク等を考慮した割引率で現在価値に割引くこと

【事業承継 WG/本号監修・執筆者（弁護士）】

- 中森 亘 (wnakamori@kitahama.or.jp)
- 太田 慎也 (sota@kitahama.or.jp)
- 浅沼 大貴 (d-asanuma@kitahama.or.jp)
- 孝岡 裕介 (ytaoka@kitahama.or.jp)

◆本ニュースレターは法的助言を目的するものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、弁護士の助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所又は当事務所のクライアントの見解ではありません。本稿の内容、テキスト等の無断転載・無断引用を禁止します。

◆本ニュースレターに関する一般的なお問合せは、下記までご連絡ください。

北浜法律事務所・外国法共同事業 ニュースレター係

(TEL: 06-6202-1088 E-mail: newsletter@kitahama.or.jp)

〔大 阪〕北浜法律事務所・外国法共同事業
〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-8-16 大阪証券取引所ビル
TEL 06-6202-1088(代)/FAX 06-6202-1080

〔東 京〕弁護士法人北浜法律事務所東京事務所
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 1-7-12 サピアタワー14F
TEL 03-5219-5151(代)/FAX 03-5219-5155

〔福 岡〕弁護士法人北浜法律事務所福岡事務所
〒812-0018 福岡市博多区住吉 1-2-25
キャナルシティ・ビジネスセンタービル4F
TEL 092-263-9990/FAX 092-263-9991

<https://www.kitahama.or.jp/>

によって企業価値を評価する方法です。インカム・アプローチの代表的な方法としては、ディスカунテッド・キャッシュフロー法(DCF法)や配当還元法、収益還元法が挙げられます。

DCF法は、企業の価値は、その企業が生み出す将来のフリー・キャッシュ・フローに基づいて決まるというファイナンス理論の基本的な視点に整合的な企業価値評価の方法です。将来キャッシュ・フローを企業価値の算定に用いることにより、将来的な経営改善の効果やシナジー効果を企業価値に反映させることができるので、M&A実務上も頻繁に使用されています。しかし、企業価値の評価の前提として、将来キャッシュ・フローを予測した事業計画や割引率の設定が必要となり、どのような事業計画を策定し、また、どのような割引率を設定するかによって、企業の価値が過大にも過小にも評価され得ることになり、客観性が問題とされる点に留意が必要です。

配当還元法は、株主が受け取る配当額を基準に企業の価値を評価する企業価値評価の方法です。配当還元法は、企業の配当政策が合理的である場合には、企業の価値を適正に評価することができますが、日本においては、企業が配当金額を低く抑えて、過大に内部留保を行う傾向があるので、配当政策が企業の業績と対応しておらず、企業の価値を過小に評価してしまう可能性が高いことに留意が必要です(そのため、企業価値の評価としてあまり採用されていません。)

収益還元法は、将来予想される経済的利益は毎期一定額であるものと想定して、かかる利益を投資家が必要とする投資収益率に基づいた資本還元率によって除した額を企業価値とする評価方法です。このように、収益還元法は成長率が一定であることを前提とした評価方法なので、将来、重要な利益の変動が予想される企業の場合には、当該変動を企業価値に反映させることができない点に留意が必要です。

(3) ネットアセット・アプローチ

ネットアセット・アプローチは、企業の帳簿上の資産を基礎として、企業価値を評価する方法であり、大別すると、会計上の純資産額に基づいて企業価値を評価する簿価純資産方式(ただし、会計上の簿価に基づく純資産額は時価と乖離していることが多いため、簿価純資産方式による企業価値評価は適切な方法とはいえません。)と、帳簿上の資産を時価に引き直したうえで、企業価値を評価する時価純資産方式があります。ネットアセット・アプローチは、企業において帳簿が適切に作成されており、資産の時価を適切に把握できる状況にあるのであれば、客観性に優れた評価方法といえます。

しかし、簿価であろうが時価であろうが、企業の保有する資産の価値は、その企業の事業が将来どれだけの利益を生み出すのかということと直接関係しないので、理論的には、継続企業の価値の評価として適切なものとはいえません。ネットアセット・アプローチは、事業計画が作成困難な場合や後述するマーケット・アプローチの適用も困難な場合等に補完的に採用されるものと思われる。

(4) マーケット・アプローチ

マーケット・アプローチは、市場における価値を基準に企業価値を評価する方法です。事業承継を検討している企業は、多くの場合株式公開をしていませんので、類似する上場している公開会社の市場における指標を適用することによって、市場における価値を基準とした企業価値を算定することになります。かかる評価方法を類似会社比較法といい、類似会社比較法においては、上場している公開会社のEBITDA倍率等(市場株価に基づく企業価値をEBITDA等の一定の財務指標で除した倍率)を適用することで、算定対象となる(非公開)企業の企業価値を算定するため、DCF法等と比べて、客観性のある評価方法といえますし、市場での取引環境を反映させることができる点でも優れています。

一方、類似した企業を選定することは容易ではないですし、事業承継を考えている企業固有の性質を反映させることができないことには留意が必要です。

3. 企業価値評価の選定方法

これまで説明したように、企業価値の評価方法は、多種多様であり、それぞれの算定方法には、メリット・デメリットが存在します。そのため、算定対象となる企業の利益構造や資本構成及び市場・業界の特性等の要因を総合的に考慮して、企業価値の評価目的に適したアプローチ、評価方法を選定する必要があります。また、場合によっては、1つの評価方法のみを採用する(単独法)のではなく、複数の評価方法を採用し、それぞれの評価結果の重複等を考慮したり(併用法)、一定の折衷割合を適用したりすること(折衷法)を検討し、最終的な企業価値を決定するケースもあります。そして、その上で、最終的な売却価格を算出し、事業承継の相手方と交渉することになります。

4. 企業価値評価のための情報提供等

適切な企業価値評価のためには、企業に関する情報を多面的に収集する必要があります。企業価値評価の前提となる情報は、自らの企業価値評価を行うためにも、事業承継の相手方に対して提供するためにも、必要となる情報を整理しておくといでしょう。企業価値評価のためには、企業固有の情報だけでなく、企業が属する業界や経済環境に関する情報を集める必要がありますが、後者の情報は、一般的に公開されている情報であることが多く、誰でも収集することが可能ですので、事業承継を検討する場合には、まず、企業固有の情報を整理するとよいでしょう¹⁾。

なお、社外への承継を行う場合は、株式譲渡による場合は株式譲渡契約書、事業譲渡による場合は事業譲渡契約書を締結することになります。企業固有の情報は、最終的には、これらの契約書の条項にも反映させる必要があるものです。例えば、提供した情報により、未払残業代の存在が発覚した場合、当該金額を企業価値(ひいては売却価格)から控除する場合もありますが、企業価値から控除するのではなく、当該支払債務が将来的に顕在化した場合には売主が買主に補償するという建付けにする場合は、契約書にその旨を明記する必要があります(契約条項の規定方法は様々ありますが、表明保証や(特別)補償条



項でその旨定めることが多いです。)。事業を承継させる側からすれば、売却価格をできる限り高くしたいという思いがあるのが通常ですので、未払残業代のように、顕在化するか否かが未確定な要素をあらかじめ企業価値から控除されてしまうよりも、表明保証や(特別)補償条項を設けるなど、契約条項を工夫することが望ましいでしょう。

以上

¹なお、組織再編等において株式買取請求権が行使され、裁判所に対して価格決定裁判が申し立てられた場合には、裁判所は「公正な価格」（会社法 786 条 1 項等）を決定することになります。この「公正な価格」の判断において、最高裁は「相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なもののみるのが相当である」と判示し（最高裁平成 24 年 2 月 29 日金判 1388 号 16 頁）、相互に特別の資本関係がない会社間の取引（独立当事者間取引）においては、適切な情報開示がなされた上で、当事者が交渉して決定した価格を尊重する旨の判断を行っています。

「公正な価格」をめぐるっては、様々な議論や裁判例があるところですが、社外承継の場面でこの点が問題として顕在化することは少ないように思われます（いわゆるスクイズアウトを行う場合や合併等の組織再編に際して株式買取請求権が行使される場合に問題となるケースが多いです。）。この点については、機会を改めてご紹介できればと考えています。