

平成〇年12月20日

法人A社 代表取締役 B殿

営業権評価書

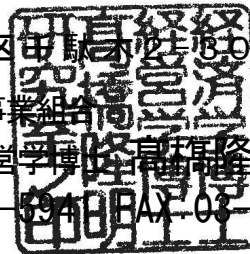
〒113-0022

東京都文京区甲冑1-305

(LLP)有限責任事業組合

経済学博士・経営学博士 高橋隆明研究室

TEL:03-5815-5942 FAX:03-5815-5942



不動産鑑定士 高橋隆明
税理士



I、はじめに

(1)営業譲渡における営業権の評価方法

評価の方法には各種の評価方法があるが、営業譲渡等の投資の意思決定における評価方法は現在では、Discounted Cash Flow 法（以下「DCF法」という）が主流となっている。この方法は、将来生み出すであろうと期待される各年度のフリーキャッシュフローを資本コストで割り引いた現在価値の総和を企業（事業）価値の評価額として求める方法である。

この方法はキャッシュによる測定が客観的に行えることが特徴の一つである。今回は営業譲渡を想定し、DCF法による評価を行うこととした。

(2)事業の価値評価額とその内訳

DCF法による事業の価値評価額は、事業の有機的一体としての全体的の評価額であり、個々の不動産他の資産評価額の総和とは異なるものである。

したがって、DCF法による事業の価値評価額が不動産他の資産評価額の総額を上回る場合は、その差額は超過収益力であり営業権を意味することになる。逆に下回る場合は、当該事業では投資額を回収できないことを意味することになる。

Ⅱ、損益計画

(1)損益計画の基本方針

本評価に際して、損益計画は会社作成の中長期経営計画を基本的に採用した。

(2)損益計画の概略

損益計画の項目別の概略は以下のとおりである。

①売上高

会社作成の計画に拠っている。

②営業費用（減価償却費を除く）

会社作成の計画に拠っている。

③減価償却費

会社作成の計画に拠っている。

④法人税

営業譲渡を前提に計画を作成しているため、実効税率 42%を計上している。

(3)損益計画

各事業部門に関する平成○年度（平成○年 2 月から平成○年 1 月まで）から平成○年度までの部門別の損益計画は以下のとおりである。

損益計画

単位千円

	計画1期 平成〇年1月	計画2期 平成〇年1月	計画3期 平成〇年1月	計画4期 平成〇年1月	計画5期 平成〇年1月
収益	120,000	120,000	115,000	112,000	111,000
人件費	16,000	15,500	15,000	14,500	14,000
減価償却費	12,000	10,000	9,000	8,000	7,000
その他の経費	17,000	16,500	16,500	16,000	16,000
費用	45,000	42,000	40,500	38,500	37,000
利益	75,000	78,000	74,500	73,500	74,000
法人税 (税率：42%)	31,500	32,760	31,290	30,870	31,080
税引後利益	43,500	45,240	43,210	42,630	42,920

Ⅲ、営業譲渡に係わる価値評価

(1)価値評価の基本方針

①評価単位

営業譲渡対象の店舗について各々価値評価を行い、最終的に合算の価値評価額を算定した。

②Discounted Cash Flow 法（DCF法）の適用

本価値評価においては、評価対象店舗の事業用資産を有機的一体として継続利用した場合に、DCF法によって求められる価値をもって企業評価額とした。

DCF法は、将来生み出すであろうと期待される各年度のフリーキャッシュフローを資金コストで割り引いた現在価値の総和を企業価値評価額として求められるものであり、その算式は次のとおりである。

$$P = \frac{a_1}{1+r} + \frac{a_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{a_n}{(1+r)^n}$$

P ＝現在価値の総和、 $a = n$ 年度のフリーキャッシュフロー、
 r ＝資金コスト、 n ＝年度

③フリーキャッシュフロー（FCF）

損益計画の経常利益（営業外損益が発生しないため営業利益と同じ金額）を基にフリーキャッシュフロー（以下FCF）を算出した。なお、FCFは以下のとおりに計算される。

+	経常利益（利息控除前）
-	上記に対する法人税相当額
	税引後利益（利息控除前）
+	減価償却費
-	設備投資額
-	運転資本増加額（減少の場合+）
	フリーキャッシュフロー

注) 運転資本=売上債権+棚卸資産-仕入債務

④資本コスト

価値評価を行うにあたっての割引率である資本コストは、通常、株主資本コストと他人資本コストの加重平均値を用いて算定されるため、本価値評価においても、加重平均資本コスト（以下WACC）を割引率として用いた。

自己資本コスト = リスクフリーレート+リスクプレミアム

有利子負債コスト = 設定金利×（1-法人税率（42%））

$$\text{加重平均資本コスト (WACC)} = \frac{\text{自己資本コスト} \times \text{自己資本} + \text{有利子負債コスト} \times \text{有利子負債}}{\text{自己資本} + \text{有利子負債}}$$

⑤残余価値

FCFを永久に予測することは困難であり、また、その実現性には疑義があるため、予測期間の最終時点での残余価値（ターミナルバリュー）を算定する必要がある。本価値評価においては、一般的に用いられている予測最終年度以降のFCFの割引現在価値を残余価値として算定した。なお、その際のFCFの算定にあたっては、設備投資額と減価償却費とは同額とされ、また、運転資本の増減もないと仮定されることから、結果として税引後利益（利息控除前）の金額が残余価値の算定の基礎となるFCFとして取り扱われる。

⑥価値

最終的には、以下の計算過程で価値が求められる。

+) フリーキャッシュフローの現在価値

+) 残存価値の現在価値

合計：価値

(2)フリーキャッシュフローの算定

「Ⅱ損益計画」で示した、各店舗の損益計画をもとに算出したFCFは以下のとおりである。

キャッシュフローの算定

単位:千円

	計画 1 期平 成〇年 1 月	計画 2 期平 成〇年 1 月	計画 3 期平 成〇年 1 月	計画 4 期平 成〇年 1 月	計画 5 期平 成〇年 1 月	計画 6 期以 降
収益	120,000	120,000	115,000	112,000	111,000	111,000
人件費	16,000	15,500	15,000	14,500	14,000	14,000
減価償却費	12,000	10,000	9,000	8,000	7,000	18,000
その他の経費	17,000	16,500	16,500	16,000	16,000	16,000
費用	45,000	42,000	40,500	38,500	37,000	48,000
利益	75,000	78,000	74,500	73,500	74,000	63,000
法人税 (税率：42%)	31,500	32,760	31,290	30,870	31,080	26,460
税引後利益	43,500	45,240	43,210	42,630	42,920	36,540

減価償却費	12,000	10,000	9,000	8,000	7,000	18,000
設備投資	0	0	0	0	0	-18,000
F C F	55,500	55,240	52,210	50,630	49,920	36,540

注1) 営業収益、営業費用の計画推移額がほぼ一定であることから、運転資本の増減はな
いものと取り扱った。

注2) 平成〇年1月期以降、設備投資＝減価償却費として考えるが、その金額は、通常、
予測期間最終年度の減価償却費額を、今後継続して投資すべき金額として取り扱わ
れる。しかしながら、上記の計画では平成〇年1月期以降の既存資産の減価償却費
は0とみなしている。かわりに、適正な投資金額＝減価償却費を推測する必要があ
り、この点について④残余価値の算定で記載している。

(3) 資本コストの算定

① 自己資本コスト

加重平均資本コスト算定にあたり、自己資本コストについては、事務上CAPM
(Capital Asset Pricing Model) を用いて算定され、以下の算式にて求められる。

$$\text{自己資本コスト} = \text{リスクフリーレート} + \text{マーケットリスクプレミアム} \times \beta$$

β : 市場平均に対する変動感応係数

個別の株式が株式市場全体に対して有する相対的なリスクの多寡を表値であり、市場
全体の平均リスクプレミアムより高い場合は β は1以上の値になる。

具体的には以下の値を採用し、自己資本コストを算定した。

(a)	リスクフリーレート	10年もの長期国債の利子率 (平成〇年1月度)	0.81%
(b)	マーケットレート	TOPIX35年利回り 昭和43年1月4日 : 100.00 平成〇年1月平均 : 847.86	6.30%
(c)	マーケットリスク プレミアム	(b) - (a)	5.49%
(d)	β 値		1.00
(e)	自己資本コスト	(e) = (a) + (c) × (d)	6.30%

注) β 値については評価対象会社が未公開会社であり、また、同規模程度の同業他社がないため 1.00 の値を採用した。

②有利子負債コスト

有利子負債コストについては、一般的に評価対象会社の実際調達金利をもとに計算される。なお、利息を支払うことにより、法人税負担が軽減するため、実際の調達金利から法人税負担率を控除した後の値が、有利子負債コストとして取り扱われる。

本価値評価に際しては、法人A社の借入金利の加重平均値を有利子負債コスト算定の基礎（設定金利）とした。

(a)	設定金利（加重平均値）		3.56%
(b)	有利子負債コスト	$(a) \times (1 - \text{法人税率}(42\%))$	2.06%

③加重平均資本コスト(WACC)

評価対象会社が未公開会社の場合、WACCをそのまま使用せず、一般的に未上場リスクが考慮される。本価値評価においては、WACCに 0.7（一般的には 0.7 から 0.8 程度）で除した値を、未上場リスク考慮後の資本コストとして取り扱った。さらに、評価対象会社が債務超過会社であること及び景気の不確実性等があることから、信用リスクプレミアムを上記資本コストに追加している。最終的に、割引率として用いる資本コストは以下の算式にて求めた。

$$WACC \div \{0.7(\text{未上場リスク}) \times 0.8(\text{信用リスク})\} = WACC \div 0.56$$

(a)	自己資本コスト		6.30%
(b)	有利子負債コスト		2.06%
(c)	自己資本比率 ^(注※)		30%
(d)	有利子負債比率		70%
(e)	WACC	$(a) \times (c) + (b) \times (d)$	3.33%
(f)	未上場リスク、信用リスク	$(e) / 0.56 - (e)$	2.62%
(g)	資本コスト	$(e) + (f)$	5.95%

(注※) 平成〇年1月期現在の財務内容は債務超過であり、自己資本率はマイナスの状態になっている。そこで、自己資本比率を暫定的に30%に設定した。

(4) 残余価値の算定

残余価値の算定においては、「Ⅲ②フリーキャッシュフローの算定」で示した平成〇年1月期（計画6期）以降のFCFを、資本コストで割り引いた金額を残余価値とした。

(a)	計画6期以降のFCF		36,540千円
(b)	資本コスト		5.95%
(c)	残余価値	(a)/(b)	614,118千円

なお、平成〇年1月期（計画6期）以降のFCF算定の基礎となる損益計画は、予測期間の最終年度である平成〇年1月期（計画5期）の計画数値に準拠しているが、設備投資関係について以下の補整を加えている。

(既存資産の再投資)

既存固定資産に対する再投資を考慮に入れる必要があるが、現段階で確定した計画はない。過去、大規模なリニューアルは、およそ10年間に一度、小規模改装は、およそ3年から5年の間に一度、実施されている。大規模リニューアルには約1億5千万円、小規模改装には約3千万円が必要と見込まれ、10年間で合計約1億8千万円、1年あたりでは1千8百万円の費用負担が必要と考えられる。

よって予測期間以降（平成〇年1月期）以降は、每期1千8百万円の再投資が行われるものと想定した。

(5) 価値評価額の算定

価値評価額は計画期間のFCF現在価値合計額と残余価値の現在価値との合計額をもって算定され、その結果は以下のとおりである。

価値評価額の算定

単位：千円

	平成〇年 1月期	平成〇年 1月期	平成〇年 1月期	平成〇年 1月期	平成〇年 1月期
F C F	55,500	55,240	52,210	50,630	49,920
割引現在価値係数 5.95%	0.9442	0.8916	0.8419	0.7949	0.7506
F C F 現在価値	52,403	49,251	43,955	40,245	37,469
F C F 現在価値の 合計額	(c) 223,323				

	残余価値
残余価値	614,118
割引現在価値係数 5.95%	0.7506
残余価値の現在価値	(d) 460,956

価値評価額

(c)+(d)= 684,279

価値評価額

684,000,000円

IV、資産評価額

①不動産以外の資産

資産台帳と実物を照合し、時価で評価した結果、次の金額を得た。

流動資産として	48,000,000円	…注(1)
固定資産として	1,700,000円	…注(2)
不動産以外の資産評価額	<u>49,700,000円</u>	

注(1)

・受取手形	1,000,000円
・商品	7,000,000円
・未収入金	30,000,000円
・その他	<u>10,000,000円</u>
合計	48,000,000円

注(2)

・設備	1,200,000円
・その他備品	<u>500,000円</u>
合計	1,700,000円

②不動産

土地及び建物の評価額の算定に関して、平成〇年12月20日付の不動産鑑定評価書の鑑定評価額を採用した。

不動産評価額	<u>510,000,000円</u>
--------	---------------------

③資産計 (①+②)

	<u>559,700,000円</u>
--	---------------------

V、営業権評価額

価値評価額が不動産評価額を上回っていることから、評価対象事業は超過収益力を有すると考えられる。この超過収益力は「営業権」を意味している。よって、営業権評価額を以下の通り算出した。

営業権の算定		単位：円
事業譲渡に係わる 価値評価額	資産評価額	差引：営業権
684,000,000	559,700,000	124,000,000

営業権評価額

124,000,000円

(LLP)有限責任事業組合
 経済学博士・経営学博士 高橋隆明研究室

不動産鑑定士 高橋隆明
 税理士

