

公正価値測定の教育マテリアルの第 1 章（非上場株式）の公表について

ASBJ 専門研究員 まるおか たけし
丸岡 健

はじめに

IFRS 財団は 2012 年 12 月に、国際財務報告基準（IFRS）第 13 号「公正価値測定」（以下「IFRS 第 13 号」という。）に付属する教育マテリアルの第 1 章を公表した。本章は、IFRS 第 9 号「金融商品」（以下「IFRS 第 9 号」という。）の範囲内の相場価格のない資本性金融商品（以下、単純に「非上場株式」という。）の公正価値を測定する際の、IFRS 第 13 号の原則の適用を扱っている。

本稿では本章の概要について解説するが、文中の意見にわたる部分は筆者の私見であることをあらかじめお断りしておく。

1 教育マテリアル作成の経緯

IFRS 第 13 号の開発中に、国際会計基準審

議会（IASB）は、新興経済圏や移行経済圏など資本市場が発展途上の法域で公正価値測定の原則を適用することの困難に関するフィードバックを受けた。しかし、提起された懸念はこうした法域に特有のものではなく、先進国にも共通するグローバルな懸念であることに留意した。そこで、IASB は、IFRS 第 13 号に付属する教育マテリアルを作成することで、IFRS を適用するすべての企業が便益を受けると考えたとされている。

教育マテリアルは、IFRS 財団教育イニシアティブが、IFRS の首尾一貫した適用を支援するために作成し公表するものである¹。このマテリアルは IASB の承認を受けたものではなく、強制力はない。IFRS 財団教育イニシアティブは、評価専門家グループの支援を得て、IFRS 第 13 号を支えるための教育マテリアルを開発している。当該マテリアルは、いくつかのトピック²にわたって IFRS 第 13 号の原則の適用を扱うことになる。これらのトピックは、

1 米国財務会計基準審議会（FASB）は教育マテリアルを公表していない。しかし、「（本マテリアル作成にあたり）IFRS 財団は、FASB のスタッフ（中省）からのインプットを受け取った」（5 項）としている。

2 教育マテリアル作成プロジェクトの立ち上げを決議した 2011 年 10 月の IASB のボード会議では、「非上場株式」の他に、「主要な市場の識別」「最有効使用」「金融商品の信用リスクの調整」などをトピックとしてあげている。

完成のつど個々の章で公表する予定であり、今回の公表物がその最初のものとなる。

2 本章の特徴

本章は、評価専門家の意見も踏まえた、非上場株式の公正価値測定に関する良質のガイダンスとなっている。特筆すべき点は次表のとおりである。

- 非上場株式の公正価値評価に使用される評価手法として、「マーケット・アプローチ」「インカム・アプローチ」「修正純資産方式」の内容を紹介している。しかし、特定の評価技法の使用を規定することはせず、「判断」を行使することを推奨している。
- 本章が定めるガイダンスは、IFRS が定める「重要性」の文脈のなかで考慮されるべきであるとされている。
- 評価手法の一般的な説明に加え、「市場参加者の視点」「観察可能インプットの使用」など、IFRS 第 13 号の基本的なコンセプトと平仄がとられている。
- 「情報が制限されている状況での公正価値測定」「先進国のデータを引用する際の先進国と新興国との差異調整」等の記載が充実している。
- 設例が 25 例掲載されており、本文の記述内容を数値例等でも確認できる構成となっている。

3 本章の内容

(1) 目的

本章の目的は次のとおりとされている。

- ① IFRS 第 13 号の文脈のなかで、評価概念の適用方法をハイレベルで説明する。ただし、これは網羅的な評価ガイダンスではない。評価技法の例を示しているが、ある特定

の状況である特定の評価技法を使用することを規定しているものではない。(7 項)

- ② IFRS 第 9 号の範囲内の非上場株式の公正価値測定に責任を持っている人に、ハイレベルの評価ガイダンスを示す。(8 項)

(2) 範囲

本章の対象範囲は次のとおりとされている。

- ① IFRS 第 9 号に沿って会計処理される非上場株式（非支配株主がこれを保有する場合）を対象としている。(10 項)
- ② 本章が定めるガイダンスは、IFRS が定める重要性の文脈のなかで考慮されるべきである。(11 項)

(3) 公正価値測定のプロセス

公正価値測定のプロセスとして次の点が記載されている。

- ① 公正価値測定の目的は、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（すなわち、出口価格を見積ること）である。(12 項)
- ② 見積りには判断が伴う。判断は、評価技法を適用するときだけでなく、評価技法を選択するときにも必要となる。(13 項)
- ③ 評価技法の選定、ウェイト付けにあたっては特に次の点を検討する。(16 項)
 - ✓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のは、どの技法か？（関連する観察可能インプットを最大限利用し、観察不能インプットの使用を極小化するのは、どの技法か？）
 - ✓各評価技法が示す評価額の範囲と、その範囲が評価技法間で重なっているかどうか？
 - ✓評価技法間で評価値が異なる理由

(4) 評価手法

- ① IFRS 第 13 号と同様に、本章でも特定の評価技法を使用することを規定しない。(18 項)
- ② 本章では次の評価技法を扱っている。(21 項)

評価手法	評価技法
マーケットアプローチ	- 投資先の同一又は同種の金融商品に支払われた取引価格 - 比較会社評価倍率
インカムアプローチ	- 割引キャッシュ・フロー方式（以下「DCF」という。） - 配当割引モデル - 定率成長モデル - 資本化モデル
混成アプローチ	修正純資産方式

(5) マーケット・アプローチ

① 投資先への同一の金融商品に支払った取引価格 (28-31 項)

同一の非上場株式に対する投資が最近行われた場合、その投資価格（取得価格）は公正価値測定の合理的な出発点となる。しかし、企業は、投資先の業績や営業に関わる情報で、当初認識後測定日までの間に投資家が合理的に入手可能となる情報は、これをすべて利用する必要がある。これらの情報は測定日現在の公正価値に影響を及ぼすかもしれないので、取得価格が測定日現在の公正価値となるのは、極めて限られた状況においてである。(IFRS 第 9 号の B5.4.15 項を引用) (28 項)

② 投資先への同種の金融商品に支払った取引価格 (32-33 項)

同一投資先の同種の金融商品に対して他の投資家が最近取引を行った場合、その取引価格は当該非上場株式の評価の出発点になるかもしれない。他の投資家への新株の割当て、他の投資家間の株式取引などが該当する。(32 項)

他の投資家が行った最近の取引価格を自己が保有する株式の公正価値測定に用いる場合は、自己が保有する株式と他者が取引した金融商品との差異を理解しなければならない。これらの差異には、異なる経済的権利や支配権等が含まれる。(33 項)

③ 比較会社評価倍率法 (34-69 項)

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いる。比較対象会社と比較することによって、投資先の非上場株式の公正価値を測定する。(34 項)

a. 市場価格倍率と取引価格倍率 (34-37 項)

比較対象会社の価格の情報源には「取引所での相場価格」と「M&A などの取引からの観察可能なデータ」の 2 種類がある。これに対応して評価倍率も「市場価格倍率」と「取引価格倍率」の 2 種類がある。この関係は次表のとおりである。

情報源	評価倍率
取引所での相場価格	市場価格倍率
M&A などの取引からの観察可能なデータ	取引価格倍率

b. 4 ステップ (38 項)

本方式では、次の 4 ステップで公正価値を測定する。

ステップ	作業
ステップ 1	比較対象会社の特定
ステップ 2	業績指標（利益、資本の帳簿価額、売上）及び評価倍率を選定
ステップ 3	投資先の業績指標に適切な評価倍率を適用
ステップ 4	投資先と比較対象会社の証券の比較可能性を確保するための調整

(ステップ 1)：比較対象会社の特定 (39 項)

キャッシュ・フロー創出力、キャッシュ・フロー成長見込み、及び、キャッシュ・フローの

時期ならびに金額に関する不確実性の観点から、(評価倍率への調整の可能性が小さくなるように) 評価対象である投資先と比較可能(類似)な企業、すなわち、比較対象会社を特定する。(39 項)

一般的には、比較対象会社となるのは、投資先と、事業活動、対象市場、規模、地域の点で類似していることである。(39 項)

(ステップ 2)：業績指標(利益、資本の帳簿価額、売上)及び評価倍率を選定(40-53 項)

まず、投資先の価値の評価に最も関連性がある業績指標(利益、資本の帳簿価額、売上)を選定する。これは、投資先の事業、資産ベース及び資本構成によって決まる。

次に、これに対応する比較対象会社の評価倍率を求める。(42 項)

一般的に使用される業績指標と評価倍率の関係は次表のとおりである。(43 項)

分母：業績指標	分子	評価倍率
EBITDA ³	企業価値	企業価値/EBITDA
EBIT ⁴	企業価値	企業価値/EBIT
EBITA ⁵	企業価値	企業価値/EBITA
利益	株主資本価値	株主価値/利益
資本の帳簿価額	株主資本価値	株主価値/資本の帳簿価額
売上	企業価値	企業価値/売上

(ステップ 3)：投資先の業績指標に適切な評価倍率を適用(54-57 項)

投資先の業績指標に、ステップ 2 で求めた比較対象会社の評価倍率を乗じることで(さらに、企業価値に対する評価倍率を使用した場合

は、投資先の負債の公正価値を減額すること)、投資先の株主資本価値の公正価値の示唆額を得る。(55-56 項)

(ステップ 4)：投資先と比較対象会社の証券の比較可能性を確保するための調整(58-67 項)

評価対象となっている投資先への証券と、比較対象会社の証券との比較可能性を確保するために、ステップ 3 で求めた投資先の株主資本価値の公正価値の示唆額に対して、適切な調整を施す。非支配持分ディスカウントの調整(59-63 項)や流動性不足の調整(64-67 項)がこれらに該当する。

c. 限定的な財務情報しかない状況での比較会社評価倍率の適用(69 項)

限定的な財務情報しかない場合であっても比較会社評価倍率を適用できる例として、設例が 3 例紹介されている。(69 項)

(6) インカム・アプローチ(主として、DCF 方式)

① 企業の将来キャッシュ・フローの現在価値でもって公正価値を測定する。株主資本価値を直接求める方法と、企業価値を求めてそこから負債価値を控除することによって間接的に求める方法がある⁶。(73 項)

3 Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization の略。金利・税金・償却・減価償却控除前利益のこと

4 Earnings before interest and taxes の略。金利・税金控除前利益のこと

5 Earnings before interest, taxes and amortization の略。金利・税金・償却控除前利益のこと

	株主資本価値	企業価値
キャッシュ・フロー	FCFE ⁷ （すべての株主資本提供者に利用可能なキャッシュ・フロー）を使用する。負債支払及び将来成長のための再投資を控除したところの、資産からのキャッシュ・フロー	FCFF ⁸ （すべての資本提供者（株式＋負債）に利用可能なキャッシュ・フロー）を使用する。将来成長のための再投資を控除したところの、負債支払前の資産からのキャッシュ・フロー
割引率	株主資本を調達するコストのみを反映	株主資本、負債双方を調達するコストを比例的に反映

- ② 「企業価値」を算定する場合に使用する FCFF は、営業経費や税金（市場参加者が投資先の実効税率として期待するものを使用して計算；t）控除後、かつ、必要な再投資額（固定資産の資本支出）や純運転資金を考慮した後の、資本提供者（株式・負債）に利用可能なキャッシュ・フローのことである。FCFF は次のとおり算定する。（77 項）

$$\text{FCFF} = \text{EBIT}(1-t) + D\&A(\text{減価償却・償却}) - \text{必要再投資額} - \text{純運転資金増加額}$$

- ③ 「企業価値」を算定する場合に使用する割引率には、すべての種類の資本（負債資本と株主資本）に関して要求される加重平均収益率であるところの加重平均資本コスト（weighted average cost of capital：WACC）を使う。すなわち、FCFF を WACC で割り引くことによって企業価値が測定される。WACC は次の算式で求められる。（79 項）

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

D = 負債金額
 E = 株主資本金額
 k_d = 負債資本コスト
 k_e = 株主資本コスト
 t = 実効税率（投資先に対し市場参加者が期

待する実効税率）

- ④ 投資先に適用する WACC のパラメータを算定するにあたり、投資先が所属する新興国に参照できる利用可能情報が存在しない場合の手法として、先進国における利用可能な情報に、先進国と新興国との差異調整を加味することによって、投資先に適用するパラメータを算定する方法が紹介されている。（93-101 項、109-111 項）
- ⑤ 限定的な財務情報しかない場合であっても DCF 方式を適用できるとして例として、設例が 2 例紹介されている。（114 項）

(7) 修正純資産方式

- ① 修正純資産方式は、企業の資産及び負債の公正価値を参照して当該企業の公正価値を計算する。（125 項）
- ② 本手法は、資産をより広義の事業の一部として利用するというよりも、主として資産を保有することに価値を生成する企業に適している。この事業の例としては、財産保有会社や投資会社である。また、この手法は、発展段階の非常に初期段階にあるために（例：財務履歴がほとんどない、完成した製品がない、投資した現金が僅少）、適切な資産収益

6 本章では、企業価値から間接的に求める方法が説明されている。

7 Free cash flow to equity の略

8 Free cash flow to firm の略

を上げてないか、又は、わずかばかりの収益しか上げていない会社に適切かもしれない。(125-126 項)

- ③ 最もよく修正の対象となる資産・負債は、「無形資産（認識済・未認識とも）」「有形固定資産（土地、建物）」「債権・連結会社間残高」「公正価値測定されていない金融商品」「未認識の偶発債務」などである。(127 項)
- ④ 修正純資産方式は支配権を反映するので、非支配株式を評価する時には非支配持分ディスカウントの調整が必要かどうか検討しなければならない。これ以外に、流動性の欠如や財務報告日と測定日の間が著しく空く影響等を検討する。(128 項)

(8) 設 例

設例が 25 例掲載されており、本文の記述内容を数値例等でも確認できる構成となっている。「比較対象会社や評価倍率の選定」「非支配権ディスカウントの調整」「WACC の計算」

「情報が制限されている状況での公正価値測定」「先進国のデータを引用する際の先進国と新興国との差異調整」「修正純資産方式の適用」など主要な論点は、ほぼ網羅されている。計算方法だけでなく、評価方法選定や各種調整にあたっての考え方なども記載されている。

4 おわりに

本章は、評価専門家の意見も踏まえた、非上場株式の公正価値測定に関する良質のガイダンスとなっている。IFRS 第 13 号が公表されたとき、実際に公正価値測定を適用していくことの実務上の困難さが懸念されていたが、今般、本章が公表されたことにより、非上場株式の公正価値測定に関する実務上の懸念が緩和されることを期待する。また、今後、非上場株式以外のトピックについての章が、順次、公表されることを期待する。