

株価算定書

～サンプル・レポート～

2023年1月1日

(株)M & A 会計ファイナンス



株価算定書

株式会社●● 御中

株式会社M&A会計ファイナンス

代表取締役/公認会計士/MBA 加藤 幹也

当事務所は、株式会社●●(「貴社」)のご依頼により、株式会社XXX(「対象会社」)との資本提携等(「本件M&A」)を検討する際の価格決定のための参考資料として、対象会社の株式価値を算定しました。

株式価値の算定にあたっては、「企業価値評価ガイドライン(日本公認会計士協会・経営研究調査会研究報告第32号、平成25年7月3日)」(以下「ガイドライン」)を参考にしている。

なお、本算定書の取扱いにおいて、以下の点にご留意ください。

- 本算定書は、貴社及び対象会社から当事務所に提供された資料・情報に基づいて作成されており、それらの各種情報が正確かつ完全であることを前提としています。提供された資料・情報について一定の検討・分析を行っていますが、その内容の真実性・正確性・網羅性について検証等の義務を当事務所が負うものではありません。
- 本算定書は、貴社における意思決定の参考資料としてのみ利用されることを目的に作成したものであり、当事務所の事前の同意なしに他の目的に使用すること、第三者に公表することはできません。また、その目的外の使用から生じたいかなる事項に対しても、当事務所は一切の責任を負うものではありません。但し、貴社株主及び会計監査人から開示を求められた場合、当該株主等に対して本算定書の内容を開示することができます。

I	本算定書の目的及び前提条件
II	株価算定の基本的な考え方
III	対象会社の概要
IV	エグゼクティブ・サマリー
V	DCF法
VI	類似上場会社法
VII	時価純資産法

I 本算定書の目的及び前提条件

I 本算定書の目的及び前提条件

■ 評価の対象

株式会社XXXの株式

■ 評価の目的

株式会社●●(「貴社」)が、株式会社XXX(「対象会社」)との資本提携等(「本件M&A」)を検討する際の価格決定のための参考資料として、対象会社の株式価値を算定しました。

■ 評価の基準日

2021年3月31日

Ⅱ 株価算定の基本的な考え方

1. 評価アプローチ

企業価値を評価する手法は、一般的には以下の3つに分類される。（ガイドラインP26より）

- インカム・アプローチ

対象会社からの利益若しくはCFに基づいて価値を評価する方法である。一般的に将来の収益獲得能力を価値に反映させやすいアプローチといわれ、対象会社独自の収益性等を基に価値を測定することから対象会社が持つ固有の価値を示すといわれている。

また、ネットアセット・アプローチが静態的評価アプローチといわれるのに対し、インカム・アプローチは一般的に動態的な評価アプローチであるといわれる。

- マーケット・アプローチ

上場している同業他社や類似取引事例など、類似する会社・事業・取引事例と比較することによって相対的に価値を評価するアプローチである。一般的に比較対象とした上場会社の株価や取引事例は、その会社や事業の将来価値も含めた継続価値と考えられている。

- ネットアセット・アプローチ

会社の貸借対照表上の純資産に着目したアプローチである。一般的に会社の貸借対照表を基に評価することから、静態的な評価アプローチであるといわれる。

2. 評価アプローチの特徴

3手法の優れている点や問題点は、以下のとおりである。(ガイドラインP27～28)

項目	インカム	マーケット	ネットアセット
客観性	△	◎	◎
市場での取引環境の反映	○	◎	△
将来の収益獲得能力の反映	◎	○	△
固有の性質の反映	◎	△	○

- ・ 客観性
客観的な前提条件に基づいた株式評価が可能か、誰が行ってもある程度同じような評価結果が得られるか、評価に恣意性が入る余地が小さいか
- ・ 市場での取引環境の反映
他の類似上場会社の株価動向などを株式評価に反映させることができるか
- ・ 将来の収益獲得能力の反映
将来の獲得が期待される利益やCFに基づいて測定されることが重要であり、この点をどの程度反映させることができるか
- ・ 固有の性質の反映
対象会社が有する資産等の個別性や将来成長性などをどの程度を表すことができるか

3. 評価法①

各評価アプローチ毎の評価法は、以下のとおりである。

【インカム・アプローチ】（ガイドラインP31～42）

- ・ DCF法（FCF法） 事業価値を将来の営業CFを加重平均資本コストで割り引いた現在価値合計を計算する。その事業価値に、非事業資産価値を加算し、そこから有利子負債価値等を控除する。
- ・ 調整現在価値法 全額自己資本とした事業価値に、負債による節税効果を加算して事業価値を計算する。
- ・ 残余利益法 営業資産簿価に、将来における営業残余利益の現在価値合計を加算して事業価値を計算する。営業残余利益は、正常な利益（営業資産簿価×加重平均資本コスト）を上回る利益である。
- ・ その他/配当還元法 株主への直接的な現金支払である配当金に基づいて株主価値を評価する。
- ・ その他/利益還元法 会計上の純利益を一定の割引率で割り引くことによって株主価値を計算する。

3. 評価法②

【マーケット・アプローチ】（ガイドラインP43～47）

- ・ 市場株価法 証券取引所に上場している会社の市場価格を基準に評価する方法である。
マーケット・アプローチの典型的な評価法であり、株式取引の相場価格を基準に評価を行う。
- ・ 類似上場会社法 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方法である。
- ・ 類似取引法 類似のM&A取引の売買価格と 対象会社の財務数値に基づいて計算する方法である。
- ・ 取引事例法 対象会社の株式について過去に売買がある場合に、その取引価格を基に評価する方法である。

【ネットアセット・アプローチ】（ガイドラインP47～49）

- ・ 簿価純資産法 会計上の純資産額に基づいて、1株当たり純資産の額を計算する方法である。
- ・ 時価純資産法 資産負債を時価で評価し直して、1株当たりの時価純資産額を株主価値とする方法である。

Ⅱ 株価算定の基本的な考え方

4. 評価法の特徴

各評価法の優れている点や問題点は、以下のとおりである。

評価アプローチ	評価法	優れている点	問題点
インカム・アプローチ	DCF法	<ul style="list-style-type: none"> ファイナンス理論では、企業価値はその企業が生み出す将来CFに基づいて決まるとされており、最も理論的な方法である。 企業に関するリスクも割引率を通じて織り込むことで、評価に反映させることができる。 	<ul style="list-style-type: none"> 将来CFの前提となる事業計画の策定においては、経営者の恣意性が入る。 事業計画・割引率・成長率などの将来の数値の見積もりは予測値であり、不確実性がある。
	調整現在価値法	<ul style="list-style-type: none"> DCF法と同様。 資本構成の大きな変化や税率の変更が予想される場合に、柔軟に適用できる。 	<ul style="list-style-type: none"> DCF法と同様。 資本構成の予測に、恣意性が入る。
	残余利益法	<ul style="list-style-type: none"> 設備投資により予測期間のCFがマイナスであっても、会計上の利益を用いることにより、企業の収益力を適正に評価できる。 事業価値に占める継続価値の割合が小さいため、継続価値の見積もりのブレが抑えられる。 	<ul style="list-style-type: none"> 将来利益の予測は、不確実なものであるとともに、経営者の恣意性も入る。 割引率や成長率の設定には不確定要素が多く、不確実性が内在する。
	配当還元法	<ul style="list-style-type: none"> 株主の得る経済的利益が配当にほぼ限られる場合、適合する。 	<ul style="list-style-type: none"> 欠損により配当できない企業、配当が見込めない成長企業には、適用できない。 配当が低位安定している企業は、過少評価される。
	利益還元法	<ul style="list-style-type: none"> 一定の利益が持続し、利益とCFが等しいことを前提とする簡便な評価法である。 	<ul style="list-style-type: none"> 将来CFと予想利益が大きく異なる場合は、適用できない。
マーケット・アプローチ	市場株価法	<ul style="list-style-type: none"> 市場取引価格に基づくため、客観性がある。 情報の入手が容易である。 	<ul style="list-style-type: none"> 非上場企業には、適用できない。 需給バランスの偏りや風評により、市場株価が本源的価値と乖離している場合がある。
	類似上場会社法	<ul style="list-style-type: none"> 類似企業の株価倍率に基づくため、客観性がある。 情報の入手が容易である。 	<ul style="list-style-type: none"> 対象会社の固有の強み・弱みは反映されない。 類似企業の選定において、恣意性が入る。
	類似取引法	<ul style="list-style-type: none"> 取引事例に基づく取引倍率に基づくため、客観性がある。 	<ul style="list-style-type: none"> 情報の入手が難しく、一般的に利用できることは少ない。 類似取引の選定において、恣意性が入る。
	取引事例法	<ul style="list-style-type: none"> 対象会社の株式の過去の取引価額に基づくため、客観性がある。 	<ul style="list-style-type: none"> 対象会社における著しい状況の変化、取引の類似性、過去の取引価格の合理性を検討する必要がある。
ネットアセット・アプローチ	簿価純資産法	<ul style="list-style-type: none"> 会計上の帳簿価額を基礎とするため、客観性がある。 	<ul style="list-style-type: none"> 各資産の時価は簿価と乖離していることが多いため、実態を示していない。 将来の収益力・成長性・リスク等が反映されない。 技術・特許・顧客基盤などの無形資産の価値が反映されない。
	時価純資産法	<ul style="list-style-type: none"> BSの資産負債の時価を基礎とするため、客観性がある。 	<ul style="list-style-type: none"> 将来の収益力・成長性・リスク等が反映されない。 技術・特許・顧客基盤などの無形資産の価値が反映されない。

※ ガイドライン、「企業価値評価の実務Q&A第4版」(株)ブルータス・コンサルティング)、「企業価値評価のすべて」(株)KPMG FAS)、より抜粋

Ⅲ 対象会社の概要

1. 対象会社の概要

■ 会社名
株式会社XXX

■ 役員
代表取締役 ●●
取締役 ●●●●
監査役 ●●

■ 従業員数
●名

■ 設立日
●年●月●日

■ 資本金
●千円（発行済株式数●株）

■ 株主（株主名簿より）
株● ●株（100%）

■ 主要な事業内容

・●●
・●●
・●●

■ 主な経営指標の推移

		百万円				
		17.3期	18.3期	19.3期	20.3期	21.3期
PL	売上高					
	営業利益					
	経常利益					
	当期純利益					
BS	総資産額					
	純資産額					
	自己資本比率					

・売上高
...

・営業利益、経常利益
...

・当期純利益
...

・純資産額
...

IV エグゼクティブ・サマリー

1. 算定結果

- 算定結果 ●～●百万円 (@●～●円/株)
- 総合評価方法 併用法
- 採用した評価方法 DCF法、類似上場会社法

手法	株式価値 (百万円)	1株当たり株価 (円)
■ 総合評価		
評価額		
■ 採用した評価方法		
DCF法		
類似上場会社法		
■ (参考)採用しなかった評価方法		
時価純資産法		

2. 評価方法の選択

以下の理由から、インカム・アプローチ「DCF法」、マーケット・アプローチ「類似上場会社法」を採用します。

● インカム・アプローチ → 「DCF法」を採用

インカム・アプローチは、対象会社から将来期待される利益・CFに基づいて価値を評価する方法です。

対象会社は、事業継続が予定されており、今後も利益・CFを獲得することから、インカム・アプローチを採用することが合理的と考えられます。

インカム・アプローチを採用するにあたっては、一般的に広く用いられている「DCF法」を採用します。DCF法は、将来獲得すると期待されるCFに基づいて価値を算定するため、事業継続を前提とした企業の評価において、もっとも理論的に優れた方法と考えられています。

一方で、DCF法には、用いる事業計画には経営者の恣意性が入る可能性があり、また、計算要素である将来CF・割引率・成長率は予測値であり、一定の不確実性が内在します。

そこで、本算定にあたっては、…の事業計画を用いることにより恣意性を排除するとともに、用いる割引率に±1%の幅を持たせることにより不確実性を考慮しています。

● マーケット・アプローチ → 「類似上場会社法」を採用

マーケット・アプローチは、上場している同業他社や類似取引事例など、類似する会社・事業・取引事例と比較することによって相対的に価値を評価する方法です。

対象会社には、事業内容や事業規模等の観点から類似する上場会社が複数社あることから、「類似上場会社法」を採用します。倍率算定については、一般的に広く用いられているEBIT倍率・EBITDA倍率・売上高倍率・PER・PBRを用います。

● ネットアセット・アプローチ → 不採用

会社の貸借対照表上の純資産に着目したアプローチです。ネットアセット・アプローチでは、一般的には、貸借対照表の資産・負債を時価評価する「時価純資産法」が用いられます。

対象会社は事業を継続することが予定されています。「時価純資産法」では、対象会社の将来の収益力等が反映されないため、本算定にあたっては、採用しません。

但し、「時価純資産法」による評価額は、企業の静的価値を示しており、企業価値の下限を示すものであるため、参考値として算定します。