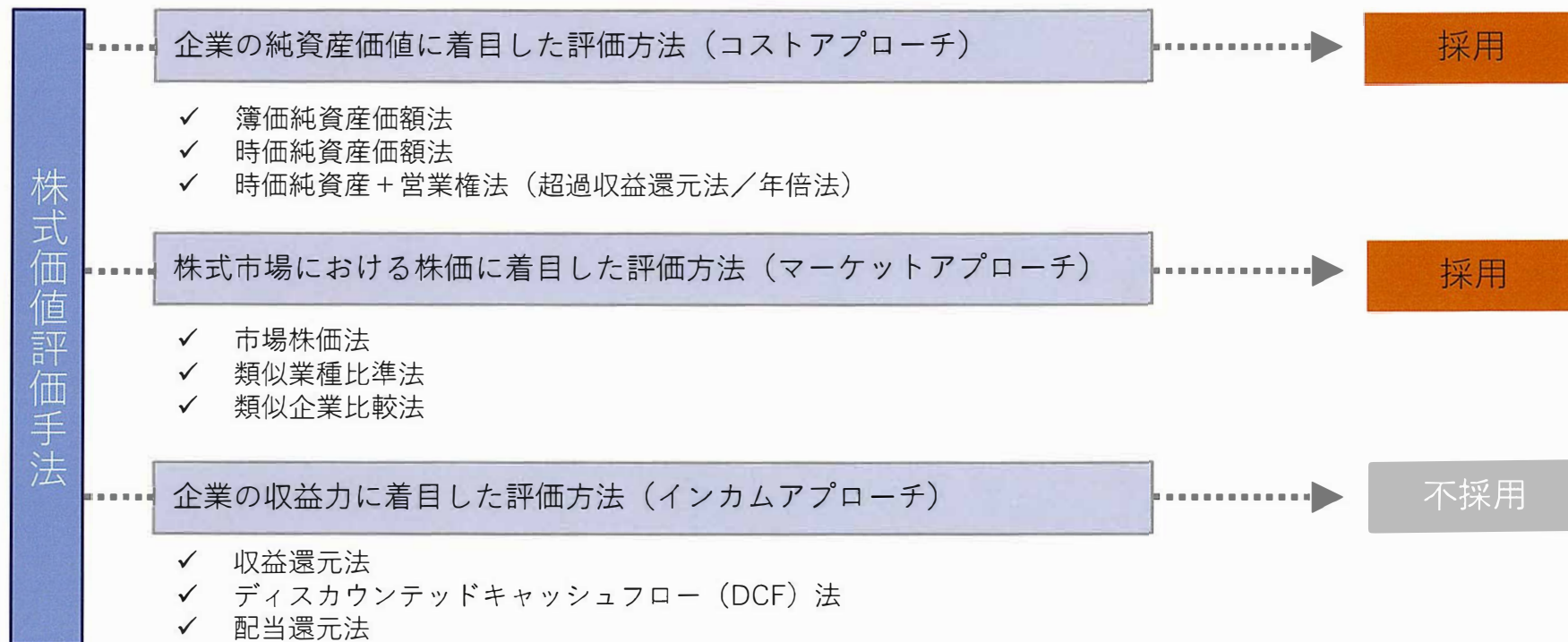




## 評価プロセスと評価手法



現在、一般的に使われている株式価値評価の方法は次の通り分類されています。



## コストアプローチ手法

採用

### 簿価純資産価額法

- 帳簿上の資産から負債を差し引いて株主持分を評価する方法です。
- 簿価純資産価額法は計算方法として極めて容易な方法ですが、一般的に取得原価主義に基づき帳簿上記載されている資産・負債の評価額は現時点の価値を表示しているとはいいがたいため、株式売買目的での株式価値評価で利用されることは多くなく、重要性の小さな子会社株式評価等で利用されています。

### 時価純資産価額法

- 企業の資産、負債を時価評価して差額の時価純資産価額を株主持分として評価する方法です。
- 時価純資産価額法による評価は、簿価純資産価額法よりも真の経済実態を表しているといえますが、評価には一定の作業が必要になってきます。

### 時価純資産 + 営業権法

- 時価純資産に、会社の超過収益力である営業権を考慮することにより、単なる清算価値あるいは再調達価値のみならず、将来の獲得利益を加味した継続企業価値を評価する方法です。

(※詳細は後述)

本件取引を前提とする本評価書において、「**時価純資産 + 営業権法**」を採用しました。理由は以下の通りです。

- 時価純資産価額法は、将来の株式価値を評価することに難がありますが、評価時点における企業の正味財産価値を客観的に求めることができるので、多用されている実績があります。
- さらに、会社の超過収益力である営業権を考慮することにより、単なる清算価値あるいは再調達価格のみならず、将来の獲得利益を加味した継続企業価値として株式の価値評価を行うことができます。

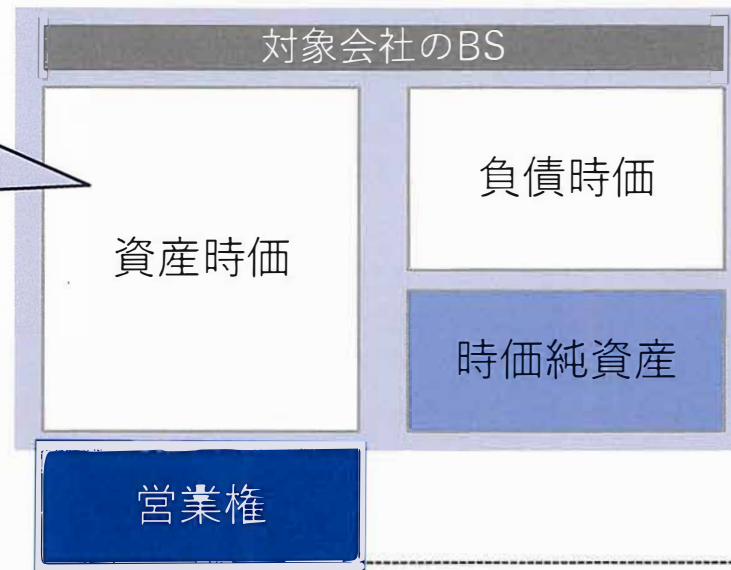
このように今回の株式価値評価方法として、現実の財政状態と経営成績をバランスよく反映させることができる「時価純資産価額法」に「営業権」を考慮する方法を採用します。この方法は中堅中小企業のM&Aにおける株式価値評価に採用されていることが最も多い評価方法でもあります。

## 時価純資産 + 営業権法（概要）

### Point①

基準日の簿価純資産に下記項目を調整して、基準日の時価純資産を算定

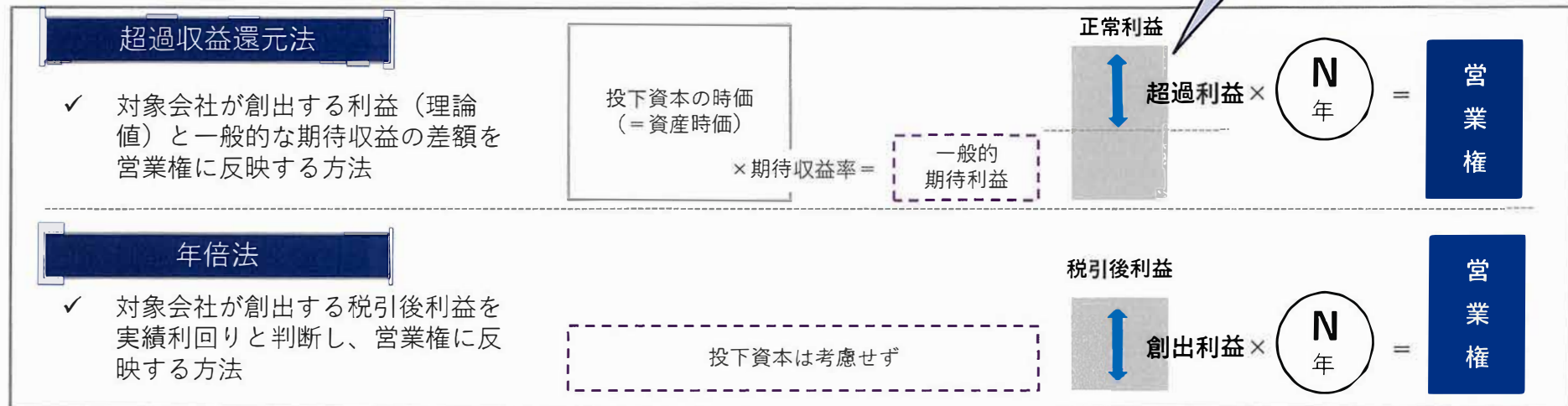
- ・ 企業会計基準ベースへの調整
- ・ 含み損益の検討
- ・ 税効果の検討



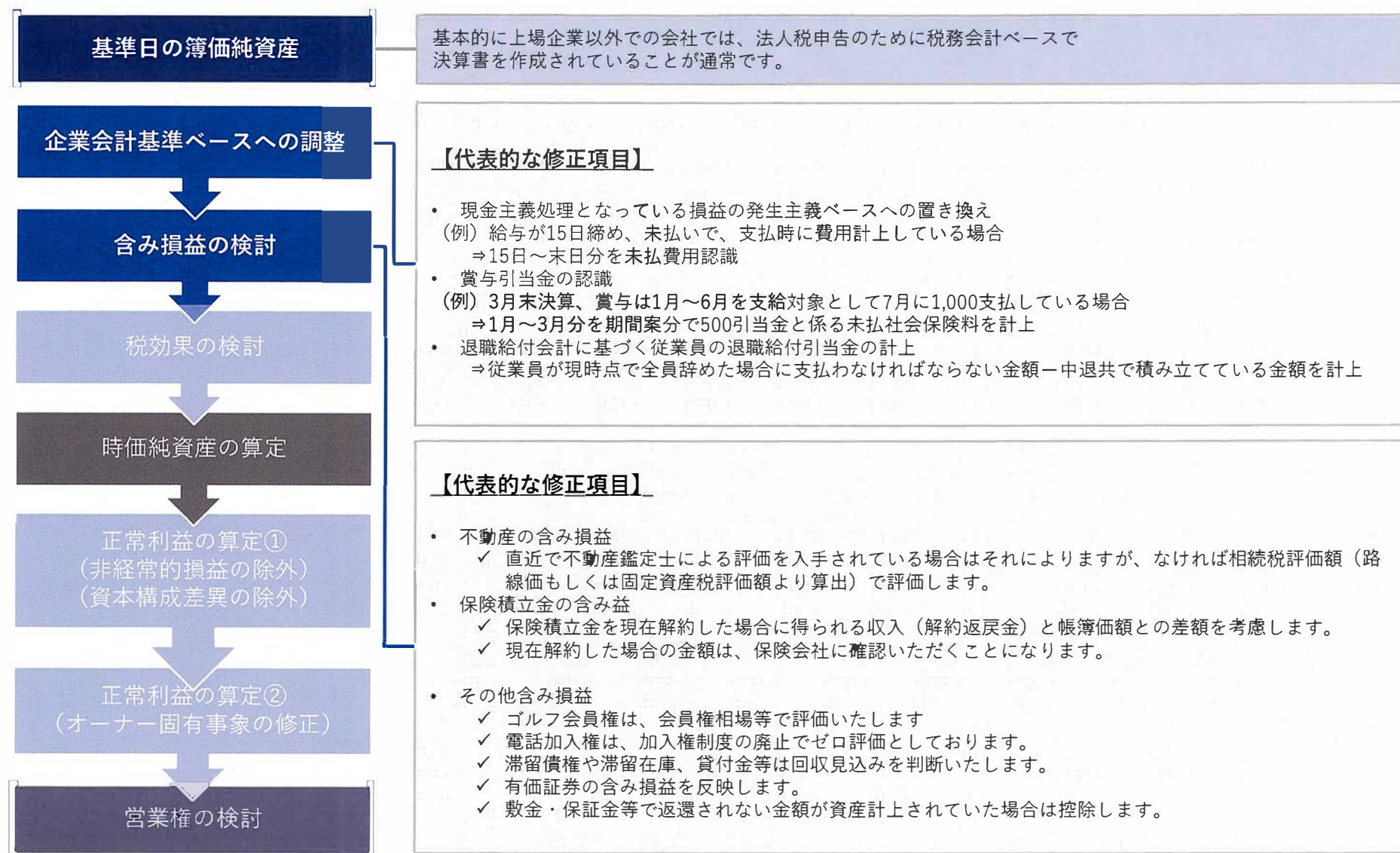
### Point②

当期利益に下記項目を調整して、正常利益を算定

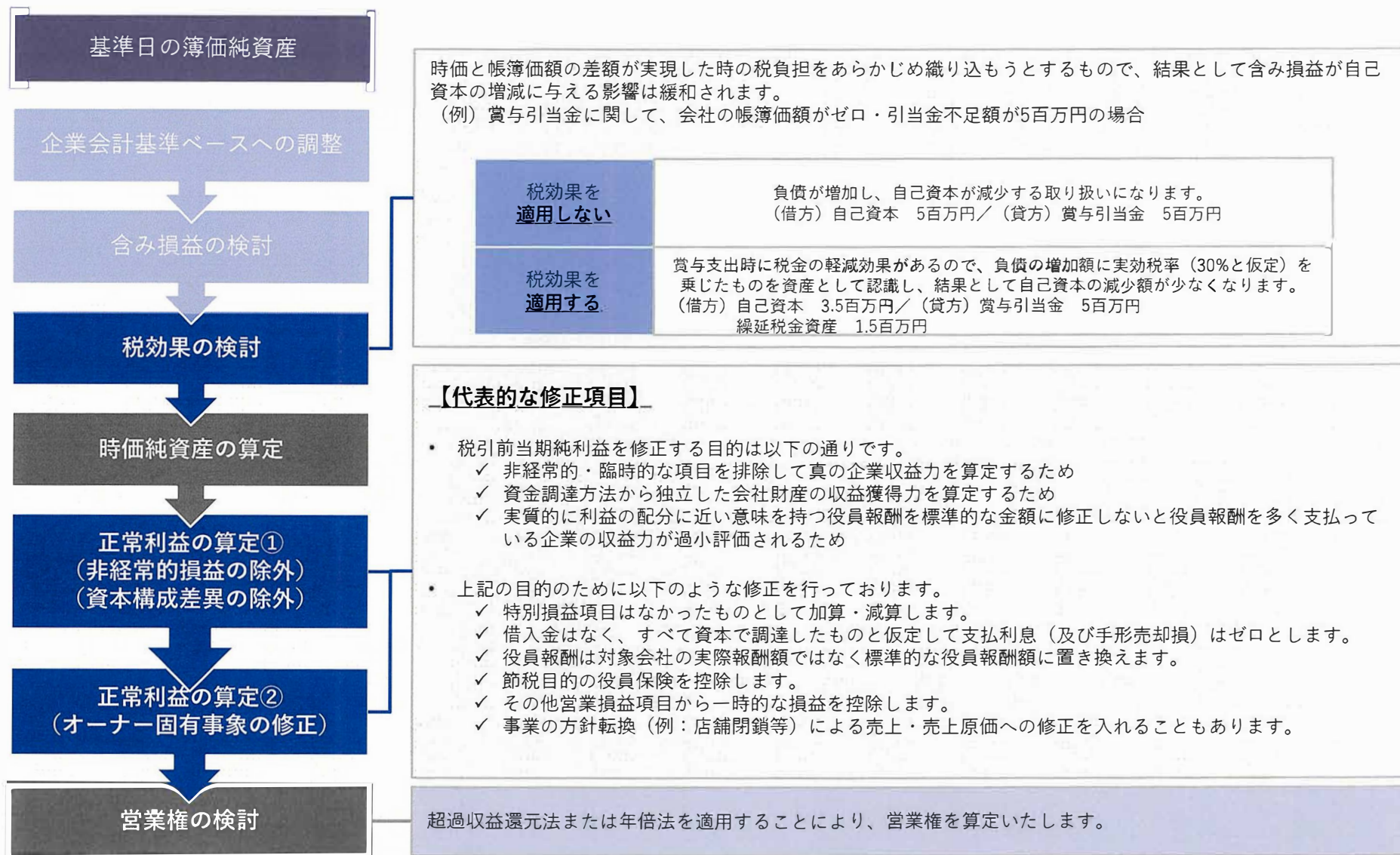
- ・ 非経常損益の除外
- ・ 資本構成差異の除外
- ・ オーナー固有事象の修正 等



## 時価純資産 + 営業権法（詳細）（1/2）



## 時価純資産 + 営業権法（詳細）（2/2）



## マーケットアプローチ手法

採用

### 市場株価法

- 市場株価法とは、株式市場における株価を基に株式価値を評価する方法です。
- 上場している会社や株式取引が活発に行われている会社の少数株主による持分株式の売買目的に適用できます。

### 類似業種比準法

- 類似業種比準法は、国税庁が業種ごとに公表する1株当たり配当金額、1株当たり利益金額及び1株当たり純資産価額とそれに対応する株価をベンチマークとして、対象会社の1株当たり配当金額、1株当たり利益金額及び1株当たり純資産価額から対象会社の株式価値を評価する方法です。

### 類似企業比較法

- 類似企業比較法も基本的な発想は類似業種比準法と同じで、評価対象会社と規模・業種が類似する上場会社を数社選定し、株価・利益・純資産等をベンチマークにすることにより、未上場会社の株式価値を評価する方法です。

本評価書においては**類似企業比較法**を採用し、市場株価法、類似業種比準法は採用していません。理由は以下の通りです。

- 対象会社の株式は証券取引所等の株式市場で取引されておらず、また、最近における独立第三者間の取引事例がないとのことであり、市場株価法は採用できません。
- 類似業種比準法は、相続税法に定められた未上場株式の評価方法であり、相続対策・同族間での株式の異動を検討する際に適した評価方法ですが、独立した第三者間の取引価額を評価する際に利用することは適当ではありません。

## 類似企業比較法

余剰資産（例）

- ・ 現預金
- ・ 事業目的以外の投資有価証券
- ・ 遊休不動産

余剰資産

有利子負債

有利子負債（例）

- ・ 社債・借入金
- ・ リース債務
- ・ 退職給付債務 等

### Point①

類似上場会社のEBITDAと事業価値の関係性（EV/EBITDA倍率）等から、対象会社の事業価値を類推

※EBITDA = 営業利益 + 減価償却費

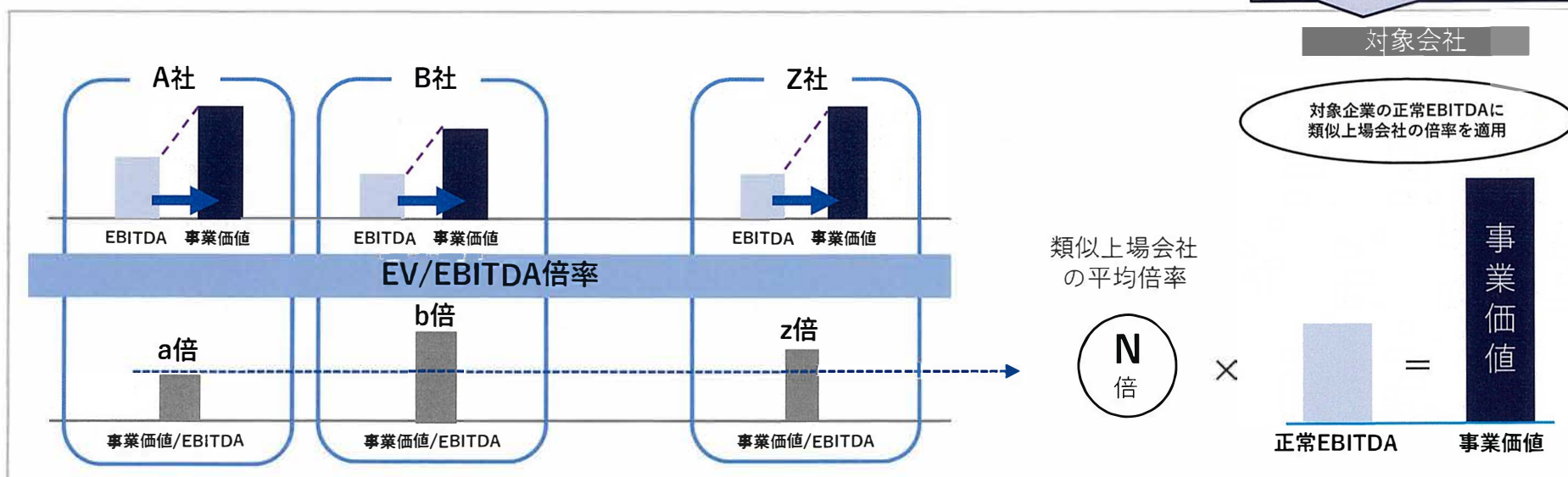
事業価値

株式価値

### Point②

当期EBITDAに下記項目を調整し、正常EBITDAを算定

- ・ 非経常損益の除外
- ・ オーナー固有事象の修正 等



## (参考) インカムアプローチ手法

|                                  |                                                                                                                                                                                                                              |
|----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 収益還元法                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>収益還元法とは企業の予想利益を資本還元率で除して株式価値を評価する方法です。</li> <li>例えば、予想1株利益が500円で資本還元率が10%とした場合、1株当たりの価値は5,000円（＝500円÷10%）であるというように算出します。</li> </ul>                                                   |
| ディスカунテッド<br>キャッシュフロー法<br>(DCF法) | <ul style="list-style-type: none"> <li>DCF法は企業が将来獲得すると期待されるキャッシュフローを現在価値に還元した合計額を基礎に株式価値を評価する方法です。</li> <li>この方法を採用するためには少なくとも3～5年の信頼できる詳細な経営計画（損益計画・投資計画・資金計画含む）が必要となります。</li> </ul>                                        |
| 配当還元法                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>配当還元法とは、企業からの配当金額を資本還元率で除して株式価値を評価する方法です。</li> <li>収益還元法が企業の収益獲得能力に着目しているのに対して、配当還元法は企業の配当金額に着目して、その投資効率の面から、株式価値を評価する方法です。したがって事業のシナジーを求める通常のM&amp;Aではほとんど採用されるケースはありません。</li> </ul> |

本評価書においては収益還元法、DCF法及び配当還元法は採用しておりません。理由は以下の通りです。

- 収益還元法及びDCF法による株価評価のためには信頼性の高い利益あるいはキャッシュフローの計画値が必要となります。そのため、詳細な経営計画がなければ採用がむずかしく、これらの評価方法は採用しません。
- 配当還元法は、一般的には投資目的が主に配当期待である少数株主の立場から株式価値を評価する場合に適切な方法であり、本件取引の場合には適当ではないと判断しました。