

KAFM-WJ 030

未上場中小企業M&Aにおける株式価値評価  
—「時価純資産＋営業権法」に関する実証分析—

経営管理研究部

米澤恭子・高橋奈緒子・熊谷秀幸・砂川伸幸

2023年 10月 23日

未上場中小企業 M&A における株式価値評価  
— 「時価純資産 + 営業権法」に関する実証分析 —

米澤恭子（企業評価総合研究所）\*  
高橋奈緒子（企業評価総合研究所）  
熊谷秀幸（日本 M&A センターホールディングス）  
砂川伸幸（京都大学経営管理大学院）\*\*

---

\* 本研究は株式会社企業評価総合研究所，ならびに株式会社日本 M&A センターホールディングスの公式見解を示すものではない。

\*\* 本研究に対する問い合わせ先：[isagawa.nobuyuki.3w@kyoto-u.ac.jp](mailto:isagawa.nobuyuki.3w@kyoto-u.ac.jp)

## 1. はじめに

未上場中小企業の M&A 実務における株式価値の算定では、純資産に営業権を加算する「時価純資産+営業権法」を適用することが多い<sup>1</sup>。とくに、営業権を「営業利益等<sup>2</sup>×営業権持続年数（以下、年数と略することがある）」とする年買法は、年数を決めることができれば容易に算出することができるという長所をもっているため、実務においてよく用いられている。

実務で普及しているにもかかわらず、時価純資産+営業権法に関する学術的な実証研究はほとんど行われていない。本稿では、未上場中小企業の M&A における取引データの一部を用いて行った年買法における営業権持続年数（年数）に関する分析結果を紹介する。また、上場企業のデータを用いた代替的な年数の分析結果との比較分析を行う。

分析の結果、未上場企業の M&A 取引事例における年数は 3～4 年が最も多く、次いで 0～2 年、5～6 年が多いことが分かった。また、業種や評価対象企業の所在地、社長の年齢などが、年数に影響する属性であることが確認された。例えば、社長の年齢が若い企業は、成長機会を実現するために M&A による譲渡を選択する傾向があり、高い価格（年数）で取引されている。

門澤（2023）に依拠して行った上場企業のデータを用いた分析では、年数の平均は 3.75 年であった<sup>3</sup>。この平均値は、未上場中小企業の年数が最も多い 3～4 年のレンジに含まれている。年数が業種ごとに異なることも観察された。上場企業では情報通信業界、未上場中

---

<sup>1</sup> 米澤（2023）では、時価純資産に営業権を加算する方法が示されている。この場合、時価純資産は現時点における企業のスタンドアローンの価値、営業権はシナジー効果の価値の一部と解釈することができる。

<sup>2</sup> 本稿における年買法の計算に用いる営業利益等は、日経常的費用等を控除した税引後利払後利益である。

<sup>3</sup> 門澤（2023）では、PBR が 1.0 を下回る企業を除いた年数の中央値が 5.69、平均値が 8.03 となっている。

小企業では IT 業界に属する企業の年数が高いことも共通している。門澤（2023）の分析では、営業利益率と売上高成長率が高いほど年数が大きくなることを報告している。これは、未上場企業において、社長の年齢が若く成長戦略を志向する企業の年数が高いことと類似している。未上場中小企業と上場企業の営業権持続年数に多くの共通点があることは、「時価純資産法+営業権法」を用いた株式価値評価が、資本市場の実勢を反映している可能性を示唆している。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、「時価純資産+営業権法」における年買法と超過利益法について説明する。第3節では、近年の未上場中小企業の M&A 取引データを用いた年買法における営業権持続年数の分析結果を紹介する。第4節では、上場企業のデータを用いた営業権持続年数の実証分析の結果を紹介し、未上場中小企業の結果と比較する。第5節は、本稿のまとめである。

## 2. 「時価純資産+営業権法」

未上場企業の株式価値評価における「時価純資産+営業権法」は、時価評価した資産から子負債を控除した時価純資産に営業権を加算して株式価値を評価するアプローチであり、下記で表すことができる。

$$\text{株式評価額} = \text{時価純資産} + \text{営業権}$$

営業権の算出には、年買法（年倍法）と超過利益法がある。年買法では、営業権を「利益×営業権持続年数（年数）」とするため、株式評価額は下記で与えられる。

$$\text{株式評価額} = \text{時価純資産} + \text{利益} \times \text{年数}$$

先に述べたように、年買法による株式評価は、年数を決めることができれば容易に算出することが可能であり、古くから使われていたことを示す文献もある<sup>4</sup>。一方、年数の決め方

---

<sup>4</sup> Carsberg (1966) は、会計学のテキストにおいて 1~5 年の年数が使用された例を紹介している。

やファイナンス理論が推奨するアプローチ（DCF 法やマルチプル法）との関係性については議論の余地がある<sup>5</sup>。

超過利益法は、対象企業の超過利益（残余利益に相当）を算出し、その現在価値を営業権とする方法である。超過利益を算出する過程において資本コスト（リスクフリー・レート＋リスクプレミアム）と同様の項目が適用され、現在価値を求める際に収益還元の考え方が取り入れられている。ファイナンス理論や会計学が推奨するアプローチに近いと言える<sup>6</sup>。一方、算出過程が複雑であり、専門的な知識やデータが必要であるという実務上の課題が残る。

### 3. 未上場中小企業の取引データを用いた分析

公開されているデータが少ない等の理由から、未上場中小企業を対象とした営業権持続年数の実証研究はほとんど行われていない。筆者の一人である米澤（2023）の研究は、過去の取引事例のデータを用いて、年買法における営業権持続年数（年数）に関する分析を行った稀少なものである。ここでは、その分析結果を紹介する。

米澤（2023）は、2018年7月～2023年6月の期間に成約された未上場中小企業 M&A の取引データ 1,800 件の営業権持続年数（年数）を分析した。赤字、債務超過など年数が算出できないものや年数が 20 年を超えるものは除外されている。実務実態を反映して、利益指標には直近の営業利益等（非経常的費用等を控除した税引後利払後利益）を適用している。

近年の未上場中小企業の M&A 取引における営業権持続年数の平均値は 3.47 年、中央値は 3.21 年であった。年数の分布をみると、3～4 年が最も多く、次いで 0～2 年、次いで 5～6 年が多く、全体の約 7 割が 0～6 年のレンジにはいっていることが分かった。

営業権持続年数の分布は業種によって異なっている。例えば、IT 業界では 7～8 年が最

---

<sup>5</sup> 向井（2022）や門澤（2022）を参照。

<sup>6</sup> 会計学では、超過収益×倍数として営業権（のれん）を評価する方法が紹介されている（田中・松本（2012））。

も多く、次いで多いのが9～10年、さらに5～6年と続いている。IT業界の平均的な年数は、全体の平均より高くなっている。

営業権持続年数に影響を与える他の要素として、対象企業の所在地があげられる。全体的な傾向として、大都市エリア（人口が65万人以上）の企業の年数は高く、次いで中核市エリア（人口が18.5万人～65万人）が高い。例えば、建設業界では、大都市エリアの企業の平均的な年数は4.9年、中核市エリアの平均的な年数は3.9年、その他が3.3年、全国の平均値は4.1年であった。製造業界では、大都市エリアの企業の平均的な年数は4.0年、中核市エリアの企業の平均的な年数は3.8年、その他が2.8年、全国の平均値は3.6年であった。

買手候補（譲受け候補）の企業数も営業権持続年数に影響すると考えられる。年数の平均値は、買手候補が1社の場合は3.7年、2社の場合は4.0年、3社の場合は4.3年、4社の場合は5.3年、5社の場合は8.0年となっている。買手候補企業数が多く需要が強いほど、年数は高くなっていることが分かる。

売手企業（譲渡企業）の社長の年齢が営業権持続年数に影響を与えていることは、興味深い。社長の年齢が若いほど年数は高く、年齢が高くなるにつれ年数は低下している。社長の年齢が株式価値に影響を与えている理由の一つは、譲渡理由にあると考えられる。社長の年齢が40未満の場合、譲渡理由は企業の成長戦略のためであるという回答率が高い。成長ポテンシャルのある企業は、高い価格（高い年数）で取引されるのであろう。社長の年齢が60歳以上になると、後継者不在という理由が多く、成長戦略という回答は少ない。

#### 4. 上場企業の年数の調査分析

門澤（2023）は、2020年3月期決算の上場企業を対象として、営業権持続年数の代替的指標である「(株式時価総額－純資産簿価)÷営業利益」(以下、年数とする)について分析している。PBRが1.0未満(年数がマイナス)の企業を除外した場合、年数の平均値は8.03,

中央値は 5.69 であった。年数の分布は業種によって異なっており、情報通信業や医薬品業の年数（平均値，中央値）が高くなっている。また，売上高成長率と売上高営業利益率が年数に正の影響を与えることも示している。

本研究においても，門澤（2023）と同様の方法を用いて，2021 年 4 月から 2022 年 3 月の間に会計決算を終えた上場企業（金融業と ETF は除く）の年数を分析した。財務情報は日経 NEEDS 財務 DVD-ROM，株価は日経 NEEDS FinancialQUEST から取得した。上場企業を対象とした実証研究では，分析対象を情報の非対称性が小さく，株式流動性の高い東証プライム市場の上場銘柄とすることが多い。ここでは，未上場中小企業の分析結果と比較をするため，すべての証券取引所の上場企業を対象として，小規模企業のカバレッジを広げている。ただし，営業利益がマイナスの企業は除外した。また，異常値を取り除くため，上下 1%において winsorizing を行った。

分析の結果，年数の平均値は 3.75 であった。年数の分布は業界によって異なっており，ここでも医薬品業や情報通信業の年数が高くなっていることが確認された。年数を被説明変数，売上高成長率を説明変数として回帰分析を行ったところ，係数は正の値をとり，1%水準で有意であった<sup>7</sup>。

上場企業の年数の平均値である 3.75 は，米澤（2023）における中小企業の営業権持続年数の平均値（3.47 年）に近く，最も多いレンジ（3～4 年）にある。門澤（2023）では，PBR が 1.0 未満の企業は分析対象から除外しているため，平均値と中央値は高くなっているが，それら分析対象に含めると，平均値や中央値は低くなり，未上場中企業の分析結果により近くなると考えられる。

---

<sup>7</sup> 年数 = (株式時価総額 - 純資産) ÷ 利益，としたため，時価簿価比率を成長性の指標とすると，右辺の分子（株式時価総額 - 純資産）と強い正の相関をもつことが予想される。この問題を回避するため，時価簿価比率ではない成長性の指標として，売上高成長率（(当期売上高/前期売上高) - 1）を用いた。米国において未公開企業と公開企業の投資の差異を検証した Asker et al.（2015）においても，売上高成長率を成長性の指標としている。

業種ごとに年数が異なることや、情報通信業の年数が高いことは、未上場企業の分析結果（IT 業界の年数が高いこと）と類似している。成長性が年数にポジティブな影響を与える可能性は、第 3 節で紹介した米澤（2023）の分析結果と整合的である。

## 6. まとめ

本稿では、中小企業 M&A の実務で普及している「時価純資産+営業権法」における年買法について、未上場中小企業のデータを用いた分析と上場企業のデータを用いた簡便的な分析を行った。

未上場中小企業の年数に関する分析では、近年の M&A 取引における営業権持続年数の平均値や中央値、ならびに年数の分布を示すことができた。また、業種や本社所在地、社長の年齢などが年数に影響していることが明らかになった。上場企業の分析結果からは、簡便的な年数と未上場企業の営業権持続年数は、統計量や分布、年数に影響する企業属性（とくに成長性）が類似している可能性を示すことができた。

事業承継やスタートアップの EXIT 戦略にとって、未上場企業の M&A 市場の重要性は高まっており、今後も発展していくことが期待される。未上場企業の適正な株式価格の算出は、買収監査の負担の軽減や表明保障のリスクの低減にも通じ、公正で迅速な取引を促進するためには不可欠である。しかしながら、未上場企業の M&A における企業価値評価や株式価値評価に関する学術的な実証研究はほとんど行われていない。本稿で示した実証研究は試行的なものであるが、今後の研究の蓄積と未上場中小企業の M&A 取引の品質向上の一助になることが期待される。

**謝辞** 本研究は、株式会社企業評価総合研究所のサポートを受けて行った研究成果の一部である。記して感謝する。なお、本研究は株式会社企業評価総合研究所、ならびに株式会社日本 M&A センターホールディングスの公式見解を示すものではない。



## 参考文献

田中祥子・松本健 (2012)「無形資産としてののれんの理論的制度的研究－わが国ののれん研究を中心として－」『高岡法学』30 巻。

東京証券取引所 (2023)「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」

向井崇 (2022)「年買法 (年倍法) とは？企業価値評価の計算ロジックや適正な年数を解説」  
<https://masouken.com/%E5%B9%B4%E8%B2%B7%E6%B3%95%E3%81%AE%E8%A8%88%E7%AE%97%E3%83%AD%E3%82%B8%E3%83%83%E3%82%AF>

門澤慎 (2023)「年買 (倍) 法による企業価値評価」日本経営財務研究学会第 47 回全国大会報告論文。

門澤慎 (2022)「中小企業の M&A で散見される年買 (倍) 法について」  
[https://plutusmaad.jp/column/%E3%82%B3%E3%83%A9%E3%83%A0/year\\_purchase\\_method/](https://plutusmaad.jp/column/%E3%82%B3%E3%83%A9%E3%83%A0/year_purchase_method/)

米澤恭子 (2023)「中小企業 M&A におけるバリュエーション実務」日本経営財務研究学会第 47 回全国大会報告論文。

Asker, J., Farre-Mensa, J., & A. Ljungqvist (2015) Corporate investment and stock market listing: A puzzle? *Review of Financial Studies* 28(2), 342-390.

Carsberg, B. V. (1966) The contribution of PD Leake to the theory of Goodwill valuation, *Journal of Accounting Research*, 1-15.

Easley, D., & O'hara, M. (2004) Information and the cost of capital, *The Journal of Finance*, 59 (4), 1553-1583.