

種類株式の評価事例

平成 25 年 11 月 6 日

日本公認会計士協会

- 目 次 -

	頁
I 本研究報告の意義と概要	1
1. 本研究報告の目的と意義	1
(1) 種類株式活用への期待	1
(2) 種類株式評価の必要性と本研究報告の目的	1
(3) 本研究報告の利用上の留意点	2
2. 本研究報告の概要	2
(1) 本研究報告の構成	2
(2) 本研究報告の特徴と留意点	4
II 我が国の種類株式制度の概要	5
1. 会社法 108 条 1 項に定める種類株式	5
(1) 剰余金の配当についての種類株式	6
(2) 残余財産の分配についての種類株式	6
(3) 議決権制限株式	6
(4) 譲渡制限株式	6
(5) 取得請求権付株式	6
(6) 取得条項付株式	6
(7) 全部取得条項付株式	7
(8) 拒否権条項付株式	7
(9) 種類株主の取締役・監査役の選解任についての種類株式	7
2. 類似の効果をもたらす契約等	7
(1) 定款に株主ごとに異なる取扱いを定める場合	7
(2) みなし清算条項を定款で定める場合	8
(3) 株主間契約等	8
III 種類株式の発行事例	9
1. 転換権付配当優先株式	9
(1) 転換権付配当優先株式の意義	9
(2) 転換権付配当優先株式の活用局面	9
(3) 転換権付配当優先株式の条件設計	10
(4) 転換権付配当優先株式の発行事例	10
2. みなし清算条項付種類株式	11
(1) みなし清算条項の意義	11

(2) みなし清算条項付種類株式の活用局面	12
(3) M&AによるEXITの増加とIPO	14
3. 無議決権配当優先株式	14
(1) 無議決権配当優先株式の意義	14
(2) 無議決権配当優先株式の課題	15
(3) 無議決権配当優先株式の種類と評価	15
4. 拒否権条項付株式	16
(1) 拒否権条項付株式の意義	16
(2) 拒否権条項付株式の価値評価上の困難性	16
IV 企業価値、株主価値及び種類株式の株式価値評価	17
1. 企業価値評価ガイドラインにおける企業価値の概念	17
2. 種類株式に関連する実務対応報告や研究報告の概要	18
(1) 実務対応報告第10号「種類株式の貸借対照表価額に関する実務上の取扱い」	18
(2) 租税調査会研究資料第1号「種類株式の時価評価に関する検討」	19
3. 本研究報告における基本的な価値評価の考え方	21
(1) 普通株式の評価を基礎とする方法	21
(2) 将来キャッシュ・フロー期待値を見積もる方法	21
4. 付加される権利と価値評価	21
(1) 配当優先／配当劣後株式	21
(2) 残余財産配分優先／劣後株式	22
(3) 無議決権（議決権制限付）株式	22
(4) 譲渡制限株式	23
(5) 現金での取得請求権付株式	23
(6) 現金での取得条項付株式	23
(7) 拒否権条項付株式	24
(8) 普通株式への転換権付種類株式	24
(9) 付加される権利と価値評価	25
5. 種類株式の価値評価における検討事項	25
(1) 評価法の選択	25
(2) 転換権の評価に関する論点	27
V 種類株式の評価例	28
1. 転換権付配当優先株式	28
(1) 評価例の概要	28
(2) 本件評価例における評価の概要	30
(3) 本件評価例における債権的価値部分の評価	30
(4) 本件評価例におけるオプション価値の評価	33
(5) 本件評価例における種類株式価値の評価	36
2. みなし清算条項付種類株式	36

(1) 評価例の概要	36
(2) 本件評価例における前提条件	37
(3) 本件評価例におけるプット・オプション価値の評価	38
(4) 本件評価例における種類株式価値の評価	40
3. 無議決権配当優先株式	40
(1) 評価例の概要	40
(2) 本件評価例における評価の概要	41
(3) 本件評価例におけるオプション（プット／コール）の評価	41
(4) 本件評価例における種類株式価値の評価	48
VI 公認会計士による種類株式の第三者評価	49
1. 種類株式の第三者評価の必要性とその意義	49
(1) 上場規程に基づく第三者評価	49
(2) コーポレート・ガバナンスに基づく第三者評価	49
(3) 第三者評価の意義	49
(4) 第三者評価の選定形態	50
2. 公認会計士が第三者評価を行う際に専門家として留意すべき事項	51
(1) 業務の受嘱等で留意すべき事項	51
(2) 種類株式の評価に関する専門的な知識と経験	52
(3) 種類株式の評価に関する経験と事例の蓄積	52
(4) 基礎資料の検討	52
参考資料 企業価値評価ガイドライン「IV 評価アプローチと評価法 2. から 7.」の抜粋	53
2. 評価アプローチの分類体系と特徴	53
(1) 評価アプローチの体系と概念	53
(2) 評価アプローチの意義	53
(3) 評価アプローチにおける評価法	54
(4) 評価アプローチの一般的な特徴	54
3. 評価目的と評価アプローチの選定	55
(1) 評価アプローチ選定における問題点と留意点	55
(2) 評価アプローチ選定と留意例	55
4. 総合評価の方法	56
(1) 総合評価の重要性と留意点	56
(2) 単独法	57
(3) 併用法	57
(4) 折衷法	58
5. インカム・アプローチにおける評価法	58
(1) フリー・キャッシュ・フロー法	58
(2) 調整現在価値法	61

(3) 残余利益法	62
(4) その他の評価法	64
(5) インカム・アプローチ適用上の留意点	65
6. マーケット・アプローチにおける評価法	67
(1) 市場株価法	67
(2) 類似上場会社法	67
(3) 類似取引法	69
(4) 取引事例法（取引事例価額）	69
7. ネットアセット・アプローチにおける評価法	70
(1) 簿価純資産法	70
(2) 時価純資産法（修正簿価純資産法）	70

I 本研究報告の意義と概要

1. 本研究報告の目的と意義

(1) 種類株式¹活用への期待

業績の安定した上場企業に投資する場合と比べて、ベンチャー企業や再生企業に投資することは非常にリスクの高いものである。そのため、ベンチャー企業や再生企業に対する投資は、当該投資に熟練したプロの投資家により行われることが多い。プロの投資家は、高いリスクを軽減させるために、様々な手当てを施す。

プライベート・エクイティ・ファンドなどが再生企業に投資する場合には、普通株式とは異なる条件を付した種類株式を発行させ、それを取得することが多い。一方、ベンチャー・キャピタルなどがベンチャー企業に投資する場合には、特別な条件を株式自体に付与する方法を取る場合のほか、株主間契約又は投資契約を締結するなどの形を取ることも多い。また、日本のベンチャー・キャピタルは、ベンチャー企業の経営者に対して、一定期間内に上場しなかった場合には株式を買い取る条件を付したりすることも多い。

既存の株主間で締結される契約は、当事者以外の者には分かりにくく、新たな投資を受け入れる上での障害となることもある。

ベンチャー・キャピタルは、非常にリスクの高いベンチャー企業に対する投資を行い、回収することによって利益を獲得することを業としているため、投資に際して、可能な限りリスクを軽減させようとする。しかしながら、買取条件など、ベンチャー企業の経営者に余りにも多大な負担を強いることが、起業しようとする者の意欲をそぐことになっている可能性も一部で指摘されているところである。

米国のベンチャー・キャピタルは、普通株式に様々な権利を付した種類株式の形でベンチャー企業に投資し、IPO以外による投資の回収の機会の可能性を増やすことによってリスクを回避しつつ、投資のリターンを得ていることは良く知られているところである。

日本においても、こうした種類株式による投資が一般化することになれば、起業しようとする者の制約が多少なりとも軽減されることも期待できるかもしれない。また、日本のベンチャー・キャピタルにとっても、種類株式による投資が一般化すれば、一定のメリットはあるものと考えられる。

(2) 種類株式評価の必要性と本研究報告の目的

種類株式が資金調達的手段としてより一層活用されるようになるためには、その評価の基本概念、評価アプローチ及び評価法の確立が重要な点の一つである。本研究報告は、実務の参考となるように、比較的よく使われている権利を付した種類株式の評価例についてまとめたものである。

¹ 我が国の種類株式制度については本研究報告の「II 我が国の種類株式制度の概要」に記述されている。「図表II-1」に示された「会社法108条1項に定める種類株式」と「類似の効果をもたらす契約等」を、広義の種類株式として記述している。また、会社が会社法108条1項各号に定めるいずれかの種類株式を定款で定めていれば、「普通株式」も会社法上種類株式となる。以下、権利内容に特段の定めのない株式を「普通株式」と表記する。

企業の発行する株式が普通株式のみの場合、企業の株主価値の総額を発行済株式総数で除した金額が1株当たりの価値となる。しかしながら、普通株式に加えて種類株式も発行している企業では、種類株式と普通株式とで相違する権利内容が価値評価上反映することが可能なものであれば、種類株式と普通株式の1株当たりの価値は異なるものになる。また、種類株式は、普通株式に優先する権利を有していることが多い。

その場合には、企業の株主価値の総額から種類株式の価値総額を控除した残余の価値が普通株式に割り当てられる価値となる。そして、株主価値総額、普通株式価値総額及び種類株式価値総額の関係は、下図のようになる。

【図表 I - 1 株主価値、普通株式価値及び種類株式価値の関係式】

株主価値総額	=	普通株式価値総額	+	種類株式価値総額
--------	---	----------	---	----------

普通株式と比べて、権利内容の異なる種類株式は、その異なる内容を把握して、価値の妥当性を検討するのに調査コストがかかる。一般に、金融商品は、付すことが出来る権利内容の範囲が増え、自由度が増せば増すほど、その理解のためにコストがかかることになり、取引コストの増加につながる。種類株式についても、その評価の複雑性が普及を妨げている可能性は否定できない。本研究報告は、典型的なスキームの種類株式の評価例を公表することによって、こうした取引コストを軽減し、種類株式の普及に役立つことを期待するところであり、種類株式の保有者にとっても、保有する種類株式の評価の参考に資するものとする。

(3) 本研究報告の利用上の留意点

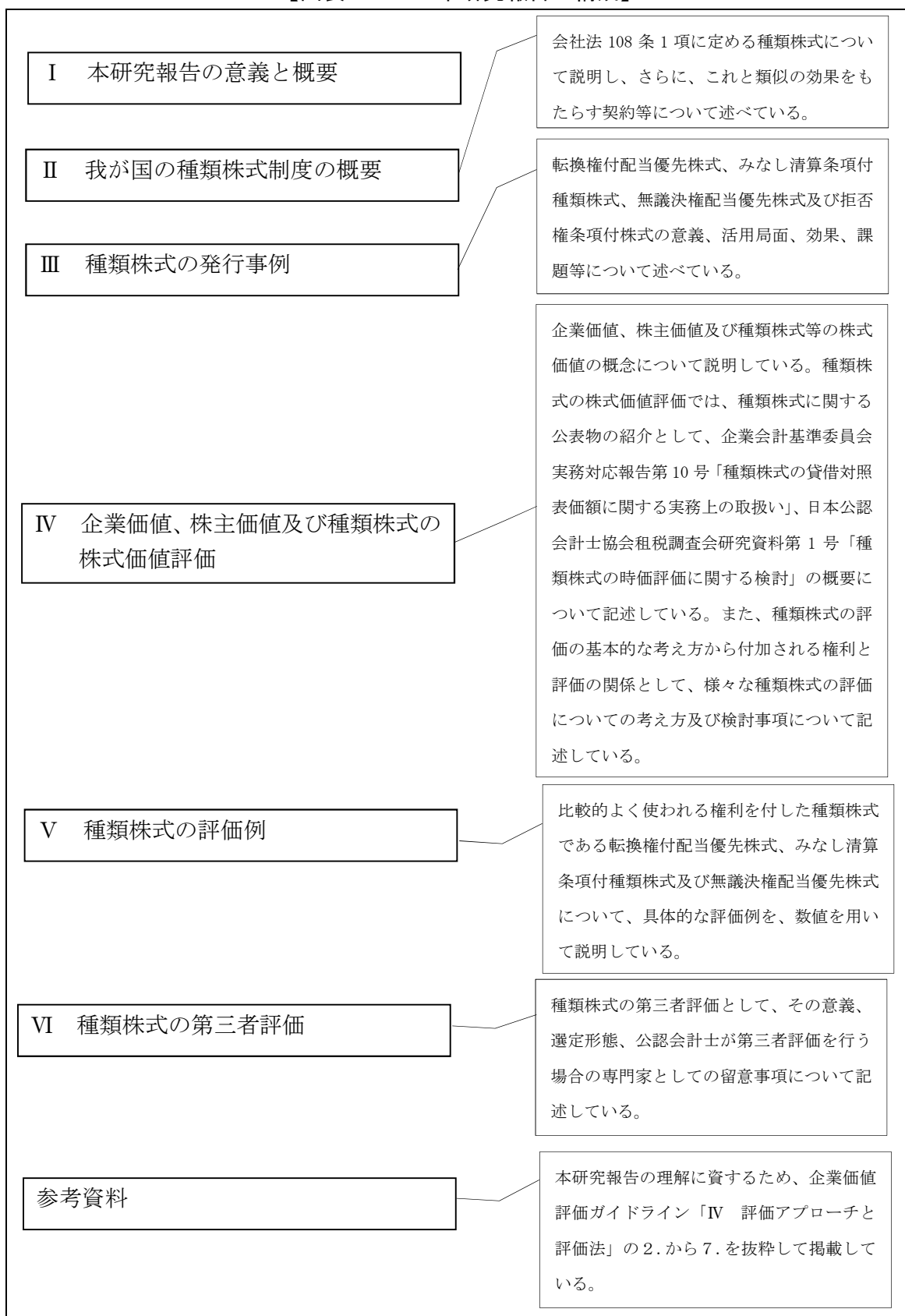
既述のとおり、本研究報告は、実務の参考となるように、比較的よく使われている権利を付した種類株式の評価例についてまとめたものである。したがって、本研究報告は、種類株式の価値評価の「基準」、「マニュアル」又は「指針」といったものではなく、実務を拘束するものではない。また、今後本研究報告に記載した評価例よりも優れたものが考案された場合には、その採用を妨げるものではない。

2. 本研究報告の概要

(1) 本研究報告の構成

本研究報告の構成を要約したのが、次の図である。

【図表 I - 2 本研究報告の構成】



(2) 本研究報告の特徴と留意点

① 本研究報告の位置付け

本研究報告には、比較的よく使われると思われる権利を付した種類株式について、各々一つの評価例を記載している。本研究報告のこれらの評価例とは異なる権利を付した種類株式の場合には、異なる評価アプローチ及び評価法が採られることになる。また、本研究報告の評価例と同様の権利を付した種類株式の評価であっても、設定条件等が異なる場合には、他の評価法を採用することになる可能性もある。

② 提供される情報の検証²

提供された情報は無批判に使用するのではなく、慎重さや批判性等を發揮して、その情報の検討・分析を行う必要がある。価値評価業務において、提供される情報の真実性・正確性・網羅性について原則として検証する義務を負うものではない。このことは種類株式の評価を行う際にも同様である。通常は、これらの情報が真実・正確・網羅的であるとの前提に基づいて業務を遂行することになる。価値評価に際しては、情報に関するこれらの欠如に起因して生じる問題から公認会計士が免責されるよう配慮する必要があるからである。

③ 将来予測数値の不確実性³

評価のために提供される情報の中には、将来予測数値が含まれる場合がある。将来予測数値には不確定要素が高く、予測数値と実際の結果が相違することも頻繁に起こり得る。当該将来情報について公認会計士が検討を行う場合、その達成可能性に関しては責任を負えるものではない。

ただし、不確実性の高い状況にあっても、それを評価で採用するかの判断に際しては、検討・分析が必要である点に留意が必要である。数値予想の前提条件の合理性、予測過程の合理性、作成数値の社内承認や外部公表、更には過去の実績値や信頼できる外部情報等との整合性に関して、検討・分析することになる。提供された非常識・非現実的な将来情報を無批判に受け入れ、機械的にそれを評価に使用するのはなく、批判性を發揮して、基礎資料としての有用性及び利用可能性の判断を行うことが重要である。

④ 企業価値評価ガイドラインとの関係

「企業価値評価ガイドライン」の「Ⅶ 今後の企業価値評価業務と検討課題 4. 種類株式の評価」で種類株式の評価について記述を行った。本研究報告は、種類株式の類型化、発行事例、評価の考え方更には評価例と、企業価値評価ガイドラインの記述を深化させたものである。

² 経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」日本公認会計士協会、平成25年7月、I 4.(2) 提供される情報の検証。本研究報告では、これを「企業価値評価ガイドライン」と呼称する。

³ 企業価値評価ガイドライン、I 4.(3) 将来予測数値の不確実性

Ⅱ 我が国の種類株式制度の概要

1. 会社法108条1項に定める種類株式

本章では、我が国の種類株式制度について記述する。会社法に定めるものを含め、我が国の実務としては、下表に示す種類株式及び類似の効果をもたらす契約等がある。

【図表Ⅱ－1 我が国の種類株式及び類似の効果をもたらす契約等】

根拠		権利の内容
会社法 108 条 1 項に定める種類株式		剰余金の配当 残余財産の分配 議決権の制限 譲渡の制限 株式取得の請求、株式取得条項、全部取得条項 株主総会決議の拒否権、取締役・監査役の選解任権
類似の効果をもたらす契約等	定款に株主ごとに異なる取扱いを定める場合	剰余金の配当 残余財産の分配 株主総会決議の議決権
	みなし清算条項を定款で定める場合	みなし清算条項
	株主間契約等	合併等対価の優先分配権 希薄化防止条項 先買権 (rights of first refusal) ドラッグ・アロング・ライト (drag-along rights) 共同売却権 (co-sale rights)

種類株式は会社法上で直接定義されているわけではなく、会社法2条13号の内容から「株式会社は、剰余金の配当その他の権利の内容が異なる2種類以上の株式を発行した場合、その各株式」と定義できる。剰余金の配当その他権利の内容については、会社法108条1項に記載されている。

なお、定款に権利内容について特段の定めのない株式を一般に「普通株式」というが、これは会社法で定義されている株式ではなく、会社が会社法108条1項各号に定めるいずれかの種類株式を定款で定めていれば、「普通株式」も会社法上種類株式となる⁵。

また、会社法108条1項の各号は、株式の権利内容について異なる定めを設けることができる事項を限定列挙したものであり、明文の規定がある場合（会社法164条1項、322条2項等）を除いて、これら以外の事項について権利内容の異なる株式は認められない⁶。

⁴ 会社法 108 条 1 項に定める種類株式に加えて、これと類似の効果をもたらす契約等についても、本研究報告では、例えば「みなし清算条項付種類株式」としたように「種類株式」という呼称を付している。

⁵ 相澤哲、葉玉匡美、郡谷大輔『論点解説新・会社法』2006年6月、商事法務、54頁

⁶ 相澤哲、葉玉匡美、郡谷大輔『論点解説新・会社法』2006年6月、商事法務、55頁

本研究報告は、価値評価の面からこれらを検討することを目的としていることから、会社法に定める種類株式に加えてこれと類似の効果をもたらす契約等に基づく場合も含めて種類株式と呼称している。

(1) 剰余金の配当についての種類株式

前記のとおり、剰余金の配当について内容の異なる二つ以上の株式の発行ができる（会社法108条1項1号）。他の株式に比べて優先的な扱いを受ける株式を剰余金の配当に関する優先株式、劣後的な扱いを受ける株式を劣後株式ということがある。優先株主に対するある年度の剰余金の配当が定款で定められた一定額か一定割合に達しない場合に、その不足額が次年度以降の剰余金によって填補されるものを累積的優先株式、次年度以降の剰余金で填補されないものを非累積的優先株式という。また優先株主へ定款で定められた優先的内容の配当した後に残余の利益があつて普通株主に対して剰余金分配をする場合に、普通株式とともに剰余金配当に参加する優先株式を参加的優先株式、参加しない優先株式を非参加的優先株式という。

トラッキング・ストック（特定事業連動株式）も剰余金の配当に関する種類株式の一類型である。

(2) 残余財産の分配についての種類株式

会社清算の場合などの残余財産の分配について内容の異なる二つ以上の株式の発行ができる（会社法108条1項2号）。

(3) 議決権制限株式

議決権を行使できる事項について内容の異なる種類株式を発行することができる（会社法108条1項3号）。一切の議決権が認められない無議決権株式や定款で議決権が復活する旨の規定を定めた議決権復活条項付議決権制限株式も、この一類型である。

(4) 譲渡制限株式

譲渡による種類株式の取得について発行会社の承認を要する株式をいう（会社法2条17号、会社法108条1項4号）。

(5) 取得請求権付株式

株主がその株式について発行会社に取得を請求できる株式をいう（会社法2条18号、会社法108条1項5号）。

(6) 取得条項付株式

発行会社が一定の事由が生じたことを条件としてその株式を取得することができる株式をいう（会社法2条19号、会社法108条1項6号）。

(7) 全部取得条項付株式

当該種類の株式について、発行会社はその株主総会特別決議で全部を取得することができる株式をいう（会社法108条1項7号）。

(8) 拒否権条項付株式

発行会社の株主総会において決議すべき事項のうち、その株主総会決議のほか、その種類の株式の種類株主を構成員とする種類株主総会の決議が必要とする株式をいう（会社法108条1項8号）。その決議事項につき、その種類株式の種類株主を構成員とする種類株主総会の決議のない限り、株主総会決議の効力が生じないため、拒否権条項付株式といわれている。合弁契約や株主間契約の一部の法的位置付けを明確にするために用いられ、取締役選任についての種類株式を経営者側に発行することで、敵対的買収阻止に用いられることが想定される。

(9) 種類株主の取締役・監査役の選解任についての種類株式

委員会設置会社、公開会社を除く会社で認められる。定款の定めにより、その種類の株主の総会における取締役、監査役の選任について、内容の異なる種類株式を発行できる（会社法108条1項9号）。例えば、合弁会社において出資比率に応じて取締役を選任する株主間契約の法的位置付けを明確にするために、ある種類株主総会でX人の取締役の選任、別の種類株主総会でY人の取締役の選任をする場合にこの種類株式の利用が想定される。

2. 類似の効果をもたらす契約等

(1) 定款に株主ごとに異なる取扱いを定める場合

発行する株式の全てに譲渡制限がある会社においては、種類株式を発行することなく、定款で以下の事項について株主ごとに異なる取扱いを行う旨を定款で定めることができる（会社法109条2項）。

- ① 剰余金の配当を受ける権利
- ② 残余財産の分配を受ける権利
- ③ 株主総会の議決権に関する事項

通常、株式1株につき1議決権とする規定（会社法308条1項）から複数議決権を与えることはできない。しかしながら、定款で株主ごとに異なる取扱いを議決権について行う旨を記載し、例えば、ある種類株主権者は転換後の普通株式と同じ数の議決権を有するなどとなることがみられる⁷。

⁷ 宍戸善一、ベンチャー・ロー・フォーラム編『ベンチャー企業の法務・財務戦略』商事法務、2010年10月、267頁、棚橋元、林宏和による執筆箇所を参照

(2) みなし清算条項を定款で定める場合

会社法では、合併等組織再編の対価の割当てについて、合併契約、株式交換契約等で株式の種類ごとに異なる取扱いを定めることを認めている（会社法749条2項、753条2項、768条2項、773条2項）。この規定を前提として、会社が第三者に買収される際に、組織再編の形式が取られる場合、買収会社（存続会社、完全親会社）の株式等の対価を、消滅会社又は完全子会社になる会社の発行する優先株式に対して優先的に割り当てるとして、あらかじめ定款に記載する方法が考えられる⁸。いわゆるみなし清算条項を導入したこのような場合においては、種類株式の経済的な価値を構成するものと想定される⁹。

(3) 株主間契約等

会社法上の規定を用いるのではなく、投資契約又は株主間契約で株主の地位を定めることがある。その代表的類型としては、下記のようなものが挙げられる。ただし、当該契約上の地位は、株式の譲渡により当然に承継されるものではない。そのため、株式の引受け条件、又は譲受け条件にはなっても、株式の処分可能価値を構成するものではないと考えられる。

① 合併等対価の優先分配権

合併、事業譲渡、株式移転、株式交換等の会社組織再編時に、合併等対価を優先的に分配される権利

② 希薄化防止条項

新規の増資において、前の増資時の発行価額よりも低い価額で株式が発行される場合、既存株主の持分比率の希薄化を緩和する権利。既存株主の持分が希薄化しないように、投資契約によってその持株割合に応じて新株等の引受権を有することが定められることがある。

③ 先買権 (rights of first refusal)

経営陣が所有する株式を売却しようとする場合などにおいて、それ以外の株主が通知を受け、売却対象となっている株式を買い取る機会を与えられる権利

④ ドラッグ・アロング・ライト (drag-along rights)

自ら（一般的には支配株主であるが、逆の場合もある）が株式を売却する場合に、他株主に対して全ての所有株式を自らと同じ条件で定められた相手先に売却することを強制できる権利

⑤ 共同売却権 (co-sale rights)

既存株主が先買権を行使せず、経営陣による株式売却を認めた場合、既存株主がその保有株式の一部を経営陣と同じ条件で第三者に売却できる権利

⁸ 同上/277頁、棚橋元、林宏和による執筆箇所を参照

⁹ 会社法108条1項で発行可能な種類株式は限定されており、同項に規定されていないこのみなし清算条項は、発行できないとの解釈もあることに留意が必要である。

Ⅲ 種類株式の発行事例

我が国の種類株式制度についてⅡで概観した。本章では、比較的よく使われている転換権付配当優先株式、みなし清算条項付種類株式、無議決権配当優先株式及び拒否権条項付株式について、意義、活用局面、効果、課題等について述べる。

1. 転換権付配当優先株式

(1) 転換権付配当優先株式の意義

転換権付配当優先株式とは、定期的に所定の優先配当を受け取る権利と、一定の場合に普通株式を取得対価として発行会社に当該優先株式の取得を請求する権利が付された種類株式である。通常、転換権付配当優先株式には議決権は付与されない。

(2) 転換権付配当優先株式の活用局面

転換権付配当優先株式は、主に企業再生等で利用される。典型的なケースは、デット・エクイティ・スワップ（「債務の株式化」と呼ばれ、金融債務の一部を現物出資することにより、金融債務を債務者会社の株式と交換すること¹⁰。以下では「DES」と記述する。）によって発行されるものである。

具体的には、業績の悪化等により自己資本が毀損した場合に、有利子負債の現物出資を受け入れることにより優先株式を発行し、自己資本の増強と有利子負債の圧縮による財務改善を図るケースが該当する。

この場合、次のような内容とするのが一般的である。

- ① 議決権が付与されない。
- ② 優先配当受領権を有する。
- ③ 残余財産分配において優先権を有する。
- ④ 普通株式を取得の対価とする取得請求権を有する。

通常、DESによる事業再生が必要となるケースでは、債務超過であったり、自己資本が過少となっているケースが多い。そのため、仮に現物出資した有利子負債に対して議決権のある普通株式を発行する場合、DESに応じた債権者が受領する株式の議決権比率は相当に高くなると考えられる。

しかし、DESに応じた債権者が銀行である場合、銀行法に定める銀行及びその子会社の事業会社の議決権保有制限（いわゆる5%ルール）により、5%を超える事業会社の議決権を保有することが禁じられている。そこで、普通株式に代えて議決権のない株式を発行することにより、5%ルールに抵触することなく債務の株式化を実現することが可能となる。

一方、単に議決権がないだけの株式であれば、それを引き受ける経済合理性がないと考えられる。そこで、議決権がないことの代償として、優先配当の受領権及び残余財産分配の優先権が付与されるのが一般的である。

¹⁰ 経営研究調査会研究報告第47号「事業再生実務と公認会計士の役割」、日本公認会計士協会、平成23年12月、6頁

また、債権には満期日が定められており、投下資本の回収が明示的に合意されているが、株式の場合、満期は存在せず、原則として第三者に譲渡することでしか投下資本の回収が不可能である。そこで、上場会社がDESを行うケースでは、普通株式を取得の対価とする取得請求権を付すことにより、優先株式を普通株式に転換し、当該普通株式を市場で売却することにより投下資本回収を図ることができる。発行企業側においても、優先株式の償還に伴うキャッシュアウトを回避できるメリットがある。

(3) 転換権付配当優先株式の条件設計

種類株式の発行に当たり、(2)において述べた典型的な内容に加え、以下の条件を付加するケースがある。

① 転換価格修正条項の付与

上場株式の優先株式に対する投下資本の回収を普通株式への転換と当該普通株式の市場売却により行うことを予定している場合、取得価格の修正条項を付すことにより、実質的な投下資本回収価格の変動リスクをヘッジするケースがある。

具体的には、優先株式の取得対価として交付する普通株式の数量を、取得対象となる優先株式の1株当たり当初払込額を取得請求時点における直前一定期間の普通株式の市場価格の平均値で除した数量と定める等の方法による。

② 金銭対価による取得請求権の付与

非上場株式や出来高が少なく流動性の低い上場株式等で普通株式の売却による投下資本回収が困難な場合に、将来事業再生が進捗し一定の資金余剰が発生した際の金銭を対価とする取得請求権を付与することにより投下資本回収を図るケースがある。

具体的には、決算期末の純資産の額が一定の金額を超過した場合に、当該年度の利益剰余金等から一定の金額を控除した金額を上限として当初払込金額での金銭による取得請求を認めるなどの方法による。

(4) 転換権付配当優先株式の発行事例

以下は、近時の事業再生局面におけるDESの対価として発行された転換権付配当優先株式の発行事例である。

【図表Ⅲ－１ 転換権付配当優先株式の発行事例】

	事例1	事例2	事例3
発行日	2009年10月30日	2010年10月31日	2011年8月24日
発行価格	1,000円/株	8,000円/株	435円/株
優先配当	1株当たり1,000円×(6か月円TIBOR+1.5%)	2013年5月31日までの基準日は585円/株 それ以降は普通株式の1株当たり配当額の2倍	普通株式の1株当たり配当額と同額
通常配当への参加	なし	なし	なし
配当の累積	あり	あり	なし
議決権	なし	なし	なし
残余財産分配優先権	発行価格+累積未払優先配当+未払経過利息(未決定の優先配当の日割り相当額)	発行価格+累積未払優先配当	発行価格
普通株式を対価とする取得請求権			
請求可能期間	2013年6月30日から2033年6月30日まで	2013年12月1日以降随時	2016年8月25日以降随時
対価として交付する普通株式の数	1,000円を請求基準日の45営業日前から30営業日の期間の株価終値の平均値の90%相当額で除して得られる数	8,000円を請求日の直前30営業日間の株価終値の平均値で除して得られる数	当初は3株 株式分割・株式併合・新株予約権発行等による希薄化・組織再編等の場合に適宜調整
全て行使された場合の希薄化率	取得請求権行使時の株価に応じて変動	取得請求権行使時の株価に応じて変動	1,089% (DES以外に同時発行される他の優先株式による希薄化を含む。)
普通株式を対価とする強制取得条項	普通株式を対価とする取得請求権が行使可能期間中に行使されなかった優先株は、強制的に普通株式を対価として取得される。	普通株式を対価とする取得請求権行使と同一条件で会社側からの強制取得が可能	2012年8月25日以降随時、普通株式を対価とする取得請求権行使の場合と同一の条件で会社側からの強制取得が可能
金銭を対価とする取得請求権			
行使条件	直前年度末の純資産残高から、請求日までの間に決定された優先配当額及び同期間内に金銭による取得請求権が行使された額を控除した額が15,000百万円を超える場合に限り、直近年度の当期純利益の1/2相当額から請求日までの間に決定された優先配当額及び同期間内に金銭による取得請求権が行使された額を控除した額を限度として請求可能	なし	なし
対価	発行価格+累積未払優先配当+未払経過利息(未決定の優先配当の日割り相当額)	なし	なし
金銭を対価とする強制取得条項			
行使条件	随時償還可能	分配可能額を限度として随時取得可能	分配可能額を限度として随時取得可能
対価	発行価格+累積未払優先配当+未払経過利息	直近45営業日の普通株の株価終値の平均値又は8,000円/株のいずれか高い方で取得	発行価格

2. みなし清算条項付種類株式

(1) みなし清算条項の意義

米国におけるベンチャー投資においては、合併等の組織再編や実質的な全ての事業譲渡をDeemed Liquidation (みなし清算) として取り扱う種類株式を採用する実務が定着している。すなわち、組織再編等を清算と同様なものとして取り扱い、組織再編

等の事由に伴って株主に分配される財産のうち、優先株主に対して一定の額が優先的に分配される条項を規定した種類株式が一般的に利用されている。

合併により消滅するベンチャー企業の株主は、第三者である存続会社の株式等を対価として割り当てられるが、みなし清算条項は、残余財産分配優先額に相当する対価を優先的に受け取ることができる条項を規定するものである。

残余財産分配とみなして合併等の対価を規定するみなし清算条項には、優先的に分配される額を超える額を、普通株主と同様の分配を受ける参加型の規定である「参加型」と、そのような規定ではない「非参加型」の2種類の取扱いがある。

なお、みなし清算条項による対価は株式ではなく現金であることが想定されるが、存続会社が上場会社であれば、株式を受け取り市場売却することも想定し得る。

ベンチャー投資に当たっては、投資資金の回収（イグジット、以下では「EXIT」と記述）の確保が最重要事項であることから、米国ではみなし清算条項が一般的に採用されており、我が国でも今後利用されることが期待されている。

なお、ベンチャー投資のEXITの確保を目的としているみなし清算条項は、合併以外の組織再編である株式交換や株式移転にも適用されるが、株式譲渡には適用されないと解釈するのが米国の一般的実務である。しかしながら、株式譲渡の対価は、みなし清算条項の定めに従った対価の額によるものと同様の額で合意することが米国では通常であり、実務上、株式譲渡の場合にもEXITの確保にも効果が見込まれている。

(2) みなし清算条項付種類株式の活用局面

① 合併によるベンチャー・キャピタルの損失発生の可能性

ベンチャー投資による投資先企業に、合併等の組織再編が行われるとベンチャー投資を事業とするベンチャー・キャピタルに損失が発生する可能性がある。

例えば、次の例では、ベンチャー・キャピタルに損失が発生する。

【図表Ⅲ－２ ベンチャー・キャピタルの出資先A社の株主構成】

	① 1株当たり 取得原価（円）	② 所有株式数(株) (議決権割合)	①×② 取得原価総額 (千円)
創業社長	100	100,000 (71.4%)	10,000
ベンチャー・キャピタル	30,000	40,000 (28.6%)	1,200,000
合計		140,000 (100.0%)	1,210,000

(ア) A社の創業社長は、A社とB社とを合併することを決意した。

(イ) A社とB社との合併比率は、1：1であり、現在のB社の1株当たりの価値は、28,000円である。

上記の合併条件におけるA社株主のキャピタル・ゲイン（本例では税金は考慮しない。）は、以下のとおりである。

【図表Ⅲ－3 上記の合併条件におけるA社株主のキャピタル・ゲイン】

	①A社の 1株当たり 価値 (円)	②合併によ り交付され る株式数 (株)	③=①×② 合併により 受け取る対 価総額 (千円)	④取得原価 総額 (千円)	⑤=③-④ キャピタル・ ゲイン (△ロス) (千円)
創業社長	28,000	100,000	2,800,000	10,000	2,790,000
ベンチャー・ キャピタル	28,000	40,000	1,120,000	1,200,000	△80,000
合計			3,920,000	1,210,000	2,710,000

創業社長は、28億円弱のキャピタル・ゲインを得る一方で、ベンチャー・キャピタルは8千万円の損失を被ってしまう。ベンチャー・キャピタルは、議決権割合が28.6%に過ぎないことから、株主総会の当該合併議案の特別決議を阻止することができず、損失が発生してしまうことになる。

② みなし清算条項付種類株式によるベンチャー・キャピタルの利益確保

みなし清算条項には、ベンチャー・キャピタルが引き受けた価格を下回るEXITを余儀なくされることを回避する効果を持つ。この事例において、ベンチャー・キャピタルがみなし清算条項として、合併等の組織再編がある場合には、1株当たり60,000円の分配を受けられる旨の取扱いがあれば、ベンチャー・キャピタルは、大きなキャピタル・ゲインを受け取ることができる。

【図表Ⅲ－4 みなし清算条項があった場合のキャピタル・ゲイン】

(ベンチャー・キャピタルのキャピタル・ゲイン)

	①合併による 1株当たり分 配額 (円)	②合併によ り交付され る株式数 (株)	③=①×② 合併により受 け取る対価総 額 (千円)	④取得原 価総額 (千円)	⑤=③-④ キャピタ ル・ ゲイン (千円)
ベンチャー・キ ャピタル	60,000	40,000	2,400,000	1,200,000	1,200,000

(創業社長のキャピタル・ゲイン)

	①合併によりA 社株主が受け取 る対価の総額 (千円)	②ベンチャー・キ ャピタルが受け 取る 対価総額	③=①-② 創業社長が受 け取る対価総 額 (千円)	④取得原価 総額 (千円)	⑤=③-④ キャピタル・ ゲイン (千円)
創業社長	3,920,000	2,400,000	1,520,000	10,000	1,510,000

このように、みなし清算条項が付されることにより、上記事例では、ベンチャー・キャピタルが12億円、創業社長が15億円のキャピタル・ゲインを得ることができ、

創業社長のみがキャピタル・ゲインを得るような合併等の選択肢が排除される効果を持つ。

(3) M&AによるEXITの増加とIPO

従来、ベンチャー・キャピタル投資におけるEXIT 件数は、日米ともにIPOがほとんどであったが、現在の米国では、M&Aの比重が高くなっている。我が国でもM&AによるEXITが増えているものの、IPOによるEXIT の比重は相変わらず高い状況にある¹¹。しかしながら、我が国も米国と同様にIPOの件数は、長期的に減少傾向にあることから、我が国のベンチャー・キャピタルは、M&AとIPO両者を視野に入れた投資を増加させていかざるを得ないものと考えられる。

ベンチャー・キャピタルは、M&Aにおけるみなし清算条項付種類株式を活用することによってM&AとIPO両者を視野に入れた投資を強化することが期待できる。

3. 無議決権配当優先株式

(1) 無議決権配当優先株式の意義

無議決権配当優先株式は、普通株式（エクイティ）と社債（デット）の中間的な性格を有している。この無議決権配当優先株式は様々な設計が可能である。例えば、元本返済（額面償還）条件や残余財産権では普通株式に近く、既存の支配構造に影響を与えないという点では社債に近い存在といえる。

そのような特性から、国内では、これまで財務状況が悪化した企業を救済する目的で無議決権配当優先株式が活用されることが多かった。例えば、不良債権処理が本格化した2000年前後には、多くの銀行で自己資本比率を改善する施策として、無議決権配当優先株式による資金調達が行われた。

無議決権配当優先株式は、発行企業にとっては、既存の株主の議決権を希薄化することなく自己資本により資金調達ができる点に意義があり、その活用範囲は救済目的に限定されるものではない。欧米では資金調達の多様な手段の一つとしてこれが定着しており、企業業績が堅調な状況においても無議決権配当優先株式が多く活用されている。

例えば、ベンチャー企業は、初期段階において研究開発やマーケティングの資金負担が重く、同時に財務的安定性の確保が重要な経営課題となるが、それらの経営課題と同等に創業者の議決権比率の維持は重要な課題である。無議決権配当優先株式は、創業者の議決権を希薄化させることなく、これらの経営課題に対応することができる有用な調達手段といえる。

また、一般投資家の視点からすると、例えば、議決権よりも高配当を重視する傾向のある投資家にとって無議決権配当優先株式は、魅力的な金融商品といえ、そのような投資家の選好に合った金融商品としての意義がある。

¹¹ 「未上場企業が発行する種類株式に関する研究会報告書」未上場企業が発行する種類株式に関する研究会、平成23年11月

(2) 無議決権配当優先株式の課題

上記(1)で記述した意義が考えられるものの、日本における無議決権配当優先株式の実務上の定着には多くの課題が残っている。

ベンチャー企業の活用事例については、発行企業側には十分なメリットがある一方で、ベンチャー企業は短期的な配当が期待できないため、投資家にとって優先配当権のメリットは低く、現実的に日本で活用される事例が少ないのが現状である。これは優先株式の活用が進んでいる欧米についても同様の傾向がある。

一般企業の資金調達的手段としても、特性を生かして十分に活用されている状況には至っていないのが現状である。日本では伊藤園が初めて優先株式を上場したが、その時期に前後して優先株式に関する注目は高くなり、上場会社の間でも新たな資金調達手段として無議決権配当優先株式の活用を検討する企業が増えた。しかし、伊藤園に続いて優先株式を上場した企業はなく、非上場の無議決権配当優先株式の発行事例も限定的であることから、資金調達手段として市場の十分な評価を得られなかったとする見方もある。

その背景については様々な議論がある。例えば、既存支配権の維持が主たる目的であること、公正価値の評価や判断が複雑になること、種類株主間で利益相反が生じること、等の懸念を投資家が抱くのではないかという意見がある。

資金調達手段や投資形態が多様化することが経済活動の促進に帰することは論を待たず、無議決権配当優先株式の有効活用も期待されるころではあるが、一方で実務上の有用性や活用手法が確立し、無議決権配当優先株式が市場に浸透するには、更なる議論や事例研究が必要であり、しばらく時間を要すると思われる。

(3) 無議決権配当優先株式の種類と評価

無議決権配当優先株式は様々な設計が可能であるが、主に償還の有無¹²がその性格を決める重要な要素といえる。

償還されないものは株式（エクイティ）の性格が強く、優先株式の時価評価では、株主価値の総額をどのように普通株式¹³と優先株式に按分するかが論点になる。この評価方法については、租税調査会研究資料第1号「種類株式の時価評価に関する検討」¹⁴において、優先条件内容等に着目した評価法（優先条件比較法（仮称））として公表されている。この評価法については次章に記述する。

償還される可能性のあるものは社債（デット）の性格が強く、社債の評価方法を基礎に評価をすることになる。償還のタイミングが確定している場合は、発行体及び投資家は償還のオプション権を保有していないので、社債の評価方法とほぼ同様であり、当該株式の時価に影響を与える要素は、優先配当率と市場の期待収益率¹⁵との比較である。優先配当率（配当額／当初発行価額）が期待収益率よりも高い場合は優先株式の時価は額面に対して上昇し、低い場合は下落する。

¹² 正確には金銭又は社債等の他の金融商品に転換される可能性の高低

¹³ 会社法では普通株式という用語は使用されないが、ここでは便宜的に使用している。

¹⁴ 日本公認会計士協会、平成19年10月22日

¹⁵ 社債型優先株について市場が要求する利回り、すなわち割引率のこと。構成要素としては市場で観測されるリスク・フリー・レート、発行体の信用スプレッド等がある。

無議決権配当優先株式には、①発行体が当該優先株式を一定の価格で繰上償還する権利（コール・オプション）や②投資家が発行体に対して当該優先株式の一定の価格での繰上償還を請求する権利（プット・オプション）が設計されている場合がある。これらのオプション権を含んだ無議決権配当優先株式の価値評価については、次章に記述する。

4. 拒否権条項付株式

(1) 拒否権条項付株式の意義

特定の事項について、株主総会の決議のほかにその種類株式を保有する株主の承認決議が必要となる株式である。拒否権条項付株式は、拒否権を有する状態になるため、「黄金株」ともいわれる。会社法において、拒否権条項付株式のみ譲渡制限を行うことも可能となったため、事業承継などの場で活用の幅が広がることが期待される。事業承継における利用例としては、以下のようなものが想定される¹⁶。

- ① 相続に先立って拒否権条項付株式を発行しておき、後継者に当該拒否権条項付株式を取得させる。
- ② 現オーナー経営者が拒否権条項付株式を保持して経営に睨みを利かせつつ、後継者に大部分の株式を生前贈与して経営権を委譲する。
- ③ 後継者以外の相続人に取得させる株式について、議決権制限株式とする代わりに、一定の重要事項について拒否権を付けておく。

ただし、「後継者以外の者が拒否権条項付株式を保有すると経営承継法の適用が受けられない¹⁷」などの制約もあることから留意する必要がある。また、取締役の選解任権、組織再編など、どのような拒否権を付すかどうかについても十分検討する必要がある。

(2) 拒否権条項付株式の価値評価上の困難性

価値評価の観点からは、拒否権条項付株式の拒否権が、例えば会社の議決権の3分の1を超える株式を取得した場合に株主総会の特別決議で決定される重要事項についての拒否権を有している場合のコントロール・プレミアム（いわゆる「拒否権プレミアム」）と同等の権利を有しているものとして、一定の価値を有していると考えられるが、実際にどの程度の価値を有するのか、また、拒否権の内容によって当該プレミアムの価値はどう増減するのかについて、数値的に表すのは極めて困難である。

¹⁶ 「事業承継関連会社法制等検討委員会中間報告」事業承継協議会・事業承継関連会社法制等検討委員会、平成18年6月から抜粋

¹⁷ 経営研究調査会研究報告第45号「事業承継支援マニュアル」日本公認会計士協会、平成23年10月

IV 企業価値、株主価値及び種類株式の株式価値評価

株主に帰属する株主価値は、事業から創出されるキャッシュ・フローなどに基つき算出する事業価値に、事業以外の非事業資産の価値も含めた企業全体の価値である企業価値から、有利子負債等の他人資本を差し引くことによって算定する。普通株式のみを発行している場合には、株主価値を発行済株式総数で割った額が、普通株式1株の価値である。企業が種類株式と普通株式とを発行している場合には、株主価値全体を優先する順番に割り当てていくことによって、それぞれの株式の株主に価値を配分する。

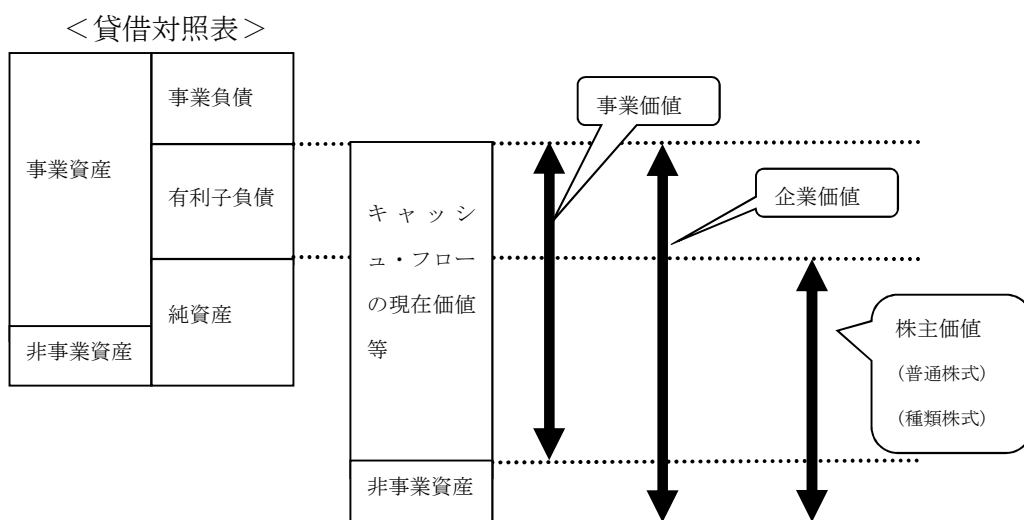
例えば、種類株式が普通株式よりも優先する権利を有している場合には、まず、種類株主に帰属する価値を差し引いた後の残余が普通株主に帰属する価値となる。一方、種類株式が普通株式より劣後する場合には、普通株式に帰属する価値を差し引いた後の残余が種類株主に帰属する価値となる。

種類株式の評価の前段階となる企業全体の価値評価については、経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」において取り扱われており、その「IV 評価アプローチと評価法」の2.から7.までの抜粋を、本研究報告の巻末に参考資料として掲載している。

1. 企業価値評価ガイドラインにおける企業価値の概念¹⁸

実務においては企業価値、事業価値、株主価値など、一概に企業や株式の価値といっても様々な用語が使われている。以下において企業価値、事業価値、株主価値についての概念図を記載し、それぞれの内容について説明する。

【図表IV-1 企業価値評価ガイドラインにおける企業価値の概念図】



(注) 非事業資産には、例えば遊休資産、余剰資金などがある。

¹⁸ 「企業価値評価ガイドライン」の「IV 評価アプローチと評価法 1. 企業価値の概念」参照

【図表Ⅳ－２ 企業価値評価ガイドラインにおける価値概念】

事業価値	事業から創出される価値である。会社の静態的な価値である純資産価値だけではなく、会社の超過収益力等を示すのれんや、貸借対照表に計上されない無形資産・知的財産価値を含めた価値である。図表Ⅳ－１のキャッシュ・フローは営業フリー・キャッシュ・フローといわれるもので、有利子負債に係る支払利息や配当金等の特定の投資家等へのキャッシュ・アウト・フローを控除する前のキャッシュ・フローである。	
企業価値	事業価値に加えて、事業以外の非事業資産の価値も含めた企業全体の価値である。	
株主価値	企業価値から有利子負債等の他人資本を差し引いた株主に帰属する価値である。	
	株式価値	特定の株主が保有する特定の株式の価値 例えば、ある株主が保有する普通株式又は種類株式の価値

2. 種類株式に関連する実務対応報告や研究報告の概要

(1) 実務対応報告第10号「種類株式の貸借対照表価額に関する実務上の取扱い」

現行の金融商品会計基準では、有価証券を保有目的に応じた分類を設け、その測定と評価差額の処理方法を定めている。これを踏まえて、実務対応報告第10号「種類株式の貸借対照表価額に関する実務上の取扱い」（企業会計基準委員会、平成15年3月13日、平成20年3月10日改正）では、公表当時に実務上の取扱いを明確にする必要性が高いと考えられた種類株式の貸借対照表価額について規定している。その中には、いくつかの企業再生の局面で利用されることが多い種類株式も例示されるが、当該実務対応報告は種類株式の一般的な評価方法を示したものではない。会計基準の適用に当たり、償却原価測定を行う場合を明らかにしているほか、時価評価及び減損を行う場合の測定方法を示している。

① 債券と同様の性格を持つと考えられる種類株式

「形式的には株式であっても、発行会社が一定の時期に一定額で償還すると定めている種類株式や、発行会社や保有者が一定額で償還する権利を有し取得時点において一定の時期に償還されることが確実に見込まれる種類株式は、経済的には清算時の弁済順位を除き、債券と同様の性格を持つと考えられるため、その貸借対照表価額は債券の貸借対照表価額と同様に取り扱うことが適当である。」¹⁹としている。

② 債券と同様の性格を持つと考えられるもの以外の種類株式

ア. 市場価格のある種類株式

「市場価格のある種類株式は、当該市場価格に基づく価額をもって貸借対照表価額」とし、「なお、種類株式自体は市場で取引されていなくとも転換を請求できる権利を行使して、容易に市場価格のある普通株式に転換し取引できるような

¹⁹ 実務対応報告第10号「種類株式の貸借対照表価額に関する実務上の取扱い」Q1

場合（例えば、現時点で保有者によって市場価格のある普通株式に転換請求が可能であって、ディープ・イン・ザ・マネーの状態にある場合）も市場価格のある株式として取り扱われると考えられる。」としている²⁰。

イ. 市場価格のない種類株式

市場価格のない種類株式は、取得原価をもって貸借対照表価額とされ、当該株式の発行会社の財政状態の悪化により実質価額が著しく低下したときは、相当の減額を行い、評価差額は当期の損失として処理（減損処理）される²¹。

この場合の種類株式の実質価額の算定については、以下のように分類できる²²。

【図表Ⅳ－3 実務対応報告第10号における債券と同様の性格を持つと考えられるもの以外の、市場価格のない種類株式の実質価額の算定】

評価モデルを利用する方法	
満期の定めのない永久債に類似したようなものや、将来、転換を請求できる権利を行使して市場価格のある普通株式に転換できること等により普通株式の市場価格と関連性を有するもの この場合、困難であると認められる場合を除き、割引将来キャッシュ・フロー法やオプション価格モデルなどを利用した評価モデルによる価額を実質価額とする。	
評価モデルを利用して算定された価額を得ることが困難である場合	
1株当たりの純資産額を基礎とする方法	利益配当請求権に関する普通株式との異同や転換を請求できる権利の条件等を考慮して種類株式の普通株式相当数を算定することが可能な場合
優先的な残余財産分配請求権を基礎とする方法	普通株式よりも利益配当請求権及び残余財産分配権が優先的であるような場合

いずれにしても、この実務対応報告第10号は、「種類株式のうち、現状において実務上の取扱いを明確にする必要性が高いと考えられるもののみを取り上げたものであり²³」、言及されている種類株式の種類は限定的である。

(2) 租税調査会研究資料第1号「種類株式の時価評価に関する検討」

日本公認会計士協会の租税調査会研究資料第1号「種類株式の時価評価に関する検討」²⁴では、株主価値の総額を普通株式と種類株式に配分する方法として、配当請求権や残余財産分配権における優先条件内容等に着眼した評価法（優先条件比較法（仮称））について述べている。これは、配当額のみについて異なる定めがある複数の株式について、予想される配当額の比率で株主価値の総額を配分するというものである。

²⁰ 実務対応報告第10号「種類株式の貸借対照表価額に関する実務上の取扱い」Q2

²¹ 実務対応報告第10号「種類株式の貸借対照表価額に関する実務上の取扱い」Q2

²² 実務対応報告第10号「種類株式の貸借対照表価額に関する実務上の取扱い」Q3

²³ 実務対応報告第10号「種類株式の貸借対照表価額に関する実務上の取扱い」目的

²⁴ 日本公認会計士協会、平成19年10月

例えば、発行されている株式が、優先株式Aと普通株式のみであり、優先株式Aは、優先的に一定額（Z）の配当を受領でき、過去に受領できなかった優先配当額がある場合において、将来その額も追加的に配当を受けられることになっているものの、優先配当後の残余利益からは配当を受領できないという累積型・非参加型の場合の計算例は以下のとおりである²⁵。

【図表Ⅳ－４ 優先条件比較法（仮称）による累積型・非参加型の場合の計算例】

前提	<p>ア. 配当について優先性のある株式Aの配当受益権の価値＝A イ. 配当について優先性のない株式Bの配当受益権の価値＝B ウ. 評価時点の留保利益＝RE エ. 今後予想される年平均利益額＝P オ. 考慮年数（原則として無限大年（∞）とする。ただし、合理的な予測可能期間とすべきとの考え方もある。）＝X カ. 配当可能利益の年平均額（＝計算時点の留保利益÷残存考慮年数＋今後予想される年平均利益額）＝Y キ. 優先配当額単価（固定額と仮定）＝Z ク. 予想配当性向＝α ケ. 優先株式Aの数＝a</p>
計算	<p>① $Y \geq a \times Z$ の場合（配当可能利益の年平均額が優先配当額の合計を上回る場合。なお、判定結果は每期同じと仮定。以下同じ。） $A = a \times Z \times X$ （時間価値は無視） $B = \alpha \times P \times X - A = (\alpha P - aZ) X$ （ただし $\alpha P - aZ \geq 0$） $\therefore A : B = [aZ X] : [(\alpha P - aZ) X]$ $= aZ : (\alpha P - aZ)$ ここで、実際の算定上は、a及びZは固定で所与であり、αは例えば過去の配当利回り実績又は今後の予測値を採用し、Pは会社の利益計画を用いること等が考えられる。</p> <p>② $Y < a \times Z$ の場合（優先配当額の合計が配当可能利益の年平均額を上回る場合） $A = Y \times X$ $B = Y \times X - A = 0$ \therefore この場合、剰余金の配当に関する価値は全て優先株式Aに配分されることとなると考えられる。 ここで、実際の算定上は、Yのうち計算時点の留保利益は所与であり、計算期間も原則として所与であると考えられる。</p>

²⁵ 租税調査会研究資料第1号「種類株式の時価評価に関する検討」日本公認会計士協会、平成19年10月、19から20頁

3. 本研究報告における基本的な価値評価の考え方

前節の内容を踏まえ、種類株式の評価に関する本研究報告の基本的な考え方を示すと、以下の二つに大別される。

(1) 普通株式の評価を基礎とする方法

普通株式の評価を基礎として、付加されている権利を勘案することにより決定する方法である。普通株式と種類株式の違いが配当額のみしかない場合、種類株式の配当の期待値と普通株式の配当の期待値の差を普通株式の価値に加算した値が種類株式の価値と考えることができる。

しかしながら、付加されている権利の中には、後述しているように定量的に表すことが困難な権利も多い。そうした数値的に表すことが困難な権利については、価値評価上、反映されないこともある。

(2) 将来キャッシュ・フロー期待値を見積もる方法

上述の普通株式の評価を基礎とする方法は、付加されている権利が比較的単純で定量化できる場合にのみ有効な方法であり、通常は、将来キャッシュ・フロー期待値を見積もり、割引計算を行った現在価値を種類株式の価値とする方法を取ることが多い。

そうした場合、種類株式の保有者が付与されている権利を行使するか否かで、将来受け取るキャッシュ・フローが増減するような種類株式が存在する。また、発行者が買取り又は繰上償還の権利を有しているような種類株式もある。こうしたケースでは、権利が行使される可能性を考慮した価値を算定する必要がある。権利が行使されるかどうかは、どのような条件の下で行使されるかという一定の前提に基づく行動・行為を想定して、それに基づく将来キャッシュ・フローを見積もることから、オプション価値を評価するためのブラック・ショールズ式、二項モデル²⁶、三項モデル、モンテカルロ・シミュレーション等の手法が採用されることになる。

4. 付加される権利と価値評価

(1) 配当優先／配当劣後株式

単純に考えれば、配当優先株式は普通株式に比較して高い評価となり、劣後株式は普通株式に比較して低い評価となる。しかし、多くの配当優先株式及び配当劣後株式は無議決権株式であり、普通株式への転換請求権又は現金での取得条項付若しくは取得請求権付の株式であることが多いため、配当の優劣だけで種類株式の評価額が決まるものではない。

一般的な配当優先株式は無議決権であり、普通株式に優先する配当権が付与されているタイプのため、普通株式に比較して負債的な性格を有するものである。すなわち配当可能利益がある場合に、まず配当優先株式の配当が行われ、それでも配当可能利

²⁶ 原資産価格が一定の幅で上下することを仮定し、その価格推移からオプションの価値を計算する方法である。二項モデルは、例えば株式の時価が二つの変動パターンのみで将来にわたり推移すると仮定し、その価格変動からオプションの経済的価値を計算する手法である。二項モデルは複雑なオプションでも計算することができるというメリットがある一方、計算ロジックがやや複雑であるというデメリットがある。

益が残る場合に普通株式の配当が実施される。また、配当優先株式の配当は、累積する場合と非累積の場合に分けることができる。既述のとおり、累積型とは、配当が実施されない期の配当が累積して翌期以降に支払われるもので、非累積型とは、配当が実施されなかった期の配当が翌期以降に累積して支払われないものである。

一方、配当劣後株式は普通株式に劣後して配当が支払われるものであり、普通株式の配当が実施されない限り劣後株式に配当が実施されることはない。したがって、劣後株式は、優先株式に比較して資本的性格を有することが一般的である。また、劣後株式に、普通株式への転換権が付与されていれば、より資本的性格を有することとなる。

(2) 残余財産配分優先／劣後株式

残余財産配分優先／劣後株式は、配当優先株式については残余財産配分優先となり、配当劣後株式については残余財産配分劣後株式となることが多い。したがって、基本的な考え方は配当優先株式/劣後株式を参照いただきたい。しかし、一般的にゴーイング・コンサーンとしての株式評価を実施する際に、残余財産配分優先/劣後が価値評価に影響を与えることはまれと考えられる。

(3) 無議決権（議決権制限付）株式

無議決権又は議決権制限付株式は、議決権に制限のない普通株式に比較して価値が減少していると考えられる。その減少（ディスカウント）の割合を計算する手法としては、①無議決権株式と普通株式の市場価格の差異分析による方法と、②支配権を目的としたTOBのプレミアム分析による方法があると考えられる。日本においては、①の例として株式会社伊藤園が無議決権である優先株式を東京証券取引所に上場している。以下は同社の普通株式と優先株式の株価推移である。

【図表Ⅳ－５ 株式会社伊藤園の上場普通株式と上場優先株式の株価推移】

日付	第1種優先株式	普通	(A)/(B)=(C)	ディスカウント率
	終値(A)	終値(B)		100%-(C)
2013年3月	1,855	2,241	82.8%	17.2%
2013年2月	1,590	1,877	84.7%	15.3%
2013年1月	1,399	1,777	78.7%	21.3%
2012年12月	1,263	1,590	79.4%	20.6%
2012年11月	1,231	1,521	80.9%	19.1%
2012年10月	1,213	1,502	80.8%	19.2%
2012年9月	1,249	1,559	80.1%	19.9%
2012年8月	1,241	1,557	79.7%	20.3%
2012年7月	1,208	1,489	81.1%	18.9%
2012年6月	1,195	1,492	80.1%	19.9%
2012年5月	1,131	1,327	85.2%	14.8%
2012年4月	1,163	1,448	80.3%	19.7%
		平均	81.2%	18.8%

伊藤園の優先株式は無議決権である一方優先配当権が付与されているため、上記のディスカウント率がそのまま無議決権のディスカウント率であると判断することは

できない。しかし、株式価値において議決権の価値が一定割合であることは間違いないところであろう。

一方、②のTOBのプレミアム分析は欧米及び日本でも様々な研究が行われている。例えば、アメリカでの” Mergerstat review” は、月次及び年次ベースでTOBプレミアムの分析結果を公表している。1998年から2007年における分析では、ネガティブ・プレミアムを除いたTOBプレミアムの平均は、30.7%から62.3%で推移している。

日本のTOBプレミアム分析の研究に関しては、「コントロール・プレミアムに関する考察」（鈴木一功 証券アナリストジャーナル 2005.7）、「実践M&Aハンドブック」（服部暢達、日経BP社、2008年1月）などがある。また株式会社ストライクはTOBプレミアム分析レポートを四半期ごとにウェブサイト上で公表している。一般的にTOBのプレミアムは30%前後といわれているが、そのプレミアムに統合後のシナジーが含まれているという指摘は注目に値する。アメリカの文献によれば、シナジーを含まない純粋なコントロール・プレミアムは10%程度ではないかという意見もある²⁷。

(4) 譲渡制限株式

譲渡制限株式とは、その株式を譲渡するに当たり、取締役会の承認を要する株式のことである。非公開会社では、株式が転々と流通し意図しない株主が出現しないように株式に譲渡制限を付けることは一般的である。

一般的に譲渡制限は株式の流動性を低下させるため株式の評価に当たりディスカウント要因であると考えられるが、会社が売渡先を指定する、又は会社が株式を買い戻すこともあり、流動性が全くなくなるわけではない。また中小企業のM&Aでは譲渡制限を解除し支配株主の移転が行われるが、その際に譲渡制限付きであるが故のディスカウントが行われることはない。したがって、譲渡制限付であることは、場合によって価値評価のディスカウント要因となる可能性はあるものの、常にディスカウントされるものではないことに留意が必要である。

(5) 現金での取得請求権付株式

現金での取得請求権付株式とは、当該株式の保有者が発行企業に対して当該取得請求権付株式をあらかじめ定めた金額で買い戻すことを請求できる権利を有する株式である。現金での取得請求権付株式の保有者は取得請求可能期間で当該株式を現金化する機会を有するため、投資に関するリスクを低減させることが可能であるが、発行企業が取得請求に応ずるための資金を用意できなければ現実的には取得請求権を行使することはできない。また、普通株式への転換権が付された取得請求権付株式の場合には、普通株式への転換が進み取得請求権が行使されない場合もある。したがって、種類株式の評価において、現金での取得請求権が行使されるシナリオを想定するケースは限定的と考えられる。

(6) 現金での取得条項付株式

現金での取得条項付株式とは、発行企業が現金で当該取得条項付株式を買い戻すことが可能な株式である。したがって、取得条項が付された株式は債券の性格を有しDCF

²⁷ Shannon P. Pratt “Valuing a business, 5th Edition” Control and acquisition Premium, 2007, p. 393

法（企業価値評価ガイドラインでは「フリー・キャッシュ・フロー法²⁸」）により評価されることが妥当なケースが多くなる。しかし、発行企業の資金繰りの状況等から判断して取得条項が行使される可能性が高くないケースも存在する。そのような場合には、取得条項が付されていても取得条項が株式の評価に影響を与えないことも考えられる。

(7) 拒否権条項付株式

拒否権条項付株式とは、M&Aや代表取締役の選解任等会社にとって影響の大きい事項に関して、株主総会の決議に加えて、当該拒否権条項付株式の種類株式総会の決議を必要とする株式のことである。いわゆる「黄金株」と呼ばれている株式で、拒否権を有している事項であれば、株主総会（又は取締役会）でどれだけ多数の賛成を得たとしても、拒否権条項付株式の種類株主総会で反対すれば、当該決議事項は効力を生じない。

拒否権は会社の方向性を決定できるため、何らかの価値を有するものと考えられるが、定量的に拒否権を評価した実証研究は多くはない。拒否権条項付株式は通常譲渡制限付株式であることが一般的で、その売買価額が観察されることは非常にまれである。拒否権条項付株式は普通株式に比較して何らかのプレミアムがあることは分かるとしても、発行会社の経営権の状況に応じて拒否権条項付株式の価値は変動し、一般的に定量化は困難であると考えられる。また相続税財産評価基本通達においては、拒否権条項付株式は普通株式と同様に評価してもよいことになっている。

(8) 普通株式への転換権付種類株式

普通株式への転換権付種類株式は、企業再生等においてDESによって無議決権の優先株式を発行した場合において、投資家としてのガバナンスを維持するために再建計画の進捗が思わしくない場合に普通株式への転換を行える権利を付与するケース、又は上場会社が発行する場合には普通株式への転換を通じて投資家は株式市場で転換した普通株式を売却することにより投資回収を図るケース等がある。普通株式への転換が行われるか、そうでないかは発行企業の状況、及び転換条件等を勘案してシナリオ分析を行う必要がある。普通株式への転換権が実施されるシナリオに立つ場合には、転換権の有する価値を分析する必要がある。通常普通株式への転換権は新株予約権の評価と同様に①原資産価格（株価）、②転換価格、③転換期間、④予想配当率、⑤株価の変動率（ボラティリティ）、⑥無リスクレート等を組み込んだ金融モデル²⁹によって計算されることが一般的である。

²⁸ 企業価値評価ガイドラインでは、「フリー・キャッシュ・フロー法」と呼称しているが、これは、営業フリー・キャッシュ・フローを現在価値に割り引くという固有の意味があるため、本研究報告では、それよりも広い概念である「DCF法」という呼称を使用している。

²⁹ ブラック・ショールズ式、二項モデル、三項モデル、モンテカルロ・シミュレーション等が一般的に利用されている。

(9) 付加される権利と価値評価

【図表Ⅳ－6 優先株式の権利の種類と価値評価に与える影響】

権利の種類	評価に与える影響	理由
(1) 配当優先	プラス	普通株式に比較して配当が優先する。
(1) 配当劣後	マイナス	普通株式に比較して配当が劣後する。
(2) 残余財産配分優先	プラス	普通株式に比較して残余財産が優先的に配分される。
(2) 残余財産配分劣後	マイナス	普通株式に比較して残余財産が劣後的に配分される。
(3) 無議決権(議決権制限付き)	マイナス	議決権がない(又は制限されている。)
(4) 譲渡制限付株式	マイナス	流動性が低下する。
(5) 現金での取得請求権付株式	プラス	価格が下落した際にあらかじめ定められた金額で現金化できる。
(6) 現金での取得条項付株式	マイナス	株式価値が上昇した際にあらかじめ定められた金額で現金化され、将来価格が上昇した場合に権利行使をすることによって得られるであろう利益を放棄しなければならないリスクがある。
(7) 拒否権条項付株式	プラス	代表取締役の選任等に決定権を有する。
(8) 普通株式への転換権付株式	プラス	転換権の内容にもよるが、オプションとしての価値が増加する。

5. 種類株式の価値評価における検討事項

(1) 評価法の選択

優先株式の価値評価は、その負債的性格を考慮し、DCF法を用いて計算するのが一般的である。すなわち、配当及び株式の償還等によるキャッシュ・フローに対して、適切な割引率を設定することにより計算される現在価値によって、以下のように評価額が計算される。

この計算を実施する際に検討すべきポイントは、事業計画等に基づいて優先配当が行われるか否かの判断、優先株式の償還等がどのタイミングで実施されるか、そして、発行会社の信用リスクに基づいた割引率をいかに設定すべきか、という点である。

【図表Ⅳ－7 種類株式(優先株式)をDCF法で評価する場合の計算例】

$$\text{優先株式の評価額} = \text{配当によるキャッシュ・フローの現在価値} \\ + \text{償還等によるキャッシュ・フローの現在価値}$$

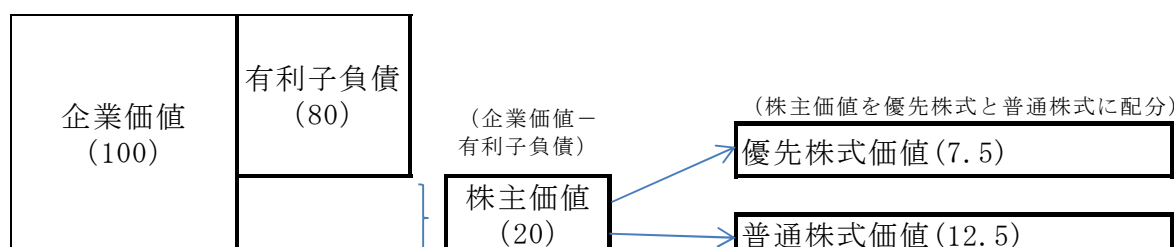
一方、劣後株式の評価についても、償還等が合理的に予想される場合には優先株式の評価と同様にDCF法によって評価を実施するのが適している場合もある。しかし、普通株式への転換権が付与されていてその転換権が行使される場合には、普通株式の価値、転換株式数、劣後株式としてのディスカウント(又はプレミアム)を加味して評価を実施することも理論的には可能である。その場合の計算例は以下のとおりである。

【図表Ⅳ－８ 種類株式（劣後・優先株式）をディスカウント（又はプレミアム）を加味して評価する場合の計算例】

$$\text{劣後（優先）株式価値} = \text{普通株式の価値} \times \text{転換後普通株式数} \\ \times \text{劣後株式ディスカウント（又は優先株式プレミアム）}$$

しかし、普通株式が非公開の場合には普通株式の価値評価を単独で実施することが不可能であるため、企業価値から有利子負債を差引いた株主価値を、普通株式価値と劣後（優先）株式価値に配分することも可能であると考えられる。その計算例を示したのが次の図である。その場合にも、劣後（優先）株式数を普通株式としての株式数に換算する際に、劣後としてのディスカウント（又はプレミアム）を何らかの形で織り込むケースがあると考えられる。

【図表Ⅳ－９ 株主価値を普通株式価値と優先株式価値に配分する場合の計算例】



（設例）

企業価値 (A)	100
有利子負債 (B)	80
株主価値 (C) = (A) - (B)	20

普通株式 (D)	60
優先株式数 (E)	30
優先株式評価割合 (F) * 1	120%
普通株式に換算した優先株式 (G) = (E) * (F)	36
普通株式価値割合 (H) = (D) / ((D) + (G))	62.5%
優先株式価値割合 (I) = (G) / ((D) + (G))	37.5%
優先株式価値 (J) = (C) * (H)	7.5
普通株式価値 (K) = (C) * (I)	12.5

* 1 : 本計算例では普通株式 1 株に対して、優先株式の価値はその 120% であるとしている。

また、普通株式への転換権が付与されている場合には、金融工学モデル等で評価した転換権の価値を DCF 法で評価した債券価値に加えることにより評価額を計算するこ

とも多い。以上のように、評価対象の種類株式の特性に合った評価法を選択する必要がある。

(2) 転換権の評価に関する論点

転換権の評価は、転換請求権の発行要項に付されている諸条件及び引受先との間で締結する引受契約に定められた諸条件を考慮し、一般的に利用されている評価モデル（ブラック・ショールズ式、二項モデル、三項モデル、モンテカルロ・シミュレーション等）により算定を行う。具体的には、基準株価、行使価額、ボラティリティ、権利行使期間、リスク・フリー・レート、配当率、発行会社に付された取得条項、転換請求権の行使に伴う株式の希薄化、株式の流動性、信用リスク等を考慮し算定を行う。

① 転換後の株式の希薄化が評価に与える影響

時価よりも低い行使価額で新株を発行することによって1株当たりの価値が希薄化する。その影響を考慮して、行使価額より低い時価で全量行使された場合には価値は低下するとの前提を置くことになる。このような希薄化に伴う普通株式価値の下落割合は、希薄化の度合いに比例すると考えられる。

② 取得条項を評価に織り込む手法

転換請求権は引受先からの行使を前提とするが、株価が行使価額に代替資金調達コストを加えた額を超過した場合には、転換請求権による資金調達よりも別の代替資金調達の方が調達コストは安価となり株主価値の最大化を考慮して発行会社は取得条項を発動し、転換請求権を取得し消却することが合理的であると考えられる。

取得条項があることは、引受先にとっては株価上昇に伴い転換請求権の価値が上昇しているにもかかわらず発行会社の任意による転換請求権の取得及び消却が実施される可能性があることから、経済的な観点からは引受先にとってリスクとなりデメリットとなる。よって取得条項があることは、転換請求権の引受先が発行会社に対して行使価額を異にするオプションを付与していることと同一であり、転換請求権の価値を減価させる要因となる。代替資金調達コストは、株主資本コストや信用コストを行使価額に加算した額で算出され、当該合計額を株価が超えた場合には取得条項が発動し転換権に関する価値が実現化できなくなるという前提を置くことができる。

V 種類株式の評価例

1. 転換権付配当優先株式

(1) 評価例の概要

事業再生における転換権付配当優先株式（以下、本節の評価例では「優先株式」と呼称する。）の発行事例について、他と同様、評価例を用いて解説する。なお、以下の評価例は説明のために創作したものであり、実際の企業・団体・人物等とは一切関係がない。また、記載されているパラメーターの設定値も評価例のために創作したものであり、実際の価値評価実務で参照されるものではない。

（設例における事案の概要）

上場会社であり、不動産開発業を営むX社は、レバレッジの高い案件を中心に開発事業を展開し、高収益を上げてきた。しかし、2X08年9月に金融危機が発生して急激な信用収縮が生じ、当初予定されていた既存債務のリファイナンスを金融機関から拒まれ、同時に予定していた物件売却において、想定を大きく下回る価格での処分となり、多額の売却損を計上することとなった。この結果、15,000百万円の債務超過に陥った。そこで、私的整理を行うこととし、2X08年12月、主に取引金融機関から債務の株式化（デット・エクイティ・スワップ）12,000百万円、返済条件緩和3,000百万円を実施することで合意が成立した。

債務の株式化においては、第1種優先株式を発行するものとしており、その主な内容は次のとおりである（評価に必要な項目のみ抜粋している。）。

【図表V-1 評価例における第1種優先株式の主な内容】

項目	内容
① 募集株式の種類及び数	第1種優先株式 12,000千株
② 募集株式の払込金額	1株につき1,000円
③ 払込金額の総額	12,000百万円
④ 剰余金の配当	<p>(1) 第1種優先配当金の額 第1種優先配当金の額は、1,000円に、それぞれの事業年度ごとに下記算式により算定される年率（以下「第1種優先配当年率」という。）を乗じて算出した額とする。 第1種優先配当年率＝日本円TIBOR（6か月物）＋1.50%</p> <p>(2) 累積条項 第1種優先株式1株当たりの剰余金の配当の額が第1種優先配当金の額に達しないときは、その第1種優先株式1株当たりの不足額は翌事業年度以降に累積する。以下、当該累積した未払優先配当を「第1種累積未払配当金」という。</p> <p>(3) 非参加条項</p>

	第1種優先配当金及び第1種累積未払配当金を超えて剰余金の配当は行わない。
⑤ 残余財産の分配	当社の残余財産の分配をするときは、全ての種類の株主に対する残余財産の分配に先立ち、第1種優先株式1株につき、(i)1,000円、(ii)第1種累積未払配当金及び(iii)最終事業年度末から残余財産分配の日までの未払優先配当の日割り相当額の合計額を支払う。
⑥ 議決権	第1種優先株主は、株主総会において議決権を有しない。
⑦ 普通株式を対価とする取得請求権	<p>(1) 第1種優先株式の取得と引換えに交付する普通株式の数</p> <p>第1種優先株式の取得と引換えに交付する普通株式の数は、転換請求に係る第1種優先株式の数に1,000円を乗じて得られる額を、下記(2)ないし(4)に定める取得価額で除して得られる数とする。</p> <p>(2) 当初取得価額</p> <p>取得価額は、2X08年12月31日に先立つ30取引日のXX証券取引所における当社の普通株式の普通取引の毎日の終値（気配表示を含む。）の平均値（終値のない日数を除く。）の90%とする。</p> <p>なお、当該金額は500円であった。</p> <p>(3) 取得価額の修正</p> <p>取得価額は、2X08年12月31日以降2X33年6月30日（同日を含む。）までの毎年6月30日及び12月31日（以下それぞれ「修正基準日」という。）における時価（以下に定義される。）の90%（以下「修正基準日価額」という。）が、当該修正基準日に有効な取得価額を下回る場合には、当該修正基準日をもって当該修正基準日価額に修正される（以下、係る修正後の取得価額を「修正後取得価額」という。）。ただし、2X13年7月1日以降、修正後取得価額が2X13年6月30日における取得価額の30%に相当する額（以下「下限取得価額」という。）を下回る場合には、修正後取得価額は下限取得価額とする。</p> <p>修正基準日における時価は、各修正基準日に先立つ30取引日の証券取引所における当社の普通株式の普通取引の毎日の終値（気配表示を含む。）の平均値とする。</p>
⑧ 普通株式への転換	本件の優先株式は、普通株式に転換して市場で売却することにより投下資金を回収することが予定されている。

本件優先株式の発行の特徴は、普通株式を対価とする取得請求権が付与されている

ことである。DESに応じて優先株式を取得した債権者は、株価に対する影響を考慮しつつ、徐々に優先株式を普通株式に転換し、市場で売却することにより資金を回収することとなる。

この時、転換価格を市場株価に連動させることにより、優先株式の普通株式転換後の市場売却によって回収できる資金の総額が変動するリスクを抑制する工夫がなされている。

(2) 本件評価例における評価の概要

前項の評価例の概要にも記述しているとおり、本件の優先株式は、普通株式に転換して市場で売却することにより投下資金を回収することが予定されている。また、保有期間中、約定された優先配当を受け取ることとなる。

したがって、本件優先株式の経済的価値は、①所定の優先配当を受領し、元本を普通株転換して売却し、回収する部分と、②権利行使価格修正条項の付された新株予約権の部分の二つに分解することができる。

この時、①の優先配当の受領及び普通株式転換による元金回収の部分（以下「債権的価値部分」という。）については、債権に類似した性質があると考えられるため、債権の評価に準じ、一定の売却スケジュールを想定して優先配当の受取と普通株転換・市場売却による元金回収を見積もり、DCF法により評価を行うこととする。

一方、②の権利行使価格修正条項の付された新株予約権の価値（以下「オプション価値」という。）については、いわゆる経路依存型オプションであるため、オプション価値の評価が困難である。これらのオプション価値について、本件評価例ではモンテカルロ・シミュレーション³⁰を適用してコール・オプションとしての価値を算定することとする。

(3) 本件評価例における債権的価値部分の評価

① 回収スケジュールの想定

本件優先株式は、毎期の優先配当の受取と、普通株転換・市場売却による元金回収がキャッシュ・フローの源泉となる。このとき、転換価格修正条項の存在により、実際の普通株転換がどのように進捗するかは、将来の株価の推移に依存するため、一定の前提を設定して回収期間を推計することが必要となる。

本件における回収期間は、以下のとおり推計するものとしている。

³⁰ 株価、金利等、市場の影響等により変動するパラメーターで時価が決定されるものについて、乱数を用いたシミュレーションを何度も行うことにより近似解を求める計算手法、解析的に解くことができない問題でも、十分多くの回数シミュレーションを繰り返すことにより、近似的に解を求めることができるため、非常に複雑なオプションの評価を除けば適用範囲が非常に広いというメリットがある。しかしながら、高い精度を得ようとすれば計算回数が膨大になり、計算に時間がかかるというデメリットがある。

【図表V-2 回収期間の推計】

処分期間の推計		
優先株発行数量	A	12,000 千株
優先株発行価格	B	1,000 円/株
優先株発行総額	C=A*B	12,000 百万円
評価基準日における転換価格	D	500 円/株
優先株一株の転換により発行される普通株式数	E=B/D	2 株
普通株式の見込み増加数量	F=A*E	24,000 千株
発行済み普通株式総数	G	30,000 株
1か月あたりの処分可能株式数	H	400 千株/月
見積処分期間	I=F/H/12	5 年

まず、転換価格 (D) は評価基準日における転換価格で一定とし、優先株式 1 株の転換により発行される普通株式数 (E) 及び普通株式の見込み増加数量 (F) を算定する。

次に、X社の株式の取引所における 1 日当たりの出来高等を勘案し、本件においては、1か月当たり処分可能株式数を 400 千株/月としている。

最後に、普通株式の見込み増加数量を 1 か月当たり処分可能株式数で除して見積処分期間を算定する (I)。

② キャッシュ・フローの見積り及びDCF法の適用

上記①で算定した元本回収期間を基に、各年のキャッシュ・フローを算定すると以下のとおりである。

【図表V-3 キャッシュ・フローの算定】

キャッシュ・フローの算定及びDCF法の適用			2X09年	2X10年	2X11年	2X12年	2X13年	合計	単位	注
普通株処分数量	A		4,800	4,800	4,800	4,800	4,800		千株	(*1)
普通株処分価格	B		510	510	510	510	510		円/株	(*2)
普通株処分によるキャッシュ・フロー	C=A*B		2,448	2,448	2,448	2,448	2,448		百万円	
割引期間	D		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5		年	(*3)
割引率	E		8%	8%	8%	8%	8%			(*4)
割引係数	$F=1/(1+E)^D$		0.96	0.89	0.82	0.76	0.71			
現在価値	G=C*F		2,356	2,181	2,020	1,870	1,731	10,158	百万円	
優先株期首数量	H		12,000	9,600	7,200	4,800	2,400		千株	
6か月円TIBOR	I		0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%			(*5)
上乘せ率	J		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%			
優先株1株当たり発行価格	K		1,000	1,000	1,000	1,000	1,000		円/株	
1株当たり優先配当	L=(I+J)*K		20	20	20	20	20		円/株	
優先配当によるキャッシュ・フロー	M=H*L		240	192	144	96	48		百万円	
割引期間	N		0.25	1.25	2.25	3.25	4.25		年	(*6)
割引率	O		8%	8%	8%	8%	8%			(*4)
割引係数	$P=1/(1+O)^N$		0.98	0.91	0.84	0.78	0.72			
現在価値	Q=M*P		235	174	121	75	35	640	百万円	
債権価値合計	R=G+Q							10,798	百万円	

(注)

- (*1) 1か月当たり400千株としている。
- (*2) 基準日の株価が推移するものとしている。
- (*3) 普通株式の売却は毎営業日均等に行われるものとし、期央主義により割引引くものとしている。
- (*4) 割引率は、対象資産のリスクを勘案し、8%としている。
- (*5) 基準日の6か月TIBORが推移するものとしている。
- (*6) 優先配当は、毎年末の優先株主に対し、翌年3月末に支払われるものとして割引期間を算定している。

債権的価値の算定に当たっては、本件評価例ではDCF法により評価するものとしている。

本件評価例におけるキャッシュ・フローは、転換権行使により取得した普通株式の市場売却によるキャッシュ・フローと、優先配当によるキャッシュ・フローの二つから構成されている。

この時、普通株式の市場売却によるキャッシュ・フローは、売却時の株価に依存することとなるが、行使価格下方修正条項があるため、株価の下落によるマイナスは行使価格下方修正による取得株式数のプラスにより一定程度オフセットされる商品設計となっている。ただし、行使価格の下方修正は直前30営業日の平均株価に基づいて行われ、売却当日の株価変動を完全にはオフセットできないため、キャッシュ・フローの変動可能性は依然として残っている。

そこで、このキャッシュ・フローのリスクをどのように評価に反映するかが問題となる。この点、本件評価例においては、キャッシュ・フローの見積りは評価時点の株価を前提に算定して一定とし、当該キャッシュ・フローの変動リスクは割引率を高く設定することにより対応することとしている。

次に、優先配当によるキャッシュ・フローであるが、優先配当は原則として約定額が固定されて支払われるものの、分配可能利益が不足すれば優先配当の支払は停止されることとなる。そのため、普通株式の市場売却によるキャッシュ・フロー同様、キャッシュ・フローには一定のリスクがある。

そのため、普通株式の市場売却によるキャッシュ・フローと同様に、このリスクをどのように評価に反映させるかが問題となる。この点、本件評価例においては、普通株式の市場売却によるキャッシュ・フローと同様に、割引率を高く設定することにより対応することとしている。

ここで、普通株式の売却によるキャッシュ・フローが負担するリスクと優先配当によるキャッシュ・フローが負担するリスクに差がある(前者の方がリスクが高い。)ことから、両者は別個の割引率を設定すべきかどうか問題となる。

この点、①それぞれのリスク水準に応じてそれぞれの割引率を設定する方法と②両者は飽くまでも同一の金融商品から生じるキャッシュ・フローであるため、両者のキャッシュ・フローを合計した際の全体のリスクを勘案して、単一の割引率を設定する方法の二つが考えられる。

実際の評価においては、評価対象の商品設計から、より適切と考えられる方法を採用することとなるが、本件においては、②の両者のキャッシュ・フローを合計した際の全体のリスクを勘案して、単一の割引率を設定する方法を採っている。

次に、具体的な割引率をどのように設定するかが問題となる。

この点、本件評価例のような事業再生案件のケースでは、発行会社の優先株式発行後の財務リスクを前提に、対象会社の信用リスク、対象会社の株主資本リスクを勘案し、対象会社の負債コストよりも高く、対象会社の普通株主資本コストよりも低い水準で決定されることとなる。

(4) 本件評価例におけるオプション価値の評価

次に、対象資産のオプションとしての価値を算定する。

本件オプションは、普通株式のコール・オプションの性質を有するが、行使価格修正条項が付されており、経路依存型のオプションである。また、実質的に一日当たりの行使可能数量に制限がある。

こうした条件が付されているため、オプション価値の評価が困難である。これらのオプション価値について、本件評価例ではモンテカルロ・シミュレーションを適用してコール・オプションとしての価値を算定することとする。

モンテカルロ・シミュレーションとは、コンピュータ上で乱数を組成し、将来の株価変動を確率的にシミュレーションして、統計的にオプション価値を計算する手法である。一般には、モンテカルロ・シミュレーションにより金融商品の公正価値を測定するアプリケーション・ソフトを利用するか、又はシミュレーション・プログラムを作成して実施することとなる。

具体的な評価は、①ステップ1：プログラムの作成、②ステップ2：パラメーターの設定及び③ステップ3：プログラムの実行の三つのステップで行う。

① ステップ1：プログラムの作成

モンテカルロ・シミュレーションを実施するためのプログラムは、専用のアプリケーション・ソフトを使用するか、金融工学の知見を有するIT技術者に作成を依頼するのが一般的である。

具体的なアプリケーション・ソフトの商品名を紹介することや、プログラミングの方法を解説することは、本研究報告の趣旨を逸脱するため、ここでは記載しないこととする。

② ステップ2：パラメーターの設定

本件評価例の優先株式のオプション価値をモンテカルロ・シミュレーションにより評価するに当たり、以下のパラメーターを設定する必要がある。

- ア．評価基準日の株価
- イ．当初転換価格
- ウ．転換価格の修正方法
- エ．オプションの残存期間
- オ．原資産のボラティリティ
- カ．無リスク利子率
- キ．リスク・プレミアム
- ク．権利行使により取得する普通株式の配当利回り
- ケ．権利行使の条件
- コ．1年間の営業日日数

各パラメーターの設定は、次のとおりである。

【図表V-4 各パラメーターの設定】

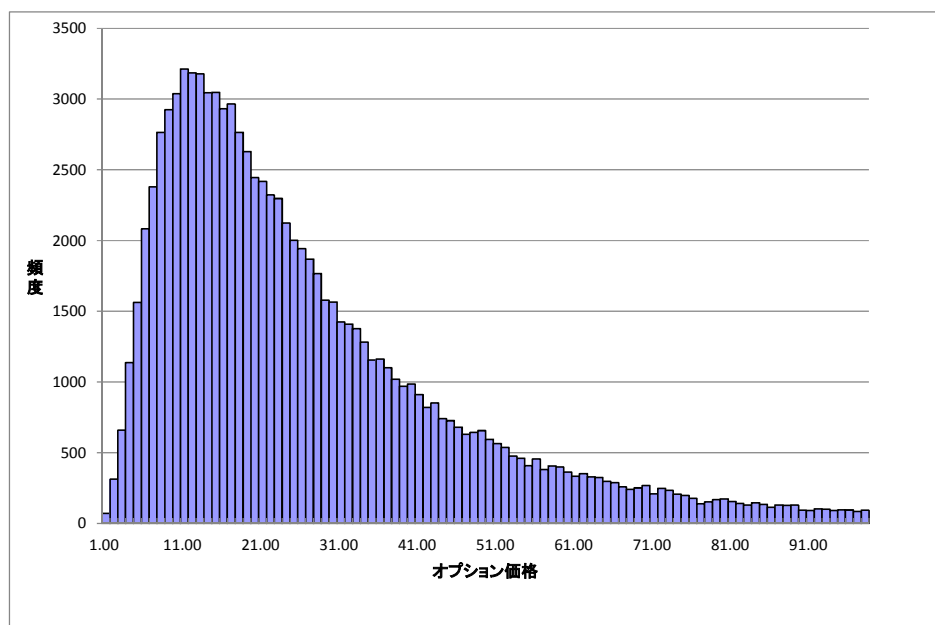
パラメーター	内容
ア. 評価基準日の株価	評価基準日の株価は、500 円/株である。
イ. 当初転換価格	当初転換価格は、510 円/株である。
ウ. 転換価格の修正方法	転換価格は、直前 30 営業日の株価終値の平均値に 90% を乗じた価格に修正される。
エ. オプションの残存期間	オプション残存期間は、形式的には 25 年間であるが、普通株式の売却により順次権利行使され、当初の想定では 5 年間で権利行使を終える見通しである。そのため、残存期間は 5 年としている。
オ. 原資産のボラティリティ	上記エの残存期間に対応する発行会社の普通株式に関して、取引所における発行会社普通株式の終値に関するヒストリカル・ボラティリティを、本件評価例における原資産のボラティリティとすることとし、これを 65% としている。
カ. 無リスク利率	本件評価例では、無リスク利率を、上記エの残存期間に対応する国債利回りとする。具体的には、評価基準日における各年限の国債の市場金利のイールド・カーブを基に、補間法により算定することとする。 本件評価例では、0.4%としている。
キ. リスク・プレミアム	事業再生のケースでは、事業再生に頓挫し、破産・会社更生等によりオプションの価値が喪失されるリスクが高い。そこで、そのようなリスクを評価に反映させるため、シミュレーション上の割引率は、無リスク利率をそのまま適用せず、一定のリスク・プレミアムを加算することがある。 本件評価例においては、債権的価値の算定に用いた割引率から上記カの無リスク利率を控除した数値をリスク・プレミアムとしている。
ク. 権利行使により取得する普通株式の配当利回り	本件評価例においては、事業再建期間中の分配可能利益は優先配当の支払のみに充当され、普通株式に対する配当は行わない計画である。したがって、権利行使により取得する普通株式の配当利回りはゼロとしている。
ケ. 権利行使の条件	権利行使はオプションを行使する時点において株価が権利行使価格を上回る際に行われるものとしている。
コ. 1 年間の営業日日数	本件評価例においては、1 年間の営業日数を 240 日としている。

③ ステップ3：プログラムの実行

ステップ2で設定したパラメーターをプログラムに入力し、プログラムを実行する。

その結果、本件評価例では、権利行使により取得する株式1株につき31.31円という評価結果となっている。なお、シミュレーション回数は100,000回とし、その結果のヒストグラムは以下のとおりである。

【図表V-5 パラメーターでプログラムを実行した際のヒストグラム】



当該評価額は、取得する普通株式1株当たりの価値であるため、現在の転換価格を前提とした取得株式数を乗じてオプション全体の価値を算定することとなる。その過程は以下のとおりである。

【図表V-6 オプション価値の算定】

1株当たりの新株予約権価値	31.31 円/株	A
基準日の株価	510 円/株	B
株価に対する新株予約権価値の割合	6.14%	C=A/B
優先株式払込総額	12,000 百万円	D
新株予約権価値	737 百万円	E=D*C

本件では、行使価格修正条項が付されているため、オプションの個数を事前に定めることが難しい。一方で、行使価格修正条項の存在により、おおむね転換時点において同額の公正価値を有する普通株式と交換されることから、将来の普通株式の公正価値いかにかわらず、優先株式払込総額は将来取得する普通株式の公正価値の合計に等しいと考えられる。そこで、評価時点における1株当たりオプション価値(A)の基準日における株価(B)に対する割合(C)を算定し、それを優先株式払込総額(D)に乗じた値(E)をもって、オプション価値としている。

(5) 本件評価例における種類株式価値の評価

ステップ2で算定した債権的価値と、ステップ3で算定したオプション価値を合算して、優先株式全体の価値とする。

その結果は以下のとおりである。

【図表V-7 本件評価例における種類株式価値³¹⁾】

債権的価値	10,798 百万円
オプション価値	737 百万円
合計	11,535 百万円
優先株式総数	12,000 千株
優先株式1株当たり価値	961.25 円/株

2. みなし清算条項付種類株式

(1) 評価例の概要

A社は、ベンチャー・キャピタルが運営するファンドにみなし清算条項付種類株式を割り当てることを検討している。当該ファンドの運用期限は5年後となっている。なお、この評価例も他と同様、説明のために創作したものであり、実際の企業・団体・人物等とは一切関係がない。また、記載されているパラメーターの設定値も評価例のために創作したものであり、実際の価値評価実務で参照されるものではない。

本件評価例における清算条項付種類株式の主な発行条件は次のとおりである。

【図表V-8 本件評価例における主な発行条件】

項目	発行条件
① 1株当たり発行価額	50,000円（後述する価値算定結果を参考にして決定）
② 優先配当	なし
③ 累積配当	なし
④ 参加配当	なし
⑤ 議決権	有り
⑥ 取得請求権 （みなし清算条項）	吸収合併等が行われる場合には、合併対価として1株につき金銭6万円を受け取ることができる。分配可能額を限度として、現金を対価として取得請求可
⑦ 取得請求権	A社に対して当該種類株式を取得することを請求することができる。当該種類株式を取得するのと引換えに当該株式1株につき普通株式1株を交付する。
⑧ 譲渡制限	当該種類株式の譲渡又は取得については、株主又は取得者は取締役会の承認を受けなければならない。

³¹⁾ 本件優先株式の価値は、総額で11,535百万円であるのに対して、DESの対象となった貸付金の額面は12,000百万円であり、表面的には不利発行となっている。しかし、発行企業は債務免除を含む再建計画を策定しており、DES対象の貸付債権が毀損している可能性も考慮すれば、若干のマイナス程度の価値の優先株式を引き受けることは金融機関としてのコンプライアンス上許容できる範囲であることが多い。

⑨ 残余財産の分配	普通株式と同順位
⑩ 1株当たり普通株式の価値	1万円（直近の売買実績から参照）

(2) 本件評価例における前提条件

① 普通株式との異同

当該種類株式と普通株式との実質的な違いは、みなし清算条項の条件のみである（取得請求権が付されているが、いつでも1株を普通株式1株に転換できるため、普通株式との差は無いものと考えられる。）。

② 普通株式の価値

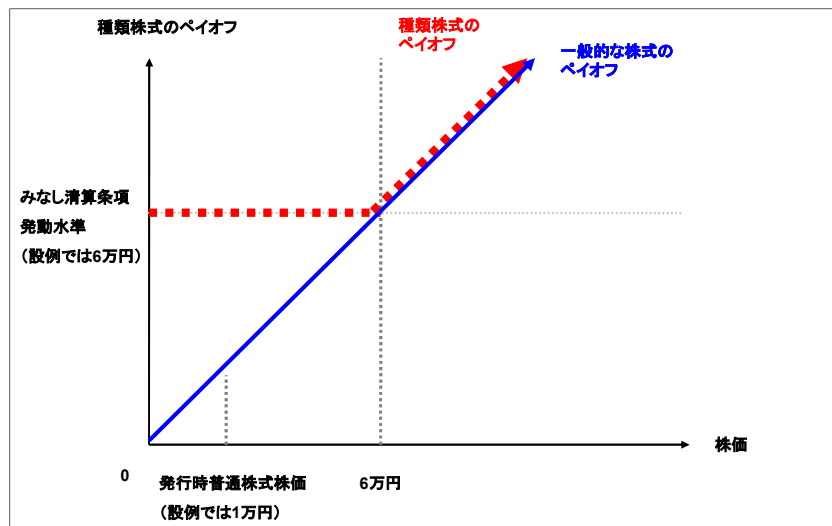
直近の売買実績では、1株1万円として取引されていることから、対象会社の普通株式の価値は、1株1万円であるとみなした。

③ みなし清算条項が適用される確率の見積り

みなし清算条項が適用される可能性を考慮し、評価に織り込むこととなる。

付与対象者が合理的に行動する場合の種類株式のペイオフ（損益）は、次の図のように考えることができる。

【図表V-9 種類株式のペイオフ（損益）】



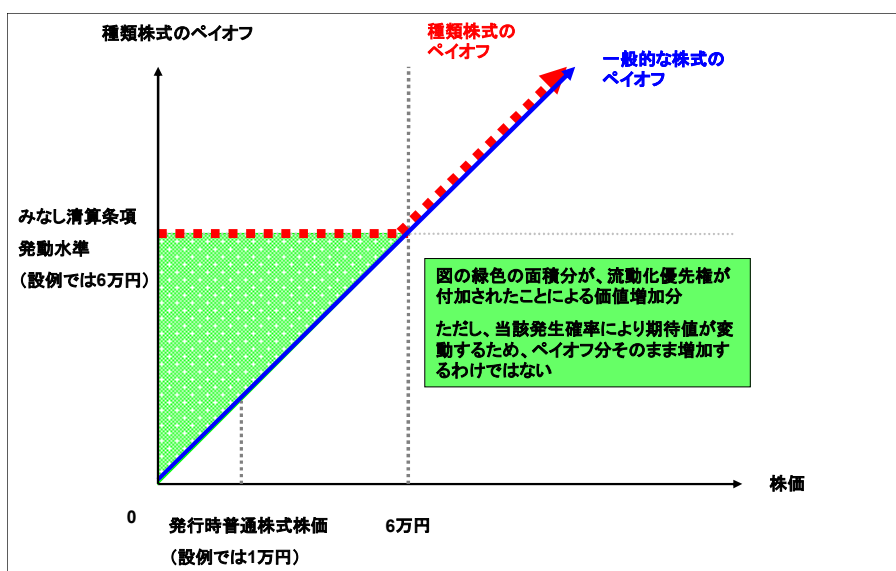
上の図を見ると、普通株式の価値は、切片0円で右肩上がり（実線）となるのは、自明であるが、一方の種類株式は、みなし清算条項を適用される場合に受け取れる金額6万円を境に角度が変化している（点線）。

当該種類株式は、いつでも1株を普通株式1株に転換が可能であるため、株価がみなし清算条項の適用による1株当たり対価6万円以上の水準で上昇している場合には、みなし清算条項が適用される合併等の効力発生日以前に普通株式に転換して普通株式と同額のキャッシュ・フローを得ることが可能である。

一方、みなし清算条項の適用による1株当たり対価6万円よりも普通株式の価値が低い場合を想定すると、価格がみなし清算条項の6万円まで一定となっている。このような場合に、種類株式を普通株式に転換すると価値が低くなるため、転換せずに、みなし清算条項が適用されることが有利となるからである。

したがって、種類株式の価値算定においてみなし清算条項を反映させるためには、当該条項が適用された場合のキャッシュ・フローを算出し、そのキャッシュ・フローに当該条項が適用される確率を乗じることで、この条項が適用されることによるキャッシュ・フローの期待値を算出することになる。当該条項が適用される確率は、吸収合併等が行われる確率を意味するため、この確率を見積もることが可能であれば種類株式の価値算定においてみなし清算条項を反映させることができる。これらのイメージは下図のとおりである。

【図表 V-10 種類株式のペイオフから見た価値分析】



上記イメージ図と同様の損益が発生するポジションとしては、普通株式とプット・オプション（行使価格が種類株式の発行価額である取得原価の6万円）を保有していることと同様である。プット・オプションとは、一定の行使価格で一定の行使期間に売る権利であり、当該種類株式の価値算定に当たっては、このプット・オプションの価値を算出することが必要である。

(3) 本件評価例におけるプット・オプション価値の評価

オプション価値は、基本的な数値（基礎数値、パラメーター）をピックアップし、オプション評価モデルに値を代入して算定する。

オプション評価モデルには、ブラック・ショールズ式、二項モデル、三項モデル、モンテカルロ・シミュレーション等がある。最近の上場企業のリリースには、採用モデルが記載されている。その中で、最も簡易に算出できるモデルがブラック・ショールズ式である。本件評価例では、このブラック・ショールズ式を採用する。

ブラック・ショールズ式に代入すべき基礎数値には、下記の六つがあげられる。

- ① 前提株価
- ② 行使価格
- ③ 満期までの期間
- ④ 無リスクレート
- ⑤ ボラティリティ
- ⑥ 配当率

当該パラメーターは、一般的にはマーケットデータから導くものであるが、非上場企業である場合、前提株価等マーケットデータを取得できないものがあるため、一定の想定を置く必要がある。

① 前提株価

上場企業であれば、評価時点の株価終値を参照することが可能である。しかしながら、未上場企業である場合、その時価を把握することは困難であるため、一般的には株価算定を実施し、その時価の把握に務めることとなる。本件評価例における採用数値としては、所与のものとして1万円/株としている。

② 行使価格

みなし清算条項が適用されることにより得られるキャッシュ・フローが損益分岐点となるため、プット・オプションの行使価格は6万円となる（本件評価例において、プット・オプションを行使して得られる金額はみなし清算条項の6万円であるため、行使価格を6万円とした。）。

③ 満期までの期間

プット・オプションを行使できる期間は、当該種類株式のみなし清算条項が適用される期間は無期限であるため、プット・オプションは満期が無いものとなる。しかしながら、実態としては、割当先のファンドの運用期限までに売却（EXIT）することが想定されることから、本件評価例における採用数値としては、当該ファンドの運用期限と同一の5年とした。

④ 無リスクレート

無リスクレートは期間5年間に応じた国債のレートを採用した³²。

⑤ ボラティリティ

ボラティリティは、株価変動性とも呼ばれ、株価がどのような値動きの幅があるかを測る指標である。対象会社は非上場企業であるため、その値を直接求めることができないが、対象会社の類似上場企業を参考に、ボラティリティを算出する方法

³² 無リスクレートとして採用する国債のレートは、日本証券業協会が毎営業日公表している数値であり、以下のウェブサイトにおいて、「売買参考統計値」から参照することができる。
<http://market.jsda.or.jp/html/saiken/kehai/downloadInput.php>

が考えられ、ストック・オプション会計基準では、この考え方を採用している。本件評価例でも、対象会社の類似上場会社のヒストリカル・ボラティリティを、期間5年を遡って観察して算出したものを採用した。

⑥ 配当率

配当率は1株当たり配当実績を株価で割った値で求められる値である。本件評価例では、対象となる企業に配当の実績は無いため、0%とした。

上記のパラメーターを前提にブラック・ショールズ式で算定したプット・オプション価値は5万円となった。

(4) 本件評価例における種類株式価値の評価

次に、種類株式価値の算定上、合併等の発生確率を見積もることが必要となる。ここでは、ベンチャー・キャピタル投資のM&A等によるEXIT実績データを勘案して80%の確率で発生するものと仮定し、種類株式の価値を以下のように算出した。

種類株式の価値＝ベンチマークとしての価値＋特殊条件に基づく価値
＝普通株式の価値＋プット・オプションの価値×発生確率
＝1万円＋5万円×80%
＝5万円

3. 無議決権配当優先株式

(1) 評価例の概要

本節では、無議決権配当優先株式（以下「社債型優先株式」という。）の発行事例について、評価例を用いて解説する。概要は以下のとおりである。なお、以下の評価例も他と同様、説明のために創作したものであり、実際の企業・団体・人物等とは一切関係がない。また、記載されているパラメーターの設定値も評価例のために創作したものであり、実際の価値評価実務で参照されるものではない。

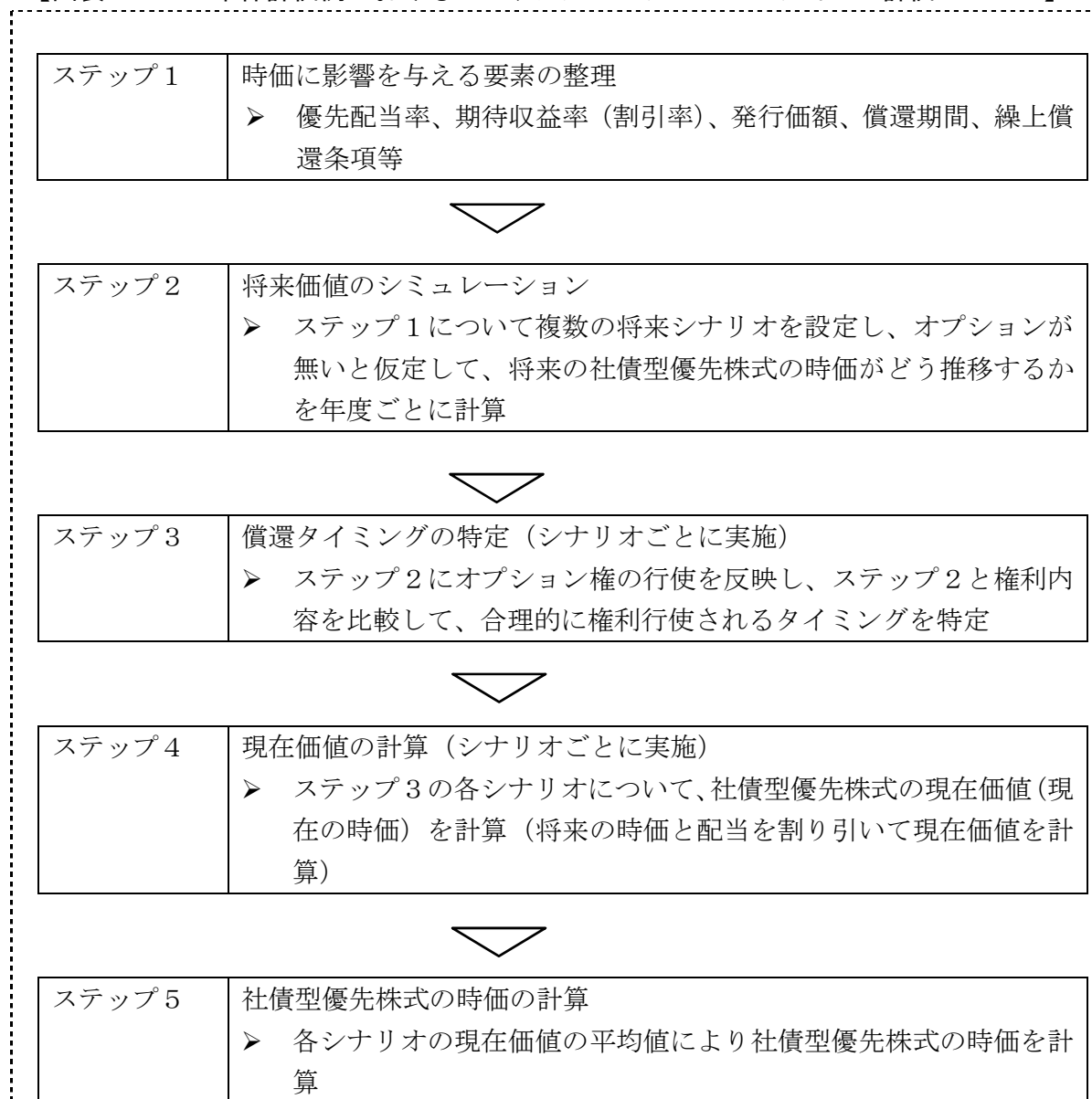
【図表 V-11 本件評価例の概要】

発行価格	1,000 百万円
優先配当率	5%
発行体の繰上償還条件	あり
発行体の繰上償還額	1,100 百万円
投資家の繰上償還請求条項	あり
投資家の繰上償還請求額	900 百万円
満期償還額	1,000 百万円

(2) 本件評価例における評価の概要

本件評価例ではモンテカルロ・シミュレーションを採用する。その評価プロセスは、下表のとおりである。

【図表V-12 本件評価例におけるモンテカルロ・シミュレーションの評価プロセス】



(3) 本件評価例におけるオプション（プット／コール）の評価

① ステップ1：時価に影響を与える要素の整理

社債型優先株式の時価は、以下のパラメーターにより変動する。

【図表 V-13 本件評価例における各種パラメーター】

定数 (優先株式の設計)	発行価額
	優先配当率
	償還期間
	発行体の繰上償還額
	投資家の繰上償還請求額
変数	期待収益率 (割引率)

変数である期待収益率 (割引率) は発行要綱で一定に定められるものではなく、市場金利、発行体の信用状態等により日々変動するものである。一般的に期待収益率 (割引率) が上昇すると社債型優先株式の時価は減少し、一方で期待収益率 (割引率) が減少すると社債型優先株式の時価は増加する。

② ステップ 2 : 将来価値のシミュレーション

オプションが無い状態での社債型優先株式の時価は、主に期待収益率 (割引率) の変動により推移する。したがって、まず将来の期待収益率の推移を予測し、その後社債型優先株式の時価の推移を予測することになる。

具体的には過去の期待収益率の推移を分析し、その分布状況やボラティリティを基に将来の期待収益率の推移を予想していくことになる。ただし、社債型優先株式の発行体が非上場であれば、信用スプレッド等の過去の推移を一定の信頼性を持って測定することは非常に困難であり、例えばリスクフリーの推移のみ考慮する等ある程度の簡便的な仮定を置かざるを得ない。

モンテカルロ・シミュレーションでは、一定の分布を仮定して乱数を発生させることにより、期待収益率をランダムかつ大量 (少なくとも数千回) に変動させ、各期待収益率で時価をシミュレーションする。なおモンテカルロ・シミュレーションによる各年度の時価の計算式は、確率を踏まえた複雑な算式によって求められる

(以下の評価例では、便宜的に各年度の期待収益率で優先配当額を還元し、時価を計算している。)

【図表 V-14 期待収益率と時価の推移】

シナリオ A₁ : 期待収益率が下がる想定の時価推移 (発行価額 1,000 配当率 5%)

	1 年目	2 年目	3 年目	4 年目
優先配当額	50	50	50	50	
期待収益率	4.9%	4.8%	4.5%	4.4%	
社債型優先株式の時価	1,020	1,042	1,111	1,136	

(単位: 百万円)

シナリオA₂：期待収益率が上がる想定の時価推移（発行価額 1,000 配当率 5%）

	1年目	2年目	3年目	4年目	・・・
優先配当額	50	50	50	50	・・・
期待収益率	5.1%	5.2%	5.3%	5.6%	・・・
社債型優先株式の時価	980	962	943	893	・・・

（単位：百万円）

ここで過去の実績を基に観測した期待収益率（割引率）のボラティリティが高い場合、社債型優先株式の時価推移の幅は大きくなる。また社債型優先株式の時価の変化と期待収益率（割引率）の変化の間にはおおむね以下の関係がある。

社債型優先株式の時価の変化幅 ＝期待収益率の変化幅×社債型優先株式の価額×平均残存期間
--

③ ステップ3：償還タイミングの特定（各シナリオごとに実施）

上記ステップ2：将来価値のシミュレーションで、オプションがない社債型優先株式の時価の推移が把握できたので、オプション（プット／コール）で定められたトリガープライスにヒットするシナリオがないか分析する。

例えば、下記「社債型優先株式の価格推移イメージ」では、「シナリオA₁」では社債型優先株式の時価の上昇により3年目に発行体により償還されている。一方で「シナリオA₂」では社債型優先株式の時価の下落により4年目で投資家に繰上償還請求されることになる。

【図表V-15 社債型優先株式の価格推移イメージ】

社債型優先株式の価格推移イメージ：モンテカルロ・シミュレーションを1,000回実施

	1年目	2年目	3年目	4年目	・・・
シナリオA ₁	1,020	1,042	1,111	1,136	・・・
シナリオA ₂	980	962	943	893	・・・
シナリオA ₃	980	962	1,042	1,020	・・・



シナリオA ₁₀₀₀	1,000	990	980	970	・・・
-----------------------	-------	-----	-----	-----	-----

繰上償還条項（発行体）：1,100百万円

（単位：百万円）

繰上償還請求条項（投資家）：900百万円

本件評価例ではシミュレーションを1,000回実施することを想定しているが、発行体の繰上償還条項³³、投資家の繰上償還請求条項³⁴を設定している場合は、1,000とおりのシナリオは償還の有無に基づき大きく分けて下記3ケースに区分される。

【図表V-16 償還の三つのケース】

ケース1：繰上償還	社債型優先株式の時価が上昇し、期中で発行体の繰上償還条項に抵触し繰上償還されるケース (シナリオ1)
ケース2：繰上償還請求	社債型優先株式の時価が下落し、期中で投資家の繰上償還請求条項に抵触し繰上償還されるケース (シナリオ2)
ケース3：償還なし(満期償還 ³⁵)	発行体の繰上償還条項、投資家の繰上償還請求条項に抵触することなく、満期に発行価額で償還されるケース (シナリオ3)

④ ステップ4：現在価値の計算（シナリオごとの実施）

区分した各パターンに基づいてDCF法によりオプション（プット／コール）が付された社債型優先株式の時価を計算する。具体的な評価モデルは以下のとおりである。

ア．繰上償還（ケース1／シナリオ1）

社債型優先株式の時価が上昇し、期中で発行体の繰上償還条項に抵触し繰上償還されるケースで、下表の計算結果をシナリオ1とする。

³³ コール・オプション。社債型優先株の価格が一定程度上昇した事等により発行体が優先株式を満期前に繰上償還すること。金銭以外に普通株等での償還もあるが、今回は説明の便宜上金銭により一定額で一括償還されると仮定している。繰上償還条項がある場合、社債型優先株の価格の上限が設定されるため社債型優先株の時価は相対的に減少する。

³⁴ プット・オプション。社債型優先株の価格が一定程度下落した事等により投資家が発行体に対して優先株式を満期前に繰上償還請求すること。金銭以外に普通株等での償還もあるが、今回は説明の便宜上金銭により一定額で一括償還されると仮定している。繰上償還請求条項がある場合、社債型優先株の価格の下限が設定されるため社債型優先株の時価は相対的に上昇する。

³⁵ 発行から発行要綱で定められた一定期間後に発行体により償還されること。金銭以外に普通株等での償還もあるが、今回は説明の便宜上金銭により一定額で一括償還されると仮定している。

【図表V-17 発行体の繰上償還条項により繰上償還されるケースの社債型優先株式の時価】

<前提条件>

- ① 基準日 2X00年3月末、満期償還日 2X05年3月末
- ② 額面価額(1,000百万円)*優先配当率(5%)=50百万円
- ③ 繰上償還額 1,100百万円
- ④ 繰上償還請求額 900百万円
- ⑤ 満期償還額 1,000百万円
- ⑥ 償還額合計
- ⑦ 優先配当額+償還額
- ⑧ 割引係数は期待収益率(割引率)及び期間から計算
- ⑨ ⑦の割引現在価値
- ⑩ ⑨の合計

年度	①	2X01	2X02	2X03	2X04	2X05
優先配当額	②	50	50	50		
発行体繰上償還額	③	0	0	1,100		
投資家繰上償還請求額	④	0	0	0		
満期償還額	⑤	0	0	0		
償還額合計	⑥	0	0	1,100		
キャッシュ・フロー合計	⑦=②+⑥	50	50	1,150		
割引係数	⑧	0.953	0.910	0.876		
割引現在価値	⑨	48	46	1,007		
社債型優先株式の時価	⑩	1,101				

イ. 繰上償還請求(ケース2/シナリオ2)

社債型優先株式の時価が下落し、期中で投資家の繰上償還請求条項に抵触し繰上償還されるケースで、下表の計算結果をシナリオ2とする。

【図表V-18 投資家の繰上償還請求条項により繰上償還されるケースの社債型優先株式の時価】

<前提条件>

- ① 基準日 2X00年3月末、満期償還日 2X05年3月末
- ② 額面価額(1,000百万円)*優先配当率(5%)=50百万円
- ③ 繰上償還額 1,100百万円
- ④ 繰上償還請求額 900百万円
- ⑤ 満期償還額 1,000百万円
- ⑥ 償還額合計
- ⑦ 優先配当額+償還額
- ⑧ 割引係数は期待収益率(割引率)及び期間から計算
- ⑨ ⑦の割引現在価値
- ⑩ ⑨の合計

年度	①	2X01	2X02	2X03	2X04	2X05
優先配当額	②	50	50	50	50	
発行体繰上償還額	③	0	0	0	0	
投資家繰上償還請求額	④	0	0	0	900	
満期償還額	⑤	0	0	0	0	
償還額合計	⑥	0	0	0	900	
キャッシュ・フロー合計	⑦=②+⑥	50	50	50	950	
割引係数	⑧	0.951	0.904	0.856	0.804	
割引現在価値	⑨	48	45	43	764	
社債型優先株式の時価	⑩	900				

ウ. 償還なし（ケース3／シナリオ3）

発行体の繰上償還条項、投資家の繰上償還請求条項に抵触することなく、満期に発行価額で償還されるケースで、下表の計算結果をシナリオ3とする。

【図表V-19 繰上償還がなく満期償還されるケースの社債型優先株式の時価】

<前提条件>

- ① 基準日 2X00年3月末、満期償還日 2X05年3月末
- ② 額面価額(1,000百万円)*優先配当率(5%)=50百万円
- ③ 繰上償還額 1,100百万円
- ④ 繰上償還請求額 900百万円
- ⑤ 満期償還額 1,000百万円
- ⑥ 償還額合計
- ⑦ 優先配当額+償還額
- ⑧ 割引係数は期待収益率(割引率)及び期間から計算
- ⑨ ⑦の割引現在価値
- ⑩ ⑨の合計

年度	①	2X01	2X02	2X03	2X04	2X05
優先配当額	②	50	50	50	50	50
発行体繰上償還額	③	0	0	0	0	0
投資家繰上償還請求額	④	0	0	0	0	0
満期償還額	⑤	0	0	0	0	1,000
償還額合計	⑥	0	0	0	0	1,000
キャッシュ・フロー合計	⑦=②+⑥	50	50	50	50	1,050
割引係数	⑧	0.951	0.904	0.869	0.826	0.780
割引現在価値	⑨	48	45	43	41	819
社債型優先株の時価	⑩	996				

⑤ ステップ5：社債型優先株式の時価の計算

④ステップ4でのシミュレーションの結果を平均してオプション(プット/コール)のある社債型優先株式の時価を計算する。

【図表V-20 社債型優先株式の時価の計算】

(単位：百万円)

シナリオ	社債型優先株の時価	
1	1,101	ケース1に該当
2	900	ケース2に該当
3	996	ケース3に該当
4	930	
5	970	
・	~~~~~	
・	~~~~~	
・	~~~~~	
1,000	1,030	シナリオ1から1,000までの平均
		999

ここで社債型優先株式にオプション（プット／コール）が付されているため、社債型優先株式の時価は発行価額近くなる。一方でオプションがどちらか一方しか付されていない場合、発行価額から乖離する可能性がある。

(4) 本件評価例における種類株式価値の評価

本件評価例における種類株式価値は、上表のようになる。

なお、社債型優先株式にオプション（プット／コール）が付与されていると社債型優先株式の時価に少なからぬ影響を与えるため、時価を計算する上でオプション（プット／コール）部をいかに評価モデルに反映するかがポイントとなる。モンテカルロ・シミュレーションは非常に自由度の高い計算手法であるため、ある程度複雑な設計の優先株式でも容易に評価を行えるが、一方で一定程度信頼性のある結果を出すためには膨大な計算回数を繰り返す必要がある。ただし最近では専用ソフトの開発やコンピュータの性能の飛躍的向上によりモンテカルロ・シミュレーションの使い勝手はかなり良くなっている。

VI 公認会計士による種類株式の第三者評価

1. 種類株式の第三者評価の必要性とその意義

(1) 上場規程に基づく第三者評価

例えば東京証券取引所に上場している場合、上場会社の企業行動規範として、上場規程第 432 条に下記のような記述がある。第三者割当による募集株式等の割当てを行う場合、その割り当てる価額の妥当性について、独立第三者による評価を同条は求めている。同時に、普通株式だけではなく種類株式についても、同条が根拠となって、独立第三者による評価が求められていると考えられる。

(第三者割当に係る遵守事項)

第 432 条 上場会社は、第三者割当による募集株式等の割当てを行う場合（施行規則で定める議決権の比率が 25%以上となる場合に限る。）又は当該割当て及び当該割当てに係る募集株式等の転換又は行使により支配株主が異動する見込みがある場合は、次の各号に掲げる手続のいずれかを行うものとする。ただし、当該割当ての緊急性が極めて高いものとして施行規則で定める場合はこの限りでない。

(1) 経営者から一定程度独立した者による当該割当ての必要性及び相当性に関する意見の入手

(2) 当該割当てに係る株主総会決議などによる株主の意思確認

(2) コーポレート・ガバナンスに基づく第三者評価

上場会社の場合、種類株式の発行が前記の上場規程に該当しない場合であっても、第三者評価を実施している場合が多い。非上場会社の場合も種類株式を発行する際には、上場会社同様第三者評価を実施することが望まれる。

その実施根拠は、コーポレート・ガバナンスの観点からである。例えば種類株式の第三者割当てが有利発行に該当することになれば、企業価値評価を巡る紛争の原因となりかねない。経営者は、こういった紛争を予防・回避するために、当該第三者割当てに先立ち、独立第三者である評価専門家に対して公正性の観点からの価値評価を委嘱することになる。そして、経営者は、独立第三者の評価結果を基礎に、当該第三者割当てが有利発行に該当しないか慎重に判断することになるのである。

(3) 第三者評価の意義

第三者評価には下記のような意義がある。

① 意思決定の基礎とするため

種類株式の発行価額についての意思決定は、経営者の責任でなされるべきものである。適切な意思決定を行うために、これを財務的側面から支援するために第三者評価は有効である。

② 評価を巡る紛争の予防と回避のため

例えば種類株式の第三者割当てが有利発行と批判される場合、既存の普通株主や種類株主から紛争が生じる可能性がある。第三者評価を公正性の立場から実施することは、こういった紛争を予防・回避するのに有効である。

③ 利益相反といった批判を予防・回避するため

発行される種類株式の引受会社と発行会社が利益相反関係にある場合、第三者評価を行うことで、発行価額に対して不公正との批判の予防・回避が可能になる。

④ 会計不正、脱税スキーム又は不公正発行といった批判を予防・回避するため

第三者評価は、単に価値評価だけではなく、評価の目的や評価に至る経緯も含めて総合的に検討される。独立第三者の評価専門家が価値評価を実施することで、依頼人である種類株式の発行会社は、会計不正や脱税スキーム、不公正発行といった批判を予防・回避することが可能になる。

⑤ 経営者としての善管注意義務や忠実義務を果たすため

種類株式を発行するに際しては、以上のような点で、経営者としての善管注意義務や忠実義務の問題が問われかねない。独立第三者の評価専門家が価値評価を実施することは、経営者がこういった点に注意を払ったことを示すものとなる。

(4) 第三者評価の選定形態

第三者評価の選定形態は、種類株式の発行規模、種類株式の発行に伴う支配権の移動、種類株式の発行に対して予想されるステークホルダーの対応、発行の緊急性によって様々である。

種類株式に対して第三者評価が義務付けられていない状況では、種類株式の発行規模が小さい場合やコーポレート・ガバナンスの点で批判される点がないと判断される場合には、第三者評価を実施しないことも、種類株式の発行会社だけが算定人を選定して第三者評価を実施することも、また、発行会社と引受人が共同で算定人を選定し第三者評価を実施することも考えられる。

しかしながら、一般的に第三者評価は、下記の一連の手続の一環として、引受会社側、発行会社側双方が実施するのが望まれる³⁶。引受会社側も発行会社側もコーポレート・ガバナンスの点を配慮しなければならない点では同様であるからである。またこの場合、算定人として、引受会社側や発行会社側から独立した第三者である評価専門家が受嘱することになる。

- ① FA（ファイナンシャルアドバイザー）による引受会社側へのアドバイス
- ② リーガルアドバイザーによる引受会社側へのアドバイス
- ③ 引受会社側での事業・法務・会計・税務に係るデューデリジェンスの実施
- ④ 引受会社側での独立第三者算定機関による種類株式の価値評価の実施

³⁶経営研究調査会研究報告第41号「事例に見る企業価値評価上の論点－紛争の予防及び解決の検知から－」（日本公認会計士協会、平成25年11月改正）の「I 1. (2) 図表I-1」の記載を参考に列挙した。

- ⑤ 発行会社側における上記①、②及び④の実施
- ⑥ 引受会社側と発行会社側との対等な関係での協議

2. 公認会計士が第三者評価を行う際に専門家として留意すべき事項

(1) 業務の受嘱等で留意すべき事項

前項では、種類株式の発行会社及びその引受会社による種類株式の第三者評価の意義について記述した。本項では、公認会計士が種類株式の価値評価を実施する場合の留意点について記述する。

種類株式の価値評価業務を実施する際の公認会計士としての資質、独立性・中立性及び正当な注意義務等については、企業価値評価ガイドラインに記載されているので、それを参照されたい³⁷。

また、種類株式の評価に際しては、受嘱時から評価書作成までを通じて適正な評価環境の確保が必要になる。下記の4点が維持・確保できないと判断される場合には、評価業務を受嘱しないか、業務委託契約の途中解除などの適切な対応が必要になる³⁸。

① 専門性の発揮

種類株式の価値評価業務の場合、会計、税務及び監査の専門性だけではなく、後述する種類株式固有の領域についての専門性も求められる。さらに、業務に付随する会社法、金融法、租税法等に対する深い理解が必要である。コーポレートファイナンスや株式市場等のマーケットの動向についての理解も必要である。また、各証券取引所の証券取引所規則、公的機関から公表された種類株式を含む企業価値評価に関する研究報告、過去の裁判例、不正の事例、企業価値評価を巡る紛争事例についての検討も必要である。

② 全体観の発揮

種類株式の価値評価業務の場合、特に取引目的では、当該業務の依頼人だけではなく、ステークホルダーへの対応といった視野の広さやバランス感覚等、全体観をもって業務を遂行する必要がある。

③ 慎重さの発揮

種類株式の価値評価業務の場合、単発での依頼が多いと想定される。依頼してきた者が不適切又は違法な依頼人ではないか、評価目的が適切なものなのか、慎重に調査し、受嘱するかの判断をする必要がある。業務の実施や報告に際しても、不正や企業価値評価を巡る紛争の可能性について慎重に配慮して対応する必要がある。

④ 批判性の発揮

依頼人からは、自己に有利な情報が提供され、不利な情報の提供がなされない可能性がある。場合によっては、有利なように情報を修正した上で提供される可能性

³⁷ 「企業価値評価ガイドライン」の「Ⅱ 1. (2) 独立性・中立性、(3) 正当な注意義務」参照

³⁸ 「企業価値評価ガイドライン」の「Ⅰ 5. 取引目的の業務受嘱等で留意すべき点」参照

もある。依頼人から情報を入手する場合、非常識・非現実的なものを無批判に受容するのではなく、批判性をもってこれを検討・分析する必要がある。

(2) 種類株式の評価に関する専門的な知識と経験

種類株式の価値評価においては、会計、税務及び監査の専門性、「企業価値評価ガイドライン」に記載された普通株式の価値評価に関する専門性だけではなく、種類株式に関して下記についての情報も把握しておく必要がある。

- ① 種類株式の内容や特徴
- ② 評価アプローチや評価法
- ③ 種類株式に関する関係法令(財産評価基本通達を含む。)
- ④ 種類株式やその評価に関する公的な研究報告

(3) 種類株式の評価に関する経験と事例の蓄積

種類株式の価値評価事例は、普通株式に比べてまだ多くはない。そういった状況で業務を行う場合、下記の情報を把握しておく必要がある。

- ① 算定人自身の評価経験の蓄積
- ② 上場会社等の種類株式発行に関するプレスリリースからの蓄積
- ③ 今後公表されてくると想定される我が国の裁判例の蓄積
- ④ 海外での発行事例や評価事例の蓄積

(4) 基礎資料の検討

公認会計士は企業価値評価業務において、業務委託契約書にも記載することになるが、提供される情報の真実性・正確性・網羅性について原則として検証する義務を負うものではない³⁹。種類株式の価値評価業務においても同様である。そういった場合でも、提供された情報については、詳細な調査、証明、保証といった検証作業に代えて、当該情報が利用可能かといった観点からの検討・分析を行う必要がある。

³⁹ 「企業価値評価ガイドライン」の「I 4. (2) 提供される情報の検証」参照

参考資料 企業価値評価ガイドライン「Ⅳ 評価アプローチと評価法 2. から 7.」の抜粋⁴⁰

2. 評価アプローチの分類体系と特徴

(1) 評価アプローチの体系と概念

企業価値を評価する手法には多様なものがあるが、一般的には大きくインカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチの三つに分類される。

インカム・アプローチは評価対象会社から期待される利益、ないしキャッシュ・フローに基づいて価値を評価する方法である。一般的に将来の（又は将来期待される）収益獲得能力を価値に反映させやすいアプローチといわれ、また、評価対象会社独自の収益性等を基に価値を測定することから、評価対象会社が持つ固有の価値を示すといわれる。また、ネットアセット・アプローチが静態的評価アプローチといわれるのに対して、インカム・アプローチは一般的に動態的な評価アプローチであるといわれる。

マーケット・アプローチは上場している同業他社や類似取引事例など、類似する会社、事業、ないし取引事例と比較することによって相対的に価値を評価するアプローチである。一般的に比較対象とした上場会社の株価や取引事例は、その会社や事業の将来価値も含めた継続価値と考えられている。

ネットアセット・アプローチは、株式の評価を前提とした場合、主として会社の貸借対照表上の純資産に注目したアプローチである。一般的に会社の貸借対照表を基に評価することから、静態的な評価アプローチであるといわれる。

(2) 評価アプローチの意義

インカム・アプローチは、前述のとおり、一般的に企業が将来獲得することが期待される利益やキャッシュ・フローに基づいて評価することから、将来の収益獲得能力や固有の性質を評価結果に反映させる点で優れているといえる。また、市場での取引環境の反映については割引率等を通じて一定の反映がなされるといえよう。一方でフリー・キャッシュ・フロー法などを前提とすると、事業計画等の将来情報に対する恣意性の排除が難しいことも多く、客観性が問題となるケースもある。

マーケット・アプローチは第三者間や市場で取引されている株式との相対的な評価アプローチであるため、市場での取引環境の反映や、一定の客観性には優れているといえる。一方で他の企業とは異なる成長ステージにあるようなケースや、そもそも類似する上場会社がないようなケースでは評価が困難で、評価対象となっている会社固有の性質を反映させられないケースもあるといえる。

ネットアセット・アプローチによる株式評価では、帳簿上の純資産を基礎として、一定の時価評価等に基づく修正を行うため、帳簿作成が適正で時価等の情報が取りや

⁴⁰ 本章は、経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」（日本公認会計士協会、平成25年7月改正）の抜粋である。節、項及び図表番号もこの研究報告の番号である。

すい状況であれば、客観性に優れていることが期待される。一方、一時点の純資産に基づいた価値評価を前提とするため、のれん等が適正に計上されていない場合には、将来の収益能力の反映や、市場での取引環境の反映は難しいといえる。

(3) 評価アプローチにおける評価法

また、各種の評価法とインカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチの分類の関係は、図表IV-2のとおりである。

【図表IV-2 企業評価アプローチと評価法】

評価アプローチ	評価法
インカム・アプローチ	フリー・キャッシュ・フロー法 調整現在価値法 残余利益法 その他 配当還元法 利益還元法（収益還元法）
マーケット・アプローチ	市場株価法 類似上場会社法（倍率法、乗数法） 類似取引法 取引事例法（取引事例価額法）
ネットアセット・アプローチ	簿価純資産法 時価純資産法（修正簿価純資産法） その他

どの評価法を用いるかについては、評価目的、評価対象会社の状況、その他の状況を加味しながら決定することになる。各評価法の具体的な内容については、後述する。

(4) 評価アプローチの一般的な特徴

以下において、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチの3手法の優れた点や問題点の一般的なイメージをまとめた。ただし、個々の評価対象会社の状況、各種の状況によって全く逆になることもあることに留意が必要である。

【図表IV-3 三つの評価アプローチの一般的な特徴】

項目	インカム	マーケット	ネットアセット
客観性	△	◎	◎
市場での取引環境の反映	○	◎	△
将来の収益獲得能力の反映	◎	○	△

固有の性質の反映	◎	△	○
----------	---	---	---

◎：優れている ○：やや優れている △：問題となるケースもある

図表Ⅳ-3に示されている「客観性」とは、客観的な前提条件に基づいた株式評価が可能かどうかであり、誰が行ってもある程度同じような評価結果が得られるかどうか、評価に恣意性が入る余地が小さいかどうかを表している。上表ではマーケット・アプローチが客観性の面で優れているとしているが、これは一般的な特徴であって、上記のように、いかなる場合でも優れているということを意味しているわけではない点に留意が必要である。他の項目についても同様である。

「市場での取引環境の反映」とは、他の類似上場会社の株価動向などを株式評価に反映させることができるかどうかを表している。

また、企業価値は将来獲得することが期待される利益やキャッシュ・フローに基づいて測定されることが重要であり、「将来の収益獲得能力の反映」とはこの点をどの程度反映させることができる評価アプローチかを表している。

「固有の性質の反映」とは、評価対象会社が有する資産等の個別性や、将来成長性をどの程度表すことができるかを示している。

3. 評価目的と評価アプローチの選定

(1) 評価アプローチ選定における問題点と留意点

以上、評価アプローチの意義と特徴について記述したが、それぞれのアプローチをどのような場面で使うべきかについては様々な考え方がある。Ⅲ 1. に記載した企業価値等形成要因を考慮して、評価目的に適合した評価アプローチを選定する必要がある。

特定の場面では特定の評価アプローチを必ず採用すべきであるとは言い難い。採用すべき評価アプローチはもちろん、それぞれのアプローチの中で具体的にどういった評価法を用いるべきか、どのような前提条件を置くべきかといったことは、個々の場面によって変わるものと考えべきである。

すなわち、評価目的、対象となっている企業価値を取り巻く環境、それぞれの評価アプローチが持つ特徴、業種的な特性、その他各種要素に鑑みながら、適切と思われるアプローチを選定する必要がある。このことは、後述する評価法の選定においても同様である。

(2) 評価アプローチ選定と留意例

企業価値評価を取り巻く環境（投資家の状況や会社の状況等）、それぞれの評価アプローチが持つ特徴、業種的な特性等によって評価アプローチを決定することになるが、その際の留意点について例示すると下記のとおりである。

① 成長基調にある企業か、安定した業況にあるか、又は衰退基調にあるかといった評価対象会社のライフステージ

成長企業であれば、（その成長可能性の確度にもよるが）ネットアセット・アプローチによる株式評価は企業の持つ将来の収益獲得能力を適正に評価しきれない可能性もあり、過小評価につながる可能性がある。一方で衰退基調にある企業で収益性の低い企業（かつ減損会計等を適用していない企業等）では、場合によってはネットアセット・アプローチによる株式評価が過大評価となってしまう可能性にも留意すべきであろう。

② 会社の継続性に疑義があるようなケース

インカム・アプローチやマーケット・アプローチは一般的に会社の継続を前提とした価値評価であるといわれており、評価対象たる企業の継続性に疑義があるようなケースにおいては、こうした評価アプローチを適用することには慎重であるべきである。

③ 知的財産等に基づく超過収益力を持つ企業

ネットアセット・アプローチで株式の評価を行う場合には、貸借対照表における純資産を基礎として評価するため、貸借対照表に計上されていない無形資産や知的財産等が価値の源泉の大半であるような企業が評価対象である場合には、ネットアセット・アプローチではこうした価値が評価されない可能性がある。したがって、超過収益力等を価値評価に反映させやすいといわれるインカム・アプローチなどの評価アプローチの選定を検討すべきである。

④ 類似上場会社のない新規ビジネス

全くの新規事業で、類似上場会社が存在しない、又は類似取引事例がないようなケースにおいては、マーケット・アプローチによる価値評価には限界があるといえよう。類似した商品・製品を取り扱っていても、事業のコンセプトやビジネスモデルが全く異なる場合にも、旧来の企業とは収益性やリスクが異なることが考えられ、マーケット・アプローチを適用することによって誤った評価になる可能性がある点に留意すべきである。

4. 総合評価の方法

(1) 総合評価の重要性と留意点

前出の評価法は、優れた点を持つと同時に様々な問題点をも有している。同時に相互に問題点を補完する関係にある。

評価対象会社をインカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチのそれぞれの視点から把握し、評価対象会社の動的な価値や静的な価値について多面的に分析し、偏った視点のみからの価値算定にならないよう留意する必要がある。そして、それぞれの評価結果を比較・検討しながら最終的に総合評価するのが実務上一般的である。

ただし、企業価値等価値形成要因を慎重に考慮しながら評価業務を行い、最終的な評価額の算定において、ある評価法からの評価結果を単独で適用するのが妥当な状況も想定される。この場合には、後述の単独法が採用されることになる。

(2) 単独法

単独法とは、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチに分類されている評価法を単独で適用し、それをもって総合評価の結果とする方法である。

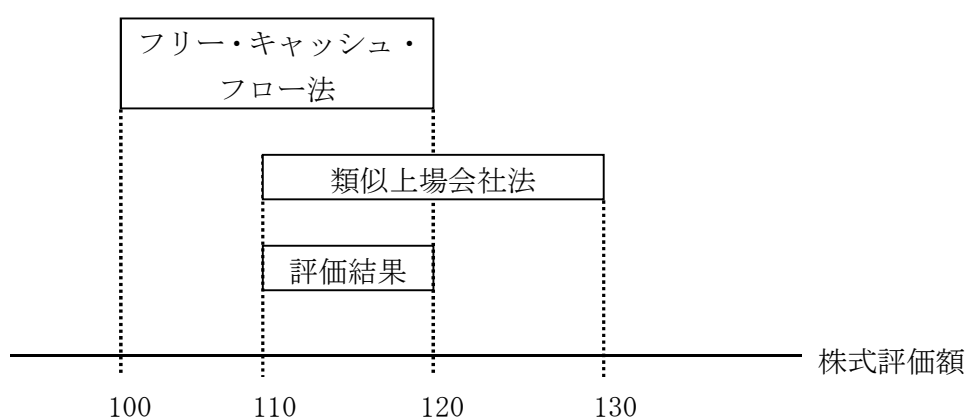
(3) 併用法

併用法とは、複数の評価法を適用し、一定の幅をもって算出されたそれぞれの評価結果の重複等を考慮しながら評価結果を導く方法（ここでは、「重複幅併用法」と呼ぶことにする。）である。

インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチのそれぞれのアプローチに属する評価法を複数選択し、各評価法の結果を比較・検討し、最終的な評価額を算定する方法である。それぞれの評価法による算定結果に重複するところがあれば、その金額を目安とするケースも実務上ある。また、併用法は、それぞれの評価法による結果が近い場合に適用しやすい。

例えば、インカム・アプローチからはフリー・キャッシュ・フロー法を、マーケット・アプローチからは類似上場会社法を選択し、それぞれ算定結果がフリー・キャッシュ・フロー法で100～120円、類似上場会社法で110～130円と評価された場合には、重複する110～120円の評価結果をもって評価額とする方法である（図表Ⅳ－4参照）。

【図表Ⅳ－4 併用法(重複幅併用法)による総合評価の例】



重複幅併用法においては、一定のレンジをもって評価結果とする方法と、重複する一定のレンジの中央値を評価結果として示す方法とがある。

(4) 折衷法

折衷法とは、複数の評価法を適用し、それぞれの評価結果に一定の折衷割合（加重平均値）を適用する方法である。

インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチのそれぞれのアプローチに属する複数の評価法を選択し、各評価法の結果に一定の折衷割合を適用して総合評価を行う方法である。折衷法は、評価結果により差異が生じ、いずれかの評価法を加重平均した方が妥当なケースにおいて適用しやすい方法である。折衷割合に関しては、評価人の合理的な判断によることになる。

5. インカム・アプローチにおける評価法

インカム・アプローチにおいては、将来に生み出すと期待されるキャッシュ・フローに基づいて評価対象会社の価値を評価する。この考え方をベースとする評価法は多様であるが、以下では、現在の実務において利用されている代表的な方法について紹介する。

これらの方法を適用する場合には、それぞれの方法において予測する情報に差が生じるために、評価人は専門家としての判断に基づいて、企業実態をよりよく反映していると思われる評価法を選択し、その価値を評価しなければならない。

なお、以下の説明においては、単純化のために、非事業資産がなく、優先株式等の普通株式以外による資金調達もない場合を想定している。これらが存在する場合については、後述する。以下における事業価値は企業価値と等しく、株主価値は普通株式の価値を意味する。また、各期のキャッシュ・フロー等は各期末に生じると仮定しているため、期央に生じると仮定する場合には、第1期以降のキャッシュ・フロー等が半期分だけ早く生じるものとして適用する必要がある。

(1) フリー・キャッシュ・フロー法

①基本式

フリー・キャッシュ・フロー法の基本式を示したのが、図表IV-5である。

【図表IV-5 フリー・キャッシュ・フロー法の基本式】

$V_0 = \frac{FCF_1}{(1+k_w)} + \frac{FCF_2}{(1+k_w)^2} + \frac{FCF_3}{(1+k_w)^3} + \dots$
V_0 : 評価時点（第1期首）の事業価値
FCF_t : t 期の営業フリー・キャッシュ・フローの期待値
k_w : 加重平均資本コスト
上記のとおり、非事業資産がなく、優先株式等の普通株式以外による資金調達もない場合を想定している。つまり、事業価値は企業価値と等しく、株主価値は普通株式の価値を意味している。以降の基本式も同様である。

上記の基本式は、図表IV-6のように書き換えることができる。

【図表Ⅳ－6 終価を用いたフリー・キャッシュ・フロー法の算定式】

$V_0 = \frac{FCF_1}{(1+k_w)} + \frac{FCF_2}{(1+k_w)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+k_w)^n} + \frac{TV}{(1+k_w)^n}$
<p>V_0 : 評価時点 (第1期首) の事業価値 FCF_t : t 期の営業フリー・キャッシュ・フローの期待値 k_w : 加重平均資本コスト TV : ターミナル・バリュー (終価)</p>

ここで、 TV は $n+1$ 期以降のフリー・キャッシュ・フローを第 n 期末時点に割り引いた価値であり、ターミナル・バリュー (終価) と呼ばれる。このように、適用段階においては、第 n 期までのフリー・キャッシュ・フローを詳細に予測し、その後のフリー・キャッシュ・フローの価値は、比較的単純な仮定の下でターミナル・バリューを評価する。ターミナル・バリューを評価する際の仮定には、例えば、 $n+1$ 期以降における毎期のフリー・キャッシュ・フローについて、一定と仮定する場合や期待インフレ率で成長すると仮定する場合などが多い。

また、ここで計算されるのは、企業価値 (ここでは事業価値と同額である) であるため、株主価値を計算する場合には、企業価値から負債価値 (有利子負債の時価) を控除する必要がある。

この方法とは別に、普通株主に帰属するフリー・キャッシュ・フローを割り引くことによって、株主価値を直接的に計算する場合もある (図表Ⅳ-7)。

【図表Ⅳ－7 株主価値を直接計算する場合のフリー・キャッシュ・フロー法の算定式】

$VE_0 = \frac{FCFE_1}{(1+k_e)} + \frac{FCFE_2}{(1+k_e)^2} + \frac{FCFE_3}{(1+k_e)^3} + \dots$ $= \frac{FCFE_1}{(1+k_e)} + \frac{FCFE_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{FCFE_n}{(1+k_e)^n} + \frac{TV}{(1+k_e)^n}$
<p>VE_0 : 評価時点 (第1期首) の株主価値 $FCFE_t$: t 期の普通株主に帰属するフリー・キャッシュ・フローの期待値 k_e : 株主資本コスト TV : ターミナル・バリュー、$n+1$ 期以降における普通株主に帰属するフリー・キャッシュ・フローを第n期末時点に割り引いた価値</p>

② 解説

事業価値を計算する場合には、将来の営業フリー・キャッシュ・フローの期待値を加重平均資本コストで割り引いた現在価値の合計を計算する。ここで、営業フリ

一・キャッシュ・フローは、税引後営業利益に減価償却費を加え、投資支出を控除し、さらに運転資本増加（減少）額を控除（加算）することによって計算される。

営業フリー・キャッシュ・フロー

= 営業利益 × (1 - τ) + 減価償却費 - 投資支出 ± 運転資本増減額

ここで、τは事業活動による課税所得に対する限界税率（又は実効税率とする場合が多い。）である。

また、加重平均資本コストは、株主資本コスト(k_e)と負債資本コスト($k_d \cdot (1 - \tau)$)を、株主資本価値(E)と負債価値(D)によって加重平均することによって計算される。

【図表Ⅳ－８ 加重平均資本コストの算定式】

$$k_w = \frac{E}{E+D} \cdot k_e + \frac{D}{E+D} \cdot k_d \cdot (1 - \tau)$$

k_w : 加重平均資本コスト

E : 株主資本価値

D : 負債価値

k_e : 株主資本コスト

$k_d \cdot (1 - \tau)$: 負債資本コスト

この資本コストは税引後段階での要求収益率であり、分子のフリー・キャッシュ・フローが税引後営業利益から計算されることと対応している。この方法はインカム・アプローチにおける評価法のなかでも広く利用されている方法であり、DCF法と呼ばれる場合もある。

将来キャッシュ・フローは、通常、一定期間（第 n 期まで）について詳細に見積もり、それ以降については、比較的単純な仮定の下で終価を計算する場合が多い。その場合、 $n+1$ 期以降については、毎期のフリー・キャッシュ・フローを一定と仮定したり、インフレ率で成長すると仮定するなど、単純な仮定をおく。この場合、どの程度の期間について詳細な予測をするべきかが問題となるが、基本的には、終価を単純な仮定の下で推定しても誤差が大きくなると予想される期間であり、画一的に定められるものではない。

この方法で計算した事業価値から普通株式の株主価値を算定するためには、事業価値に非事業資産価値を加算し、そこから有利子負債価値や優先株式等の価値を控除する。これらの調整項目は時価によるべきであるが、時価が利用できない場合には、推定される現在価値や簿価によって代替する。このことは、(3) 残余利益法においても同様である。

株主価値を直接的に計算する場合には、株主に帰属するフリー・キャッシュ・フローの期待値を株主資本コストで割り引く。株主に帰属するフリー・キャッシュ・フローは、営業フリー・キャッシュ・フローから債権者等の普通株主以外の資金提

供者へのキャッシュ・フロー、すなわち、有利子負債の純返済（返済マイナス借入れ）や優先株主へ支払などを除いたものである。

(2) 調整現在価値法

① 基本式

調整現在価値法の基本式を示すと、図表IV-9のようになる。

【図表IV-9 調整現在価値法の基本式】

$V_0 = \text{無負債事業価値} + \text{節税効果の現在価値}$
無負債事業価値の算定式については図表IV-10 参照
節税効果の現在価値の算定式については図表IV-11 参照

上記基本式のうち無負債事業価値の算定式を示したのが図表IV-10であり、節税効果の現在価値について示したのが図表IV-11である。ここで、無負債事業価値とは、資金を全額自己資本によって調達していると仮定した場合の事業価値である。

【図表IV-10 調整現在価値法における無負債事業価値算定式】

無負債事業価値 $= \frac{FCF_1}{(1+k_U)} + \frac{FCF_2}{(1+k_U)^2} + \frac{FCF_3}{(1+k_U)^3} + \dots$ $= \frac{FCF_1}{(1+k_U)} + \frac{FCF_2}{(1+k_U)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+k_U)^n} + \frac{TV}{(1+k_U)^n}$
FCF _t : t期の営業フリー・キャッシュ・フローの期待値 k _U : 会社資本の全額を自己資本で資金調達していると仮定する場合の株主資本コスト TV : ターミナル・バリュー（終価）

【図表IV-11 調整現在価値法における節税効果の現在価値算定式】

節税効果の現在価値 $= \frac{TS_1}{(1+r)} + \frac{TS_2}{(1+r)^2} + \frac{TS_3}{(1+r)^3} + \dots$
TS _t : t期の負債による節税額 r : 節税額に関する割引率

② 解説

この方法においては、全額自己資本によって資金調達しているものと仮定した場合の事業価値（無負債事業価値）に、負債による節税効果（利息支払による税金の減少額）の現在価値をプラスすることによって事業価値を計算する。無負債事業価値は、営業フリー・キャッシュ・フローを、無負債を仮定した場合の株主資本コスト(k_U)で割り引いた現在価値の合計であり、一方、負債による節税効果の現在価値は、将来の節税効果額をそのリスクを反映する割引率(r)で割り引いた現在価値合計である。この方法は、将来の節税効果を予測し、その価値を別途計算するために、資本構成が大きく変化する場合や税率の変更が予想される場合に柔軟に適用できるといいうメリットがあるといわれている。

なお、無負債を仮定した場合の株主資本コスト(k_U)の推定については本章「8.(1)③」を参照されたい。

(3) 残余利益法

① 基本式

残余利益法の基本式は、図表IV-12のとおりである。

【図表IV-12 残余利益法の基本式】

$V_0 = OA_0 + \frac{ORI_1}{(1+k_w)} + \frac{ORI_2}{(1+k_w)^2} + \frac{ORI_3}{(1+k_w)^3} + \dots$ $= OA_0 + \frac{ORI_1}{(1+k_w)} + \frac{ORI_2}{(1+k_w)^2} + \dots + \frac{ORI_n}{(1+k_w)^n} + \frac{TV}{(1+k_w)^n}$
<p>V_0 : 評価時点（第1期首）の事業価値 OA_0 : 評価時点（第1期首）の総資産の簿価合計 ORI_t : t期の営業残余利益の期待値 k_w : 加重平均資本コスト TV : $n+1$期以降の残余利益を n期末時点に割り引いた価値</p>

ここで、営業残余利益は以下のように計算される。

$$ORI_t = NOPAT_t - OA_{t-1} \times k_w$$

ここで、 $NOPAT_t$ は t 期の税引後営業利益、すなわち、営業利益から対応する税金を控除したものである。また、営業残余利益は、正常な利益（＝期首（前期末）営業資産簿価×加重平均資本コスト）を上回る利益である（下回る場合もある。）。この方法で計算される価値は事業価値なので、フリー・キャッシュ・フロー法と同様に、株主価値を計算するためには負債価値や非事業資産等に関して調整する必要がある。

残余利益法においても株主価値を直接的に計算することができる(図表IV-13)。

【図表IV-13 株主価値を直接計算する場合の残余利益法算定式】

$$\begin{aligned}
 VE_0 &= NA_0 + \frac{RI_1}{(1+k_e)} + \frac{RI_2}{(1+k_e)^2} + \frac{RI_3}{(1+k_e)^3} + \dots \\
 &= NA_0 + \frac{RI_1}{(1+k_e)} + \frac{RI_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{RI_n}{(1+k_e)^n} + \frac{TV}{(1+k_e)^n}
 \end{aligned}$$

VE_0 : 評価時点(第1期首)の株主価値
 NA_0 : 第1期首の純資産簿価
 RI_t : t 期の株主に帰属する残余利益の期待値
 k_e : 株主資本コスト
 TV : $n+1$ 期以降の残余利益を n 期末時点に割り引いた価値

ここで、株主に帰属する残余利益は以下のように計算される。

$$RI_t = NI_t - NA_{t-1} \times k_e$$

ここで、 NI_t は t 期の税引後純利益の期待値である。純資産に考慮すべきは、純利益が帰属する普通株主の持分であるため、少数株主持分は含まない。また、評価差額や換算差額などの項目の増減額は、残余利益を計算する際の純利益に反映させるべきであるが、その期待値がゼロである場合には考慮する必要はない。

② 解説

評価時点において、営業活動に利用している総資産簿価に将来における営業残余利益の期待値の現在価値合計を加えることによって事業価値を算定する。この方法は、税引後営業利益を利用した方法であるため、会計上の利益の予測値と関連付けながら評価することができるという特徴がある。

残余利益法における終価は、 $n+1$ 期以降の残余利益が定額であると仮定したり、競争圧力によって残余利益はゼロになると仮定するなど、多様な仮定の下で推定される。フリー・キャッシュ・フロー法や配当還元法と比較して、評価結果に対して終価が相対的に少額になるため、終価の予測における不確実性の影響が小さいといわれる。なお、この方法は、予測が整合的である限り、フリー・キャッシュ・フロー法と同額の事業価値を計算する。

株主価値を計算する場合には、株主資本簿価と株主に帰属する残余利益の現在価値合計を計算する。終価については、上述と同様である。

(4) その他の評価法

① 配当還元法

a) 基本式

配当還元法の基本式は、図表IV-14のとおりである。

【図表IV-14 配当還元法の基本式】

$V_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_3}{(1+k_e)^3} + \dots$ $= \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_e)^n} + \frac{TV}{(1+k_e)^n}$
<p>V_0 : 0期末 (評価時点) における株主価値 D_t : t期末の配当の期待値 k_e : 株主資本コスト TV : $n+1$期以降の配当をn期末時点で割り引いた価値</p>

b) 解説

株主への直接的な現金支払である配当金に基づいて株主価値を評価する。この方法においては、株主における直接的な現金の受取額である配当金の期待値を割り引くことによって株主価値が直接に計算される。

例えば、多額の欠損が生じているために当面において配当できない企業、配当が見込めない成長企業については株主価値の計算が困難であり、また、配当が低位安定しているような企業は過小評価しやすい。

また、企業成長に伴う配当成長を予測する評価法が考えられている。配当成長率を g とすると、配当還元法は以下のように書き換えられる。

【図表IV-15 配当成長を予測する配当還元法の算定式】

$V_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k_e)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+k_e)^3} + \dots$ $= \frac{D_1}{k_e - g}$
<p>V_0 : 0期末 (評価時点) における株主価値 D_t : t期末の配当の期待値 k_e : 株主資本コスト g : 配当成長率</p>

この方法は、ゴードンモデル法と呼ばれる場合がある。なお、この方法においても、配当政策の影響を受けやすいことに変わりない。

② 利益還元法

a) 基本式

利益還元法の基本式は、図表IV-16のとおりである。

【図表IV-16 利益還元法の基本式】

$V_0 = \frac{NI_1}{(1+r)} + \frac{NI_2}{(1+r)^2} + \frac{NI_3}{(1+r)^3} + \dots$ $= \frac{NI_1}{(1+r)} + \frac{NI_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{NI_n}{(1+r)^n} + \frac{TV}{(1+r)^n}$
<hr/>
NI_t : t 期の純利益 r : 割引率 TV : $n+1$ 期以降の純利益を n 期末時点に割り引いた価値

b) 解説

利益還元法は、会計上の純利益を一定の割引率で割り引くことによって株主価値を計算する。一般的に収益還元法と呼ばれている。純利益を割り引く際の割引率を株主資本コストとすると、一般には、配当還元法やフリー・キャッシュ・フロー法で計算される価値とは矛盾する計算結果となる。これらと整合的になるのは、会計上の純利益が配当額や株主帰属フリー・キャッシュ・フローと等しい場合に限られるため、それ以外の場合に、割引率(r)をどのような水準にするのが問題となる。割引率を、類似企業の値を参考として決定する場合には、インカム・アプローチではなく、マーケット・アプローチにおける類似上場会社法に対応するものであると考えられる。

(5) インカム・アプローチ適用上の留意点

評価法を適用するに当たって考慮すべき点を列挙する。なお、株主資本コストについては後述する。

① 将来キャッシュ・フロー等の予測の際の仮定

将来のキャッシュ・フロー等を予測する際におかれる各種の仮定は矛盾しないものでなくてはならない。前提とする仮定を明示し、それらを積み上げることによって株式評価に必要な一連の予測値が得られるので、仮定の一つが矛盾する場合には、予測値は全体として説明がつかないものとなる。また、複数の方法を適用し、結果として計算される価値の差が、どのような仮定の相違から生じているのか検討することにより、有用な示唆が得られる場合がある。

② 将来キャッシュ・フロー等の予測期間

将来無限にわたるキャッシュ・フロー等を正確に予測することは不可能であるため、実務においては、ある時点以降のキャッシュ・フロー等については単純な仮定

において終価を計算する。その場合に、予測期間をどの程度の長さにするかが問題となるが、この長さは終価の計算において利用する単純化の仮定が肯定できるように、企業が何らかの定常的な状態にいたるまでの期間とするべきである。

③ 加重平均資本コストにおけるウェイト

加重平均資本コストにおけるウェイトは、負債価値と株主資本価値によって計算される。その決定方法には、目標とする資本構成を参考にする方法や事業価値とウェイトを同時決定する方法がある。後者は、ウェイトに利用する株主資本価値と評価値である株主資本価値を整合的なものにする方法である。

④ 評価過程における負債価値

評価の過程において負債価値を利用する際に、簿価をもって時価に置き換えるケースがあるが、倒産可能性が高い場合には、簿価と時価の乖離幅が大きい。その場合には、実質的な負債価値を検討する必要がある。また、調整現在価値法などにおいて、負債水準が大きく変動することを想定する場合には、倒産可能性に配慮してその期待コストを評価に織り込む必要がある。

⑤ 資本構成の変化

資本構成の変化は、財務リスクの変化を生じて株主資本コストを変化させる。それゆえ、将来における資本構成の変化が予想される場合には、株主資本コストに反映する必要がある。

⑥ 非事業資産が存在する場合の加重平均資本コストの計算

非事業資産が存在する場合には、加重平均資本コストの計算において、これを考慮する必要がある。企業の資本コストについては、次のような関係がある。

$$r_{OA} \times OA + r_{NOA} \times NOA = r_d \times D + r_e \times E$$

ここで、 OA は営業資産時価、 NOA は非営業資産時価、 D は負債時価、 E は株主資本時価を示し、 r は各項目における資本コストである。この関係式は、各資産項目に対する要求収益の合計（左辺）が負債及び株主資本に対する要求収益の合計（右辺）に等しいことを示している。上式から、営業資産の資本コストは次のように計算されることになる。

$$r_{OA} = r_d \times \frac{D}{D + E - NOA} + r_e \times \frac{E}{D + E - NOA} - r_{NOA} \times \frac{NOA}{D + E - NOA}$$

⑦ オプション理論

リアルオプションとは、金融オプションの評価技法を実物投資に応用するものである。経営においては、時間の経過とともに多様な不確実性が解消し、戦略的な意思決定をすることが可能となる。このような企業経営における柔軟性は、重要なオ

プション価値を有する場合があります、これを適切に評価しないと事業価値又は株主価値を過小評価する場合があります。保有するオプションは、利益又はキャッシュ・フローを適切に予測すれば、推定される事業価値又は株主価値に含まれるはずであるが、可能な場合にはリアルオプションそのものの価値を評価することを検討すべきである。

(途中省略)

6. マーケット・アプローチにおける評価法

(1) 市場株価法

① 市場株価法の意義

市場株価法とは、証券取引所や店頭登録市場に上場している会社の市場価格を基準に評価する方法である。マーケット・アプローチの典型的な評価法であり、株式取引の相場価格そのものを基準に評価を行う。市場相場のある上場企業同士の合併比率や株式交換比率等の算定にも利用される。

例えば、A社とB社の合併比率を決める場合に、特定時点の取引所の両社の取引株価を比較して決定する。比較する株価は、合併の公表をする直前の日の終値又は一定期間の終値の平均値などを基に算出する。当該期間中に取引高が異常に多く、株価が乱高下した場合には、出来高で加重平均する方法もある。また、逆に取引が少なく、売買が成立していない場合は、気配値又は、直近売買成立日の価格を使用することもある。

上場会社の合併比率を計算する場合はいずれの会社も市場価格があり、評価においてこれを無視することはできないと考えられる。

(途中省略)

(2) 類似上場会社法

① 類似上場会社法の意義

類似上場会社法とは、上場会社の市場株価と比較して非上場会社の株式を評価する方法である。倍率法、乗数法ともいわれる。

次のステップで計算する。

- a) 類似する上場会社を選定する。
- b) 選定した上場会社と評価対象会社の一株当たり利益や純資産などの財務数値を計算する。
- c) 両社の財務数値を比較し、その指標の倍率を計算する。
- d) 選定した上場会社の市場株価に倍率を掛けて評価対象会社の株価を算出する。

類似する上場会社の選定は、その属する業界など様々な要素を考慮して決める。この場合、考慮すべき要素を例示するとすれば、次の項目をあげることができる。

【図表Ⅳ－17 類似上場会社選定の判断要素例】

a)	業界 同じ業界団体又は同種類の産業分野に属しているかどうか。
b)	取扱商品、サービス 商品製品やサービスが同種のもの又は競合するものであるかどうか。
c)	営業などの許認可関係 事業を行うために同種の許認可などが必要かどうか。
d)	事業規模 売上高や総資産・従業員数などにおいて事業規模が同程度であるかどうか。
e)	成長性、新規性又は成熟度 新規ビジネス分野又は新規製品を取扱い、高い成長性が見込める業種かどうか、又は既に成熟産業の分野となっているどうか。
f)	収益性 収益性において同程度の会社かどうか。
g)	地域性 地域色の強い会社の場合、同地域の経済環境にある会社かどうか。
h)	事業戦略 M&Aを多用するなど事業拡大戦略などが似通っているかどうか。

選定する会社は、通常、1社だけでなく複数選定する。類似性の高い会社があれば選定する会社は少数でよいと考えられるが、反対に類似性が低い会社しか見つからない場合は、より多くの会社を選定する必要がある。

倍率の算定に使用する財務数値の代表的なものは次のとおりである。

【図表Ⅳ－18 倍率の算定に使用する財務数値の例】

a)	一株当たり収益指標： 税引後利益 支払利息控除前税引前利益（E B I T） 減価償却費支払利息控除前税引前利益（E B I T D A） 売上高
b)	一株当たり純資産： 簿価純資産 時価純資産
c)	一株当たり配当額

比較のための財務数値は、非経常損益項目を控除したり、会計処理基準の違いを考慮して修正を加える必要がある。また、計算対象期間についても、直近会計年度（単年度）とするのか、又は数年間の平均値とするのかも決める必要がある。

なお、上場会社と比較するので、非上場会社の株式の流動性を勘案し、非流動性相当分のディスカウントをすることも考慮する必要がある。非上場の会社であっても株式上場を全く予定していない会社と上場準備中の会社では事情が異なる。また、上場準備中の会社でもアーリーステージの会社もあれば株式上場直前に差し掛かってきている会社もあるので、それぞれ非流動性ディスカウントの率も異なってくると考えられる。

また、大企業と中小企業を比較する場合は、後者の方が事業の安定性が低いなどの理由から小規模ディスカウントを考慮して評価額を下げることもある。さらに評価目的によっては、支配権に関わるプレミアム（コントロール・プレミアム）の考慮の必要性について検討する場合もある。

これらの非流動性ディスカウント、小規模ディスカウント及び支配権に関わるプレミアム（コントロール・プレミアム）をどの程度の率とするかは、一般的に利用できる実証データを求めることは難しいが、企業価値評価においては考慮に入れるべき点である。

（途中省略）

（3）類似取引法

① 類似取引法の意義

類似取引法とは、類似のM&A取引の売買価格と評価対象会社の財務数値に関する情報に基づいて計算する方法である。M&Aに関するデータを正規に収集する組織・機関が存在しないことから、一般的に利用できることは少ない。

破綻ゴルフ場やパチンコホールなど、特定の業界においては、ある時期に頻繁にM&Aが行われることがある。そのようなマーケットでは、会社更生手続の過程などで競争入札などが行われるケースもあり、ある程度取引額と財務数値が入手できる場合がある。

計算方法や使用する主な財務数値は、倍率法の考え方と基本的に同じであるが、さらに、シーズン別来場者数、一來場者当たり売上額、店舗面積当たり売上高など、より詳細な財務管理情報を調査し比較することになる。

（途中省略）

（4）取引事例法（取引事例価額）

取引事例法とは、評価対象会社の株式について過去に売買がある場合に、その取引価額を基に株式の評価をする方法である。

過去の売買が何度か行われている場合は、基本的に一番直近に行われた売買の取引価額が基本的に用いられる。

この方法を採用する場合は、まず利用する取引事例価額そのものが合理的な方法で評価されているかどうかを検討する必要がある。また、その評価時点以後の経営成績や財政状態の変動を考慮する必要があるため、その場合には前述の倍率法などの考え方を取り入れて評価する必要がある。

7. ネットアセット・アプローチにおける評価法

ネットアセット・アプローチはコスト・アプローチとも呼ばれており、会社の純資産を基準に評価する方法がある。

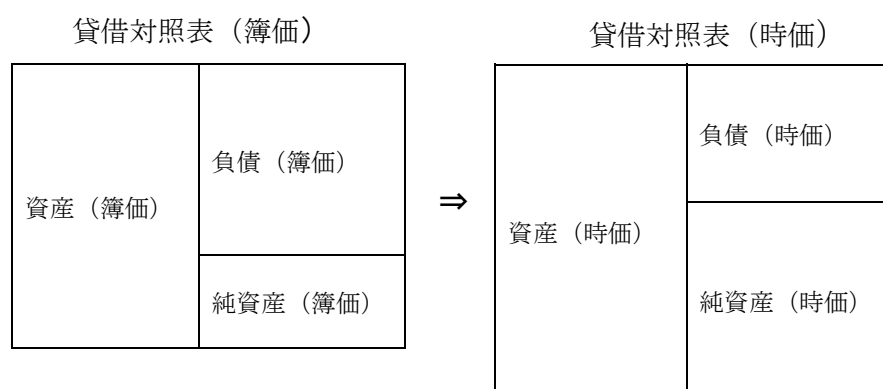
(1) 簿価純資産法

簿価純資産法は、会計上の純資産額に基づいて一株当たり純資産の額を計算する方法である。会計上の帳簿価額を基礎とした計算であるので、客観性に優れているが、各資産の時価は簿価と乖離していることが多いため、簿価純資産法をそのまま企業価値の評価に使用することは少ないと考えられる。

(2) 時価純資産法（修正簿価純資産法）

時価純資産法とは、貸借対照表の資産負債を時価で評価し直して純資産額を算出し、一株当たりの時価純資産額をもって株主価値とする方法である。全ての資産負債を時価評価するのは実務的に困難なことから土地や有価証券等の主要資産の含み損益のみを時価評価することが多いので、修正簿価純資産法と呼ぶこともある。

【図表Ⅳ－19 簿価純資産法と時価純資産法】



① 再調達時価純資産法

個別資産の再調達時価を用いて一株当たり純資産の額を算出する方法である。この再調達時価には調達に直接要する費用を含む。個別資産の時価を集計する個別集計法の一つに分類される方法である。この方法による株価等は、企業を新たに取得することを前提にした価額となる。つまり、新規に事業を開始した場合と同等の価値を算定するという考え方による方法といえる。税効果に関しては、簿価を時価に

改めたとときの含み益に対する法人税等相当額を控除する方法と控除しない方法がある。なお、実際に含み益のある資産を売却するわけではないため、法人税等を控除することは企業を継続する場合の前提に反するという意見もある。

② 清算処分時価純資産法

個別資産の処分価額を用いて一株当たり純資産の額を算出する方法である。個別資産の時価を集計する個別集計法の一つに分類される方法である。単に時価純資産法という場合は、この清算価値時価純資産法を指すことが多い。

解散を前提とする会社の場合は、この評価法が該当する。なお、そのような場合は前提となる解散の方法によって、より安値の早期処分価額を時価として適用したり、処分コストや弁護士費用その他事務経費も控除する場合がある。

非強制処分価値と強制処分価値については、後述の「V 1. (2)② b)清算価値」を参照されたい。

③ その他の純資産法

無形資産を評価する方法（超過収益法）

有形資産や無形資産を全体で評価して企業価値を算定する。評価対象会社の正常利益を算定し、そこから純有形資産に帰属する投資利回りを控除することによって、無形資産に寄与する利益である超過利益を算出する。したがって、評価対象会社の正常利益を算定するので、インカム・アプローチ的手法を使うのであるが、この方法も純資産法の一つとする考え方がある。

以 上