

太陽グラントソントン Advisory Insights

コーポレートファイナンス

今回のテーマ： **DCF法の適用に重要な影響を与えるIVS105の改正事項**

はじめに

前回の記事（2021年4月4号「[国際評価基準（IVS）の概要と一般基準](#)」）では、執筆時点（2021年2月25日）における最新版のIVS¹である2020年1月31日から適用されている基準の構成と一般基準の概要を解説しました。この執筆時点（2021年2月25日）における最新版IVS公表時の改正事項のうち、「IVS105 Valuation Approaches and Methods（評価アプローチ／評価方式及び評価法）」は、インカム・アプローチのキャッシュ・フローの見積り、割引率の見積り及びキャッシュ・フローと割引率との対応関係の適切性等に関する基準を追加し、さらに評価モデルの規定を新設しています。

前者の追加規定は、DCF法の適用に重要な影響を与える改正であり、後者評価モデルの規定は、資産別基準の「IVS200 Businesses and Business Interests（事業及び事業持分）」130項の改正事項として追加した資本構成が複雑な企業の価値の配分に関する規定に関連しています。このように、IVS105は、企業価値評価で参照すべき重要な規定が追加されています。

そこで今回は、「IVS105 Valuation Approaches and Methods（評価アプローチ／評価方式及び評価法）」の（2020年1月31日から適用されている）主な改正事項を解説します。

なお、本文中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申し添えさせていただきます。

1. 「10.序論」の追加事項

IVS105の序論における追加事項として、評価人と依頼者との間で、評価者が採用する評価アプローチ／評価法及び評価者が実施する手続きの範囲を合意する場合、評価人に課された制約と実行される手続き次第では、IVSに準拠しない評価結果になる場合があります（IVS105 10.9）、評価人は、評価の見積りに関する制限または制約が、評価上、重要な問題につながるかどうかを検討する必要があること（IVS105 10.10）を注意喚起する旨の記載がなされています。

これは、依頼者による評価者への不適切な要請を排除することの重要性を強調しているものと考えられます。

2. 「50.インカム・アプローチ／収益方式の評価法」の追加事項

「50.インカム・アプローチ／収益方式の評価法」では、DCF法で想定するキャッシュ・フローの種類と割引率の留意点を追加記載しています。これは、特に、将来キャッシュ・フローの不確実性が高いベンチャー企業を対象とするDCF法の評価に関する留意点を意識したものと考えられます。

(1) キャッシュ・フローの種類

キャッシュ・フローの種類を以下のように、例示列挙していますが、実績データが乏しいベンチャー企業の将来予測にかかるリスクの対応方法として、確率加重シナリオ（probability-weighted scenarios）をあげていることが注目されます。

¹ なお、2021年7月31日にIVSの改訂版（2022年1月31日発効）が公表されており、当該改訂版については、後日解説したいと思います。

<https://www.ivsc.org/news/article/the-ivs-have-been-updated>

- インカム・アプローチで使用される予測キャッシュ・フローとしては、例えば、次のものがあること (50.5)
 - 確率加重シナリオ (probability-weighted scenarios)
 - 最も可能性の高いキャッシュ・フロー (most likely cash flows)
 - 契約上のキャッシュ・フロー (contractual cash flows)

(2) 割引率

割引率の見積りに関する手順と留意点が以下のように、詳述されています。

インカム・アプローチでは、割引率がキャッシュ・フローの種類と整合することが基本になるものの、CAPM (資本資産価格モデル) の式²におけるインプットで使用する、マーケットリスク・プレミアム、リスク・フリーレート、類似上場企業のβ値などのデータを機械的に選定するのみで、キャッシュ・フローの種類との整合性に関する検討を軽視してはいけないことを意識した留意事項としての追加事項であると考えられます。

- 割引率は、キャッシュ・フローの種類³と整合すること (50.30)
- 適切な割引率を選択する場合、以下の例示列挙するような裏付けのある分析しなければならない (50.32)
 - (a) 内部収益率 (IRR)
 - (b) 加重平均資産収益率 (WARA)
 - (c) マーケット・アプローチやインカム・アプローチによるインプライド倍率、ガイドライン会社の市場倍率または取引倍率との比較などの他のアプローチからの価値指標
- 資産の期間/満期とインプットの整合性 (50.33)

例えば、採用するリスクフリーレートの期間は、資産のキャッシュ・フローの期間と一致させる。
- 割引率の見積り方法を文書化 (50.34)
- 予測の仮定が価値の基礎と一致しない場合⁴、予測または割引率を調整する必要があること (50.35) (50.38参照)

² 割引率は一般に、以下の式による株主資本コストと負債コストとの加重平均資本コストが採用されます。

株主資本コスト = リスクフリーレート + β値 × マーケット・リスクプレミアム

³ 例えば、スタートアップ企業等の予測キャッシュ・フロー (確率加重シナリオなどによる見積りキャッシュ・フロー)、業績が安定した事業で達成可能性の高いキャッシュ・フロー、契約により規定されたキャッシュ・フローなどの期待キャッシュ・フロー等があげられます (50.5 参照)。

⁴ 実績のないスタートアップ企業の予測は、業績が安定している事業歴が長い企業より不確実であるため、一定のリスクを考慮しなければなりません。そのため、予測キャッシュ・フローを確率加重シナリオによって見積る等の対応がありますが、そのような対応がなされていない場合は、予測の仮定が価値の基礎と一致しないものと考えられます。

- 予測キャッシュ・フローに関する達成リスクを考慮すること (50.36)
特に、評価人は、予測キャッシュ・フローの根底にあるリスクが割引率で考慮されているかどうかを評価する必要がある。
- 予測キャッシュ・フローの達成リスクを評価する方法には、例示として次のものがある (50.37)
 - (a) 予測キャッシュ・フローの主要コンポーネントを特定し、予測キャッシュ・フローの主要コンポーネントを次のものと比較する。
 - ・ 財務実績
 - ・ 比較可能な実績と予想業績
 - ・ 業界の実績および予想業績
 - ・ 国または地域の予想短期成長率及び長期成長率
 - (b) 予測キャッシュ・フローが、最も可能性が高いシナリオか、確率加重シナリオか、それとも他の種類のキャッシュ・フローを表しているかを確認する。
 - (c) 予想キャッシュ・フローを利用する場合は、予想キャッシュ・フローを導き出すために使用される潜在的な成果の相対的な分散を考慮する (たとえば、分散が大きいかほど割引率の調整が必要な場合がある)。
 - (d) マネジメントの見積りの正確性と信頼性を評価するため、資産にかかる予測を実績と比較する。
 - (e) 定性的要因を検討する。
 - (f) マーケット・アプローチによる価値指標を検討する。
- 評価者は、予測キャッシュ・フローに含まれる特定のリスクが割引率に含まれていないと判断する場合、次のことをする必要があり (50.38)
 - 1) 予測の調整
又は、
 - 2) 反映していないリスクを考慮した割引率の調整

上記の調整は、次のことを行う必要がある。

(a) キャッシュ・フロー予測を調整する場合

調整が必要な理論的解釈、調整の定量的手続き、及び調整の性質と数値の文書化

(b) 割引率を調整する場合

- ・ キャッシュ・フロー予測を調整することが適切でない又は不可能である理由の文書化
- ・ もしくは、リスクが割引率に反映していない理由の文書化
- ・ 調整するための定量的かつ定性的な手続きの文書化
- ・ 調整の性質と数値の文書化

なお、定量的手続きは、必ずしも割引率調整の定量的導出を伴うわけではないが、合理的に入手可能な全ての情報を考慮すべきであることが規定されている。

- 割引率を見積る際には、対象資産のアンシステムテック・リスクと総体的な割引率の導出に与える影響を考慮することが適切かもしれないこと (50.39)

例えば、評価人は、市場参加者がスタンドアロンで（分散投資でない前提で）資産の割引率を評価するかどうか、又は市場参加者がより広範なポートフォリオ投資をする前提で資産を評価するかどうか、すなわちアンシステムテック・リスクの潜在的な分散を考慮するかどうかを検討すべきである。

- 評価人は、会社間契約と移転価格が割引率に与える影響を考慮すべきであること (50.40)

例えば、会社間契約では、大企業内の一部の企業または事業体に固定または保証されたリターンを指定することが珍しくない。これにより、事業体の予測キャッシュフローのリスクが低下し、適切な割引率が低下する。ただし、企業内の他の企業キャッシュ・フロー超過収益とリスクの両方が割り当てられる残余利益者とみなされるため、事業体の予測キャッシュ・フローと適切な割引率のリスクが高まる。

(3) 評価モデル (90)

評価モデル (90) は、新設された規定であり、資産別基準の「IVS200 Businesses and Business Interests (事業及び事業持分)」130項の改正事項として追加した資本構成が複雑な企業の価値の配分に関する規定に関連しており、IVS200の130項は、具体的な評価モデルの規定を詳述しています。評価モデル (90) の具体的な規定は、以下のとおりです。

(定義 90.1)

評価モデルとは、価値を推定し文書化するために使用される定量的な方法、システム、技法、および定性的な判断を意味する。

(評価モデルの使用又は構築で検討すること 90.2)

- (a) モデルの選択又は構築する際の適切な文書化
- (b) 評価モデルのアウトプット、重要な仮定及び制限条件が、評価の基礎及び範囲と整合していることの理解と保証
- (c) 評価モデルの仮定に関連する主要リスクの検討

(IVS準拠に関する確認 90.3)

評価モデルの性質に関係なく、IVSに準拠するため、評価者は、評価がIVSに含まれる他のすべての要件に準拠していることを確かめなければならない。

評価モデルの規定は、資産別基準の「IVS200 Businesses and Business Interests (事業及び事業持分)」130項の改正事項として追加した資本構成が複雑な企業の価値の配分に関する規定に関連しています。資産別基準の「IVS200 Businesses and Business Interests (事業及び事業持分)」130項の改正事項として追加した事項は、ベンチャー企業の評価にあたって重要な論点が規定されており、改めて解説したいと思います。

<執筆者>

太陽グラントソントン・アドバイザーズ株式会社

エグゼクティブ・アドバイザー 公認会計士 中嶋 克久

監査法人在籍時におけるベンチャー・キャピタル及び預金保険機構への出向等によりエクイティ関連業務を多面的に経験した後、資本政策関連サービスを事業とする会社を創業。裁判所の委嘱による株価鑑定やMBO、株式交換等の第三者委員会委員等の実績もあり、現在、日本公認会計士協会IVSC対応専門委員会専門委員も務める。

主な著書、記事に「資本政策の考え方と実行の手順」（共著、中経出版）、「ストック・オプション会計と評価の実務」（共著、税務研究会出版局）、「企業価値評価の実務 Q&A」（共著、中央経済社）、「JCOM 最高裁決定の示唆する『公正な手続』と実務」（旬刊商事法務 No.2126）等。

以上