

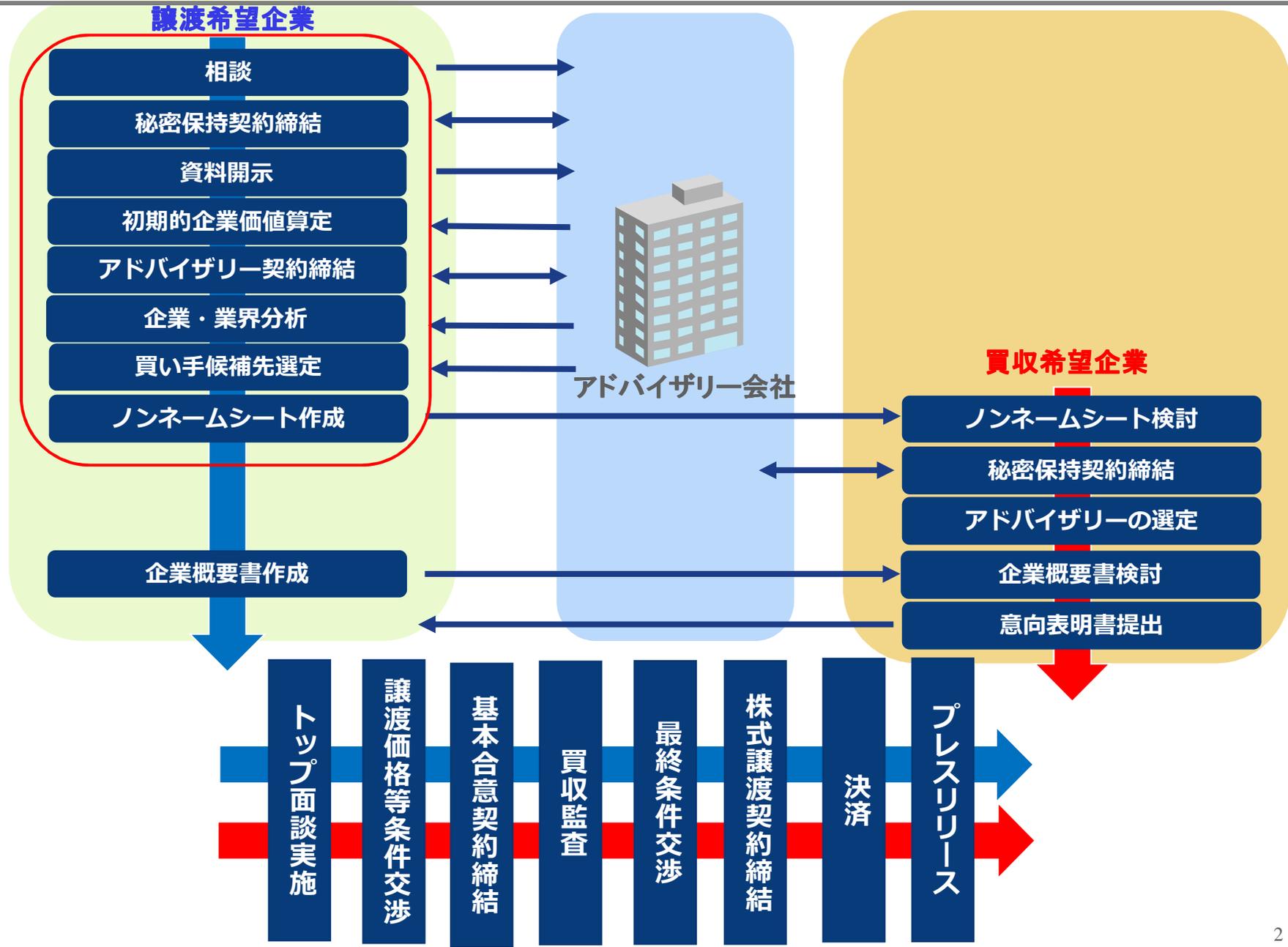
企業価値評価と事業承継におけるM&Aアドバイザー業務

平成30年8月6日

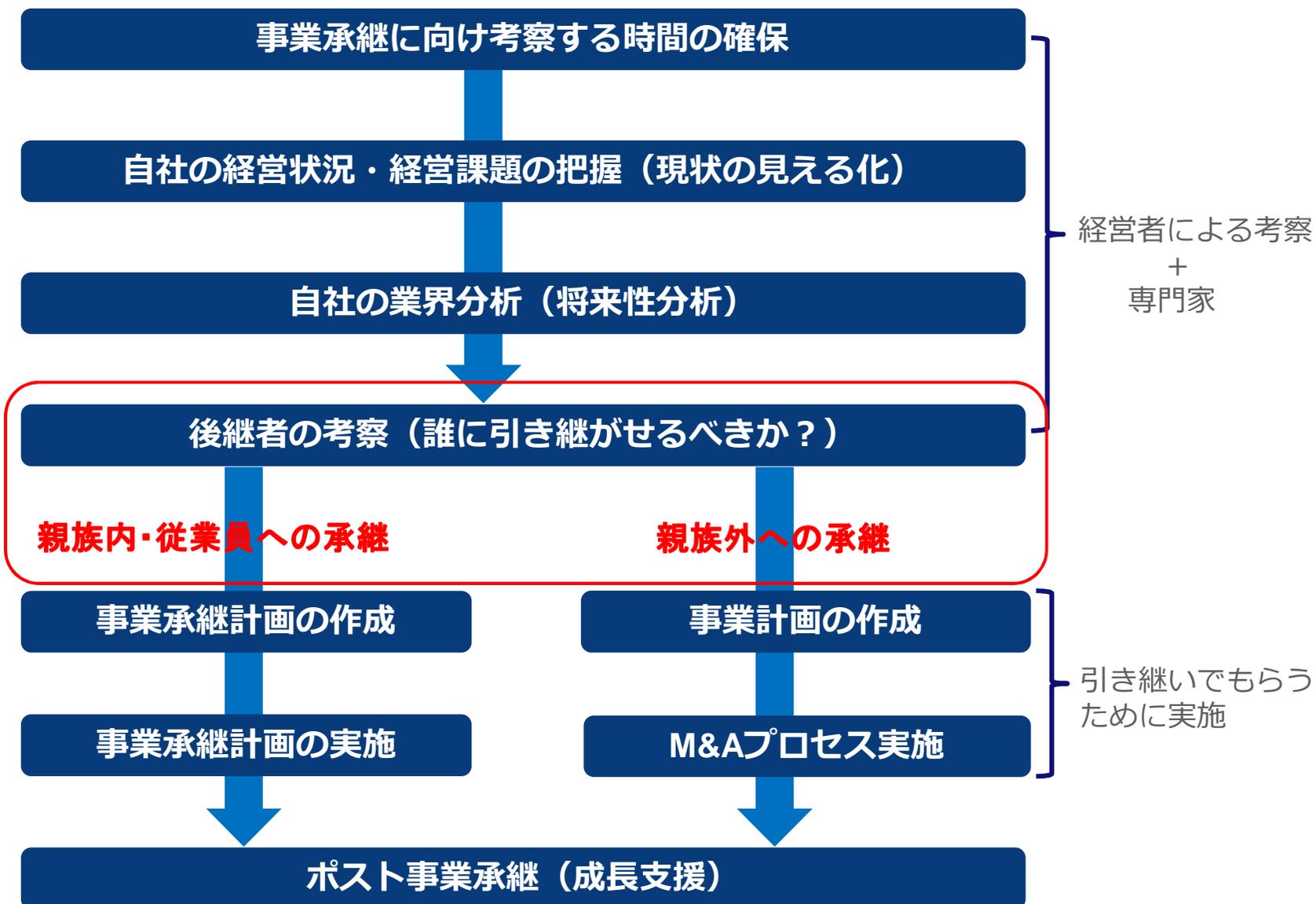
株式会社プルータスM&Aアドバイザー
公認会計士 門澤 慎

事業承継の進め方

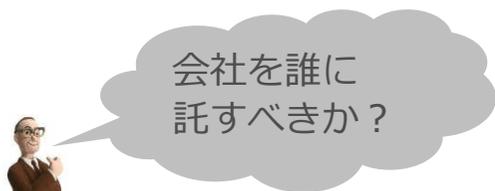
事業承継の流れ



まずは準備が大切です



誰に引き継がせるのか？



→ ① 会社内

考察順番 ↓

— 身内（相続）

— 経営陣（MBO）

— 従業員（EBO）

② 会社外

— IPO（パブリック）

— 第三者（M&A）

③ 清算

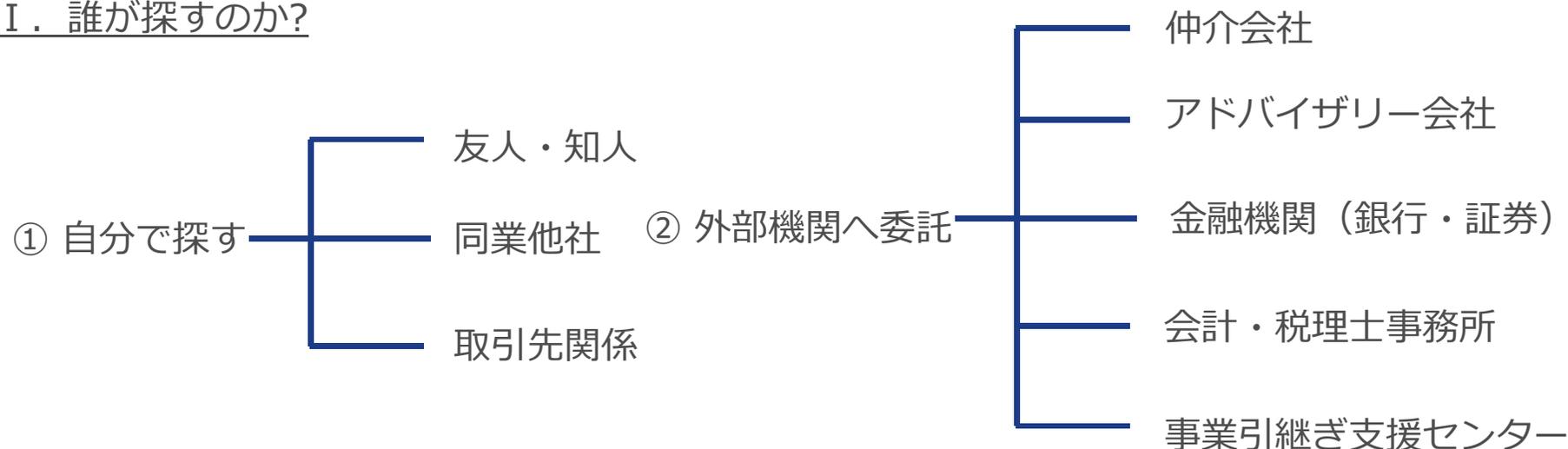
— 会社清算（たたむ）

	メリット	デメリット
身内（相続）		承継させる子供がいない、子供に引継ぎ意思なし、若しくは引き継がせたくない。
経営陣（MBO）	会社の変化が少なく引き継げる。 社風などの維持可能となる。	株の取得対価を支払えない。 経営者としてのリスクを取りたがらない。 経営者としての能力がある人材が少ない。
従業員（EBO）		
IPO（パブリック）	上場企業として信頼性が向上する。 自社株式の流動性が高まる。	コンプライアンスが重視される。 経営の自由度が下がる。 IPO後、一定期間は経営者として残る必要あり。
第三者（M&A）	シナジー効果により会社の成長に寄与する。	会社が変革される可能性あり。
会社清算（たたむ）	今後の会社経営に関する心配がなくなる。	会社が存続せず、従業員・取引先・地域経済に影響が出る。

メリットとデメリットを考慮して検討すべき

第三者の場合どのように探すのか？

I. 誰が探すのか？



II. 探すための必要項目

- ① リレーション ② マーケティング (業界分析・M&A履歴) ③ 経験 (M&Aニーズ蓄積)

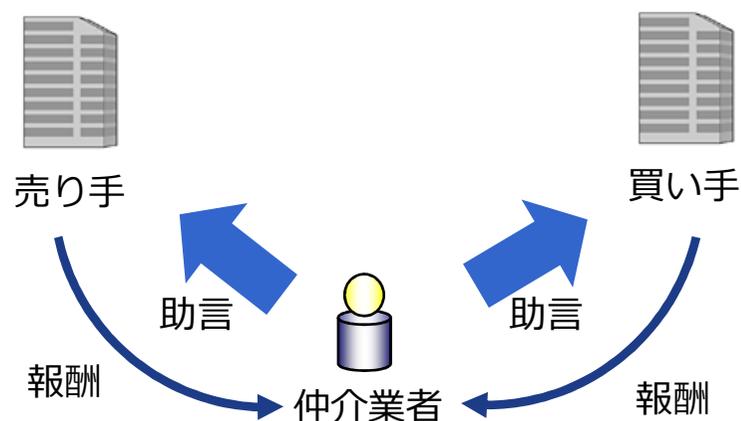
III. どのような買い手を探せば良いのか？

- ① 買いたい会社と買う会社は明確に違う
- ② 決断力がある経営者
- ③ キャッシュが豊富な企業よりも、借入をしてまでも買っている企業
- ④ 業界再編の渦中にある企業 (M&Aするしか成長が見込めない企業)

仲介会社とアドバイザー会社の違い

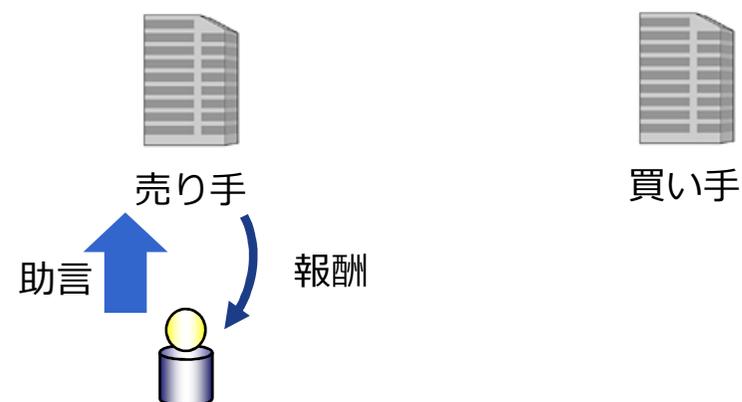
仲介業者とアドバイザーの違い

仲介業者



- ◆ 売手、買い手の双方とも契約する行為は、利益相反となる
(特に売手が不利になるケースあり)
- ◆ 売手は基本的には一回のみの顧客、
買い手は継続的顧客になりやすい

アドバイザー



- ◆ 売手、買い手のいずれか一方と契約する
- ◆ 契約依頼主の利益最大化を目指して助言・交渉を行う (契約内容によっては、
契約主の利益 = アドバイザーの利益)
- ◆ 売手・買い手のどちらにサービスしても顧客の満足度を最大化することで、リピーター紹介を得ることを目指す

会社の価値を高く見せるには？

- I. 会社の価値を高く見せるためには？ = 良いアドバイザー（専門家）に出会うこと
- II. 良いアドバイザー（専門家）とは？
 - 1 社長の話をよく聞く（会社のことを一番知っているのは社長である）
 - 2 業界分析能力が高い
 - 3 豊富な経験がある（買い手をよく知っている）
 - 4 マメであり、誠実である（買い手にも信頼される）
 - 5 戦略家である（相手を納得させられる事業計画を立てられる、交渉戦略が立てられる）

上記を満たす担当者に出会うことが重要

アドバイザーの能力（価格交渉）

最悪のアドバイザー →

普通のアドバイザー →

優秀なアドバイザー →

最高のアドバイザー →

会社の現状

成長余地

買い手とのシナジー

交渉戦術（入札等）

事業承継の過去事例

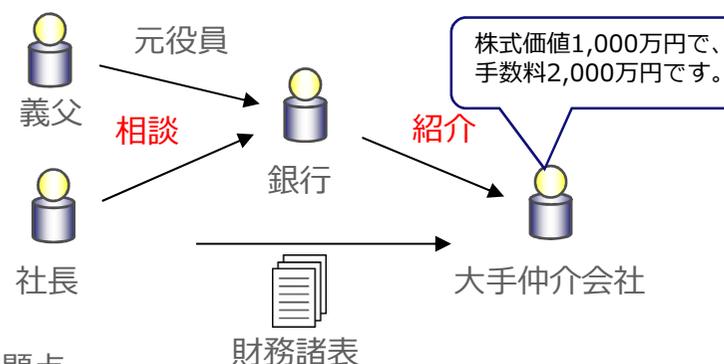
事例① ホテルの事業承継（老後資金と少数株主）

	案件概要
売り手	長野県のホテルオーナー
買い手	名古屋の不動産関連企業
事業内容	ホテル運営
従業員	3名（社長、社長夫人除く）
株主	社長、社長親戚、元顧客法人
売上高	約8,000万円
営業利益	0万円
純資産	1,000万円
譲渡代金	数千万円後半
ニーズ	事業承継、老後資金確保

対象会社B/S 単位：百万円

科目	金額	科目	金額
流動資産	7	流動資産	16
固定資産	210	固定負債	197
土地・建物	200	役員借入金	175
その他	8	長期借入金	16
		純資産	11
資産合計	225	負債・純資産計	225

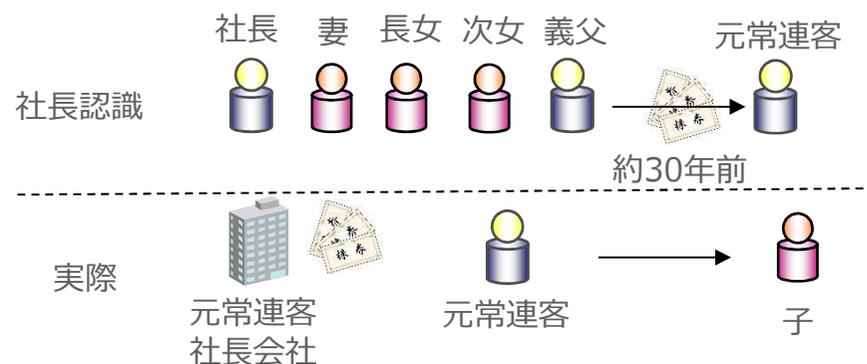
I. 初期の相談相手の問題点



問題点

- ① 仲介会社が財務諸表が見れない
(正当な株価算定ができない)
- ② 仲介会社の手数料が高い
- ③ 銀行が自分で顧客ニーズに対応できない
(紹介フィービジネスになっている)

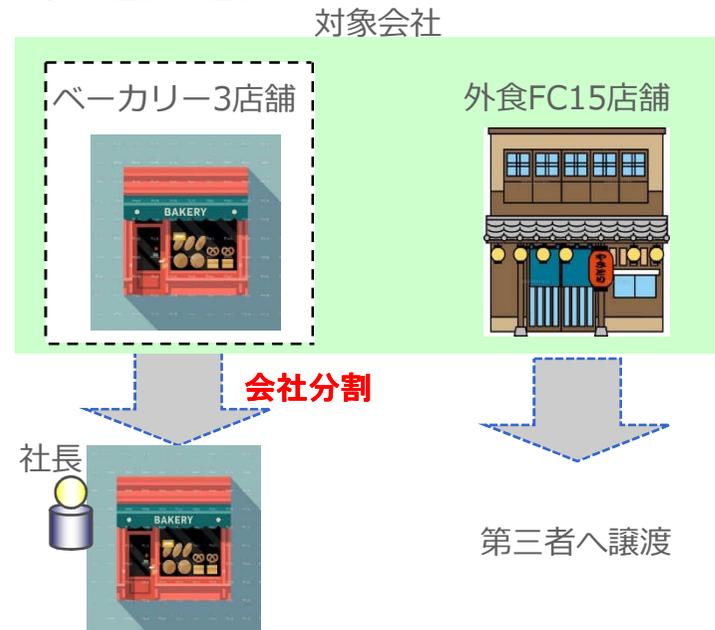
II. デール遂行時の問題点（少数株主）



事例② 居酒屋の事業承継（価格最大化と引退後の仕事）

	案件概要
売り手	パン屋・居酒屋店舗運営オーナー
買い手	新規事業を望むオーナー
事業内容	居酒屋FC店舗運営（関東に15店舗）
従業員	約30名（アルバイト約300名）
株主	社長、妻、子
売上高	約20億円
営業利益	約2億円（役員報酬 約4,000万円）
純資産	約6億円
譲渡代金	数十億円
ニーズ	事業承継

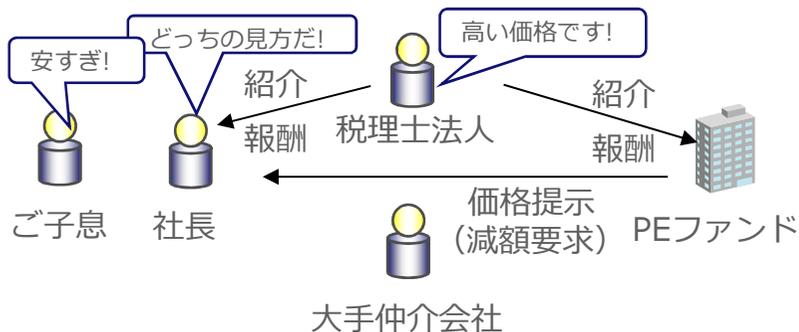
I. 譲渡後の社長の仕事



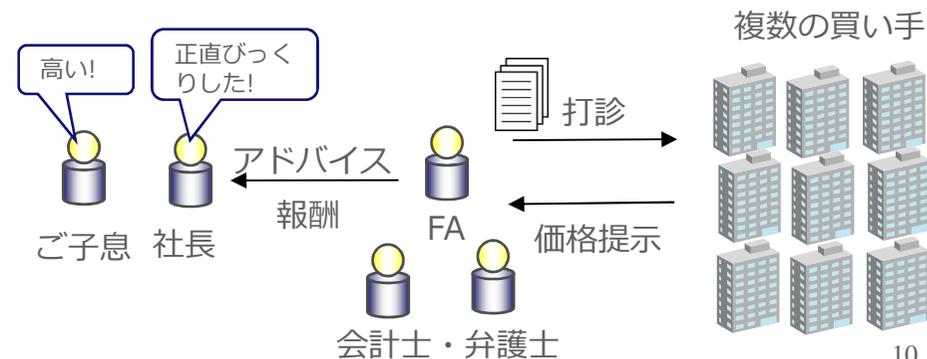
社長もご子息も、居酒屋事業の今後の収益性に疑問があり譲渡。
社長もまだ60歳であり、譲渡後の仕事も確保。

II. 入札方式により価格倍増

仲介会社による相対取引



弊社による入札方式



企業価値算定

価値

そのまま会社を続けた場合の価値
(フェアバリュー)



価格

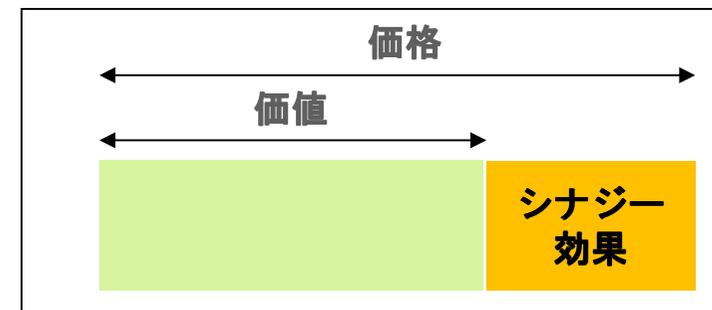
売り手と買い手の間で決定された値段



- ・ 価格と価値は異なる概念
- ・ M&Aの交渉で最終的に決まった金額は「価格」となる
- ・ 自分の会社の「価値」を知った上で、「価格」を判断する

■ 価格とは

- ✓ 交渉等により買い手と売り手の目線が折り合った金額
- ||
- ✓ 買い手が買った後に伸ばすことができる価値（シナジー効果）も一部含まれている



- ・ 買い手と売り手の交渉により金額が大きく変わる
- ・ そのため、誰と交渉をするかで、全く異なる金額となる
- ・ 複数企業を比較してシナジーの大きな買い手に売却

売り手

まずは自分の会社の
「価値」をしっかりと
見定める



交渉

価値 < 価格
となるような
交渉をする



- ・ 交渉をするためにも、まずは自分の会社の「価値」を知る必要がある
- ・ 「価値」を知ることによって、その後の十分な「価格」へつなげることができる

A. 収益方式（DCF法）

B. 純資産方式

C. 類似会社比較方式

D. 国税庁方式

X. 仲介会社方式

- ・ 一般的にはA～Dが価値の算定手法として使われる
- ・ 一方、事業承継の世界では、仲介会社方式と呼ばれる価値の考え方が広まっている

■ 仲介会社方式とは・・・

【貸借対照表】

事業資産	事業負債
	有利子負債
非事業資産	純資産 (簿価純資産)

+ 営業利益 × 3年分 = 価値

- ・ 価値が低くでてしまうケースが散見される
- ・ この式で算出した金額で買い手に打診してしまう
- ・ 交渉がないので、価値 < 価格 の関係にならなくなる

価値の算定手法③

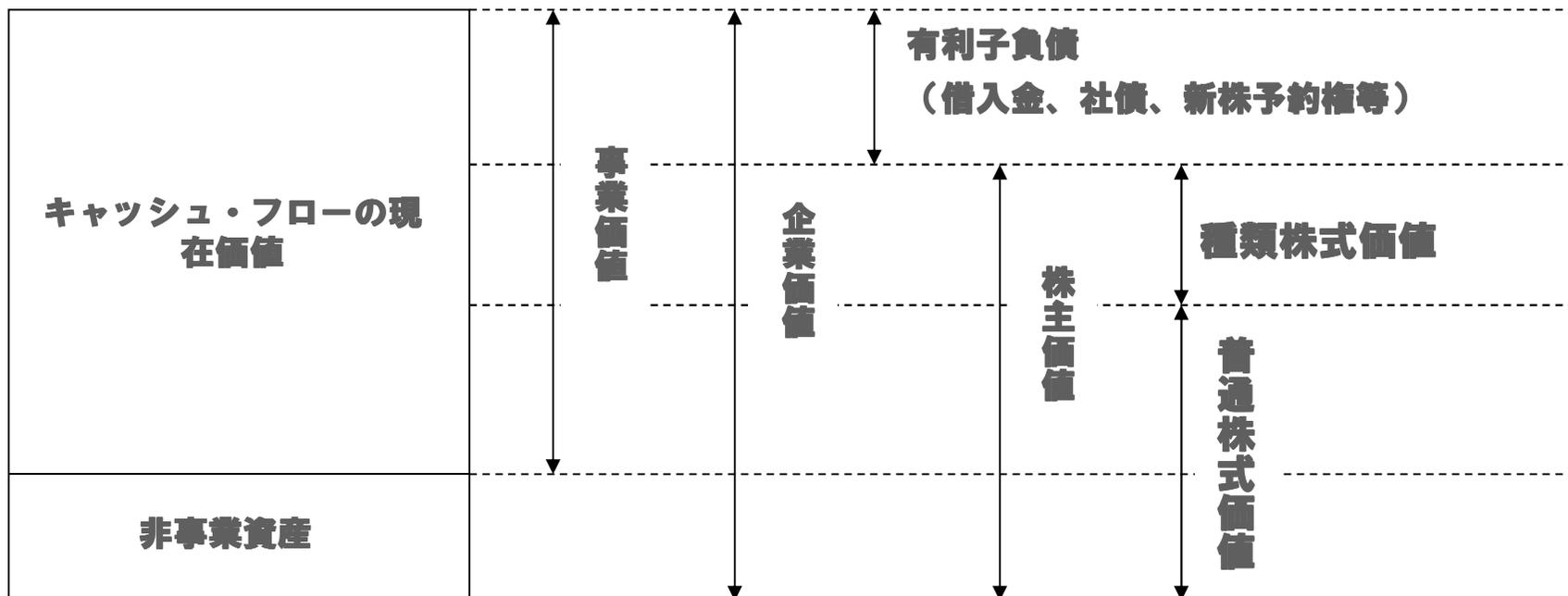
【貸借対照表】

事業資産	事業負債
	有利子負債
	純資産
非事業資産	

事業価値 = 事業資産時価 - 事業負債時価

企業価値 = 事業価値 + 非事業資産時価

株主価値 = 企業価値 - 有利子負債時価



価値の算定手法④

✓ 企業価値を分解して考える

事業価値	事業から創出される価値 (フリー・キャッシュ・フローの現在価値)	
企業価値	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 企業価値 = 事業価値 + 非事業資産	
株主価値	企業価値から有利子負債等を差し引いた株主に帰属する価値 株主価値 = 企業価値 - 有利子負債等	
	株式価値	特定の株主が保有する特定の株式の価値 例えば、ある株主が保有する普通株式あるいは種類株式の価値 普通株式価値 = 株主価値 - 種類株式価値

A インカム・アプローチ

算定方式 : DCF法など

メリット

評価対象企業の事業計画（予測）に基づいて評価することから評価対象会社の固有の性質を反映する評価となる。

デメリット

将来の事業予測に基づく評価であるため、予測の確実性に疑義がある場合には適切な評価とならない。

B ネットアセット・アプローチ

算定方式 : 時価純資産法

メリット

評価対象会社の貸借対照表に基づいて、資産、負債を時価評価して企業価値等を算定するため、客観性に優れている。

デメリット

事業継続を前提とした評価を実施するには、のれん等の資産を計上しなければならないが、そのためにはインカム・アプローチ又はマーケット・アプローチの採用が必要となる。

C マーケット・アプローチ

算定方式 : 乗数法（マルチプル法）、上場株式の市場株価法

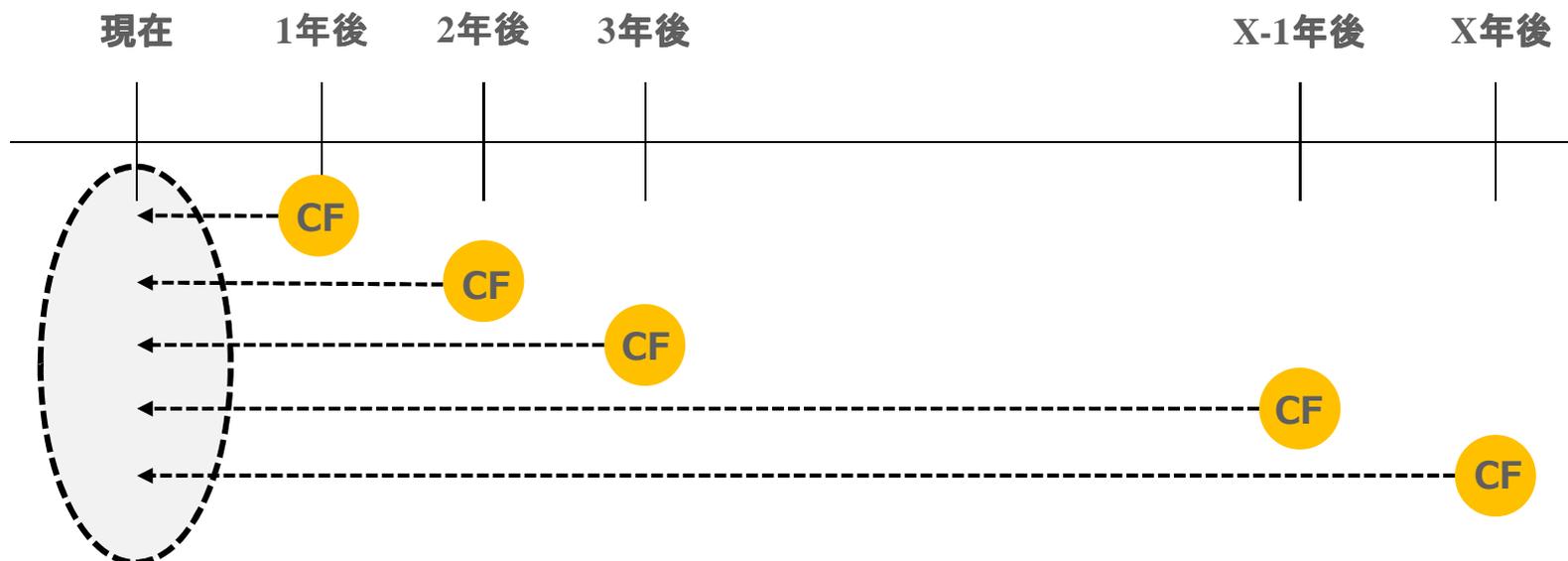
メリット

類似する上場会社の株価及び類似上場会社の1株あたり経営指標と評価対象会社の経営指標との倍率（マルチプル）を使用して算定する方法等によるなど、客観的な数値を使用するため、客観的な算定となる。

デメリット

評価対象会社の成長性と類似する上場会社の成長性が大きく異なる場合等においては、適切な評価とならない。

■ DCF法（あるべき算定手法）



$$\text{CFの合計} + \text{非事業資産} - \text{有利子負債} = \text{価値}$$

- ・ 理論的に一番正しいとされている方法
- ・ 将来どれだけCF（=現金）を稼ぎ出すかに着目した方法
- ・ ちょっと難しい・・・

■ 類似会社比較法（CFに着目しつつシンプルな方法）

売上高	X X X X
売上原価	X X X
<hr/> 売上総利益	<hr/> X X X
販管費	X X
<hr/> 営業利益	<hr/> X X
+	
減価償却費	X X
<hr/>	<hr/>

$$\boxed{\text{EBITDA}} \quad \text{X X} \quad \times \quad \left[5 \sim 8 \text{倍} \right] + \left(\text{現預金} - \text{有利子負債} \right) = \text{価値}$$

- ・ 上場会社の株価とEBITDAの関係（倍率）を利用する方法
- ・ あるべき方法であるDCF法と理論的には一致する
- ・ BSとPLがあれば、すぐに計算できる

■ 参考例

【貸借対照表】

事業資産 (現金 500)	事業負債
	有利子負債 (700)
非事業資産	純資産 (900)

【損益計算書】

売上高	2,000
売上原価	1,200
売上総利益	800
販管費	600
営業利益	200
減価償却費	150
EBITDA	350

■ 仲介会社方式 : $900 + 200 \times 3 = \underline{1,500}$

■ 類似会社比較方式 : $350 \times 7 + 500 - 700 = \underline{2,250}$

- ・多くのケースにおいて、類似会社比較方式のほうが金額が高くなる
- ・営業利益がマイナスでも、減価償却費を加えたEBITDAがプラスなら、価値を見出せる

株式会社プルータスM&Aアドバイザー

公認会計士 門澤 慎

mail: monzawa@plutusmaad.jp