

平成 28 年度グローバル・ベンチャー・エコシステム連携強化事業  
(我が国におけるベンチャー・エコシステム形成に向けた基盤構築事業)

調査報告書

(国内 VC ファンドの時価評価に係る実務指針)

2017 年 3 月

作成者

一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会

## 目次

本報告書の主旨	1
第1部 VCファンドの時価評価	2
1. 国内におけるVCファンド時価評価実務の現状	2
2. 欧米等海外におけるVCファンドの時価評価とIPEVガイドライン	9
第2部 IPEVガイドライン実務指針	75
1. IPEVガイドラインに基づくプロセスフローチャート	75
2. ケーススタディ	96
2-1. ケーススタディA	97
2-2. ケーススタディB	101
2-3. ケーススタディC	107
3. 最後に	109
協力	110
参考文献	110

## 本報告書の主旨

平成 27 年度経済産業省委託調査事業として日本ベンチャーキャピタル協会（以下当協会）が作成した「VC ファンドのパフォーマンス評価に係る調査報告書」において記載の通り、我が国のベンチャーキャピタルファンド（以下、VC ファンド）は米国と比較すると 20 分の 1 にも満たず、これに伴ってベンチャー企業の質および量に大きな格差が存在する。

かかる原因のひとつとしては、年金基金を中心とした機関投資家による LP 出資の有無に拠る所が大きいのが、我が国の VC ファンドが機関投資家からの資金を得ることが出来ていない大きな理由の一つは、ファンドの価値評価基準として国際標準とは異なる日本独自の評価基準が使用されており、ファンドパフォーマンスの国際的な比較が困難となっていることにある。（詳細については同報告書参照。）

上記の前年度事業の成果を踏まえ、本事業においては国際標準となっている公正価値ベースの時価評価の日本における普及を目指し、実務上の課題に対して一助となるような情報の紹介やフレームワークの策定を行っている。第 1 部では、国内における VC ファンドの価値評価に係る各種会計基準・実務指針を整理、また時価評価が普及未然となっている背景について主要な論点を解説している。次に、IPEV 審議会が設定した『IPEV ガイドライン 2015 年版』を紹介している。第 2 部では前述のガイドラインをより実務に即した形式に落とし込むことを目的とし、監査法人等の協力を得て策定を行ったフローチャートを紹介、更に実際に公正価値ベースの時価評価を行った国内 VC ファンド 3 社の実務プロセスを掲載している。

今後は当協会活動を介して国内ベンチャーキャピタル各社へ周知の上、業界全体として VC ファンド組成の活性化を目指す。

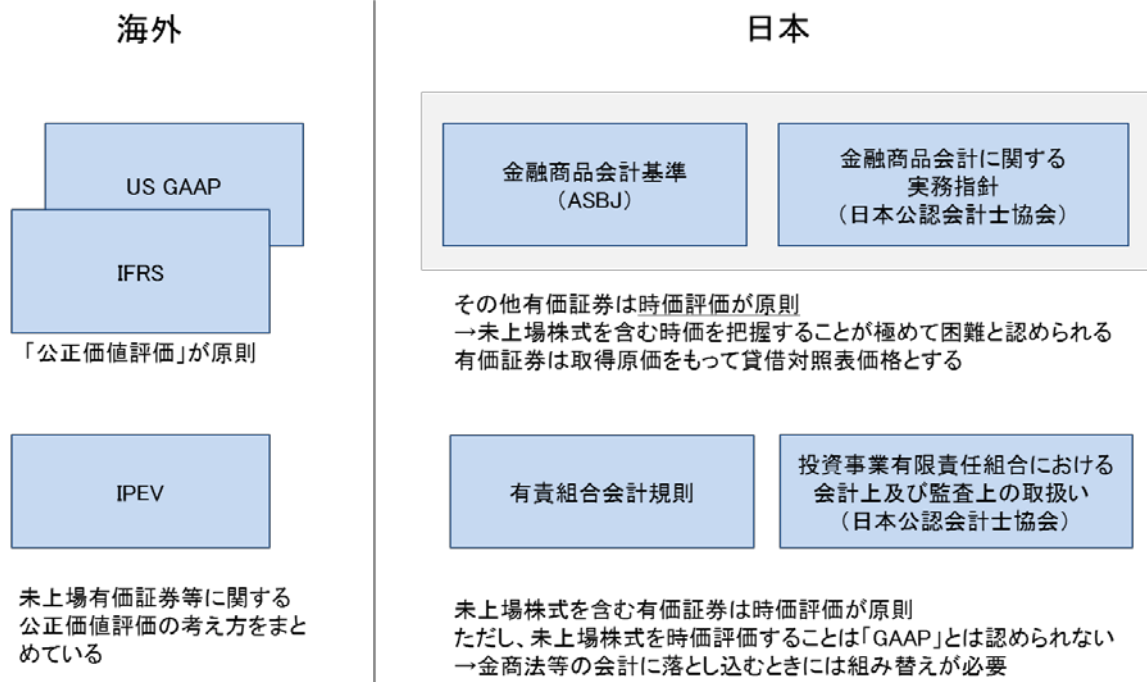
## 第1部 VCファンドの時価評価

### 1. 国内におけるVCファンド時価評価実務の現状

国内におけるVCファンドは、その殆どが「投資事業有限責任組合契約に関する法律（平成10年施行、以後の改正含む。以下LPS法）」に基づく投資事業有限責任組合、又は民法に基づく任意組合として組成・運営されている（一部ではケイマン籍等のリミテッド・パートナーシップ等によって組成・運営されている）が、ここでは無限責任組合員であるGPと有限責任組合員であるLPが法的に定義されている投資事業有限責任組合の時価評価実務について述べることにする。

ファンドの価値評価は、当該GPがファンドの組合契約書上で定義した評価方法に基づいて、監査法人（又は公認会計士）と協議して行われる。国内で最も多く採用されている評価方法は、経済産業省で公表している「投資事業有限責任組合モデル契約（作成：西村あさひ法律事務所）」の別紙に記載されている「投資資産時価評価準則」に則った方法で、基本的に市場性のない未上場有価証券は「回収可能価額」と「客観的事象」に基づいて評価する内容となっており、未実現損益の計上はGPの方針を監査人が監査を実施することによって確定し、最終的にこれら纏めて有責会計基準での財務諸表を作成している（また、これとは別に金融機関LPや上場企業LP向けに金融商品会計基準での財務諸表を作成するが、かかる会計基準上では未実現利益の計上は行わないものとなっている）。

しかし実際には時価評価といっても所謂公正価値ベースによるNAVの価値評価を行なって監査を受けている国内VCファンドは殆ど無く、上場有価証券を期末時点の時価に洗替する事を除けば回収困難時の減損評価を各社の評価規則に基づきで実施するのみの状況に留まっている。



理由としては以下に集約される。

- ① 国内 VC ファンド会計実務において保守主義が業界慣習として定着しており、回収困難時の減損評価のみが暗黙知化している事
- ② LP が国内事業会社中心であり出資目的が純投資目的でなく事業開発等の政策目的に主眼が置かれている事が多いため、必ずしもパフォーマンスが求められておらず、またLP が GP 選定時に相対的なパフォーマンス評価を厳密に行っていない事
- ③ ファンドサイズが小さい為、公正価値ベースでの時価評価に係る事務コスト及び監査コストが賄えない事

まず①だが、前提として事業会社における保有有価証券の価値評価対象は、売買目的有価証券及びその他有価証券に分類され、特に株式については市場価格のあるものに限定されるのに対し、有責組合の投資勘定は原則として「時価を把握することが極めて困難と認められる有価証券」についても、各組合の組合契約に定める評価基準に従って時価評価を行うものとされている（中小企業等投資事業有限責任組合組合会計規則第7条）。

但し現行の会計基準においては、「時価を把握することが極めて困難と認められる有価証券」は評価益を計上せず取得原価評価であること及び保守主義の観点から、時価 > 取

得価額の場合で、会計方針として取得価額で計上する旨を定めた場合、評価益の計上をしないことも出来ることとなっている。かかる評価規則に基づき、先に触れた投資事業有限責任組合モデル契約別紙の投資資産時価評価準則（下記参照、またはこれをGPが個別にアレンジした評価準則）に則り市場性のない未上場有価証券を回収可能価額と客観的事象に基づいて評価することが一般化した。

投資事業有限責任組合モデル契約別紙の投資資産時価評価準則

投資資産時価評価準則

無限責任組合員は、投資事業有限責任組合の財産及び損益の状況を算定するために、投資先企業への投資資産について適正な評価額を付さなければならない。その評価額は、「市場性」ないしは「客観的な事象」に基づく価額とすべきである。但し、市場性のない有価証券を評価減とする場合、組合員が評価時点で受け取れると合理的に期待できる金額（回収可能価額）と客観的な事象に基づく金額とを比較していずれか低い価額を付さなければならない。

	市場性のある有価証券	市場性のない有価証券
評価増	決算日の最終の価格等	直近ファイナンス価格
評価減	決算日の最終の価格等	直近ファイナンス価格又は回収可能価額のいずれか低い価額

1. 決算日の最終の価格等とは以下の価格とする。
  - ① 金融商品取引所に上場されている有価証券は、主要な一金融商品取引所における最終の価格（決算日に公表される最終の価格がない場合、同日前直近において公表された最終の価格）とする。
  - ② 店頭売買有価証券は、日本証券業協会が公表する最終の売買価格（売買価格が無い場合、売り気配の最安値又は買い気配の最高値とする。）とする。
  - ③ 上記以外の有価証券で市場性のあるものは、公表されている価格、売買価格又は気配等とする。
  - ④ 市場性のある有価証券で、権利落ちのあった株式で事業年度終了の日において当該株式に係わる新株の発行がなされていないものについては、最終の価格に当該株式の権利の価格に相当する金額を加算した金額とする。
2. 直近ファイナンス価格は、新株の種類、株式数、発行価額、引受人を勘案し、適正な価格で実施したものと認められる場合に限られるものとする。

3. 評価額には、委託手数料等の取引に付随して発生する費用は含めないものとする。
4. 外貨建有価証券は決済日の直物為替相場を用いて換算する。但し、為替予約が付されている場合には、当該予約相場を用いて換算するものとする。
5. 有価証券の流動性を勘案し、最終の価格等から割引評価することが望ましい。
6. 株主割当増資、株式分割等が実施された場合には、一株当たりの評価額を見直すものとする。なお、潜在株式がある場合にはその行使価格を考慮して一株当たりの評価額を見直すものとする。なお、潜在株式がある場合にはその行使価格を考慮して一株当たりの評価額を算定しなければならない。
7. 新株予約権、新株予約権付社債等は直近に行われたファイナンス価格に基づき算定した価額とする。
8. 市場性の無い有価証券を発行する投資先事業者において、業績が見込みよりも悪化している場合には評価減を検討する必要がある。また、投資直後においても、業績が見込みより著しく悪化している場合には、評価減を検討する必要がある。
9. 回収可能価額を下記の区分に応じた簡便的な方法により見積もることも認められる。

ランク	状況	評価額
A	投資の短期的な状況について懸念がある場合	取得価額の 75%
B	投資の長期的な状況について懸念がある場合	取得価額の 50%
C	業績回復のため挺入れしなければ投資原価が回収できないと懸念される場合	取得価額の 25%
D	投資原価が回収される見込みがなくなった場合	備忘価額

10. 状況を具体的に例示すれば、下記のとおりである。なお、その他資産価値に影響を与えらると思われる事象についても考慮する。

①投資の短期的な状況について懸念がある場合としては、

- ・ 業績が見込みより悪化
- ・ 事業計画が達成されていない
- ・ 業績が改善する見込みが不明
- ・ 資金繰りが悪化

②投資の長期的な状況について懸念がある場合とは、

- ・ 事業計画の実現が困難で、大幅な見通しが必要と判断される
- ・ 投資時点より純資産が半分以下となっている

- ・ 業績が回復する見込みが乏しい
- ・ 資金繰りが不透明

③業績回復のため梃入れしなければ投資原価が回収できないと懸念される場合とは、

- ・ 債務超過の状態が3年以上継続
- ・ 業績が回復する見込みがない
- ・ 事業計画の実現は不可能である
- ・ 資金繰りがいきづまる見込みがある

④投資原価が回収される見込みがなくなった場合とは、

- ・ 民事再生法・会社更生法申請
- ・ 銀行取引停止
- ・ 営業停止
- ・ 経営者と音信不通
- ・ 破産

11. 上記1から10の規定によっても、時価を評価することが困難な場合には、取得価額をもって時価とみなす。

また金融商品会計に関する実務指針においては、VC ファンドが保有する未上場株式は「時価を把握することが極めて困難と認められる株式」に該当し、取得原価をもって貸借対照表価額とするとされている。また資産の時価評価に基づく評価差額等を加味した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には相応の減額を行い、評価差額は当期の損失として減損処理しなければならないとされている（金融商品会計に関する実務指針92項）。国内事業会社中心のLPは当該会計処理を使うケースが多い。

続いて②だが、米国等海外におけるVCファンドは機関投資家中心のLPで構成されていることが多いのに対し、国内におけるVCファンドは事業会社中心のLPで構成されていることが多い。

前者は当然の如く純投資目的であるため、ファンド満了時の最終的な総分配額に基づく実現損益ベースでのパフォーマンスだけでなく、ファンド運用途上の段階における実現損益＋未実現損益ベースでのパフォーマンスも強く求める。

しかし後者は必ずしも高いファンドパフォーマンスを求めておらず、当該事業会社の事業開発に寄与する事業領域の市場動向や投資先情報の提供、またかかる対象先への事業開発及び投資機会の提供がなされれば LP 出資目的に適うと考えている先が多い。また LP 出資持分の評価については、前項①で触れたように金融商品会計基準で取り込まれることが多いため、会計的な要請からは GP はそもそも運用中のファンドを公正価値ベースで時価評価して LP に報告する必然性がない。

このような状況下であるため、国内 VC ファンドの GP は新規にファンドレイズする際に運用中のファンドパフォーマンスを定量的に開示（＝DPI、RVPI、TVPI 等をベースにしたパフォーマンスを開示）して募集材料にすることはあまり見られず、定性的な情報（＝投資戦略、過去投資先実績、実現損益ベースの個別リターン等）のみで募集していることが多く、情報開示が限定的である。またこれに対して国内事業会社 LP もファンドパフォーマンスを相対的に比較して GP を選別することがあまり見られない状況にある。

続いて③だが、国内 VC ファンドの決算は①で述べた通り評価プロセスが大まかに言ってしまえば「取得価額に減損処理を加えるだけのプロセス」であるため、業績の悪化などで「実質価格が著しく低下」していない投資先は無視することが可能であり、然程管理コスト（決算事務コスト、監査コスト等）が掛からない。

一方で IFRS や US GAAP、或いは本報告書内で詳述する IPEV ガイドラインに基づいて公正価値ベースで時価評価する場合は、マーケット・アプローチ又はインカム・アプローチを行うための事前評価手法の確立が原則、全ての個別投資先毎に必要であり、これを少なくとも年次（本来四半期毎が望ましい）で運用する必要がある、また評価に必要な定量的材料を継続的に収集把握する体制が必要となる。更にこれらを運用するためのパートナークラスのリソース捻出と、ミドルバックの管理体制強化が必須となるため、必然的に高水準の管理コストが求められることになる。

国内 VC ファンドのサイズは 20-50 億円程度が平均値であり、シード・アーリー投資が中心となる独立系 VC に限定すれば中央値で 10-20 億円程度のレンジに留まることを考えると、公正価値ベースで時価評価可能な体制を整備するには相応のハードルが存在すると言える。

ファンド運営を安定的に運用していくには、継続性のある資金の出し手であり、純投資を目的とした資金運用を行う機関投資家（銀行、生命保険、損害保険、年金基金等）からの出資を得られることが望ましいと考えられる。そして、これらの機関投資家は評価を取り込む際には公正価値ベースでの時価評価が原則となっている。また、ファンド出資、特に PE/VC をはじめとしたオルタナティブ投資を積極的に行っている機関投資家は、インスティテューショナル・リミテッド・パートナーズ・アソシエーション（Institutional Limited Partners Association 以下「ILPA」：<https://ilpa.org/>）における Private Equity Principles（プライベート・エクイティ原則）においてプライベート・エクイティ業界におけるベストプラクティスに関する ILPA の姿勢を概説している。

ILPA は、CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金）や Canada Pension Plan Investment Board（カナダ年金制度投資委員会）、AP2-Second Swedish National Pension Fund（スウェーデン国民年金 AP2）など 2017 年 2 月現在、32 カ国 390 を超える機関投資家が参加しているプライベート・エクイティに投資する国際的な機関投資家組織である。2009 年に「プライベート・エクイティ原則」（Private Equity Principles）を公表し、2011 年に改定した 2 版では「利害の一致」、「ガバナンス」、「透明性」の 3 つを守るべき原則として掲げるとともに、透明性を確保するために、ファンドレベルのみならず、投資先企業レベルの情報開示を求めているのが特徴である。

EU においては、政策執行機関である欧州委員会（European Commission）による「オルタナティブ投資ファンド運用者指令」（AIFMD: the Alternative Investment Fund Managers Directive）において投資家がファンドに投資する前に、運用者が投資家に対して開示すべき情報として、ファンドの資産評価の手順、価格設定の方法について規定されている。

また、世界最大級の運用資産残高を持つ年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）では、法令上、時価評価によるディスクロージャーを要する。国内 VC が、現行ファンドサイズを拡大して後継ファンドを設立、設計するにあたっては、ファンド・オブ・ファンズ等経由を含め、機関投資家からの出資を視野に入れていくことになるが、機関投資家側からは、今後、時価評価での決算書やパフォーマンス計算等を求められることも想定する必要がある。

## 2. 欧米等海外における VC ファンドの時価評価と IPEV ガイドライン

前項で述べたように、国内 VC ファンドにおいて保有する未上場株式は金融商品会計に関する実務指針における「時価を把握することが極めて困難と認められる株式」に該当し、公正価値ベースでの時価評価を行う必然性がない。

一方で、欧米等海外における VC ファンドが会計基準として採用する US GAAP 又は IFRS においては VC ファンドが保有する投資勘定の公正価値ベースでの時価評価を要求しており、未上場の個別投資先有価証券の公正価値が簿価と異なる場合はマークアップ/マークダウン評価を実施して未実現損益を計上している。

このような中、海外では投資会社における未上場株式の公正価値測定にかかるガイダンスである International Private Equity and Venture Capital Valuation Guideline（以下 IPEV ガイドライン）が存在している。

IPEV ガイドラインは、当初フランス、英国、欧州の VC/PE 協会が中心となって開発したものであり、現在は IPEV 審議会がその設定主体となっている。当ガイドラインが当初公表された 2005 年 12 月の改訂の際には、40 の国や地域等の業界団体によって支持されている。更に 2013 年 5 月には米国ベンチャーキャピタル協会（NVCA）及びプライベートエクイティキャピタル協議会（PEGCC）も当ガイドラインの支持を表明しており、全世界的な PE・VC 投資に関して、普遍的で一貫性のあるガイドラインとして認知される状況になっている。

当ガイドラインの目的は、ファンド・マネージャーがファンドの運用状況を投資家に報告するにあたり、定期的に投資評価を実施する必要があるため、VC/PE 投資に関する公正価値の算定方法の中でも現在最良であると思われる方法を整理し、投資家がより適切な判断を行えるようにすることとしている。

また、世界各国で公正価値への注目度が高まる中、その評価実務に関し世界的に共通した利用が求められており、当ガイドラインでは VC/PE ファンドが保有する各種の投資に対して首尾一貫した価値評価を行うための考え方を明らかにしている。

このようにVC/PE業界における横断的な比較可能性を高めるのみでなく、IFRSやUS GAAPとの整合性を確保する目的を持つものであるとされており、2011年5月のIFRS13号の公表後、それと整合性を図るため2012年12月に改訂版が公表されている。またその後のIASBへの検討内容を反映させることも一つの目的として、2015年12月にさらなる改訂版が公表される等、随時VC/PE投資の実情に合わせた改訂がなされている。

次頁以降は、2015年12月に改定されたIPEVガイドライン（2017年2月現在における同ガイドライン最新版）の翻訳を試みたものである。本翻訳版の利用は、IPEV審議会により発行された英語版の利用規約（“Terms of Use of Valuation Guidelines”）に準ずる。IPEVガイドライン英語版及び利用規約詳細については [www.privateequityvaluation.com](http://www.privateequityvaluation.com) を参照されたい。

（尚、今回同内容掲載にあたりJVCAとしてIPEV審議会に正式な掲載許可を得ている）。

## 2015年12月版 IPEV ガイドライン（翻訳）

### 免責条項：

本書に含まれる情報は、多くの出典を参考にして作成されている。IPEV審議会その他の署名寄稿者、個人、あるいは団体のいずれも、本書もしくはここに提供される情報に基づいて行われた判断又は行動に関して一切の責任を負わないものとする。

詳細については、[www.privateequityvaluation.com](http://www.privateequityvaluation.com) を参照されたい。

（※訳注：尚、当翻訳版と IPEV 審議会により発行された英語版との間で何らかの矛盾、不一致が生じた場合には、後者を正当なものとする。）

### 序文

プライベート・エクイティ及びベンチャーキャピタルに関する価値評価（IPEV）ガイドライン（以下「本価値評価ガイドライン」）では、プライベート・エクイティ投資の評価に関して推奨されるベスト・プラクティス等を整理し、現時点におけるベスト・プラクティスを提示している。本価値評価ガイドライン中の「プライベート・エクイティ」という用語は、アーリー・ステージ・ベンチャーへの投資、マネジメント・バイアウト、マネジメント・バイイン、インフラストラクチャ・ファンド、メザニン・キャピタル及びそれに類する取引、グロース・キャピタル、ディベロップメント・キャピタルなどを含む広義の意味で使用している。

セクション I に説明されているように、本価値評価ガイドラインは、オルタナティブ投資ファンドが保有するすべての投資形態（シード及びスタートアップ企業へのベンチャーキャピタル、バイアウト、グロース・キャピタル、ディベロップメント・キャピタル、クレジットなど。以下総称して、「プライベート・エクイティ・ファンド」という。）や、オルタナティブ投資ファンドが一般的に保有する金融商品に適用することを念頭に置いている。また、ファンド・オブ・ファンズを含むプライベート・エクイティ・ファンドへの投資の評価にも当てはまる。本価値評価ガイドラインは、本価値評価ガイドラインを使用し得られた公正価値測定値が、国際財務報告基準（以下「IFRS」という。）及び米国会計基準（以下「US GAAP」という。）双方に整合することを目的として作成されている。「自発的な売手及び自発的な買手」を含め、公正価値に関する同種の定義を使

用する他の法域にも、本価値評価ガイドラインが当てはまる。報酬として発行された非公開証券の評価に関しては、本価値評価ガイドラインは、IPEV 審議会以外の団体が発行する指針とは正当な理由により異なる場合があることに留意されたい。

各ガイドラインは、セクション I に掲載されている。セクション II には、ガイドラインに相当する部分は枠囲みの上太字で記載され、その後、詳細解説のための説明、図、背景資料、注釈、説明部分が続いている。セクション III では、具体的な個別の状況における適用指針を提供する。

本価値評価ガイドラインの内容と、適用法令、会計基準、あるいは一般に公正妥当と認められる会計原則の要件との間に矛盾が生じている場合には、後者が優先すべきである。

IPEV 審議会の委員、あるいはその関連委員会ないしは作業部会の委員のいずれも、本価値評価ガイドラインに含まれる記載内容あるいは記載の省略によって生じた結果、又は本価値評価ガイドラインの条項への依拠などによって生じた結果に対し、（過失などの有無を問わず）一切の責任及び賠償責任を負わないものとする。

本価値評価ガイドラインは IPEV 審議会が従前に発行した 2012 年版のガイドラインに差し替わるものとし、2016 年 1 月 1 日以降に開始する会計期間から有効となるが、早期適用が推奨される。

## はじめに

プライベート・エクイティのマネージャーは、ファンドの運用状況を投資家に報告するため、定期的に投資評価を義務付けられる場合がある。本価値評価ガイドラインの目的は、プライベート・エクイティ投資に関する「公正価値」の算定方法の中でも現在最良であると思われる方法を整理し、プライベート・エクイティ・ファンドへの投資家がより適切に経済的な判断を行えるようにすることにある。

世界各国で会計基準の監督当局による公正価値への注目度が高まる中、その評価実務に関し世界的に一貫性のとれた利用が求められている。このため、本価値評価ガイドラインでは、プライベート・エクイティ・ファンドが保有する各種の投資に対して、首尾一貫した価値評価を行うための枠組みを明らかにしている。

プライベート・エクイティ・ファンドは、本来、適用法令や規制や契約条項に従って管理されるものであり、本価値評価ガイドラインは、投資のファンド報告書への反映方法に関して基準を規定したり、提案したりすることを意図するものではない。IPEV 審議会は、プライベート・エクイティ・ポートフォリオ企業やプライベート・エクイティ・ファンドへの投資を評価する場合の最善の評価基準は公正価値であるとしている。同審議会による公正価値への支持は、ポートフォリオの期中におけるパフォーマンス評価の指標として公正価値を使用することにより、ファンドの投資家に対して提供される透明性によって裏打ちされている。また、機関投資家がアセット・アロケーションを決定したり、当局へ規制上財務諸表を提出したりする際にも公正価値は必要とされている。

本価値評価ガイドラインの作成にあたっては、プライベート・エクイティ・ファンドへの投資の公正価値についての評価の枠組みが会計原則と整合するように、国際的な財務報告基準、特に IFRS 及び US GAAP の規定及びこれらに対する影響について検討を行った。

財務報告基準では、本価値評価ガイドラインへの準拠は求められていない。しかしながら、評価者が自己の公正価値評価が関連する財務報告基準と整合しているかを判断しなければならない場合、本価値評価ガイドラインに準拠することにより、関連する財務報

告基準との準拠性を図ることが可能である。

本価値評価ガイドラインは、現時点におけるベスト・プラクティスを示すことを意図しており、今後、国際的な規制又は会計基準が変更された場合には、必要に応じて改訂を行うものとする。

本価値評価ガイドラインは、価値評価（バリュエーション）の概念、実務、及び投資家向け報告を対象としており、内部プロセス、統制と手続、ガバナンス、委員会による監視、評価者に求められる経験と能力、価値評価に対する監査やレビューなどの具体的な実施方法を規定するものではない。

本価値評価ガイドラインでは、簿価として表すべき金額を定める評価基礎（公正価値）と公正価値を得る上での具体的な手法又は技法を定める評価技法（アーニング・マルチプル法など）、及び評価技法に使用されるインプット（EBITDA など）を分けて論じている。

プライベート・エクイティはその性質上、機密及び非公開の情報を取り扱うが、プライベート・エクイティ・ファンドの投資家が下記事項を実行できるよう、ファンド・マネージャーは、比較可能で透明性のある十分な情報をタイムリーに提供する必要がある。

- 投資資金の監視における受託者責任の履行
- 最終投資家、受益者、投資委員会その他の関係者に対する定期業績報告
- 適用される会計基準に準拠した財務報告書の作成

投資家は、公正価値情報を下記にも用いることができる。

- 資産配分の決定
- ファンド・マネージャーの選定
- ファンド・マネージャーに対するインセンティブ報酬水準の決定

本価値評価ガイドラインは、金融資産の評価に関連する論点についてのみ取り扱っている点に留意されたい。なお、ファンドが担う投資実務において、環境、社会及びガバナンスといった金融以外の要素又はインプットも、それにより金融的な影響がもたらされ

る場合には、概念的には本価値評価ガイドラインに含まれるものの、IPEV 審議会は十分に検討を重ねた結果、これらに係る報告や評価に関連する事項は、本評価ガイドラインの対象範囲外とする結論に至った。

2015 年版の本価値評価ガイドラインでは、2012 年版に以下をはじめとする変更を行っている。

1. ガイドラインを読みやすくし、混乱を避けるための編集上の修正：
  - a. 読みやすく、分かりやすい文書にするため、全体的に軽微な修正を実施
  - b. IPEV 投資家向け開示ガイドライン (IPEV Investor Reporting Guidelines) の所管がインベスト・ヨーロッパ (Invest Europe) (旧・欧州プライベート・エクイティ・ベンチャー・キャピタル協会) に戻されたため、同ガイドラインへの参照を削除
  - c. 読みやすくするため、セクション II に小見出しを追加
  
2. 専門的内容の明確化：
  - a. IASB の会計単位に関する論点の進捗に伴う更新
  - b. 一貫性の確保を強調するため、ガイドライン 1.6 を追加
  - c. ガイドライン 2.4 の脚注 4 を修正し、株式の価値を算定する際に、負債の価値をどのように考慮するかを明確化
  - d. ガイドライン 2.2、2.4 (iii)、2.6 を分かりやすくするための軽微な修正
  - e. バックテストに関するガイドライン 2.7 を追加
  - f. 評価技法を明確にするため、ガイドライン 3.2 (ii) を追加
  - g. ガイドライン 3.4 を修正し、アーニング・マルチプルと売上マルチプルを区別
  - h. 論理的な流れを改善するため、ガイドライン 3.5 から 3.9 の順序を変更
  - i. DCF 法に対するネガティブな見解を削除し、さまざまな評価技法を検討する際の会計上のガイダンスを強調
  - j. セクション II を分かりやすくするための修正を行い、さらに評価技法の変更、キャリブレーション (調整)、バックテスト、マルチプルの使用に関する説明を追加
  - k. 以下に関する具体的な検討事項を追加
    - i. 5.10 非支配少数持分

ii. 5.11 数学的モデル（ガイダンスの更新）

i. 5.12 構成要素の合計

## 財務報告基準

US GAAP 及び IFRS（以下、会計基準と同義の意味で用いる）は 2011 年に改訂され、公正価値の定義<sup>1</sup>及び測定アプローチが共通化された。また、他の法域においても、US GAAP、IFRS 及び本価値評価ガイドラインと実質的に類似する公正価値の定義が使用されている。

US GAAP 及び IFRS において公正価値測定は、それぞれ米国財務会計基準審議会（以下「FASB」）により公表されている会計基準コーディフィケーション（以下「ASC」）トピック 820「公正価値測定」、及び国際会計基準審議会（以下「IASB」）により公表されている IFRS 第 13 号「公正価値測定」によって定められている。どのような場合に公正価値測定が要求又は容認されるかは、他の基準書で規定されている。US GAAP では、FASB ASC トピック 946「投資会社」に基づき、投資会社は、その資産を公正価値で報告することが求められており、IFRS においても、さまざまな基準により、一定の金融商品を公正価値で報告することが要求又は容認されている。

IASB は、2012 年 10 月 31 日、IFRS 第 10 号、IFRS 第 12 号、及び IAS 第 27 号を改訂し、投資企業の定義を満たす企業に、特定の状況において、支配している投資先を連結するのではなく、公正価値で報告することを要求している。

本価値評価ガイドラインは、公正価値の首尾一貫した測定に重点を置いており、開示要件や Day1 損益を含む他の会計的側面はその対象には含まれていない。

---

<sup>1</sup> 公正価値は、US GAAP 及び IFRS によって、「測定日において市場参加者間で秩序ある取引が行われた場合に、資産の売却によって受け取るであろう価格、又は負債の移転のために支払うであろう価格」と定義されている（IFRS 第 13 号パラグラフ 9、ASC トピック 820-10-15-5）。本価値評価ガイドラインは、資産を含む原ポートフォリオ投資を重点的に行うプライベート・エクイティ・ファンドの観点からの公正価値測定に着目しているため、その策定上、会計上の定義における「又は負債の移転のために支払う」の側面には重点を置いていない。

## 会計単位

### 背景

US GAAP 及び IFRS は、資産の公正価値は、公正価値測定を要求又は容認している会計基準により定められている集約レベル（会計単位）と整合するように測定するよう求めている（例、US GAAP における ASC トピック 946 「投資会社」、IFRS における IFRS 第 9 号及び IFRS 第 10 号、並びに IAS 第 27 号、IAS 第 28 号、IAS 第 39 号及び IAS 第 40 号）<sup>2</sup>。会計単位は、財務報告目的上定められる集約レベルに関する概念（すなわち、財務諸表において、資産と負債を集約又は分解する方法）である。

財務報告とは、経済事象を写像することであるため、会計単位は、複雑な資本構成における所有に関する法的権利・義務、他の所有権との関係を含め、投資の具体的な出資、所有形態を描写することを目的としている。しかしながら、実際の取引は、会計基準で定められている会計単位のレベルで行われない可能性があり、またその必要もない。

### ASC トピック 820 及び IFRS 第 13 号

ASC トピック 820 及び IFRS 第 13 号の公正価値測定ガイダンスは、次のように定めている。「企業は、資産又は負債の公正価値の測定を、市場参加者が当該資産又は負債の価格付けを行う際に用いるであろう仮定を用いて、市場参加者が自らの経済的利益が最大になるように行動すると仮定して、行わなければならない。<sup>3</sup>」なお、ASC トピック 820 と IFRS 第 13 号のどちらも、資産と負債の会計単位を具体的に定めておらず、他の会計基準により決定されるとしている。

### US GAAP—ASC トピック 946

US GAAP では、ASC トピック 946 により、投資会社は負債性証券及び資本性証券への投資を公正価値で測定しなければならないと定められており、その上で ASC トピック 820 の公正価値測定ガイダンスを参照する。ASC トピック 946 で会計単位に関するより具体的なガイダンスが存在しない場合、企業（事業体）は、市場参加者が自らの経済的利益

---

<sup>2</sup> IFRS では、プライベート・エクイティ投資に関するガイダンスは、IFRS 第 9 号「金融商品」、IFRS 第 10 号「連結財務諸表」、IAS 第 27 号「連結及び個別財務諸表」、IAS 第 28 号「関連会社への投資」、IAS 第 40 号「投資不動産」に掲載されている。なお、IFRS 第 9 号は、IAS 第 39 号「金融商品：認識及び測定」に置き換わる基準である。

<sup>3</sup> IFRS 第 13 号パラグラフ 22 及び ASC トピック 820 パラグラフ 820-10-35-9

が最大になるように行動するとした場合に行う行動と整合する方法により、負債性証券及び資本性証券の公正価値を測定する。

### IFRS における会計単位の他の解釈

市場参加者は、通常、自身が取引を行う単位である投資又は持分全体が会計単位になると考える。IFRS 第 10 号では、投資企業は、支配している投資先を IFRS 第 9 号に従い、純損益を通じて公正価値で測定しなければならないと定めている。また IAS 第 27 号及び IAS 第 28 号も、一定の企業が投資を IFRS 第 9 号に従って純損益を通じて公正価値で測定することを認めている。IFRS 第 9 号では、具体的な公正価値測定のガイダンスについては、IFRS 第 13 号を参照するよう説明されている。IFRS 第 9 号は、一部で金融商品の会計単位を 1 単位又は 1 株ごととするよう要求していると解釈されてきた。1 単位を会計単位とする考え方は、活発に取引されている有価証券に適用されるが（本価値評価ガイドライン、セクション I パラグラフ 3.6 参照）、活発に取引されていない有価証券については、異なる解釈がある。

- 一つの解釈は、IFRS 第 10 号及び IAS 第 28 号では、IFRS 第 9 号に従い公正価値測定を行うと説明されていることから、会計単位は、IFRS 第 9 号により 1 株ごとと判断されるというものである。しかし、活発に取引されない有価証券の場合、実際の取引が 1 単位ごとに行われることはまれである。
- 他の解釈は、会計単位は IFRS 第 10 号、IAS 第 27 号及び IAS 第 28 号により「投資」と判断され、それは必ずしも 1 株ごととは限らないというものである。この考え方は、市場参加者の取引方法とより完全な形で一致する。

こうした解釈を明確化するため、IASB は IFRS の改訂を検討している。現在までの審議によると、IASB の考えは、市場参加者が取引を行う基礎が持分全体である場合には、持分全体が会計単位になるという業界慣行と整合しているようである。ファンドの監査人が会計単位に係る経営陣の決定に同意することは重要であるが、適切な会計単位を含め、会計上の結論に対しては、経営陣がその責任を負わなくてはならない。IASB もしくは FASB によってこの問題に関する更なる討議や決定が行われる場合、本価値評価ガイドラインは、それに従って更新される。

### 市場参加者の取引方法との整合性

プライベート・エクイティ取引は通常、個別株式を対象にしていないことから、本価値

評価ガイドラインは、活発に取引されない株式1単位をどのように評価するかは取り扱っていない。一方で、会計単位に関するガイダンスが存在しないことにより、本価値評価ガイドラインでは、公正価値測定は、市場参加者が自らの経済的利益が最大になるように行動すると仮定した場合の取引方法と整合すべきであるという前提で作成されている。

### 複数証券や複数トランシェに投資する場合の例示

具体的な指針が存在しない中で、会計単位に関する概念についての判断を適用しなければならないため、下記の例により、どのようにこうした判断に至るかを明確化する。

- プライベート・エクイティのファンド・マネージャーの中には、同一の投資先企業の複数証券や複数トランシェへ投資している者もいる。会計単位は、市場参加者（自発的な買手及び売手）が秩序ある取引を締結する場合と同じ単位を基礎として決定されるものと想定される。市場参加者が、同一の投資先企業に対するすべてのポジションを同一時点で購入すると予想される場合、公正価値は、当該投資先企業への投資全体を対象に測定される。証券の個別トランシェが市場参加者により個別に購入される場合、会計単位及び公正価値測定の基礎は、当該個別トランシェとなる。
- ファンドが、投資先企業の資本構成の中で負債性（デット）商品のみを保有している場合、会計単位は当該個別デット商品となり、その公正価値は、市場参加者の観点を以て、キャッシュ・フロー（利払い）、リスク、予想償還時期を考慮に入れて測定される。
- ファンドが、同一投資先企業に対するデット投資及びエクイティ投資の両方を行っており、市場参加者が、エクイティ・ポジションとデット・ポジションの購入を、それぞれ別個の独立した取引で行っている場合、会計単位及び公正価値測定もそれぞれ別々となる。
- 市場参加者である潜在的な買手が、非公開企業の持分を1株単位で購入する又は購入可能な場合、会計単位は1株当たりとなる可能性がある。しかしながら、プライベート・エクイティ業界において、市場参加者は通常、1株ではなく大量の非公開企業に対する持分を取得する。

### 企業全体の価値が通常は適切な出発点

通常、公正価値評価の出発点として、企業（事業）全体の価値を使用することが適切である。これは、市場参加者が会計単位にかかわらず、そのような手法を適用する場合に

当てはまる。なぜならば、プライベート・エクイティの投資家は、協調投資を行う場合が多く、企業全体が売却されて初めて価値が実現するからである。さらに、プライベート・エクイティからのリターンは通常、持分に比例するため、企業の売却を仮想することは、市場参加者が公正価値を判断する上で基本的な前提である。本価値評価ガイドラインは、公正価値測定において、企業価値を会計単位に配分する上で必要な一般的な調整についても議論している。市場参加者が非支配持分を所有しており、当該非支配持分の売却が企業の売却を通じて実行されるものではない場合など、市場参加者が企業価値を出発点として使用しない場合には、企業の売却を伴わない個別の持分の売却が考慮される。(詳細な説明については、セクション III 5.10 を参照のこと)

会計単位に係る上述の説明は情報提供を目的とするものであり、プライベート・エクイティ投資業界において市場参加者の取引方法を勘案した上での、関連する会計基準についての IPEV 審議会の考え方を示したものである。ファンドの監査人が会計単位に係る経営陣の決定に同意することは重要であるが、適切な会計単位を含め、会計上の結論に対しては、経営陣がその責任を負わなくてはならない。

## 評価基準

国際的な評価基準は変化し続けている。IPEV 審議会は、本価値評価ガイドラインと国際評価基準委員会（以下「IVSC」）の国際評価基準（以下「IVS」）との整合性を高め、IVSの原則をセクター別に適応する際の指針として本価値評価ガイドラインを位置付けるとの点で IVSC と合意した。IVS 及び本価値評価ガイドラインに従って行われたプライベート・エクイティ投資の評価は、適用財務報告基準の要件と整合し、投資家に対し最も高い信頼性を提供する。IVSC、IVS 及び専門評価者のための IVSC による倫理原則規定に関する情報は、<http://www.ivsc.org/>にて取得することが可能である。

## セクション I： バリュエーション（価値評価）のガイドライン

### 1. 公正価値の概念

- 1.1. 公正価値とは、測定日時点で市場参加者間の秩序ある取引において、資産を売却するために受け取るであろう価格である。
- 1.2. 公正価値測定においては、資産の売却取引は主要な市場、それが存在しない場合には当該資産にとって最も有利な市場で行われると仮定する。
- 1.3. 活発に取引される（相場価格がある）投資の公正価値は、同一の商品についての入手可能な市場価格として測定される。
- 1.4. 相場価格がない金融商品の公正価値は、投資先が実際に事業の売却を予定しているか、又は株主が近い将来に売却する意図を有しているかに関わらず、投資先の事業又は商品が測定日時点でリアライゼーション又は売却され、さまざまな利害関係者に対して適切に配分されると仮定して測定する。
- 1.5. ファンドの中には、同一投資先企業の複数証券やトランシェに投資するところもある。市場参加者が、同一の投資先企業に対するすべてのポジションを同一時点で購入すると予想される場合（例えば、ファンドシリーズ A、B、C を購入）、公正価値は、当該投資先企業への投資全体を対象に測定される。市場参加者が個別の取引を行うと予想される場合（例えば、シリーズ B や C とは別にシリーズ A を購入する、又はデット投資がエクイティ投資から独立して行われる）、公正価値は各個別商品ごとに、より適切に決定される。
- 1.6. 公正価値の算定は、市場の状況又は投資に特有の要因に関して、市場参加者が価値の決定方法を変更するような変化が生じる場合を除き、毎測定日に一貫した評価技法を使用するべきである。また、投資の特徴、業界、及び／又は地域が類似している場合には、一貫した評価技法を使用することが想定される。

## 2. 価値評価（バリュエーション）の原則

- 2.1. 各投資の公正価値は測定日時点ごとに評価しなければならない。
- 2.2. 投資の公正価値を算定する際には、投資の性質や事実関係、状況などを勘案した上で、単一又は複数の適切な評価技法を適用することが求められる。その際には、市場参加者の仮定と、合理的な現在の市場データ及びインプットを用いるものとする。
- 2.3. 公正価値は、評価技法のタイプにかかわらず、市場参加者の観点から測定日時点の市場の状況を適用し算定される。
- 2.4. プライベート・エクイティでは通常、以下のように、投資先企業の仮想売却から推定される企業価値を使って市場参加者が各金融商品に対して支払うであろう価格を決定する。
  - (i) 単一又は複数の評価技法を用いて投資先企業の企業価値を算定する。
  - (ii) 余剰資産や過剰負債、その他の偶発事象や関連事象など市場参加者が考慮するであろう要因に対して企業価値を調整し、投資先企業の調整後企業価値を算出する。
  - (iii) 企業売却の際に、ファンドが保有する最も返済順位が高い金融商品よりも返済順位が優先する金融商品の価値の金額（優先支払い<sup>4</sup>）を控除し、さらに希薄化

---

<sup>4</sup> 評価者の中には、資本性金融商品の公正価値の算定に際し、債務の公正価値や額面価値を調整後企業価値から控除することに疑問を呈する者もいる。控除すべき債務の価値を算定する際には、個別の事実関係や状況を勘案し、市場参加者の見通しを適用する必要がある。公正価値測定は、投資商品が測定日に売却されることを前提としている。公正価値の定義には出口価格の概念が含まれるため、測定日における投資商品の売却時に支配権の異動が発生すると推定されるかもしれない。しかし、支配権の異動により債務が返済される場合、資本性金融商品を評価する目的上、市場参加者がその債務をどのように評価するかについて疑問が生じる。控除すべき債務の価値を算定するアプローチには、例えば以下のいずれかの方法がある。

- (a) 債務に関連する市場以外の条件や、最終的な投資回収日における支配権の異動に関する条項が影響を及ぼす場合には、その影響を資本の公正価値に織り込むことにより、将来の実際の支配権の異動の可能性及びその時期を考慮する（すなわち、測定日においては支配権が異動しないと仮定する）。
- (b) 測定日に支配権の異動が発生し、結果として控除される債務の価値が債務の額面価値と等しくなると仮定する。

さらに、債務に期限前返済違約金が含まれるかという疑問が生じる。この場合、市場参加者が価値を最大化する目的で取引を

の可能性のある金融商品による影響を調整し、ファンドへの帰属企業価値を算出する。

- (iv) 個々の金融商品に対し、その返済順位に応じて帰属企業価値を配分する。
- (v) 各金融商品に対するファンド持分に応じて金額を割り当て、それを公正価値とする。

2.5. プライベート・エクイティ投資の公正価値の見積りには不確実性が伴うことから、判断や見積りを行う際には慎重さが求められるが、評価者は必要以上に慎重になりすぎないように注意することも必要である。

2.6. 投資先企業や商品への初期投資の価格が公正価値であるとみなされる場合（通常、当初取引が秩序あるとみなされる場合<sup>5</sup>）、将来の公正価値測定に使用されると想定される評価技法は、投資実施日における市場インプットを用いて評価すべきである。このプロセスはキャリブレーション（調整）と呼ばれている。キャリブレーションは、評価技法に初期投資時点の市場インプットを用いると、初期投資の公正価値が算定されることを確認することにより、将来の各測定日においても、当該評価技法に当該測定日時点で更新されたインプットを適用することで、公正価値が適切に算定されることを確認するプロセスである。

2.7. 評価者は、出口価格とそれまでの公正価値評価との間に正当な理由で重要な差異が生じている場合には、その差異を理解しなければならない。この概念はバックテストと呼ばれている。バックテストの目的は、次の事項を明確にすることにある。

- (i) 測定日時点でどのような情報を把握していたか、あるいは把握することができたか

---

行う場合の取引価格を考慮する必要がある。すなわち、期限前返済違約金が支払われる可能性に基づき、控除される債務の価値に組み込むことになる。市場参加者の観点を使用する場合、控除される債務の価値は、事実関係や状況によって債務の額面価値と等しくなることもあれば、そうではないこともある。支配権の異動時に、期限前返済違約金を支払って債務を返済する必要がある場合には、控除する債務の価値に期限前返済違約金が課される可能性を組み込む。支配権の異動時に債務の返済が義務付けられない場合には、調整後企業価値から控除される債務の価値は債務に対する有利又は不利な条件（利率など）により影響を受ける。

<sup>5</sup> 強制取引（強制清算や投売りなど）は、秩序ある取引とはみなされない。

- (ii) 直近の公正価値の見積りを決定する際に、こうした情報がどのように考慮されたかを評価する。
- (iii) 測定日時点で把握していた、もしくは把握可能であった情報が公正価値の算定に適切に考慮されていたかどうかを、実際の出口価格の結果を踏まえて判断する。

### 3. 評価手法

#### 3.1. 総論

- 3.1(i) 投資の公正価値の決定に際しては、評価者の判断を要する。この判断には、公正価値に影響を及ぼしうる投資固有の具体的な条件の検討も含まれるが、その際には投資の法的形態より経済的実態を優先して検討すべきである。
- 3.1(ii) ファンドの報告通貨が投資通貨と異なる場合、報告目的で報告通貨へ換算するにあたっては、測定日における最も一般的な買値のスポットレートを使用すべきである。

#### 3.2. 適切な評価技法の選択

- 3.2(i) 評価者は、投資ごとに最適な評価技法を選択するよう判断すべきである。
- 3.2(ii) 評価者は、価値の算定方法に関する市場参加者の仮定を考慮の上、以下の評価技法のいずれか一つ又は複数を使用すべきである。

##### A. マーケット・アプローチ

- a. 直近の投資価格 (3.3)
- b. マルチプル (3.4)
- c. 業界固有の評価ベンチマーク (3.5)
- d. 入手可能な市場価格 (3.6)

##### B. インカム・アプローチ

- a. ディスカウント・キャッシュ・フロー (3.7、3.8)

##### C. 再調達原価アプローチ

- a. 純資産 (3.9)

#### 3.3. 直近の投資価格

直近の投資価格を評価技法として適用する際には、評価者は当該投資の取得原価から取

引コスト<sup>6</sup>を控除した金額、あるいは、その後に重要な追加投資が行われた場合には、当該追加の投資価格を企業価値の見積りに使用する。ただし、直近投資価格は、それが公正価値を表すとみなされる場合で、かつ関連する取引実行後の限られた期間についてのみ用いることができる。いずれにせよ、評価者は測定日において、取引日以降に生じた変化や事象が公正価値に影響するかを検討する必要がある。

### 3.4. マルチプル

市場参加者は、企業の発展段階と企業が属する業界や地理的地域に応じて、アーニング・マルチプル又は売上マルチプルを適用することができる。マルチプルを評価技法として用いる場合には、評価者は以下の通りに企業の公正価値を見積もる。

- (i) (投資先企業の規模、リスク・プロファイルや利益成長の見通しに照らして)  
適切かつ合理的なマルチプルを対象企業の適用可能な価値指標（利益又は売上）に  
乗じる。
- (ii) 企業価値を余剰資産、非事業資産、過剰債務及びその他の偶発事象や関連要素に合わせて調整し、投資先企業の調整後企業価値を算出する。
- (iii) 清算の際にファンドが保有する優先順位が最も高い金融商品よりも返済順位が優先する金融商品の金額を（調整後の企業価値から）控除し、またファンドの投資を希薄化する可能性がある金融商品による影響を考慮した上で、帰属企業価値を算出する。
- (iv) 潜在的な市場参加者の見通しを適用し、関連する各金融商品に帰属企業価値を配分する。市場参加者の見通しを評価するには、判断が必要となる。

### 3.5. 業界固有の評価ベンチマーク

業界ベンチマークが、信頼性があり適切な公正価値を見積もる上での主たる測定技法として用いられるのは限られた状況においてのみであり、むしろ他の技法で算出した評価の妥当性検証の際に有用となる。

### 3.6. 入手可能な市場価格

- 3.6(i) 活発な市場で取引される金融商品は、測定日におけるビッド・アスク・スプレッドの範囲の中で、測定日における公正価値を最もよく表す価格で評価すべきであ

---

<sup>6</sup> 適用される会計基準によっては、状況に応じて取引コストを投資原価の一部として資産計上することが求められる場合がある。ただし、取引コストは資産の特徴とは考えられないため、資産の公正価値要素として含めてはならない。

る。評価者は、ビッド・アスク・スプレッドの範囲内で最も代表的な価格を一貫して用いなければならない。

- 3.6(ii) 報告企業の保有高の特徴としてのポジション保有量を反映する大量保有要因（具体的には、市場の通常の日次取引高が保有数量を十分に吸収できない場合における資産の相場価格に対する調整）は、適用してはならない。
- 3.6(iii) 測定日に市場参加者が証券に対して支払う価格に影響する流動性の低下をもたらすような、（保有者ではなく）証券に起因する、契約上、政府・当局、又はその他の法的強制力のある制約がある場合には、活発な市場における取引価格には割引（ディスカウント）が適用されうる。

### 3.7. （投資先の）ディスカウント・キャッシュ・フロー又は利益

（投資先の）ディスカウント・キャッシュ・フロー又は利益を評価技法として用いる場合、評価者は以下の通り、投資の公正価値を見積もる。

- (i) 将来の期待キャッシュ・フロー（又は将来の期待利益）とターミナル・バリューに関する合理的な仮定や見積りを用い、当該見積り固有のリスクを把握し、適切にリスク調整された割引率にて現在価値を求め、企業価値を算出する。
- (ii) 企業価値を余剰資産、非事業資産、過剰債務及びその他の偶発事象や関連要素に合わせて調整し、投資先企業の調整後企業価値を算出する。
- (iii) 清算の際にファンドが保有する優先順位が最も高い金融商品よりも返済順位が優先する金融商品の金額を（調整後の企業価値から）控除し、またファンドの投資を希薄化する可能性がある金融商品による影響を考慮した上で、帰属企業価値を算出する。
- (iv) 市場参加者の見通しを適用し、関連する各金融商品に帰属企業価値を配分する。市場参加者の見通しを評価するには、判断が必要となる。

### 3.8. （投資の）ディスカウント・キャッシュ・フロー

（投資の）ディスカウント・キャッシュ・フローを評価技法として用いて投資の公正価値を見積もる場合、評価者は、投資からの期待将来キャッシュ・フロー、ターミナル・バリュー、満期受取金額、満期日に関し合理的な仮定や見積りを行い、当該投資に固有のリスクを把握し、リスク調整された割引率を用いて現在価値に割り引いて投資キャッシュ・フローの公正価値を算出する。この評価技法は通常、デット投資又は負債に類似した特徴を持つ持分に適用される。

### 3.9. 純資産

純資産を評価技法として用いる場合には、評価者は以下の通りに投資の公正価値を見積もる。

- (i) 市場参加者の見通しを適用し、企業の資産及び負債の評価を行い（適切な場合、非事業資産、過剰債務、偶発資産及び偶発債務について調整し）、企業価値を算出する。
- (ii) 清算の際にファンドが保有する優先順位が最も高い金融商品よりも返済順位が優先する金融商品の金額を（調整後の企業価値から）控除し、またファンドの投資を希薄化する可能性がある金融商品による影響を考慮し、帰属企業価値を算出する。
- (iii) 潜在的な市場参加者の見通しを適用し、各金融商品に帰属企業価値を配分する。市場参加者の見通しを評価するには、判断が必要となる。

## 4. ファンド持分の評価

### 4.1. 総論

ファンドに対する持分の公正価値を測定する際には、当該ファンドの純資産価値（NAV）が原投資の公正価値から算出されており、その測定日がファンド持分の評価者が適用する測定日と同一時点のものである場合、報告されたファンドの純資産価値の帰属割合を見積りの基礎とすることができるが、下記の場合は例外となる。

- (i) ファンド持分が活発に取引されている場合には、当該活発な取引価格が公正価値となる。
- (ii) 経営者がファンド持分又はその一部を、純資産価値以外の金額で売却することを決定している場合、公正価値は見積売却価格となる。

### 4.2. 純資産価値の調整

評価者が報告された純資産価値が公正価値評価の出発点として適切であると判断した場合、測定日時点で入手可能な最善の情報に基づく調整が必要になる可能性もある。評価者は、公正価値の見積プロセスの一環として、ファンド・マネージャーによる評価に依拠することができるが、その場合、ファンド・マネージャーから受領した評価を検証し理解することができるように、評価者自身の適切なプロセス及び関連する統制を整備する必要がある。純資産価値が原投資の公正価値から算出されておらず、かつ／又は、評価基準日がファンド持分の評価者が適用する測定日と同一時点でない場合には、評価

者は、そのような差異が、報告された純資産への調整が必要なほど大きなものであるか否かを評価する必要がある。

#### 4.3. セカンダリー取引

評価者が、特定のファンドにおけるセカンダリー取引の取引条件を把握しており、当該取引が秩序あるものである場合には、評価者は、当該取引価格をファンド持分の公正価値の測定に用いる情報の一部として利用すべきである。

## セクション II : 解説 - 公正価値の測定

### 1. 公正価値の概念

- 1.1 公正価値とは、測定日時点で市場参加者間の秩序ある取引において、資産を売却するために受け取るであろう価格である。
- 1.2 公正価値測定においては、資産の売却取引は主要な市場、それが存在しない場合には当該資産にとって最も有利な市場で行われると仮定する。
- 1.3 活発に取引される（相場価格がある）投資の公正価値は、同一の商品についての入手可能な市場価格として測定される。
- 1.4 相場価格がない金融商品の公正価値は、投資先が実際に事業の売却を予定しているか、又は株主が近い将来に売却する意図を有しているかに関わらず、投資先の事業又は商品が測定日時点でリアライゼーション又は売却され、さまざまな利害関係者に対して適切に配分されると仮定して測定する。
- 1.5 ファンドの中には、同一投資先企業の複数証券やトランシェに投資するところもある。市場参加者が、同一の投資先企業に対するすべてのポジションを同一時点で購入すると予想される場合（例えば、ファンドシリーズ A、B、C を購入）、公正価値は、当該投資先企業への投資全体を対象に測定される。市場参加者が個別の取引を行うと予想される場合（例えば、シリーズ B や C とは別にシリーズ A を購入する、又はデット投資がエクイティ投資から独立して行われる）、公正価値は各個別商品ごとに、より適切に決定される。
- 1.6 公正価値の算定は、市場の状況又は投資に特有の要因に関して、市場参加者が価値の決定方法を変更するような変化が生じる場合を除き、毎測定日に一貫した評価技法を使用して行うべきである。また、投資の特徴、業界、及び／又は地域が類似している場合には、一貫した評価技法を使用することが想定される。

公正価値測定の目的は、測定日時点において市場参加者間で行われる秩序ある取引の取引価格を見積もることである。

公正価値とは、資産の購入及び売却に関する現在の市場の状況を考慮した仮想の取引価格である。公正価値は、強制取引や清算や投売りによって企業が授受する金額ではない。

非公開企業の株式の譲渡には、譲渡制限、優先買取権などの制約を伴う場合がままあるが、そのような制約下にあっても、投資の取得にあたって自発的な買手が支払うであろう金額を見積もることは可能である。

公正価値の見積りにおいては、仮想の交換取引は、測定日に取引が完了するように、測定日より取引完了に必要な期間だけ前に開始すると仮定する。そのため公正価値は、現在の市場の状況下での秩序ある取引において売手が測定日に受け取る実際の金額を反映する必要がある。市場性（市場性は取引実行に必要な時間と定義される）に対する追加的な割引は適切ではない。一方、（取引の頻度を意味する）流動性や非流動性は、市場参加者により考慮され、公正価値評価に含めなければならない一要素である。

公正価値測定は投資の所有権構造と整合する形で決定される。すなわち、公正価値は報告企業ごとに独立して測定される。

一度選択した評価技法は（毎測定日に）継続して適用すべきであるが、評価技法を変更することで状況に照らした公正価値をより良く表す測定結果が得られる場合には、その変更は適切である。

適切な評価技法の変更につながりうる事象の例：

- 企業の発展段階の変化（売上のない段階から、売上計上段階、そして利益計上段階へ）
- 新規市場の発展
- 新たな情報の入手
- 過去に使用していた情報が入手できなくなった場合
- 評価技法の改善
- 市場の状況の変化

さらに、市場参加者の観点をを用いることを前提として、投資の特徴、発展段階、地域、及び／又は業界が類似している場合には一貫した評価技法を使用して評価することが想定される。

## 2. 価値評価（バリュエーション）の原則

2.1 各投資の公正価値は測定日時点ごとに評価しなければならない。

対象金融商品に関する活発な取引市場がない場合には、評価者は一つないしは複数の評価技法を用いて公正価値の見積りを行う必要がある。

- 2.2 投資の公正価値を算定する際には、投資の性質や事実関係、状況などを勘案した上で、単一又は複数の評価技法を適用することが求められる。その際には市場参加者の仮定と、合理的な現在の市場データ及びインプットを用いるものとする。
- 2.3 公正価値は、評価技法のタイプにかかわらず、市場参加者の観点から測定日時点の市場の状況を適用し算定される。

プライベート・エクイティでは、個々の株主持分の売却ではなく、投資先の事業全体の売却又は公開を通じて価値が実現されることが多い。したがって、測定日における事業全体の価値（企業価値）が当該企業に対する投資持分の価値を算定する際の重要な手掛かりとなる<sup>7</sup>。

上述のように価値が実現される場合、市場参加者が投資に対して支払うであろう価格の決定に企業価値が用いられる。一方、市場参加者が個別株式のデット・トランシェやエクイティの単一シリーズなどの個別商品の取引を行う場合、公正価値は個別商品レベルにおいて、より適切に評価される。

- 2.4 プライベート・エクイティでは通常、以下のように、投資先企業の仮想売却から推定される企業価値を使って市場参加者が各資本性金融商品に対して支払うであろう価格を決定する。
- (i) （単一又は複数の）評価技法を用いて投資先企業の企業価値を算定する。
  - (ii) 余剰資産や過剰負債、その他の偶発事象や関連事象など市場参加者が考慮するであろう要因に対して企業価値を調整し、投資先企業の調整後企

<sup>7</sup> IFRS では、株式の会計単位を1株ごととすることを要求していると解釈される場合がある（本価値評価ガイドライン、P.6～P.9の「財務報告基準」及び「会計単位」を参照のこと）が、本価値評価ガイドラインでは、株式の会計単位を1株ごととして公正価値を測定する取扱いとはしていない（活発に取引されている有価証券を除き）。これは、実務上、非公開企業については1株ごとの株式取引は一般に生じないため、市場参加者の仮定を反映していることにならず、公正価値に関する有用な測定値をもたらさないからである。

業価値を算出する。

- (i) 企業売却の際に、ファンドが保有する最も返済順位が高い金融商品よりも返済順位が優先する金融商品の価値の金額（優先支払い<sup>8</sup>）を控除し、さらに希薄化の可能性がある金融商品による影響を調整し、ファンドへの帰属企業価値を算出する。
- (ii) 個々の金融商品に対し、その返済順位に応じて帰属企業価値を配分する。
- (iii) 各金融商品に対するファンド持分に応じて金額を割り当て、それを公正価値とする。

プライベート・エクイティ投資の価値評価には主観性が含まれていることを認識することが重要である。これは、評価が本質的に測定日時点での投資先事業自体、すなわち市場動向や事業環境、M&A市場の動向、株式市場の状況、測定日時点で存在するその他の要因や期待などに関する将来予測的な見積り及び判断に基づくためである。

---

<sup>8</sup> 評価者の中には、資本性金融商品の公正価値の算定に際し、債務の公正価値や額面価値を調整後企業価値から控除することに疑問を呈する者もいる。控除すべき債務の価値を算定する際には、個別の事実関係や状況を勘案し、市場参加者の見通しを適用する必要がある。公正価値測定は、投資商品が測定日に売却されることを前提としている。公正価値の定義には出口価格の概念が含まれるため、測定日における投資商品の売却時に支配権の異動が発生すると推定されるかもしれない。しかし、支配権の異動により債務が返済される場合、資本性金融商品を評価する目的上、市場参加者がその債務をどのように評価するかについて疑問が生じる。控除すべき債務の価値を算定するアプローチには、例えば以下のいずれかの方法がある。

(a) 債務に関連する市場以外の条件や、最終的な投資回収日における支配権の異動に関する条項が影響を及ぼす場合には、その影響を資本の公正価値に織り込むことにより、将来の実際の支配権の異動の可能性及びその時期を考慮する（すなわち、測定日において支配権は異動しないと仮定する）。

(b) 測定日に支配権の異動が発生し、結果として控除される債務の価値が債務の額面価値と等しくなると仮定する。

さらに、債務に期限前返済違約金が含まれるかという疑問が生じる。この場合、市場参加者が価値を最大化する目的で取引を行う場合の取引価格を考慮する必要がある。すなわち、期限前返済違約金が支払われる可能性に基づき、控除される債務の価値に組み込むことになる。市場参加者の観点を使用する場合、控除される債務の価値は、事実関係や状況によって債務の額面価値と等しくなることもあれば、そうではないこともある。支配権の異動時に、期限前返済違約金を支払って債務を返済する必要がある場合には、控除する債務の価値に期限前返済違約金が課される可能性を組み込む。支配権の異動時に債務の返済が義務付けられない場合には、調整後企業価値から控除される債務の価値は債務に対する有利又は不利な条件（利率など）により影響を受ける。

これらの要因は複雑に絡みあっており、直接比較対象となるような市場取引も少ないため、他社に関する公表情報を用いて評価を算定する際には注意が必要である。投資の公正価値を測定する際には、適宜判断や見積りを織り込んで市場データを調整し、地理、信用リスク、外国為替、帰属権利、株価やボラティリティといった各種要因による潜在的な影響を反映させることが求められるのである。

したがって、価値評価は特定の投資先のビジネスや投資の暫定的なパフォーマンス評価としては有用な指標となり得るが、最終的にはリアライゼーションされるまでパフォーマンスが確定しないことにも留意する必要がある。評価者はリアライゼーションの金額と自身の公正価値の見積りとの差異原因を把握し、その後の公正価値の見積りにおいて、そのような原因を考慮すべきである。

### **帰属企業価値の適切な配分**

配分される帰属企業価値は、測定日時時点でリアライゼーションされたと仮定した場合に、金融商品の各保有者及びその他すべての金融商品（保有者を問わず）に帰属する金額を反映したものでなければならない。セクション III 5.8 で後述している通り、その時点の企業価値で当該企業を売却した際に発動されるラチェット方式や株式オプションやその他の仕組み（アーリー・ステージの企業に投資した場合の残余財産の優先分配など）が組み込まれている場合には、これらも配分に反映させる必要がある。

公正価値がオプションやワラントの行使価格を上回っている場合は、これらは行使されると考えるのが合理的であり、その前提で公正価値を見積もる必要がある。また行使金額の総額が相当な額に達する場合、投資先にて余剰現金が生じる可能性もある。

ファンドが多くのオプションやワラントを保有している場合には、これらは原投資の価値とは別途、オプション評価モデルを用いて評価する必要性が生じる可能性もある。

また売却金額の配分方法が異なれば、それも投資の価値に影響を及ぼす可能性がある。残余財産の優先分配が設定されている場合には、これがファンドにとって有利なのか、あるいは第三者にメリットが見込まれファンドに対しては不利益となるのかを検証する必要性が生じる。

資本性金融商品の公正価値を測定するために企業価値から負債価値を控除する場合には、負債の公正価値が市場参加者の観点を表すことを担保できるように、適切な判断を行使すべきである。例えば、多くのプライベート・エクイティ投資に当てはまるように、投資先の事業売却の際には負債を返済しなければならない場合、自己の経済的利益の最大化のために取引を行っている市場参加者は、エクイティの公正価値を決定する目的上、負債の公正価値をその額面価値（又は返済額）と同額であるとみなすことができる。一方、企業が売却された際に負債が返済されない場合、当該負債の公正価値は必ずしも額面価値と等しくならない。

支配権の異動により負債が返済されなくてはならない場合、資本性金融商品を評価する目的上、市場参加者はどのように負債を評価するかについて疑問が生じる。

- (a) 将来の実際の支配権の異動の可能性及びその時期を考慮する（すなわち、測定日において支配権は異動していないが、支配権の異動に関する条項がある場合には、負債の公正価値にこれを織り込む）又は、
- (b) 支配権の異動が生じたと仮定することにより、割引率ゼロを適用する（すなわち、測定日に支配権の異動が発生し、結果として負債の公正価値は額面価値と等しくなると仮定する）。

前述の通り、市場参加者の観点によれば、事実及び状況によっては負債の公正価値は額面価値と等しくなり得る。支配権の異動によって負債の返済が義務付けられない場合には、エクイティの公正価値は、負債に対する有利又は不利な条件（利率など）により影響を受ける。つまり、負債の公正価値は、そのような有利又は不利な要素を反映して調整後企業価値から控除されることになる。

なお、負債自体が単独の投資対象である場合、市場参加者は、負債性金融商品の公正価値を判断する際に、リスク、クーポン、予想返済期間、市場の状況などを考慮するため、額面価値とは同じにならない可能性がある。

2.5 プライベート・エクイティ投資の公正価値の見積りには不確実性が伴うことから、判断や見積りを行う際には慎重さが求められるが、評価者は必要以上に慎重になりすぎないように注意することも必要である。

プライベート・エクイティ・ファンドは、投資先の戦略、オペレーション、経営、財務などを構築・開発する、及び／又は、これらに重大な変更をもたらすことを見込んで投資することが多い。対象企業のレスキュー・リファイナンスや問題事業の再生を想定して投資する場合もある。このような状況において公正価値を測定することは困難ではあるものの、ほとんどの場合、その時点で市場参加者が想定するであろう問題事業に対する支払額を見積もることは可能である。

以下のような状況が想定される。

- 合理的に見積もられた公正価値の範囲が著しく広い。
- 範囲内におけるさまざまな見積りの発生確率が合理的に推定できない。
- 重要なマイルストーンの達成可能性と財務影響に関して合理的な予測ができない。
- 対象企業へ最近の投資実績がない。

こうした状況では公正価値の算定は困難となるが、その場合でも、評価者は自発的な市場参加者間で想定される取引金額の最善の見積りについて結論付けなければならない。

このような状況で公正価値の増減を見積もる場合には、(関連する株式市場指数など) 広範囲にわたる価格変動指標を参考にすることが必要になるだろう。場合によっては、このような広範囲に及ぶ指標を検討した結果、従前の測定日における公正価値が引き続き公正価値の最善の見積りであるという結論に落ち着く場合もあるだろう。

公正価値が変動したと認められる場合、評価者は当該投資の帳簿価額を修正し、新たな公正価値の見積額を反映させる必要がある。

2.6 投資先企業や商品への初期投資の価格が公正価値であるとみなされる場合（通常、当初取引が秩序あるとみなされる場合<sup>9</sup>）、将来の公正価値測定に使用されると想定される評価技法は、投資実施日における市場インプットを用いて評価すべきである。このプロセスはキャリブレーション（調整）と呼ばれている。キャリ

<sup>9</sup> 強制取引(強制清算や投売りなど)は、秩序ある取引とはみなされない。

ブレーションは、評価技法に初期投資時点の市場インプットを用いると、初期投資の公正価値が算定されることを確認することにより、将来の各測定日においても、当該評価技法に当該測定日時点で更新されたインプットを適用することで、公正価値が適切に算定されることを確認するプロセスである。

公正価値には、投資からの期待キャッシュ・フロー及び関連するリスクの程度に影響する要素を含む、独立第三者間取引の当事者が考慮するであろう重要な要素すべてに関する合理的な見積り及び仮定を反映すべきである。

評価者は、仮定や見積りの妥当性を判断するに際して以下の点に留意すべきである。

- 公正価値測定の目的は、測定日時点における独立第三者間取引における当事者の仮定を再現することであること。
- 測定日以降に発生した事象が、測定日時点ですでに存在し、市場参加者が把握していた又は把握し得た状況に関する追加的な証拠を提供するものである場合には、これを考慮する。
- 測定日時点の市場の状況を考慮すること。
- 入口価格が公正価値であるとみなされる場合には、後の評価日に適用する評価技法に当初のインプット・データを用いると入口価格と等しい公正価値の見積結果が得られることを確認することにより、検証又は調整を行う（注：後の測定日には、この調整された評価技法に、その時点の市場の状況を反映するインプットを適用する）。

キャリブレーション（調整）は強力なツールであり、インプットの中でも特に支配及び流動性の影響を公正価値測定に反映するために役立つ。例えば、ある投資を公正価値で購入し、導出された EBITDA マルチプルが 10 倍であるとする。購入時点では、比較対象企業の取引における EBITDA マルチプルは 12 倍である。比較対象企業と比較すると、投資購入時点のマルチプル 10 倍には、投資対象企業と比較対象企業の流動性や支配等の相違点が織り込まれている。将来の測定日においては、比較対象企業のマルチプルの変化との関係から、10 倍の買収マルチプルをどのように変化させるかを決定するために判断が求められるであろう。

例えば、比較対象企業のマルチプルが 12 倍から 15 倍に変化した場合、評価者は購入時点の EBITDA マルチプルの差である 2 倍（10 倍 vs 12 倍）を維持すべきと結論付け、結果

として直近の EBITDA に 13 倍のマルチプルを乗じて公正価値の見積りを算定する可能性がある。その他の評価技法に関しても、インプットを使用して類似の判断を行うことになるであろう。評価者は、購入時点の差である 2 倍を将来の評価日に機械的に使用するのではなく、キャリブレーション後の購入時のインプットを参照して、市場参加者が投資に対して支払うであろう金額を算定するであろう。

インカム評価アプローチに関しても同様にキャリブレーションの概念を使用することができる。買収時点で導出された割引率は、加重平均資本コストに基づいて構成部分に分解することができる。これにより、特に、アルファとして知られる企業に固有のリスクプレミアムが算定される。その上で、将来の測定日には（企業に固有の事実関係や状況に基づいてアルファを調整した上で）加重平均コストの構成要素を現在の市場の状況に合わせて更新し、その時点で最も発生可能性の高いキャッシュ・フローに乗じる。

## バックテスト

バックテストとは、流動性発生事由（売却、IPO など）が実際に生じたときに、直近に算定した公正価値の見積りと比較するプロセスである。評価者は、実際のリアライゼーション又は流動性発生事由により導出された評価と、直近の測定日における公正価値見積りを比較することで、公正価値の見積りプロセスの精緻さを評価するための追加的な情報が得られる。これは、出口価格が従前の公正価値測定と等しくなければならないということではなく、出口価格をインプットとして使用することで、より精緻な公正価値見積りができるように見積りを改善すべきということである。

2.7 評価者は、出口価格とそれまでの公正価値評価との間に正当な理由で重要な差異が生じている場合には、その差異を理解しなければならない。この概念はバックテストと呼ばれている。バックテストの目的は、次の事項を明確にすることにある。

- (i) 測定日時点でどのような情報を把握していたか、あるいは把握することができたか
- (ii) 直近の公正価値の見積りを決定する際に、こうした情報がどのように考慮されたかを評価する。
- (iii) 測定日時点で把握していた、もしくは把握可能であった情報が公正価値の

算定に適切に考慮されていたかどうかを、実際の出口価格の結果を踏まえて判断する。

バックテストを使用する目的は、評価プロセスの理論的な誤りを特定することではなく、情報、市場の状況、市場参加者等に関して測定日から投資回収日までに生じた変化を評価するよう、評価者に促すことにある。

バックテストにより、将来の公正価値の見積りを行う際に活用できる有用な洞察が得られる。長期的には、バックテストは評価プロセスに固有のバイアス（過度に保守的な仮定等）が組み込まれているかどうかを評価するツールとなり、評価者は改善の余地がある領域を特定することができる。

### 3. 評価手法

#### 3.1. 総論

以下の3.3から3.8では、相場価格がない投資の公正価値の見積りに用いる各種の評価手法又は技法について説明している。こうした評価技法には、個別案件ごとに公正価値に影響する要因を反映する必要がある。例えば、投資先が余剰の現金又は他の資産を保有している場合には、市場参加者が、そのような資産に価値を帰属させる限りにおいて、これを投資先の価値に反映させなければならない。

活発に取引される投資の評価技法については、以下の3.9で説明している。

プライベート・エクイティの分野では、個々の株主持分の譲渡よりも、投資先の事業全体の売却や上場を通じて価値が実現されることが多いため、測定日時点の企業全体の価値が当該企業への投資持分の価値を知る重要な手掛かりとなる。そのため、以下では、最初のステップとして、企業価値の見積技法について解説する。市場参加者が、事業全体の売却を通じて投資価値を最大化することが見込まれる場合、個々の金融商品に関する公正価値の見積りには、企業価値の個別商品の価値への配分に対する評価が含まれる。

公正価値が企業価値ではなく、金融商品自体の期待キャッシュ・フローやリスクから算出されることもある。その際には、使用する評価技法には、予測される投資の回収方法を反映させなければならない。

状況によっては、測定日に企業が売却されるという仮定で企業価値を算定することが適切ではない場合がある。例えば、評価対象が少数持分であり、かつ他の所有者持分との連携がない場合には、以下で説明するような企業の売却と価値の配分を前提とした評価は適切でない可能性がある。こうした状況では、セクション III. 5. 10 で詳細に説明する別の評価技法を使用することになる。

3. 1 (i) 投資の公正価値の決定に際しては、評価者の判断を要する。この判断には、公正価値に影響を及ぼしうる投資固有の具体的な条件の検討も含まれるが、その際には投資の法的形態より経済的実態を優先して検討すべきである。

投資先企業が複数通貨を用いて事業を行っている、又は投資がファンドの報告通貨以外の通貨で表示される場合もある。この場合、為替レートの変動はファンドの投資の価値に影響する可能性があるため、市場参加者の観点からそれを考慮しなくてはならない。

3. 1 (ii) ファンドの報告通貨が投資通貨と異なる場合、報告目的で報告通貨へ換算するにあたっては、測定日における最も一般的な買値のスポットレートを使用すべきである。

### 3. 2 適切な評価技法の選択

3. 2 (i) 評価者は、投資ごとに最適な評価技法を選択するよう判断すべきである。

3. 2 (ii) 評価者は、価値の算定方法に関する市場参加者の仮定を考慮の上、以下の評価技法のいずれか一つ又は複数を使用すべきである。

A. マーケット・アプローチ

- a. 直近の投資価格 (3. 3)
- b. マルチプル (3. 4)
- c. 業界固有の評価ベンチマーク (3. 5)
- d. 入手可能な市場価格 (3. 6)

B. インカム・アプローチ

- a. ディスカウント・キャッシュ・フロー (3. 7、3. 8)

C. 再調達原価アプローチ

a. 純資産 (3.9)

評価技法の選択の主眼は、投資の性質、事実及び状況、及び市場参加者の観点に照らして適切なものであるかということである。評価者は、適切な場合、他の技法を用いて、算定した公正価値の妥当性を検証することを検討するかもしれない。

適切な評価技法の選択は、個々の投資ごとに検討すべきである。

適切な評価技法は、投資の公正価値に重要な影響を与えうるすべての要因に関する利用可能な情報を織り込んだものである。

評価者は、最も適切な評価技法を選択の上、知見や経験に基づく判断により評価に調整を加える。その際の検討材料として以下に挙げるような要因が含まれる。

- 業界特性や現在の市場の状況に照らした技法の適合性
- 各評価技法で使用するデータの質と信頼性
- 企業や取引データの比較可能性
- 企業の発展段階
- 企業が持続可能な利益やプラスのキャッシュ・フローを生む能力
- 企業固有の追加的な検討事項
- 投資の入口価格と一致させるための手法やインプットの検証（調整）結果（注：後の測定日には、調整後の評価手法に、その時点における市場の状況を反映したインプットを適用する。セクション II 2.6 も参照のこと）

評価技法の適切性を判断する上では、市場で観察可能なリスクとリターンの計測値により重きを置いた手法を最大限に利用すべきである。観察可能な市場データのみを用いた公正価値の見積りの方が、評価者の仮定に基づく見積りと比べ、主観的でないと考えられる。とはいえ、評価対象投資に関する事実及び状況を適切に反映させるために、観察可能な市場データに関して評価者による調整が求められる場合もあり、このような調整を行ったからといって、それによりただちに公正価値の見積りの信頼性が低下したとみなされるべきではない。

会計基準は評価技法についてヒエラルキーを示していないが、一部の会計基準では複数の技法の使用が奨励されている。具体的には、IFRS 第 13 号（及び ASC トピック 820）で次のように定められている。「場合によっては、単一の評価技法が適切となる（例えば、同一の資産又は負債に関する活発な市場における公表価格を用いて資産又は負債を評価する場合）。他方、複数の評価技法が適切となる場合もある。公正価値の測定に複数の評価技法を使用する場合には、その結果（すなわち、公正価値についてのそれぞれの指標）の評価を、それらの結果が示す価値の範囲の合理性を考慮して行わなければならない。公正価値測定は、その範囲の中の、その状況において公正価値を最もよく表す一点である。<sup>10</sup>」

特定の投資に関して、評価者が複数の評価技法が適切であると判断した場合には、各技法で算出した結果を、他の技法による評価のクロス・チェックや確認に利用したり、各手法を組み合わせることで投資の公正価値を決定できる。

公正価値の見積技法は、その変更により見積精度が向上する場合を除き、每期継続して用いなければならない。

評価技法の変更理由は明確に把握されていなければならず、投資期間中、頻繁に評価技法が変更されることは見込まれない。

以下の表は、最も広範に使用されている評価技法を示している。

評価技法	アプローチ
直近の投資価格	マーケット・アプローチ
マルチプル	マーケット・アプローチ
業界固有の評価ベンチマーク	マーケット・アプローチ
入手可能な市場価格	マーケット・アプローチ
（投資先の）ディスカウント・キャッシュ・フロー又は利益	インカム・アプローチ
（投資の）ディスカウント・キャッシュ・フロー	インカム・アプローチ
純資産	再調達原価アプローチ

### 3.3 直近の投資価格

<sup>10</sup> IFRS 第 13 号パラグラフ 63(ASC トピック 820 と同様)

評価対象の投資そのものが直近に実行されたものであれば、その取得原価は公正価値を表す良い指標となり得る。投資先企業に対する投資が最近実行されている場合には、その投資価格が評価の基礎となる。

#### 直近の投資価格の妥当性は時の経過と共に低下する

投資が行われた時点の価格は、取引実行時に存在する状況を反映するものであるため、この方法により得られる評価の妥当性は、時の経過と共に必然的に低下する。環境の変化が激しい場合、市場の状況変化、時の経過それ自体や他の要因により、その後の時点における公正価値の見積方法としての、この評価技法の適切性は低下していく。

直近の投資価格による評価技法はすべてのプライベート・エクイティ投資に適用できる可能性が高いが、取引実行後の一定期間に限られる。なお、創業期（シード・スタートアップ）企業や技術的・科学的なイノベーションや発見を担っている企業は、かなり頻繁に資金調達ラウンドが訪れることが比較的多いため、そうした場合には、この技法は投資評価に適切となる。通常、公正価値は投資後企業価値で表わされる。

どの程度の期間、この評価技法を使用することが適切であり続けるかは、個々の投資の状況次第であり、評価者の判断に委ねられる。

企業もしくはは外部市場環境に変化が少なく市場の状況が安定的な場合の方が、変化が激しい局面と比べ、この評価技法の適用が適切となる期間は長くなる可能性が高い。

#### 取引の背景も考慮する必要がある

さらに、第三者が実行した投資価格を評価の基礎として検討する場合、その取引の背景を考慮すべきである。特に、以下の要因は、取引価格がその時点の公正価値を完全には表していないことを示唆している可能性がある。

- 新規と既存の投資に異なる権利が付与されている
- 新規投資家の参入が既存投資家の持分の著しい希薄化を招く
- 新規投資家が戦略的な動機を有する
- 当該取引が強制売却や「レスキュー・パッケージ（救済策）」に該当する

#### 直近の投資価格はデフォルトではない

上記にかかわらず、各測定日には公正価値を見積もる必要がある。直近の投資価格を使用することはデフォルトではなく、各測定日に公正価値の見積りを再度行うことを除外するものではない。

3.3 直近の投資価格を評価技法として適用する際には、評価者は当該投資の取得原価から取引コスト<sup>11</sup>を控除した金額、あるいは、その後に重要な追加投資が行われた場合には、当該追加の投資価格を企業価値の見積りに使用する。ただし、直近投資価格は、それが公正価値を表すとみなされる場合で、かつ関連する取引実行後の限られた期間についてのみ用いることができる。いずれにせよ、評価者は測定日において、取引日以降に生じた変化や事象が公正価値に影響するかを検討する必要がある。

直近の投資価格は、立ち上げ前（シード）、立ち上げ期（スタートアップ）、初期段階（アーリー・ステージ）の投資に用いられることが多い

直近の投資価格を評価技法として用いる状況として、立ち上げ前（シード）、立ち上げ時（スタートアップ）、初期段階（アーリー・ステージ）など、正のキャッシュ・フローや利益がなく、近い将来もその見込みがない場合が多い。このような企業はおおむね、研究開発の成否の確率や財務影響の推定が難しく、確度あるキャッシュ・フロー予測が困難である。

それゆえ、最も適切な公正価値の測定アプローチは、市場データに基づく評価技法であり、それが直近の投資価格となる可能性がある。その他の評価技法を市場参加者が使用している場合には、その評価技法を適用できる。

公正価値変動の有無を判断するためのベンチマーク／マイルストーン分析

評価者が（取引コストを除いて（脚注 11 参照））未調整の直近の投資価格がもはや目的適格的ではないと判断し、かつ価値を類推するに足る比較対象企業や取引が存在しない場合には、業界分析、セクター分析、シナリオ分析（セクション III 5.11 参照）及び／又はマイルストーン分析を評価に加味することも考えられる。

---

<sup>11</sup> 適用される会計基準によっては、状況に応じて取引コストを投資原価の一部として資産計上することが求められる場合がある。ただし、取引コストは資産の特徴とは考えられないため、資産の公正価値要素として含めてはならない。

このような状況においては、投資先企業の業種で慣習的かつ一般に適用されている業種特有のベンチマークやマイルストーンを公正価値の見積りに適宜使用することが可能である。マイルストーン・アプローチを取り入れる場合には、評価者は当該投資の公正価値の変化を示唆するマイルストーン及び／又はベンチマークの達成を確認する。事実関係や状況にもよるが、ベンチマーク／マイルストーンに達成していないことは価値の減少を示唆し、ベンチマーク／マイルストーンを超過していることは価値の増加の証拠となることがある。

#### 一般的なマイルストーン／ベンチマーク

アーリー・ステージや開発ステージの投資では、投資決定が行われる時点で、一連のマイルストーンが合意決定されるのが一般的である。このマイルストーンは投資の種類や企業及び業種により異なるが、主なものは以下の通りである。

##### 財務関連指標：

- 売上成長率
- 期待収益率
- キャッシュ・バーン・レート
- 財務制限条項（コベナンツ）の遵守状況

##### 技術関係指標：

- 開発段階
- テストサイクル
- 特許権の認可取得
- 規制当局の認可

##### マーケティング及び販売関連指標：

- 顧客調査の結果
- テスト段階
- 市場導入
- マーケットシェア

さらに投資先企業の主たる成長要因や一般経済環境も評価に関連する。

#### 公正価値変動の典型的な兆候

マイルストーン分析アプローチを取り入れる際に、評価者はマイルストーンを検討する

ことにより、公正価値変動の兆候を評価する。検討対象となり得る項目は以下の通りである。

- 予算計画やマイルストーンと比べた、投資先企業の業績の著しい変動
- 技術マイルストーン達成に関する予想の変化
- 投資先企業又はその製品もしくは潜在的な製品が属する市場の著しい変化
- 世界経済又は投資先企業が事業を行っている業界の経済環境の著しい変化
- 比較対象企業の業績又は市場全体から導出 (implied) される評価の著しい変動
- 不正、商事紛争、訴訟、経営者の交代や戦略変更などの内部事情の有無

#### こうした状況における公正価値の調整

評価者が、公正価値の変動に関する兆候があると判断した場合には、直近の投資価格に対する調整額を見積もる必要がある。その性質上、この調整は必然的に主観性を伴う。この見積りは、投資先企業から入手した客観的な情報と、投資専門家、又は他の投資家の経験に基づくこととなると思われる。

こうした調整の必要性及びその程度に関する判断は主観性を伴い、評価者の判断に大きく依存するが、投資価値の下落が認められる場合には、それを反映するように、直前の投資簿価を減額しなければならない。

上述したような価格上昇の兆候があれば、評価者は当該投資の帳簿価額の切上げを検討する。ただし、このような評価切上げは、市場参加者の観点から見て投資先の価値が向上したと見られる場合のみ行うよう注意を払う必要がある。価値向上の兆候がごくわずかであり、かつ追加の資金調達ラウンドや利益発生がない場合には、市場参加者が、そのような兆候にどのような価値を見出すかを、予想される成果やその達成における費用やリスクを勘案して検討すべきである。

#### DCF 法はクロス・チェックに有用な場合がある

一定的規模の売上や利益やキャッシュ・フローが発生していない場合には、一般にアーニング・マルチプルのような評価手法は適さない。また、DCF 法も、クロス・チェック目的で使用することは考えられるが、主観的判断に頼る度合いが高いというこの技法の

デメリットを考えた場合、その評価結果を検証するためのサポートがない場合、この手法も不適切とされうる。

### 3.4 マルチプル

この評価技法においては、評価対象企業の業績指標（利益や売上など）に対して適切なマルチプルを乗じて企業価値が算定される。

この評価技法は、継続的な利益又は売上の傾向が見込まれ、それが持続可能と考えられる、事業基盤が確立している企業への投資の評価に適していると考えられる。

本セクションでは、黒字が発生しているという前提において企業評価を行うための指針をまとめている。また、未だ開発ステージにあり、黒字化する前の段階の企業においては、売上実績あるいは予想売上マルチプルを用いて評価を実施することが考えられる。

- 3.4 市場参加者は、企業と企業が属する業界や地理的地域に応じて、アーニング・マルチプル又は売上マルチプルを適用することができる。マルチプルを評価技法として用いる場合には、評価者は以下の通りに企業の公正価値を見積もる。
- (i) (投資先企業の規模、リスク・プロファイルや利益成長の見通しに照らして)  
適切かつ合理的なマルチプルを対象企業の適用可能な価値指標（利益又は売上）に乗じる。
  - (ii) 企業価値を余剰資産、非事業資産、過剰債務及びその他の偶発事象や関連要素に合わせて調整し、投資先企業の調整後企業価値を算出する。
  - (iii) 清算の際にファンドが保有する優先順位が最も高い金融商品よりも返済順位が優先する金融商品の金額を（調整後の企業価値から）控除し、またファンドの投資を希薄化する可能性がある金融商品による影響を考慮した上で、帰属企業価値を算出する。
  - (iv) 潜在的な市場参加者の見通しを適用し、関連する各金融商品に帰属企業価値を配分する。市場参加者の見通しを評価するには、判断が必要となる。

下線部の用語の解釈について、以下に説明する。

#### 適切なマルチプル

その定義の通り、マルチプルは、価格や企業価値などの価値を分子とし、分母に利益又は売上数値を用いて算定される。なお、分母の利益又は売上の数値としては、どのような期間の値を用いてもよいが、使用する利益又は売上により、マルチプルは、「過去（実績）」、「現在」又は「予想」と定義される。重要なのは、使用するマルチプルと、評価対象企業の利益又は売上の期間及び概念が整合していることである。

#### アーニング・マルチプルの使用

P/E 倍率（株価収益率：PER）、EV/EBIT 倍率（企業価値を、利払前・税引前利益で除したもの）、EV/EBITDA 倍率（企業価値を、利払前・税引前・償却費前利益で除したもの）など、一般に使用されているアーニング・マルチプル又は倍率は複数あるが、評価対象企業に相応しく、かつ市場参加者の仮定と整合するマルチプルを選択すべきである。

プライベート・エクイティ投資における財務構造の重要性を鑑みて、一般的にマルチプルは投資先の（株式価値ではなく）企業価値の算出に用いるべきである。利用可能な場合には、通常 EBITDA マルチプルが用いられる。

EBITDA マルチプルが利用可能でない場合には、入手が容易な P/E 倍率も利用しうる。ただし、P/E 倍率の比較可能性を担保する上では、比較する企業は、財務構造及び借入水準が類似していなければならない。

したがって、P/E マルチプルを使用する場合、一般には、事業に関連する金融費用、必要運転資金、税金による影響を調整した EBIT を適用すべきである。企業価値は事後的に調整されることから、この調整においては、買収ファイナンスに関連する利益への影響を除去することが図られる。

#### 売上マルチプルの使用

持続可能な利益を計上している企業では、公正価値の算定にアーニング・マルチプルを使用することがより適切であるが、事業を立ち上げたものの持続可能な利益の獲得には至っていない企業では、売上マルチプルを使用することが適切となり得る。売上マルチプルの適用は、通常、その売上から「正常化」された水準の利益が得られるとの仮定に基づいている。アーニング・マルチプルは、赤字企業であったとしても、その損失が一時的なものであると考えられ、継続可能な「正常化」利益水準が想定できる場合には適用することができる。その際には、調整した売上実績、予想売上水準、もしくは現在又

は将来の予想売上に、「持続可能」な利益率を乗じて利用することなどが想定される。

この評価技法において利用すべき最も適切な売上は、対象企業の買手である市場参加者が用いるであろう売上である。

## 合理的なマルチプル

### 買収マルチプル vs 公開企業の取引マルチプル

評価者は一般に、公開企業に対する市場の評価や、支配権の異動を伴う取引における価格に反映された、現在の市場実勢を踏まえたマルチプルを参照して、評価に用いるマルチプルを算出する。買収価格から算出されるマルチプルは、継続的に評価見積りに使用する比較対象企業のマルチプルと照らして調整される。適切な場合には、投資先企業と比較対象企業の差異を考慮に入れ、買収マルチプルと比較対象企業のマルチプルの差を継続的に計測し調整する。

例として、投資先企業の買収価格が公正価値（秩序ある取引価格）とみなされ、そこから算定される EBITDA マルチプルが、比較対象企業の EBITDA マルチプル 10 倍に対し 8 倍であるとする。この場合、将来の期間に公正価値の見積りを行う際に、比較対象企業のマルチプルに対する 20% のディスカウントを維持すべきか、あるいはいずれかの各測定日において変更すべきかについて判断を要する。

この市場実勢に基づく方法は、比較対象企業は市場で適切に評価されていることを前提としている。この点、公開企業の時価総額は企業価値を反映したのではなく、株式の「小口単位」の交換価格の集積を表しているに過ぎないという意見もあるものの、本価値評価ガイドラインでは、市場実勢に基づくマルチプルは企業価値を反映しているとの前提を置いている。

### 類似点と相違点の識別

市場実勢に基づくマルチプルを使用する場合、その主眼は、評価対象企業とリスク属性や利益成長見通しが類似する企業を識別することにある。事業活動、参入市場、規模、地理及び適用税率が似ているほど類似していると見込まれる。

### P/E 倍率へのレバレッジや税金の影響

P/E マルチプルを使用する場合、評価者は比較対象企業の P/E 倍率が、それらの企業の財務レバレッジや適用税率に影響されることに留意しなければならない。

#### EBITDA マルチプルと減価償却／償却

EV/EBITDA マルチプルを使用する場合、その定義から、このマルチプルには固定資産やのれんなどの無形資産の償却額が反映されていないことに留意しなければならない。十分な検討なしにこのマルチプルを用いると、事業上の意思決定の重点が、設備投資や（自力成長ではなく）買収による成長に向けられている場合、これらに関連する、評価対象である事業（企業）価値に反映されるべき実際のコストが見落とされる可能性がある。

#### 相違点の調整

アーニング・マルチプルを使用する際には、比較対象企業と評価対象企業の相違点について適切な調整を行うことが重要である。これらの相違点は、アーニング・マルチプルの主要変数であるリスクと利益成長見通し双方の観点から検討・評価すべきである。評価対象企業のリスク・プロファイルの評価において、事業内容、参入市場、当該市場における競争上のポジション、経営者や従業員の質などの幅広い要素によりリスクが生じるということを認識すべきである。また、プライベート・エクイティの場合には、資本構成や当該投資を保有するファンドが会社に変化をもたらす能力も重要な要因となる。

#### 流動性の欠如の影響

公表されているマルチプルに対する調整を検討する際には評価対象株式と上場株式の流動性の差による影響も検討すべきである。流動性の欠如はリスクを伴うため、評価者は、対象株式の将来の買手が非上場株式を保有することに伴う追加的なリスクをどの程度考慮するか検討すべきである。

非上場企業の流動性の欠如に起因するリスクは、任意にリアライゼーションを実行できるだけの十分な株式を保有する株主よりも、リアライゼーション・プロセスに対する支配又は影響力を欠く株主の方が大きいことは明らかである。すなわち将来、株式を取得する市場参加者は、非支配持分の方が、支配持分よりリスクが高いと判断することが合理的に見込まれる。

#### キャリブレーション（調整）

流動性の欠如に起因する価値は、評価が困難となり得るが、キャリブレーション（調整）により、客観的に評価することができる。取得日のマルチプルは比較対象となる市場マルチプルに照らして調整すべきである。もし、両者に差異がある場合には、その理由を把握すべきであるが、将来の評価時点においても同等の差異が予想されるか、又は把握が必要となることもある。

#### その他の調整要因

その他比較対象のマルチプルを調整する必要がある場合の例は以下の通りである。

- 事業規模や事業領域の違いによる経済環境の悪化に対する抵抗力
- 利益成長率
- 少数の重要な従業員への依存度
- 商品展開の多様性
- 顧客層の多様性と質
- 借入の水準
- その他、利益の質の差に影響する理由
- 株式の流動性の欠如に起因するリスク

公正価値測定には、評価される金融商品（会計単位）と整合しないプレミアムやディスカウントを含めてはならない。大量保有要因は会計基準では容認されていないが、非公開企業への投資家は通常、自身の全体的な利益やどの程度他の投資家達と歩調を合わせていくかを考える。市場参加者が取得価格を評価する際には、上述のマルチプルへの調整を踏まえ、個別の事実関係や状況を適切に判断する必要がある。

#### 比較対象となる最近の取引

類似企業の最近の取引事例も、合理的なマルチプルの参考となり得る。類似取引マルチプルは、市場マルチプルのように「小口単位」の株式の価格に紐付くものではなく、企業全体の譲渡を反映したものであるため、より妥当なマルチプルであるとする見方もある。ただし以下のような事象により、最近の取引データの使用が損なわれる場合が多い。

- 将来予測的（forward looking）な財務データ及び他の情報の不足により、相違点の把握や調整が困難となること
- 非公開企業の報告利益の信頼性及び透明性は総じて低いこと

- 取引の交渉／完了時点からの時間の経過
- ESG（環境・社会・ガバナンス：environmental, social and governance）及びその他の要因を含む風評問題の影響
- 取引自体に関する信頼できる価格情報の不足

評価者が合理的なマルチプルを決定する際、比較対象企業を一社にするか、複数にするか、又は株式市場の業種セクターあるいはサブセクターのアーニング・マルチプルを参考にするかは、評価者の判断に委ねられる。場合によっては、評価者が株式市場のセクター又はサブセクター、あるいは複数の企業の「バスケット」の平均マルチプルの適用が妥当であるという結論に至る場合も考えられる。

#### **持続可能な利益／持続可能な売上**

持続可能な利益にマルチプルを適用する際に、評価者として信頼のおける利益数値を使用することが重要である。そうすると、未監査の数値や将来予測値ではなく、監査済みの実績値を選好しがちとなるが、評価とは、そもそも将来予測的な概念であり、市場は「実績」マルチプルより、「現在」や「将来」マルチプルに基づいていることに留意すべきである。さらに、活発な環境においては、評価は入手可能な限り直近の情報を反映すべきであるとの主張もある。そのため、評価者にとって利用可能な利益数値の信頼性と目的適合性はトレード・オフの関係となる。

上記の議論と同様、持続可能な売上にマルチプルを適用する際にも、評価者として信頼のおける売上数値を使用することが重要である。そうすると、未監査の数値や将来予測値ではなく、監査済みの実績値を選好しがちとなるが、評価とは、そもそも将来予測的な概念であり、市場は「実績」マルチプルより、「現在」や「将来」マルチプルに基づいていることに留意すべきである。

さらに、活発な環境においては、評価は入手可能な限り直近の情報を反映すべきであるとの主張もある。そのため、評価者にとって利用可能な売上数値の信頼性と目的適合性はトレード・オフの関係となる。

結局のところ、これは評価者の判断の問題であるが、将来予測的な値及びマルチプルと、過去の実績値及びマルチプルのどちらを重視するかは、その利用可能性や信頼性に基づき、市場参加者の観点をういなければならない。

いずれの期間の利益を使うにせよ、評価者はそれが持続可能な利益の合理的な見積りであると納得しなければならない。これは、特別損益や一過性の要因、非継続事業や買収見込み、並びに利益見通しの重要な変化の見通しといった調整を織り込む必要があることを意味する。こうした調整は、適切な場合には比較対象企業から算出されたマルチプルにも反映させるべきである。

### 3.5 業界固有のベンチマーク

3.5 業界ベンチマークが、信頼性があり適切な公正価値を見積もる上での主たる測定技法として用いられるのは限られた状況においてのみであり、むしろ他の技法で算出した評価の妥当性検証の際に有用となる。

介護業界における「ベッド当たり価格」やケーブルテレビ業界における「加入者当たり価格」など、多くの業種において業界固有の評価基準（ベンチマーク）が存在する。長期契約を締結することが多い金融や IT、サービス業などでは、売上高倍率（マルチプル）をベンチマークとして使用する場合もある。

このような業界基準は、多くの場合、投資家が売上高（収益）やマーケットシェアを重視しており、業界内での一般的な収益性に大差がないという前提に基づいている場合が多い。

### 3.6 相場価格のある投資

プライベート・エクイティ・ファンドが、相場価格のある金融商品を保有している場合もあり、この際には市場価格が入手可能である。

3.6(i) 活発な市場で取引される金融商品は、測定日におけるビッド・アスク・スプレッドの範囲の中で、測定日における公正価値を最もよく表す価格で評価すべきである。評価者は、ビッド・アスク・スプレッドの範囲内で最も代表的な価格を一貫して用いなければならない。

一部の投資については、直近の取引価格など、単一の市場価格しか入手できない場合もある。

他の投資に関しては、マーケット・メーカーのビッド価格（買呼値、投資家の処分価格）と、それよりも高い、買手である投資家が見込むアスク価格（売呼値）という二つの市場価格が同時に存在することもある。ただし、（規制にて）ビッドの使用が求められていない場合、代わりに仲値（ビッドとアスクの平均）が、ビッド・アスク・スプレッドの範囲内で公正価値を最もよく表す推定値となる場合もある。

前述の通り、公正価値測定には、評価される金融商品（会計単位）と整合しないプレミアムやディスカウントを含めてはならない。大量保有要因は会計基準では認められていない。

3.6(ii) 報告企業の保有高の特徴としてのポジション保有量を反映する大量保有要因（具体的には、市場の通常の日次取引高が保有数量を十分に吸収できない場合における資産の相場価格に対する調整）は、適用してはならない。

評価者は、市場が活発でないと思われる場合、相場価格を使用して公正価値を測定する際に、必要に応じて追加的な評価方法により補完することが考えられる。

3.6(iii) 測定日に市場参加者が支払う価格に影響する流動性の低下をもたらすような、（保有者ではなく）証券に起因する、契約上、政府・当局、又はその他の法的強制力のある制約がある場合には、活発な市場における取引価格には割引（ディスカウント）が適用されうる。

証券に起因すると考えられる契約上の制約の一つの例は、引受会社によるロックアップであり、証券の購入者は誰でも同じ契約上のロックアップ条項に従うことが求められる。保有者に起因すると考えられる制約としては、例えば、取締役会のメンバーに課せられる売却制限がある。証券の保有者は取締役会の一員となることは義務付けられていないため、これは証券に起因する制約ではなく保有者に起因する制約である。

この場合に適用するディスカウント率を決定する際には、評価者は買手が当該投資と同

一であるが（市場性に）制約のない投資と比較した際に求めるであろう対価の程度を考慮すべきである。

評価者は、オプション評価モデルを用いて、リアライゼーションに対する制限のインパクトを評価することも考えられるが、その制限が限られた報告期間のみに該当する場合には、実務上は相場価格に単純に掛け目を適用する場合が多い。

適用するディスカウント率は時間的価値と流動性の欠如から生じるリスク上昇を適切に反映するものでなければならない。ディスカウント率は、予想ボラティリティにより影響されるため、その決定は判断の問題であるが、制限時期の終わりに変動はゼロにならない。

### 3.7 （投資先の）ディスカウント・キャッシュ・フロー又は利益

この評価技法は、将来の期待キャッシュ・フローの現在価値（又はキャッシュ・フローの代替として将来の期待利益の現在価値）を計算することにより、企業価値を算定する。ここでいうキャッシュ・フロー及びターミナル・バリューは投資先のものであり、投資自体から生じるものではない。

DCF（ディスカウント・キャッシュ・フロー）法は、いかなるキャッシュ・フロー（又は利益）に対しても適用できるという点で柔軟な技法である。プライベート・エクイティ投資においても、他の評価技法で対応できない状況に適用できる柔軟性がある。企業の活動が大きく変動する時期、例えばレスキュー・リファイナンス、企業再生（ターンアラウンド）、戦略的リポジショニング、赤字企業や立ち上げ直後の企業などに適用可能であるが、使用する際には相応のリスクも伴う。

DCF法のデメリットは、詳細なキャッシュ・フローの予測を要すること、及びターミナル・バリューと適切なリスク調整後割引率の見積りを要することにある。これらのインプットのすべては相当に主観的な判断を伴うため、結果として得られる現在価値も、インプットが多少変化するだけで大きく変動する場合が多い。

会計基準では評価技法についてヒエラルキーは設けられていないが、複数の評価技法の使用が奨励されている。したがって、プライベート・エクイティ業界へのエクイティ投

資の評価においては、多くの業界関係者が DCF 法に基づく評価はインプットの選択に関する主観性が高いと考えているものの、インカムベースの評価技法は市場ベースの評価技法により算定された公正価値の見積りの裏付けとして有用となり得る。

3.7 (投資先の) ディスカウント・キャッシュ・フロー又は利益を評価技法として用いる場合、評価者は以下の通り、投資の公正価値を見積もる。

- (i) 将来の期待キャッシュ・フロー（又は将来の期待利益）とターミナル・バリュウに関する合理的な仮定や見積りを用い、当該見積り固有のリスクを把握し、適切にリスク調整された割引率にて現在価値を求め、企業価値を算出する。
- (ii) 企業価値を余剰資産、非事業資産、過剰債務及びその他の偶発事象や関連要素に合わせて調整し、投資先企業の調整後企業価値を算出する。
- (iii) 清算の際にファンドが保有する優先順位が最も高い金融商品よりも返済順位が優先する金融商品の金額を（調整後の企業価値から）控除し、またファンドの投資を希薄化する可能性がある金融商品による影響を考慮した上で、帰属企業価値を算出する。
- (iv) 市場参加者の見通しを適用し、関連する各金融商品に帰属企業価値を配分する。市場参加者の見通しを評価するには、判断が必要となる。

### 3.8. (投資の) ディスカウント・キャッシュ・フロー

この評価技法では、投資自体から生じる期待キャッシュ・フローに DCF 法概念と技法を適用する。

この評価技法には柔軟性があるため、すべてのプライベート・エクイティ投資の状況に適用可能である。特に負債やメザニンといったエクイティ以外の投資においては、それらの金融商品の価値は投資先全体の価値に起因せず、各金融商品固有のキャッシュ・フローやリスクに基づいて算出されるため、適切な評価技法といえる。

ただし、相当程度、主観的な判断に依拠することに加え、通常は市場実勢に基づく手法が適用可能であることを鑑みるに、この技法をエクイティ投資の公正価値を見積もる単一の評価技法として用いる場合には注意を要する。

リスク及び、異なるリスクレベルとそれに見合った必要リターンは、プライベート・エ

クイティ投資における中心的なビジネス変数であるため、割引率の前提に関しては枠組みが存在する。

#### ターミナル・バリューの推定

投資期間にわたって詳細なキャッシュ・フローの予測を必要とすることは（近い将来リアライゼーションが見込まれる場合を除き）、その信頼性を低下させると同時に、エクイティ投資においてはターミナル・バリューの推定も必要となる。

投資がエクイティないしはエクイティと他の金融商品の組合せで構成される場合、ターミナル・バリューは通常、リアライゼーション（投資回収）時点の投資先の予想価値に基づいて算出される。したがって、想定されるリアライゼーションの時点における事業の業績や進展、株式市況や他の評価指標などに関して前提を置く必要が生じる。エクイティ投資の場合、前提条件の多少の変動が価値評価に大きく影響する場合もある。エクイティ以外の投資の場合は、ターミナル・バリューは通常はあらかじめ決まっており、評価の信頼性は相当高まる。

リアライゼーションが見込めない状況においては、ターミナル・バリューは当該投資の保有者に永久キャッシュ・フローが生じるとの前提に基づく方法が考えられる。ファンドがリアライゼーションのタイミングにわずかしか影響を与えることができない場合（プライベート・エクイティ投資においてはまれであろう）及び／又は、影響力のある株主がリアライゼーションを求めない場合には、このような状況に陥る可能性がある。

#### リアライゼーション目前の価格合意

近い将来、投資のリアライゼーションや投資先の上場が見込まれ、その取引価格がおおむね合意されている場合には、投資に対するディスカウント・キャッシュ・フロー評価技法（又は、代替として、見込まれるリアライゼーション収入や上場価値へ簡易的に割り引く）が最も適切な評価技法であると思われる。

3.8（投資の）ディスカウント・キャッシュ・フローを評価技法として用いて投資の公正価値を見積もる場合、評価者は、投資からの期待将来キャッシュ・フロー、ターミナル・バリュー、満期受取金額、満期日に関し合理的な仮定や見積りを行い、当該投資固有リスクを把握し、リスク調整された割引率を用いて現在価値に割り引

いて投資キャッシュ・フローの公正価値を算出する。この評価技法は通常、デット投資又は負債に類似した特徴を持つ投資商品に適用される。

初期投資におけるインプライド割引率は、その後、市場の状況変化にあわせて調整される。割引率を選択する際には、資本コストの見積りに通常使用されるさまざまなインプットだけでなく、割引率の見積りに使用した投資先と選択した比較対象企業の差異も考慮する。こうした差異は、資本コストを高くしたり低くしたりすることが適切であることを示す場合がある。キャリブレーション（調整）は、市場参加者が投資先と比較対象企業の差異を加味して、取引日現在の投資を評価するであろう方法を示す指標を提供する。その上で、当初のインプライド利回り及び仮定は、取引日からその後の各測定日までに生じた投資先及び市場の変化を反映するよう調整することができる。

### 3.9 純資産

この評価技法は、対象企業の純資産価値をもとに企業価値を算定する。

この評価技法は、資産保有企業や投資会社など（「4. ファンド持分の評価」の項で詳述しているファンド・オブ・ファンズなど）、利益よりは資産の公正価値を企業価値の源泉としている企業の評価に適している。

また、この評価技法は、十分な資産からのリターンを生み出していない企業や、会社清算や資産売却によって、より大きな価値が実現される可能性がある企業の評価にも適している場合がある。したがって、プライベート・エクイティ投資に関していえば、一定の状況において、赤字企業や収益性の低い企業の投資評価に適していると思われる。

3.9 純資産を評価技法として用いる場合には、評価者は以下の通りに投資の公正価値を見積もる。

- (i) 市場参加者の見通しを適用し、企業の資産及び負債の評価を行い（適切な場合、非事業資産、過剰債務、偶発資産及び偶発債務について調整し）、企業価値を算出する。
- (ii) 清算の際にファンドが保有する優先順位が最も高い金融商品よりも返済順位が優先する金融商品の金額を（調整後の企業価値から）控除し、またファンドの投資を希薄化する可能性がある金融商品による影響を考慮し、帰属企

業価値を算出する。

- (iii) 潜在的な市場参加者の見通しを適用し、各金融商品に帰属企業価値を配分する。市場参加者の見通しを評価するには、判断が必要となる。

## 4. ファンド持分の評価

### 4.1. 総論

4.1 ファンドに対する持分の公正価値を測定する際には、当該ファンドの純資産価値（NAV）が原投資の公正価値から算出されており、その測定日がファンド持分の評価者が適用する測定日と同一時点のものである場合、報告されたファンドの純資産価値の帰属割合を見積りの基礎とすることができるが、下記の場合は例外となる。

- (i) ファンド持分が活発に取引されている場合には、当該活発な取引価格が公正価値となる。
- (ii) 経営者がファンド持分又はその一部を、純資産価値以外の金額で売却することを決定している場合、公正価値は見積売却価格となる。

ファンド・オブ・ファンズやプライベート・エクイティ・ファンドの投資家は、みずからの財務報告のために、原ファンドに対する持分の定期的な評価を行う必要がある。このため従来から、ファンドが保有する投資に関して（ファンド）マネージャーが報告する原投資の公正価値に基づく純資産価値（NAV）が、原ファンドに対する持分の公正価値の見積り根拠として使用されてきた<sup>12</sup>。（注：ガイドライン 4.1(i)に記載されている通り、ファンド持分が活発に取引されている場合には、活発な取引価格を用いて公正価値を算定する。）

ファンド持分の公正価値は、基本的には測定日にリアライゼーションすると仮定した各

---

<sup>12</sup> FASB ASCトピック 820(820-10-15-4 及び 820-10-35-59~62)は、ファンドへの投資(ASCトピック 946にて定義される)であり、かつ、測定日時点で原投資が公正価値にて報告されている、という一定の条件を満たす場合に、公正価値の測定に純資産価値を用いることを認めている。一方、IFRS には、純資産価値についての言及はなく、ファンド持分の公正価値評価法への指針は定めていない。IFRS 下では通常、純資産価値は、評価者が、報告された純資産が公正価値原則に準拠して評価されているかを判断するための出発点として用いられる。

原投資の見積価値の合計に等しい。こうした仮定上のリアライゼーションから投資家に流入する金額は純資産価値と同額である。したがって、原投資の公正価値にインセンティブ報酬等を調整して算定された純資産価値は、投資家が測定日に受け取るであろうキャッシュ・フローの最善の指標となり、ひいてはファンド持分の価値を表す明確な指標となる。この考え方は、特に、原ポートフォリオ企業の売却を通じてリアライゼーションを行い、現金を投資家に還元するクローズド・エンド型ファンドに該当する。

ファンドへの投資家は、ファンド・マネージャーにより報告される純資産価値が、統制されたプロセスの下で原投資の公正価値に基づいて計算されたことが確認されなければ、ファンド持分の公正価値を算定する際にこれに依拠することができない。一般的に、ファンド・マネージャーによる公正価値の算定方法やその見積手続や適用の一貫性は、初期デュー・デリジェンス、継続的なモニタリング及び財務報告やガバナンス体制のレビューにより確認される。

したがって、純資産価値が原ファンド投資の公正価値に基づいて算定され、その公正価値が公正価値の原則や本価値評価ガイドラインに沿って厳格に決定されている場合には、純資産価値はファンド持分に関する公正価値を決定する上での最善の見積りとなる。

#### 4.2. 純資産価値の調整

4.2 評価者が報告された純資産価値が公正価値評価の出発点として適切であると判断した場合、測定日時点で入手可能な最善の情報に基づく調整が必要になる可能性もある。評価者は、公正価値の見積プロセスの一環として、ファンド・マネージャーによる評価に依拠することができるが、その場合、ファンド・マネージャーから受領した評価を検証し理解することができるように、評価者自身の適切なプロセス及び関連する統制を整備する必要がある。純資産価値が原投資の公正価値から算出されておらず、かつ／又は、評価基準日がファンド持分の評価者が適用する測定日と同一時点でない場合には、評価者は、そのような差異が、報告された純資産への調整が必要なほど大きなものであるか否かを評価する必要がある。

報告された純資産価値の調整要因として考えられるものは、以下の通りである。

- ファンドの純資産価値測定日と評価者である企業の測定日との間の著しい時の経過。以下の状況がある場合は、その影響がさらに大きくなる：
  - ファンドが事後に投資を行うこと、又はリアライゼーションが行われること
  - 原投資先企業の公正価値が事後に変動したことが認識されること
  - ファンドのポートフォリオの価値に影響を及ぼす市場や経済状況の変化
- 十分かつ透明性がある、秩序あるセカンダリー取引に関する情報
- ファンドの純資産価値に、認識することが適当な、潜在的な成功報酬又はキャリド・インタレストが含まれること
- 純資産価値に含まれる、放棄された運用管理報酬
- クローバック条項の影響
- 分配金に影響する可能性があるが、純資産価値には反映されていないファンドの契約条項
- 同一企業又は証券について、(異なる) ジェネラル・パートナー (GP) によって著しく評価が異なること
- 原ファンドの価値に影響を及ぼす可能性がある、その他の事実及び状況

純資産価値は、測定日にすべての投資先企業のリアライゼーションが実行されたと仮定した場合に、ファンドの持分保有者が受け取るキャッシュの金額と等しくなるように調整すべきである。

#### 4.3. セカンダリー取引

4.3 評価者が、特定のファンドにおけるセカンダリー取引の取引条件を把握しており、当該取引が秩序あるものである場合には、評価者は、当該取引価格をファンド持分の公正価値の測定に用いる情報の一部として利用すべきである。

プライベート・エクイティ・ファンドには、限られたセカンダリー取引しか存在しない。通常、ファンドについて外部市場取引が行われることはまれで、不透明かつ情報も極めて限られる。セカンダリー取引の価格は交渉によって決まるため、公正価値以外の要因に左右される場合があるほか、多くの場合、取引の相手方に固有の仮定や期待リターン

に基づいている。加えて、個々の取引に関する情報は、秩序あるものとみなされず、また、入手可能な価格情報は、すでに現在のものではないこともある。

なお、プライベート・エクイティ・ファンドの投資家が、保有しているファンド持分の売却を決定した場合には、秩序あるセカンダリー取引から知りえたデータは、公正価値に関する良い根拠となり得る。

セカンダリー取引価格の利用には、相当の判断を要する。秩序あるセカンダリー取引の価格が利用可能であっても、それが活発であるとはみなされない場合、他のインプット（通常は純資産価値）により補完しなければならない。

#### **4.4. ディスカウント・キャッシュ・フロー**

評価者が公正価値評価の出発点として純資産価値を使用しない又は使用できないと判断する場合やセカンダリー取引の情報が利用できない場合、ファンド持分の公正価値の見積りに適用可能な主要な評価技法として、ファンドの全将来キャッシュ・フローに対するディスカウント・キャッシュ・フロー分析が挙げられる。ただし主観性を伴うことから、このDCF法が実務上多用されることはないと予想される。

## セクション III : 適用指針

### はじめに

前セクションでは、プライベート・エクイティとベンチャーキャピタル投資の評価に関するベストプラクティスとなる価値評価ガイドライン及び原則について取り扱っている。本セクションは、その原則及び評価技法を個別案件に適用する上での実務指針を設ける。

### 5. 具体的な検討課題

#### 5.1 インサイダーによる資金調達ラウンド

資金調達ラウンドにおける価格は、その時点での公正価値の有効な指標となり得る。なお、直近の投資価格を評価技法として用いる場合には、公正価値の指標としての信頼性を損なう事象の有無を検討する必要がある。

当該投資先の既存投資家のみによる既存投資割合に基づく資金調達ラウンド（インサイダー・ラウンド）が行われる場合には、当該取引を公正価値で実行するビジネス上の必要性は薄れる。この場合、評価者は、取引に関する交渉が適切に行われ、その時点の企業価値を反映しているか検証する必要がある。

ただし、前報告日の評価額を下回る価格で、既存投資家から資金調達が行われる場合（インサイダーのダウンラウンド）は、企業価値の減少を示唆する可能性があるため、これを検討すべきである。

インサイダーのダウンラウンドは、さまざまな形態をとりうるが、これには、発行済全優先株式の普通株転換、発行済優先株の株数削減（株式併合）、又は増資前の発行済全株式の消却といった、企業の普通株式ベースの著しい変更を伴う組織再編が含まれる。

#### 5.2 ディストレスな市場

取引データが得られる市場であっても、評価者が「ディストレスな市場である」と考え

る場合がある。なお、ディストレスな市場とは、必ずしもすべての取引がディストレスであり、比較材料として不適切であるとみなされるわけではなく、個別の取引が秩序を欠くと考えられることもある。このような状況では、個々の取引が秩序あると考えられ、公正価値を表しているかの決定には重要な判断を要する。

取引がディストレス、又は強制的（秩序を欠く）であるかを検討する際に、評価者は以下のような兆候を検討することが考えられる。

- 法律上の要求（例：規制上の強制）による取引である
- 資産を早急に処分する必要性があり、円滑な売却のための十分なマーケティング期間がないこと
- 法的又は時間的制約から、単一の潜在的な買手しか存在しないこと
- 売手が破産又は管財人の管理下の状態にあるか、あるいはその寸前であること（すなわち売手がディストレスである）
- 市場に十分にな流通量がなく、通常かつ慣習的なマーケティング活動ができなかったこと
- 同一あるいは類似の資産に関する他の同様の取引に照らして、市場参加者が当該取引を異常値であると考えること

取引が秩序を欠くものであるか、あるいは単に現在のディストレス市場の状況を反映しているだけかを決定するには判断を要する。

### 5.3. 返済順位が優先する金融商品

買収スキームの多くは、ファンド持分よりも返済順位が高い、第三者からの債務を含み、帰属企業価値を見積もる際にはこれを調整後企業価値から控除する。

取引によっては、この種の債務は活発に取引されており、投資先企業やファンドが市場において額面よりディスカウントで取得可能な場合もある。

帰属企業価値を算出する際に、評価者は測定日時点で債務の弁済（清算）に見込まれる額を、当該企業価値から控除する必要がある。プライベート・エクイティ業界において市場参加者が認識するリアライゼーション・プロセスに従った場合、通常は投資先企業

の処分時に債務も弁済（清算）する義務があり、その企業価値は測定日時点の処分価額に基づいて見積もられているため、債務の価額はおおむね額面と同額になる。

投資先企業の売却時に債務が返済（弁済）されなくてはならない場合、市場参加者は、エクイティの公正価値を評価するため、当該債務の公正価値を額面価値（あるいは返済（弁済）額）と同額とみなす場合がある。債務が独立した投資対象である場合、市場参加者は、通常は額面価額と同額とはならない可能性のあるような負債性金融商品の公正価値を判断する際に用いられる、リスク、クーポン、返済日までの期間、市場の状況などの要因を考慮する（下記 5.5 を参照）。

債務が額面よりディスカウントで取引されている場合であっても、投資先企業又はファンドが市場にて当該債務をディスカウントで取得し、額面返済ではなく償却することを意図するのでない限り、通常はこのディスカウント相当額は企業価値から控除されない。

#### 5.4 ブリッジ・ファイナンス

ファンド（又は関連投資ビークル）は、新たなエクイティ資金調達ラウンドが行われるまでの間に、投資先に対して融資を実行することがある（ブリッジ・ファイナンス）。これはファンドによる初期投資が見込まれる際や、追加投資案に先だち実行される場合がある。

初期投資段階で、ファンドが投資先に対し他の投資を有していない場合、ブリッジ・ローンは別個に評価すべきである。こうした場合、資金調達が予定済であり、当該ローンは、単により早く利用可能な資金を提供するものに過ぎない場合には、ブリッジ・ローンの公正価値が取得原価（実行額）と異なることを示唆するような市場の状況又は企業に固有の状況が存在しない限り、取得原価（実行額）が公正価値の最善の指標であると見込まれる。

なお、投資先企業の資金調達が難航することが見込まれ、その実現性に疑念が生じた場合には、公正価値を再検討すべきである。

ブリッジ・ファイナンスが、既存の投資先企業に対する追加投資が見込まれる中で実行される場合には、市場参加者が投資全体を一体とみなすと予想される限り、ブリッジ・ファイナンスを独立して評価するのではなく、初期投資も含めた投資全体の一部として

評価すべきである。

## 5.5 メザニン・ローン

メザニン・ローンは、投資向けのデット・ファイナンスでよく利用される形態の一つである。通常、メザニン・ローンの返済順位はシニア債に劣後するが、株主ローンやエクイティより優先する。リスク相応の金利設定と同時に、ワラントなどの将来価値が生じる権利も付与される場合がある。

メザニン・ローンはエクイティ出資者と異なる先から提供されることが多く、ファンドから投資先へメザニン・ローンのみが実行されている場合もある。この場合にメザニン・ローンは独立して評価されるべきであり、発行価格がその時点での信頼性のある公正価値の指標となる。

評価者は、ローンの全額回収の見込みがなくなるような、投資先の価値毀損の兆候を検討すべきである。また、当該ローンの価値の変動を示唆する、要求利回りの変化の兆候についても検討すべきである。

一般的にメザニン・ローンの市場取引機会は制限されている。この種のローンに定期的な値付けを行う業者は存在するものの、必ずしも提示価格にて取引が成立するとは限らないため、評価者は、報告された取引価格が公正価値の指標として妥当かどうかを検討すべきである。もし評価者が、相場価格や第三者の情報源から提供される価格の算定方法と、当該価格の適時性及び実行可能性について確認するのであれば、公正価値の算定にこうした価格を使用することは認められる。その際、評価者は情報源、使用されたインプットと仮定、及び相場価格に拘束力があるかどうかを理解すべきである。

メザニン・ローンは、そのキャッシュ・フローを合理的な確実性をもって予測することができるため、通常は DCF 法により評価される。

メザニン・ローンに付与されたワラント部分は、ローンとは別個に評価すべきである。評価者はワラントを評価する際に、投資先の評価に適した評価技法を選択した上で、ワラントが行使された場合の持分比率を適用し、評価に反映すべきである。

ワラントが重要な場合には、評価者は、高度なオプション及びワラントの評価モデルの使用も検討しうる。

ファンドが投資先に対してメザニン・ローンを含む、さまざまな金融商品を保有する場合には、市場参加者が投資全体を一体とみなすと予想される限り、メザニン・ローンや付与されたワラント部分は投資全体の一部として評価すべきである。支配権の異動が生じた場合に、メザニン・ローンの弁済が義務付けられるなど、ファンドが保有する投資の事実及び状況によっては、当該ローンの公正価値がその額面価格と等しくなることもある。

## 5.6 ロールアップ型貸付利息（元本加算型貸付利息）

プライベート・エクイティ投資で広く用いられている金融商品は、ディープ・ディスカウント債やペイ・イン・カインド（PIK）債など、償還時まで利息が累積されるものが多い。

これらの金融商品を評価する際、評価者は当該金融商品からの回収見込額の現在価値を算定すべきである。回収見込額の検討には、金利のステップ・アップ（段階的な上昇）といった、合理的に見込まれる要素も含まれる。

標準的なローン・パッケージの場合、これらのローンはエクイティ投資から分離できず、売却を通じて共にリアライゼーションされることになる。

回収見込額が取得原価を上回る場合は、利回りが一定となるよう、超過額を当該債券の予想残存期間にわたって配分すべきである。

## 5.7 仮オファー

第三者からの直近の仮オファーは、投資先の公正価値の有効な指標となり得る。これは、デット・リファイナンスやエクイティ・リファイナンスだけでなく、投資先の一部又は全体の買収オファーに対する仮オファーにも当てはまる。

ただし、仮オファーを公正価値の証拠として用いる前に、意向表明者の動機を検討する必要がある。交渉開始や企業への接触を目的に故意に高いオファーを示す場合や、厳しい条件や将来事象を前提としている場合もあるためである。

同様に、強制売却せざるを得ない状況であることを見越したり、他のステークホルダーの手許流動性が低いことを見越して株式保有割合を上昇させるなど、意向表明者が故意に低いオファー価格を示す場合もある。

また、仮オファーは、詳細な情報に基づかず、妥当性に欠ける場合もある。

評価者はこれらの意図を勘案すべきであるが、確固たる結論が得られる可能性は低い。

すなわち、仮オファーは、他の評価技法により見積もった評価の裏付けとして有用となり得るが、通常は、単独で使用するには厳密性に欠ける。

## 5.8 投資ストラクチャーの影響

プライベート・エクイティの投資ストラクチャーは複雑であることが多く、投資先の事業の成否により、持分の価値が上昇するステークホルダーと反対に減少する異なる権利を有するステークホルダーが混在する。

評価を行う際には、公正価値に重要な影響を及ぼしうる将来的な投資ストラクチャーの変化についても考慮すべきである。このような潜在的な影響は、さまざまな異なる法的形態をとることがあり、ファンドのオプションにより生じる場合や、特定の事象の発生に伴って自動的に生じる場合、あるいは他の当事者のオプションによって生じる場合もある。

こうした一般的な条項の例は以下の通りであるが、これらに限定するものではない。

- スtock・オプション及びワラント
- 希薄化防止条項
- ラチェット条項
- 転換権付負債証券
- 残余財産分配優先権
- IRR 保証
- 追加出資引受に対するコミットメント

これらの権利は定期的に見直しを行い、権利行使の可能性や行使された場合の当該ファ

ンドの投資価値への影響の程度を検討する必要がある。評価者は、測定日ごとにこれらの権利の行使可能性を判断すべきである。

ステークホルダーによる権利行使の可能性の検討は、権利行使にて受け取る価値と行使に伴うコストの比較に限定することができる。すなわち、権利行使が価値増加をもたらす場合には行使されると仮定すべきである。

公正価値の見積りは、現時点で行使可能であり、かつ行使が見込まれる権利（オプションなど）や、特定の事象の発生に伴って自動的に生じる権利（リアライゼーション時の残余財産分配優先権、又は価値に連動するラチェット条項など）は、すべて行使されたとの前提で行わなければならない。

また、行使により投資先企業に余剰現金が発生するかどうかについても検討すべきである。

上記に関わらず、残余財産分配優先権の影響を検討する際には、評価者はファンドが優先権に基づいて契約上の権利をすべて享受する可能性を検討すべきである。実務においては、経営陣のように売却プロセスに欠かせない関係者の利益が結果として著しく損なわれるような場合には、優先権をすべて享受することは難しいと思われる。

## 5.9 契約上の権利

将来事象によって追加的な対価の受取りが決まるような投資回収戦略の使用が増えてきている。この場合、投資先の売却時に一定の対価が得られるが、将来的に繰り延べられた追加的な対価を得られる可能性がある。将来の対価に対する契約上の権利は、特に、企業の潜在的な価値の重要な部分が、将来事象の結果次第で決まってしまうような、不確実性が伴う取引においては非常に有益となり得る。将来の対価に対する契約上の権利は多くの場合、「条件付対価」と称される。

将来の対価に対する契約交渉により、売手は、達成前ではあるが、有益かつ可能性が高いと考えられる将来のパフォーマンスを考慮に入れた上で、自らが公正であると考える価格で取引を成立させることができるようになる。買手にとっては、契約を通じ価値が完全に明確化するまで支払いを遅らせる権利を得ることにより、自らの投資を保護する

ことができる。

「条件付対価」については、会計基準上は異なる解釈が存在しており、いわゆる「偶発利得」の処理は一様ではないため、契約上の権利（偶発利得）の公正価値は、ファンドの財務諸表や、その他の関連文書には計上されていない可能性もある。しかし、プライベート・エクイティ又はベンチャーキャピタル投資の文脈上は、将来対価を含む投資先の売却は契約に基づくものであり、金融商品とみなされる。言い換えると、契約上の権利は存在している。権利自体は偶発的なものではないが、将来対価は将来事象やその結果次第で変わるのである。これは往々にして、原投資先企業を所有することと変わらない。すなわち、所有権は存在するが、所有権から発生する将来キャッシュ・フローは将来事象次第で決まるのである。最終的な価値が将来事象に依拠しているという点で、同じような考え方は、ワラントやオプションにも当てはまる。混乱や会計基準の誤った適用を避ける上では、「偶発対価」は、将来対価に対する「契約上の権利」としてその法的文書の中に明記する方が、より適切である。

このような種類の権利は、その特徴により、公正価値の算出にはインカム・アプローチ（DCF法）が最善の手法となり得る。この手法では、予測される結果の発生可能性に基づいてキャッシュ・フローを適切に加重平均して予想キャッシュ・フローを算定し、適切に選択した割引率を使用して割引計算を行う。発生可能性の最も高いキャッシュ・フローの一番単純な見積り方法は、さまざまな時点における支払確率及び金額を評価することにより決定する方法であるが、一部の市場参加者は、将来キャッシュ・フローの価値の算定に異なる評価アプローチを適用する場合がある。

キャッシュ・フローの仮定には、特定の偶発事象の達成により発生しうる、さまざまな結果の発生可能性及び時期に関する見積り、及び／又は、これらの偶発事象に関連したシナリオに基づく予想を織り込まなければならない。その主な出発点は、偶発事象を実際に生じさせる要因と、それ以外の要因とを分けることである。その際には、前提を裏付ける情報源を識別すべきである。特に、成功の確率が低い又は将来対価の額が少ない場合には、契約上の権利が持つ本質的な複雑性を考慮しても、比較的単純な分析を行うことは往々にして可能である。上記の通り、契約上の権利に関する適切な会計上の取扱いには解釈が分かれるものの（財務諸表上の資産として認識されるか、又は財務諸表の注記で開示されるか）、投資家は通常、そのような契約上の権利や偶発利得の公正価値に関する評価者の見積りを必要としている。

## 5.10 非支配投資

ガイドライン 2.4 に記載の通り、通常、公正価値評価の出発点は投資先企業の企業価値である。これは、投資家が、企業の売却により出口価値が最大化されるように投資先を支配するか、他の投資家と共に投資を行って共同で支配するからである<sup>13</sup>。

一定の限定的な状況では、評価単位は企業全体ではないことがある。例えば、非支配持分又は少数持分を購入し、支配株主持分と非支配株主（又は少数株主）との間に連携がない場合である。こうした限定的な状況では、価値を最大化する手段は企業の売却ではなく、かつ／又は、支配株主が企業を売却する意図や必要性を有していない可能性がある。

その場合、公正価値算定の目的上、市場参加者は、企業全体の潜在的な買手ではなく、少数持分の潜在的な買手となる。企業を売却することなく少数持分が市場参加者に売却される場合、公正価値の算定に用いる評価技法は、ポジションの潜在的な買手である市場参加者の評価技法を反映するものとなる。マーケット・アプローチが適用可能な場合もあれば、インカム・アプローチの方が適切な場合もある。

インカム・アプローチ（ディスカウント・キャッシュ・フロー）が単独で又はマーケット・アプローチと組み合わせて使用される場合、将来の経済的便益を見積もった上で、単一の現在価値にするために適切な割引率を適用する必要がある。割引引かれる将来の経済的便益は、通常は評価対象資産に起因する期間キャッシュ・フローであるが、一定の状況ではその他の形態をとる場合もある。例えば、投資の売却に関してプット・オプション契約が締結されている場合など、将来の特定の一時点で支払われる金額にそれまでの期間キャッシュ・フローを加味した（又は加味しない）金額となる可能性がある。公正価値は、非支配少数持分に関する秩序ある取引において市場参加者が支払うであろう金額を表す。

## 5.11 数学的モデル／シナリオ分析

---

<sup>13</sup>本ガイドラインの目的上、支配を会計上の連結ルールに照らして解釈すべきではない。本ガイドラインでは、投資企業（Investment Entities）及び投資会社（Investment Companies）が行うすべての投資が公正価値で報告されることを前提としている。また、支配という用語は、測定日においてどの企業（1社もしくは複数）が投資先企業又は投資を売却させる能力を有するかを判断する目的で使用している。

デリバティブ市場やデット市場とは異なり、オプション・プライシング・モデルはプライベート・エクイティ市場では広く使用されてはいない。市場参加者が、投資の取引価格を決定する上で、このようなモデルが使用されることはまれであるが、異なる結果の数が限定的であると想定される一定のアーリー・ステージの投資の公正価値に関しては、オプション・プライシング・モデル（OPM）又は確率加重期待リターン法（PWERM）が信頼性のある公正価値を示すと考えられる場合がある。

市場参加者がアーリー・ステージ（売上や利益計上前段階）にある企業の価値を数学的モデル又はシナリオ分析を用いて決定するのであれば、（評価者が）公正価値を算定する際にもこれらの評価技法の適用を検討することが適切であろう。例えば、企業価値は、価値が増加する（将来のアップラウンド）、変わらない（フラットラウンド）、減少する（ダウンラウンド）、喪失する（ゼロリターン）可能性を見積もり、該当がある場合には予測される希薄化を考慮した上で、将来の資金調達事象（future funding event）を適切な加重平均資本コストを用いて測定日現在まで割り引くことで見積もることができるであろう。そして企業価値は、再度発生可能性の見積りを使用し、シナリオごとに合理的な清算又は投資回収のアプローチを適用して個別の証券に割り当てられるであろう。こうした技法で用いるインプットの選択には高い主観性を伴うことに留意する。

## 5.12 構成要素の合計

公正価値の算定には市場参加者の仮定を使用する。特定の投資については、事業の各構成要素の公正価値を合計することで公正価値を算定することがある。例えば、投資先に複数の異なる構成要素があり、市場参加者が各構成要素の評価に別々の測定基準を使用する場合、構成要素ごとに公正価値を算定し、それを合計して全体の公正価値を算定することが適切な場合がある。

## 定義

以下に掲げる用語は、本価値評価ガイドラインにおいて以下の通り定義する。

活発な市場	資産の取引が、継続的に価格付けの情報を提供するのに十分な頻度と量で行われている市場をいう。
活発に取引される投資	活発な市場で取引されている金融商品をいう。この要件を満たす上でどの程度の取引量が要求されるかは判断の問題である。
調整後企業価値	調整後企業価値とは、市場参加者が考慮するであろう要素について調整した企業価値をいう。これには、余剰資産、過剰債務、偶発事象及び他の関連要素を含むが、それらに限定されるものではない。
帰属企業価値	帰属企業価値とは、ファンドが保有する金融商品に帰属すべき企業価値、及びファンドの中の（返済順位が）最優先部分と同順位もしくはそれに劣後する対象会社の他の金融商品に帰属する調整後企業価値をいう。
バックテスト	売却、IPO などの流動性発生事由、その他当該投資、関連投資及び企業に関する事実の重要な変化から導出された投資の実績を使用して、過去の測定日（又は複数の測定日）に算定された公正価値を評価するプロセスをいう。
大量保有要因	市場の通常の日次取引量がファンド保有ポジションを吸収するには十分でないため、証券の相場価格に対して行われるプレミアム又は割引による調整をいう。US GAAP や IFRS では、大量保有要因による調整は禁止されている。
ディストレス又は強制取引	強制清算や投売り（強制取引など）は、秩序ある取引ではなく、公正価値を決定するものでもない。個々の取引がディストレス又は強制取引に該当するかは自らの判断に委ねられる。
企業	債権者及び所有者から提供される負債及び株式資本によって資金調達している営利法人又は事業体をいう。
企業価値	企業価値とは、企業に対する所有持分（株式）である金融商品の価値に、当該企業の金融負債又は金融負債関連の負債価値を加えた合計から、その負債の弁済にあてられる現金又は現金同等物を差し引いた価値をいう。
公正価値	公正価値とは、測定日時点の市場の状況の下で、市場参加者間の秩序ある取引において、資産を売却するために受け取るであろう価格をいう。
ファンド又はプラ	本価値評価ガイドラインの中でファンド又はプライベート・エクイティ・

プライベート・エクイティ・ファンド	ファンドという用語は、企業体、リミテッド・パートナーシップ、その他の投資ビークルなどが保有するものを含め、事業の立ち上げから売却までのすべての段階を対象としたプライベート・エクイティ投資のために集められた、投資資金の総称をいう。
ファンド・オブ・ファンズ	本価値評価ガイドラインの中でファンド・オブ・ファンズという用語は、原プライベート・エクイティ・ファンドへの投資を目的とする、投資資金のためのプールを示す総称をいう。
投資先企業	投資先企業とは、ファンドが直接投資する単一企業又は企業集団をいう。
投資	投資とは、投資先企業に対して当該ファンドが保有する、金融商品すべてを指すものとする。
流動性	資産を現金化する際の容易さを表す尺度をいう。流動性の高い資産は、容易に現金に換金できるのに対し、流動性の低い資産はそれが難しい。流動性とは、金融商品の売却を希望する際に、取引の相対的な容易さや敏速性を表すものとする。
市場参加者	資産に関する主要な市場（又は最も有利な市場）における買手及び売手であり、以下の特徴を持つ者をいう。 a. 互いに独立している b. 知識がある c. 取引を実行できる d. 取引を行う意志がある。すなわち、取引の動機があるが、何らかの方法で取引を強制されているわけではない。
市場性	取引実行や投資商品の売買に必要な時間をいう。会計基準では、公正価値を決定する仮想取引が測定日に実行されるよう、市場性期間は測定日より十分先行して開始すると説明している。そのため会計基準では、公正価値を判断する際、市場性に対する割引は認めていない。
測定日	価値評価（バリュエーション）が行われる日をいい、報告日と同一である場合が多い。
最も有利な市場	取引コスト及び輸送コストを考慮した上で、資産の売却により受け取るであろう金額を最大化する市場をいう。
純資産価値（NAV）	ファンドの純資産価値とは、原投資先企業とその他の資産や負債の公正価値に基づいて、ファンドの投資家に帰属していると見積もられる金額をいう。

秩序ある取引	秩序ある取引とは、当該資産に係る取引に関する通常の慣習的なマーケティング活動ができるように、測定日前の一定期間にわたる市場へのエクスポージャーを仮定する取引であり、強制取引ではない。
投資後企業価値	投資が行われた後の企業価値をいう。投資後企業価値は、投資金額を投資により獲得した資本持分で除して算定される。
主要な市場	資産に係る潜在的な売却活動の量と水準が最大である市場
相場価格のある投資	相場価格のある投資とは、取引所、ディーラー、ブローカー、業界団体、価格情報サービス会社、規制当局などから、通常の市場取引を反映した相場価格が容易かつ継続的に入手可能な金融商品のことをいう。
リアライゼーション	リアライゼーションとは、投資の全体もしくは一部の売却、償還又は返済をいうほか、投資先企業が破綻する場合もいう（この場合当該ファンドにはさしたる利益が見込まれない）。
セカンダリー取引	セカンダリー取引とは、相場価格がないあるいは流動性が低いファンド持分の保有者が、当該持分を売買する取引をいう。
相場価格がない投資	相場価格がない投資とは、相場価格のある投資以外の金融商品をいう。
投資先	投資先とは、ファンドが直接又は複数の持株会社を通じて投資している事業体のことをいう。
会計単位	公正価値を認識する目的で、資産を集約又は分解するレベルを特定する会計用語である。会計単位の考え方は、各会計基準にて規定されており、それらの解釈に従う。公正価値に関する会計基準では、経済的な行動や市場参加者の観点を反映させることが求められていることから、本価値評価ガイドラインでは、集約や分解のレベルを評価するにあたっては、基本的に市場参加者の観点をを用いている。会計上の解釈を考慮しないとすると、市場参加者が、個別株式に注目せず非公開企業の持分を購入する場合、会計単位は購入された持分全体となる。しかし、会計基準により会計単位が明確に定義される場合には、その指針に従う必要がある。
評価者	評価者とは、ファンドやファンド・オブ・ファンズの価値評価に直接的な責任を持つ者をいう。

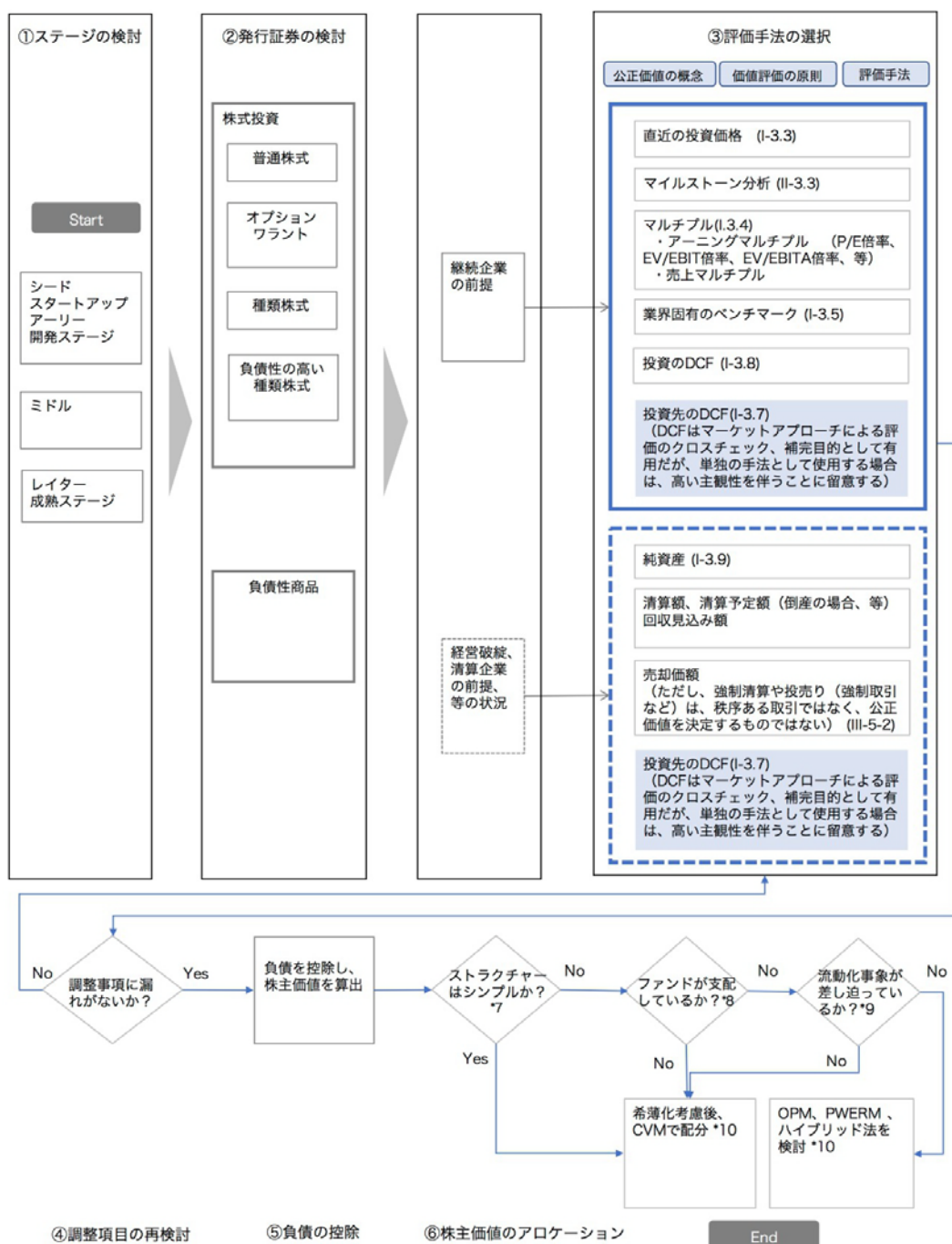
## 承認団体

Intentionally left blank (空白)

## 第2部 IPEV ガイドライン実務指針

### 1. IPEV ガイドラインに基づくプロセスフローチャート

以下のプロセスフローチャートは、VC ファンドが保有する市場価格のない投資にうち、公正価値ベースでの時価評価を行う際に検討が必要とされる主要な項目を示したものである。



上記プロセスフローチャートを参照するにあたっては、IPEV ガイドラインおよび米国における VC ファンド時価評価実務をベースにしているが、実際の評価プロセスは複雑な個別要素の検討と高度な判断を要し、個別性が高くなる点にも留意されたい。なお、時価評価プロセスに係るガバナンス項目（例：承認や文書化に係るプロセス、評価の妥当性を事後検証するためのバックテスト等）は当プロセスフローチャートには含めていないため、後述の時価評価プロセスに関わるガバナンス関係の留意事項を参照されたい。

#### プロセス①：ステージの検討

投資の性質や事実関係、状況などを勘案する (I-2. 2<sup>14</sup>)。投資先企業がどのようなステージにあり、どのような証券を発行し、また継続企業を前提としているかについて把握する。

#### プロセス②：発行証券の検討

投資先の企業価値 (EV) を算定するためには、その企業がどのような証券を発行しているか（普通株式、オプション/ワラント、種類株式、負債性の高い種類株式等）について把握することが重要である。（公正価値評価の出発点は、通常は、企業（事業）全体の価値がスタートポイントとなるため）

#### プロセス③：評価手法の選択

評価者は具体的な評価手法を選択するに当たり、前提の知識として公正価値とは何なのか（公正価値の概念）、投資の公正価値を評価するにあたっての原則（価値評価の原則）、評価者が評価手法を選択するにあたっての判断基準（価値評価の原則）を理解していることが重要となる。各項目の主要なポイントは以下の通りである。

No.	項目	IPEV 該当項目
	公正価値の概念	
1	公正価値の算定は、市場の状況又は投資に特有の要因に関して、市場参加者が価値の決定方法を変更するような変化(*)が生じる場合を除き、毎測定日に一貫した評価技法を使用して行うべきである。	I-1.6 II-1

<sup>14</sup> リファレンスとなる IPEV ガイドラインの条項番号

	<p>(*) 一度選択した評価技法は（毎測定日に）継続して適用すべきであるが、評価技法を変更することで状況に照らした公正価値をより良く表す測定結果が得られる場合には、その変更は適切とされる。評価技法の変更につながりうる事象について検討したか。</p> <p>適切な評価技法の変更につながりうる事象の例：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>┆ 企業の発展段階の変化（売上のない段階から、売上計上段階、そして利益計上段階へ）</li> <li>┆ 新規市場の開発</li> <li>┆ 新たな情報の入手</li> <li>┆ 過去に使用していた情報が入手できなくなった場合</li> <li>┆ 評価技法の改善</li> <li>┆ 市場の状況の変化</li> </ul>	
2	（取引の頻度を意味する）流動性や非流動性は、市場参加者により考慮され、公正価値評価に含めなければならない一要素である。	II -1
3	市場参加者の観点をを用いることを前提として、投資の特徴、発展段階、地域、及び／又は業界が類似している場合には類似した評価技法を使用して評価することが想定される。	II -1

No.	項目	IPEV 該当項目
	価値評価（バリュエーション）の原則	
4	各投資の公正価値は測定日時点ごとに評価しなければならない。	I -2.1
5	投資の公正価値を算定するには、投資の性質や事実関係、状況などを勘案した上で、単一又は複数の評価技法を適用することが求められる。公正価値の評価にあたっては、市場参加者の仮定と、合理的な現在の市場データ及びインプットを用いる。	I -2.2
6	公正価値は、評価技法のタイプにかかわらず、市場参加者の観点から測定日時点の市場の状況を適用し算定される。	I -2.3

7	<p>プライベート・エクイティでは、個々の株主持分の売却ではなく、投資先の事業全体の売却又は公開を通じて価値が実現されることが多い。したがって、測定日における事業全体の価値（企業価値）が当該企業に対する投資持分の価値を算定する際の重要な手掛かりとなる。</p> <p>一方、市場参加者が個別株式のデット・トランシェやエクイティの単一シリーズなどの個別商品の取引を行う場合、公正価値は個別商品レベルにおいて、より適切に評価される。</p>	<p>II -2. 2 II -2. 3</p>
8	<p>プライベート・エクイティでは通常、以下のように、投資先企業の仮想売却から推定される企業価値を使って市場参加者が各資本性金融商品に対して支払うであろう価格を決定する。(i) (単一又は複数の) 評価技法を用いて投資先企業の企業価値を算定する。(ii) 余剰資産や過剰負債、その他の偶発事象や関連事象など市場参加者が考慮するであろう要因に対して企業価値を調整し、投資先企業の調整後企業価値を算出する。(iii) 企業売却の際に、ファンドが保有する最も返済順位が高い金融商品よりも返済順位が優先する金融商品の価値の金額（優先支払い）を控除し、さらに希薄化の可能性がある金融商品による影響を調整し、ファンドへの帰属企業価値を算出する。(iv) 個々の金融商品に対し、その返済順位に応じて帰属企業価値を配分する。(v) 各金融商品に対するファンド持分に応じて金額を割り当て、それを公正価値とする。投資先企業の仮想売却から推定される企業価値を使って、市場参加者が支払うであろう価格を決定する。（一方、市場参加者が個別株式のデット・トランシェやエクイティの単一シリーズなどの個別商品の取引を行う場合、個別商品レベルでの公正価値評価が適切となる。）</p>	<p>I -2. 4 II -2. 4</p>
9	<p>公正価値がオプションやワラントの行使価格を上回っている場合は、これらが行使されるとの前提で公正価値を見積もる必要がある。</p>	<p>II -2. 4</p>

10	(通常、公正価値評価の出発点はポートフォリオ企業の企業価値である。)ただし、一定の限定的な状況では、価値を最大化する手段は企業の売却ではなく、かつ/又は、支配株主がに企業を売却する意図や必要性を有していない可能性がある。その場合、公正価値算定の目的上、市場参加者は、企業全体の潜在的な買手ではなく、少数持分の潜在的な買手となることに留意する。企業を売却することなく少数持分が市場参加者に売却される場合、公正価値の算定に用いる評価技法は、ポジションの潜在的な買手である市場参加者の評価技法を反映するものとなる。マーケット・アプローチが適用可能な場合もあれば、インカム・アプローチの方が適切な場合もある。	III-5.10
11	ファンドが多くのオプションやワラントを保有している場合に、原投資の価値とは別にオプション評価モデルを用いて評価する必要性が生じる可能性もある。	II-2.4
12	資本性金融商品の公正価値を測定するために企業価値から負債価値を控除する場合には、負債の公正価値が市場参加者の観点を表すことを担保できるように、適切な判断を行使すべきである。例えば、多くのプライベート・エクイティ投資に当てはまるように、投資先の事業売却の際には負債を返済しなければならない場合、自己の経済的利益の最大化のために取引を行っている市場参加者は、エクイティの公正価値を決定する目的上、負債の公正価値をその額面価値(又は返済額)と同額であるとみなすことができる。一方、企業が売却された際に負債が返済されない場合、当該負債の公正価値は必ずしも額面価値と等しくならない。	II-2.4 II-5.3

No.	項目	IPEV 該当項目
	評価手法	
13	投資の公正価値の決定に際しては、評価者の判断を要する。この判断には、公正価値に影響を及ぼしうる投資固有の具体的な条件の検討も含まれる。判断を行使する際には、投資の法的形態より経済的実態を優先して検討すべきである。	I-3.1(i)
14	評価者は、投資ごとに最適な評価技法を選択するよう判断すべきである。また、価値の算定方法に関する市場参加者の仮定を考慮の上、以下の評価技法のいずれか一つ又は複数を使用すべきである。 A. マーケット・アプローチ (直近の投資価格、マルチプル、業界固有の評価ベンチマーク、入手可能な市場価格)	I-3.2(i) I-3.2(ii)

	<p>B. インカム・アプローチ (ディスカウント・キャッシュ・フロー)</p> <p>C. 再調達原価アプローチ (純資産)</p> <p>(会計基準は評価技法についてヒエラルキーを示していないが、一部の会計基準では複数の技法の使用が奨励されている。また、特定の投資に関して、評価者が複数の評価技法が適切であると判断した場合には、各技法で算出した結果を、他の技法による評価のクロス・チェックや確認に利用したり、各手法を組み合わせることで投資の公正価値を決定できる。)</p>	
15	適切な評価技法の選択は、個々の投資ごとに検討すべきである。	II-3.2
16	<p>評価者は、最も適切な評価技法を選択の上、知見や経験に基づく判断により評価に調整を加える。その際の検討材料として以下に挙げるような要因が含まれる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 業界特性や現在の市場の状況に照らした技法の適合性</li> <li>- 各評価技法で使用するデータの質と信頼性</li> <li>- 企業や取引データの比較可能性</li> <li>- 企業の発展段階</li> <li>- 企業が持続可能な利益やプラスのキャッシュ・フローを生む能力</li> <li>- 企業固有の追加的な検討事項</li> <li>- 投資の入口価格と一致させるための手法やインプットの検証(調整)結果(注:後の測定日には、調整後の評価手法に、その時点における市場の状況を反映したインプットを適用する。)</li> </ul>	II-3.2
17	<p>公正価値の見積技法は、その変更により見積精度が向上する場合を除き、每期継続して用いなければならない。</p> <p>評価技法の変更理由は明確に把握されていなければならない、投資期間中、頻りに評価技法が変更されることは見込まれない。</p>	II-3.2

評価者は、ステップ①・②で把握した事実関係や投資先の状況を勘案し、市場参加者の観点から公正価値を算定する(I-2.3)。

- 市場参加者が、事業全体の売却を通じて投資価値を最大化することを見込んでいる場合、企業全体の価値を求めることが出発点となる(II-3.1)。
- 一方で、企業の売却が前提ではない場合には、市場参加者は、企業全体の潜在的な買手ではなく、ファンド持分の潜在的な買手となり、評価技法も異なってくる場合がある(III-5.10)。
- 適切な評価技法は、個々の投資ごとに検討する(II-3.2)。

事業の継続性に疑義のない投資先に対する評価手法としては、直近の投資価格を使った評価、マイルストーン分析による評価、マルチプルによる評価、業界固有のベンチマークを元にした評価、投資先の DCF を元にした評価が選択肢として考えられる。一方、事業の継続性に疑義が生じており、経営破綻、精算企業の前掲等の状況に陥っている投資先については、純資産による評価、精算額/精算予定額（倒産の場合、等）回収見込み額による評価、売却価格による評価、投資先の DCF を元にした評価が選択肢として考えられる。以下の表は、投資先のステージ・状況に応じた評価技法を一覧としてまとめたものである。

評価手法 投資先区分	直近投資 価格	マルチプル	純資産	投資先の DCF	投資の DCF	業種ベンチ マーク
シード・アーリー ステージ企業	○	○	-	-	△	△
R&D 型スタートア ップ	○	○	-	-	△	△
継続性に疑義があ る企業/リビング デッド	-	-	○	-	△	△
ビジネスモデル 確立企業	△	○	-	△	△	△
Exit 予定の投資 先	-	-	-	△	○	-
清算中又は 生産予定の投資先	-	-	○	-	○	-
エクイティ以外の 投資先	-	-	-	-	○	-

各評価技法の概要及び主要なポイントは以下の通りである。

No.	項目	IPEV 該当項目
	直近の投資価格	
18	【直近の投資価格】	Ⅱ-3.3

	<p>投資が行われた時点の価格は、取引実行時に存在する状況を反映するものであるため、この方法により得られる評価の妥当性は、時の経過と共に必然的に低下する。環境の変化が激しい場合、市場の状況変化、時の経過それ自体や他の要因により、その後の時点における公正価値の見積方法としての、この評価技法の適切性は低下していく。直近の投資価格による評価技法はすべてのプライベート・エクイティ投資に適用できる可能性が高いが、取引実行後の一定期間に限られる。どの程度の期間、この評価技法を使用することが適切であり続けるかは、個々の投資の状況次第であり、評価者の判断に委ねられる。さらに、第三者が実行した投資価格を評価の基礎として検討する場合、その取引の背景を考慮すべきである。特に、以下の要因は、取引価格がその時点の公正価値を完全には表していないことを示唆している可能性がある。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 新規と既存の投資に異なる権利が付与されている</li> <li>- 新規投資家の参入が既存投資家の持分の著しい希薄化を招く</li> <li>- 新規投資家が戦略的な動機を有する</li> <li>- 当該取引が強制売却や「レスキュー・パッケージ（救済策）」に該当する</li> </ul>	
19	<p><b>【直近の投資価格】</b></p> <p>直近の投資価格は、立ち上げ前（シード）、立ち上げ時（スタートアップ）、初期段階（アーリー・ステージ）の投資に用いられることが多い</p> <p>直近の投資価格を評価技法として用いる状況として、立ち上げ前（シード）、立ち上げ時（スタートアップ）、初期段階（アーリー・ステージ）など、正のキャッシュ・フローや利益がなく、近い将来もその見込みがない場合が多い。このような企業はおおむね、研究開発の成否の確率や財務影響の推定が難しく、確度あるキャッシュ・フロー予測が困難である。</p>	II-3.3
20	<p><b>【インサイダーによる資金調達ラウンド】</b></p> <p>投資先の既存投資家のみによる既存投資割合に基づく資金調達ラウンド（インサイダー・ラウンド）が行われる場合には、当該取引を公正価値で実行するビジネス上の必要性は薄れる。そのため評価者は、取引に関する交渉が適切に行われ、その時点の企業価値を反映しているか検証する必要がある。</p>	III-5.1
21	<p><b>【ディストレスな市場】</b></p> <p>取引がディストレス、又は強制的（秩序を欠く）であるかを検討したか。評価者は以下のような兆候を検討することが考えられる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 法律上の要求（例：規制上の強制）による取引である</li> </ul>	III-5.2

	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 資産を早急に処分する必要性があり、円滑な売却のための十分なマーケティング期間がないこと</li> <li>- 法的又は時間的制約から、単一の潜在的な買手しか存在しないこと</li> <li>- 売手が破産又は管財人の管理下の状態にあるか、あるいはその寸前であること（すなわち売手がディストレスである）</li> <li>- 市場に十分な流通量がなく、通常かつ慣習的なマーケティング活動ができなかったこと</li> <li>- 同一あるいは類似の資産に関する他の同様の取引に照らして、市場参加者が当該取引を異常値であると考えること</li> </ul>	
22	<p>【仮オファー】</p> <p>仮オファーを公正価値の証拠として用いる前に、意向表明者の動機を検討する必要がある。（故意に高いオファーや低いオファー価格を示していないか。） 仮オファーは単独で使用するには厳密性に欠けることが多いため、他の評価技法により見積もった評価の裏付けとしては有用となり得ることに留意する。</p>	III-5.7

No.	項目	IPEV 該当項目
	マイルストーン分析	
23	<p>【マイルストーン／ベンチマーク分析】</p> <p>マイルストーン・アプローチを取り入れる場合には、評価者は当該投資の公正価値の変化を示唆するマイルストーン及び／又はベンチマークの達成を確認する。（事実関係や状況にもよるが、ベンチマーク／マイルストーンがないことは価値の減少を示唆し、ベンチマーク／マイルストーンを超過していることは価値の増加の証拠となることがある。）アーリー・ステージや開発ステージの投資では、投資決定が行われる時点で、一連のマイルストーンが合意決定されるのが一般的である。このマイルストーンは投資の種類や企業及び業種により異なるが、主なものは以下の通りである。</p> <p>財務関連指標：</p> <p>売上成長率、期待収益率、キャッシュ・バーン・レート、</p> <p>財務制限条項（コベナンツ）の遵守状況</p> <p>技術関係指標：</p>	II-3.3

<p>開発段階、テストサイクル、特許権の認可取得、規制当局の認可</p> <p>マーケティング及び販売関連指標：</p> <p>顧客調査の結果、テスト段階、市場導入、マーケットシェア</p>	
---	--

No.	項目	IPEV 該当項目
	マルチプル	
24	<p>【マルチプル】</p> <p>マルチプルは、価格や企業価値などの価値を分子とし、分母に利益又は売上数値を用いて算定される。なお、分母の利益又は売上の数値としては、どのような期間の値を用いてもよいが、使用する利益又は売上により、マルチプルは、「過去（実績）」、「現在」又は「予想」と定義される。重要なのは、使用するマルチプルと、評価対象企業の利益又は売上の期間及び概念が整合していることである。持続可能な利益にマルチプルを適用する際においても、持続可能な売上にマルチプルを適用する際においても、評価者として信頼のおける数値を使用することが重要である。そうすると、未監査の数値や将来予測値ではなく、監査済みの実績値を選好しがちとなるが、評価とは、そもそも将来予測的な概念であり、市場は「実績」マルチプルより、「現在」や「将来」マルチプルに基づいていることに留意すべきである。将来予測的な値及びマルチプルと、過去の実績値及びマルチプルのどちらを重視するかは、その利用可能性や信頼性に基づき、市場参加者の観点をういなければならない。</p>	II -3. 4
25	<p>【マルチプル】</p> <p>P/E 倍率（株価収益率：PER）、EV/EBIT 倍率（企業価値を、利払前・税引前利益で除したもの）、EV/EBITDA 倍率（企業価値を、利払前・税引前・償却費前利益で除したもの）など、一般に使用されているアーニング・マルチプル又は倍率は複数あるが、評価対象企業に相応しく、かつ市場参加者の仮定と整合するマルチプルを選択すべきである。</p> <p>この評価技法は、継続的な利益又は売上の傾向が見込まれ、それが持続可能と考えられる、事業基盤が確立している企業への投資の評価に適していると考えられる。</p>	II -3. 4
26	【マルチプル】	II -3. 4

	<p>利用可能な場合には、通常 EBITDA マルチプルが用いられる。</p> <p>EBITDA マルチプルが利用可能でない場合には、入手が容易な P/E 倍率も利用しうる。ただし、P/E 倍率の比較可能性を担保する上では、比較する企業は、財務構造及び借入水準が類似していなければならない。評価者が合理的なマルチプルを決定する際、比較対象企業を一社にするか、複数にするか、又は株式市場の業種セクターあるいはサブセクターのアーニング・マルチプルを参考にするかは、評価者の判断に委ねられる。場合によっては、評価者が株式市場のセクター又はサブセクター、あるいは複数の企業の「バスケット」の平均マルチプルの適用が妥当であるという結論に至る場合も考えられる。</p>	
27	<p>【マルチプル】</p> <p>また、未だ開発ステージ にあり、黒字化する前の段階の企業においては、売上実績あるいは予想売上マルチプルを用いて評価を実施することが考えられる。持続可能な利益を計上している企業では、公正価値の算定にアーニング・マルチプルを使用することがより適切であるが、事業を立ち上げたものの持続可能な利益の獲得には至っていない企業では、売上マルチプルを使用することが適切となり得る。</p>	II -3. 4
28	<p>【マルチプル】</p> <p>評価者は一般に、公開企業に対する市場の評価や、支配権の異動を伴う取引における価格に反映された、現在の市場実勢を踏まえたマルチプルを参照して、評価に用いるマルチプルを算出する。買収価格から算出されるマルチプルは、継続的に評価見積りに使用する比較対象企業のマルチプルと照らして調整される。適切な場合には、投資先企業と比較対象企業の差異を考慮に入れ、買収マルチプルと比較対象企業のマルチプルの差を継続的に計測し調整する。</p>	II -3. 4
29	<p>【マルチプル】</p> <p>市場実勢に基づくマルチプルを使用する場合、その主眼は、評価対象企業とリスク属性や利益成長見通しが類似する企業を識別することにある。事業活動、参入市場、規模、地理及び適用税率が似ているほど類似していると見込まれる。アーニング・マルチプルを使用する際には、比較対象企業と評価対象企業の相違点について適切な調整を行うことが重要である。これらの相違点は、アーニング・マルチプルの主要変数であるリスクと利益成長見通し双方の観点から検討・評価すべきである。評価対象企業のリスク・プロファイルの評価において、事業内容、参入市場、当該市場における競争上のポジション、経営者や従業員の質などの幅</p>	II -3. 4

	<p>広い要素によりリスクが生じるということを認識すべきである。また、プライベート・エクイティの場合には、資本構成や当該投資を保有するファンドが会社に変化をもたらす能力も重要な要因となる。公表されているマルチプルに対する調整を検討する際には評価対象株式と上場株式の流動性の差による影響も検討すべきである</p>	
--	---	--

No.	項目	IPEV 該当項目
	業界固有のベンチマーク	
30	<p>【業界固有のベンチマーク】</p> <p>業界ベンチマークが、信頼性があり適切な公正価値を見積もる上での主たる測定技法として用いられるのは限られた状況においてのみであり、むしろ他の技法で算出した評価の妥当性検証の際に有用となる。</p>	I-3.5

No.	項目	IPEV 該当項目
	投資先の DCF	
31	<p>【投資先の DCF】</p> <p>一定的規模の売上や利益やキャッシュ・フローが発生していない場合には、一般にアーニング・マルチプルのような評価手法は適さない。また、DCF 法も、クロス・チェック目的で使用することは考えられるが、主観的判断に頼る度合いが高いというこの手法のデメリットを考えた場合、その評価結果を検証するためのサポートがない場合、この手法も不適切とされうる。</p>	II-3.3
32	<p>【投資先の DCF】</p> <p>DCF（ディスカウント・キャッシュ・フロー）法は、いかなるキャッシュ・フロー（又は利益）に対しても適用できるという点で柔軟な技法である。プライベート・エクイティ投資においても、他の評価技法で対応できない状況に適用できる柔軟性がある。企業の活動が大きく変動する時期、例えばレスキュー・リファイナンス、企業再生（ターンアラウンド）、戦略的リポジショニング、赤字企業や立ち上げ直後の企業などに適用可能であるが、使用する際には相応のリスクも伴う。</p>	II-3.7
33	【投資先の DCF】	II-3.7

	<p>会計基準では評価技法についてヒエラルキーは設けられていないが複数の評価技法の使用を検討が奨励されている。したがって、プライベート・エクイティ業界へのエクイティ投資の評価においては、多くの業界関係者が DCF 法に基づく評価はインプットの選択に関する主観性が高いと考えているものの、インカムベースの評価技法は市場ベースの評価技法により算定された公正価値の見積りの裏付けとして有用となり得る。</p>	
34	<p><b>【投資先の DCF】</b></p> <p>DCF 法のデメリットは、詳細なキャッシュ・フローの予測を要すること、及びターミナル・バリューと適切なリスク調整後割引率の見積りを要することにある。これらのインプットのすべては相当に主観的な判断を伴うため、結果として得られる現在価値も、インプットが多少変化するだけで大きく変動する場合が多い。</p>	II-3.7

No.	項目	IPEV 該当項目
	投資の DCF	
35	<p>【投資の DCF】</p> <p>(投資の) ディスカウント・キャッシュ・フローを評価技法として用いて投資の公正価値を見積もる場合、評価者は、投資からの期待将来キャッシュ・フロー、ターミナル・バリュー、満期受取金額、満期日に関し合理的な仮定や見積りを行い、当該投資固有リスクを把握し、リスク調整された割引率を用いて現在価値に割り引いて投資キャッシュ・フローの公正価値を算出する。この評価技法は通常、デット投資又は負債に類似した特徴を持つ投資商品に適用される。</p>	II-3.8
36	<p>【投資の DCF】</p> <p>相当程度、主観的な判断に依拠することに加え、通常は市場実勢に基づく手法が適用可能であることを鑑みるに、この技法をエクイティ投資の公正価値を見積もる単一の評価技法として用いる場合には注意を要する。</p>	II-3.8
37	<p>【投資の DCF】</p> <p>リアライゼーション目前の価格合意</p> <p>近い将来、投資のリアライゼーションや投資先の上場が見込まれ、その取引価格がおおむね合意されている場合には、投資に対するディスカウント・キャッシュ・フロー評価技法（又は、代替として、リアライゼーションや上場から見込まれる収入を簡易的に割り引いたもの）が最も適切な評価技法であると思われる。</p>	II-3.8

No.	項目	IPEV 該当項目
	純資産	
38	<p>【純資産】</p> <p>純資産を評価技法として用いる場合には、以下の通りに投資の公正価値を見積もる。</p> <p>(i) 市場参加者の見通しを適用し、企業の資産及び負債の評価を行い（適切な場合、非事業資産、過剰債務、偶発資産及び偶発債務について調整し）、企業価値を算出する。</p> <p>(ii) 清算の際にファンドが保有する優先順位が最も高い金融商品よりも返済順位が優先する金融商品の金額を（調整後の企業価値から）控除し、またファン</p>	I - 3.9

	<p>ドの投資を希薄化する可能性がある金融商品による影響を考慮し、帰属企業価値を算出する。</p> <p>(iii) 潜在的な市場参加者の見通しを適用し、各金融商品に帰属企業価値を配分する。市場参加者の見通しを評価するには、判断が必要となる。</p>	
39	<p><b>【純資産】</b></p> <p>この評価技法は、資産保有企業や投資会社など（「4. ファンド持分の評価」の項で詳述しているファンド・オブ・ファンズなど）、利益よりは資産の公正価値を企業価値の源泉としている企業の評価に適している。</p> <p>また、この評価技法は、十分な資産からのリターンを生み出していない企業や、会社清算や資産売却によって、より大きな価値が実現される可能性がある企業の評価にも適している場合がある。したがって、プライベート・エクイティ投資に関していえば、一定の状況において、赤字企業や低収益企業の投資評価に適していると思われる。</p>	II - 3.9

#### プロセス④：調整項目の再検討

プロセス③にて算定した公正価値をベースに、市場参加者が考慮するであろう要因（余剰資産、過剰負債、偶発事象や関連事象等）に対し企業価値を調整する（I-2.4）。マルチプルを使用する際、比較企業と評価対象企業の相違点（流動性の欠如等）の調整を加えることがある（II-3.4）。

#### プロセス⑤：負債の控除

プロセス④にて調整を加えた公正価値に対して、返済順位が優先する金融商品の価値を控除し、希薄化の可能性がある金融商品による影響を調整し、ファンドへの帰属企業価値を算出（I-2.4）。

No.	項目	IPEV 該当項目
	その他の検討事項	
40	<p><b>【返済順位が優先する金融商品】</b></p> <p>買収スキームの多くは、ファンド持分よりも返済順位が高い、第三者からの債務を含み、帰属企業価値を見積もる際にはこれを調整後企業価値から控除する。</p>	III-5.3

	<p>帰属企業価値を算出する際に、評価者は測定日時点で債務の弁済（清算）に見込まれる額を、当該企業価値から控除する必要がある。プライベート・エクイティ業界において市場参加者が認識するリアライゼーション・プロセスに従った場合、通常は投資先企業の処分時に債務も弁済（清算）する義務があり、その企業価値は測定日時点の処分価額に基づいて見積もられているため、債務の価額はおおむね額面と同額になる。</p>	
41	<p><b>【投資ストラクチャーの影響】</b></p> <p>公正価値に重要な影響を及ぼしうる将来的な投資ストラクチャーの変化についても考慮すべきである。こうした一般的な条項の例は以下の通りであるが、これらに限定するものではない。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- スtock・オプション及びワラント</li> <li>- 希薄化防止条項</li> <li>- ラチェット条項</li> <li>- 転換権付負債証券</li> <li>- 残余財産分配優先権</li> <li>- IRR 保証</li> <li>- 追加出資引受に対するコミットメント</li> </ul> <p>評価者は、測定日ごとにこれらの権利の行使可能性について判断すべきである。</p>	Ⅲ-5.8
42	<p><b>【契約上の権利】</b></p> <p>将来事象によって追加的な対価の受取りが決まるような投資回収戦略の使用が増えてきている。この場合、投資先の売却時に一定の対価が得られるが、将来的に繰り延べられた追加的な対価を得られる可能性がある。将来の対価に対する契約上の権利は、特に、企業の潜在的な価値の重要な部分が、将来事象の結果次第で決まってしまうような、不確実性が伴う取引においては非常に有益となりうる。将来の対価に対する契約上の権利は多くの場合、「条件付対価」と称される。</p>	Ⅲ-5.9
43	<p><b>【数学的モデル／シナリオ分析】</b></p> <p>デリバティブ市場やデット市場とは異なり、オプション・プライシング・モデルはプライベート・エクイティ市場では広く使用されていない。市場参加者が、投資の取引価格を決定する上で、このようなモデルが使用されることはまれであるが、異なる結果の数が限定的であると想定される一定のアーリー・ステージの投資の公正価値に関しては、オプション・プライシング・モデル（OPM）又は</p>	Ⅲ-5.11

	<p>確率加重期待リターン法（PWERM）が信頼性のある公正価値を示すと考えられる場合がある。</p> <p>市場参加者がアーリー・ステージ（売上や利益計上前段階）にある企業の価値を数学的モデル又はシナリオ分析を用いて決定するのであれば、（評価者が）公正価値を算定する際にもこれらの評価技法の適用を検討することが適切であろう。</p> <p>例えば、企業価値は、価値が増加する（将来のアップラウンド）、変わらない（フラットラウンド）、減少する（ダウンラウンド）、喪失する（ゼロリターン）可能性を見積もり、該当がある場合には予測される希薄化を考慮した上で、将来の資金調達事象（future funding event）を適切な加重平均資本コストを用いて測定日現在まで割り引くことで見積もることができるであろう。そして企業価値は、再度発生可能性の見積りを使用し、シナリオごとに合理的な清算又は投資回収のアプローチを適用して個別の証券に割り当てられるであろう。こうした技法で用いるインプットの選択には高い主観性を伴うことに留意する。もし、市場参加者が、アーリー・ステージ（売上や利益計上前段階）にある企業の価値を数学的モデル又はシナリオ分析を用いて決定するのであれば、（評価者も）も公正価値の算定において、これらの評価技法の適用を検討することが適切である。</p>	
--	---	--

#### プロセス⑥：株主価値のアロケーション

エグジットシナリオ、エグジット事象の発生タイミング、様々な権利や証券の優先順位などを考慮し、株主価値を各クラスに配分する。市場参加者が使用するであろう分析や手法があれば、その技法の適用を検討する（III-5.11）。配分時に考慮すべき観点としては以下のようなものがある。

- ・ ストラクチャーはシンプルか？

種類株式を含む場合、自らまたは他者がオプション等を有する場合は複雑なストラクチャー、それらを含まない場合はシンプルなストラクチャーと言える。

- ・ ファンドが支配しているか？

IPEV ガイドラインにおいて「支配」とは、測定日においてあるエンティティ（1つもしくは複数）が投資先企業を売却させる能力を有するかを判断する目的で使用している。

- ・ 流動化事象が差し迫っているか？

ここでの Exit とは IPO, M&A 等の流動化事象が差し迫っている状態をいう。

上記のような観点を考慮し最終的に公正価値の配分を行う。配分手法には 以下がある。

- ・ Current Value Method (CVM) 現在価値法（ウォーターフォール法）
- ・ Probability-Weighted Expected Return Method (PWERM) 加重平均期待リターン法
- ・ Option Pricing Method (OPM) オプション評価法
- ・ Hybrid Method (OPM と PWERM の組み合わせ) ハイブリッド法

最後に、公正価値ベースでの時価評価プロセスを導入する上で重要となるガバナンス関係の留意事項を以下にまとめる。従来型の評価に比べ価値算定に必要な情報量が多岐に渡り、業務が複雑化する傾向にある。導入に当たって社内体制の整備が重要となるため参照されたい。

時価評価プロセスに係るガバナンス関係の留意事項	
時価評価ポリシーの整備と管理	
評価ポリシーの整備と管理 評価ポリシーの内容	<p>(1) ファンドを運営・管理するマネジメントカンパニ、ジェネラルパートナー等は、十分に文書化された時価評価ポリシーを整備し、管理する。</p> <p>(2) 時価評価ポリシーには、通常以下の事項が含まれるがそれらに限定しない。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 評価を行う頻度、評価基準日</li> <li>・ 評価を行う部門</li> <li>・ 評価の手順、評価手法、主な調整事項</li> <li>・ 入手すべき情報の種類及びその管理方法</li> <li>・ 評価に関連した承認、報告プロセス</li> <li>・ (適用がある場合) 外部の時価評価業者を使用する場合の基準/レビュー方法</li> </ul> <p>(3) 評価ポリシーは定期的にレビューされ、必要があれば、適切なレビューと承認を経たうえで変更や修正がされること。</p>
ガバナンス、内部統制、モニタリング体制	
レビュー体制	(1) 投資部門とは独立した評価委員会等により、評価のレビュー・承認等が行われること。
モニタリング	(2) 投資先について、投資担当部署及び投資担当者から独立した審査部署等による定期的モニタリングを行う体制があること。

	<p><u>投資部門によるモニタリング：</u></p> <p>投資先の強みや業界を取り巻く状況を総合的に判断して超過収益力の維持、向上の観点から行うものであり、財務指標に表れない投資先の個別事情を汲み取ることが求められる。実際の運用として、投資先の状況や自らがリードベンチャーキャピタルかどうか等により一定の分類を行い、その分類に応じて一定のモニタリング・ルールに従って行われることも想定される。</p> <p><u>審査部門等によるモニタリング：</u></p> <p>投資部門からの説明及び財務情報等をもとに毎期実施する一定時点での評価（必要に応じて四半期もしくは半期ごとの実施も含む）。ジェネラルパートナーによっては、投資先の決算にあわせて審査部門等の定期的モニタリングが行われている場合もある。審査部門等を行う定期的モニタリングの目的は、投資評価業務の職務分掌及びジェネラルパートナー決算への取り込み。モニタリングの特徴としては、投資部門から独立した部署が第三者的視点で行うことと、投資担当者の評価よりもより定量的に分析を行うことがあげられる。</p> <p>審査部門等が行った定期的モニタリングの結果についてはジェネラルパートナーの評価委員会、取締役会等の経営陣によるレビュー・承認を受けるが、重要な投資先や検討事項のある投資先は経営陣が直接評価する場合もある。また、少数の案件に限定して投資するジェネラルパートナーや小規模ジェネラルパートナーは審査部門等の機能を評価委員会等や取締役会等の経営陣が有している場合もある。</p>
<p>シニアマネジメント、取締役会の役割</p>	<p>(3) 時価評価ポリシーのレビューと承認。（評価モデルの妥当性確認、問題点の改善、及び重要な変更に関するレビューと承認を含む。）</p> <p>(4) 堅牢なコントロールプロシージャの確立。（適切な承認を得た評価ポリシーと評価プロセスに従って信頼のおける評価がなされていることを確認。）</p>
<p>組織風土</p>	<p>(5) ベンチャーキャピタル業としての経営目的・報酬体系から、投資先の評価を過大に見積もるリスクが存在する。従って、コンプライアンス遵守・受託者としての義務を全うするという組織風土形成のために、コンプライアンス部の設置、社外取締役の選任などを行い、適切な投資の評価にかかわる内部統制環境を構築することも検討する必要がある。</p>

適切な職務分掌	(6) 投資部門は投資先の実態を最も把握しており個々の事情に即した実態判断に向いている一方で利益相反の可能性等、判断にバイアスがかかる可能性がある。他方、審査部門や評価委員会、取締役会等は客観的な判断を以って投資先への判断精度のブレを防ぐことができる一方、投資部門と比較すると個々の状況への深い理解は困難となる。従って、両者が適切に機能することを担保するために、所管する役員まで含め職務が分離されていることが重要となる。
リスク管理	
問題等の報告体制	(1) 評価に関する重要な問題点や例外事項が生じた場合、速やかに対処し、評価委員会や取締役等へ報告するプロセスがあること。
不確実性評価、リスク評価	(2) 評価プロセスや評価手法における不確実要素を識別し、リスクを評価する体制があること。定性的な評価に加え、定量的な評価もなされることが望ましい。 (3) 不確実性に関する評価は、リスク評価と共に内部報告プロセスに盛り込まれ、投資やリスク管理に関する意思決定を行う者（シニアマネジメントや取締役会を含む）の間で共有されること。
文書化、その他の留意事項	
文書化	(1) 評価対象に関する情報、評価において採用した仮定、評価手法、インプット等について、それらを採用した根拠と妥当性に関する評価、及び結論が十分に文書化されていること。（裏付けとなるサポート資料も可能な限り記録保存する。）以下は文書化が求められる項目の例であるが、これらに限定しない。 <u>投資の背景に関する説明</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>・投資先企業の業績、投資先企業が属する業界自体の業績</li> <li>・マイルストーンとその達成状況</li> <li>・投資先企業の弁済能力</li> <li>・ファンドが当該企業に投資した背景や理由、エグジットシナリオ等</li> </ul> <u>仮定に関する説明</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>・評価をするにあたり、どのような仮定をおいたか（又は選択したか）に関する説明と、その妥当性を裏付けるサポート資料（感応度分析等）</li> <li>・使用したデータソースに関する説明</li> <li>・（適用がある場合）評価において使用した将来予測値のレビューと妥当性の評価</li> <li>・評価に関連して、特定の方針を実行することがある場合には、その意思と能力を明確にするための計画等の文書化</li> </ul>

	<p><u>評価手法に関する説明</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 取得時に使用した評価モデルと、現在使用している評価モデルの整合性に関する説明</li> <li>・ 複数手法の使用に関する説明</li> <li>・ 直近のトランザクションに関する説明</li> <li>・ 使用したマルチプル、比較類似会社の妥当性</li> <li>・ 市場性 (marketability)、コントロール持分/マイノリティ持分に関する考慮</li> <li>・ (複雑なストラクチャーにおける) 株主価値の配分方法の妥当性</li> <li>・ 評価手法を変更した場合における、変更理由の明確化</li> </ul>
<p>投資先情報入手に関する留意点</p>	<p>(2) ベンチャービジネスの特性として、投資先の経営状況が短期間で大きく変化するリスクの存在や、ベンチャーキャピタルが多数の投資先を扱うことがあげられる。そのようなベンチャービジネスの特性や状況を考慮し、投資先の情報を迅速かつ網羅的に入手できる体制を構築することが望ましい。</p> <p>(具体的には、膨大な投資先情報を管理するための情報システムの構築、月次試算表・決算書の入手、情報システムへの入力等のプロセスといった投資先情報入手をサポートする体制や、入手資料チェックリストの作成等が考えられる。)</p> <p>(3) 投資先に関する情報に虚偽や異常な点が認められないか注意を払う。</p> <p>投資先の財務情報として基準日直近の財務諸表を利用していること、及び投資先の決算日から査定の基準日まで重要な変動要因が生じていないかどうかを確かめる。投資先の財務情報が不十分と認められた場合、追加的な情報入手の必要性について評価担当者と協議する。</p>
<p>事後検証の体制の整備・運用</p>	<p>(4) 精度が高い投資先評価の判断を行う方法のひとつとして、将来の見積もりを含む判断の妥当性を検証し、時点間での判断のブレ防止のため継続的に事後的な検証を行うことがあげられる。(バックテスト)</p>

(参考資料) IPEV ガイドライン、業種別委員会実務指針第 38 号「投資事業有限責任組合における会計上及び監査上の取扱い」、監査基準委員会報告書 540、平成 27 年度ベンチャー創造支援事業 (ベンチャー企業の実態・創出等に係る調査)、他

## 2. ケーススタディ

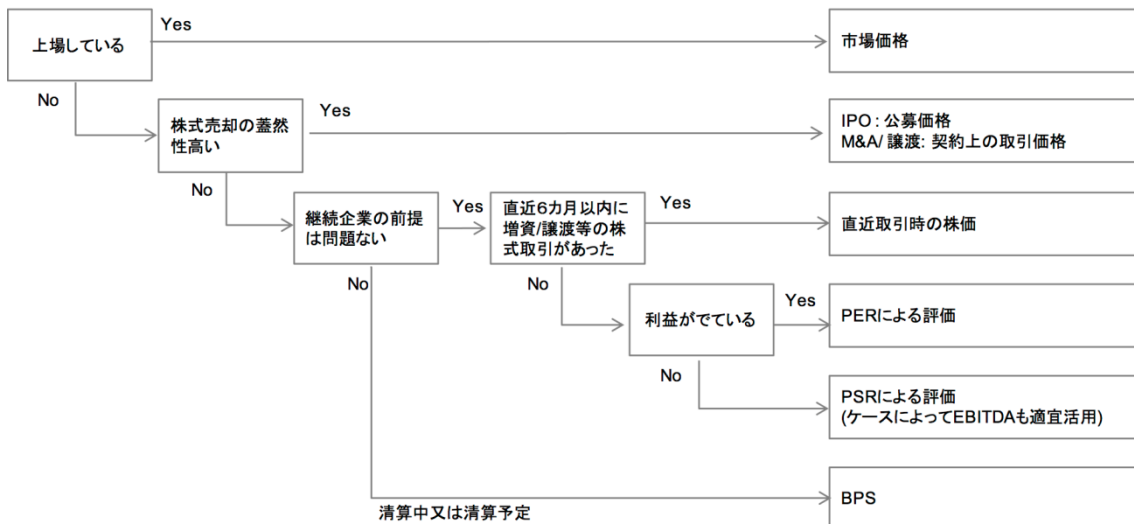
前項では、公正価値ベースの時価評価プロセスの導入に際し実務上検討が必要とされる主要な項目を論じてきた。但し、既述の通り実際の評価プロセスは複雑な個別要素の検討と高度な判断を要するため極めて個別性が高く、初めて公正価値測定に取り組むファンドにとっては具体的な実務プロセスをイメージすることから難しいのが実情となっている。

そこで、今回は日本ベンチャーキャピタル協会会員3社に協力を頂き、当該実務プロセスの具体的なケーススタディをまとめた。以前から公正価値ベースでの時価評価を採用しているA社については、その実務プロセスの紹介並びに抱えている課題を共有頂いた。また、時価評価導入の取り組みを開始しているB社・C社については、トライアルとして導入を頂いた際の実務プロセスと評価結果を共有頂いた。参考数値ではあるものの、B社・C社のトライアルでは運用中ファンドにおいて従来の評価と比べて193%から424%向上する結果となった。

機関投資家を対象としたファンドレイズでは運用中ファンドのパフォーマンスも投資家の主要な関心事となる。公正価値ベースでの時価評価プロセスの導入は、VCファンドにとって監査コストや体制整備等で追加コストが発生することが導入のネックとなる一方で、既存投資家へのファンドパフォーマンスの報告や、ファンドレイズ時に新規投資家に対し運用中ファンドのパフォーマンスを適切に伝えることが可能となり、ファンドのIRやファンドレイズをサポートする面での効果が期待できる点は導入の是非を判断する上で考慮にいれておくべきポイントと考える。

## 2-1. ケーススタディ A

A社においては運用歴約 20 年間 US GAAP に基づく時価評価に取り組み、業務プロセスの改善を続けている。現状の評価プロセスをチャート化すると以下のような流れとなる。



まず保有有価証券のうち上場株式については、評価基準日時点の証券市場の終値をもって公正価値としている。

次に、保有有価証券のうち未上場株式については、大きく 4 つに分けて評価を実施。

1 つ目に、評価基準日時点において既に株式売却の蓋然性が高まっている（例えば IPO において証券取引所からの上場承認が下りている、又は、M&A や株式譲渡において売却先との間で契約締結が為されている等）場合、IPO においては決定された公募価格を、M&A/株式譲渡の場合は締結された契約書面上の取引株価を評価基準日時点の公正価値として採用している。

2 つ目に、上記には属さないが評価基準日時点から 6 カ月以内に資金調達や株式譲渡等何らかの株式の取引が実施された際には、当該株価をもって評価基準日時点の公正価値とみなしている。この際、現時点では、普通株式や優先株式等の株式の種類による価格差等は現状では特に考慮していないとのことであった。

3 つ目に、上記 2 つには属さず、かつ継続企業の前提に疑義も生じていない投資先企業

については、当該企業の進行期着地見込み、類似上場企業の株価指標、非流動性Discountをもとに評価基準日時点の公正価値の算出を行っている。このうち進行期着地見込みについて、投資先企業側にて作成している計画数値と実績に大きな乖離がある場合は、投資担当者にて現実的な数値を引き直し調整を行っている。類似上場企業の株価指標に関しては、黒字化している投資先企業に対しては類似企業の予想 PER (Price Earnings Ratio 株価収益率)、黒字化前の投資先企業に対しては類似企業の予想 PSR (Price to Sales Ratio 株価売上倍率) を使用することが多い。稀に減価償却の大きいビジネスなどは EBITDA 倍率を使用するケースも存在するとのことだった。類似企業の選定に関しては、基本的には投資意思決定時点に選定した企業を継続使用している。但し、ビジネスモデルの変更などにより当該企業が適切でなくなった際には適宜変更を行っているとのことだった。また、非流動性Discountについては概ね20%程度のDiscount率を使用している。また、過半数以上のシェア保有の場合はコントロールプレミアムとして20%程度のせるケースも存在するとのことであった。

最後に、継続企業の前提に疑義が生じている企業については、純資産をベースに評価額を算出している。

一方で、上記の評価プロセスに関してはいくつかの点で課題も認識されているとのことだった。例えば、前年において6カ月以内の取引に基づき評価額を算出していた投資先が翌年に類似上場企業の株価指標を元にした算出に切り替えた際に、事業は順調に進捗しているにもかかわらず計算結果から前年評価額を割るといったケースが生じている。特に事業の成長が売上・利益数値として顕在化するのにタイムラグが生じやすいアーリーステージ企業及び事業分野(例えばインターネットメディアやクラウド型月額課金モデルなど)ではこの傾向が強く、公正価値評価を難しくしている。

現状の評価手法では投資先の事業進捗・業績以外の要素が主要因となって評価額の変動が激しくなっている部分が存在しており、評価手法の更なる進化が必要と考えているとのことだった。

## 市場性のない有価証券の公正価値算定について

### **【STEP1】 投資先企業区分の決定**

投資先企業を以下のグループに分類する。

#### ■グループ1

IPO や M&A 等により、Exit の蓋然性が極めて高まっている会社

#### ■グループ2

ファンド期末から6カ月以内に資金調達/株式譲渡等で株式取引実績が存在する会社

#### ■グループ3

グループ1・2に該当せず、かつ継続企業的前提に疑義が発生していない会社

#### ■グループ4

清算中又はその可能性が著しく高いなど、継続企業的前提に疑義が発生している会社

### **【STEP2】 公正価値の算定**

STEP1 で分類したグループごとに、以下の検討項目に沿って公正価値を算出する。

#### ■グループ1

IPO や M&A/株式譲渡等により、Exit が間近な会社

→IPO の場合

上場承認がおりている会社の場合は、その公募価格をファンド期末時点の公正価値とする。

→M&A/株式譲渡の場合

売却先との合意に至った売却価格（契約書面が締結されていることが望ましい）に基づく回収可能額を公正価値とする。

#### ■グループ2

ファンド期末から6カ月以内に資金調達/株式譲渡等で株式取引実績が存在する会社

→当該取引時の株価をもって、ファンド期末時点の公正価値とする

\* 株式の種類（普通株/優先株）については問わない

### ■グループ3

グループ1・2に該当せず、かつ継続企業の前提に疑義が発生していない会社

→以下の情報に基づき、ファンド期末時点の公正価値の算出を行う

① 投資先企業の進行期着地見込み

投資先による計画数値が現実的でない場合は、投資担当者にて現実的な数値を算出

② 類似上場企業の株価指標

-黒字化済企業：予想PER (Price Earnings Ratio 株価収益率)

-黒字化前企業：予想PSR (Price to Sales Ratio 株価売上倍率)

\* 減価償却の大きいビジネス等はEBITDA倍率を使用することもあり

\* 類似企業は投資決定時点に選定した企業を基本継続使用。但し、ビジネスモデルの変更などにより当該企業が適切でなくなった際には適宜変更する

③ 非流動性Discount (概ね20%程度)

\* 過半数以上のシェア保有の場合はコントロールプレミアムとして20%程度のせる場合もあり

### ■グループ4

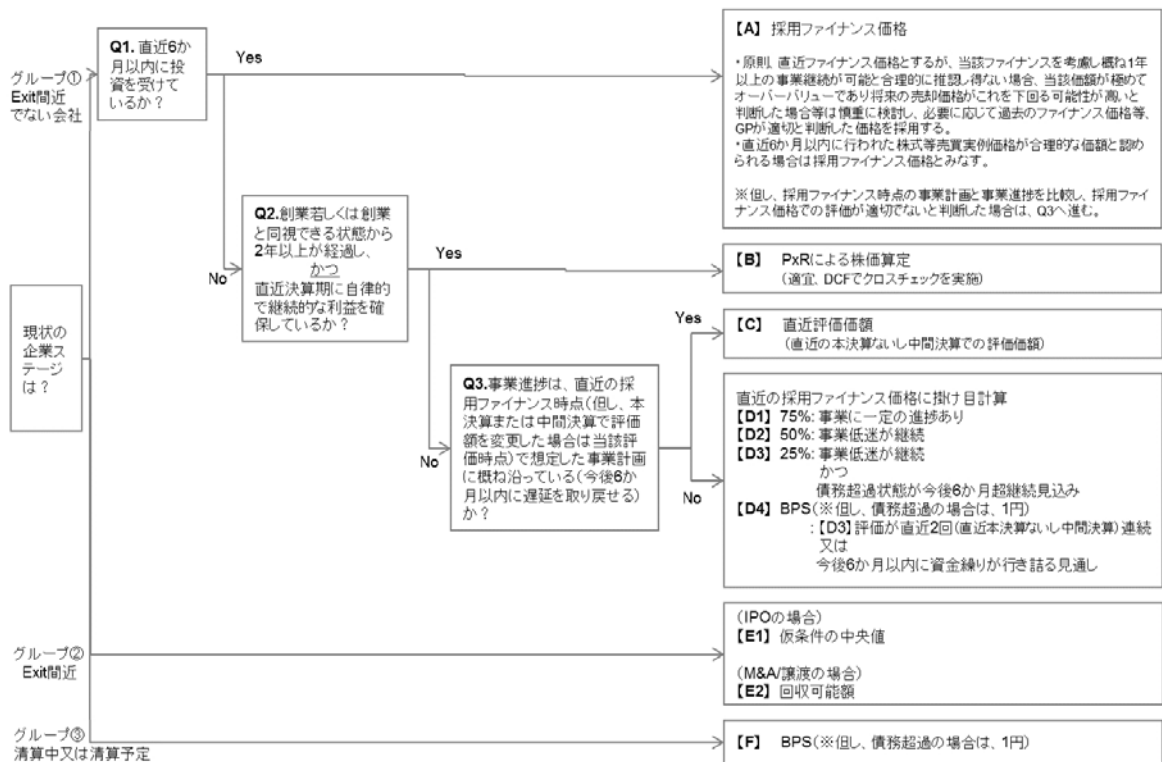
清算中又はその可能性が著しく高いなど、継続企業の前提に疑義が発生している会社

→純資産により、評価額を算出

## 2-2. ケーススタディ B

次に、現在時価評価の導入を目指し動かれている B 社のケースである。B 社におけるケースでは、市場性のない有価証券の公正価値算定について以下の評価フローチャートをもとに有価証券の公正価値評価の見積もり判断を行っている。

B 社投資資産時価評価準則概要チャート（2017 年 3 月 16 日現在）



直近の資金調達の有無や創業時期など投資先企業のステータスに応じて行うが、評価基準日から直近 6 ヶ月以内に資金調達または株式譲渡を行った場合、および直近の取引がなくても事業進捗が計画通りに進んでいる場合には原則直近取引価格が採用される。

新規上場における上場承認が確定した場合は仮条件価格の中央値、M&A による売却においては株主間契約の締結等、売却先との間に条件の合意となった場合には回収可能金額が採用され、投資時における取得価格から評価が上昇するケースが生じる。

また、直近のファイナンスを行っていないケースにおいても創業から 2 年以上が経過し、かつ継続的な利益を確保しているケースの場合には PxR による株価計算、状況に応

じて DCF による算定を適宜活用していく方針となっている。

今回トライアルを行ったファンドは B 社での 3 本目のファンドで設立から 3 年が経過しており、これまでに 29 社の投資実績がある。投資先は研究開発型スタートアップが中心となっており、ビジネスモデル、事業の収益構造から継続的な利益を確保するには時間を要するケースが多いことが特徴である。

上記の様な投資先の評価については、IPEV ガイドラインにおける『マイルストーン分析』や『業界固有のベンチマーク』といった指標に基づく評価が考えられる。B 社では直近取引価格やマルチプルを使った評価が適当でないと考えられる投資先については、事業計画に対する進捗状況を基準に直近ファイナンス額に対して掛け目を設定し算出する方法を取られている。この掛け目の設定については、過去の実績等何らかのデータを元に傾向値を割りだし、そこから導き出されたものが設定できると公正価値としての信頼性が高まると考えられる。

上記の B 社の時価評価プロセスは、現時点ではファンド監査法人の監修のもと検証を行っているステータスにあり、本格稼動については 2017 年 6 月を予定している。前述したチャートによる有価証券の評価（2016 年 12 月末時点）については、従前比 193%となっていることから取得価格評価のみからその後の評価を再認識する上で、投資実行後における評価を直近ファイナンスにおける評価の算出について継続的に計測していく必要があると思料する。

以下 B 社における投資資産時価評価準則細則（案）である。

市場性のない有価証券の公正価値の算定について

資産の公正価値とは「測定日時点で、市場参加者間の秩序ある取引において、資産を売却するために受取るであろう価格」を言う（IFRS第13号）。

無限責任組合員は以下の評価フローに従い、市場性のない有価証券の公正価値評価の最善の見積もりを行う。

【STEP1】投資先企業区分の決定

投資先企業を以下の3つのグループに分類する。分類の判定にあたっては客観的事象を以下の事例に照らして慎重に判断する。

グループ① Exit間近でない会社（下記グループ②③以外の会社）

グループ② Exit間近な会社

<IPO>上場申請が完了し、上場承認がおりている会社

<M&A 又は持分譲渡>売却先との交渉が完了し、条件合意に至っている会社

グループ③ 清算中又は清算予定の会社／資産保有会社

- ・ 清算期に入っている会社又は、間もなく清算手続きに入る予定の会社
- ・ 資産の評価額が企業価値に直結するなど、収益よりも資産の価値が企業の公正価値を示していると考えられる会社

【STEP2】評価手法の具体的な方法の決定

STEP1で分類したグループごとに、以下の検討項目に沿って具体的な評価手法を決定する。

I. グループ① Exit間近でない会社の場合

Q1. 評価基準日を含め直近6か月以内に投資を受けているか？

Q1-a1. カテゴリー【A】：直近6か月以内に投資を受けている場合  
採用ファイナンス価格を公正価値とする。

※採用ファイナンス価格は原則、直近ファイナンス価格とするが、以下の事象に該当する場合等は直近ファイナンス価格での評価が適切か否か慎重に検討し、必要に応じて過去のファイナンス価格等、無限責任組合員が適切と判断した価格を採用する。(以下同様)

・当該ファイナンスを考慮しても概ね 1 年以上の事業継続が可能と合理的に推認し得ない場合

・当該価格が極めてオーバーバリュであり、将来の売却価格がこれを下回る可能性が高いと無限責任組合員が判断した場合

・発行済株式と比較し有利な条件が付された新しい種類株式を発行して資金調達を行った場合

※直近 6 か月以内に行われた株式等売買実例価格が合理的な価額と認められる場合は採用ファイナンス価格とみなす。(以下同様)

※ただし、採用ファイナンス時点の事業計画と事業進捗を比較し、採用ファイナンス価格での評価が適切ではないと判断した場合は Q3 へ進む。

Q1-a2. 直近の投資を受けてから 6 か月超経過している場合

→Q2 へ進む。

Q2. 創業若しくは創業と同視できる状態から 2 年以上が経過し、かつ直近決算期に自律的で継続的な利益を確保しているか？

Q2-a1. カテゴリー【B】：創業若しくは創業と同視できる状態から 2 年以上が経過し、かつ直近決算期に自律的で継続的な利益を確保していると無限責任組合員が判断した場合

PxR による株価計算結果を公正価値とする。

※適宜 DCF でのクロスチェックを行う。

Q2-a2. 創業若しくは創業と同視できる状態から 2 年以内である、又は直近決算期に自律的継続的な利益を確保できていない場合

→Q3 へ進む。

Q3. 事業進捗は直近の採用ファイナンス時点（但し、本決算または中間決算で評価額を変更した場合は当該評価時点、以下同様）で想定した事業計画に概ね沿っているか？

Q3-a1. カテゴリー【C】：事業進捗が、直近の採用ファイナンス時点で想定した事業計画に概ね沿っていると無限責任組合員が判断した場合

直近評価価額（直近の本決算ないし中間決算での評価価額）を公正価値とする。

※具体的には、事業進捗が、直近の採用ファイナンス時点で想定した事業計画の見込み通り、或いは遅れていても概ね6か月以内には遅れを取り戻せると無限責任組合員が判断した場合。又は、最新の事業計画が直近の採用ファイナンス時点の事業計画から変更されているが、依然として直近評価価額での回収が可能であると無限責任組合員が合理的に判断した場合。

Q3-a2. 直近の採用ファイナンス時点で想定した事業計画から遅れており、概ね6か月以内には遅れを取り戻すことが困難であると無限責任組合員が判断した場合は、状況に応じて、下記のように直近の採用ファイナンス価格への調整を行う。

カテゴリー【D1】：直近の採用ファイナンス時点で想定した事業計画から遅れがあるが、事業に一定の進捗は見られると無限責任組合員が合理的に判断した場合

直近の採用ファイナンス価格×75%を公正価値とする。

※具体的には、事業進捗が、直近の採用ファイナンス時点で想定した事業計画から遅れており、6か月程度では遅れを取り戻すことが困難であるものの、事業に一定の進捗は見られると無限責任組合員が合理的に判断した場合

カテゴリー【D2】：事業の低迷が継続すると無限責任組合員が判断した場合

直近の採用ファイナンス価格×50%を公正価値とする。

カテゴリー【D3】：抜本的なてこ入れがなされなければ投資額が回収できないと無限責任組合員が判断した場合

直近の採用ファイナンス価格×25%を公正価値とする。

※具体的には、事業の低迷が継続し、かつ債務超過及びこれに準ずる状況に陥っており今後6か月以内に当該状況が解消される見込みが乏しく、抜本的なてこ入れがなされなければ投資額が回収できないと無限責任組合員が判断した場合

カテゴリー【D4】：カテゴリーD3での評価が直近2回（本決算ないし半期決算）連続し

た場合、又は資金繰りが行き詰る見通しがあると無限責任組合員が判断した場合 BPS×保有株式数を公正価値とする。(但し、債務超過の場合は、1円を回収可能価額とする)

※具体的には、今後6か月以内に資金繰りが行き詰る見通しがある場合

## II. グループ② Exit間近な会社の場合

Exit手段がIPOの場合か、M&A又は持分譲渡の場合かによりそれぞれ以下の評価手法を用いる。

カテゴリー【E1】：IPOの場合

仮条件の中央値を公正価値とする。

※必要に応じて無限責任組合員が最も合理的と判断する値に調整する。

カテゴリー【E2】：M&A又は持分譲渡の場合

売却先との合意に至った売却価格に基づく回収可能額を公正価値とする。

※必要に応じて無限責任組合員が最も合理的と判断する値に調整する。

※具体的には、例えば以下の事象に該当する場合等は上記の評価方法が適切か否か慎重に判断し、必要に応じて調整する。

- ・売却対価がエスクロー口座に一定期間留保される場合などで、入金条件達成の確度が不透明であると無限責任組合員が判断した場合
- ・売却対価が条件の達成状況等により変動する場合
- ・売却代金の入金日が1年を超える場合など

## III. グループ③ 清算中又は清算予定の会社／資産保有会社の場合

カテゴリー【F】：民事再生、会社更生、営業停止、経営者との音信不通、破産、会社整理及びこれに準じる状況が発生した場合 BPS×保有株式数を公正価値とする。(但し、債務超過の場合は、1円を回収可能価額とする)

※必要に応じて無限責任組合員が最も合理的と判断する値に調整する。

## 2-3. ケーススタディ C

次に C 社であるが、現在同社運営ファンドは経済産業省で公表している「投資事業有限責任組合モデル契約（作成：西村あさひ法律事務所）」の別紙に記載されている「投資資産時価評価準則」に則り、基本的に市場性のない未上場有価証券は「回収可能価額」と「客観的事象」に基づいて評価しているが、本企画の趣旨に賛同頂きトライアルで IPEV ガイドラインベースでの公正価値評価を実施した。

今回トライアル評価の対象としたサンプルファンドは 2012 年に設立（2016 年 12 月末現在 5 期目）されたもので、組入社数は 39 社、既に投資期間を終えているものである。

同ファンドポートフォリオ各社を本報告書 76 頁のプロセスチャートに当てはめた所、以下のような評価手法を採用する結果となった。

実現損益（既分配先）	5 社
直近市場価額（既上場先）	1 社
主幹事提示価額	1 社
直近ファイナンス価額	15 社
PER マルチプル	13 社
BPS	4 社

上記の評価手法を採用した結果、ファンド全体の評価額は従前比 424%と大幅に増加する結果となった。同ファンドポートフォリオはシードステージ中心の組入れとなっている事やビンテージの背景から 2017 年初現在に対して比較的割安なバリュエーションで取得できていた事、また直近半年以内にファイナンスを実施した先が比較的多かった事がパフォーマンスに寄与しているものと思われる。

上記の結果を得るにあたり、公正価値評価のプロセスについて以下のような幾つかの課題があるものと思料する。

①投資戦略によって評価額に開きが出る可能性がある点

- ②直近ファイナンスの時期によって評価額に大きな差が生まれる点
- ③マルチプル評価に係る Comps 抽出が困難である点

まず①だが、ファンドの投資戦略によって評価結果に大きな開きが出る可能性がある。C社のサンプルファンドはシードステージ中心のポートフォリオで構成され、またその殆どが比較的早期にプロダクトをローンチできるインターネットサービスに係るスタートアップであり外部投資家がトラクションを評価しやすいため、直近ファイナンス評価による高倍率のマークアップ対象先が多かった。一方で例えば研究開発型のシードスタートアップを投資対象とするファンドの場合は初回投資後比較的長い期間を経て次のラウンドを実施することとなるためマークアップの対象となる先が少なく、逆にマークダウンの対象となる可能性が高くなるものと思われる。また例えばミドル～レイトステージ中心のファンドであれば、Exitまでファイナンスを実施する機会が比較的少なくなるためマルチプル評価の対象先が多くなると思われるが、その場合 Comps の業績に評価額が大きく左右される可能性が高くなるものと思われる。

次に②であるが、例えばシードステージの投資先において6ヶ月前にファイナンスを実施した場合と7ヶ月前にファイナンスを実施した場合、後者はPL実績が出ていない状態でマルチプル評価を行わざるを得なく、前者の評価額との間に大きな開きが生まれてしまう。前項でも言及しているが、同ケースが研究開発型のシードスタートアップであった場合には組入後2-3年近くは大幅にマークダウンせざるを得ない可能性がある。

次に③だが、シードステージにおけるビジネスモデルがアーリー～ミドルステージに大幅転換してしまうケースは非常に多く見られるケースであるが、これに併せて当初評価時の Comps 対象を入れ替える際に投資先の継続性に疑義が生じているように見えてしまうため、評価の蓋然性が低いと言わざるを得なくなってしまう。

以上のケーススタディに見てきた通り、公正価値評価を行うことでパフォーマンスの実態を可視化することが出来、GPにとって非常に有用な結果を得ることが出来たが、評価結果の精度については上記のように課題が残っている。個々のGP及びファンド毎に経年評価実績を積み上げて評価手法に反映していかなければ、公正価値としての信頼性を向上させることが出来ない事に留意したい。

### 3. 最後に

本報告書では、VC ファンドの評価方法として国際標準となっている公正価値ベースでの時価評価の日本における普及を目指し、導入にあたって生じるであろう実務上の疑問・課題に対して一助となるような情報の紹介や、フレームワークの策定、ケーススタディの事例共有を行ってきた。

昨今、政府からの広範囲に渡るスタートアップ支援やオープンイノベーションをキーワードにした事業会社とスタートアップのコラボレーションの増加など、日本の VC ファンドとスタートアップを囲む環境は活況となりつつある。一方で、米国や中国、インドなどを始めとした海外と比較をすると、その差は縮まっているとは言い難い状況である。日本から世界で活躍するスタートアップを輩出していくためにはスタートアップを支える VC ファンドもより大きく安定した成長資金を供給し続ける必要があり、それに当たって機関投資家からの資金獲得は重要な取り組み課題となっている。

一方、これまで VC ファンドへの投資については消極的であった機関投資家の姿勢にも変化は出始めている。世界最大級の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）ではその基本ポートフォリオにおいて、VC アセットクラスを含むオルタナティブ資産について定めており、段階的に、専門人材の採用も進めている。但し、既述の通り機関投資家より投資を受けるにあたっては公正価値ベースでの時価評価によるパフォーマンス計算等が求められることがあるため、VC ファンドとしては受け入れ態勢の整備が急務となっている。

当協会としてはベンチャーキャピタル業界の更なる発展のためにも、公正価値ベースでの時価評価普及に向け会員各社への啓蒙、導入支援の活動を行っていきたい。

### 協力（50音順）

- ・ インキュベイトファンド株式会社
- ・ 株式会社グロービス・キャピタル・パートナーズ
- ・ 株式会社ジャフコ
- ・ 新日本有限責任監査法人
- ・ 株式会社東京大学エッジキャピタル

### 参考文献

- ・ 新日本有限責任監査法人「プライベート・エクイティ投資評価のベストプラクティス – International Private Equity and Venture Capital Valuation Guideline (Edition December 2012) の考察と事例分析 –」