

(参考資料2) 中小 M&A の譲渡額の算定方法

中小 M&A では、(1)「簿価純資産法」、(2)「時価純資産法」又は(3)「類似会社比較法(マルチプル法)」といったバリュエーションの手法により算定した株式価値・事業価値を基に譲渡額を交渉するケースが多いが、事例ごとに適切な方法は異なるため、相談先の支援機関に相談の上、事例に即した適切な方法を選択することが望ましい。

また、算出された金額が、必ずそのまま譲渡額となるわけではなく、交渉等の結果、(1)又は(2)で算出された金額に数年分の任意の利益(税引後利益又は経常利益等)を加算する場合等もあり、当事者同士が最終的に合意した金額が譲渡額となるという点は理解されたい。

○中小 M&A で用いられるバリュエーションの主な手法と特徴は以下のとおりである。

(1) 簿価純資産法

簿価純資産法とは、貸借対照表の純資産が株式価値となる手法である。譲り渡し側経営者をはじめとする関係者にとってイメージがしやすく、コストをかけずに株式価値を算定できるメリットがある。

他方、帳簿価額(簿価)と時価が大幅に乖離している場合や簿外資産・負債がある場合等は、本来の株式価値を表していないこともある。

○簿価純資産法のイメージ

1. 簿価純資産の算出

資産	負債
600	200
	純資産
	400

資産(簿価) 600
負債(簿価) ▲200
簿価純資産 400

---①

2. 株式価値の算出

$$\text{①簿価純資産400} = \text{株式価値 400}$$

(2)時価純資産法(修正簿価純資産法)

時価純資産法とは、貸借対照表の資産・負債を時価評価(例えば、棚卸資産の場合、実在性や評価の妥当性等を検証して、時価評価を行う)し、また、貸借対照表に計上されていない簿外資産・負債(例えば、保険の解約返戻金や退職給付債務等)も時価評価して算定した純資産を株式価値とする手法である。

譲り受け側にとって対象企業(譲り渡し側)の実態を把握するためには有効な手法である一方、時価の算定等にコストや時間を要するケースがある。

このため、中小 M&A においては、資産・負債の全てを時価評価するのではなく、株式価値の評価への影響が大きく、比較的時価が把握しやすい不動産や有価証券といった一部の資産・負債のみ時価評価する「修正簿価純資産法」を用いるケースも多い。

○時価純資産法のイメージ

1. 時価純資産の算出

貸借対照表	
土地の含み損 ▲100	資産
保険の解約返戻金 +20	600
繰延税金資産 +39	
	負債
	200
	純資産
	400

修正貸借対照表(時価)	
資産(簿価)	600
土地の含み損	▲100
保険の解約返戻金	+20
負債(簿価)	▲200
役員退職金	▲50
繰延税金資産	+44
時価純資産	314

※実効税率は34%と仮定

①

2. 株式価値の算出

$$\text{①時価純資産314} = \text{株式価値 314}$$

<参考>時価純資産法(又は簿価純資産法)に数年分の利益を加算する場合

時価純資産法(又は簿価純資産法)により算定した純資産に、数年分の任意の利益を加算した金額を譲渡額とする場合もある。

なお、加算対象とする利益の種類(税引後利益又は経常利益等)及び年数(通常1年～3年)は事例ごとに異なり、交渉によって決まるケースが多い。

○時価純資産法に数年分の利益を加算した場合のイメージ

1. 時価純資産の算出

貸借対照表

土地の含み損 ▲100	資産	負債	役員退職金 ▲50
保険の解約返戻金 +20	600	200	
		純資産	
		400	

修正貸借対照表(時価)	
資産(簿価)	600
土地の含み損	▲100
保険の解約返戻金	+20
負債(簿価)	▲200
役員退職金	▲50
時価純資産	270

--- ①※

※(2) 同様に税効果を考慮する場合もある。

2. 加算する利益の計算

損益計算書

役員保険 ▲5	費用	売上
	180	200
	利益20	

修正損益計算書(時価)	
売上高	200
利益	20
役員保険料の減額	+5
修正利益	25

修正利益 25 × 3年分 = 75 --- ②

3. 譲渡額の算出

①時価純資産270	+	②加算額 75	=	譲渡額 345
-----------	---	---------	---	---------

(3)類似会社比較法(マルチプル法)

類似会社比較法(マルチプル法)とは、対象会社(譲り渡し側)に類似した上場会社の企業価値(EV:エンタープライズバリューの略称)及び財務指標から算定した評価倍率(EV/財務指標)を基に、対象会社の株式価値を算定する手法である。評価倍率を算定するための指標として「EBIT」「EBITDA」「PER」等があるが、中小 M&A においては、EBITDA(イービッターやイービットディーエーと呼ぶ。)を用いた手法(EV/EBITDA 倍率法)が多く用いられるため、以下ではこの手法について説明する。

EV/EBITDA 倍率法とは、譲渡代金(譲受代金)を EBITDA(簡易的に「営業利益+減価償却費」で算定をするケースが多く、「償却前利益」とも呼ばれる。)の何年分で回収できるのかを、類似上場会社から算出し、対象会社の株式価値を算定する手法であり、具体的には以下の算式で算出する。

$$\text{株式価値} = \text{EBITDA} \times \text{EV/EBITDA 倍率} - \text{純有利子負債(有利子負債-現預金)}$$

※中小企業は上場会社と比し、株式の流動性が低い点を考慮し、30%程度ディスカウント(非流動性ディスカウント)するケースもある。

なお、EV/EBITDA 倍率法は、上場会社に比準して、株式価値を算定することから比較的客観性の高い手法であるが、選定する上場会社等が適切か否かは注意する必要がある。

○EV/EBITDA 倍率法のイメージ

1. 類似上場会社のEV/EBITDA倍率の算定



2. 対象会社の株式価値の算定

