

# 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(後編)

2021 年 6 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、ベンチャー・キャピタル(VC)ファンドが保有する未公開株式の評価の実情や、投資の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。

後編となる本稿では、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取り上げます。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。

### 公正価値評価における典型的な論点

未公開株式を含む投資の公正価値評価を導入する運用会社は少しずつ増えていますが、筆者の経験から、公正価値評価の導入を検討する PE・VC ファンドにおいてみられる、典型的な論点を2つご紹介します。

#### ① 評価技法の選択

多くの運用会社がある方法で評価を行った後、投資担当者や運用会社の想定と比較して、結果に乖離が見られる場合、いくつかの評価技法を適用し、最も当該感覚値などと近くなる評価技法を選択するというケースが散見されます。

このこと自体は必ずしも否定すべきことではありません。想定と比較して乖離する場合、その乖離原因を追究し、その原因に応じて最も適切な評価技法を選択されているのであれば、問題ないと考えます。ただし、評価技法の選択が恣意的なものとなっていないか、という点に留意する必要があります。

IPEVガイドラインでは、評価技法は、投資の性質、事実および状況、市場参加者の観点に照らして適切なものであるかなどの観点から選択するよう定められているとともに、以下のとおり、それぞれの評価技法が適切となり得るケースについて触れています。

評価技法		投資先の状況など
マーケット アプローチ	マルチプル法	継続的な利益また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
	業界固有のベンチマーク	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
	入手可能な市場価格	相場価格のある投資
インカム アプローチ	(投資先企業の)ディスカウント・キャッシュ・フロー	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
	(投資の)ディスカウント・キャッシュ・フロー	負債やメザニンなど、エクイティ以外の投資
再調達原価 アプローチ	純資産	資産保有企業や投資会社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、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

また、全ての投資先において一律に純資産をもって公正価値とすることが検討されているケースもみられます。しかし上述のとおり、純資産での評価が適切となる企業は一般的には限られており、純資産での評価が適切ではないケースもあることに留意が必要です。

## ② 直近取引価格の採用

評価時点に近い時点で該当株式の売買や新株発行などの取引が行われた場合、当該取引価格によって評価する方法は広く用いられています。また、この評価方法は、IPEVガイドラインでも、以前はマーケットアプローチによる評価技法の一つとして挙げられていました。

しかし、IPEVガイドラインの2018年12月の改訂により、直近取引価格は評価技法の例示から削除されました。この趣旨は、直近取引価格は使用できないというのではなく、直近取引価格が取引時点の公正価値と見なせる場合は、それを出発点として、取引時点から評価時点までに生じた事象に応じて、それぞれの評価技法におけるインプットを「補正(Calibration)」したうえで使用することを明確にしたものです。

直近取引価格を使用する際、取引された株式の種類や数、売却先、引受人などを勘案し、適正な価格で実施されたものと認められた場合、当該価格で評価する実務は広く行われています。しかし、取引時点より後に生じた事象については検証がなされず、そのまま評価時点の公正価値として採用されている例が多くみられます。検証の結果として、取引時点と評価時点の間が短く、その間に特段の事象が生じていないことから、直近取引価格をそのまま使用することが適切とされるケースもあり得ますが、当該検証を実施した上で補正の有無を検討するとともに、公正価値に影響を与える事象が生じている場合には適切な補正を行うことが必要となります。

これらの論点に対応し、精度の高い公正価値評価を実施するためには、運用会社内での評価方針を文書で定めることが有用ですが、この点については後述します。

ディスクリプション：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取り上げます。

## 公正価値評価導入にあたっての課題

日本のPE・VCファンドにおいて、未公開株式を含む投資の公正価値評価を導入する運用会社は少しずつ増えてきているとはいえ、まだまだ少ないのが実情です。

これらの運用会社にとって公正価値評価導入の障害となっている課題は、以下のとおり、大きく内部リソースと外部コストの問題に分けられると考えられます。

### ① 内部リソースの問題

公正価値評価プロセスの複雑性・難易度は高く、例えばマルチプル法による企業価値の算定までは自社リソースにて可能であっても、複数種類の株式を発行している投資先の企業価値を株式種類ごとに配分する過程では、ブラック・ショールズ・モデルを使用した評価を行う必要があるなど、自社リソースで全て対応することは困難な場合があります。そのため、外部会社に評価作業を委託したり、未公開株式評価のためのアプリケーションを使用したりするケースが多くみられますが、その場合であっても、基礎となるインプット数値（投資先の財務数値など）は運用会社にて収集・提供することが必要となります。

さらに、複雑性の高い公正価値評価プロセスを適切に運用し、投資家の期待に応え、また、外部監査に耐え得るような精度の高い公正価値評価を行うためには、運用会社全体としてレビュープロセスを含む管理体制を強化する必要があります。

よって、公正価値評価を導入するためには、一定程度以上の知識を有するリソースを十分確保することが必要となります。

### ② 外部コストの問題

上述のとおり、未公開株式の公正価値評価を行うにあたり自社リソースのみで対応することが難しい場合、かつ外部評価会社への委託などを行う場合には、一定のコストを要します。

また、外部監査においても、投資を公正価値評価した財務諸表の監査手続は、採用する評価技法の適切性やインプットの信頼性・正確性の検証などに時間を要することから、通常は外部監査費用も膨らみます。

一方で、日本におけるPE・VCファンドは、総出資約束金額が数十億円規模にとどまるファンドも多く、投資を公正価値評価することにより追加される外部コストを負担することが困難な場合が多いと考えられます。

以上より、内部リソースと外部コストの問題を解決するためには、コストを吸収できる一定規模以上のファンドを運用することが必要となっているのが実情です。

## 公正価値評価方針の文書化

未公開株式の公正価値評価を導入する場合、上述の課題を解決することに加え、運用会社内での評価方針を評価ガイドラインなどの文書で定めることが重要となります。投資の評価方針を明文化することは、評価プロセスの客観性を確保することにつながるとともに、社内での評価プロセスのモニタリングにも役立ちます。

評価方針を明記する文書には、評価担当者の運用に耐えられるようにするため、評価技法の選択方針のほか、各インプットの方針なども一定程度詳細に定めて盛り込むことが望めます。例えば、評価技法をマルチプル法とする場合、比較対象企業の選定方針や適用する倍率（平均値、中央値、第3四分位数など）、計算対象とする財務指標（売上、利益、EBITDAなど）、財務指標の対象期間などを定めることが考えられます。

また、「例外」についても適切に定めることが望めます。公正価値評価プロセスは、各企業の状況やマクロ経済環境の影響も受けます。例えばコロナ禍において、マルチプル法により評価している投資先企業の比較対象企業が業績予想を控え、比較対象企業の倍率の入手が困難なケースがみられます。このような場合であっても、十分な検討を行わずに比較対象企業を変更したり、評価技法をマルチプル法から他の技法に変更したりということは避けなければならず、例外処理についても一定程度詳細に場合分けを行い、定めておくことが望めます。

とはいえ、最初から評価方針を網羅的に定めることは困難であり、さまざまな「例外」を経験する都度、評価方針について明記した文書を更新するという運用法が現実的と考えられます。

以上、2回にわたり、PE・VCファンドに含まれる未公開株式を中心とした投資の公正価値評価について概説しました。本稿の内容や、未公開株式を中心とした投資の公正価値評価方針策定のアドバイス、公正価値評価体制構築のアドバイス、また当法人がご提供するサービスに対してご質問やご興味がありましたら、以下のお問い合わせフォームからご連絡いただければと思います。

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.