

サンプルデータ株式会社

用途：M&A（買い手）

持分法適用会社（議決権20%）の残り80%を取得して連結子会社化する案の、取得価額の検討材料をつくる。買い手の取締役会に示すレンジと前提を明らかにする。

評価手法別レンジ（3手法・前提つき）

株式価値レンジ：350百万円～468百万円（単点の株価は示さない）

手法	下限	上限	概要
DCF	440百万円	807百万円	事業価値（EV）ベース。割引率の積上げは株主資本コスト 14.30%・WACC 10.99%。割引率と永久成長率の前提幅で感応度分析を行い、その最小・最大をレンジとする（単点評価はしない）。継続価値が事業価値に占める割合は中心前提で 78...
マルチプル	310百万円	558百万円	事業価値（EV）ベース。類似上場会社のEV/売上高倍率×直近期売上高 620百万円（0.5倍→310百万円、0.9倍→558百万円）。倍率は採用した5社の最小・最大で、中央値は0.7倍。
修正純資産	305百万円	305百万円	株式価値ベース（EVではない）。簿価純資産 380百万円 に時価調整 4件を加減した 305百万円。修正純資産法は継続企業の収益力を反映しないため単独では採らない。本件は当期が営業赤字で計画依存が強いいため、下限の目安として重みを持つ。

本結果は前提に基づく概算レンジであり、単点の確定株価ではありません。税務申告目的（相続税・贈与税）の評価額ではなく、投資判断の推奨・目標株価・銘柄のランク付けも行いません。

事業価値 → 株式価値の橋

項目	金額	備考
事業価値（EV）	440百万円 ～ 558百万円	DCFとマーケットの重なり（修正純資産法は算式に入れない）
ネットデット	90百万円（有利子負債150百万円＋デットライク項目30百万円－現預金90百万円）	有利子負債＋デットライク項目－現預金
非事業用資産	±0百万円	遊休不動産・投資不動産を保有していないことを確認
非支配株主持分	±0百万円	対象会社の子会社はない
株式価値レンジ	350百万円 ～ 468百万円	単点の株価は示さない

総合所見

100%の株式価値はおよそ 350百万円～468百万円 の範囲。DCF法（事業価値 440百万円～807百万円）とマーケット・アプローチ（同 310百万円～558百万円）の重なり（440百万円～558百万円）を起点に、ネットデット 90百万円 を控除した。修正純資産法 305百万円 はこの範囲を 45百万円 下回る＝結論レンジの外にあり、下振れしたときの目安として別に見る（結論レンジはDCFとマーケットの2手法の重なりで、修正純資産法は算式に入っていない）。3手法を単純平均して1点にはしない。

△手法の間には開きがある。中心前提のDCF（事業価値 563百万円）は、マーケット・アプローチの中央値（0.7倍＝434百万円）を上回る。DCFは計画の黒字転換を織り込み、マーケット・アプローチは直近期の売上に倍率を当てているためで、どちらを重く見るかは計画の蓋然性の判断になる。本件で取得する 80% 相当は 280百万円～374百万円、既存持分 20% 相当は 70百万円～94百万円。△いずれも100%の価値を持分比率で按分した参考値である。支配権は最後に取得する持分によって得られるため、実際の交渉では支配権の対価がどちらに帰属するかが論点になり、按分どおりにはならない。

下方ケース（初年度EBITDAが計画の約半分）では株式価値は 122百万円～325百万円 になる。下方ケース＝初年度EBITDAを計画の約半分（35→18）に置き、以後もEBITDAマージンを計画より約2ポイント低く、売上成長も鈍化させた。黒字転換の段差が実現しない場合を金額で示すためのもので、割引率は計画ケースと同じ（同じリスクを割引率と計画の両方で二重に見ない）。

個別財務諸表上の関連会社株式（取得原価 180百万円）の実質価額は、簿価純資産 380百万円 を基礎にすると 76百万円＝取得原価の 42.2%、時価・回収可能性の修正後の純資産 305百万円 を基礎にすると 61百万円＝同 33.9%。いずれも金融商品会計に関する実務指針（会計制度委員会報告第14号）第92項がいう「取得原価に比べて50%程度以上の低下」の水準にあり、「回復可能性が十分な証拠によって裏付けられなければ相当の減額（評価損）が必要になる」論点である。△回復可能性の立証には、支配を前提としない実行可能で合理的な計画とおおむね5年以内の回復の見通しが必要。本書は支配権の取得を前提にした価値であり、この疎明には使えない。適否は監査人と協議のうえ判断する。

連結上の投資簿価は、簡易な算式（取得原価＋過年度の持分法累計＋当期の持分）では 190百万円。ただし取得原価は取得時の純資産持分（330百万円×20%）を 114百万円 上回り、これは持分法上のれん相当額として20年以内に償却する（持分法に関する会計基準・企業会計基準第16号 第11項）。取得から 4年分（23百万円）を織り込むと投資簿価は 167百万円 相当になる。△連結決算パッケージ（同じグループのサンプル）の簡易エンジンはこの償却を扱っていないことを自ら注記しており、190百万円 はその簡便法による金額である。

段階取得のため、支配を得た時点で従来の持分は取得日の時価で再測定され、差額が連結の損益になる（企業結合に関する会計基準・企業会計基準

限界事項（何を確かめていないか） 1/2

- ・本書は経済的価値の算定であり、監査・保証業務ではない。また税務上の時価（財産評価基本通達等）とは目的も算式も異なる。
 - ・事業計画は会社の見通しであり、当方は数値の内部整合性と過去実績との連続性を確かめたにとどまる。計画の達成を保証しない。
 - ・当期は営業赤字で、計画は初年度に黒字転換する前提である。この段差が実現しない場合の金額は総合所見の下方ケースに示している。
 - ・ソフトウェア資産の回収可能性・未消化有給休暇の未払見込みは会社の説明と概算に基づく仮置きであり、財務・労務の調査で変わり得る。
 - ・類似会社比較はEV/売上高倍率であり、収益性の差を映さない。対象会社のマージンは類似会社より低い。
 - ・買い手固有のシナジー（再委託単価の見直し・共通機能の統合）は本書のレンジに含めていない。払える上限の検討は別紙で行う。
 - ・繰越欠損金90百万円による節税効果を FCF に織り込んでいない（計画の課税所得で使い切る前提なら額面 28百万円・現在価値 23百万円 相当）。
- 一方で WACC の負債コストには満額の節税効果を効かせており、△税効果の扱いの向きが揃っていない。織り込めば株式価値は上がる。

この一覧に載っていることは、価格の前提が変われば結論も動く論点です。

限界事項（何を確かめていないか） 2/2

- ・ 株式取得により支配関係が変わる場合、繰越欠損金の利用が制限される可能性がある（税理士の確認を要する論点。本書では判定していない）。
- ・ 資本構成の置き方が結果を動かす。目標負債比率を 25% から 10% に変え、 β も同じ構成でリレバードし直すと（1.15→1.00）WACC は 10.99%→12.17%、中心前提の株式価値は 473百万円→404百万円 になる。△負債比率だけを動かして β を据え置くと、その分だけ価値が動いて見える。
- ・ 既存持分の取得日の時価は別途評価が必要。本書の 70百万円～94百万円 は支配権ベースの100%価値を比例配分した参考値であり、少数持分の時価そのものではない。段階取得の差額の金額もこの前提に依存する。
- ・ のれんの試算は評価基準日の修正純資産 305百万円 を識別可能純資産の代わりに用いた概算。取得日の取得原価の配分（PPA）で顧客関係・受注残などの無形資産が識別されれば、のれんは減り償却の構成も変わる。
- ・ 類似会社は架空であり、実在の会社の観測値ではない。EV算式・観測日・予想か実績かの区分は本サンプルでは置いていない。

この一覧に載っていることは、価格の前提が変われば結論も動く論点です。