

# 農業法人の企業価値評価手法の フレームワーク

## はじめに

- 本フレームワークは、非上場の農業法人のうち、出資対象となる可能性があり、継承後も農業を継続する法人のみを対象として、どのように企業価値を評価すればよいか、その考え方とポイントを整理したものです。
- 近年、農業分野を含む非上場会社において、資金調達的手段としての出資の活用や、他企業からの資本参加も増加しており、こうした場面において、企業価値の評価が求められています。また、事業譲渡の際の金額の目安としても、客観的な企業価値の算定が欠かせないものとなっています。
- 一方、農業法人においても、さらなる規模拡大や事業の多角化を目的とした資金調達を求めるケースが増え、また後継者不在の農業法人を対象とする円滑な第三者継承・M&Aへの関心も高まっており、農業法人を対象とした企業価値評価の必要性が増しています。
- このため、農業経営の特性を考慮し、決算書の財務データや経営計画書の内容等を活用しながら、客観的に農業法人の企業価値を評価できる手法の早期確立に向け、本フレームワークを作成しました。

## 目次

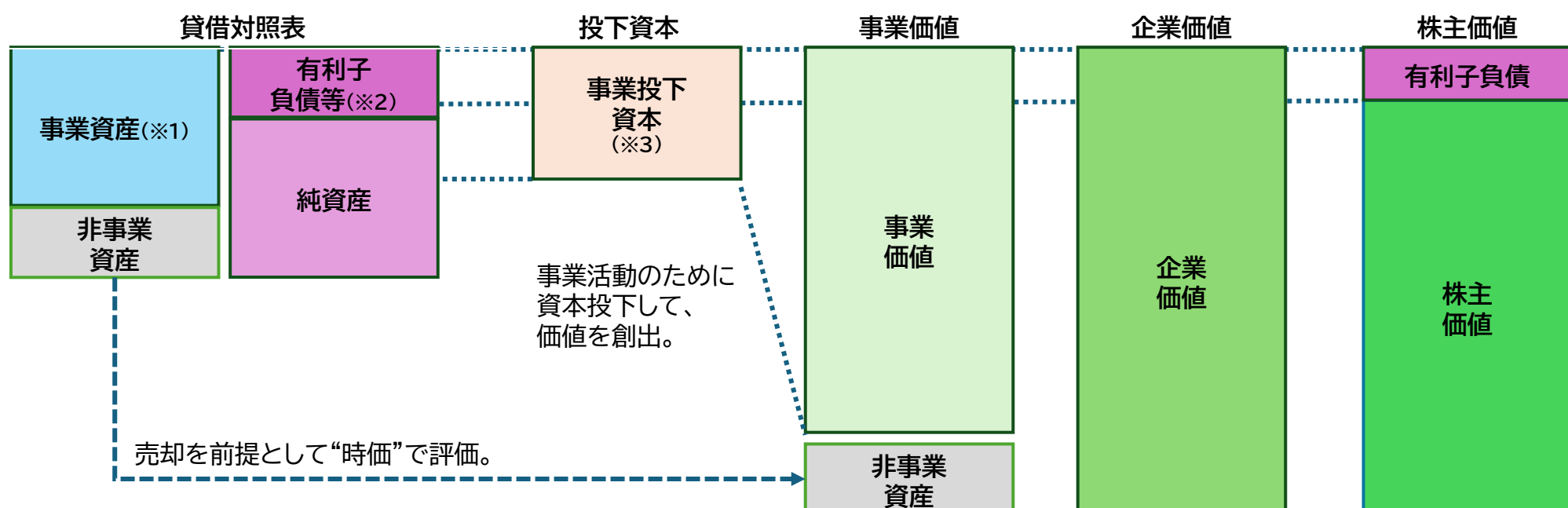
第1章 企業価値評価の概要	P2
1 企業価値・企業価値評価とは	P2
2 企業価値評価の目的とタイミング	P3
第2章 企業価値の評価アプローチ	P6
1 評価アプローチの概要	P6
2 評価アプローチの選定	P8
3 企業価値評価における無形資産	P9
第3章 農業法人を対象とする企業価値評価	P11
1 農業法人の企業価値評価が求められる背景	P11
2 農業法人の企業価値評価にかかる基本的な留意事項	P11
3 農業法人の評価アプローチの選定	P12
4 農業法人の企業価値評価手法の具体的な手順	P13
【参考】具体的な企業価値の算定(イメージ)	P16

## 1 企業価値・企業価値評価とは

- 「企業価値」とは、企業が将来に創出する経済的な便益を、一定の前提に基づいて金額として算定したものです。この企業価値には、「事業価値」、「企業価値」、「株主価値」という3つの概念があります(図表1)。
- 「事業価値」は、企業において評価対象とする事業から生み出される価値であり、企業が事業を通じて稼ぐ力を定量化したものといえます。
- 「企業価値」は、企業全体の価値であり、事業価値に加えて、遊休資産や他に貸借している資産など、評価対象の事業に投下されていない資産(図表1の非事業資産)の時価を合算して算定します。
- 「株主価値」は、企業価値のうち株主に帰属する価値であり、企業価値から企業が株主以外から調達している借入金や社債などの他人資本(図表1の「有利子負債等」)を差し引いて算定します。
- 「企業価値評価」とは、これらの価値を金額として算定する作業を指し、「バリュエーション」と呼ばれることもあります。市場での買い手と売り手の交渉によって決定される「価格」に対し、「価値」はいわゆる「一物多価」となり、同じ企業を評価する場合でも、評価の目的や前提によって企業価値は異なるため、評価額をレンジで示すこともあります。
- 企業の事業継続を前提とする場合には、事業価値が企業価値の大部分を占める状況が理想であり、評価の過程でもそのバランスを確認します。また、出資後の株式の買取請求時の価額やM&Aの譲渡額を検討・協議する際には、1株当たりの株主価値(株価)が重要な指標となります。

図表1 企業価値の概念図

※1 事業資産： 評価対象となる企業の事業のうち、評価する事業に関する資産  
 ※2 有利子負債等： 事業負債及び有利子負債(有利短期借入金・長期借入金など)  
 ※3 事業投下資本： 事業活動に使うために使っている資本(有利子負債と株主資本の合計)



事業価値	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業の事業から創出される価値。</li> <li>事業活動によって得られる将来キャッシュ・フローの現在価値の合算値として評価することが主流。</li> </ul>
企業価値	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業の事業価値と企業が保有する非事業資産(遊休資産、余剰現金、有価証券など事業に用いられていない資産)の時価を合算した企業全体の価値。</li> </ul>
株主価値	<ul style="list-style-type: none"> <li>「企業価値」から有利子負債等の額を差し引いた、株主に帰属する価値。</li> <li>企業価値が有利子負債等の額に満たない場合は、株主価値はゼロとなります。</li> </ul>

## 2 企業価値評価の目的とタイミング

### (1) 企業価値の価値形成要因

- 企業価値評価を行うにあたっては、評価の進め方や評価時に重視すべき事項を認識するためにも、企業価値を形成する要因を理解することが重要です。
- 企業価値の形成要因としては、社会情勢や政策・制度に関する要因(一般的要因)、業界を取り巻く状況に関する要因(業界要因)、対象企業の収益性や経営戦略などに関する要因(企業要因)、株主構成や株主と企業の関係性などに起因する要因(株主要因)、評価の目的に応じた要因(目的要因)があります(図表2)。これら5つの価値形成要因のうち、「一般的要因」と「業界要因」については、対象企業からの情報提供に加えて、新聞報道や各種データベースを活用することで、評価者が独自に情報収集することも可能です。
- 一方で、「企業要因」と「株主要因」については、決算書や税務申告書、勘定科目内訳明細書、固定資産台帳など固定資産に関連する資料、経営計画、株主名簿などから把握する必要があるため、評価者は企業に提供を依頼します。
- また、「目的要因」については、評価者が企業の経営層などへインタビューをおこなうことで把握します。この「目的要因」については、主に出資、第三者継承・M&A、裁判が想定されます(図表3)。

#### ① 出資

- 企業がさらなる成長や財務基盤の強化を目指し、第三者割当増資(企業が新株を特定の第三者に割り当てて発行する)などにより資金を調達する際に、出資を目的とする企業価値評価が実施されます。
- 出資を受ける企業にとっては、取引先や金融機関、投資家、ファンドなどに対し、将来的な成長性を客観的に示す情報として活用でき、資本戦略を策定するうえでも有益な情報となります。
- 出資を行う企業(金融機関、出資ファンド、ベンチャーキャピタル、企業の取引先など)にとっては、出資判断の情報として活用できるほか、出資後の株式売却時の価額の決定に必要となります。

#### ② 第三者継承・M&A

- 第三者継承やM&Aにおいて、譲渡側の売却対価または譲受側の取得対価の目安を算定する目的でも行われており、公認会計士、税理士、M&Aプラットフォーム運営事業者などが譲渡側と譲受側の支援者として評価を行います。

図表2 企業価値の価値形成要因

価値形成要因	具体的な想定ケース	情報の収集先	
		評価者が独自に収集	企業からの提供
一般的要因	社会情勢の変化、経済政策、法令等の改正、景気予測など	○	○
業界要因	類似上場会社の株価の推移、同業他社の業績動向	○	
企業要因	業種、業態及び取引規模、創業年数	○	○
	収益性、財政状態、配当政策		○
	経営、営業、技術、研究等の特異性		○
	経営戦略や経営計画		○
株主要因	株主構成、株主との関係、過去の株式の売買実績、株式譲渡制限の有無		○
目的要因	評価目的、評価に至った背景と経緯	○	○

日本公認会計士協会「企業価値評価ガイドライン」を基に作成

### ③ その他(事業再生、裁判)

- 本フレームワークでは取り扱いませんが、その他の目的としては、事業再生や裁判などがあります。
- また、土業や金融機関などが事業再生を目的として評価を行うケースのほか、裁判所が会社法に基づいて、株式の価格決定の申立てに応じて評価を実施するケースもあります。

図表3 企業価値が必要になる状況・目的と評価実施者

状況・目的	取組内容の詳細
出資	資金調達又は資金提供を行う際の投資判断基準を提供する目的での評価を実施 • 第三者割当増資を通じて外部から出資を受ける場合、又は出資をする場合に、株式の市場価値が存在しない非上場会社は、企業価値向上の客観的な根拠として企業価値を算定し、1株当たりの株式価値(株価)を算出します。 • 評価は、資金調達を目指す事業者のほか、出資を行う金融機関等、ファンド、ベンチャーキャピタル、企業の取引先などの立場からも行われます。
第三者継承 ・M&A	適正な取引価格の決定に向けて評価を実施 • M&Aの譲渡金額の協議や判断の目安となる金額として、会計士、税理士、M&A仲介事業者などが評価を実施します。 • 評価は、譲渡側、譲受側いずれの立場からも行われます。
その他 (事業再生、裁判)	土業や金融機関が事業再生計画の立案等の事業性を目的に評価を実施します。 会社法に基づく株式の価格決定の申立てに応じて、裁判所が評価を実施します。

## (2) 企業のライフステージに応じた評価

- 企業価値は、図表2で示している価値形成要因に応じて異なるものであり、評価対象企業のライフステージ(図表4)は企業要因と関係しています。
- 一般的に、企業のライフステージは、創業直後の「創業期」から、事業規模が拡大する「成長期」へ移行し、その後、「成熟期」を経て、最終的には「衰退期」に至るとされています。こうした各ステージに応じた、企業価値を評価する際の主な留意点は以下のとおりです。

### ① 創業期

- 「創業期」は売上規模は小さく、利益もほとんど計上されず、決算書上では営業キャッシュフローがマイナスとなる段階です。
- 設備投資などの資金需要が大きい一方、内部資金は乏しいため、外部からの資金調達が必要になります。しかし、事業実績の少なさや返済財源の弱さから、通常の融資は受けにくく、事業性を重視した融資、あるいは出資による資金調達を検討することになるため、この時期の企業価値評価は「出資」を目的とすることが多い時期といえます。
- しかしながら、創業期は販売実績や純資産の少ないため、実績ベースでの企業価値評価が困難となる場合が多く、評価者は企業の事業内容を丁寧に把握し、将来の成長可能性を予測したうえで企業価値を評価する必要があり、評価者の予測能力と精度が評価額に大きく影響します。

### ② 成長期・成熟期

- 「成長期」は、事業が軌道に乗り、売上が拡大し、営業キャッシュフローがプラスに転じる段階です。
- 投資活動は引き続き活発であるため、投資キャッシュフローはマイナスとなりますが、事業実績があるため、金融機関からの借入も可能となり、資金調達の選択肢が広がる時期です。

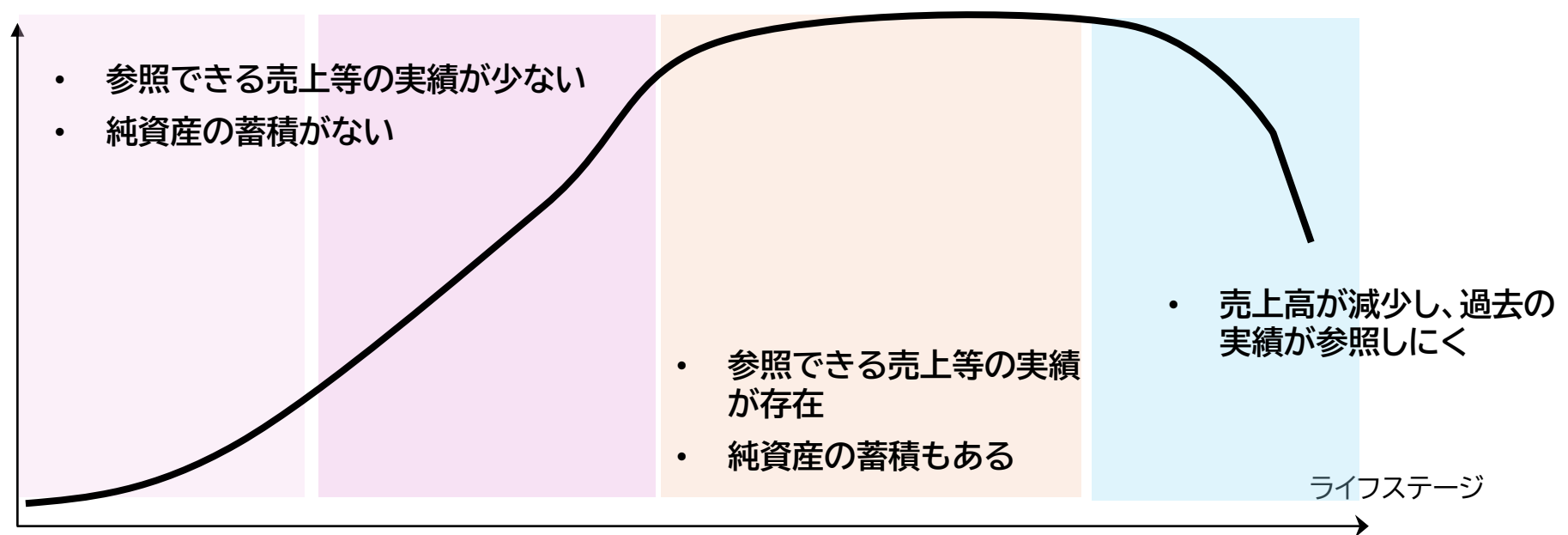
- これに続く「成熟期」は、売上の成長は鈍化するものの、事業が安定し、営業キャッシュフローも一定の水準を維持し、財務キャッシュフローのマイナス幅も縮小する時期となります。
- これらの段階では、事業実績や純資産が蓄積しているため、決算書などに基づく企業価値の評価が行いやすくなっています。また、資金提供を行う取引先が農業法人との関係性を強化する目的での出資や、M&Aにおける買い手や売り手としての打診を受けるなど、「創業期」とは異なる目的や立場からの企業価値評価が多く行われる時期でもあります。

### ③ 衰退期

- 「衰退期」は、業績の悪化等により、営業キャッシュフローが再びマイナスに転じて継続する段階です。営業キャッシュフローのマイナスが継続していても、有用な経営資源がある場合などは、M&Aによる買収の対象となることもあります。
- この段階では、「成長期」や「成熟期」の収益性の実績をそのまま評価に用いると、企業価値を過大に算定してしまうおそれがあります。
- また、これまでの蓄積により純資産が大きい場合には、企業の収益力とかけ離れた評価結果となる可能性もあります。そのため、衰退期にある企業評価を評価する際は、業績悪化を前提とした将来予測に基づいた算定をする必要があります。

図表4 評価対象法人のライフステージに応じた評価の留意点

売上高・規模



出資(資金調達)目的の  
評価が多い

出資(資金提供)目的の  
評価が増える

第三者継承・M&A  
目的の評価が増える

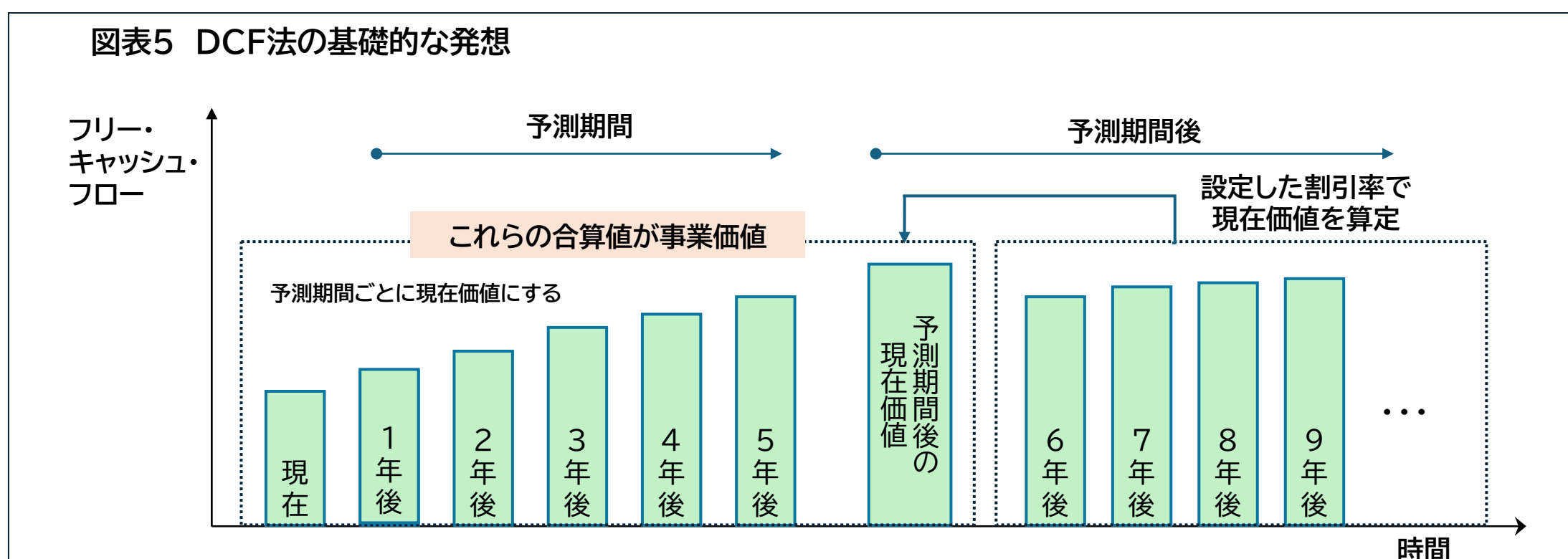
## 1 評価アプローチの概要

- 企業価値の評価アプローチは、評価時に着目する点の違いに応じて、3つ(収入(インカム)、資産(ネットアセット)、市場(マーケット))に整理されていることが一般的です。また、これらの評価アプローチごとに、着目する情報の収集方法や算定方法の違いに応じて、複数の評価手法が存在します。

### ① インカム・アプローチ

- 「インカム・アプローチ」は、主に企業の損益計算書を参照し、将来得られることが期待される収益やキャッシュ・フローに基づく「事業価値」の算定を通じて、企業価値を評価するアプローチです。
- 代表的な評価手法として、「DCF法(DCF≡Discounted Cash Flow、図表5)」や「収益還元法」などがあります。
- 「DCF法」は、企業の事業継続を前提として、将来のフリー・キャッシュ・フローを予測し、その評価時点での現在価値を合算することで事業価値を算出します。この事業価値に非事業資産の時価を加算すると、企業価値が算定できます。  
 なお、フリー・キャッシュ・フローは、借入金の債権者や株主に分配可能な現金額のことです。税引後営業利益(NOPAT:Net Operating Profit After Tax)に減価償却費を加えた額から設備投資額を差し引きし、運転資本の増減を加えて算出できます。
- 「インカム・アプローチ」は、動的な評価手法であるため、将来の成長可能性を評価に反映できる点がメリットです。また、フリー・キャッシュ・フローの予測時には、経営戦略や投資計画など評価対象企業の特徴を詳細に組み込める点も利点といえます。
- 一方で、将来予測の正確性がフリー・キャッシュ・フローに大きな影響を与えるため、評価の前提条件や評価者の予測能力などによって、評価額が大きく変動する可能性が高い点がデメリットといえます。

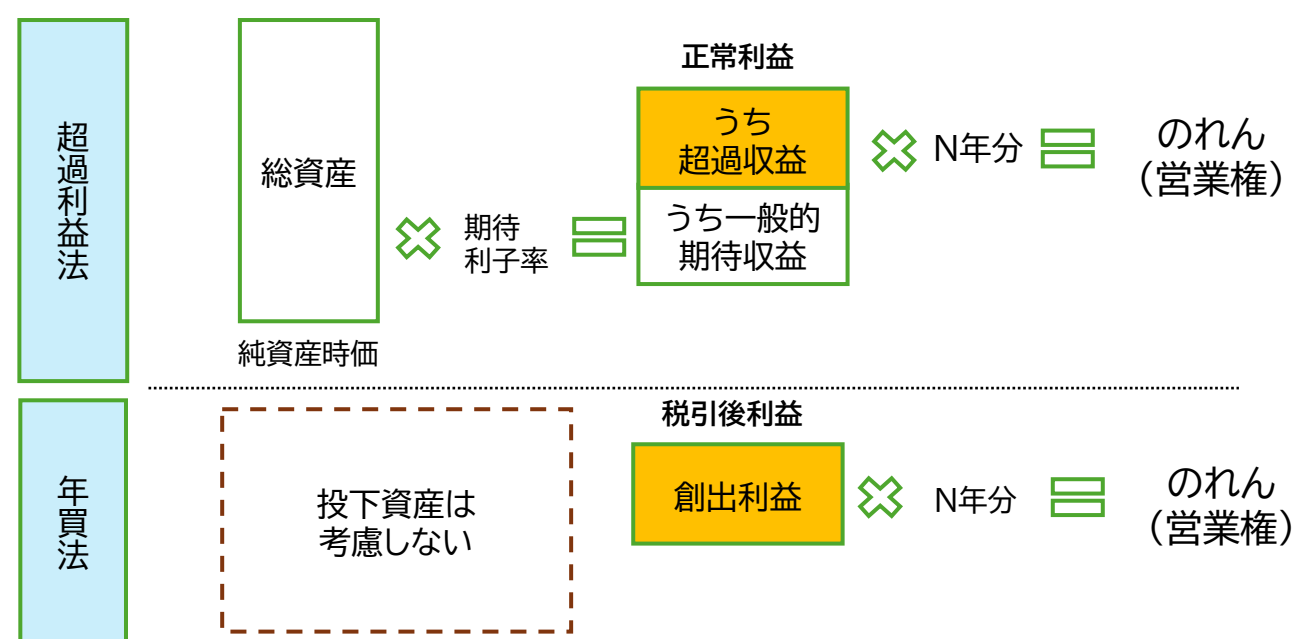
図表5 DCF法の基礎的な発想



## ② ネットアセット・アプローチ(コスト・アプローチ)

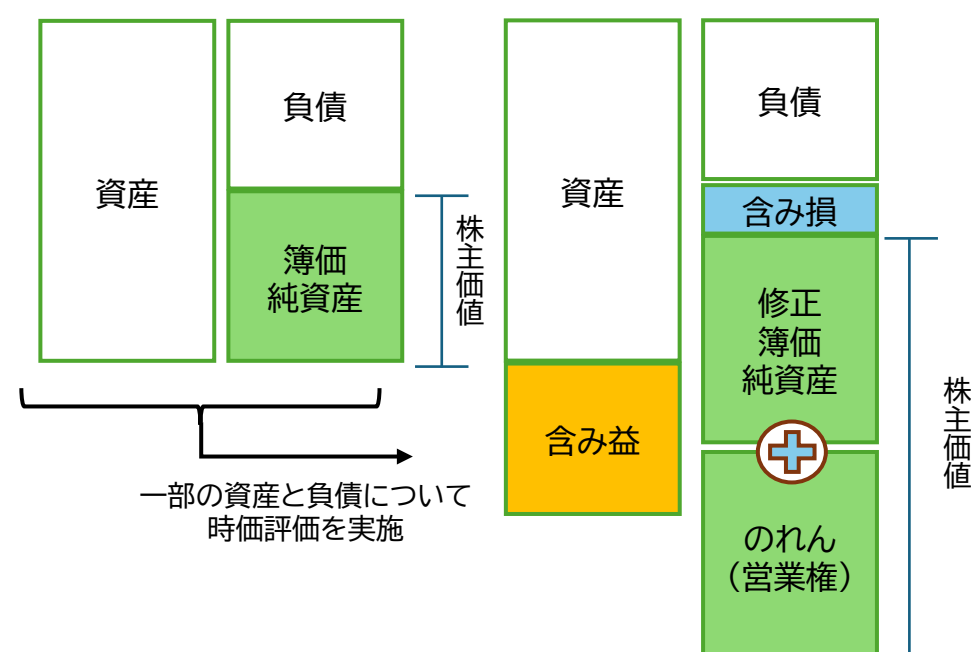
- 「ネットアセット・アプローチ」では、企業の貸借対照表に計上されている純資産額を基礎として「株主価値」の算出を通じて、企業価値を評価するアプローチです。
- 評価対象の企業が現有する資産をすべて再調達する際にかかる費用(再調達原価)を基にするため、「コスト・アプローチ」と呼ばれることもあります。
- 代表的な評価手法として、簿価に基づく「簿価純資産法」、時価をベースとする「時価純資産法」の2つの手法が存在します。
- 「時価純資産法」では、貸借対照表の資産と負債をすべて時価評価しますが、すべての資産と負債を時価評価することは実務的な負荷が大きく、現実的ではありません。このため、含み損益が見込まれる主要な資産と負債に限定して時価評価を行う「修正簿価純資産法」が代表的な評価手法として広く用いられています。
- 算定方法が分かりやすく、客観性が高い点がメリットですが、時価評価に必要な情報が決算書から把握できない場合や、評価対象企業が保有していない場合もあるため、評価者による追加の情報収集が必要となります。
- また、これまでの事業や投資の蓄積を反映した純資産額に着目する静態的な評価手法であるため、事業継続を前提とする企業の価値評価には適さないとされる場合があるほか、貸借対照表に計上されていない知的資産などの無形資産を反映できないため、企業の収益力に比べて過小評価となりやすい点がデメリットといえます。
- こうしたデメリットがあるため、非上場会社のM&Aでは、数年分の超過収益や税引後営業利益等を「のれん(営業権)」として算定し、純資産額と合算して株主価値とする「超過利益法」や「年買法」が実務上は広く用いられていますが、理論的な厳密性を欠くことに留意する必要があります(図表6、図表7)。

図表6 のれん(営業権)の評価方法



算定方法	算定の発想
超過利益法	<ul style="list-style-type: none"> <li>農業法人の正常利益を算定し、そこから有形固定資産に寄与する利益(有形固定資産に帰属する投資利回り)を除外して、無形資産に由来する利益を超過収益とし、その数年分をのれん(営業権)とする。</li> <li>掛け合わせる年数については、理論的な根拠はない。</li> </ul>
年買法	<ul style="list-style-type: none"> <li>数年分の利益(税引き後収益)をのれん(営業権)とする。</li> <li>掛け合わせる年数については、理論的な根拠はない。</li> </ul>

図表7 のれん(営業権)を考慮した株主価値の考え方

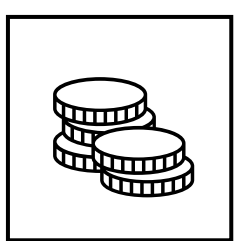


- 上記は、一部の資産と負債について時価評価を行った結果、資産の含み益が負債の含み損を上回り、簿価上の純資産額よりも時価評価を反映した「修正簿価純資産額」が大きくなった状況です。
- のれん(営業権)を別途算定する場合は、「修正簿価純資産額」と合算した値を株主価値とみなします。

### ③ マーケット・アプローチ

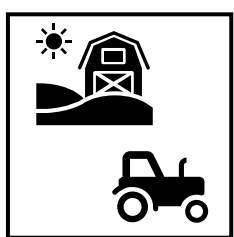
- 「マーケット・アプローチ」は、評価の対象企業と類似する上場会社の株価や収益指標、または類似したM&Aの取引実績に基づいて「事業価値」又は「株主価値」を算出することを通じて、企業価値を評価するアプローチです。
- 代表的な評価手法は、株式取引市場で取引された株価を基準に評価する「市場株価法」や類似する上場会社の市場株価と比較して非上場会社の株式を評価する「類似上場会社法」です。
- 「類似上場会社法」では、事業内容、製品・サービス、事業規模などが類似する上場会社について、企業価値が収益の何年分に相当するかという倍率(マルチプル)を算出し、評価対象企業の収益にその倍率を掛け合わせることで企業価値を算定します。
- 市場から得られる客観性の高い株価を参照し、評価方法も理解しやすい点がメリットですが、類似する会社の選定には評価者の判断が入ることや、株式市場での評価が適正であることを前提としていることに留意する必要があります。
- さらに、企業のライフステージや事業戦略によっては、類似上場会社の選定が難しい場合があり、特にスタートアップ企業や上場会社が少ない業種では、比較対象そのものが存在しない場合があります。

図表8 企業価値の評価アプローチ



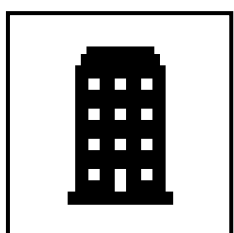
#### インカム・アプローチ

- 評価対象となる企業が将来獲得する収益、またはフリー・キャッシュ・フローに基づいて価値を評価。
- 代表的な手法はDCF法。将来のフリーキャッシュフローを予測し、設定した割引率から割引現在価値を算出し、それらの合算値を事業価値とする評価を行います。
- メリット: 企業の経営戦略や投資計画などを含めて、将来の収益獲得能力を総合的に評価できます。
- デメリット: 将来的な予測の精度により、評価額が大きく異なります。評価が将来収益に依存するため、特に収益の変動が大きい法人では不確実性があります。



#### ネットアセット・アプローチ(コスト・アプローチ)

- 貸借対照表上に記載がある純資産に着目して価値を評価。
- 代表的な手法は修正簿価純資産法。含み損益が大きい資産等重要な資産に限り、時価評価し、純資産額を算出します。
- M&Aの際は、純資産額に数年分の超過収益や営業利益を合算する「超過利益法」や「年買法」が広く普及しています。
- メリット: 貸借対照表上で算定できるため、他の評価アプローチと比べて客観性に優れています。
- デメリット: 企業の商品の特徴や強みなど収益性に関連する内容を評価に反映できない。



#### マーケット・アプローチ

- 評価対象と類似する事例を参照して価値を評価。
- 代表的な手法は類似上場会社法。評価対象の企業と類似する企業の収益指標に対する企業価値の倍率を算出し、評価対象企業の収益に掛け合わせて評価を行います。
- メリット: 客観性があり、計算が容易です。
- デメリット: 類似法人を見出すことは難しく、ネットアセット・アプローチと同じく、企業要因を十分に反映することができません。

## 2 評価アプローチの選定

- 企業価値の評価アプローチと手法は、評価目的や評価対象企業の状況、さらには評価者の立場を踏まえて決定されます。前述したように、それぞれの評価アプローチは着眼点が異なるため、それぞれの特徴に応じて選定する必要があります(図表9)。

### ① 評価対象企業のライフステージ

- 「創業期・成長期」にある企業に対しては、将来の収益獲得能力を十分に反映できず、過小評価となるおそれがあるため、将来の収益見通しを反映できる「インカム・アプローチ」又は類似上場会社の市場評価を参照できる「マーケット・アプローチ」が望ましいと考えられます。
- 「衰退期」にある企業に対しては、評価時点の企業の収益力とかけ離れた企業価値が算定されるおそれがあるため、「インカム・アプローチ」の採用時には留意が必要となり、「ネットアセット・アプローチ」が望ましいと考えられます。

## ② 評価対象の企業が置かれた状況

- 企業の経営の継続性(ゴーイング・コンサーン)を前提とする企業価値は「継続価値」と呼ばれ、「インカム・アプローチ」又は「マーケット・アプローチ」を用いることが一般的です。
- 一方で、経営の継続を断念し、解散・清算を前提とする企業価値は「清算価値」と呼ばれ、個別に資産を売却した場合に得られる価額を基礎とする「ネットアセット・アプローチ」が適しています。
- なお、清算価値は、資産処分にかかる時間的な余裕の有無によって大きく変わり、時間的な余裕がある場合は大幅な割引が不要な「非強制処分価値」、早期処分が必要な場合は大幅な割引をとらなう「強制処分価値」となり、企業の置かれた状況が評価額に反映されることにも留意する必要があります。

## ③ 無形資産に基づく超過収益力

- 貸借対照表に計上されない無形資産が企業の収益において重要な役割を果たしている場合は、無形資産が寄与する生産性向上や付加価値創出をフリー・キャッシュ・フローに反映できる「インカム・アプローチ」が望ましいと考えられます。

## ④ 類似する上場会社等がない状況

- 類似上場会社が存在しない場合や、同じ製品を扱っていても、事業コンセプトやビジネスモデル、市場でのポジション、事業展開の方向性が大きく異なる企業を参照するしかない場合は、将来の成長可能性が評価できる「インカム・アプローチ」が望ましいと考えられます。

図表9 企業価値評価手法の留意点と適正性

評価手法の選択時に考慮すべき事項	具体的な想定ケース	評価アプローチ		
		インカム・AP	マーケット・AP	ネットアセット・AP
評価対象会社のライフステージ	創業期、成長期、成熟期	○	○	
	衰退期	△(※2)		○
会社の継続性(※1)	疑義なし	○	○	
	疑義あり	△(※2)		○
無形資産に基づく超過収益力	知的財産等の無形資産が価値の主たる源泉である	○	○	
類似上場会社のない新規ビジネス	他に例のない新規ビジネスに該当する	○		

※1 債務超過、配当の遅延又は中止、主要な経営者の退任、重要な原材料の不足、法令に基づく重要な事業の制約などの事象や状況があることを指します。

※2 フリー・キャッシュ・フローのマイナスの成長率（フリー・キャッシュ・フローが減少している状態）になっていることに加えて、今後の事業の改善見込みなども考慮する必要があります。

## 企業価値評価における無形資産

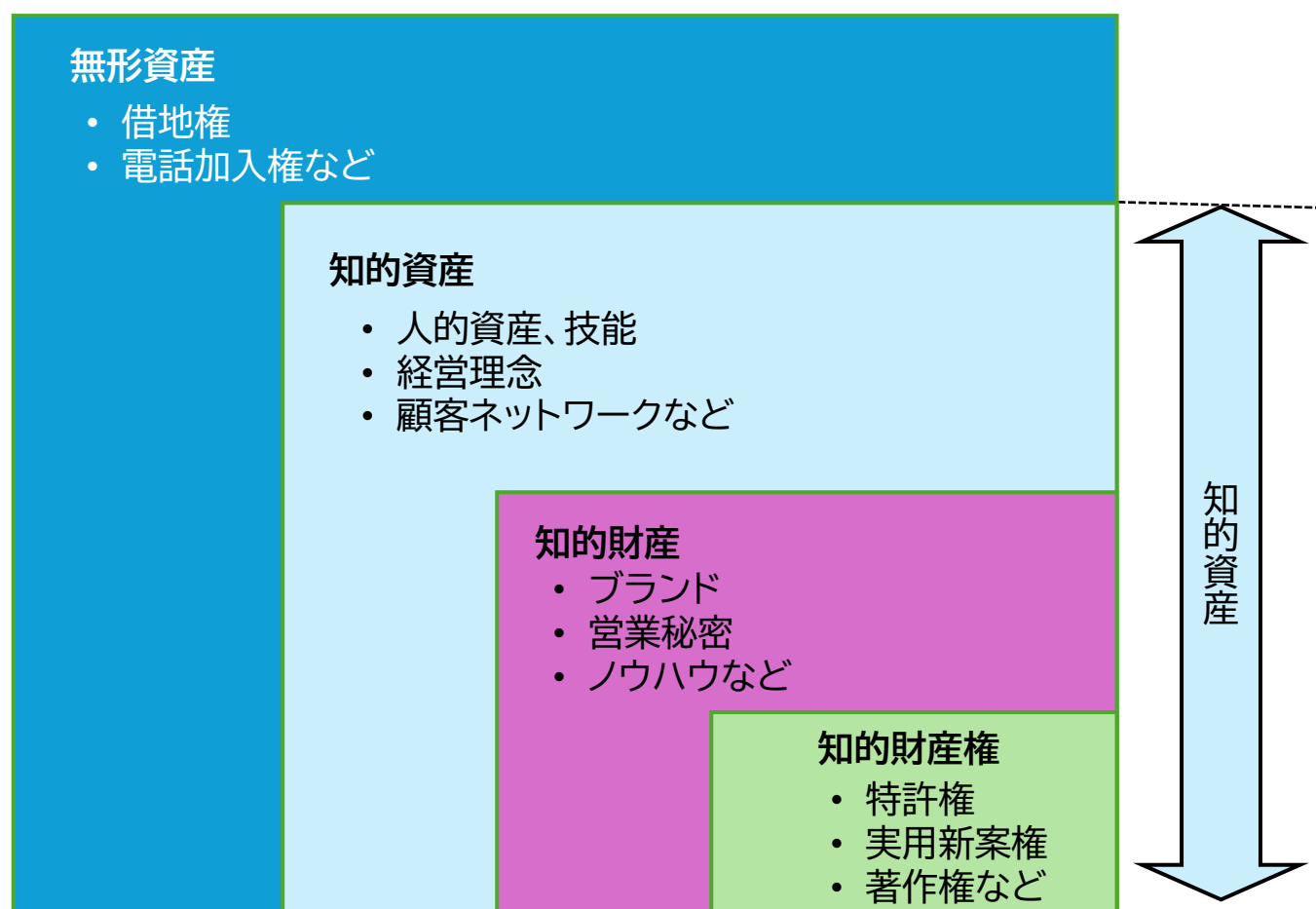
- 「無形資産」は、企業の収益力の源泉とされており、企業価値評価においても非常に重要な考慮事項となります。この「無形資産」には、法律上の権利(産業財産権(特許権、実用新案権、商標権)、著作権、商号、営業上の機密事項、植物の新品種など)等の「分離して譲渡可能な無形資産」と「それ以外の無形資産」に分類することができます(図表10)。
- 「分離して譲渡可能な無形資産」は、売買により取得価額が明確な場合や、M&Aを通じて取得しPPA(取得減価配分)を行った場合などは取得価額が簿価に計上されるため、その金額は純資産額に含まれています。ただし、いわゆる自己創設特許など自社で開発した成果などは簿価に計上されていないことが多い点に注意が必要です。「それ以外の無形資産」としては、超過収益力やリーダーシップ、チームワークなどが考えられます。
- また、こうした分類とは別に、無形資産を「形のない経営資源」として、「知的財産権」、「知的財産」、「知的資産」、「無形資産」として分類することもあります。
- いずれにしても、無形資産は決算書からの把握が難しいことから、インタビュー等を通じてその存在や役割を確認し、企業価値評価においても適切に考慮することが求められます。

図表10 無形資産の分類

分類		概要
無形資産	分離して譲渡可能な無形資産	<ul style="list-style-type: none"> <li>法律上の権利など分離して譲渡可能な無形資産。</li> <li>企業結合会計基準では、企業または事業と独立して売買可能であり、当該無形資産の独立した価格を合理的に算定できる無形資産を「分離して譲渡可能な無形資産」としている。</li> <li>法律上の権利としては、産業財産権(特許権、実用新案権、商標権)、著作権、商号、営業上の機密事項、植物の新品種などが想定される。</li> </ul>
	それ以外の無形資産	<ul style="list-style-type: none"> <li>分離して譲渡可能な無形資産に該当しない資産として、企業結合会計適用指針では以下二つを例示。               <ol style="list-style-type: none"> <li>① 法律上の権利等による裏付けのない超過収益力</li> <li>② M&amp;Aの被取得企業の事業に存在する労働力の相乗効果(リーダーシップやチームワーク)</li> </ol> </li> </ul>

日本公認会計士協会(2016)「無形資産の評価実務-M&A会計における評価とPPA業務-」を基に作成

図表11 知的財産権、知的財産、知的資産、無形資産の分類



経済産業省「知的資産・知的資産経営とは」ウェブサイトより作成

## 1 農業法人の企業価値評価が求められる背景

- 2025年農林業センサス(概数値)によると、農業法人は3万超に達しており、経営体数としては全体の約4%にとどまるものの、経営耕地面積では約3割、農産物販売金額では約4割を占めており、離農する農業者の農地等の「受け皿」としての役割が拡大しています。
- こうした中、農業法人が規模拡大や事業の多角化などを行うためには、他産業と比べてせい弱とされる経営基盤の強化が不可欠であり、その手段として民間金融機関等からの適切な出資・融資が重要となるため、農業経営の特徴を反映しつつ、適正かつ客観的に農業法人の企業価値を評価することが必要となります。
- 一方で、5年後の後継者を確保していない農業法人が多く存在しているため、第三者継承やM&Aを円滑に進めていくことが喫緊の課題となっています。今後、農業法人を対象とする第三者継承やM&Aが増加していけば、譲渡側と譲受側の双方が適切な協議を行うための基準として、公正な企業価値評価が求められる場面が増えると考えられます。
- このように農業法人を取り巻く環境が変化しているため、農業経営の特徴に応じた農業法人の企業価値を客観的に評価する手法の早期確立が求められています。

## 2 農業法人の企業価値評価にかかる基本的な留意事項

- 農業法人を対象とした企業価値評価する場合であっても、企業価値の基本的な評価アプローチや手法に大きな違いはありません。しかし、農業に関する制度や政策に加えて、農業経営の収益構造、資本構成、主な生産品目(営農類型)に応じて、留意する点が異なります。
- ① 農地所有適格法人は株式上場できない
    - 農地法(昭和27年法律第229号)の規定に基づき、農地を所有できる農業法人(農地所有適格法人)は株式市場に上場することができないため、農地を所有している米や露地野菜などを生産する法人は、株式上場していません。なお、畜産や植物工場など農地等を所有しない法人は、農地法の適用がないため、株式上場している会社も一部あります。
    - 非上場会社の企業価値を評価する際は、通常、類似する上場会社と比較して算定しますが、農業法人の場合は、上場会社がほとんどなく、類似する上場会社の選定が難しいため、「マーケット・アプローチ」や「インカム・アプローチ」の一部の評価手法をそのまま適用することが困難です。
  - ② 営業利益が赤字の法人が多い
    - 企業価値評価では営業利益を基礎として評価することが基本です。しかし、農産物の取引において、その持続的な供給に要するコストについて認識しにくいこと等から、耕種農業(稲作など)を中心とした多くの農業法人では、営業利益は赤字であり、補助金・交付金などの営業外利益を含めた経常利益の段階で黒字となる状況が少なくありません。こうした事情を考慮せず、営業利益に着目して企業価値を評価してしまうと、実態とかけ離れて「企業価値がない」という評価結果となるおそれがあります。

- このため、農業法人の収益力を把握する上では、営業利益に加算すべき交付金・補助金を明確に識別し、その金額を売上高に加算したうえで企業価値評価を行う必要があります。

### ③ 天候などの影響を受けやすく、市況の変動が大きい

- 農産物の品質や収量などは天候、自然災害などの影響を強く受けるほか、豊凶による市場価格の変動があるため、農業法人の企業価値を評価する際は、複数年分の決算書を確認するだけでなく、生産品目ごとの市場動向、農業法人が独自に整理している生産・販売データ、さらに農業法人の経営層や担当者へのインタビューを通じて変動要因を分析し、評価に反映することが重要になります。

### ④ 営農類型によって資産構成が異なる

- 農業は、生産品目(営農類型)により資産構成が大きく異なり(図表12)、稲作や露地野菜の農業法人では「借地」が経営面積の大半を占め、収益をあげる経営基盤となっているにもかかわらず、借地は貸借対照表に計上されていません。
- 栽培技術やノウハウなどの無形資産が収益に寄与していることは、営農類型による大きな差はありませんが、土地や棚卸資産、近年になって再取得価額が高騰している建物・構築物の割合が高い営農類型では、時価評価の有無により評価額が大きく変わります。

図表12 営農類型別 資産計に占める各項目の構成比

	稲作	北海道 畑作	果樹	露地 野菜	施設 野菜	施設 花き	茶	きのこ	酪農 (北海道)	酪農 (都府県)	肉用牛 肥育	養豚	採卵鶏	ブロー イラー
資産計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
流動資産	39.7	38.1	40.8	46.9	35.3	53.6	30.7	44.0	29.1	31.0	78.4	44.3	44.4	43.8
当座資産	26.4	24.3	23.7	24.9	26.0	30.3	22.1	30.8	20.5	19.8	17.7	22.2	35.2	33.2
現預金	24.3	23.1	17.0	18.2	20.2	24.4	19.9	24.1	16.6	14.6	15.9	19.2	25.1	22.7
売掛金	2.1	1.2	6.7	6.6	5.8	5.8	2.2	6.7	3.8	5.2	1.7	2.6	9.6	10.2
棚卸資産	4.9	2.9	9.9	13.8	3.3	13.0	1.9	5.0	3.1	4.6	48.3	15.0	1.9	12.1
有形固定資産	54.3	51.5	55.2	47.1	56.8	39.7	63.4	52.0	65.7	63.8	19.2	49.7	49.0	52.4
建物・構築物	23.8	19.2	30.2	20.2	37.6	24.7	20.8	30.8	37.6	29.9	10.3	40.4	28.1	37.7
機械装置・運搬具	21.1	22.6	8.3	16.0	11.2	10.8	22.5	8.6	9.2	11.7	2.0	5.9	8.9	8.7
果樹・家畜	0.1	0.0	2.1	0.0	0.0	0.5	10.3	0.0	9.0	17.8	1.7	1.0	0.0	0.0
土地	13.1	17.9	9.7	13.0	9.0	8.0	13.0	3.3	6.0	8.4	4.9	8.1	13.0	6.1

日本政策金融公庫(2024)「令和5年営農類型別経営統計」

## 3 農業法人の評価アプローチの選定

- 農業法人を企業価値評価する際は、類似する上場会社がほとんどないことから、主な評価アプローチとしては「インカム・アプローチ」と「ネットアセット・アプローチ」が想定されます。
- 事業を継続する農業法人を前提とすれば、出資であっても第三者継承・M&Aであっても、各農業法人の経営計画などを丁寧に反映し、将来的な成長見通しを含めて企業価値を算定できる「インカム・アプローチ」の採用が選択肢となります。この評価アプローチでは、農業法人の将来フリー・キャッシュ・フローを予測する際に、単価、単収を見通す必要がありますが、近年は温暖化や気候変動の影響もあり予測は容易ではないため、地域平均との比較などを踏まえた前提条件の整理が不可欠です。

- 「ネットアセット・アプローチ」は、企業価値の算定に慣れていない関係者にもわかりやすく、貸借対照表と固定資産台帳等があれば基本的な算定が可能という利点があるため、広く実施されていますが、評価時点での企業価値を算定する性格が強いため、第三者継承・M&Aの目的に適した評価手法といえます。この評価アプローチでは、含み損益が見込まれる資産への対応に加えて、貸借対照表に計上されていない収益力に関する無形資産等も考慮することが重要です。これらの資産や無形資産を個別に評価することが難しい場合は、「DCF法」の評価額との差分として認識するか、「超過利益法」や「年買法」を用いて代替的な評価を行うか判断が必要となります。
- こうした内容等を踏まえつつ、各営農類型の特徴や特性に応じた、評価アプローチの採用時に考慮すべき事項(図表13)を勘案して、農業法人の企業価値を算定する評価アプローチを適切に選定することが重要です。

図表13 営農類型別 評価アプローチ採用時に考慮すべき事項

営農類型	評価アプローチ	評価アプローチ採用時に考慮すべき事項
稲作	インカム・AP	<ul style="list-style-type: none"> <li>米価変動にともなう事業計画策定の難しさ</li> <li>フリー・キャッシュ・フローに含める補助金・交付金の特定</li> </ul>
	ネットアセット・AP	<ul style="list-style-type: none"> <li>貸借対照表に記載がない借地が主な経営資源になっている</li> <li>のれん(営業権)の算出時に参照する収益の設定(補助金・交付金の扱いなど)</li> <li>農地等への投資及び地質的な違いに対する評価が難しい</li> </ul>
露地野菜	インカム・AP	<ul style="list-style-type: none"> <li>天候等の影響を受けやすく、売上高の予測が難しい</li> <li>収入保険等や野菜指定産地制度では生産者補給金がある</li> </ul>
	ネットアセット・AP	<ul style="list-style-type: none"> <li>貸借対照表に記載がない借地が主な経営資源になっている</li> <li>農業法人独自ないし産地としてブランド化されている場合がある</li> <li>農地等への投資及び地質的な違いに対する評価が難しい</li> </ul>
施設野菜	インカム・AP	<ul style="list-style-type: none"> <li>収入保険等や野菜指定産地制度では生産者補給金がある</li> </ul>
	ネットアセット・AP	<ul style="list-style-type: none"> <li>農業用ハウス等が資材・人件費の高騰に伴い、簿価と時価との乖離が大きくなっている</li> <li>費用計上して施設内に投資した各種設備との一体的な成果の評価ができない</li> <li>施設の修繕が必要になる場合は、必要に応じて減額等が必要</li> </ul>
酪農	インカム・AP	<ul style="list-style-type: none"> <li>乳価は国の政策で決定</li> <li>配合飼料価格安定制度を考慮する必要</li> </ul>
	ネットアセット・AP	<ul style="list-style-type: none"> <li>畜舎等が資材・人件費の高騰に伴い、簿価と時価との乖離が大きくなっている</li> <li>施設の修繕が必要になる場合は、必要に応じて減額等が必要</li> </ul>
肉用牛	インカム・AP	<ul style="list-style-type: none"> <li>肉用牛の市況が予想しにくい</li> <li>肉用牛肥育経営安定交付金(牛マルキン)など収益に影響する制度が存在</li> </ul>
	ネットアセット・AP	<ul style="list-style-type: none"> <li>資産において棚卸資産のシェアが高く、時価評価の場合は市況の影響を受ける</li> <li>畜舎が資材・人件費の高騰に伴い、簿価と時価との乖離が大きくなっている</li> <li>肉用牛売却所得の課税特例措置に基づく繰越欠損金の評価ニーズがある</li> </ul>

#### 4 農業法人の企業価値評価手法の具体的な手順

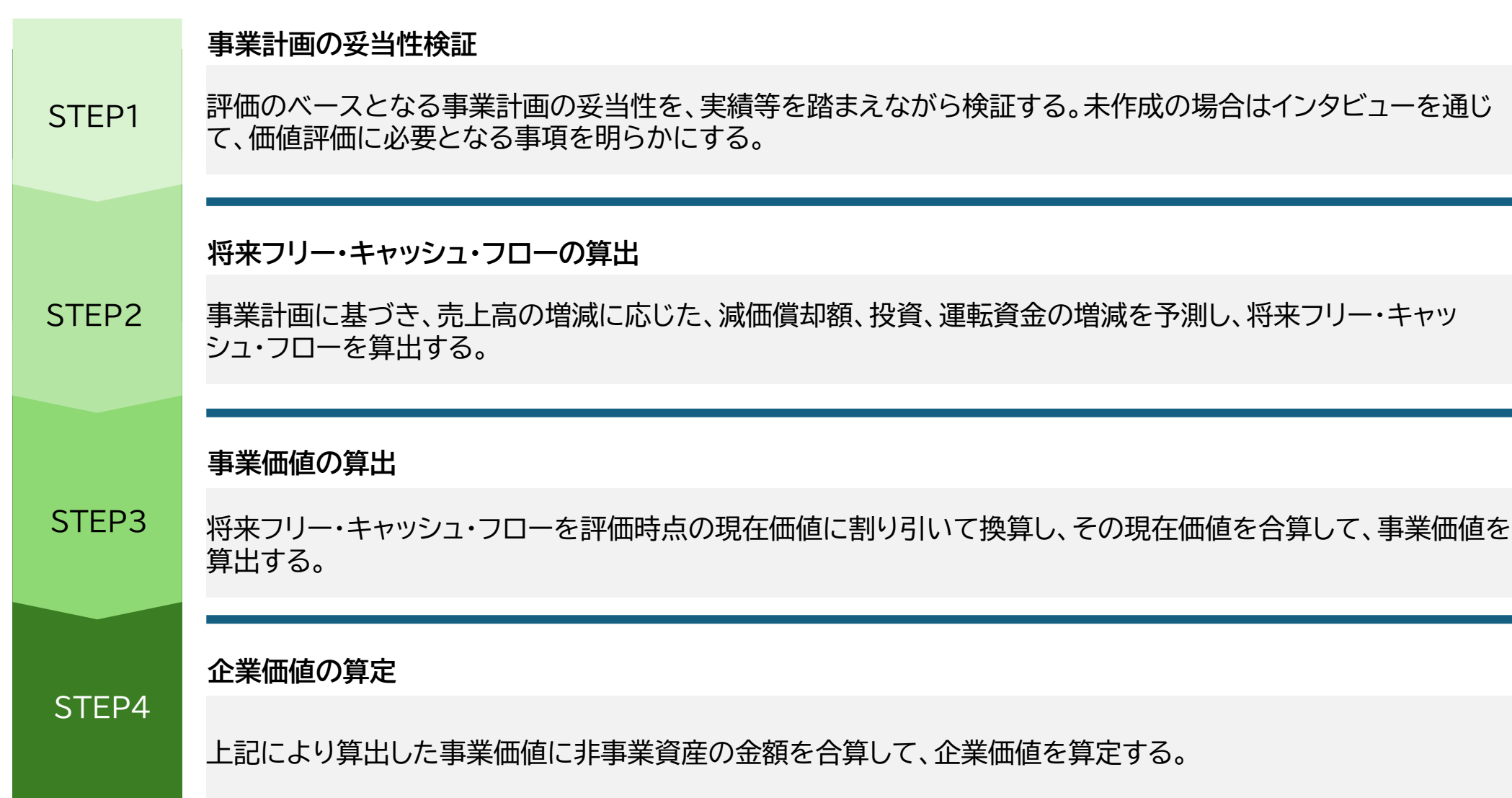
- 「インカム・アプローチ」の代表的な評価手法である「DCF法」と、「ネットアセット・アプローチ」の代表的な評価手法である「修正簿価純資産法」の具体的な手順は以下のとおりです。

##### (1) DCF法の手順

- 「DCF法」では、まず事業計画の妥当性について、実績等を踏まえながら検証します。農業法人が企業価値評価に利用できる事業計画を作成していない場合には、評価者が経営層へのインタビューを通じて、価値評価に必要な事項を明らかにします。

- 次に、事業計画に基づく売上高に応じた、減価償却額、投資額、運転資金額の増減を算出し、補助金・交付金を含めつつ、将来フリー・キャッシュ・フローを予測します。予測したフリー・キャッシュ・フローは、将来的な価値に対するリスクと不確実性を反映するため、設定した割引率を用いて、評価時点での割引現在価値に変換して、その総和から事業価値を求め、非事業資産の時価を加えて企業価値を算定します。この割引率の設定は、非上場会社を評価するときは、類似する上場企業の資本コストを参照して算出する加重平均資本コスト(WACC:Weighted Average Cost of Capital)を用いることが一般的ですが、それが難しい場合は、出資者やM&Aの譲受者が期待する収益率に関する指標※を代用するといった工夫も考えられます。  
※内部収益率(Internal Rate of Return、IRR)や投資資本利益率( Return On Invested Capital、ROIC)。
- また、事業計画の内容がフリー・キャッシュ・フローの予測だけでなく、評価額にも大きく影響するため、計画の妥当性の検証が重要なポイントとなります。

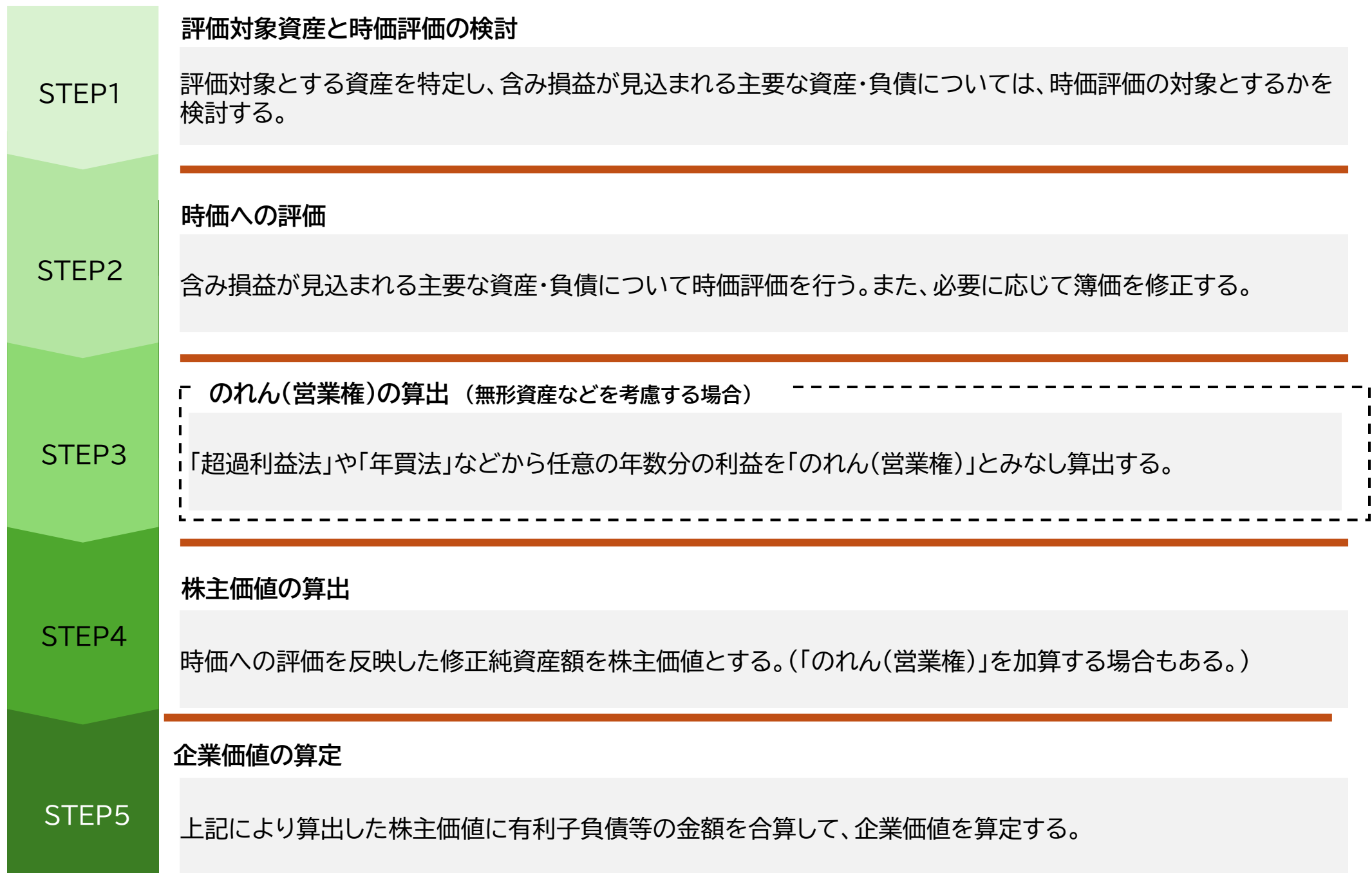
図表14 DCF法の手順



## (2) 修正簿価純資産法の手順

- 「修正簿価純資産法」では、含み損益が見込まれる主要な資産と負債(農地などの有形固定資産、投資有価証券、保険積立金など)を特定し、特定した資産と負債を時価評価します。
- 特定した資産・負債について、時価評価するための情報を収集し、時価への評価を行います。あわせて、補助金を活用して取得した機械・施設などについて、直接減価方式による圧縮記帳や特別償却をしている場合には、簿価が実態より過小となるため、留意する必要があります。こうして時価評価と修正をした資産と負債の額に、時価評価しなかった資産と負債の額を加えた純資産額が株主価値となります。
- なお、簿価に収益性が適切に反映されていない資産(果樹の樹体など)や、貸借対照表に計上されていない無形資産についても考慮することが重要であり、必要に応じて、任意の年数分の利益を「のれん(営業権)」とみなして、その額を時価修正を反映した純資産額と合算した値を「株主価値」とみなすことを検討します。
- こうして求めた「株主価値」に有利子負債等を加えて、「企業価値」を算定します。

図表15 修正簿価純資産法の手順



## 【参考】具体的な企業価値の算定(イメージ)

### 農業法人A社の概要

- 多くの借地を含む80haの農地で水稲作を中心に経営。2023年から2025年までの売上高は安定していますが、「税引前営業利益」は赤字であり、「経常的に発生する補助金収入等」を含めた「利払前・税引前利益」の段階で黒字でした。
- 主要な固定資産としては、「農地」はほとんどが借地、「構築物」は取得から5年が経過、「機械装置」は多くのスマート農機が含まれています(図表16)。

図表16 A社の収益と純資産の状況

				単位：千円	
科目	2023年 実績	2024年 実績	2025年 実績	科目	2025年▲月 帳簿価額
売上高	74,500	75,100	77,700	流動資産	52,320
売上原価	82,800	83,500	86,500	固定資産	46,110
売上総利益	▲ 8,300	▲ 8,400	▲ 8,800	うち農地	2,400
販管費及び一般管理費	10,790	10,880	11,200	うち構築物	4,200
税引前営業利益 ……①	▲ 19,090	▲ 19,280	▲ 20,000	うち建物	3,310
経常的に発生する補助金収入等……②	28,900	28,900	28,900	うち機械装置	30,120
利払前・税引前利益	9,810	9,620	8,900	うち車両運搬具	1,230
みなし税引後営業利益……③	6,314	6,188	5,710	<b>資産の部合計</b>	<b>98,430</b>
減価償却費……④	16,720	14,871	10,510	流動負債	19,100
正味運転資本の増減……⑤	▲ 100	▲ 100	▲ 100	固定負債	31,320
設備投資額……⑥	0	0	0	うち長期借入金	9,920
フリー・キャッシュ・フロー……⑦	23,134	21,158	16,320	<b>負債の部合計</b>	<b>50,420</b>
				純資産の部合計	48,010
				負債・純資産の部合計	98,430

- 農業法人A社の企業価値について、減価償却と同額の設備投資を行うと仮定し、インカム・アプローチとネットアセット・アプローチ(コスト・アプローチ)の代表的な手法を用いた算定(イメージ)は、以下のとおりとなります。

### (1) DCF法

- DCF法では、将来の事業計画の内容に基づきながら、「税引前営業利益」①に「経常的に発生する補助金収入等」②を加え、法人税等を控除した「みなし税引後営業利益」③と「減価償却費」④を合算し、「正味運転資本の増減」⑤と「設備投資額」⑥を引いて、「フリー・キャッシュ・フロー」⑦の予測を行います。
- 「フリー・キャッシュ・フロー」の予測期間は5年間(2025年～2029年)と仮定し、それ以降は「永続期間」として予測の5年目(2029年)が一定のペースで成長するものとして算定します。

図表17 フリー・キャッシュ・フローの予測値と事業価値の算定方法

								単位：千円
科目	2025年 (実績)	2025年 (予測1期)	2026年 (予測2期)	2027年 (予測3期)	2028年 (予測4期)	2029年 (予測5期)	2030年 (永続期間)	
フリー・キャッシュ・フロー	16,320	16,100	15,450	15,100	15,500	13,570	13,583	
割引率		8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
永続価値							169,788	
割引現在価値		14,907	13,246	11,987	11,393	9,236	115,555	

合算値である176,323千円が「事業価値」となり、非事業資産の時価を合算して「企業価値」を算定する。

- その上で、「割引率」を5.0%と仮定して算定した各年の「割引現在価値」を合算した「事業価値」に、非事業資産の時価を合算して、「企業価値」を算定します(図表17)。

## (2) 修正簿価純資産法

- 固定資産のうち、含み損益が見込まれる主要な資産として「農地」、農業用ハウスを含む「構築物」、「機械装置」の時価評価することとし、時価への評価を行いました。
- 「農地」は取得時よりも地価が下落しているため、含み損が生じています。一方、「構築物」と「機械装置」は、近年の資材費や人件費の高騰が高騰しており、再調達する場合は取得時よりも高額となるため、含み益が生じています。
- 時価への評価を行った結果、6,450千円の含み益が生じたことから、「純資産の部合計」の評価額(=株主価値)は簿価額より高い54,460千円となり、この額に「有利子負債等」の額を合算して、「企業価値」を算定します(図表18)。

図表18 修正簿価純資産法の算定方法

単位：千円

科目	2025年▲月 簿価額 (A)	評価額 (B)	差額 (B) - (A)
流動資産	52,320	52,320	0
固定資産	46,110	52,560	6,450
うち農地	2,400	1,120	▲1,280
うち構築物	4,200	6,500	2,300
うち建物	3,310	3,310	0
うち機械装置	30,120	35,550	5,430
うち車両運搬具	1,230	1,230	0
資産の部合計	98,430	104,880	6,450
流動負債	19,100	19,100	0
固定負債	31,320	31,320	0
うち長期借入金	9,920	9,920	0
負債の部合計	50,420	50,420	0
純資産の部合計	48,010	54,460	6,450
負債・純資産の部合計	98,430	104,880	

※ 評価額欄について、赤字は時価への評価をした額で、黒字は時価への評価をしない簿価額

# 農業法人の企業価値評価手法のフレームワークに関する有識者検討会

## 委員名簿

### 【委員】

秋葉 芳秀 秋葉会計事務所  
荒井 邦彦 日本公認会計士協会 経営研究調査会  
株式会社ストライク  
一般社団法人M&A支援機関協会  
梅本 雅 株式会社ファーム・マネージメント・サポート  
杉山 泰成 西村あさひ法律事務所・外国法共同事業  
田井 政晴 株式会社事業性評価研究所  
松田 尚樹 株式会社北海道銀行 アグリビジネス推進室

(敬称略、五十音順)

### 【オブザーバー】

吉田 真悟 農林水産省 農林水産政策研究所  
高嶋 辰也 日本政策金融公庫 農林水産事業本部 営業推進部 課題解決支援第二グループ  
川副 温子 同上  
高室 琢 アグリビジネス投資育成株式会社  
小埜 卓 農林中央金庫 食農法人営業本部 営業企画部  
日比野 伸哉 同上

(敬称略・順不同)

### 【事務局】

株式会社農林中金総合研究所 リサーチ&ソリューション第1部