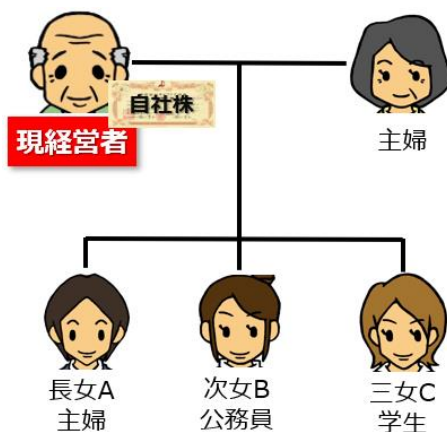


# 2023年12月 事業承継支援コンサルティング研究会 事例問題・解説

## I M&A 売却の準備

### 事例

甲社長（70歳）は、50年前に設立したホテルX社（旅館業、従業員数150人、売上高50億円）の2代目社長であり、株式1,000株（発行済議決権株式の100%）を所有し、30年前に代表取締役社長に就任してから頑張ってきました。



#### 【甲社長の個人財産】

自社株式 5億円

その他の財産 5億円

(合計) 10億円

相続税額の試算 = 約 3億円

(相続人合計)

引退を考えるようになった甲氏は、事業承継を考えましたが、長女A、長女B、長女Cいずれも事業意欲が無く、ホテル事業に全く関心を持っていません。そこで、甲社長は、長女Aの婿の丙氏（外部のサラリーマン）を入社させ、後継者にしたいと考えていました。しかし、妻や他の幹部社員は甲社長の考えには反対で、創業時から会社を支えてくれた乙取締役を後継者にすべきと考えていました。乙取締役は、高い営業力を持ち、経理や財務にも精通しており、経営者としての適性を有していると考えられています。

しかし、地元の名士である甲社長一族の知名度は非常に高く、政治家など一流の人脈を持つため、乙取締役は、偉大な創業家から家業を引継ぎ、社長の地位を継ぐには、明らかに器量が小さく、「自分は経営者には向いていない」

と明確に拒否していました。

X社は5年前に売上がピークを迎えた後、会社の業績は毎年悪化しており、甲社長が自力で回復させることが困難な状況です。しかも、今年に入って、大雨の影響で建物の一部が壊れる被害がありました。そのせいで3ヶ月休業することとなり、売上が激減しています。

損益計算書	3期前	2期前	前期
売上高	50億円	40億円	30億円
営業利益	7,000万円	4,000万円	2,500万円
当期純利益	2,500万円	1,500万円	1,000万円

前期の減価償却費 3,200万円

現金預金 1億5,000万円、運転資本（＝営業債権－営業債務）5,000万円、  
事業用不動産 10億円、保険積立金 5,000万円、銀行借入金▲3億円

**簿価純資産 9億5,000万円**、資本金 3,000万円、法人税等 30%

この被害の修復を含めて心身ともに披露した甲社長は、ホテル経営のリスクを感じるとともに、体力と気力の限界に来たと悟りました。そこで、甲社長は、第三者売却（M&A）の検討を開始し、事業承継支援の専門家であるあなたに相談しました。

あなた：「乙取締役が後継者として最適だと、他の幹部社員の方々がおっしゃっていますよ、事業譲渡または会社分割を使えば、不動産から事業を切り離すことができ、資金負担を軽くして乙取締役に譲渡できますよね、それではダメなのですか？」

甲社長：「できれば乙取締役に継いで欲しいですよ、しかし、彼自身が社長はやりたくないと言うのです。」

あなた：「そうですか、乙取締役の気持ちが変わることを期待しつつ、M&Aを検討することにしましょう。甲社長の**希望する売却価格**はいくらですか？」

甲社長：「正直なところ、できるだけ高い金額で譲渡できればうれしいです。具体的な金額は考えていません。先生から見て、うちの事業はいくらで売れそうですか？」

あなた：「M&Aは買い手から見ると大きな投資ですから、事業価値に見合う金額で評価されるべきでしょう。買い手から見て、貴社の事業は安定しており、長期的経営が可能であるとするのであれば、**DCF法**を使って評価します。逆に、貴社の事業はリスクが大きく、短期的に投資回収すべきとするのであれば**年買法**を使って評価するでしょうね。」

甲社長：「わかりました。M&Aでは、買い手が投資回収するという観点から計算するのですね。それらの方法で当社の株式価値を試算してみただけませんか？」

あなた：「まず、**DCF法**で評価しましょうか。税引後営業利益が約1,800万円（注）ですので、減価償却費を足し戻して**簡易キャッシュ・フロー**を計算しますと、約5,000万円になりますね。近いうちに設備投資は予定されていますか？」

（注）1,800万円 $\div$ 2,500万円 $\times$ （1-法人税等30%）

甲社長：「投資といいますか、台風の被害を受けましたので、前倒しで大規模修繕すべき状況にあります。来年実施する予定であり、その予算は5,000万円です。」

あなた：「そうですか、修繕によってお客様からの人気が回復するといいいですね。非事業性資産である現金預金と生命保険ですが、含み益はありますか？」

甲社長：「生命保険を解約しますと、1 億円の返戻金を受取ることができます。」

あなた：「わかりました。そうしますと、DCF 方式による株式価値は、約 4 億円になりそうです。」

甲社長：「ちょっと待ってください、先生。純資産が 10 億円近くあるのに株式価値が 4 億円ってどういうことですか？」

あなた：「リゾートホテルを巡る現在の競争環境が厳しくなっていますから、これまでと同じ事業のやり方では存続することすら厳しいかもしれません。仮に営業を停止するとすれば、不動産はいくらで売れますか？」

甲社長：「建物 3 億円は、旧耐震基準ですので、いずれは建て替えないといけません。土地も含み損が 2 億円くらいあるのですが、売れないことはないでしょう。そうすると、不動産（建物＋土地）の時価は概ね 5 億円くらいでしょうか。」

あなた：「そうですか、土地を保有しているのは強いですね、それだけで資産価値が維持できますから。中小企業 M&A でよく使われる年買法で評価しますと、6 億円を超える評価になりそうです。したがって、売却

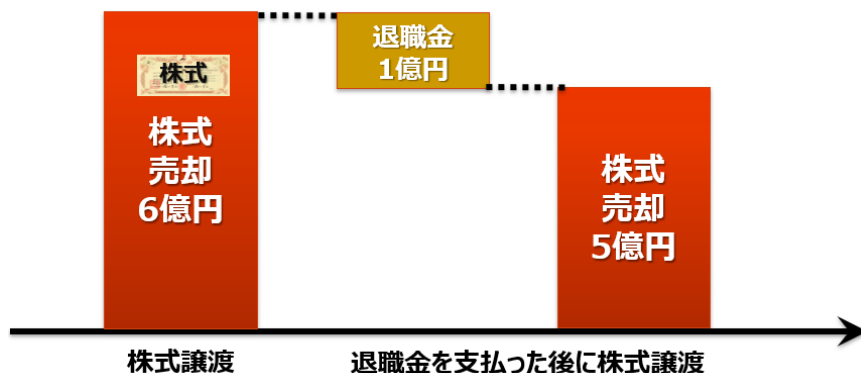
価格の目線は、4億円から6億円ということになりそうですね。」

【問1】 X 社株式の評価額が、年買法によれば約 6 億円となり、簿価純資産 10 億円を下回るものの、DCF 方式よりも高い評価となりました。年買法による株式評価の計算過程を説明してください。

甲社長：「売却価格がその水準であれば、私としても満足できます。しかし、売ったときに税金が課されますよね？株式譲渡を行った場合、税金と手取額はどうなりますか？」

「ちなみに、生命保険は私の退職金の財源となることを想定して加入していたのですが、もしこれで退職金を 1 億円支払う場合には、税金と手取額はどうなりますか？」

「それから、退職金 1 億円を支払った後で株式譲渡する場合、税金と手取額はいくらになりますか？」



【問2】 株式評価額（退職金支払い前）が 6 億円であることを前提にして、仮に退職金は一切支払わずに株式譲渡を行う場合、株式譲渡に係る税金と手取額を計算してください。

あなた：「株式評価が4億円～6億円でしたので、希望売却価格は6億円で提示することとしましょう。次に、買い手候補へ買収の提案を行うこととなりますが、甲社長のお知り合いの同業者で、貴社の事業を引き継いで欲しいと思う方はいますか？」

甲社長：「これからのホテル経営は、当社の規模ではやっていけません。資金力のある大手ホテルチェーンのHリゾート社の傘下に入るのがいいと思います。H社長であれば、新しいアイデアを持ち込んで経営革新してくれるでしょう。当社の従業員も、Hリゾート社の社員になることができれば、雇用は一生安泰でしょう。」

あなた：「確かにHリゾート社は最も有力な買い手候補です。しかし、Hリゾート社が甲社長にとって有利な取引条件を実現する相手かどうかわかりません。また、Hリゾート社から提示される金額だけ見ても、X社の評価として妥当な金額なのか判断することができません。」

甲社長：「それではどうすればいいのでしょうか？Hリゾート社ではダメなのですか？」

あなた：「買収提案を持ち込む相手は、とりあえず、甲社長が想定するHリゾート社と、最近急速に伸びてきているAP社の2社ということにしましょう。甲社長はH社長とお知り合いとのこと、連絡を取っていただくことはできますか？」

甲社長：「はい、H社長とは飲み会で一度ご一緒したことがありますので、電話してアポを入れることはできます。しかし、AP社とは何ら関係が

ないため、連絡しようがありません。」

あなた：「わかりました。それでは、AP 社に関しては私にお任せください。提携している KY 銀行の M&A チームを通じて提案を持ち込みたいと思います。」

**【問3】** 事業承継支援の専門家であるあなたは、買い手候補へ M&A 提案を持ち込むことになりました。どのようなアプローチ方法が考えられますか？