

[案] 公正価値測定に関する教育マテリアル

IFRS第9号「金融商品」の範囲内の相場価格のない資本性金融商品の公正価値の測定

The draft chapter “*Measuring the fair value of unquoted equity instruments with the scope of IFRS 9 Financial Instruments*” is issued by the IFRS Foundation, 30 Cannon Street, London EC4M 6XH, United Kingdom.

Company No.: FC023235

Tel: +44 (0)20 7246 6410

Fax: +44 (0)20 7246 6411

Email: iasb@ifrs.org

Web: www.ifrs.org

The IFRS Foundation, the authors and the publishers do not accept any responsibility for any loss caused by acting or refraining from acting in reliance on the material in this publication, whether such loss is caused by negligence or otherwise.

Copyright © 2012 IFRS Foundation®

International Financial Reporting Standards (including International Accounting Standards and SIC and IFRIC Interpretations), Exposure drafts, and other IASB and/or IFRS Foundation publications are copyright of the IFRS Foundation.

All rights reserved. No part of this publication may be translated, reprinted or reproduced or utilised in any form either in whole or in part or by any electronic, mechanical or other means, now known or hereafter invented, including photocopying and recording, or in any information storage and retrieval system, without prior permission in writing from the IFRS Foundation.

The Japanese translation of the draft chapter contained in this publication has not been approved by a review committee appointed by the IFRS Foundation. The Japanese translation is copyright of the IFRS Foundation.



The IFRS Foundation logo/The IASB logo/ ‘Hexagon Device’, ‘IFRS Foundation’, ‘eIFRS’, ‘IAS’, ‘IASB’, ‘IASC Foundation’, ‘IASCF’, ‘IFRS for SMEs’, ‘IASs’, ‘IFRIC’, ‘IFRS’, ‘IFRSs’, ‘International Accounting Standards’, ‘International Financial Reporting Standards’ and ‘SIC’ are Trade Marks of the IFRS Foundation.

[案] 公正価値測定に関する教育マテリアル

**IFRS第9号「金融商品」の範囲内の相場価格のない資本性金融商品
の公正価値の測定**

本章（案）「IFRS 第 9 号『金融商品』の範囲内の相場価格のない資本性金融商品の公正価値の測定」は、IFRS 財団が公表したものである。

IFRS Foundation

30 Cannon Street, London EC4M 6XH, United Kingdom.

Company No.: FC023235

Tel: +44 (0)20 7246 6410

Fax: +44 (0)20 7246 6411

Email: iasb@ifrs.org

Web: www.ifrs.org

IFRS 財団、著者及び出版社は、本出版物の内容を信頼して行為を行うか又は行為を控える者に生じるいかなる損失についても、当該損失が過失により生じたものであれ他の原因によるものであれ、何ら責任を負わない。

コピーライト © 2012 IFRS Foundation®

国際財務報告基準（国際会計基準並びに SIC 及び IFRIC の解釈指針を含む）、公開草案、及び他の IASB あるいは IFRS 財団の出版物は、IFRS 財団の著作物である。

すべての権利は保護されている。本出版物のどの部分も、全体にせよ一部分にせよ、また、複写及び記録を含む電子的、機械的その他の方法（現在知られているものも今後発明されるものも）であれ、情報保管・検索システムにおいてであれ、いかなる形態でも、IFRS 財団による書面による事前の許可なしに翻訳・転載・複製又は利用してはならない。

本出版物に含まれている本章 [案] の日本語訳は、IFRS 財団が承認したレビュー委員会による承認を経ていない。この日本語訳は IFRS 財団の著作物である。



IFRS 財団ロゴ／IASB ロゴ／‘Hexagon Device’、‘IFRS Foundation’、‘eIFRS’、‘IAS’、‘IASB’、‘IASC Foundation’、‘IASCF’、‘IFRS for SMEs’、‘IASs’、‘IFRIC’、‘IFRS’、‘IFRSs’、‘International Accounting Standards’、‘International Financial Reporting Standards’ 及び ‘SIC’ は IFRS 財団の商標である。

これは草案である。IFRS 財団スタッフが作成したものであり、IASB の承認は受けていない。

IFRS 第 9 号「金融商品」の範囲内の相場価格のない資本性金融商品の公正価値の測定

目 次	項
要 約	1-3
はじめに	4-6
目 的	7-9
範 囲	10-11
公正価値測定の実施のプロセス	12-16
評価のアプローチ	17-119
マーケット・アプローチ	25-65
インカム・アプローチ	66-114
修正純資産方式	115-119
一般的な誤り	120
マーケット・アプローチ（比較会社評価倍率）	120
インカム・アプローチ（DCF 方式）	120
修正純資産方式	120
追加的な情報源	121
用語集	122

要 約

1. 本章〔案〕は、個々の相場価格のない資本性金融商品の公正価値の測定についての思考プロセスをハイレベルで記述している。扱っているのは、IFRS 第9号「金融商品」の範囲内の非上場会社（すなわち、投資先）に対する非支配持分を構成する相場価格のない資本性金融商品の、IFRS 第13号「公正価値測定」¹に記述された原則に従った測定である。
2. 本章〔案〕は、相場価格のない資本性金融商品の公正価値の測定に関するさまざまな一般に使用されている評価技法を、マーケット・アプローチ及びインカム・アプローチのほか、修正純資産方式の中で示している。本章〔案〕は、特定の評価技法を使用することを規定せず、専門的な判断を行使し当該測定を取り巻くすべての合理的に利用可能な事実及び状況を考慮することを推奨している。投資先の相場価格のない資本性金融商品の個別の特性と、企業（すなわち、投資者）が合理的に利用可能な情報は、とりわけ、投資者が最も適切な評価技法を選定する際に考慮することが必要となる要因である。例えば、比較対象会社の情報が利用可能で、投資先の予想キャッシュ・フローの流列に関する情報が全くないという場合には、投資者は割引キャッシュ・フロー方式ではなく比較会社評価倍率技法を選択することになるかもしれない。あるいは、投資先が配当を支払っている場合、限定的な財務情報しか有していない投資者は、配当割引モデルに基づく評価技法の使用を検討するかもしれない。
3. 企業は、たとえ限定的な情報しか利用できない場合であっても、IFRS 第13号の測定目的に従うことができる。他の企業に対する所有持分があることは、投資先に関する若干の財務情報その他の情報（公開されている情報を含む）が利用可能であることを含意するが、時にはそうした情報が不完全であったり時期遅れであったりする場合がある。本章〔案〕では設例を記載しており、企業が限定的な財務情報しか有していなくても、相場価格のない資本性金融商品の公正価値を、記述された評価技法の適用によりどのように測定できるのかを例示している。

¹ 企業がIFRS 第9号を適用していない場合には、IFRS 第9号への参照はすべてIAS 第39号「金融商品：認識及び測定」への参照として読み替えなければならない。

はじめに

4. IFRS 第 13 号の開発中に、国際会計基準審議会（IASB）は、新興経済圏及び移行経済圏の企業が、自らの法域内での公正価値測定原則の適用に関する懸念を有していたことに気付いた²。しかし、IASB は、提起された懸念は新興経済圏及び移行経済圏の企業に特有のものではないことに留意した。公正価値測定を行うのに必要な市場データや他の主要な情報の欠如は、地域的な制約ではなく国際的な制約である。このため IASB は、新興経済圏及び移行経済圏の企業だけでなく先進国の企業も含む読者のために、公正価値測定に関する教育マテリアルを開発することを決定した。
5. この作業を実施するため、IASB は IFRS 財団スタッフに、公正価値測定に関する教育マテリアルの作成を依頼した。IFRS 第 13 号に記述されている公正価値測定の目的と整合的な、資産、負債及び企業自身の資本性金融商品の測定についての思考プロセスをハイレベルで記述するものである。IFRS 財団スタッフは、財務会計基準審議会（FASB）のスタッフや、先進国、新興経済圏及び移行経済圏で公正価値を測定している評価専門家のグループからのインプットを受け取った。IFRS 財団は、この作業における支援に対し、これらの人々に感謝する。
6. この教育マテリアルは、個々の章で異なるトピックに関しての IFRS 第 13 号の原則の適用を扱うように構成している。これらの章は完成するごとに公表される。本章 [案] は IFRS 財団が公表する。その内容は、強制力はなく、IASB の承認を受けていない。

目的

7. 本章 [案] は、評価技法の適用を、財務報告の文脈で、より具体的には IFRS 第 13 号の文脈で、ハイレベルで例示している。包括的な評価ガイダンスの提供を目的としたものではなく、その結果として、評価業務に実務上伴う重要な作業をすべて記述しているわけではない。本章 [案] は、記述している評価アプローチを単純化した方法で例示することだけを意図した設例を記載している。したがって、本章 [案] に記載している設例では、評価業務に現実に伴うかもしれない手続及び複雑性のすべてを記述しているわけではない。これらの設例は、特定の状況における具体的な評価アプローチを定めるものでもなく、したがって、他のアプロ

² この懸念の要約は、IFRS 第 13 号に付属する結論の根拠で見ることができる（BC231 項参照）。

一ちも適切であるかもしれない。

このガイダンスは誰の役に立つか

8. 組織内で公正価値の測定に責任を負う職員は、評価の専門資格を有していないとしても（すなわち、評価専門家である必要はない）、基本的な評価技法を理解していることが期待される。
9. 評価の複雑性は、対象となる資産又は負債の性質及び情報の利用可能性に応じて異なる。本章〔案〕は、評価専門家以外の人々が財務報告目的で複雑な評価に直面した場合の支援をすることや、評価専門家が実施した複雑な評価が IFRS 第 13 号の原則に従って行われたのかどうかを評価するのに役立つという目的のためには、十分に包括的とは言えないかもしれない。

範 囲

10. 本章〔案〕は、投資先の相場価格のない資本性金融商品を IFRS 第 9 号に従って公正価値で測定する際に投資者を支援するハイレベルの評価ガイダンスを提供する。IFRS 第 9 号は、こうした資本性金融商品を、当該金融商品に活発な市場でも相場がない場合であっても、公正価値で測定することを企業に要求している。本章〔案〕は、投資先に対する非支配持分を構成する個々の相場価格のない資本性金融商品の公正価値の測定に焦点を当てている。
11. 本章〔案〕に記載しているガイダンスは、こうした持分の当初認識時及び事後の測定に適切なものであり、IFRS で定義している重要性の文脈で考慮すべきである。IAS 第 8 号「会計方針、会計上の見積りの変更及び誤謬」は、各基準書における会計方針はその適用の影響に重要性がない場合には適用する必要はないと定めている。これは、IAS 第 1 号「財務諸表の表示」における次の記述を補足するものである。それは、各基準書が要求している開示を行う必要があるが、その情報に重要性がない場合は除くというものである³。

³ IAS 第 1 号と IAS 第 8 号では、項目の脱漏又は誤表示に重要性があるのは、それが個々に又は集合的に、利用者が財務諸表に基づいて行う経済的意思決定に影響を与え得る場合であると述べている。重要性は、取り巻く状況において判断した脱漏又は誤表示の規模及び性質によって決まる。項目の規模若しくは性質、又は両者の組合せが、決定要因となる場合がある。

公正価値測定の実施のプロセス

12. IFRS 第 13 号は、公正価値を測定する際に、目的は、資産の売却又は負債の移転のための秩序ある取引が測定日において現在の市場の状況において市場参加者の間で行われるであろう価格を見積ることであると述べている。この行為は、企業が財務報告目的で他の見積りを行わなければならない状況に類似しているかもしれない。例えば、IAS 第 37 号「引当金、偶発負債及び偶発資産」に従った引当金の測定などである。多くの場合、財務報告上の測定には将来キャッシュ・フローの時期あるいは金額や他の要因に関する不確実性が伴う。

相場価格のない資本性金融商品を公正価値で測定すること

13. 本章 [案] は、さまざまな評価技法がどのように相場価格のない資本性金融商品の公正価値を測定する際に使用できるのかを示している。評価技法を適用する際だけでなく、評価技法の選択においても判断が伴う。これには、投資者が利用可能な情報の検討が含まれる。例えば、投資者は次のような場合にはマーケット・アプローチ（第 25 項から第 65 項参照）の方に重点を置く可能性が高い。十分に比較可能な同業他社があるか又は観察された取引の背景若しくは詳細が分かっている場合である。同様に、投資者は次のような場合にはインカム・アプローチ（第 66 項から第 114 項参照）の方に重点を置く可能性が高い。例えば、投資先のキャッシュ・フローが成長率が不均等な期間がある（例えば、高成長の期間があつて後で安定的な成長率となる）などの独特の特徴を示している場合である。あるいは、相場価格のない資本性金融商品の公正価値を測定する際に、投資者は、個別の事実及び状況（例えば、投資先の沿革、性質及び発展段階、投資先の資産及び負債の性質、資本構成など）に基づいて、修正純資産方式（第 115 項から第 119 項参照）を適用することが適切であると結論を下すかもしれない。したがって、個別の事実及び状況を考えると、ある評価技法の方が他よりも適切であるかもしれない。適切な評価技法の選択により、投資者が評価技法又はその適用を変更することとなるかもしれないが、これは評価技法を継続的に適用しなければならないという IFRS 第 13 号の要求に反するものではない（IFRS 第 13 号の第 65 項及び第 66 項参照）。
14. 評価には重大な判断が伴い、異なる評価技法は異なる結果を生じる可能性が高い。これは、使用するインプット及び当該インプットの調整が、使用する技法によって異なる場合があるからである。こうした差異の存在は、いずれかの技法が不正

確であることを意味するものではない。IFRS 第 13 号は投資者が事実及び状況に応じてさまざまな評価技法を使用することを明示的に要求してはいないが、最も適切な評価技法の選択には、複数の技法を検討して複数の技法の適用による結果を比較できるようにすることが必要となる。こうした状況では、投資者は評価の相違の理由を理解し、一定範囲の価値の中で相場価格のない資本性金融商品の公正価値を最もよく表す金額を選択しなければならない。

15. この作業を行う際に、投資者は、各評価技法の結果にどのくらいのウェイトを与えるべきかを、さまざまな評価技法が示した価値の範囲の合理性及び使用したインプットの相対的な主観性（IFRS 第 13 号の第 61 項及び第 74 項）並びに個別の事実及び状況を考慮することにより、決定しなければならない。例えば、比較会社評価倍率技法（第 33 項から第 65 項参照）から得た結果にどれだけのウェイトを与えるべきかを決定する際に、投資者は、当該評価技法に使用したインプットの主観性の程度とともに、比較対象会社と評価対象会社との間の比較可能性及び投資先と比較対象会社の相対的価値の差異のうち説明されないままのものがあのかどうかを、個別の事実及び状況に基づいて、考慮することとなる。
16. 公正価値を最もよく表す価格を評価する際に、投資者は次のことを考慮しなければならない。
 - a. どの評価技法が、使用するインプットに加える修正の主観性が最も低くなるか（すなわち、どの評価技法が、関連性のある観察可能なインプットの使用を最大にし、観察可能でないインプットの使用を最小にするのか）
 - b. 使用した技法が示した評価の範囲及びそれらが重なっているかどうか
 - c. 異なる技法における価値の相違の理由

評価のアプローチ

17. IFRS 第 13 号は、公正価値は市場を基礎とした測定であると述べている。ただし、場合によっては、観察可能な市場取引や他の市場情報が利用可能でないかもしれないことを認めている。しかし、上述のような公正価値測定の目的は、やはり同じである（第 12 項参照）。
18. IFRS 第 13 号は、公正価値測定の目的を達成するための評価技法のヒエラルキーを含んでおらず、IFRS 第 13 号と同様、本章 [案] は具体的な評価技法の使用を

定めていない。しかし、本章 [案] は、具体的な状況を考えると、ある評価技法が他よりも適切であるかもしれないことを認めている。投資者が最も適切な評価技法を選択する際に考慮することが必要となる要因には、次のようなものがある（このリストは網羅的なものではない）。

- 投資者が利用可能な情報
- 市場の状況（すなわち、強気市場なのか弱気市場なのかにより、投資者が異なる評価技法を考慮することが必要となるかもしれない）
- 投資の期間と投資の種類（例えば、短期金融投資の公正価値を測定する際の市場心理は、ある評価技法で捉える方が他の技法より適切かもしれない）
- 投資先のライフサイクル（すなわち、投資先のライフサイクルの異なる段階において何が価値を生じさせるのかは、ある評価技法で捉える方が他の技法より適切かもしれない）
- 投資先の事業の性質（例えば、投資先の事業の変動の多い性質又は循環的な性質は、ある評価技法で捉える方が他の技法より適切かもしれない）
- 投資先が事業を行っている業種

19. IFRS 第 13 号は 3 つの評価技法を記述している (IFRS 第 13 号の B5 項から B33 項参照)。

- マーケット・アプローチ
- インカム・アプローチ
- コスト・アプローチ

20. 相場価格のない資本性金融商品の公正価値を測定するためのマーケット・アプローチ及びインカム・アプローチ、並びに修正純資産方式の適用は、後述している。本章 [案] では、修正純資産方式を 3 つの評価アプローチのいずれにも区分していない。この方式を適用すると、多くの場合、さまざまな評価技法を同時に使用することとなり（すなわち、さまざまな評価技法が投資先の資産及び負債のそれぞれの公正価値の測定に使用される場合がある）、当該評価技法のそれぞれが 3 つの評価アプローチのいずれかと整合的である場合があるからである。

21. 表1は、本章〔案〕で示す評価アプローチ及び評価技法を例示している。

表1——評価アプローチ及び評価技法

評価アプローチ	評価技法
マーケット・アプローチ	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資先に対する同一又は類似の金融商品について支払った取引価格(第27項から第32項参照) ● 比較会社評価倍率(第33項から第65項参照)
インカム・アプローチ	<ul style="list-style-type: none"> ● 割引キャッシュ・フロー(DCF)方式(第67項から第104項参照) ● 配当割引モデル(DDM——第105項から第106項参照) ● 定率成長DDM(第107項から第111項参照) ● 資本化モデル(第112項から第114項参照)
各アプローチの組合せが使用される場合がある(第20項参照)	<ul style="list-style-type: none"> ● 修正純資産方式(第115項から第119項参照)

22. それらの金融商品が保有者に与える可能性のある特定の権利は別にして、本章〔案〕の対象となるすべての資本性金融商品は、投資先に対する非支配持分を構成する相場価格のない資本性金融商品である。当該資本性金融商品の公正価値の測定は、使用する評価技法に関係なく、それらの特徴(第56項から第63項参照)を考慮しなければならない。
23. さらに、それらの資本性金融商品の公正価値測定は、現在の市場の状況を反映しなければならない(IFRS第13号の第15項及び第24項参照)。投資者は、評価技法が現在の市場の状況を反映することを、測定日現在で評価技法に調整を加えることにより確保するかもしれない(IFRS第13号の第62項参照)。当初認識時に、取引価格が公正価値で、投資者がその後の期間において公正価値の測定に評価技法を使用する予定である場合には、投資者は、当該評価技法が観察可能でないインプットを使用しているときに評価が取引価格と等しくなるように評価技法を調整しなければならない(IFRS第13号の第64項)。相場価格のない資本性金融商品の公正価値を測定日時点で測定する際の調整の使用は、投資者が、評価

技法が現在の市場の状況を反映することを確保し、評価技法への調整が必要かどうかを決定するための良い行為である（例えば、当該金融商品に評価技法では捉えられない特徴があるか又は測定日時点で発生している新たな事実で当初認識時には存在していなかったものがあるかもしれない）。次の設例は調整の使用を例示している。

設例 1——調整の使用

ある投資者が、非上場会社である企業 A の株式資本の 5% を 20X6 年 12 月 31 日に CU5,000⁴（1 株当たり CU5）で購入した。投資者は、取引価格 CU5,000 は 20X6 年 12 月 31 日の当初認識時の公正価値を表していると結論を下す。

投資者は、その後、非支配持分の公正価値を測定する際に比較会社倍率技法（第 33 項から第 65 項参照）を使用すると予想する。当該評価技法は、投資先の業績指標などの観察可能でないインプットを使用する。投資者は、支払った価格 CU5,000 を計量して、この取引価格は次のように、EV/EBITDA 倍率（表 3 参照）9.0x を使用し、少数持分割引及び流動性の不足についてのディスカウントを含めることにより生じたものであると結論を下す。

当初認識時の評価技法の調整	CU	
9.0x の EV/EBITDA に基づく 5% の非支配持分の指示された公正価値	6,024.10	
少数持分ディスカウント	(662.65)	13.3%
流動性の不足についてのディスカウント	(361.45)	7.2%
20X6 年 12 月 31 日の非支配持分の 5% の公正価値	5,000.00	100.0%

その後の各測定日において、投資者は、当初認識時の公正価値を測定する際に用いた仮定が変化しているかどうかを評価する（すなわち、9.0x の EV/EBITDA が依然として適切なかどうか、及び少数持分ディスカウントと流動性の不足についてのディスカウントを当初認識時に算出するのに用いた仮定が測定日時点で依然として適切なかどうか）。それらが変化している場合には、投資者は、当該変化が測定にどのように影響を与えるのか及び新たな事実を評価技法に組み込むべきかどうかを検討する。言い換えると、投資者は、評価技法が測定日時点の現在の市場の状況を反映することを確保し、企業 A に影響を与える事実及び状況及び事業を行っている環境が変化している場合には必要な調整を行う。

⁴ 本章 [案] では、貨幣金額を「通貨単位 (CU)」で表示している。

24. 本章 [案] で記述する評価技法に使用するインプットの性質（例えば、割引キャッシュ・フロー方式を適用する際の予測又は予算や、比較会社評価倍率を適用する際の業績指標などの観察可能でないインプット）及び算出される公正価値測定に対する当該インプットの関連性により、算出される測定の大半は公正価値ヒエラルキーのレベル 3（IFRS 第 13 号の第 86 項から第 90 項及び B36 項参照）に区分される。したがって、こうした公正価値測定は、投資者が追加の開示を作成することが必要となる（IFRS 第 13 号の第 91 項から第 99 項参照）。こうした開示は、財務諸表利用者に以下に関する情報を提供する。公正価値ヒエラルキーのレベル 3 に区分される公正価値測定に用いた重要な観察可能でないインプットと、このレベルの評価プロセスが晒される一般的に高い主観性に関する情報である。

マーケット・アプローチ

25. マーケット・アプローチは、同一又は比較可能な資産に係る市場取引により生じた価格及び他の関連性のある情報を利用する（IFRS 第 13 号の B5 項参照）。いくつかの方法又は技法がマーケット・アプローチと整合する。マーケット・アプローチ技法のうち、相場価格のない資本性金融商品の評価のために最も一般的に参照されるのは、それらが使用するデータ源に関するものである（例えば、上場会社の相場価格や合併・買収取引による価格）。
26. このセクションでは、次のマーケット・アプローチ技法を記述している。
- 投資先に対する同一又は類似の金融商品に対して支払った取引価格（第 27 項から第 32 項参照）
 - 比較会社評価倍率のうち、相場価格から算出するもの（すなわち、市場価格倍率）又は合併・買収取引などの取引で支払った価格から算出するもの（すなわち、取引価格倍率——第 33 項から第 65 項参照）

投資先に対する同一の金融商品に対して支払った取引価格

27. 投資者が最近、評価対象とする相場価格のない資本性金融商品と同一の金融商品に対する投資を行っている場合には、その取引価格（すなわち、取得原価）は、当該取引価格が IFRS 第 13 号に従って当初認識時の当該金融商品の公正価値を表しているならば、相場価格のない資本性金融商品の測定日現在の公正価値を測定するための合理的な出発点であるかもしれない（IFRS 第 13 号の第 57 項から

第 60 項及び B4 項参照)。しかし、投資者は、当初認識日後に測定日までに合理的に利用可能になった投資先の業績及び事業に関するすべての情報を使用しなければならない。こうした情報は測定日現在の投資先に対する相場価格のない資本性金融商品の公正価値に影響を与える可能性があるため、取得原価が測定日現在の公正価値の適切な見積りとなり得るのは限定的な状況においてのみである。IFRS 第 9 号の B5.4.15 項は、投資者の取引価格が測定日現在の公正価値を表していない可能性のある要因を識別している。それらの要因には、次のようなものがある（このリストは網羅的なものではない）。

- 予算、計画又は達成目標と比較した場合の投資先の業績の著しい変化
- 投資先の技術的製品の達成目標が達成されるかどうかに関する予想の変化
- 投資先の資本又は製品若しくは潜在的製品に係る市場の著しい変化
- 世界経済又は投資先が事業を行っている経済環境の著しい変化
- 比較会社の業績、又は全体的な市場が示唆する評価の著しい変化
- 不正、商業上の紛争、訴訟、経営又は戦略の変更などの内部的な事項
- 投資先の資本に対する外部取引による証拠（投資先（資本の新規発行など）又は第三者間での資本性金融商品の移転のいずれかによる）

28. さらに、投資者は、投資先が事業を行っている環境が動的かどうか、市場の状況に変化があったかどうか又は時間の経過そのものなどの要因の存在を考慮しなければならない。こうした要因は、測定日現在の相場価格のない資本性金融商品の公正価値を測定する手段として取引価格を使用することの適切性を損なう場合がある。

29. 設例 2 及び設例 3 は、取引価格（設例 2 では投資者、設例 3 では他の投資者が支払っている）は測定日現在の公正価値を表しているのかどうかについての投資者の評価を例示している。

設例 2——投資者が同一の金融商品に対して支払った取引価格

ある投資者が、非上場会社である企業 B の株式資本の 5%（1,000 株）を 20X6 年 7 月 1 日に CU5,000（1 株当たり CU5）で購入した。投資者は非支配株主で

あるため、企業 B から経営者の予算やキャッシュ・フロー予測を受け取っていない。投資者は年次財務諸表を作成し、20X6 年 12 月 31 日（すなわち、測定日）の企業 B に対する非支配資本持分の公正価値を測定している。投資者は、取引価格 CU5,000 が 20X6 年 7 月 1 日現在の公正価値を表していると結論を下す。

20X6 年 7 月に相場価格のない資本性金融商品に対して支払った金額 (CU5,000) は、測定日現在の投資者の企業 B に対する投資の公正価値を測定するための合理的な出発点である。しかし、投資者は、次の場合には支払った金額を調整する必要があるかどうかを依然として評価する必要がある。第 27 項及び第 28 項の要因のいずれかが存在する場合又は他の証拠により取引価格が測定日現在の公正価値を表していない可能性があることが示されている場合である。例えば、市場の状況が最近 6 か月間に変化していて、企業 B の成長見込み又は予想される達成目標が大きく影響を受ける可能性がある場合には、投資者はそうした変化の程度を評価して、それによって取引価格を調整することが必要となる。

設例 3——他の投資者が同一の金融商品に対して支払った取引価格

20X0 年に企業 C は、非上場会社である企業 D の 10 株（企業 D の発行済議決権株式の 10%を表す）を CU1,000 で購入した。企業 C は年次財務諸表を作成しており、20X2 年 12 月 31 日（すなわち、測定日）現在の企業 D に対する非支配資本持分の公正価値を測定するよう要求されている。

20X2 年中に、企業 D は、新たな株式資本を他の投資者に発行する（10 株を CU1,000 で）ことにより資金を調達した。企業 C 及び企業 D に対する他の投資者は、権利及び条件が同一の共通の株式を有している。他の投資者への新たな株式資本の発行と測定日との間に、企業 D が事業を行っている環境に著しい外部又は内部の変化はなかった。第 27 項及び第 28 項で述べている種類の他の要因は発生しなかった。企業 C は、新たな株式資本の発行による既存株主の保有株式の価値が希薄化する可能性も検討し、当該発行が資本の公正価値に与える希薄化効果には重要性がないと結論を下した。その結果、企業 C は、CU1,200 が測定日現在の企業 D に対する 10 株の公正価値を最もよく表す金額だと結論を下している。

30. 前述の要因（第 27 項及び第 28 項参照）のいずれかが存在していると、取引価格を測定日現在の相場価格のない資本性金融商品の公正価値の測定に使用することが不適切となる場合がある。ただし、価格（すなわち、公正価値）が相場価格のない資本性金融商品の保有期間中に従ったかもしれない趨勢を見つけるためのテストとしては使用できる可能性がある。例えば、設例 2 における投資者が企業 B に対する投資を経済状況が測定日現在と異なっていた期間に取得していた場合には、支払った価格（20X6 年）は、測定日（20X6 年 12 月）現在の相場価格のない資本性金融商品の公正価値を反映している可能性は低いであろう。しかし、前述の要因（第 27 項及び第 28 項参照）の分析は、設例 2 における投資者が別の評価技法の適用によって得られる公正価値を裏付けるのに役立つかもしれない。こうした状況で相場価格のない資本性金融商品の公正価値を測定するためのより適切な評価技法は、比較会社評価倍率又は割引キャッシュ・フロー方式（それぞれについて後述）の使用であるかもしれない。

類似の金融商品に対して支払われた取引価格

31. 投資者の有する投資先に対する相場価格のない資本性金融商品に、類似してはいないが同一ではない投資先の資本性金融商品に対する投資について、最近支払われた取引価格は、当該取引価格が当初認識時の当該資本性金融商品の IFRS 第 13 号に従った公正価値（IFRS 第 13 号の第 57 項から第 60 項及び B4 項参照）を表している場合には、相場価格のない資本性金融商品の公正価値の見積りの合理的な出発点となる。こうした取引の例としては、他の投資者への新種の株式の発行や他の投資者の間での取引がある。
32. 投資者が、例えば、他の投資者が関わる最近の投資の取引価格を相場価格のない資本性金融商品の公正価値を測定する際に考慮する場合には、投資者は、現在保有している相場価格のない資本性金融商品と、他の投資者が取引を行っている資本性金融商品との間の相違を理解しなければならない。こうした相違には、経済的権利や支配権の相違が含まれる。設例 4 は、他の投資者が行った最近の投資の取引価格が、測定日現在の相場価格のない資本性金融商品の公正価値を表しているかどうかについての投資者の評価を例示している。

設例 4——類似の金融商品に関して他の投資者が行った最近の取引の価格

ある投資者が財務諸表を作成し、非上場会社である企業 E に対する非支配資本持

分の公正価値を 20X0 年 12 月 31 日（すなわち、測定日）現在で測定している。

3 年前に投資者は企業 E に対する普通株主持分を取得した。企業 E は新たな製造工程を開発中で、報告期間中に、大量の追加的な株式資本を新種の優先株式をベンチャー・キャピタル・ファンドに発行して調達した。このファンドが現在は企業 E の過半の持分を保有している。その目的は、企業 E が今後 5 年以内に株式上場（IPO）に進むことである。この優先株式の契約条件は、議決権を含めて普通株式と同様であるが、優先株式には 5 年間の累積型の固定配当受取権があり、企業 E の清算時に優先株式が普通株式よりも優先順位が高い点が異なる。

投資者は、下記のプロセスに従い、優先株式に係る最近の取引価格（1 株当たり CU10）を調整することにより、測定日現在の普通株式の公正価値を測定する。

	1 株当たり CU
優先株式に係る取引価格	10.00
投資者は、支配に関連した便益があると判断した。この調整は、投資者の個々の普通株式が非支配持分を表している一方で、発行された優先株式が支配持分を反映しているという事実に関するものである。(*)	(2.00)
流動性の不足についての調整。普通株主の方が、優先株主に比べて、投資を実現させるために企業 E の売却を開始する能力が低いことを反映するためである。(*)	(1.00)
優先株式に係る累積型配当受取権についての調整。これは優先株式について期待される将来の配当受取額の現在価値から、普通株式について期待される配当受取額の現在価値を控除して計算される。使用する割引率は、関連する配当の流列に関する不確実性と整合的でなければならない。(*)	(0.50)
清算時の優先株式の優先権を反映するための調整 (*)	(0.10)
各普通株式について示される公正価値	6.40

(*)：上記のプロセスは、投資者が相場価格のない資本性金融商品の公正価値を測定するために適用し得る唯一の可能な方法ではない。したがって、上記の調整をすべての適用すべき調整の包括的なリストと考えるべきではない。必要な調整は個別の事実及び状況に応じて決まる。さらに、上記の調整には詳細な計算の裏付けがない。例示の目的のためだけに記載したものである。

投資者は、優先株式の発行と測定日との間に発生したかもしれない第 27 項及び第 28 項に述べた種類の要因について追加の調整を考慮することが適切となるかどうかを評価する。

さらに、上記のアプローチを適用する前に、投資者は優先株式の発行の状況を十分に検討して、その価格が妥当なベンチマークであることを確認した。例えば、当該価格がマネジメント契約の条件又は将来の投資者との他の商業上の関係に影響を与えていないことを確認した（影響がある場合、優先株式と普通株式との間にさらに差異が生じ、考慮が必要となっていた可能性がある）。投資者は、優先株式の新規発行による既存株主の保有株式の価値の希薄化の可能性も考慮して、新規発行が普通株式の公正価値に与えた希薄化効果には重要性がないと判断した。

この分析に基づいて、投資者は、CU6.40 の株価が測定日現在で企業 E に対して保有している普通株式のそれぞれの公正価値を最もよく表すと結論を下した。

比較会社評価倍率

33. マーケット・アプローチは比較可能なものという概念に基づいており、ある資産（又は事業ラインや会社など）の価格を市場価格が利用可能な類似の資産（又は事業ラインや会社など）の価格との比較により測定できると仮定している。比較対象会社の価格について 2 つの主要な情報源がある。取引所市場（例えば、シンガポール取引所やフランクフルト株式取引所）での相場価格と、合併・買収などの取引から観察可能なデータである。こうした関連性のあるデータが存在する場合には、企業は相場価格のない資本性金融商品の公正価値を次のものを参照して測定できるかもしれない。公開で取引されている比較対象会社の価格から算出した倍率（すなわち、市場価格倍率）、又は比較対象会社が関わる合併・買収取引から観察可能なデータから算定した倍率（すなわち、取引価格倍率）である。
34. 相場価格のない資本性金融商品の公正価値の測定に取引価格倍率を使用する場合、投資者は、当該取引価格倍率が支配持分の売却を表している可能性がある（すなわち、比較対象会社について支払われた取引価格に支配プレミアムが含まれている可能性がある）ことを考慮しなければならない。しかし、本章 [案] の対象となる投資者の相場価格のない資本性金融商品は、非支配ベースで測定しなければならない。その結果、取引価格に支配プレミアムが含まれていると投資者が判

断する場合、本章〔案〕の対象となる個々の相場価格のない資本性金融商品の公正価値を測定する際に、関連する取引価格倍率に含まれている支配プレミアムを除外しなければならない。このプロセスは、実務上、支配プレミアムを含んだ取引価格倍率を用いた公正価値の測定から生じた価値に対する少数持分ディスカウントとして記述されることが多い（第 56 項から第 59 項参照）。投資者は、取引価格倍率に、非支配株主が利用できるよりも高い程度の支配又は影響力を反映したプレミアムが含まれている場合には、同様の思考プロセスに従わなければならない（すなわち、観察された取引価格倍率に共同支配又は重要な影響力のプレミアムが含まれていた場合は、投資者はそれらを除外しなければならない）⁵。

35. これと対照的に、市場価格倍率を使用する場合には、このような少数持分ディスカウントは通常は必要ない。当該倍率は相場価格に基づいており、その結果として、非支配持分ベースを反映している可能性が高いからである。
36. 投資者が市場価格倍率又は取引価格倍率のいずれを使用する場合でも、相場価格のない資本性金融商品の評価は、以下のステップで構成される。

ステップ 1 比較対象会社を特定する。

ステップ 2 投資先の価値の評価に最も関連性がある業績指標（すなわち、市場参加者が投資先の価格設定のために使用するであろう業績指標）を選択する。これは通常、例えば、利益、資本の帳簿価額又は売上などの測定値を参照する。業績指標を選択したら、考え得る評価倍率を算出して分析し、最も適切なものを選択する。

ステップ 3 投資先の関連性のある業績指標に、適切な評価倍率を適用する。

ステップ 4 適切な調整（例えば、流動性の不足について）を加えて、投資先に対して保有している相場価格のない資本性金融商品と比較対象会社の資本性金融商品との間の比較可能性を確保する。

ステップ 1：比較対象会社の特定

37. 評価倍率を使用する場合、目標は、評価対象会社と次の点で比較可能な会社を特定することである。それは、キャッシュ・フローの創出能力、当該キャッシュ・

⁵ 共同支配は IFRS 第 11 号「共同支配の取決め」で定義しており、重要な影響力は IAS 第 28 号「関連会社及び共同支配企業に対する投資」で定義している。

フローの予想される成長、当該キャッシュ・フローの時期及び金額に関する不確実性（すなわち、リスク、成長性及びキャッシュ・フロー生成能力）であり、選択した評価倍率に対する調整の可能性を限定するためである。しかし、大半の分析では、比較対象会社を、事業活動、対象市場、規模及び地域の点で投資先に類似した他の企業と定義している。この定義は、同一のセクターに属する企業はリスク、成長性及びキャッシュ・フロー特性が類似するという仮定に基づいている。合理的な倍率を算出する際に、単一の比較対象会社を参照するのか複数の比較対象会社を参照するのかは、判断の問題であり、個別の事実及び状況（情報の利用可能性を含む）に応じて決まる。比較対象会社と評価対象会社の特徴が近いほど、相場価格のない資本性金融商品の公正価値について結論を下す際に投資者が行わなければならない評価倍率に対する調整（下記ステップ 2 参照）が少なくなる。

ステップ 2：投資先の業績指標及び最も適切な評価倍率を選択する

関連性のある業績指標

38. 最も関連性のある評価倍率の選択は、比較対象会社との比較での投資先の事業、資産ベース及び資本構成に依存する。言い換えると、投資先の価値の評価に最も関連性がある業績指標をまず特定することに焦点を当てることにより、投資者が最も適切な評価倍率を選択するのに役立てることができる（設例 5 及び 6 参照）。

比較対象会社からの評価倍率

39. 表 2 に示すとおり、評価倍率は、持分保有者のみ（すなわち株主価値）又は負債保有者と持分保有者の両方（すなわち企業価値）のいずれについても計算できる。

表 2——評価倍率を選択する際の当初の考慮事項

評価基礎	説明
株主価値	株主価値と、比較対象会社のすべての持分請求権の公正価値である。株主価値は、企業価値から企業に対する非持分財務請求権の公正価値を控除したものとして表現することもできる。
企業価値 (EV)	企業価値の定義に関しては広範囲の見解がある。本章 [案] で意図しているこの用語の用法は、比較対象会社のすべての資本提供者（すなわち、持分保有者及び負債保有者）に帰属するすべての持分請求権及び非持分財務請求権の公正価値を表すことである。

40. 評価倍率を計算する際の分子は株主価値又は企業価値のいずれかであり、分母は業績指標である。株主価値と企業価値のいずれを使用する場合でも、分母に使用する業績指標が分子における評価基礎と整合することが不可欠である。例えば、金利・税金控除前利益（EBIT）、金利・税金・償却控除前利益（EBITA）、金利・税金・償却・減価償却控除前利益（EBITDA）及び売上の業績指標は、すべての資本提供者（負債保有者であれ持分保有者であれ）に対するリターンを提供する。したがって、投資者はこうした指標には企業価値を適用する。企業価値はすべての資本提供者に対する価値を反映しているからである。同様に、純利益の業績指標は、他人資本提供者へのリターン（金利）を提供した後の利益（E）の指標であるため、自己資本提供者が利用可能な利益の指標である。このため、投資者は、株価利益倍率（P/E）において純利益の指標に株主価値（すなわち、株式の相場価格に基づく企業の時価総額、P）を適用する。同じ論理は、株価簿価倍率（P/B）にも当てはまり、この場合、帳簿価額（B）は企業の株主資本の帳簿価額を表す。
41. 下記の表 3 は、一般的に利用される評価倍率のうちいくつかを説明している。

表 3—— 一般に使用されている評価倍率

業績指標	評価基礎	評価倍率	こうした評価倍率を使用する際の考慮事項
EBITDA	企業価値	EV/ EBITDA	EBITDA 倍率は、金利、税金、有形資産及び無形資産の償却を、利益の流列から除外する。状況に応じて、投資者は、比較対象会社の資本構成、資産の資本集約度、有形資産及び無形資産の償却方法に相違がある企業の評価には、EBITDA 倍率の方が適切と考えるかもしれない。例えば、この倍率は、比較対象会社のグループの中に、営業資産を主にリースしている企業（すなわち資本集約度が低い企業）がある一方で、自己所有している企業（すなわち資本集約度が高い企業）がある場合には、有用かもしれない。しかし、この評価倍率を使用する際には、投資者は判断を行使し、すべての事実及び状況を考慮しなければならない。資本集約度が高い企業が有利となる傾向があるかもしれないからである。
EBIT	企業価値	EV/ EBIT	EBIT 倍率は、減価償却及び償却は非現金費用ではあるが、最終的に更新される企業の資産の使用に関する経済的費用を反映するものと認識している。しかし、投資先と比較対象会社との間の減価償却及び償却に関する会計方針の相違により、この倍率が歪めら

			れるおそれがある。また、EBITは、自然に成長している企業と買収により成長している企業とでは、企業結合の際に認識した無形資産の償却のため、大きく異なる可能性もある。
EBITA	企業価値	EV/ EBITA	EBIT倍率は、無形資産及び関連する償却額の水準が投資先と比較対象会社の間で大きく異なる場合に、EBITの代替として使用されることがある。
利益（すなわち、純利益）	株主価値	P/E	株価利益倍率は、各企業の財務及び税務の構造や借入金の水準が類似している場合には適切となる。実務上は、企業の財務構造が類似することは稀である。財務構造が異なる企業のP/Eは大きく異なる可能性がある。この倍率は、金利費用及び金利収益が関連性のある営業費用又は営業収益項目である金融セクター（銀行、保険、リース）で一般的に使用されている。
帳簿価額	株主価値	P/B	<p>株価簿価倍率は、企業の資本の帳簿価額を市場価値（すなわち、相場価格）と比較するための有用な指標と考えられている。ホテルや金融機関などの業界で重要な価値指標であるほか、この倍率は潜在的に過小評価又は過大評価されている会社を識別するツールにもなる。この倍率は、ハイテク企業など資産の少ない会社には適さない。こうした企業は未認識の無形資産があることが多いため、財政状態計算書上の資産の帳簿価額が、通常は市場価値に比べて低いからである。</p> <p>この倍率の変形として、株価／有形資産簿価（帳簿価額から取得又は内部で創出した無形資産及びのれんを控除して計算）があり、金融機関の評価に使用される場合がある。</p>
売上	企業価値	EV/ Revenue	売上倍率は、企業の利益が売上と高い相関がある場合には非常に有用である。売上の資本化が利益の資本化の簡便法と考えられるからである（すなわち、この倍率は、一定レベルの売上が所定の種類の事業で特定の利益を生み出せる場合には、有用である）。売上の倍率が最も多く適用されるのは、開業直後の会社、サービス事業（例えば、広告、専門的業務、専門保険代理店）、EBITDAレベルで損失を計上しているか又は収益性の水準が比較対象会社と非常に類似している会社である。売上の倍率は通常、クロスチェックとしてのみ使用される。

42. 表3の評価倍率は、次のように区分されることが多い。
- **利益倍率**：これらの倍率が最も一般的に使用されるのは、連続的な安定した利益の流列が識別可能な確立した事業を評価する場合である。
 - **簿価倍率**：簿価倍率を市場参加者が最も一般的に使用するのには、企業が自らの株式資本ベースを利益の創出のために使用している業界である（例えば、金融機関についての株価簿価倍率——設例5参照）。
 - **売上げ倍率**：まだ正の利益を生み出していない事業については、売上げの倍率を評価の基礎として使用する場合がある。しかし、その場合は、投資先と比較対象会社との間で収益性に相違があるかもしれないため、判断を用いる必要がある。このため、売上げ倍率は通常はクロスチェックとしてのみ使用される。
43. さらに、一部の業種では業種特有の業績ベンチマークがある場合もあり、比較対象会社を特定する際の比較目的で、又は価値の指標として、分析的な理解を与えることがある（例えば、ホテルについてのベッド1台当たりの売上げや、電気通信についての加入者1人当たりの売上げ）。
44. 適切な情報が利用できる場合には、将来予測的な倍率（例えば、翌年の EBITDA、EBIT、純利益又は売上げなどの、将来の見積りに基づく倍率）の方が、実績による倍率（例えば、前年の業績指標など、過去に基づく倍率）よりも有用と見られることが多い。しかし、将来予測的な倍率を使用するには、投資者は、比較対象会社及び投資先の業績指標の見積りの妥当性を慎重に検討することが必要となる。その結果、投資者は、将来予測的な倍率と実績による倍率のいずれを使用すべきかを、すべての事実及び状況を考慮して決定しなければならない。いずれの種類倍率を使用するのに関係なく、評価倍率と投資先の業績指標（これに評価倍率を適用する）の間に整合性がなければならない。例えば、投資者が投資の価格決定のために将来予測的な倍率を使用する場合には、比較対象会社から得た将来予想的な倍率を、投資先の将来予測的な業績指標に適用しなければならない。

評価倍率の調整

45. 投資者は、投資先と比較対象会社との間の相違について評価倍率を調整することが必要となる場合がある。例えば、営業活動、リスク特性、キャッシュ・フロー成長見込みなどの相違により生じるものである。投資先と比較対象会社との間の

相違の例としては、次のようなものがあり得る。

- 規模（売上、資産、株式時価総額などについて）
- 利益の水準及び成長率
- 少数の中心的な従業員への依存
- 製品の範囲の多様性
- 顧客ベースの多様性及び質
- 借入の水準（特に、利益倍率又は売上倍率を使用する場合）
- 所在地（例えば、先進国の比較対象会社を新興経済圏の投資先の評価に使用する場合）

46. さらに、評価倍率の計算に使用する比較対象会社の業績指標（EBITDA、EBIT、純利益、売上など）、又は評価倍率を適用する投資先の業績指標は、経済的便益を生み出す継続的な能力を反映するように調整することが必要となる場合もある。言い換えると、業績指標の「正常化」が必要な場合がある。業績指標の正常化には、以下のことが含まれる。

- 例外的な取引や非継続的な取引の除外（例えば、訴訟費用、事業用資産の売却損益、火災、水害、ストライキ等）
- 収益又は費用の過小計上又は過大計上の調整（例えば、収益及び費用の認識の時期が異なり、種々のコストの資産化又は費用処理に関する方針が異なり、減価償却方法が異なる会社）
- 買収及び非継続事業の影響についての調整

47. しかし、正常化は、現在の市場の状況が業績指標に与える影響を除去すべきではない（たとえ、当該状況が投資先又は比較対象会社の長期の見通しについての投資者の見方と合致していない場合であっても）。

48. 投資先又は比較対象会社に関連性のある営業外の資産又は営業外の負債を有しているのかどうかを考慮することも重要である。営業外の資産及び営業外の負債とは、企業の中核的な営業活動の価値の原動力となるものの一部ではない資産及

び負債である。営業外項目の例としては、余剰の現金又は市場性のある有価証券、余剰運転資本、未積立の年金負債、環境負債などが含まれる可能性がある。投資者は、具体的な資産及び負債が営業外であるのかどうかの結論を下す際に、判断を適用し、すべての事実及び状況を考慮することが必要となる。営業外項目に関連性がある場合には、投資者はその影響（それが生み出す収益又は費用を含む）を、投資先の業績指標と比較対象会社から得た評価倍率の両方から除去しなければならない。一般的に、営業外項目が比較対象会社の価値を高めている場合には、その追加的な価値を比較対象会社の評価倍率から減算すべきである。比較対象会社の価値を減少させている場合には、当該価値を比較対象会社の評価倍率に再加算すべきである。投資者が投資先の業績指標から調整した営業外項目は、投資先の株主価値又は企業価値を下記のステップ 3 において見積る際には、再度調整して戻さなければならない（第 54 項参照）。

一定範囲からの評価倍率の選択

49. 実務上、十分な数の比較対象会社がある場合には、企業は投資先の関連性のある業績指標を適用するための評価倍率を選択する際に、平均値又は中央値を使用することもある（下記ステップ 3 参照）。平均又は中間値の評価倍率が選択されるのは、投資先の特徴が比較対象会社の平均と類似していると信じるに足る理由がある場合である。しかし、投資先が比較対象会社に比べて優れた業績を経験している場合には、投資者は比較対象会社の範囲の上端を倍率として使用するかもしれない。逆に、比較対象会社に比べて悪い業績を経験している投資先については、比較対象会社の倍率の範囲の下端の倍率を使用するかもしれない。
50. 設例 5 及び設例 6 は、投資者が適切な評価倍率の選定の際に実施するかもしれないプロセスを例示している。

設例 5 比較対象会社の倍率の選定

ある投資者が、非上場会社である企業 F に対する非支配資本持分の公正価値を測定しようとしている。企業 F は、金融サービス業界で営業を行っている商業銀行である。投資者は、株式を上場している 5 社の比較対象会社（A1, A2, A3, A4, A5）を選定した。これらの企業は企業 F と同じリスク、成長性及びキャッシュ・フロー生成能力特性を有している。企業 F のような金融サービス会社は、株主資本ベースを使用して利益を生み出しているため、投資者は、P/B が企業 F の公正価値を測定するための適切な評価倍率であると結論を下す。

企業 F を企業 A1-A5 と比較すると、投資者の観察では、企業 F と同様、企業 A1 と企業 A2 には財政状態計算書上に重要性のある無形資産はない。しかし、企業 A3-A5 には買収で生じた重要性のある無形資産がある。投資者は、認識されている無形資産の存在だけでは将来の成長戦略の相違を示さないことに留意し、これは企業 A3-A5 を比較対象会社として使用できないことを意味しないと判断した。しかし、無形資産の認識は比較対象会社間の最も顕著な差異と思われる。

P/B 及び P/有形資産簿価倍率は次のとおりである。

	A1	A2	A3	A4	A5	平均	中央値
P/Book value	1.5	1.4	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
P/Tangible book value	1.5	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5

企業 A3-A5 には、財政状態計算書に重要性のある無形資産があるため、それらの P/B は企業 A1 及び A2 の場合よりも相対的に低い。したがって、投資者は、企業 A3-A5 の帳簿価額を調整して、P/有形資産簿価倍率（すなわち、取得及び内部で創出した無形資産を除いた帳簿価額）を用いてそれらの取得の影響を除外することが必要かどうかを決定しなければならない。

取得者は、次の理由で、企業 F の評価には P/有形資産簿価の方が適切な評価倍率だと判断する。

- (a) P/B 倍率の一部は、企業 F と異なり、財政状態計算書に無形資産を認識している比較対象会社から算出されている。したがって、それらの会社の倍率を企業 F（買収から生じたか又は内部創出の無形資産がない）の帳簿価額に適用することは、適切ではないかもしれない。
- (b) 企業 A3-A5 の評価から無形資産を除外することにより、これら 3 社の倍率は企業 A1 及び A2 についての倍率の範囲内となり、企業 F の評価のより適切な証拠となる。

この倍率は、企業 A1-A5 の報告期間末現在の財務諸表（測定日と一致している）からの情報を用いて作成した。投資者は、基礎となる資産に係る比較対象会社と企業 F の会計方針が同じであり、その結果、帳簿価額への追加的な調整は不要と考えられることを確認した。

範囲の中でどの倍率を選択するのかを決定する際に、投資者は、平均と中間値が同じであることに注目した。投資者は、P/有形資産簿価の平均を選択する。企業 F は比較対象会社の平均と特徴（例えば、リスク、成長性、キャッシュ・フロー生成能力特性）が類似していると考えられるからである。投資者は、倍率が異なっていた場合（例えば、比較対象会社の中にはずれ値があった場合）には、倍率の平均ではなく倍率の中央値を考慮していたかもしれない。

設例 6——比較対象会社の評価倍率の選択

ある投資者が、非上場会社である企業 G に対する非支配資本持分の公正価値を測定しようとしている。企業 G は自動車製造会社である。投資者は、株式を上場している 5 社の比較対象会社 (B1, B2, B3, B4, B5) を選定した。これらの企業は企業 G と同じリスク、成長性及びキャッシュ・フロー生成能力特性を有している。また、これらは同じ市場 (高級乗用車) で事業を行っており、企業 G と同様の発展段階にある。投資者は、EBIT 又は EBITDA がともに企業 G に関連性のある業績指標であると結論を下す。この理由で、また、企業 G と比較対象会社との資本構成の相違により生じるおそれのある評価倍率の歪みをなくするために、投資者は、EV/EBIT 及び EV/EBITDA の両方の倍率を、企業 G の公正価値を測定するための関連性のある評価倍率の候補として検討することにした。

企業 G と評価対象会社は資産ベースが類似している。企業 G を企業 B1-B5 と比較すると、投資者の観察では、企業 B1 と企業 B2 の減価償却方針 (すなわち、有形資産の減価償却のための耐用年数の見積り) は企業 G と同様である。しかし、企業 B3-B5 は減価償却方針が非常に異なり、有形固定資産の減価償却に企業 G よりもずっと長い耐用年数を使用し、減価償却費が低くなっている。企業 B4 の減価償却方針は、企業 G の方針と企業 B3 及び B5 との間にある。

EV/EBIT 及び EV/EBITDA の倍率は次のとおりである。

	B1	B2	B3	B4	B5	平均	中央値
EV/EBIT	10.0	9.5	6.6	7.8	6.3	8.0	7.8
EV/EBITDA	6.9	6.5	5.9	6.2	6.3	6.4	6.3

投資者は、EV/EBITDA 倍率の範囲 (5.9x-6.9x) の方が EV/EBIT 倍率の範囲 (6.3x-10.0x) よりも狭いことに注目した。

EV/EBIT の平均と中央値は非常に近いが、企業 G と企業 B3-B5 との間の減価償却方針の相違により、EBIT のレベルでは比較可能性がないため、EV/EBIT の平均も中央値も企業 G の評価において目的適合性がない。

EV/EBITDA の平均と中央値も非常に近い。この設例では、投資者は EV/EBITDA を選択する。5 社すべてが企業 G と EBITDA のレベルでは比較可能だと考えるからである。減価償却方針の相違は EV/EBITDA 倍率には影響を与えない。この倍率で使用する利益は減価償却費を減算していないからである。したがって、投資者は、EV/EBITDA 倍率が企業 G の公正価値を測定するための最も目的適合性のある倍率であると判断する。

この倍率は、企業 B1–B5 の報告期間末現在の財務諸表（測定日と一致している）からの情報を用いて作成した。投資者は、残りの基礎となる資産に係る比較対象会社と企業 G の会計方針が同じであり、その結果、評価倍率への追加的な調整は不要と考えられることを確認した。

範囲の中でどの倍率を選択するのかを決定する際に、投資者は、平均と中間値が非常に近いことに注目した。投資者は 6.7x の EV/EBITDA 評価倍率を選択する。企業 G の特徴（例えば、リスク、成長性、キャッシュ・フロー生成能力特性）が、評価倍率の上端にある比較対象会社と類似していると考えられるからである。

ステップ 3：投資先の関連性のある業績指標に評価倍率を適用する

51. ステップ 2 で得た評価倍率に、投資先の関連性のある正常化した業績指標（例えば、設例 5 の場合には有形資産簿価、設例 6 の場合には EBITDA）を乗じる。投資先の業績指標の正常化が必要となる場合もある。例えば、例外的又は非経常的な取引や、非継続活動及び買収の影響を除外するためである。
52. 投資者が比較対象会社からの評価倍率を投資先の正常化した業績指標に適用する際に、投資者は、使用する評価倍率に応じて、投資先の株主価値又は投資先の企業価値のいずれかを示唆する公正価値を得る。例えば、投資者が株式市場価格評価倍率を使用した場合には、その倍率に投資先の正常化した業績指標を乗じたものが、投資先が公開で取引されているとした場合の投資先の株主資本の示唆された公正価値を提供する。
53. 投資者が投資先の公正価値を測定するために EV 投資倍率を使用する場合には、投資者は、当該投資先の株主資本の公正価値を算出するために、投資先の負債の公正価値を減算する適切な調整を行わなければならない（設例 8 及び第 75 項参照）⁶。
54. さらに、投資者が営業外項目の影響を投資先の正常化した業績指標から除去している場合には、投資先の株主価値又は投資先の企業価値の示唆される公正価値を見積る際に、それらの営業外項目を再度調整して戻すことが必要となる（第 48 項参照）

⁶ 一部の評価専門家は、「純負債」の金額を算出するために、負債の公正価値から現金を減額する。現金は営業外の資産であるという仮定に基づくものである。脚注 12 参照。

ステップ 4: ステップ 3 で示された公正価値に適切な調整を加える

55. 場合によっては、投資者はステップ 3 で得た示唆される公正価値に調整を加えることが必要となる。ステップ 2 における調整は、投資先と比較対象会社との間の一般的な定性的な相違（例えば、リスク特性や利益成長の見込みなど）を扱うが、ステップ 4 における調整は、投資先及び比較対象会社の資本性金融商品自体により密接に関連した差異を扱う。いくつかの一般的な調整を以下に述べる。

少数持分ディスカウント

56. 比較対象会社からの取引価格倍率を使用して非支配持分の公正価値を測定する際に、観察された取引価格が支配持分の売却を表している場合には、調整を行うことが重要である。支配の価値は非支配持分の公正価値には帰属しないからである。したがって、支配株主が非支配株主よりも大きなリターンを受け取ることができる（例えば、支配株主が営業上の変更を実行する機会を有することから）という証拠を投資者が有している場合には、投資者は、観察された取引価格を支配の影響について調整することが適切かどうかを評価する必要がある。これに該当する場合、投資者は、取引価格倍率を用いてステップ 3 で得た投資先の示唆された公正価値から支配プレミアムの金額を控除する。こうした調整を見積る一つのアプローチは、比較対象会社の買収価格をその直前の相場価格（利用可能な場合）との比較で考慮することである。公表前の市場価格を考慮する際には、公表前の投機取引の程度や、比較対象会社が成功したオファーの前にすでに別の買収オファーの対象になっていたかどうかを考慮しなければならない。
57. 支配プレミアムの金額を見積るもう一つのアプローチは、支配持分の取得を伴う取引で支払われたプレミアムを分析したデータベースの利用又は支配プレミアムの実証研究からのデータの利用である。買収取引で支払われるプレミアムは時とともに変化し、業種や法域によっても異なる可能性がある。しかし、新興市場では、少数持分ディスカウントを算出するための調査や実証データがないことが多い。そうした場合の代替的なアプローチは、少数持分ディスカウントを算出するための実際の取引を識別すること又は先進国のデータに基づく支配プレミアムの研究を参考又は代用として利用することであろう。
58. 支配プレミアムの金額を見積るために用いるアプローチに関係なく、投資者は、当該プレミアムが支配持分の取得に直接関連したものなのか、他の要因（例えば、

会社固有のシナジー) に関連したものなのかを評価するために、判断を行使しなければならない⁷。

59. 設例 7 は、投資先に対する非支配資本持分の公正価値を測定する際に、投資者がどのように少数持分ディスカウントを適用するのかを例示している。

設例 7——少数持分ディスカウント

投資者は、非上場会社である企業 H に対する 5% の非支配資本持分の公正価値を、比較対象会社の取引価格倍率を用いて測定しようとしている。当該取引は、買収された比較対象会社に対する支配の獲得を伴っていた。当該取引から算出される倍率は支配持分ベースであるため、企業 H に対する非支配資本持分の公正価値を求めるには少数持分ディスカウントが必要かもしれない。投資者は、当該取引は買手が比較対象会社とシナジーを求める動機で行ったものではないことを確認しており、その事実により、評価倍率に使用する取引価格には、企業 H には該当のないシナジーに対して支払われたプレミアムは含まれていないという追加的な保証が得られている。

投資者は、少数持分ディスカウントを算出するための支配プレミアムの評価を、支配を伴う最近の買収を参照するとともに、実証的な支配プレミアムの研究（観察されたプレミアムの業種、価格設定、背景、取引規模、時期を考慮した）におけるデータにより行った。この評価を行う際に、投資者は、性質及び動機が企業 H に対する投資の性質及び動機と異なる取引は無視し、収集したデータの中央値の水準が適切な指標であると判断した。これにより支配プレミアムは 25% と評価された。投資者は、この評価を補足する手段として、過去 2 年間に支配に関わる買収の対象となった比較対象会社について、観察された買収価格と以前の相場価格との差異を検討した。

企業 H に対する非支配資本持分の 5% の示唆された公正価値（少数持分ディスカウント前）が CU100 百万で、他に必要な追加の調整はないと仮定すると、少数持分ディスカウントの適用により、企業 H に対する非支配資本持分の 5% の示唆された公正価値は CU80 百万（ $CU100 / 1.25 = CU80$ ）に減額される。投資者は、CU80 百万円が、測定日現在の企業 H に対する非支配資本持分の 5% の公正価値を最もよく表す価格であると結論を下す。

⁷ 財務報告のための評価における支配プレミアムの評価は、現在、Appraisal Foundation のワーキング・グループが重点を置いているトピックである。このグループの予備的な考え方は、支配プレミアムの定量化は現金に対する影響及び支配持分の保有が支配株主にとって意味するかもしれないリスクの低減に焦点を当てるべきだというものである。この予備的な作業に基づいて、投資者は、その定量化を行う際にデータベースから抽出した観察された支配プレミアムを考慮するかもしれないが、それらの情報源だけに依拠することについては慎重に考慮すべきである。

流動性の不足についての調整

60. 投資者は、公正価値で測定しようとする相場価格のない資本性金融商品の流動性が、比較対象会社（公開で取引されており、したがって流動性が高いであろう）に比べて不足していることの影響を適切に考慮しなければならない。流動性の調整を定量化するために一般に使用される情報源の一つは、制限株式の研究である。制限株式の研究は、一定期間にわたり公開の取引所で取引されていない投資に関しての価値の下落を測定することが目的である。非上場会社に対する投資者は同様の流動性の制約に直面するので、制限株式における推定ディスカウントを、非上場会社に対する非支配資本持分に適用すべき流動性の不足に対するディスカウントを見積るために使用することができる。
61. 制限株式の研究から得られる推定ディスカウントを使用する際には、ディスカウントの水準の観察された傾向を導き出すための適切な制限株式の研究を特定することが不可欠であり、これは評価の対象とする資本持分の特徴をそれらの実証研究に含まれた企業の母集団と比較することによって行う。制限株式の研究から得たディスカウントは、流動性の不足に対するディスカウントを評価する際の出発点として使用できる。しかし、投資者は、制限株式の研究に含まれた企業の母集団の要因及び特徴を分析しなければならない。これらは制限株式のディスカウントの大きさに影響を与えた可能性のある事項だからである。例えば、投資者は、推定ディスカウントが投資の流動性に直接関連したものなのか、それとも流動性以外の要因に関するものなのかを評価する必要があるかもしれない。投資者は、それらの制限株式の研究に含まれた企業の母集団の特徴（売上で測定した規模など）の考慮もしなければならない。流動性に対するディスカウントは売上の大きい企業については低くなる傾向があることが観察されているからである。流動性の不足に対する適切なディスカウントを定量化する際には、流動性以外の要因や、制限株式の研究に含まれた企業の母集団と投資先の特徴の相違の影響を考慮しなければならない。さらに、以下のことも適切に考慮しなければならない。
- それらの研究から得られた推定ディスカウントの範囲（その範囲が、それらの研究の対象期間、従った方法論、標本数などの要因に応じて変わってくる可能性があるため）
 - それらの研究が、通常は米国のデータを参照しているという事実

62. 結果として、投資者は、それらの研究を流動性の不足に対するディスカウントを算出する根拠として使用する際には、判断を適用しなければならず、関連性のあるすべての事実及び状況を考慮しなければならない。
63. 流動性の不足に対するディスカウントの推定に用いられる他のアプローチは、オプション価格算定モデル（Chafee、Longstaff、Finnerty 等）である。それらのモデルが流動性不足の定量化にどれだけ成功しているのかに関する見解は、評価専門家間で異なる。投資者は、それらのモデルを用いて流動性の不足に対するディスカウントを算出する際には、判断を適用し、すべての事実及び状況を考慮しなければならない。
64. 設例 8 は、比較会社評価倍率が、どのようにして投資先の非支配資本持分の公正価値の測定に使用されるのかを例示している。

設例 8——比較会社評価倍率の適用

投資者は、非上場会社である企業 I の 5% の非支配資本持分を有している。投資者は、20X1 年 12 月 31 日（すなわち、測定日）に終了する年度の財務諸表のために非支配資本持分を公正価値で測定しなければならない。企業 I の当該年度の正常化後の EBITDA は CU100 百万である。測定日現在で、企業 I の負債の公正価値は CU350 百万である。この設例では、負債の公正価値の調整は必要ないものと仮定している。

投資者は、企業 I と同じ事業及び地域で営業している比較可能な上場会社 6 社を選定した。投資者は企業 I を評価するために EV/EBITDA 倍率を選択した。企業 I の比較対象会社と企業 I との間には資本構成や償却方針の相違があるからである。投資者は、比較対象会社の正常化後の市場価格倍率と投資先の正常化後の EBITDA のいずれにも、調整を要する関連性のある営業外項目はないと判断した。

比較対象の上場会社の市場価格倍率は以下のとおりである。

比較対象の上場会社 EV/EBITDA の追跡（12 か月）

企業 C1	4.5x
企業 C2	8.0x
企業 C3	8.5x
企業 C4	15.0x
企業 C5	9.0x
企業 C6	8.5x

さらに分析した結果、投資者は、企業 C2、C3、C5、C6 だけを比較対象会社として考慮すべきだと考えた。リスク、成長性及びキャッシュ・フロー生成能力特性が類似しているからである。投資者は、平均倍率 8.5x（企業 C1 と C4 を除外して計算）を企業 I の正常化後の EBITDA である CU100 百万に適用して、企業価値 CU850 百万を算出した。投資者は、企業 I の評価に平均倍率を選択した。企業 C2、C3、C5、C6 の特徴から、平均倍率が比較対象会社との比較における企業 I の特徴を適切に反映すると考えられるからである。

投資者は、下記の手順に従い、企業 I に対する 5%の非支配資本持分の公正価値を測定した。

	CU (百万)
企業価値	850
株主価値を算出するため、投資者は、企業 I の負債の公正価値 (CU350 百万) を企業価値から控除した。	株主価値 = 850 - 350 = 500
少数持分ディスカウントは必要とされない。企業 I の公正価値の測定に使用した評価倍率は、比較対象会社の市場価格から算出したものであり、企業 I に対する 5%の非支配資本持分の保有と整合しているからである。	n/a
流動性の不足に対するディスカウント（企業 I の相場価格のない資本性金融商品の流動性が、比較対象の上場会社に比べて低いことを反映するため）。投資者は、流動性の不足に対するディスカウントを 30%と評価した。当該地域及び業界に関連した研究と、企業 I の個別の事実及び状況に基づいたものである。 ^(*)	$500 \times (1 - 0.30)$ = 350
企業 I に対する 5%の非支配資本持分の公正価値を最も適切に表す価格は、測定日現在で CU17.5 百万である。	$0.05 \times 350 = 17.5$

^(*): 上記のプロセスは、投資者が非支配資本持分の公正価値の測定に適用し得る唯一の可能な方法ではない。したがって、上記の調整をすべての適用可能な調整の包括的なリストと考えるべきではない。必要な調整は個別の事実及び状況に応じて決まる。さらに、上記の調整の金額には詳細な計算の裏付けがない。例示の目的のためだけに記載しているものである。

限定的な財務情報しかない場合の比較会社評価倍率の適用

65. 以下の設例は、投資者が限定的な財務情報しか有していないが、それでも相場価格のない資本性金融商品の公正価値を比較会社評価倍率の技法で測定できる状況を例示している。設例 9、10、11 は叙述的であり、数値計算がほぼ皆無である。これらの設例における比較会社評価倍率の技法の使用は、記述した個別の事実関係に対して望ましい評価技法ではないかもしれない。投資者は、これらの設例に記述した状況について別の評価技法の方が適切と考えるかもしれない。

設例 9——利用可能な財務情報が限定的

企業 J は非上場会社である。ファンド K はプライベート・エクイティ・ファンドで、企業 J に対し 1% の非支配資本持分を既存の株主から購入した。非支配投資者として、ファンド K は四半期事業報告書と年次の監査済決算書を受け取る権利があるが、通常は遅れがある。ファンド K は、最新の事業報告書にも最新の財務予測にもアクセスできない。

財務予測や最新の財務情報がないため、ファンド K は企業 J の直近の過去情報を使用する。ファンド K は関連性のある市場評価倍率を適用する（これは、ファンド K が企業 J について有している過去の財務情報の対象期間と同様の期間について算出したものである）。さらに、ファンド K は、公正価値の結論を裏付けるために、企業 J についての経済及び市場の見込みを評価し、比較対象の上場会社の予測に関するアナリストの調査を考慮する⁸。

設例 10——利用可能な財務情報が限定的

企業 L は非上場会社で事業年度末は 6 月 30 日である。ファンド M は企業 L の 5% の非支配資本持分を有している。ファンド M は、20X2 年 12 月 31 日（すなわち測定日）に企業 L に対する非支配資本持分の公正価値を財務報告目的で測定しなければならない。ファンド M が企業 L から受け取った直近の財務諸表は 20X1 年 6 月 30 日現在（すなわち 18 か月前）である。20X2 年 6 月 30 日終了年度について、ファンド M が有しているのは、企業 L の経営者から得た企業 L の販売数量と利益マージンに関する情報だけである。

ファンド M は、企業 L の業績及び見通しについて企業 L の経営者と議論し分析する。その上でファンド M は、20X2 年 6 月 30 日終了年度について企業 L の経営者が提供した販売

⁸ この設例は、公正価値の結論には、市場参加者が測定日現在で当該金融商品の価格付けを行う際に織り込むであろう必要な調整（例えば、少数持分ディスカウント、流動性の不足に対するディスカウントなど）が含まれていると仮定している。

価格、成長率、利益マージンなどの追加的な情報から、企業 L の売上及び利益を見積る。ファンド M はさらに、企業 L の経営者から、20X2 年 12 月 31 日に終了した 6 か月の売上及び利益が前年同期に比べて 20%増加していることを知る。

上記に基づき、ファンド M は、企業 L の比較対象会社の株価に基づく適切な市場価格倍率と、20X2 年 12 月 31 日に終了した 12 か月の企業 L の利益を適用して、測定日現在の保有株式の公正価値を測定する。最後に、ファンド M は、企業 L について示唆された公正価値が、企業 L の動向についての理解及び経済や市場の見通しと整合的かどうかを評価する⁹。

設例 11——利用可能な比較対象会社が限定的

投資者は、当報告期間末に、非上場会社である企業 N に対する非支配資本持分の公正価値を測定する必要がある。投資者は、インカム・アプローチ（例えば、割引キャッシュ・フロー方式）を適用するのに十分な財務情報を有していないため、比較会社評価倍率の適用が最も適切な技法であると結論を下す。

企業 N は自動車付属品セグメントで営業しており、座席システムの製造に特化している。企業 N が営業しているセグメントの高度の特殊性のため、投資者が多数の比較対象会社を見つけるのは困難と予想される。そのため、投資者は、企業 N の比較対象会社を特定する際の企業の範囲を拡大することにした。まず、企業 N の営業と同じセグメントの外国会社を検討し、どれかが比較対象会社と考えられるかどうか確認した。この第一の試みは有意義な結果をもたらさなかった。企業 N のセグメントで投資者が潜在的な比較対象会社として特定した上場会社は、資産規模と収益性の両面で企業 N と全く異なっていた（それらの企業は損失を計上していたが、企業 O は利益を出している企業である）。

したがって、投資者は、座席システムの製造に関わる企業だけでなく、自動車付属品セグメント全体に調査を拡大した。これにより、比較可能な上場会社のより大きな母集団が利用可能となった。この拡大した母集団から、投資者は、成長見込み、収益性プロフィール及び資本構成が企業 N と類似した会社を検討した。

投資者は、自動車付属品セグメントにおける比較可能な上場会社の選択から得た適切な市場評価倍率を適用する。さらに、公正価値の結論を補足するため、企業 N が営業している経済及び市場の見通しを評価する¹⁰。

⁹ 脚注 8 に同じ。

¹⁰ 脚注 8 に同じ。

インカム・アプローチ

66. インカム・アプローチは、将来の金額（例えば、キャッシュ・フロー又は損益）を単一の現在の（すなわち、割り引いた）金額に変換する。これは通常、割引キャッシュ・フロー方式を用いて行われる。これは、企業キャッシュ・フローに（又は、頻度は少ないが、株主キャッシュ・フローに）適用される（第 67 項から第 104 項）。本章 [案] のこのセクションでは、配当割引モデル（DDM）（第 105 項及び第 106 項参照）、定率成長 DDM（第 107 項から第 111 項参照）及び資本化モデル（第 112 項から第 114 項）も扱っている。

割引キャッシュ・フロー（DCF）方式

67. DCF 方式を適用する場合、投資者は投資先の将来の予想キャッシュ・フローを見積ることを要求される。実務の目的上、投資先の存続期間が無期限と見込まれる場合は、大半のモデルでは特定の期間についてキャッシュ・フローを見積り、その後は定率成長モデル（ゴードン成長モデルなど：第 107 項から第 111 項参照）を使用するか、その特定期間の終了直後のキャッシュ・フローに資本化率を適用する（第 112 項から第 114 項）か、終価倍率を使用して終値（すなわち、明示的な予測期間の終了後に投資を無期限で保有することの価値）を見積るかのいずれかとしている¹¹。
68. DCF を適用する際に、投資者は通常、期待キャッシュ・フロー金額（すなわち、生じ得るキャッシュ・フローにそれぞれの確率を乗じたもの：IFRS 第 13 号の B23 項から B30 項参照）を現在価値に割り引く。その割引率は、貨幣の時間価値と当該投資の相対的リスクを説明するリターン率である。IFRS 第 13 号の B13 項から B30 項は現在価値技法の使用を説明しており、これにはリスク及び不確実性を公正価値測定にどのように反映するのかが含まれている。
69. さらに、投資者は適切なキャッシュ・フローの測定値を定義することが必要となる。資本性金融商品の評価は、株主資本へのフリー・キャッシュ・フロー（FCFE）を用いて直接的に行うこと（株式評価）も、又は企業へのフリー・キャッシュ・

¹¹ 終価は、特定期間の直後の期間の利益又は売上の倍率を用いて見積る場合もある。こうした倍率（出口倍率とも呼ばれる）は比較対象会社から見積る。しかし、一部の著者の考えでは、割引キャッシュ・フロー・モデルにおける終価の見積りの内部的により整合性の高い方法は、比較対象会社から見積った倍率を使用するのではなく、定率成長モデル（第 107 項から第 111 項参照）を使用することである。言い換えると、それらの著者は、インカム・アプローチとマーケット・アプローチをできるだけ互いに独立したものとすることを選好している。

フロー（FCFF）を用いて企業価値を求め、そこから投資先の負債（現金控除後）の公正価値を控除することにより間接的に行うこともできる¹²。これらのアプローチは両方とも割引期待キャッシュ・フローとなるが、それぞれのアプローチを適用する際の関連するキャッシュ・フロー及び割引率が異なる。これを下記の表4に示している。

表4—割引キャッシュ・フロー・モデル

	株主価値	企業価値
キャッシュ・フロー	FCFE は、すべての株式資本提供者が利用可能なキャッシュ・フローである。FCFE は、資産からのキャッシュ・フローから負債の支払及び将来の成長に必要な再投資を控除した後のキャッシュ・フローである。	FCFF は、すべての資本提供者（持分所有者及び負債所有者）が利用可能なキャッシュ・フローである。言い換えると、FCFF は資産からのキャッシュ・フローから負債の支払を控除する前の、しかし将来の成長に必要な再投資は控除した後のキャッシュ・フローである。
割引率	割引率は、自己資本の調達コスト（すなわち、株式資本のコスト）のみを反映する ¹³ 。	割引率は、負債と自己資本の両方の調達コストを両者の使用に比例して反映する（すなわち、加重平均資本コスト、あるいは WACC） ¹³ 。

70. 表4で示したとおり、どちらのアプローチを選択するのかに応じて、適切な割引率は異なる。アプローチに関係なく、キャッシュ・フローと割引率に関する仮定は整合的でなければならない。例えば、税引後のキャッシュ・フローは税引後の割引率で割り引かなければならず、税引前のキャッシュ・フローは税引前の割引率で割り引かなければならない¹⁴。同様に、キャッシュ・フローの通貨も割引率の

¹² 脚注6で述べたように、一部の評価専門家は、現金は営業外の資産であるという前提で、「純負債」の金額を求めるために負債の公正価値から現金を控除する。しかし、徹底的な分析は、例えば、営業用の現金と営業外（すなわち余剰）の現金とを区別する目的で、どれだけの現金が営業活動のための事業ニーズを果たすのかという疑問に答えることを目的にする。

¹³ 一部の著者は、「資本のコスト」は「資本の所要のリターン」と呼んだ方が良いと考えている。したがって、そうした著者にとっては、WACCはコストでも所要のリターンでもなく、コストと所要のリターンの加重平均である。

¹⁴ IAS第36号「資産の減損」のBCZ85項では、税引前の割引率をどのように算定できるのかを例示する設例を記載している。特に、この設例は、税引後の割引率を標準税率でグロスアップした率が必ずしも適切な税引前の割引率ではないことを例示している。

通貨と常に一致させなければならない^{15, 16}。

71. DCF方式を例示するために、本章[案]では、企業価値アプローチを用いたDCF方式に言及するのみとする。

企業価値

72. FCFFは、投資先のすべての資本提供者（持分所有者及び負債所有者）に利用可能なキャッシュ・フローで、すべての営業費用及び法人税（市場参加者が予想する、投資先のレバレッジなしの実効法人所得税率（t）を用いて計算）の支払後、また、必要な再投資所要額（RR）（固定資産への資本的支出など）及び正味運転資本（NWC）を考慮後のものである。FCFFは次のように表現できる¹⁷。

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} (1-t) + \text{減価償却及び償却} - \text{RR} - \text{NWCの純増}$$

73. 比較会社評価倍率のセクションで述べたように（第48項参照）、投資先（又は、比較会社評価倍率を適用する場合の比較対象会社）が関連性のある営業外の資産又は営業外の負債を有しているかどうかを考慮することが重要である。営業外項目に関連性がある場合には、投資者はその影響（当該項目が生み出す収益又は費用を含む）を投資先の見積FCFFから除外しなければならない。投資者が投資先のFCFFから除外した営業外項目の影響は、投資者の企業価値を見積る際には、再調整して戻さなければならない。
74. 企業は、一般的には、FCFFを資本の加重平均コスト（WACC）を用いて現在価値に割り引く。WACCはすべての形態の資本（負債と自己資本）に対する所要のリターン加重平均を表す。投資者は、投資先のFCFFをWACCで割り引くことにより、投資先の企業価値を算出する。WACCは一般的には次のように表現される。

¹⁵ 税引後か税引前かの選択は、評価の目的に応じて決まる。事業を評価する場合には、税引後のキャッシュ・フローが最も一般的に実務で使用されている。

¹⁶ 一部の場合（例えば、投資先と投資者の所在国が異なる場合）には、投資先の期待キャッシュ・フローを投資先の現地通貨で表示することができ、為替レートリスクを割引率に織り込むことができる。言い換えると、キャッシュ・フローの通貨と割引率の通貨は同じでなければならない。

¹⁷ 一部の法域では、税金がEBITDA又はEBITAに適用される場合もある。EBITに税金を適用することが適切なのは、会計上の減価償却又は償却と税務上の減価償却又は償却が整合している（すなわち、会計上の減価償却又は償却が実際の税務上の損金算入額と一致する）場合のみである。

$$WACC = D/(D + E) \times (1 - t) \times k_d + E/(D + E) \times k_e$$

D = 他人資本の公正価値

E = 自己資本の公正価値

k_d = 他人資本コスト

k_e = 自己資本コスト

t = 投資先の実効法人所得税率についての市場参加者の予想

75. 投資先の自己資本の公正価値を測定するためには、すべての非持分財務請求権（例えば、有利子負債、未積立の年金負債）の公正価値を、結果として算出される企業価値から控除しなければならない（第 53 項参照）。

負債と自己資本の相対的加重ウェイト

76. WACC を計算する際、負債と自己資本の相対的加重（すなわち、 $D/(D+E)$ 及び $E/(D+E)$ ）は、大まかには投資先の長期にわたる最適資本構成についての市場参加者の期待と整合させる。言い換えると、WACC を計算する際には、投資先が資本構成を目標又は最適の負債・資本比率とするように管理するものと仮定する。したがって、投資先の実際の負債・資本比率は一般的にはこの計算における決定要因ではない。場合によっては、業界の平均的な資本構成を、投資先の長期にわたる最適資本構成の評価のための適切な参考と考えることができる。

自己資本コスト

77. 自己資本コストは、資本資産評価モデル（CAPM：IFRS 第 13 号の B26 項参照）で推定されることが多い¹⁸。CAPM は資産のリスクと期待リターンとの関係を見積る。CAPM を用いた自己資本コストは、一般に次のように表現される。

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \times \beta \quad \text{ここで、}$$

k_e = 自己資本コスト

r_f = 無リスク金利

r_m = 所要市場リターン率

$r_m - r_f$ = 所要株式プレミアム

¹⁸ 他にも自己資本コストを見積るためのモデルがある。例えば、裁定価格理論（APT）は、期待リターンが少数の支配的要因への資産の感応度に比例的に増加する。もう一つは Fama-French の 3 要因モデルで、3 つの要因が期待リターンを決定するよう見える（すなわち、市場要因、規模要因、簿価・時価要因）。

β （ベータ）＝個別株式のシステマティック・リスクの測定値。ポートフォリオ理論では、システマティック（分散不能）・リスクを、分散されたポートフォリオ又は市場の中で、ある資産又は負債が他の資産及び負債と共有する共通のリスクとして定義している。

無リスク金利

78. 無リスク金利は、通常は、同一通貨の国債のうち当該投資が生み出すキャッシュ・フローと持続期間が同一又は類似のものの利回りを参照する。しかし、観察された市場の国債利回りを無リスク金利の測定値として使用する前に、CAPM 算式において所要株式プレミアムを測定する基礎を考慮しなければならない。無リスク金利の選択に用いる仮定は、所要株式プレミアムの選択に用いる仮定と整合させなければならない。例えば、所要株式プレミアムを長期の無リスク金利（例えば、20年物の国債）に対するプレミアムとして見積る場合には、無リスク金利のインプットの基礎を短期の金融商品（例えば、5年物の国債）にするとミスマッチが生じることになる。さらに、投資者は、無リスク金利の算出に用いる金融商品が実際に無リスクかどうか検討しなければならない。

ベータ（ β ）

79. ベータは、市場の期待リターンとの比較での個別の証券の超過期待リターンの感応度を測定する¹⁹。ベータは将来予測的な見積りである。しかし、一般的には、個々の上場会社について、適切な市場指数のリターンに対しての企業の株価リターンの回帰分析を用いて計算される（すなわち、回帰分析は過去の β 関係を捉えるものである）。過去のベータの使用は、将来が過去と十分に類似したものとなって過去データを用いてベータを見積ることが正当化できると仮定するものである。ベータは将来予測的な見積りであるため、投資者は将来予測的なアプローチを用いてベータを見積ることを考慮するかもしれない（第83項参照）。
80. 全体としての市場指数については、ベータの平均は、その定義上、1.0である。ある株式が、市場のリターンが無リスクのリターンよりも大きい場合には市場よりも正の超過リターンが大きく、市場リターンが無リスク金利よりも低い場合には負の超過リターンが市場よりも大きいという傾向があるならば、その株式につ

¹⁹ ベータは、個別の証券（例えば、証券*i*）に対するリターン（ r ）と市場のリターン（ M ）がどの程度一緒に動くのかを測定する。正式には、ベータは $\beta_i = \text{Cov}(r_i, r_M) / \sigma^2_M$ として定義される。ここで、 $\text{Cov}(r_i, r_M)$ は当該証券と市場のリターンの共分散であり、 σ^2_M は市場リターンの分散である。

いてのベータは 1.0 よりも大きい。例えば、ベータが 2.0 の証券は、上昇相場では市場の 2 倍の値上りをし、下降相場では 2 倍の値下りをする傾向にある。当該株式のリターンと無リスク金利との差異が、市場リターンと無リスクのリターンとの差異よりも小さい場合には、当該株式についてのベータは 1.0 よりも小さい。例えば、ベータが 0.5 の証券は、上昇相場では市場の半分の値上りをし、下降相場では市場の半分の値下りをする傾向にある。

81. ベータは、通常は、個別の事実及び状況に応じて、2 年から 5 年の過去データを参照して測定する。ベータを測定する際に使用するリターンの頻度は、日次、週次、月次、四半期、年次が考えられる。週次又は月次のリターンは、通常、標本数の問題（すなわち、統計的に有意な見積りを導き出すための十分なデータ点を持つこと）とデータの質（すなわち、頻度が高すぎるとデータにノイズが加わってデータの統計上の質が低下する）とをバランスさせるために使用される。例えば、週次のリターンは、通常、2 年の過去データを参照してベータを見積る場合に使用し、月次のリターンは、通常、5 年の過去データを参照してベータを見積る場合に使用する。投資者がベータを見積る時間枠の選択は、事実及び状況に応じて決まる。例えば、ボラティリティが高い市場では、投資者は、短期のボラティリティが生じさせる可能性のある歪みを避けるため、短い期間の時間枠を参照せずに 5 年のベータを選ぶのが適切と考えるかもしれない。市場参加者の視点から自己資本コストを見積る場合には、選択するベータは、最適長期資本構成が投資先と類似した比較対象会社を基礎にする。比較対象会社の最適長期資本構成が投資先と異なる場合には、投資先に適用すべきベータの見積りを調整しなければならない。この調整の目的は、レバレッジが資本ベータの見積りに与える影響を除去することである。こうした調整は、以下のステップで行われる。

- 第一に、比較対象会社のレバレッジなしのベータを見積る。レバレッジなしのベータとは、企業に負債がなかったとした場合のベータである。
- 第二に、投資先のリスクが、レバレッジなしのベースで、比較対象会社との比較でどこに来るのかを、比較対象会社の資本構成がすべて 100% 自己資本だと仮定して、決定する。
- 第三に、投資先について、長期目標又は最適の資本構成に基づいて、ベータに再びレバレッジを付ける。レバレッジなしのベータ (β_U) とレバレッジ付

きのベータ (β_L) との関係は、一般的には次のように表現される²⁰。

$$\beta_U = \beta_L / (1 + (1-t) \times W_d/W_e) \quad \text{ここで、}$$

$$W_d = \text{資本構成の中での他人資本の比率} \quad D/(D+E)$$

$$W_e = \text{資本構成の中での自己資本の比率} \quad E/(D+E)$$

82. 設例 12 は、投資先のベータを比較対象会社のベータを用いて見積るためのプロセスを例示している²¹。

設例 12——投資先のベータの計算

ある投資者が、投資先である非上場会社の企業 O についてのベータの見積りを、過去 2 年の期間にわたって計算した比較対象会社のレバレッジ付きのベータを参照して行う。これで得られたベータを企業 O の自己資本コストを計算する際に使用する。市場参加者が予想する企業 O の実効法人所得税率は 30% である。

投資者は次に、下記の算式を用いて比較対象会社のそれぞれについての平均ベータのレバレッジを外す。

$$\beta_U = \beta_L / (1 + (1-t) \times W_d/W_e)$$

投資者は、企業 O のリスクの高さは比較対象会社の平均にほぼ等しいと考えているため、すべての比較対象会社のレバレッジなしの平均ベータ (0.90) が企業 O のレバレッジなしのベータの適切な見積りであると結論を下す。

それから投資者は企業 O についてのベータに再びレバレッジを付ける (すなわち、レバレッジなしのベータをレバレッジ付きのベータに調整する)。これには企業 O の税率及び長期最適資本構成を用いる。投資者は、企業 O が属する業界の平均資本構成 (負債 60%、自己資本 40%) が企業 O の長期最適資本構成を反映していると判断する。投資者は当該資本構成を使用して、下記の算式により、投資先のレバレッジなしのベータに再びレバレッジを付ける。

²⁰ この表現は、Robert S. Hamada にちなんで「ハマダ」等式と呼ばれている。しかし、このアプローチの限界の一つは、他人資本は企業の営業キャッシュ・フローの変動可能性によるリスクを負わないという仮定である。

²¹ この設例で用いている算式は、負う債務が一定である場合にのみ正しい。

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1-t) \times (W_d \div W_e)] = 0.90 \times [1 + (1-0.3) \times (0.60 \div 0.40)] = 1.85$$

投資者は、1.85 が企業 O の自己資本コストを計算する目的上の投資先のベータの適切な見積りであると結論を下す。

83. ベータは将来予測的なアプローチを用いて見積ることもできる。例えば、株式や指数オプションの価格から情報を抽出することである。将来予測的な見積りの方が、過去の価格動向に加えて諸要因を基礎とするので予測価値が高いが、その作成には、より複雑な技法の使用とともに、すべての事実及び状況を考慮した判断の使用が必要とされる。

所要株式プレミアム

84. 所要株式プレミアムは、分散したポートフォリオ（市場）に投資者が要求する、無リスク金利を超える長期増分リターンの測定値である。所要株式プレミアムは将来予測的な見積りであるため、直接的に観察可能なものではない。
85. 過去データに基づく所要株式プレミアのさまざまな調査が、先進国市場について入手可能であり、それらの研究は、市場の地域、調査に含めたデータの正確な期間、計算の方法に応じた結果の範囲を示している。多くの投資者は、それらの株式プレミアムを所要株式プレミアムの見積りのための出発点と考えている。過去データは有効な出発点かもしれないが、過去数十年の平均の率が必ずしも長期の期待リターン率の予測となるわけではない。さらに、新興経済圏では所要株式プレミアムの過去データが入手可能でないかもしれない。こうしたデータが利用可能だとしても、株式リターンの変動性が非常に高いかもしれない。したがって、そうした市場について過去の所要株式プレミアムを計算した場合、見積りの標準誤差が大きいため有用性が乏しいこともある。このような場合には、新興市場についての所要株式プレミアムを先進国市場での所要株式プレミアムから見積ることが適切かもしれない。その際には、カントリーリスク・スプレッドを考慮に入れ、当該新興市場の評価専門家が使用している見積りを識別する（第 86 項参照）。これは下記のように表現することができる。

$$(r_m - r_f)_{\text{新興国}} = (r_m - r_f)_{\text{先進国}} + \text{国別の株式リスクプレミアム}$$

86. 国別の株式リスクプレミアム（CERP）の見積りには、さまざまなアプローチがある。一つは、格付機関がその国の国債に付与した格付けを使用することである。

この方法は「国債デフォルト・スプレッド」と呼ばれる。こうした格付けは株式リスクではなく国債のデフォルト・リスクを測定するものであるが、それでも株式リスクの発生原因となる要因の多く（例えば、その国の通貨の安定性、予算、貿易収支など）の影響を受けるため、無リスク金利を超過するデフォルト・スプレッドを見積るために使用できる。設例 13 はこのアプローチを例示している。

設例 13——国債デフォルト・スプレッド

P 国は新興国で、国債の格付けが 20X3 年 12 月（すなわち、測定日）に Ba1/BB+ であった。Q 国は先進国である。P 国の Q 国通貨建 10 年国債の利回りは、6.35% で、測定日現在の Q 国の 10 年国債に係る無リスク金利（3.80%）よりも 2.55% 高かった。Q 国の所要株式プレミアムは 4.59% である。その結果、P 国についての所要株式プレミアムは、測定日現在で 7.14%（4.59%+2.55%=7.14%）と見積られる。

87. 国別の株式リスクプレミアムのもう一つの見積り方法は、特定の国（例えば、新興市場）の株式のボラティリティを別の国（例えば、先進国市場）との比較で考慮することである。このアプローチは、各市場の所要株式プレミアムは市場での株式リスクの差異を反映するはずだという仮定に依拠している。株式リスクの慣習的な測定値は、株価の標準偏差（SD）であり、標準偏差が高いほど一般的には高いリスクに結びつく。このアプローチは一般に下記のように表現される。

$$\text{相対標準偏差}_{\text{新興市場国}} = \text{SD}_{\text{新興市場国}} / \text{SD}_{\text{先進市場国}}$$

88. 新興市場国の相対標準偏差（RSD）に、先進国の所要株式プレミアムを乗じると、当該新興市場国の合計の所要株式プレミアムの見積りとなる。

$$(r_m - r_f)_{\text{新興市場国}} = (r_m - r_f)_{\text{先進市場国}} \times \text{RSD}_{\text{新興市場国}}$$

89. このアプローチの欠点は、市場構造と流動性が大きく異なる各市場の標準偏差を比較することに関するものである。このアプローチでは、株式市場の流動性が低い国々の所要株式プレミアムを過小評価する可能性がある（すなわち、単に市場の流動性が低いという理由だけで、その国の株式市場の標準偏差が低くなるかもしれない）。設例 14 はこのアプローチを例示している。

設例 14——相対標準偏差

この設例では設例 13 の P 国と Q 国を使用する。Q 国の所要株式プレミアムは 4.59% である。Q 国の株式指数の 20X1 年から 20X3 年の間の年換算の標準偏差は、週次リターンを用いて、15.50% であった。P 国の同期間の株式指数の標準偏差は 27.50% であった。これらの数値を使用すると、20X3 年 12 月（すなわち、測定日）における P 国の合計の所要株式プレミアムは、下記のようになる。

$$(r_m - r_f)_{P \text{ 国}} = (r_m - r_f)_{Q \text{ 国}} \times RSD_{P \text{ 国}}$$

$$(r_m - r_f)_{P \text{ 国}} = (r_m - r_f)_{Q \text{ 国}} \times SD_{P \text{ 国}} / SD_{Q \text{ 国}}$$

$$(r_m - r_f)_{P \text{ 国}} = 4.59\% \times 27.50\% / 15.50\% = 8.14\%$$

P 国についての国別の株式リスクプレミアム（CERP）は、このアプローチを用いて、次のように見積ることができる。

$$(r_m - r_f)_{P \text{ 国}} = (r_m - r_f)_{Q \text{ 国}} + \text{国別の株式リスクプレミアム}_{P \text{ 国}}$$

$$8.14\% = 4.59\% + \text{CERP}_{P \text{ 国}}$$

$$\text{CERP}_{P \text{ 国}} = 8.14\% - 4.59\% = 3.55\%$$

90. 第三のアプローチは、国別の株式リスクプレミアムを、デフォルト・スプレッド（DS）に相対標準偏差（SD）を加えたものを考慮して見積ることであろう。ある国に国債の格付けがあれば、その格付けに基づくスプレッドをその国のデフォルト・スプレッドとして使用することができる（すなわち、デフォルト・スプレッドは債券のデフォルト・リスクを測定するだけである）。直感的には、国別の株式リスクプレミアムは国別のデフォルト・リスク・スプレッドよりも大きいと予想されるであろう。このアプローチは、ある国の株式市場のボラティリティを、そのスプレッドを見積るのに用いた国債のボラティリティとの比較で考慮する。これは次のように表現できる。

$$\text{CERP}_{\text{新興市場国}} = \text{DS}_{\text{新興市場国}} \times \text{SD}_{\text{新興市場国の株式}} / \text{SD}_{\text{新興市場国の債券}}$$

91. 設例 15 はこのアプローチを例示している。

設例 15——デフォルト・スプレッドに相対標準偏差を加算したもの

この設例では P 国と Q 国のデータを使用する（設例 13 及び 14 参照）。P 国の Q 国通貨建の国債に係る 20X3 年 12 月（すなわち、測定日）におけるデフォルト・スプレッドは 2.55% で、P 国の前年の株式指数の年換算の標準偏差は 27.50% であった。2 年間の週次リターンを用いると、P 国の Q 国通貨建 10 年国債の年換算の標準偏差は 13.55% であった。これによる測定日現在の P 国についての国別の株式リスクプレミアムは、下記のようになる。

$$\text{CERP}_{P\text{国}} = \text{DSP}_{P\text{国}} \times \text{SD}_{P\text{国の株式}} / \text{SD}_{P\text{国の債券}}$$

$$\text{CERP}_{P\text{国}} = 2.55\% \times 27.50\% / 13.55\% = 5.17\%$$

P 国についての測定日現在の合計の株式リスクプレミアムは、下記のようになる。

$$(\text{r}_m - \text{r}_f)_{P\text{国}} = (\text{r}_m - \text{r}_f)_{Q\text{国}} + \text{国別の株式リスクプレミアム}_{P\text{国}}$$

$$(\text{r}_m - \text{r}_f)_{P\text{国}} = 4.59\% + 5.17\% = 9.76\%$$

自己資本コストの調整

92. CAPM の基本的な仮定は、ある証券（例えば、資本性金融商品）についての所要プレミアムが無リスクのリターンを超過する部分は当該金融商品のシステムティック・リスクの関数だというものである²²。CAPM に対する批判の一つは、ベータは期待リターンを十分に記述していないというものである。「修正 CAPM」は、市場参加者が考慮するであろう増分リスクを自己資本コストの別の要素として含めることができるようにしている。自己資本コストの調整として追加される可能性のあるリスクの例を挙げると、以下のようなものである。

- 規模：市場全体に比べて投資先の規模が小さいことに対する調整であり、自己資本コストへの増分の加算により考慮される。この追加プレミアムは、小規模な企業の方が大規模な組織よりも潜在的にリスクが高いため、投資者が高いリターンを要求するかもしれないことを考慮するものである。規模プレミアムは、一般的に、会社規模の指標ごとに階層化された、リターンに関する主要な取引所市場での長期的な情報を基礎とする。

²² CAPM は、基礎としている単純化した仮定のために批判されることが多いが、少なくともリスクとリターンの関係に関する思考の出発点としては広く受け入れられている。

- 投資先に関するソブリン・リスク：自己資本コストを投資先の法域以外の法域からの観察可能な情報を使用して算定している場合には、法域の相違を考慮するために割引率の調整が必要となるかもしれない。この調整は各国固有のリスクプレミアムの調整とも呼ばれる。場合によっては、カントリーリスクが所要株式プレミアムに織り込まれている（第 85 項から第 91 項参照）。このため、二重計算を避けるよう注意しなければならない。
- 予測：この調整はキャッシュ・フローに固有のリスクを反映するもので、例えば、予測の達成に関して識別されたリスクのうち将来キャッシュ・フローの測定値に反映されていないものがある場合の調整である。多くの場合、こうした調整は自己資本コストではなくキャッシュ・フローに対して行われる。

93. 設例 16 は、自己資本コストの計算を例示している。

設例 16——自己資本コストの計算

ある投資者は、20X5 年 12 月（すなわち、測定日）に非上場会社である企業 R に対する資本持分の公正価値の測定のための割引キャッシュ・フロー・モデルで使用する自己資本コストを見積る必要がある。企業 R は S 国の運輸業界で営業している。投資者は、資本コストの各要素を次のように見積っている。

無リスク金利 (r_f)

投資者は、 r_f を測定日現在の S 国の現地通貨建の 20 年国債の満期までの利回りを参照して算出する。この設例では、その率は 4% とされた。

所要株式プレミアム ($r_m - r_f$)

投資者は、過去データを用いた S 国での所要株式プレミアムのさまざまな調査を検討した。調査に含まれていたデータの期間、異なる計算方法、現在の市場の状況を考慮した後に、投資者は、所要市場リターン率 (r_m) は 11% で、所要株式プレミアム ($r_m - r_f$) は 7% ($11\% - 4\% = 7\%$) であると結論を下す。

ベータ (β)

投資者は、5 年間の過去データについて計算した比較対象会社のレバレッジ付きのベータの平均を考慮し、投資先と比較対象会社との間のレバレッジの水準の相違の影響を除去するために見積りを調整した。その情報を使用して、市場参加者の予想

する企業 R の長期最適資本構成を用いて投資先について算出した株式ベータは、1.05 である。

規模リスク (sr)

投資者は、企業 R が市場全体の会社に比べて小規模であるためベータに反映されていない可能性のある追加的なリスクがあることを考慮した。他の諸国のデータを参照したさまざまな調査に基づき、S 国の文脈での所要の調整を考慮して、投資者は、企業 R の規模が小さいことで 3% のプレミアムが必要となると結論を下す。

投資者は、自己資本コストについてこれ以上の調整は必要ないと判断した。

株主資本コスト (k_e)

したがって、投資者は企業 R に係る自己資本コストを以下のように見積った。

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \times \beta + sr = 4\% + (11\% - 4\%) \times 1.05 + 3\% = 14.35\%$$

他人資本（負債）コスト

94. 他人資本コスト (k_d) の見積りについて、いくつかのアプローチがある。一般的に使用されているアプローチのいくつかを以下で説明する。使用するアプローチに関係なく、投資先に係る他人資本コストについての投資者の見積りは、投資先の長期最適資本構成についての市場参加者の予想と整合していなければならない（第 76 項参照）。

最近の借入に基づいて見積った負債コスト

95. 投資先の他人資本コストは、既存の借入について負債市場で過去に交渉した金利ではなく、最近の借入について測定日に生じている長期金利を用いて見積ることができる。これは投資先の実際の資本構成が、投資先の長期最適資本構成についての市場参加者の予想と合致していることが条件となる。したがって、適切な率の決定には、投資先の増分借入金利が含まれる可能性がある。考えられる情報源として次のようなものがある。

- 投資先に現時点で生じている負債のコスト（再調達の可能性を考慮に入れる）。投資先の実際の資本構成が、投資先の長期最適資本構成についての市場参加者の予想と合致していることが条件となる。

- 投資先と同様の信用度の比較対象会社に生じている現在の市場借入コスト

96. 設例 17 はこのアプローチを例示している。

設例 17——最近の借入に基づいて見積った負債コスト

この設例は、設例 16 の企業 R についての他人資本コスト (k_d) の計算を例示する。企業 R の実際の資本構成が企業 R の長期最適資本構成についての市場参加者の期待と合致していると仮定する。信用度が企業 R に類似した企業が、最近、公開の市場での長期社債の発行を通じて新規の資金を調達している。その債券は、測定日現在で満期までの利回りが平均 6% (発行コストを反映して適切に調整) で取引されている。

市場利回りの 6% が、測定日現在の企業 R の負債コストの適切な見積りと考えられる。

実際の又は合成した信用格付けとデフォルト・スプレッドを参照して見積った負債コスト

97. このアプローチは、投資先の実際の信用格付け (利用可能な場合) を使用するか、又は投資先の推定信用格付けを見積って、それに対応する信用スプレッドを現地の無リスク金利に加算して投資先の他人資本コストを見積る。しかし、新興市場及び多くの先進国市場では、多くの投資先はデフォルト・スプレッドを算出するための取引されている債券も信用格付けもない。投資先に信用格付けがない場合には、投資者は分析に基づいて見積った信用スプレッドを算出することが考えられる。その分析には、例えば、投資先の信用度を公表された信用格付けのある会社と比較して評価することを意図して財務比率を生成することなどが含まれるかもしれない。それらの比率は、レバレッジ、業界の要因及び一般的な財務の強さを考慮する。信用格付機関が作成した格付けガイドは、合成した信用格付けの決定方法に関する有用な情報源である。

98. 設例 18 は、このアプローチを用いて投資者がどのように他人資本コストを見積ることができるのかを例示している。

設例 18——実際の又は合成した信用格付けとデフォルト・スプレッドを参照して見積った負債コスト

この設例は、設例 16 及び 17 の企業 R についての他人資本コスト (k_d) の計算を例示するが、企業 R が発行した最近の負債性金融商品の利回りや信用度が類似した企業が発行した金融商品について利用可能な情報がないと仮定する。したがって、投資者は、信用スコア

リング・モデルと企業 R の財務指標を用いて、合成した信用格付けを見積る。企業 R の推定信用格付けに対応する現地の無リスク金利に対する推定デフォルト・スプレッドは、2%である。したがって、投資者は、負債コストを測定日現在で 6%と見積っている。これは、無リスク金利とデフォルト・スプレッドとの合計である (4%+2%=6%)。

99. 高インフレで高金利の法域（多くの新興市場国のように）の投資先について投資者が入手できる合成した格付けによって、投資者は投資先のデフォルト・スプレッドを計算できるようになるかもしれない。しかし、そのスプレッドは投資先が営業を行っている国のデフォルト・リスクを反映していないおそれがある。そのため、投資者がこうした環境で営業している投資先について負債コストを見積る場合、投資者は 2 つのデフォルト・スプレッド (DS) を無リスク金利に加算することを考慮する必要があるかもしれない。一つは投資先のデフォルト・リスクに対して、もう一つはその国のデフォルト・リスクについてである。これは下記のように表現できる。

$$k_d = r_{f \text{ 新興市場国}} + DS_{\text{新興市場国}} + DS_{\text{新興市場国の投資先}}$$

100. 新興市場国の投資先について負債コストを見積る際の困難の一つは、当該投資先についてのデフォルト・スプレッドが利用可能でないおそれがあることである。その場合、代替的なアプローチの一つは、信用度が投資先と類似した先進市場国の企業のデフォルト・スプレッドを手直しすることである。そうすると、投資者は 2 つの仮定を置くことになる。第一は、デフォルト・スプレッドに対して課される価格は、差異を多国籍企業が利用できるため、市場間で標準化されるはずだというものである。第二の仮定は、先進市場国の社債に基づいて計算したデフォルト・スプレッドを異なる通貨に手直しできるというものである。しかし、先進国と新興国の通貨の無リスク金利が大きく異なっている場合には、この実務は機能しないおそれがある。例えば、先進国の Baa2/BBB 格の社債についてのスプレッドが 2%であるとして、同じスプレッドを新興国の無リスク金利に対して使用して、新興国における Baa2/BBB 格の投資先についての税引前の負債コストを見積ることは、その先進国と新興国の通貨の無リスク金利が大きく異なっている場合には、適切ではないかもしれない。言い換えると、その新興国における Baa2/BBB 格の投資先が、当該新興国の無リスク金利（例えば、14%）に 2%のデフォルト・スプレッドを乗せた金利で借入ができるとは考えにくい。予想としては、金利が高くなるに従ってスプレッドは大きくなるであろう。考えられるア

アプローチは、まず先進市場国の通貨における新興市場国の投資先の負債コストを見積ることである。これは先進市場国の通貨での当該投資先のデフォルト・スプレッドを先進市場国の無リスク金利に加算することにより行う。それから投資者は、先進市場国の負債コストを新興市場国の負債コストに変換する。これは2つの通貨の間のインフレ率の差異を織り込むことにより行う。これは下記のように表現される。

$$k_{d \text{ 新興市場国の通貨}} = (1 + k_{d \text{ 先進市場国の通貨}}) \times \frac{(1 + \text{予想インフレ率})_{\text{新興市場国の通貨}}}{(1 + \text{予想インフレ率})_{\text{先進市場国の通貨}}} - 1$$

101. 設例 19 はこのアプローチを説明している。

設例 19——先進国市場のデフォルト・スプレッドを他の市場用に改造

ある新興市場国の投資先の負債コストが、ある先進市場国の通貨での表示では5%である。当該先進市場国の通貨での予想インフレ率は3%で、当該新興市場国の通貨では12%である。ある投資者は、当該新興市場国の通貨で表示した当該新興市場国の投資先の負債コストを次のように見積る。

$$k_{d \text{ 新興市場国の通貨}} = (1 + k_{d \text{ 先進市場国の通貨}}) \times \frac{(1 + \text{予想インフレ率})_{\text{新興市場国の通貨}}}{(1 + \text{予想インフレ率})_{\text{先進市場国の通貨}}} - 1$$

$$k_{d \text{ 新興市場国の通貨}} = (1.05) \times (1.12)/(1.03) - 1 = 14.17\%$$

102. 設例 20 は WACC の計算を例示している。投資先の自己資本コスト、負債コスト及び投資先の長期最適資本構成についての市場参加者の期待を用いている。

設例 20——WACC の計算

この設例は、設例 16 の企業 R についての WACC の計算を例示する。当該設例で見積った自己資本コストは 14.35%であった。市場参加者が予想する企業 R の実効法人所得税率は 25%である。

企業 R の実際の資本構成は、市場参加者が予想する企業 R の長期最適資本構成と合致している。企業 R の実際の資本構成は、他人資本 30%、自己資本 70%である。

他人資本コストの見積りは、信用度が企業 R に類似した企業が行った最近の新規借入に対して測定日現在で生じている長期金利を考慮して行った。このデータに基づいて、負債コ

ストを 6%と見積った（設例 17 参照）。

これらの変数を WACC の算式に代入すると、次のようになる。

$$WACC = D/(D + E) \times (1 - t) \times k_d + E/(D + E) \times k_e$$

$$WACC = 30\% \times (1 - 0.25) \times 6\% + 70\% \times 14.35\% = 11.40\%$$

103. 設例 21 は、FCFF を用いて投資先の企業価値を計算して投資先の自己資本の示唆される公正価値を算出する投資先の評価を例示している。この設例の投資者は、その後この示唆された自己資本の公正価値を、保有している相場価格のない資本性金融商品の具体的な特徴について調整して、当該相場価格のない資本性金融商品の公正価値を測定する。

設例 21——企業価値を用いた DCF 方式

投資者は、非上場会社である企業 T に対する 5%の非支配資本持分を有している。投資者は、企業 T の自己資本の示唆される公正価値を、負債の公正価値（この例では CU240 百万と仮定している）を企業価値 CU1,121.8 百万から控除して算出する。投資者は、負債の公正価値について追加的な調整は必要ないと評価する。投資者は、企業 T の FCFF から調整が必要となる関連性のある営業外項目はないと結論を下した。

企業 T の企業価値は、FCFF（すなわち、金利費用及び負債増減を考慮前の税引後キャッシュ・フローで、レバレッジなしの税率を使用）を仮定した 8.9%の WACC8.9%で割り引いて計算された。WACC の計算には次の変数が含まれている。自己資本コスト 10.9%、他人資本コスト 5.7%、実効税率 30%、負債総資本比率 28.6%、自己資本比率 71.4%である。

	年度					
CU (百万)	0	1	2	3	4	5
FCFF (a)		100	100	100	100	100
終価 (b)						1,121.8
企業価値 (EV) から負債の公正価値を控除する DCF 方式						
割引係数 (c)		0.9182	0.8430	0.7740	0.7107	0.6525
FCFF の現在価値 (PV) + 終価の PV (d)		91.8	84.3	77.4	71.1	797.2
EV = Σ FCFF の PV + 終価の PV		1,121.8				
差引：負債の公正価値		-240.0				
示唆される自己資本の公正価値		881.8				

- (a) FCFFは金利費用及び負債増減を考慮前のキャッシュ・フローを表す。税金は金利費用についての損金算入を考慮せずに計算している。
- (b) 終価は、毎年 CU100 のキャッシュ・フローがゼロの定率成長をすと仮定して計算している（すなわち、長期の実質成長は物価上昇と相殺されると仮定している）。
- (c) 割引係数は次の算式を用いて計算している。 $1/(1+WACC)^{\text{年数}}$ 。しかし、この算式は、キャッシュ・フローを各期末に受け取ると予想していることを含意している。場合によっては、キャッシュ・フローを年度中に多少とも均等に受け取ると仮定する方が適切かもしれない（期央割引の簡便法）。
期央割引の簡便法を用いると、n 年度についての割引係数は次のように計算されることになる。
 $1/(1+WACC)^{(n-0.5)}$
- (d) 現在価値の金額は、FCFF 及び終価に対応する割引係数を乗じて計算している。

この設例では、企業 T のすべての相場価格のない資本性金融商品は同じ特性を有し、保有者に同一の権利を与えていると仮定している。しかし、投資者は、上記で得た示唆された自己資本の公正価値（CU881.8 百万）に対する 5%の持分は、以下のディスカウントを考慮するためにさらに調整しなければならないと考える。

- 少数持分ディスカウント（企業 T に対する投資者の持分が非支配持分であり、投資者は支配に関連した便益があると判断したため）。この設例の目的上、少数持分ディスカウントは CU8.00 百万と仮定している(*)。
- 流動性の不足に対するディスカウント（企業 T に対する投資者の持分に相場価格がないため）。この設例の目的上、流動性の不足に対するディスカウントは CU4.09 百万と仮定している(*)。

この結果、投資者は、下記のとおり、CU32 百万が測定日現在の企業 T に対する 5%の非支配資本持分の公正価値を最もよく表す価格であると結論を下す。

	CU (百万)
示唆される自己資本の公正価値×5%（すなわち、CU881.8×5%）	44.09
少数持分ディスカウント	(8.00)
流動性の不足に対するディスカウント	(4.09)
5%の非支配持分の公正価値	32.00

(*)：上記のプロセスは、投資者が非支配資本持分の公正価値の測定に適用し得る唯一の可能な方法ではない。したがって、上記の調整をすべての適用可能な調整の包括的なリストと考えるべきではない。必要な調整は個別の事実及び状況に応じて決まる。さらに、上記の調整の金額には詳細な計算の裏付けがない。例示の目的のためだけに記載しているものである。

財務情報が限定されている場合の DCF 方式の適用

104. 以下の設例は、投資者が限定的な財務情報しか有していないが、それでも相場価格のない資本性金融商品の公正価値を DCF 方式の適用により測定できる場合の DCF 方式の使用を例示している。設例 22 及び 23 は叙述的であり、数値計算がほぼ皆無である。これらの設例における DCF 方式の使用は、状況によっては記述した個別の事実関係に対して望ましい評価技法ではないかもしれない。したがって、投資者は、事実及び状況を踏まえ、どの評価技法が最も適切なのかであるかを決定するために判断を用いることが重要である。

設例 22——情報が限定されている場合の DCF 方式

企業 U は非上場会社である。ファンド V は、企業 U に対する 10%の非支配資本持分を有している。企業 U の経営者は 2 年間の予算を作成している。しかし、企業 U は、ファンド V の管理者と年次役員会議の資料を共有した。年次役員会議で、経営者はその後 5 年間の予想成長計画を支援するための前提条件を議論した。

役員会議から得た情報に基づいて、ファンド V は、2 年間の予算を役員会議で議論された基本的な成長の想定を参照して延長し、DCF 計算を実施した。

企業 U の 2 年間の詳細予算によると、20X3 年に売上高と EBIT がそれぞれ CU200 と CU50 に達する。ファンド V の理解では、企業 U の経営者は、売上高が 20X8 年までさらに年率 5%の成長を達成し、EBIT マージン（売上高に対する比率）は 20X3 年と同じと予想している。したがって、ファンド V は企業 U の EBIT を次のように予測する(*)。

企業 U の長期事業計画							
年度	20X2	20X3	20X4	20X5	20X6	20X7	20X8
売上高	150	200	210	221	232	243	255
EBIT マージン	20%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT	35	50	53	55	58	61	64

ファンド V は、企業 U の経営者が企業は 20X8 年までに安定的な成長段階に達すると予想していることも承知している。終価を計算するために、定率成長割引モデル（第 107 項から第 111 項）を用いて、ファンド V は 2%の長期終価成長率を仮定する。これは、企業 U 並びに企業 U が営業している業界及び国の経済の長期見通しに基づいている。企業 U が予測期間の終了時まで安定成長段階に達しなかった場合には、ファンド V は、安定成長段

階に達するまで予測期間を延長して、その時点での終価を計算することが必要となる(**)。

最後に、ファンド V は、この評価のクロスチェックを、企業 U の推定倍率を比較対象会社の倍率と比較することにより行った(***)。

(*)： DCF 方式で使用するための企業 U の FCFF を算出するために、ファンド V は、企業 U の 2 年間の予算と、投資先の資産及び資本構成、再投資の必要性並びに運転資本の必要性についての理解を活用した。

(**)： この設例は、2 段階モデルを例示しており、第 1 段階は有限の数の期間（20X2 から 20X8）により描写され、この第 1 段階の後には、この設例では定率成長の期間を仮定しており、それについてファンド V が企業 U に係る終価を計算する。場合によっては、投資者は 2 段階モデルよりも多段階モデルの方が適切と判断するかもしれない。多段階モデルは、一般的には、個別の予測期間の後に、成長が何年かにわたり減速する期間があり、その後に終価を見積ることのできる定率成長期間がある。

(***)： この設例では、公正価値の結論には、市場参加者が当該金融商品の価格付けを行う際に織り込むであろうあらゆる必要な調整（例えば、少数持分ディスカウント、流動性の不足に対するディスカウント等）が含まれていると仮定している。

設例 23——情報が限定されている場合の DCF 方式

ある投資者が、非上場会社である企業 W に対する 1% の非支配資本持分を有している。投資者は、企業 W の予算、税務ポジション、事業計画に関する情報が入手することができない。自らの持分により付与される株主権が限定的であるためである。投資者の唯一の情報は、企業 W が全株主に提供した企業 W の直近の年次財務諸表だけである。

投資者は、企業 W の仮定キャッシュ・フローの見積りを、比較対象の上場会社についてのアナリストの報告書から得た予測を参照して行う。特に、投資者は、比較対象会社の予測売上成長率、EBIT マージン、EBIT マージン成長率及び比較対象会社の集団に関連性のある他のすべての業績指標を分析した。この情報を用いて、投資者は割引キャッシュ・フローの計算を行った。

最後に、投資者は、この評価のクロスチェックを、企業 W の推定倍率を比較対象会社の倍率と比較することにより行った(*)。

(*)： この設例では、公正価値の結論には、あらゆる必要な調整（例えば、少数持分ディスカウント、流動性の不足に対するディスカウント等）が含まれていると仮定している。

その他のインカム・アプローチの方式

配当割引モデル (DDM)

105. DDM は、企業の株価がすべての予想される将来の永久配当の現在価値に等しいと仮定する。言い換えると、株価は究極的には、配当の形で株主に生じるキャッシュ・フローにより決定される。永久配当を表す算式は次のとおりである。

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots$$

ここで、 P_0 はゼロ時点の価格、 D_n は n 期末に受け取る配当金、 k は自己資本コストである。

106. DDM は、投資先が一貫して配当を支払う投資の公正価値を測定する際に使用されることが多い。投資者が配当は決して支払われないと予想している場合には、このモデルは当該株式の価値が全くないことを含意する。配当支払がない投資に市場価値があるという事実と DDM との辻褄を合わせるためには、投資者が投資先は最終的にはたとえ清算配当のみだとしても現金を支払うと予想しているという仮定をしなければならない。

定率成長 DDM (ゴードン成長モデル)

107. 定率成長 DDM は、事業又は企業の価値を配当流列の予測を参照して算出する。その結果、企業が無限の将来に至るすべての期間についての配当を予測することが必要とされる。簡便法として、配当が安定的な成長率 (g) で増加するという単純化した仮定を行うことができる。 D_0 が直前に支払われた配当であるとする、予想される将来の配当は次のようになる。

$$D_1 = D_0 (1+g)$$

$$D_2 = D_0 (1+g)^2$$

108. これらの配当予測を用いると、ゼロ時点の株価 P_0 は次のようになる²³。

²³ この算式で使用する割引率は、分子に使用する測定値と合致していなければならない。配当は株主資本の提供者のみが利用可能なキャッシュ・フローであるため、考慮すべき割引率は自己資本コスト (k_e) である。分母に使用する測定値がすべての資本提供者が利用可能なキャッシュ・フローだったとすれば、使用すべき割引率は資本の合計コスト (すなわち、自己資本と負債) を表す率としなければならない。

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k_e)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k_e)^3} + \dots +$$

これは次のように単純化できる。

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(k_e-g)} = \frac{D_1}{(k_e-g)}$$

109. この方式は、DCF 方式を使用する際に投資先の終価を計算するために使用することもできる。その場合、上記の算式の配当を投資先のキャッシュ・フローに置き換え、それが所定の率で成長するものと予想する（設例 21 参照）。
110. 上記の算式に反映されているように、このモデルは成長率に関する仮定に極端に影響を受けやすい。第一の制約は、定率成長 DDM が有効なのは g が k_e よりも低い場合のみであることである。配当が k_e よりも高い率で永久に増大すると予想される場合には、当該株式の価値は無限大となる。第二の制約は、成長は制約のないものではなく事業への再投資が必要であることを認識することである。したがって、成長率を増加させる場合には、配当性向を減少させなければならない。
111. 定率成長 DDM は、成長率が経済の名目成長率と同じかそれ以下で、将来にわたって継続することを意図している確立した配当方針がある企業に最もよく適合する。また、この方式は、投資者が投資先から得られる財務情報が限定的で、 g が比較的安定している場合にも適切となり得る。

資本化モデル

112. 資本化は、経済的所得の何らかの測定値を表す金額に適用されるプロセスであり、その経済的所得の金額を現在価値 (PV) の見積りに変換するためのものである。FCFF などの経済的所得の測定値を資産化する算式は、下記のとおりである。
- $$PV = \frac{FCFF}{c} ; \quad \text{ここで } c \text{ は資本化率である。}$$
113. 資本化率は次のように表現することができる。 $c = k - g$ ここで、 k は割引率、 g は永久的な成長又は減少の年複利率である。存続期間が永久である投資については、割引率 k と資本化率との差異は、永久に経済的所得の変数が割引又は資産化される際の g である。
114. この方式の基礎となっている重要な仮定は、資産化される毎年の所得流れが永久

に一定であること又は一定の年成長率で増大（又は減少）することである。これは実際の世界では必ずしも成り立たないが、場合によってはクロスチェックとして有用となることもある技法である。例えば、設例 21 の企業 T に対する持分を有する投資者のような投資者は、T の企業価値を単純に上記の算式を適用するだけで得ることができたであろう。

$$PV = \frac{FCFF}{c} = \frac{FCFF}{k-g} = \frac{100}{8.9\% - 0\%} = \text{CU1,121.8 百万}^{24}$$

この設例で、割引率 k はすべての資本提供者に適用すべき割引率であり、設例 21 に WACC で表されている。この設例は、予想される経済的所得が永久に一定の金額で g がゼロとなる場合には、割引率が c と等しくなることも示している。

修正純資産方式

115. 修正純資産方式は、事業の公正価値をその資産及び負債の公正価値を参照して算出することを伴う。この方式が適切となる可能性が高い事業は、その価値の発生源が主として資産の保有であり、広範囲の事業の一部としての資産の利用ではない事業である。こうした事業の例として、財産保有会社や投資会社がある。
116. また、この方式は、発展段階の非常に初期にあるために、資産に対する十分なりターンを得ていなかったり、わずかな水準の利益しか計上していなかったりする事業にも適切かもしれない（例えば、ほとんど財務履歴がなく、開発した製品もなく、投資した金額が少額である企業など）。
117. 修正純資産方式は、測定日現在で投資先の財政状態計算書に認識されている個別の資産及び負債について、あらゆる未認識の資産及び負債とともに、公正価値を測定することを投資者に要求する。これにより得られた認識済及び未認識の資産及び負債の公正価値は、投資先の自己資本の公正価値を表すはずである。投資先が資産及び負債を測定するのに用いた測定方法や、資産及び負債が財政状態計算書に認識されているのかどうかによっても異なるが、最も一般的に修正の対象となる資産及び負債は次のようなものである（このリストは網羅的ではない）。
- 無形資産（認識済のもの及び未認識のもの）

²⁴ この算式で考慮した割引率は、小数点以下 1 桁のみで表示している。この企業価値は 8.9142% の割引率で計算している。

- 有形固定資産（例えば、土地及び建物）
- 債権、連結会社間残高
- 公正価値で測定しない金融商品
- 未認識の偶発負債

118. 修正純資産方式は支配持分の評価をもたらすので、投資者は、支配に関連した便益があると判断した場合に非支配持分の公正価値を測定するときには、少数持分ディスカウントの適用の必要性を検討しなければならない。投資者はさらに、修正の必要を生じる可能性のある他の要因を考慮しなければならない。例えば、

- 流動性の不足（第 60 項から第 63 項）
- 財務報告日と測定日の間の著しい時間の経過。修正は以下の事項の影響を考慮する。追加的な投資、基礎となる投資先の資産のその後の価値変動、追加的な負債の発生、市場の変化、その他の経済状況の変化である。
- 他のあらゆる事実及び状況。例えば、投資者がファンドの中の相場価格のない資本性金融商品の公正価値を測定する場合、潜在的な成功報酬がファンドの純資産価値に適切に認識されているかどうかを検討しなければならない。また、投資者は、ファンド契約の特性のうち、分配に影響を与えるかもしれないが、純資産価値に捕捉されていないものも検討しなければならない。

119. 設例 24 は修正純資産方式の適用を例示している。

設例 24——修正純資産方式

投資者は、非上場会社である企業 X の 10%の非支配資本持分を有している。企業 X には支配株主はおらず、企業 X は投資者も含めた株主にアウトソーシング・サービスを提供している。企業 X の売上は株主の事業活動に依存しているため、企業 X には独自の成長戦略はない。さらに企業 X の利益マージンは非常に低く、比較対象の上場会社はない。

投資者は、20X1 年 12 月 31 日（すなわち、測定日）現在の企業 X に対する非支配資本持分の公正価値を測定する必要がある。投資者には企業 X の最新の財政状態計算書があり、その日付は 20X1 年 9 月 30 日である。以下は、企業 X の最新の財政状態計算書に投資者が加えた修正である。

- ・ 企業 X の主要な資産は 25 年前の設立時に取得した事務所用建物である。この建物の公正価値は評価専門家が CU2,500 と見積った。この価値は帳簿価額 CU1,000 に対応する。
- ・ 20X1 年 9 月 30 日から測定日までの 3 か月間に、企業 X の上場会社に対する投資の公正価値が CU500 から CU600 に変化した。
- ・ 投資者は、企業 X が流動資産及び流動負債を公正価値で測定していることに注目している。企業 X の業務量は非常に一定しているため、投資者は、企業 X の 20X1 年 9 月 30 日現在の財政状態計算書に表示された流動資産及び流動負債は測定日現在の公正価値を最もよく表しているの見積っている。ただし、企業 X の営業債権に含まれていた CU50 の金額は、20X1 年 9 月 30 日の後で回収不能となった。
- ・ 企業 X の事業モデル及び収益性に基ついて、投資者は、未認識の無形資産に重要性はないと見積っている。
- ・ 投資者は、企業 X の 20X1 年 12 月 31 日に終了した四半期に係るキャッシュ・フローに重要性はないと予想している。
- ・ 投資者は、企業 X からの資産の主要な売却を予想していない。このため、企業 X を評価する際に考慮する必要となる重要性のある税務調整はないと判断する。

上述の調整は、下記の修正後財政状態計算書に反映されている。

企業 X——財政状態計算書（単位：百万 CU）

	20X1 年 9 月 30 日	修 正	20X1 年 12 月 31 日見積
資産			
非流動資産			
有形固定資産	2,000	1,500	3,500
資本性金融商品に対する投資	<u>500</u>	<u>100</u>	<u>600</u>
	<u>2,500</u>	<u>1,600</u>	<u>4,100</u>
流動資産			
営業債権	500	(50)	450
現金及び現金同等物	<u>500</u>	<u>-</u>	<u>500</u>
	<u>1,000</u>	<u>(50)</u>	<u>950</u>
資産合計	<u><u>3,500</u></u>	<u><u>1,550</u></u>	<u><u>5,050</u></u>
資本及び負債			
資本合計	<u>2,500</u>	<u>1,550</u>	<u>4,050</u>
流動負債	<u>1,000</u>	<u>0</u>	<u>1,000</u>
資本及び負債合計	<u><u>3,500</u></u>	<u><u>1,550</u></u>	<u><u>5,050</u></u>

すべての調整（例えば、流動性の不足に対するディスカウント、少数持分ディスカウント）を考慮前の、企業 X に対する 10%の非支配資本持分の示唆された公正価値は CU405（ $10\% \times \text{CU}4,050 = \text{CU}405$ ）であった。この設例の目的上、流動性の不足に対するディスカウントを CU40、少数持分ディスカウントを CU80 と仮定している。

上述の事実及び状況に基づき、投資者は、測定日現在の企業 X に対する 10%の非支配資本持分の公正価値を最もよく表す価格は CU285（ $\text{CU}405 - \text{CU}40 - \text{CU}80 = \text{CU}285$ ）であると結論を下す(*)。

(*)：上記のプロセスは、投資者が非支配資本持分の公正価値の測定に適用し得る唯一の可能な方法ではない。したがって、上記の調整をすべての適用可能な調整の包括的なリストと考えるべきではない。必要な調整は個別の事実及び状況に応じて決まる。さらに、上記の調整の金額には詳細な計算の裏付けがない。例示の目的のためだけに記載しているものである。

一般的な誤り

120. このセクションは、本章 [案] に記載した評価技法を適用する際の一般的な誤りの概略を示している。

マーケット・アプローチ（比較会社評価倍率）

- 比較対象会社の不適切な選定
- 非常に長期間（その間に市場条件が著しく変化した）にわたり行われた取引から抽出した倍率の使用
- 広く分散している取引価格倍率の平均を、投資先に関しての合理性を確認せずに使用
- 企業価値 (EV) の評価基礎を使用した株式倍率の算出（例えば、P/EBITDA）
- 使用する業績指標（比較対象会社と評価対象の投資先の両方）を適切に正常化していない
- 倍率と使用する投資先の業績指標との不一致（例えば、将来予測的な利益に過去の利益倍率を使用）
- 税金前の業績指標に税引後の倍率を適用

- 投資先と比較対象会社との間の相違に基づく、評価倍率に影響を与える調整の欠落（例えば、会計方針の相違についての考慮が不十分）
- その他の調整の欠落（例えば、投資先又は比較対象会社の営業外の資産や、流動性の不足に対するディスカウントについての考慮が不十分）

インカム・アプローチ（DCF）

- キャッシュ・フローの二重計算又は脱漏（キャッシュ・フローを計算する際に運転資本必要額を含めていない、又は延長した期間について高水準の売上成長を仮定しながら所要資本的支出の増加が比較的小さい）
- キャッシュ・フローの予測の誤り又は不確実性に対する余裕が不十分
- キャッシュ・フローと割引率との不一致（すなわち、FCFE を WACC で、あるいは FCFE を自己資本コストで割引）
- キャッシュ・フローに内在するリスクと割引率に反映したリスクとの不整合
- 終価の計算における不適切に高い成長率
- 契約した売上に期限があり、顧客の集中があり、リスク更新のある事業に、永久アプローチを適用
- 割引率の計算に不適切な無リスク金利を使用（例えば、投資から生じるキャッシュ・フローにデュレーションが異なる国債金利を使用）
- 異なる法域で算出したパラメータを必要な調整を加えずに投資先に適用
- キャッシュ・フロー予測を見積るのに使用した通貨と割引率を算出するためのインプットの通貨の不一致（例えば、ブラジル・レアル建のキャッシュ・フローを米ドルのベースの WACC で割引）
- 割引率の計算に不適切なベータを使用（例えば、投資先の見積ベータの代わりに投資者の見積ベータを使用）
- WACC の不適切な計算（例えば、WACC を負債と自己資本の帳簿価額で計算、WACC で仮定した資本構成と矛盾する負債コストの使用）
- カントリーリスクの不適切な取扱い（例えば、分散可能だと主張してカント

リーリスクを考慮しない)

- その他の調整の欠落 (例えば、流動性の不足に対するディスカウント)

修正純資産方式

- 投資先の資産及び負債を公正価値で測定せずに、例えば、公正価値の方が著しく高いか又は低い可能性のある帳簿価額で資産を測定 (例えば、有形資産を評価する際に経済的劣化を無視)
- 未認識の無形資産の省略
- 営業債権の回収可能性の評価の省略
- 偶発負債及び他の未認識債務 (未認識のコミットメント) の省略
- 繰延税金の調整の省略 (資産の帳簿価額を公正価値に修正したことにより生じる調整が経済的に関連性がある場合)

追加的な情報源

121. 我々は、本章 [案] 作成のために以下の参考資料を使用した。これらを参照する場合、これらの参考資料に記載された考え方や方法論の全部が必ずしも IFRS 第 13 号の原則に合致するわけではないことを読者は意識しなければならない。

- AICPA, *Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation*, 2004
- AICPA, Working Draft of AICPA Accounting and Valuation Guide *Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation*, August 2012
- Allen Franklin, Myers Stewart C., Brealey Richard A., *Principles of Corporate Finance*, Ninth Edition, McGraw-Hill International Edition
- Bingham, Dennis, Conrad KC, *An Analysis of Discount For Lack of Marketability Models and Studies*, Business Appraisal Practice
- Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J., *Investments*, Eighth Edition, McGraw-Hill International Edition

- Damodaran, Aswath, *Investment Valuation*, Third Edition, Wiley Finance
- Damodaran, Aswath, *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Business*, Second Edition, Pearson Education, Inc.
- Fernández, Pablo, *Company valuation methods. The most common errors in valuations*, IESE Working Paper No 449, February 28, 2007
- Fernández Pablo, *The Equity Premium in 150 Textbooks*, IESE Business School, November 16, 2010
- Fernández Pablo, *WACC: definition, misconceptions and errors*, IESE Business School, September 22, 2011
- Koller Tim, Goedhart Marc, Wessels David, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Fourth Edition
- KPMG Insights into IFRS, KPMG's practical guide to International Financial Reporting Standards, 8th Edition 2011/12
- Pratt, Shannon P., *Valuing a Business*, Fifth Edition
- Pratt, Shannon P., *The Market Approach to Valuing Business*, Second Edition
- Stumpft, Aaron, Martinez, Robert, *A Preliminary Look at SRR's Restricted Stock Study*.
- UBS Warburg, *Valuation Multiples: A Primer*, November 2001

用語集

122. 本章 [案] の公表時に用語集を掲載する予定である。