

VALUATION REPORT

株式価値算定書

サンプル精密工業株式会社／評価基準日 2026 年 3 月 31 日

対象会社	サンプル精密工業株式会社（架空サンプル）
評価対象	対象会社の普通株式（発行済株式の全部）
評価基準日	2026 年 3 月 31 日
算定の目的	第三者承継（M&A）を見据えた株式価値レンジの把握（売手側の交渉出発点）
採用した手法	DCF 法（主）／マーケット・アプローチ（従）／時価純資産法（下限の目安）
算定結果	1 株当たりの単点は示さず、株式価値のレンジで示す
依拠した資料	直近 3 期の計算書類、会社作成の 5 か年事業計画
作成	cpaai.jp（AI 生成ドラフト）
査閲	—

本書は AI が生成したドラフトであり、公認会計士のレビューを前提とする。会社・数値はすべて架空であり、実在の企業・個人とは一切関係がない。本書は経済的価値の算定であって、監査・レビューその他の保証業務ではなく、財務情報に対して保証を与えるものではない。また税務上の時価（財産評価基本通達等による評価額）とは目的も算式も異なるため、相続税・贈与税に係る評価は税理士に確認すること。

1. 本書の目的と位置づけ

本書は、サンプル精密工業株式会社（以下「対象会社」）の普通株式について、2026年3月31日を評価基準日として経済的価値を算定したものである。算定の目的は、第三者承継（M&A）の検討にあたり、売手が交渉の出発点として用いる株式価値のレンジを把握することにある。

本書でしていること／していないこと

しているのは、対象会社の将来キャッシュ・フローと市場の目線から経済的価値を見積もることである。していないのは、①財務情報に対する保証（監査・レビュー）、②事業計画の達成可能性の保証、③税務上の時価の判定、④会社法上の「公正な価格」への該当性の判断、である。①～④はいずれも本書の対象外であり、それぞれ監査人・税理士・弁護士 の領域に属する。

算定結果はレンジで示し、1株当たりの単点の株価は示さない。DCF法は前提の置き方によって結果が大きく動くため、単点だけを提示することは、算定の不確実性を読み手から隠すことになる。

2. 算定結果の要約

手法	株式価値（下限）	株式価値（上限）	本書での位置づけ
DCF法	3,298百万円	4,872百万円	主たる手法。将来の収益力を反映する
マーケット・アプローチ	3,790百万円	5,082百万円	従たる手法。市場の目線を反映する
時価純資産法	3,060百万円	3,060百万円	参考。継続企業の収益力を反映しないため単独では採用しない
重なるの範囲（結論）	3,790百万円	4,872百万円	DCF法とマーケット・アプローチの重なり

DCF法の基本ケース（WACC 9.28%・永久成長率 1.0%）における株式価値は **4,059百万円** である（感応度表では割引率を 9.28%に丸めて計算しているため 4,061 百万円となる。差は丸めによるもの）。

3手法を平均していない理由

手法ごとに前提も測っているものも違うため、単純平均には意味が無い。本書はDCF法を主たる手法とし、マーケット・アプローチで市場の目線と整合するかを確かめ、時価純資産法は下限の目安として位置づけている。結論は「重なるの範囲」で示す。

3. 採用した手法と、採用しなかった手法

手法	採否	理由
DCF 法（インカム）	採用（主）	対象会社は継続企業であり、価値の源泉は将来の収益力にある。5 か年の事業計画が入手できており、前提を明示して検証できる
類似会社比較法（マーケット）	採用（従）	同業の上場会社が複数存在し、市場の目線を参照できる。ただし対象会社は非上場であり規模も小さいため、従たる位置づけとする
時価純資産法（コスト）	参考のみ	継続企業の収益力を反映しない。清算を前提としないため単独では採用せず、下限の目安として用いる
類似取引比較法	不採用	非上場会社間の類似取引は取引条件が公開されず、比較可能な事例を十分に収集できない
配当還元法	不採用	支配権の移転を前提とする本件では、少数株主の受け取る配当を基礎とする本法は目的に合わない

採用した手法だけを並べると「なぜその手法か」の説明にならない。採らなかった手法とその理由を書くことが、算定の恣意性を排する。

4. 依拠した資料と手続の範囲

資料	入手先	当方が行った手続
第 25 期～第 27 期 計算書類	会社	期間比較、勘定残高の推移分析、一過性項目の把握
第 28 期～第 32 期 事業計画	会社	過去実績との連続性の検討、内部整合性（PL・投資・運転資本）の確認
固定資産台帳、借入金明細	会社	ネットデットの構成の確認
遊休不動産の資料	会社	非事業用資産としての区分の妥当性の検討
類似会社の公開情報	公開情報	選定基準への適合性の検討

当方は会社から提供された資料の正確性・網羅性について独自の検証を行っていない。事業計画については、その前提が過去実績および当方が把握した事業環境と著しく乖離していないかを検討したが、**達成可能性について保証を与えるものではない。**

5. 事業計画とフリー・キャッシュ・フロー

会社作成の5か年計画は、売上高が年率6.7%で成長し、EBITDA マージンが8.2%から9.5%へ改善する前提である。マージン改善は自動化投資による加工費率の低下を見込んだものである。

項目	2027年3月期	2028年3月期	2029年3月期	2030年3月期	2031年3月期
売上高	8,500	9,200	9,900	10,500	11,000
EBITDA（正常化後）	700	790	880	965	1,050
減価償却費	320	335	350	360	370
EBIT	380	455	530	605	680
NOPLAT ($EBIT \times (1 - 30.6\%)$)	263.6	315.7	367.7	419.7	471.8
+ 減価償却費	320	335	350	360	370
- 設備投資	△380	△400	△400	△380	△375
- 運転資本の増加	△45	△42	△40	△35	△30
フリー・キャッシュ・フロー	158.6	208.7	277.7	364.7	436.8

（単位：百万円）

最終年度が「平常状態」になっているかを確認する

最終年度のFCFがそのまま継続価値の基礎になる。最終年度だけ設備投資が異常に小さい、運転資本の増加が止まる、といった計画は継続価値を過大にする。本件では設備投資÷減価償却費が予測期間を通じて1.01～1.19の範囲にあり、更新投資が織り込まれていることを確認した。

6. 割引率 (WACC) の算定

構成要素	採用値	算定方法・出所
無リスク利子率 Rf	1.40%	評価基準日時点の10年国債利回り
株式リスクプレミアム ERP	6.00%	国内株式市場の長期観測値に基づく採用水準
β （リレバード後）	0.95	類似会社の β をアンレバード化し、目標資本構成 $D/(D+E)=25\%$ でリレバード
サイズプレミアム	4.00%	小規模性に対する上乗せ（売上100億円未満・非上場）
固有リスクプレミアム	1.00%	上位2社で売上の45%を占める顧客集中に対する上乗せ

株主資本コスト Re	12.10%	$=R_f + \beta \times ERP + \text{サイズ} + \text{固有}$
負債コスト Rd (税引前)	1.20%	既存借入の加重平均利率
負債コスト (税引後)	0.83%	$=R_d \times (1 - 30.62\%)$
有利子負債比率 D/(D+E)	25.0%	目標資本構成
WACC	9.28%	$=75\% \times 12.10\% + 25\% \times 0.83\%$

顧客集中を二重に効かせていない

上位2社への売上依存は、割引率（固有リスクプレミアム 1.00%）で見ている。したがって事業計画の側では、同じ顧客集中を理由とした減額を重ねて行っていない。同じリスクを割引率と計画の両方で見ると、価値を二重に押し下げることになる。

サイズプレミアムは判断である

サイズプレミアムはCAPMの外側の上乗せであり、水準に定説がない。本書は4.00%を採用したが、これは対象会社の規模・流動性・情報の非対称性を踏まえた当方の判断であり、他の水準を採ることも合理的にありうる。読み手が判断の可否を検討できるよう、採用理由をここに明記している。

目標資本構成を用いる理由

実績の資本構成（時価ベース）を用いると、株式価値が決まらなると資本構成が決まらず、資本構成が決まらなると株式価値が決まらないという循環になる。これを避けるため目標資本構成で固定している。

7. 現在価値と事業価値

割引はキャッシュ・フローが期中平均で発生するとみなす**期央主義**（ $n-0.5$ で割り引く）による。期末主義を採ると事業価値は数%低く算定される。

項目	2027年3月期	2028年3月期	2029年3月期	2030年3月期	2031年3月期
フリー・キャッシュ・フロー	158.6	208.7	277.7	364.7	436.8
割引年数	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
現価係数	0.95658	0.87533	0.80097	0.73293	0.67067
現在価値	151.8	182.7	222.4	267.3	292.9

集計	金額（百万円）
予測期間のFCFの現在価値合計	1,117
継続価値（最終年度末の価値） $=436.8 \times 1.01 \div (9.28\% - 1.0\%)$	5,326
継続価値の現在価値	3,572

事業価値（EV）	4,689
うち継続価値が占める割合	76.2%

継続価値への依存度

事業価値の76.2%が継続価値である。これは5か年予測のDCFとして一般的な水準の範囲内だが、8割を超える場合は実質的に永久成長率だけで価値が決まっていることになるため、予測期間を延ばすか、出口倍率法でも検算する必要がある。

永久成長率の上限

永久成長率が長期のGDP成長率を超える前提は、その会社が永久に経済全体より速く成長し続けることを意味するため採れない。本書は1.0%を採用し、感応度分析では0.0%～1.5%の範囲で検討している。

8. 事業価値から株式価値への橋

項目	金額（百万円）	説明
事業価値（EV）	4,689	第7章
－ 有利子負債	△1,200	短期借入金・長期借入金・リース債務
－ デットライク項目	0	該当なし
＋ 現金及び現金同等物	360	
＋ 非事業用資産	210	遊休不動産の時価
－ 非支配株主持分	0	完全子会社のみのため調整なし
株式価値（基本ケース）	4,059	

橋のところで起きやすい二重計上

①事業価値の計算に既に含めた資産を、非事業用資産としてもう一度加算する。②事業計画のFCFに織り込んだ将来の支出（未積立退職給付債務の掛金など）を、デットライク項目としてもう一度控除する。本件ではいずれも該当がないことを確認している。

現金の扱い

手元資金の全額を加算しているが、事業運営に必要な最低限の現金は事業価値の側にあると考え、それを超える額だけを加算する考え方もある。どちらを採ったかを明示することが要る。

9. 感応度分析

株式価値（百万円）。「―」は永久成長率が割引率以上となり継続価値が発散する組合せ。

永久成長率 \ WACC	8.53%	9.03%	9.28%	9.53%	10.03%
0.00%	4,052	3,773	3,644	3,523	3,298
0.50%	4,291	3,982	3,841	3,707	3,462
1.00%	4,563	4,218	4,061	3,914	3,644
1.50%	4,872	4,485	4,310	4,145	3,846

割引率が1.5ポイント動くだけで株式価値は約750百万円動き、永久成長率と合わせると幅は1,574百万円になる。**単点の株価だけを示すのは実務では通らないのは、この幅を隠すことになるためである。**

10. マーケット・アプローチ

項目	下限	上限
正常化 EBITDA	680	680
EV/EBITDA 倍率	6.5 倍	8.4 倍
事業価値 (EV)	4,420	5,712
株式価値 (同じ橋の調整を適用)	3,790	5,082

正常化 EBITDA は、直近期の EBITDA 640 に一過性の役員退職慰労金 60 を加算し、非経常の補助金収入 20 を減算したものである。

類似会社の選定基準は、事業内容（製品・工程・顧客層）、売上規模、収益性（EBITDA マージン）、成長性、地域・市場、資本構成の 6 軸による。選定した会社だけでなく、**検討したが除外した会社とその理由**を残すことが、「都合のよい会社を選んだ」という疑いを避けるために要る。

非流動性ディスカウントの二重控除

類似会社の株価は上場市場で形成された少数株主ベースの価格であり、**既に流動性の要素を織り込んでいる**。ここからさらに非流動性ディスカウントを控除すると二重に引くことになる。また、支配権の移転を前提とする本件では、少数株主ベースの倍率をそのまま用いる点にも留意が要る。

11. 時価純資産法

項目	金額（百万円）
簿価純資産	2,850
+ 土地の含み益	420
+ 投資有価証券の時価評価差額	85
− 退職給付債務の積立不足	△140
− 含み益に対する税効果	△155

時価純資産（株式価値）	3,060
-------------	-------

土地の含み益は不動産鑑定評価を取得していないため仮置きである。鑑定評価を取得すれば下限の精度が上がる。

含み益に対する税効果を控除するかどうかは目的による。清算を前提としない場合は控除しない考え方もあるため、採否を明示している。

12. DCF 法とマーケット・アプローチの差異の分析

	DCF 法	マーケット・アプローチ
株式価値レンジ	3,298～4,872	3,790～5,082
中心	4,059（基本ケース）	4,334（中央値 7.3 倍）

両手法のレンジは 3,790～4,872 百万円で重なっており、大きな乖離はない。マーケット・アプローチがやや高く出るのは、①類似会社を対象会社より規模が大きく、サイズプレミアムに相当する要素が倍率に織り込まれていないこと、②倍率が直近実績の EBITDA に対するものであり、計画のマージン改善を織り込んでいないこと、による。

並べてレンジにするだけにしない

手法間で答えが違うときは、なぜ違うのかを説明する。差異の説明が無いまま両者の最小値と最大値をつないだレンジは、実質的に「わからない」と言っているのと同じになる。

13. 支配権ベースと少数株主ベース

手法	前提としている立場	本件での扱い
DCF 法	支配権ベース（経営の意思決定を前提とする事業計画に基づく）	発行済株式の全部の譲渡を前提とするため、そのまま用いる
マーケット・アプローチ	少数株主ベース（上場市場の株価は少数持分の取引価格）	支配権プレミアムの加算は行っていない。加算する場合はその根拠を示す必要がある

立場を揃えないまま数字を並べると、比較の意味が失われる。本書はいずれも調整を行わず、上記の性質差を前提として読むこととしている。

14. 算定の目的が変わると何が変わるか

同じ会社でも、算定の目的が変われば採るべき前提が変わる。本書は M&A の価格交渉（売手側）を目的としている。

前提	M&A の価格交渉（本書）	組織再編の比率算定	反対株主の株式買取請求
宛先	依頼者（売手）取締役会	両当事会社の取締役会	依頼者（当事者の一方）
シナジー	織り込まない（スタンドアローン）。買手固有のシナジーは買手が評価する	原則スタンドアローン（帰属と分配が争点になるため）	織り込まない
立場	支配権ベース	支配権ベース	少数株主ベース
非流動性ディスカウント	交渉材料としての言及は可	慎重に判断	最高裁決定（平成 27 年 3 月 26 日）は、収益還元法による株式価値の算定において非流動性ディスカウントを行うことはできないとした。DCF 法についても同じ考え方が及ぶと解されており、この場面では控除しない扱いが一般的である
事業計画	会社計画に当方の検討結果を反映	両社の計画の前提を揃える	会社提示計画の合理性を検討

「公正な価格」に当たるかどうかは法的判断であり、本書の対象外である。

15. 税務上の株価との関係

本書は経済的価値を算定したものであり、税務上の時価とは目的も算式も異なる。

場面	拠るべきもの	本書との関係
相続・贈与に係る非上場株式の評価	財産評価基本通達（類似業種比準方式・純資産価額方式・配当還元方式）	本書では扱わない
個人から法人への譲渡等の時価	所得税基本通達	本書では扱わない
法人が保有する株式の評価	法人税基本通達	本書では扱わない

本書の金額をそのまま税務上の時価として用いることはできない。上記の各場面における評価は税理士にご確認いただきたい。当方は本書において税務上の取扱いについての判断を行っていない。

16. 前提条件および制限事項

1. 本書は経済的価値の算定であり、監査・レビューその他の保証業務ではない。財務情報に対して保証を与えるものではない。2. 会社から提供された資料および事業計画の正確性・網羅性について、当方は独自の検証を行っていない。3. 事業計画の達成可能性について保証を与えるものではない。前提が変われば算定結果も変わる。4. 評価基準日以後に生じた事象は反映していない。5. 算定結果はレンジであり、特定の1点の株価を示すものではない。実際の取引価格は交渉および当事者の事情により算定結果と乖離しうる。6. 税務上の時価の判定、および会社法上の「公正な価格」への該当性の判断は、本書の対象外である。7. 本書は依頼目的以外に使用することはできず、当方は第三者に対して責任を負わない。

17. レンジを狭めるために次に行うこと

打ち手	効く先	期待される効果
遊休不動産の不動産鑑定評価の取得	非事業用資産・時価純資産法	仮置きの210を確定させ、下限の精度が上がる
正常化 EBITDA の精緻化（過去3期の一過性項目の洗い出し）	マーケット・アプローチ	倍率の分母が固まり、レンジ幅が縮む
事業計画のマージン改善の根拠資料の整備	DCF 法	計画の蓋然性が高まり、感応度の下限側を切り上げられる
類似会社の再選定（規模の近い会社への絞り込み）	マーケット・アプローチ	対象会社との規模差に起因する上振れが是正される

18. 添付

本書に添付する「企業価値算定ワークブック」は、前提のセル（黄色）を差し替えると、フリー・キャッシュ・フロー、現在価値、事業価値、株式価値、感応度分析まで Excel の数式で再計算される。本書の数値はすべて同ワークブックの計算結果と一致している。