

論文要旨

「事業承継における非上場企業の株式価値評価の研究 ～日本における年買法の実態調査と実証分析～」 門澤 慎

本論文は、学術的にも政策的にも重要性が高まっている、中小企業の事業承継問題の中でも、M&Aを活用した親族外承継における年買法という株式価値評価方法を対象としている。年買法は株式価値の評価方法としては理論的ではないとされスタンダードではないものの、M&A仲介会社を中心として広がった評価方法である。年買法は、簡便であるとして非上場企業の株式価値評価の実務の中で広まっているが、他の評価手法に比べその理論的根拠は明らかではないと言われている。そこで本論文では、年買法に焦点をあて、理論的な考察やアンケート調査の実施、及び複数の統計的手法を用いて一連の実証研究を行い、最終的に年買モデルを提示した。

第2章では事業承継全般に関する先行研究レビューを行った。わが国及び欧米における事業承継やファミリービジネスの研究をレビューすることで、事業承継の手法に関する研究、特に親族外承継に関する研究、特にその中でも親族外承継における企業価値評価に関する研究が少ないことが確認された。特に本論文が対象とする年買法に関する研究はなされていないことが確認できた。

第3章では、わが国の中小企業庁の施策について、先行研究や中小企業庁が公表したガイドラインを引用しつつレビューした。そしてその中でも年買法についてどのような記載がされているのかについての確認を行った。

第4章では年買法に関する理論的な検討を行った。そしてその中で、年買法とマーケット・アプローチの類似会社比較法におけるEV / EBIT マルチプルとの関連性、そしてオールソンモデルとの関連性と類似性について検討を行った。これら検討により、オールソンモデルが超過収益力についてインカム・アプローチで説明したのに対して、年買法はマーケット・アプローチで説明したものと推定できることを明らかにした。

第5章では、年買法の適用状況に関して、アンケート調査を実施し、年買法が中小M&Aの現場では最もよく使われている評価方法であること、営業権の算出の基礎となる基準利益と適用倍率を明らかにした。また中小M&A支援機関の形態(FA、仲介)や属性(M&A専門、金融機関、士業)で使用状況に差があるかについて実証分析を行い、その特性を明らかにした。

第6章では年買法について客観的なデータを用いて年買倍率に関する実証分析を行うことで、非上場企業で適用されるべき年買倍率に関する年買モデルを提示した。加えて、非流動性ディスカウントという、非上場企業の株式価値評価を検討する上で、算出された株価から一定程度株価を減価させる手続きである非流動性ディスカウントに関する考え方を明らかにした上で上場企業のデータで明らかにされた年買倍率モデルに対して非流動性ディスカウントを適用することで、非上場企業における年買倍率モデルを提示した。

最後に第7章では、本研究におけるまとめと考察、本研究からの提言、そして本研究の貢献と今後の課題について、述べている。