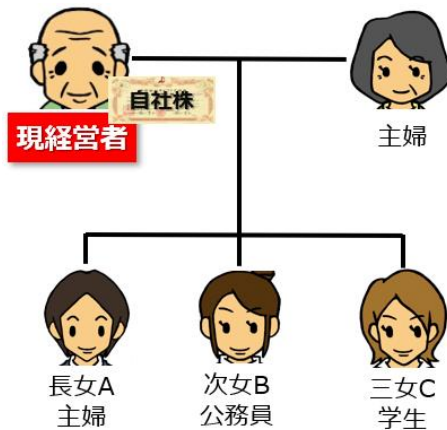


2025 年 12 月 事業承継支援コンサルティング研究会 事例問題

テーマ 中小 M&A における株式価値評価

事例

甲社長（75 歳）は、創業 50 年のホテル X 社（旅館業、従業員数 100 人、売上高 10 億円）の 2 代目社長です。A 社株式 1,000 株（持分比率 100%）を所有しています。40 年前に就任してから現在まで頑張ってきました。



【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

【甲社長の相続税の試算】

= 約 3 億円（相続人合計）

引退を考えるようになった甲社長は、事業承継を考えましたが、長女 A、長女 B、長女 C はいずれもホテル事業に関心を持っていません。

そこで、甲社長は、長女 A の夫の丙氏を入社させ、後継者にしたいと考えていました。しかし、他の幹部社員はそれに反対で、創業時から会社を支えてくれた取締役の乙氏を後継者にすべきだと主張していた。乙氏は、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っています。乙氏は、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」と強く拒否していました。

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、売上高が激減しています。

損益計算書	3 期前	2 期前	前期
売上高	20 億円	15 億円	10 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

(単位：百万円)

資産		負債	
現金預金	150	銀行借入金	300
運転資本	50		
不動産（簿価）	1,000		
保険積立金（簿価）	50	純資産	
		資本金	30
		利益剰余金	920
	1,250		1,250

現金預金 1 億 5,000 万円、運転資本 5,000 万円、不動産 10 億円、保険積立金 5,000 万円、銀行借入金▲3 億円、(資本金 3,000 万円)

簿価純資産 9 億 5,000 万円

(法人税等は 30%とする)

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、第三者承継（M&A）の検討を開始しました。

後日、事業承継支援の専門家であるあなたは、メインバンクからの紹介を受け、甲社長から事業承継についての個別相談に対応しました。

甲社長：「できれば取締役の乙に X 社を承継してほしいです。しかし、自社株式の評価額が高くて、彼が個人で買取することは難しそうです。それに、彼は社長をやりたいと言わないのです。」

あなた：「幹部社員の方々は、乙さんが次の社長となってほしいとおっしゃってましたね。乙さんへの事業承継を検討しましょう。」

甲社長：「それでは、どうすればよいのでしょうか？」

あなた：「X 社は大きな不動産を所有していますよね？事業と不動産を切り離し、事業だけを承継することができれば、乙さんの資金負担は軽くなります。」

甲社長：「そうすると、私の手元に不動産が残りますよね。うちの建物は、旅館かホテルとして使用することしかできませんから、解体しないと売却できません。それでは困ります。」

あなた：「それでは、第三者承継（M&A）を検討してみましょう。」

甲社長：「おっしゃる通り、M&A しかないと思っています。いくらで売れそうでしょうか」

あなた：「甲社長はいくらで売りたいと希望されますか？」

甲社長：「正直なところ、できるだけ高い金額で売りたいです。具体的な金額は考えていません。譲渡価額どのように計算されるのでしょうか？」

あなた：「M&A は譲受け側から見ると大きな投資です。事業価値に見合う金額で評価すべきでしょう。ただし、譲受け側は、DCF 法を使って評価することが多いようです。相手次第ですね。」

甲社長：「わかりました。それらの方法で当社の株価を計算してみただけませんか？」

あなた：「まず、DCF 法の考え方に従って、概算で評価してみましょうか。税引後の営業利益が 1,800 万円（ $\div 2,500$ 万円 $\times$ (1－法人税等 30%)）くらいですので、減価償却費を足し戻して簡易なキャッシュ・フローを計算しますと、5,000 万円くらいになりますね。近いうちに設備投資は予定されていますか？」

甲社長：「台風の被害を受けましたので、来年は大規模な修繕を予定しています。改修に 5,000 万円くらいかかるようです。」

あなた：「貸借対照表を見ますと保険積立金がありますね。含み益はありますか？」

甲社長：「保険積立金を解約しますと、返戻金として 1 億円の現金を受取ることができます。」

あなた：「わかりました。DCF 法を使うと 5 億円くらいになりそうですね。」

甲社長：「ちょっと待ってください。純資産が 10 億円近くあるのに株価が 5 億円ってどういうことですか？」

あなた：「それは収益性が低いからです。旅館業を廃業して不動産だけ売却するほうが、高く売れるかもしれません。」

甲社長：「簿価 3 億円の建物は、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。土地も含み損があるのですが、売れないことはないでしょう。解体費用もかかりますが、5 億円くらいになるのではないのでしょうか。」

あなた：「そうですか、土地を保有しているのは強いですね。中小企業の M&A でよく使われる年買法で評価しますと 6 億円くらいになりそうです。6 億円で売却することを考えましょう。」

(単位：百万円)

資産		負債	
現金預金	150	銀行借入金	300
運転資本	50		
不動産（時価）	500		
保険積立金（時価）	100	純資産	
		時価純資産	500
	800		800

【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：「それくらいで売れるのであれば、私の老後資金としては十分です。」

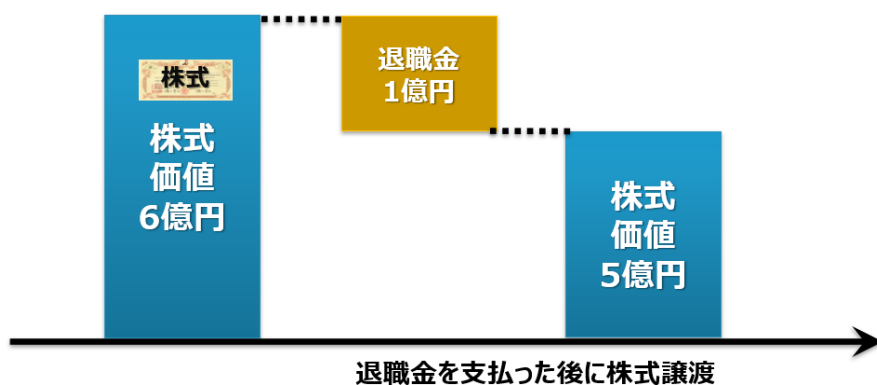
しかし、税金を取られますよね？株式を売ったときの税金はいくらですか？」

【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として、退職金は支払わずに株式譲渡を行うことを検討します。株式譲渡に係る税金と手取額を計算してください。ただし、譲渡所得に係る税率は 20%と仮定して計算してください。

甲社長：「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？」

あなた：「勤続年数は 40 年ですね？退職所得控除と 2 分の 1 課税に加えて、分離課税となりますので、税負担は軽くなりますよ。」

甲社長：「それから、退職金 1 億円を支払った後で株式を売ったときの税金はいくらになりますか？」



【問3】 株式評価額（退職金支払い前）が 6 億円であることを前提とし、退職金 1 億円を支払った後の株式譲渡に係る税金と手取額を計算してください。ただし、退職所得に係る税率は一律 40%と仮定して計算してください。

あなた：「株式評価が 6 億円でしたので、この金額で売却することを目指しましょう。次に、譲渡し側の相手を見つけることになりますが、甲社長のお知り合いの同業者の中に、A 社の事業を引継いでくれるとうれしいと思われる経営者はいますか？」

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。大手の H リゾート社の傘下に入るのがいいと思います。H リゾート社の H 社長であれば、うちの事業を立て直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一生安泰でしょう。」

あなた：「確かに H リゾート社は有力な候補先ですね。しかし、H リゾート社が 6 億円で合意してくれるかどうかわかりません。」

甲社長：「それではどうすればいいのでしょうか？」

あなた：「M&A の提案を持ち込む相手は、H リゾート社と、最近急成長している AP 社の 2 社ということにしませんか。並行して交渉を進めましょう。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 社長とは業界イベントで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 社とはお付き合

いがありません。」

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 アドバイザリー部門を通じて提案を持ち込みたいと思います。」