

注：本資料は Deloitte の IFRS Global Office が作成し、有限責任監査法人トーマツが翻訳したものです。
この日本語版は、読者のご理解の参考までに作成したものであり、原文については英語版ニュースレターをご参照下さい。

IFRS in Focus

評価方法

目次

- はじめに
 - 要約
 - 評価アプローチおよび評価技法
 - マーケット・アプローチ
 - インカム・アプローチ
 - マーケット・アプローチおよびインカム・アプローチの組合せ
 - おわりに
-

はじめに

IFRS 財団教育イニシアティブの一環として、IFRS 財団のスタッフは、評価専門家グループの支援を得て、IFRS 第 13 号「公正価値測定」の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にわたって IFRS 第 13 号の公正価値測定の原則の適用を扱うことになる。これらのトピックは、完成のつど個々の章として公表する予定である。

2012 年 12 月、IFRS 財団のスタッフは、この教育マテリアルの第 1 章「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」(教育マテリアル)を公表した。本章は、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。本ガイダンスは、IAS 第 39 号「金融資産：認識及び測定」のもとで相場価格のない資本性金融商品の公正価値を決定する際にも同様に関連性がある。本ガイダンスは、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一般的に使用されているさまざまな評価技法を、マーケット・アプローチ、インカム・アプローチ、修正純資産方式の範囲で示している。

この公表物の目的は、教育マテリアルで検討されている評価アプローチおよび評価技法の概要を提供することにある。本教育マテリアルは、アプローチおよび技法の適用を設例で示している。しかし、本章は、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に支援をする目的や、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。

要約

評価には重要な判断が必要となり、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およ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だ。こうした差異の存在は、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、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

同様に、教育マテリアルの第 1 章は、具体的な評価技法の使用を定めていない。しかし、本章は、具体的な状況では、ある評価技法の方が他よりも適切な場合があることを認めている。

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)。

- ・ 投資者が合理的に利用可能な情報
- ・ 市場状況(すなわち、強気市場または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価値の契機となる可能性のあるものは、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または循環的な性質は、ある評価技法を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

評価アプローチおよび評価技法

下表は、教育マテリアルの評価アプローチおよび評価技法を例示している。

評価アプローチ	評価技法
マーケット・アプローチ	投資先に対する同一の金融商品について支払った取引価格
	投資先に対する類似の金融商品について支払った取引価格
インカム・アプローチ	比較会社評価倍率
	割引キャッシュ・フロー(DCF)方式
	配当割引モデル(DDM)
	定率成長 DDM
各アプローチの組合せ	資本化モデル
	修正純資産方式

さらに、こ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。投資者は、測定日現在で測定方法に調整を加えること

により、評価技法が現在の市場の状況を反映することを確保するかもしれない。当初認識時に、取引価格が公正価値であり、投資者がその後の期間に、公正価値の測定に観察可能でないインプットを用いる評価技法を使用する場合には、投資者は、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。相場価格のない資本性金融商品の公正価値を測定日現在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適切な実務である(例えば、当該金融商品に、非支配持分ディスカウントや非流動性ディスカウントのように評価技法では捉えられない特徴があったり、当初認識時には存在していなかった測定日現在で発生している新たな事実があったりするかもしれない)。

相場価格のない資本性金融商品の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または予算や、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)およ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、公正価値の大半は公正価値ヒエラルキーのレベル3に区分され、こうした公正価値測定は、投資者が IFRS 第 13 号に従ってさらに広範な開示をすることが必要となる。

マーケット・アプローチ

マーケット・アプローチは、同一または比較可能な資産に係る市場取引により生じた価格および他の関連性のある情報を利用する。本アプローチは、十分に比較可能な同業他社があるかもしくは観察された取引の背景または詳細が分かっている場合に、使用される可能性がある。

1. 投資先に対する同一の金融商品について支払った取引価格

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、コスト)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。しかし、投資者は、当初認識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およ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。以下の要因は、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として識別される可能性がある。

- ・ 予算、計画また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
- ・ 投資先の資本または製品もしくは潜在的製品に係る市場での著しい変化

- ・ 世界経済また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、また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、経営者または戦略の変更などの内部的事項
- ・ 投資先の株式資本に対する外部取引からの証拠(投資先(資本の新規発行など)と第三者間での資本性金融商品の移転のいずれかによる)

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、また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の使用の適切性を損なう場合がある。

2. 投資先に対する類似の金融商品について支払った取引価格

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、類似している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。

投資者が、例えば、他の投資者の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(例えば、新たに発行された優先株式には、過去に発行された普通株式と異なる配当受取権がある可能性、または清算時に優先順位が異なる可能性がある)。

3. 比較会社評価倍率

マーケット・アプローチは比較可能という概念に基づいており、ある資産(また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(または事業ラインや会社など)との比較により測定できると仮定している。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ことを考慮しなければならないが、投資者の相場価格のない資本性金融商品の公正価値は、非支配ベースで測定しなければならず、その結果、投資者は、非支配持分ディスカウントを適用しなければならない。これと対照的に、市場価格倍率を使用する場合には、このような非支配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。

投資者が市場価格倍率と取引価格倍率のいずれか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。

- (1) 比較対象会社を特定する。
- (2) 投資先の価値の評価に最も関連性のある業績指標(すなわち、市場参加者が投資先の価格設定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、株主資本の帳簿価額また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。
- (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。
- (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。

下表は(教育マテリアルより複製)、より一般的に利用されている評価倍率のいくつかを要約したものである。

業績指標	評価基礎	評価倍率	評価倍率を使用する際の考慮事項
EBITDA	企業価値 ¹	EV/EBITDA	EBITDA 倍率は、金利、税金、有形資産の減価償却および無形資産の償却を、利益から除外する。状況に応じて、投資者は、資本構成、資本集約度、有形資産および無形資産の償却方法が異なる企業の評価には、EBITDA 倍率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、すべての事実およ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、減価償却および償却は非現金費用ではあるが、最終的に更新する必要のある企業の資産の使用に関連した経済的費用を反映するものと認識している。しかし、この倍率は投資先と比較対象会社との間の減価償却および償却に関する会計方針の相違により、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、企業結合で認識した無形資産の償却により、大きく異なるかもしれない。
EBITA	企業価値	EV/EBITA	EBITA 倍率は、無形資産およ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。

¹ 教育マテリアルで意図しているこの用語の用法は、すべての資本提供者(すなわち、株主持分保有者および負債保有者)に帰属するすべての株主持分および非株主持分財務請求権の公正価値を表すことである。

² 株主資本価値は、比較対象会社のすべての株主持分請求権の公正価値である。株主資本価値は、企業価値から企業に対する非株主持分財務請求権の公正価値を控除したものと表現することもできる。

利益(すなわち、純利益)	株主価値 ²	P/E	株価／利益倍率は、各企業の財務および税務の構造や借入れの水準が類似している場合には適切である。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株価／利益倍率は大きく異なる可能性がある。この倍率は、金利費用および金利収益が、関連性のある営業費用または営業収益項目となっている金融セクター(銀行、保険、リース)で一般に使用されている。
帳簿価額	株主資本価値	P/B	株価／簿価倍率は、企業の株主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一部の業界で重要な価値指標であるほか、この倍率は過小評価または過大評価されている可能性のある会社を識別するツールにもなり得る。この倍率は技術型企業などの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、市場価値に比べて低いのが普通だからである。 この倍率の変形として、株価／有形純資産簿価(帳簿価額から取得したかまたは内部で創出した無形資産およ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。
売上	企業価値	EV／売上	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。売上の資本化を利益の資本化の簡便法とみなせるからである(すなわち、この倍率は、一定レベルの売上が所与の種類の事業で特定の利益水準を生み出せる場合に、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、広告会社、専門業務、保険代理店等)、EBITDA レベルで損失が出ているかまたは収益性の水準が比較対象会社と非常に類似した会社である。売上の倍率は通常はクロスチェックとしてのみ適用される。

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。

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、または投資先の業績指標(これに評価倍率を適用)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が必要となる場合もある。言い換えると、業績指標を「正常化」することが必要な場合がある(例えば、例外的な取引や非継続的な取引の除外、買収および非継続事業の影響)。しかし、正常化は、現在の市場条件が業績指標に与える影響を除外すべきではない。

投資先または比較対象会社が関連性のある営業外の資産または営業外の負債を有しているかどうかを考慮することも重要である。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。

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、平均値または中央値を使用することもある。

取引価格アプローチと同様に、我々は非流動性ディスカウントまたは非支配持分ディスカウントを考慮することもある。

インカム・アプローチ

インカム・アプローチは、将来の金額（例えば、キャッシュ・フローまたは収益および費用）を単一の現在の（すなわち、割引後の）金額に変換する。これは通常、割引キャッシュ・フロー（DCF）方式を使用して行われる。これは、企業キャッシュ・フローに（または、頻度は少ないが、株主資本キャッシュ・フローに）適用される。

1. 割引キャッシュ・フロー（DCF）方式

投資者は、将来の期待キャッシュ・フローを見積ること、それを貨幣の時間的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現在価値に割り引くことを要求される。下表は、いくつかの DCF アプローチを要約したものである。

	株主資本価値	企業価値
キャッシュ・フロー	株主資本へのフリー・キャッシュ・フロー（FCFE）は、すべての株主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 負債の支払およ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。	企業へのフリー・キャッシュ・フロー（FCFF）は、すべての資本提供者（株主持分保有者および負債保有者）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、自己資本コスト）のみを反映する。	割引率は、 負債と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または WACC*）。

*WACC は一般的には次のように表現される。

$$WACC = D / (D+E) * (1-t) * kd + E / (D+E) * ke$$

D = 他人資本の公正価値

E = 自己資本の公正価値

kd = 他人資本コスト（下記参照）

ke = 自己資本のコスト（資本資産評価モデル（CAPM）を使用して推定されることが多い。下記参照）

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

教育マテリアルは、DCF モデルの割引率(例えば、WACC)の決定に関する追加的なガイダンスを提供しており、WACC の各構成要素、投資先の信用格付けの見積りアプローチ、国別様式リスクプレミアム及び計算例について記述している。この詳細なガイダンスについては、ここでは説明を省略する。

2. 配当割引モデル(DDM)

配当割引モデル(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。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。投資者が配当がまったく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まったくないことも意味している。配当支払いがない投資に市場価値があるという事実と DDM との平仄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支払を予想しているという仮定をしなければならない。

3. 定率成長 DDM(ゴードン成長モデル)

定率成長 DDM は、事業また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で増加するという単純化した仮定を行うことができる。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。すなわち、成長率が資本コストよりも大きい場合には、当該株式の価値は無量大となる。

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、成長率が比較的安定している場合にも適切となり得る。

4. 資本化モデル

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アプローチであり、その経済的所得の金額を現在価値の見積りに変換するためのものである。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列が永久に一定であることまたは一定の年成長率で増大(または減少)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り得る技法である。

マーケットおよびインカム・アプローチの組合せ

修正純資産方式

修正純資産方式は、事業または企業の公正価値をその資産および負債の公正価値を参照して算出することを伴う。そうした資産および負債は、投資先の財政状態計算書に認識されているもの、ならびに測定日現在に未認識の資産および負債の公正価値を含む。この方式は、以下の事業に適切となる可能性が高い。

- ・ 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(例えば、財産保有会社や投資会社)

- ・ 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リ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（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）

修正純資産方式で得られるのは、支配持分の評価であるため、投資者は、支配に関連する便益があると判断した場合において非支配資本持分の公正価値を測定するときには、非支配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
- ・ 報告日と測定日との間の著しい時間の経過
- ・ 他のあらゆる事実および状況。例えば、投資者がファンド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。

おわりに

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教育マテリアルは、上述され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。本ガイダンスは網羅的ではないが、評価技法の適切性を検討する際に使用でき、特定の評価技法を認めた場合の便益と潜在的な危険性に焦点を当てている。

さらに、教育ガイダンスは、評価方法に関してさらに詳細な情報を得るために、利用者が使用するガイダンスの開発のために利用された他の公表物のリストを提供している。しかし、これらの参考資料に含まれるすべての考え方または方法論が必ずしも IFRS 第 13 号の公正価値の原則に合致するものではない。

トーマツグループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそれらの関係会社(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング株式会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社および税理士法人トーマツを含む)の総称です。トーマツグループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各社がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 6,800 名の専門家(公認会計士、税理士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はトーマツグループ Web サイト(www.tohmatsu.com)をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、税務、コンサルティングおよびファイナンシャル アドバイザーサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 カ国を超えるメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約 200,000 名におよぶ人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte(デロイト)とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)およびそのネットワーク組織を構成するメンバーファームのひとつあるいは複数指します。デロイト トウシュ トーマツ リミテッドおよび各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。その法的な構成についての詳細は www.tohmatsu.com/deloitte/ をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited