

# ファンドニュース

## PE・VC ファンド保有未公開株式の公正価値評価(前編)

2021 年 5 月

### はじめに

日本におけるプライベート・エクイティ(PE)ファンドやベンチャー・キャピタル(VC)ファンドは、カーブアウトや事業承継案件の増加、スタートアップの旺盛な資金需要などを背景に発展を続けており、その件数および投資金額とも増加しています。

ファンドが保有する未公開株式について、海外では国際会計基準(IFRS)や米国会計基準(US GAAP)により財務諸表が作成されることが一般的であり、公正価値で評価されているのに対して、日本では簡便な方法により求められた時価ないし取得原価により評価されているに過ぎないケースが多くみられます。しかし近年、海外投資家が日本のファンドに参加する機会が増えていることもあり、ファンドパフォーマンスの精度を向上させ、国際間比較を可能にするとの観点から、未公開株式を公正価値で評価することを求める声が多くなっています。特に、海外投資家や機関投資家から大型の資金調達を行うためには、未公開株式の公正価値評価は必須となっていると言えます。

本稿では、日本のPE・VCファンドが保有する未公開株式の評価の実状や、公正価値評価に関するガイドラインの概要、公正価値評価導入における課題などについて2回に分けて考察します。なお、文中の意見に関する部分は筆者の私見であることを申し添えます。

### 日本における PE・VC ファンドが保有する未公開株式の評価の実状

日本におけるPE・VCファンドは、投資事業有限責任組合の形態をとることが多いですが、投資事業有限責任組合に適用される会計基準である「中小企業等投資事業有限責任組合会計規則」は、未公開株式を含め、投資事業有限責任組合が保有する投資を「時価」で評価することとされています。しかし、具体的な時価評価方法については組合契約で定めることとされています。

多くの投資事業有限責任組合の組合契約では、投資の時価評価方法を、平成10年5月通商産業省「投資事業組合の運営方法に関する研究会報告書」の資料6「投資事業有限責任組合における有価証券の評価基準モデル」に基づいて定めています。これによると、未公開株式を含む市場性のない有価証券は、評価増は直近ファイナンス価格により、評価減は直近ファイナンス価格または回収可能価額のいずれか低い価額で行うものとされています。

このうち回収可能価額については、投資の状況に応じて評価額を取得原価の75%、50%、25%ないしは備忘価額とする簡便的な方法も認められています。すなわち未公開株式は、直近ファイナンス価格がある場合は当該価格で、ない場合は取得原価ないし上述の簡便法による回収可能価額で評価されることが多くなっています。

また、PE・VCファンドに投資する会社のうち、日本の会計基準が適用される会社においては、「金融商品に関する会計基準」に基づき、ファンド持分に含まれる未公開株式を評価します。これによると、市場価格のない株式は取得原価をもって貸借対照表価額とし、発行会社の財政状態の悪化により実質価額が著しく低下したときは減損処理することとされています。

上記の通り、投資事業有限責任組合の財務諸表に含まれる未公開株式は「中小企業等投資事業有限責任組合会計規則」に基づいて評価することが求められますが、投資家はファンドの財務諸表を自社の財務諸表に取り込むにあたり、ファンドに含まれる投資を「金融商品に関する会計基準」に基づいて評価し直す必要が生じます。そのため、PE・VCファンドの運用会社(無限責任組合員)は、投資家(有限責任組合員)の便に資するため、「中小企業等投資事業有限責任組合会計規則」に基づいて投資を評価した財務諸表を作成するのに加えて、「金融商品に関する会計基準」に基づいて投資を評価した財務諸表を作成することがあります。

## IPEVガイドライン(International Private Equity and Venture Capital Guidelines)とは

日本においても、外国籍のリミテッドパートナーシップなどで運用を行っている会社では、IFRSやUS GAAPに基づいて未公開株式を公正価値で評価しているケースが多くみられます。また、投資事業有限責任組合を運用している会社でも、投資家の要請によりIFRSまたはUS GAAPでの財務報告が求められている場合は、組合契約に投資の時価評価方法は公正価値に拠る旨を定め、未公開株式を公正価値で評価しているケースがあります。

投資の公正価値評価を行うにあたり、これらの会社の多くが参照しているのがIPEVガイドライン(International Private Equity and Venture Capital Guidelines)です。IPEVガイドラインは、欧州各国のPE・VC業界団体によって2005年に設定された、未公開株式の公正価値測定に係るガイダンスであり、現在の設定主体(IPEV Board)には欧州のほか米国やオーストラリアの委員も加わり、IFRSやUS GAAPとの整合性を確保した上で策定されたものとなっています。

2018年3月に経済産業省より公表された「平成29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) 投資事業有限責任組合契約(例)およびその解説」においても、投資事業有限責任組合の組合契約における投資資産時価評価準則のモデルとして、上述の「投資事業組合の運営方法に関する研究会報告書」に基づく評価基準モデルに加え、IPEVガイドラインに基づく評価基準モデルが例示されています。これは、ファンドパフォーマンスの国際間比較ないし他のアセットクラスとの比較可能性を高めるため、日本において投資の公正価値評価の普及を目指す動きと捉えられます。

## IPEV ガイドラインに基づく公正価値評価の概要

IPEVガイドラインでは、投資の性質や事実関係、状況などを勘案した上で、以下の中から投資ごとに適切な単一または複数の評価技法を選択することを求めています。

- A. マーケットアプローチ
  - マルチプル法(類似企業比較法)
  - 業界固有の評価ベンチマーク
  - 入手可能な市場価格
- 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
- C. 再調達原価アプローチ
  - 純資産

IPEVガイドラインでは、これらの評価技法ごとに適している企業の状況の例を示すとともに、公正価値見積りの手順を示しています。

例えば、上記のうちマルチプル法は、「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され、これを評価技法として用いる場合の公正価値見積りの手順は、以下の通り示されています。

- 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、過剰債務およ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。

後編では、日本のPE・VCファンドが保有する未公開株式の公正価値評価における典型的な論点や、導入する場合の課題、公正価値評価方針の文書化について概説します。

PwC あらた有限責任監査法人  
第三金融部(資産運用)  
シニアマネージャー 秋山 潤一郎

PwCあらた有限責任監査法人 第三金融部(資産運用)  
[お問い合わせフォーム](#)

本冊子は概略的な内容を紹介する目的で作成されたもので、プロフェッショナルとしてのアドバイスは含まれていません。個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく、本冊子の情報を基に判断し行動されないようお願いします。本冊子に含まれる情報は正確性または完全性を、(明示的にも暗示的にも)表明あるいは保証するものではありません。また、本冊子に含まれる情報に基づき、意思決定し何らかの行動を起こされたり、起こされなかったことによって発生した結果について、PwCあらた有限責任監査法人、およびメンバーファーム、職員、代理人は、法律によって認められる範囲においていかなる賠償責任、責任、義務も負いません。

© 2021 PricewaterhouseCoopers Aarata LLC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.