

企業価値評価ガイドライン

平成 19 年 5 月 16 日
改正 平成 25 年 7 月 3 日
日本公認会計士協会

目 次

I	総 論	1
1.	企業価値評価ガイドラインの目的	2
(1)	企業価値評価ガイドラインの目的	2
(2)	本ガイドラインの位置付け	2
(3)	本ガイドラインの対象会社	2
(4)	本ガイドラインの法的拘束力	2
(5)	企業価値評価業務の意義	2
(6)	公認会計士以外による本ガイドラインの利用	2
(7)	不正や企業価値評価を巡る紛争への対応	3
2.	本ガイドラインにおける諸概念	3
(1)	企業概念	3
(2)	価値概念	3
(3)	評価概念	4
3.	本ガイドラインの構成	7
4.	本ガイドラインを利用する際の留意点と価値評価の限界	7
(1)	新たな評価アプローチや評価法の採用	7
(2)	提供される情報の検証	8
(3)	将来予測数値の不確実性	8
(4)	公認会計士の能力の限界	8
(5)	報告書利用上の制限	8
(6)	諸外国の企業の価値評価	9
5.	取引目的の業務受嘱等で留意すべき点	9
(1)	専門性	9
(2)	全体観	9
(3)	慎重さ	9
(4)	批判性	10
(5)	総合性	10
II	企業価値評価基本ガイドライン	11
1.	一般的事項に関するガイドライン	11

(1) 企業価値評価業務における公認会計士の資質	12
(2) 独立性・中立性	12
(3) 正当な注意義務	12
(4) 守秘義務	12
2. 実施に関するガイドライン	12
(1) 評価の目的、対象及び基準日	12
(2) 評価実施計画	13
(3) 十分な業務の実施	13
(4) 業務に関する依頼人との関係	13
(5) 適切な評価法等の選定	13
3. 報告に関するガイドライン	13
(1) 報告書の記載事項	13
(2) 企業価値評価業務上の前提となる事項の記載	14
(3) 利害関係	14
(4) 添付資料及び引用・参考文献	14
III 企業価値評価における価値形成要因	15
1. 企業価値等形成要因	16
(1) 一般的要因	16
(2) 業界要因	16
(3) 企業要因	16
(4) 株主要因	17
(5) 目的要因	17
2. 価値形成要因と基礎資料	17
(1) 一般的要因に関連する基礎資料	17
(2) 業界要因に関連する基礎資料	18
(3) 企業要因に関連する基礎資料	18
(4) 株主要因に関連する基礎資料	19
(5) 目的要因に関連する基礎資料	19
3. 基礎資料の有用性及び利用可能性の検討	19
(1) 基礎資料の種類	19
(2) 評価人が資料を独自に入手する場合の留意点	19
(3) 評価対象会社から入手する資料の有用性及び利用可能性	19
(4) 他の専門家や調査会社から入手する資料の取扱い	20
(5) 有用性及び利用可能性検討における制約	20
4. マネジメント・インタビューの実施	21
(1) マネジメント・インタビューの重要性	21
(2) マネジメント・インタビューの内容	21
(3) マネジメント・リスクの検討	22
5. 価値形成要因と評価実施計画	22
(1) 評価実施計画の意義	22

(2) 価値形成要因分析の留意点	23
(3) マネジメント・リスク分析の留意点	23
(4) 検討業務及び鑑定業務における争点の分析	23
(5) 評価実施計画の修正	23
IV 評価アプローチと評価法	24
1. 企業価値の概念	24
(1) 事業価値	25
(2) 企業価値	25
(3) 株主価値	25
2. 評価アプローチの分類体系と特徴	26
(1) 評価アプローチの体系と概念	26
(2) 評価アプローチの意義	26
(3) 評価アプローチにおける評価法	27
(4) 評価アプローチの一般的な特徴	27
3. 評価目的と評価アプローチの選定	28
(1) 評価アプローチ選定における問題点と留意点	28
(2) 評価アプローチ選定と留意例	28
4. 総合評価の方法	29
(1) 総合評価の重要性と留意点	29
(2) 単独法	29
(3) 併用法	30
(4) 折衷法	30
5. インカム・アプローチにおける評価法	31
(1) フリー・キャッシュ・フロー法	31
(2) 調整現在価値法	33
(3) 残余利益法	35
(4) その他の評価法	36
(5) インカム・アプローチ適用上の留意点	38
(6) インカム・アプローチに属する各評価法の計算例	39
6. マーケット・アプローチにおける評価法	43
(1) 市場株価法	43
(2) 類似上場会社法	44
(3) 類似取引法	46
(4) 取引事例法（取引事例価額）	46
7. ネットアセット・アプローチにおける評価法	47
(1) 簿価純資産法	47
(2) 時価純資産法（修正簿価純資産法）	47
(3) 簿価純資産法及び時価純資産法の計算例	48
8. 評価法に関する補足事項	49
(1) インカム・アプローチにおける資本コストの推定	49

(2) コントロール・プレミアム及び非流動性ディスカウント	52
(3) 連結評価の方法	52
(4) シナジー効果の評価	53
(5) 折衷割合の決定要因の検討	54
V 取引目的の企業価値評価業務	56
1. 取引目的における企業価値評価業務の概要と諸概念	57
(1) 取引目的における企業価値評価業務の概要	57
(2) 取引目的における企業価値評価業務の主要な概念	58
2. 取引活動の各フェーズ	60
(1) 取引活動の三つのフェーズ	60
(2) 投資検討時点での企業価値評価	61
(3) 保有管理時点での企業価値評価	62
(4) 売却検討時点での企業価値評価	63
3. 取引目的の企業価値評価業務プロセス	64
(1) 企業価値評価業務フロー	64
(2) 主要な業務プロセスの内容	65
4. 取引目的における企業価値評価の性質と業務の制約	68
(1) 取引目的での企業価値評価の性質	68
(2) 取引目的での企業価値評価に関する業務上の制約	68
5. 公認会計士の行う取引目的における企業価値評価業務の性質及び内容	69
(1) 取引目的における企業価値評価業務の一般的性質	70
(2) 評価における基礎資料の検討・分析の意義	71
(3) 第三者への開示	71
6. 報告書の利用制限	72
(1) 利用制限の明確化	72
(2) 要請書 (Release letter)	73
(3) 差入書 (Hold-harmless letter)	73
(4) 草案の取扱い	73
(5) 最終報告書提出後の取扱い	74
7. 報告書の要件	74
(1) 報告書の目的	74
(2) 報告書の構成及び内容	75
8. 責任の範囲及び免除並びに制限等	76
(1) 業務範囲の明確化	76
(2) 情報及び資料の真実性・正確性・網羅性の検証義務の不存在	76
(3) 委任者に対する損害賠償責任の制限	76
(4) 業務を遂行するに当たって生じた第三者からの請求に関する補償	77
(5) 契約の解約	77
(6) 秘密保持	77
9. 業務受託に関する前提条件	78

(1) 公正性の確保	78
(2) 独立性の確保	78
(3) コンフリクトへの対応	78
10. 独立性とコンフリクト（利益相反）	79
(1) 依頼人と会計事務所の利害関係の分類	79
(2) コンフリクトのリスクと管理体制	79
VI 裁判目的の企業価値評価業務	81
1. 裁判目的における企業価値評価業務の概要と論点	82
(1) 裁判目的の企業価値評価業務の種類	82
(2) 会社法に基づいて評価業務が必要となる場面	82
(3) 反対株主による買取請求	83
(4) 反対新株予約権者による買取請求	89
(5) 株式会社又は指定買取人による譲渡制限株式の買取	89
(6) 株式会社による全部取得条項付種類株式の取得における買取請求	92
(7) 株式会社による相続人等に対する売渡請求	93
(8) 単元未満株主による買取請求及び売渡請求	93
(9) 検査役の調査又は弁護士・公認会計士等による証明	93
2. 裁判目的の企業価値評価業務プロセス	94
(1) 裁判目的における算定人、検討人及び鑑定人の業務	94
(2) 株式及び新株予約権の買取価格評価業務フロー	96
(3) 譲渡制限株式の売買価格評価業務フロー	98
(4) 全部取得条項付種類株式の取得における価格決定の評価業務フロー	100
(5) 相続人等に対する売渡し請求の評価業務フロー	102
(6) 単元未満株式の株式買取及び売渡請求の評価業務フロー	103
(7) 裁判目的における算定業務フロー	104
(8) 裁判目的における検討業務フロー	104
(9) 裁判目的における鑑定業務フロー	104
3. 裁判目的における鑑定業務の特質と制約	106
(1) 裁判目的の鑑定業務の特殊性	106
(2) 鑑定業務における独立性	107
(3) 鑑定業務における中立性と利害調整目的	107
(4) 鑑定業務における守秘義務	108
4. 公認会計士が行う裁判目的の鑑定業務の性質及び内容	108
(1) 鑑定における裁判所との協議の重要性	108
(2) 鑑定における主張書面等の分析の重要性	108
(3) 鑑定における経過報告の重要性	109
(4) 鑑定におけるその他の留意点	109
5. 鑑定書の利用	110
6. 鑑定書の要件	110
(1) 鑑定書の目的	110

(2) 鑑定書の構成及び内容	110
7. 責任の範囲及び免除並びに制限等	111
VII 今後の企業価値評価業務と検討課題	112
1. 取引目的におけるフェアネス・オピニオン業務の課題	113
(1) フェアネス・オピニオン業務の概要と特徴	113
(2) 我が国におけるフェアネス・オピニオンの実施事例	116
(3) 三つの事例におけるフェアネス・オピニオン業務の実施手続	117
(4) 報告書の目的、利用、前提、手続等に関する制限条項	118
(5) 事例から見られるフェアネス・オピニオンの特徴と課題	119
(6) 公認会計士によるフェアネス・オピニオン業務の課題	121
2. P P A 目的の意義と概要	121
(1) P P A 目的の意義	121
(2) P P A 目的の業務内容	122
(3) P P A 目的の業務フロー	124
(4) 報告書の作成	129
3. M B O 等における第三者評価の開示	130
4. 種類株式の評価	130
(1) 会社法における種類株式	131
(2) 種類株式の評価法	132
(3) 種類株式の評価における検討事項	132
5. ストック・オプションの評価について	136
(1) ブラック・ショールズ式及び二項モデルの特徴と欠点	137
(2) 評価モデルの選択適用	138
(3) パラメーターの設定における選択適用	138
VIII 書式集	140
1. 取引目的における業務委託契約書	141
2. 取引目的における報告書の閲覧に関する差入書	151
3. 取引目的における報告書の閲覧に関する要請書	153
4. 取引目的における評価報告書骨子	154
5. 裁判目的における鑑定書骨子	160

I 総 論

1. 企業価値評価ガイドラインの目的

(1) 企業価値評価ガイドラインの目的

企業価値評価ガイドライン（以下「本ガイドライン」という。）は、公認会計士が、株式の価値を評価する場合の実施、報告について取りまとめたものである。

(2) 本ガイドラインの位置付け

本ガイドラインは、企業価値評価に関する我が国の評価実務をまとめた研究報告であって、公認会計士が企業価値評価を実施するために準拠しなければならない「基準」や「マニュアル」ではない点に留意されたい。

しかしながら、我が国に企業価値評価業務に関して準拠すべき「基準」や「マニュアル」が存在しないことで、こういった業務が、不正¹や企業価値評価を巡る紛争の原因となる可能性も懸念される。本ガイドラインは、これらの問題についても留意すべき点に言及している。その点で、実際に評価業務を行う際には、本ガイドラインを参照されることを期待する。

(3) 本ガイドラインの対象会社

本ガイドラインは、株式の評価が困難な非上場会社を対象としている。しかし、上場会社の株式であっても、後述するマーケット・アプローチにおける市場株価法をあらゆる状況で優先的に採用するのではなく、株価の推移等から判断して、市場の完全性や株価の操作性の点を考慮して慎重に判断する必要がある。場合によっては、非上場会社同様本ガイドラインを参照する必要があることに留意する。

本ガイドラインは、評価対象会社が子会社や関連会社を有する場合、連結決算ベースでの評価実施を原則としているが、個別企業単位や事業単位での評価でも参照することが可能である。

(4) 本ガイドラインの法的拘束力

本ガイドラインは、企業価値評価の際に法的拘束力はない。本ガイドラインが採用できない場合もあることに留意する必要がある。また、本ガイドラインの内容を採用する場合でも、評価の目的等を慎重に検討して判断する必要がある。

(5) 企業価値評価業務の意義

企業価値評価は、依頼人の意思決定を補助するための参考資料として利用されるものであって、当該業務は保証業務ではない。

(6) 公認会計士以外による本ガイドラインの利用

本ガイドラインは、公認会計士のためにまとめられたものであるが、公認会計士以外の専門家が利用することを妨げるものではない。

¹ 本ガイドラインでは、法律、規則及び基準(会計基準を含む。)並びに社会倫理からの逸脱行為を「不正」と総称している。

(7) 不正や企業価値評価を巡る紛争への対応

公認会計士は、実施した企業価値評価業務が不正に利用されないように留意をする必要がある。また、企業価値評価を巡る紛争の予防や回避に配慮する必要がある。さらには、企業価値評価が不正や企業価値評価を巡る紛争の原因となることがないように、業務の受嘱、評価環境の確保、評価業務の実施、報告書作成にわたって常に注意を払う必要がある。

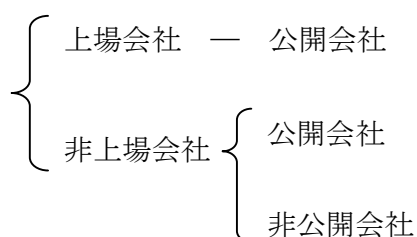
公認会計士が企業価値評価業務を受嘱し、実施するに当たっては、倫理規則第2条に基づき、第3条から第7条に定める、誠実性、公正性、職業的専門家としての能力及び正当な注意、守秘義務、職業的専門家としての行動の基本原則を遵守することが求められている点に留意する必要がある²。具体的には、本ガイドラインの「Ⅱ 企業価値評価基本ガイドライン」を参照されたい。

2. 本ガイドラインにおける諸概念

(1) 企業概念

企業は、一般に図表Ⅰ－1のように分類することができる。

【図表Ⅰ－1 企業の分類】



上場会社とは、株式会社の中でその発行する有価証券を証券取引所に上場している会社をいう。発行する有価証券を上場していない株式会社のうち、その発行する全部又は一部の株式の内容として譲渡による当該株式の取得について株式会社の承認を要する旨の定款の定めを設けていない会社を公開会社といい（会社法2条）、発行する株式の全部について上記の定めを設けている会社を非公開会社という。

(2) 価値概念

① 価値と価格

価格とは、売り手と買い手の間で決定された値段である。それに対して価値は、評価対象会社から創出される経済的便益である。価格が当事者間で取引として成立しているのに対して、価値は、評価の目的や当事者のいずれの立場か、又は売買によって経営権を取得するか等の状況によって、いわゆる一物多価（多面的な価値）

² 自主規制・業務本部平成24年審理通達第3号「公認会計士等が企業価値評価等の評価業務を依頼された場合の対応」（平成24年7月6日、日本公認会計士協会）

となる。本ガイドラインは、価格ではなく価値の評価について我が国の実務を取りまとめたものである。

② 企業価値概念の体系

企業価値には下表のような価値概念がある。本ガイドラインは、これらの中で株主に帰属する価値（株主価値）を評価対象としている。

【図表 I－2 企業価値概念】

事業価値	事業から創出される価値	
企業価値	事業価値に加えて、事業以外の非事業資産の価値を含めた企業全体の価値	
株主価値	企業価値から有利子負債等の他人資本を差し引いた株主に帰属する価値	
	株式価値	特定の株主が保有する特定の株式の価値 例えば、ある株主が保有する普通株式又は種類株式の価値

また、本章「(3)③」に示すように、評価対象会社が継続的に事業活動を行うことで獲得される利益やキャッシュ・フロー等から生み出される価値が、本ガイドラインの評価対象である。したがって、本ガイドラインでは、本章「(3)①」に記述しているように、処分目的での評価については、詳述していない。

(3) 評価概念

① 評価目的

公認会計士が行う業務としての評価は、一般的に下表のように様々な目的で行われる。本ガイドラインは、取引目的及び裁判目的について詳述する。

【図表 I－3 評価目的の例】

目 的	内 容
取引目的	株式譲受・譲渡 合併 株式移転 株式交換 その他
裁判目的	買取価格決定 売買価格決定 その他
その他の目的	裁判目的のなかでも取引目的に近いもの 処分目的 課税目的 P P A（Purchase Price Allocation）目的

昭和39年に国税庁から「財産評価基本通達」が公表され、同年1月1日以降に相続、遺贈又は贈与により取得した財産について、この通達に基づいて評価することとなっている。本ガイドラインは、財産評価基本通達による評価は、課税目的であるとして詳述していない。依頼の内容によっては、本ガイドラインではなく、この財産評価基本通達に準拠しなければならない場合もあることに注意する。依頼があった場合、その内容、目的、売買の当事者について慎重に検討する必要がある。

また、既に記述したとおり、公認会計士は、実施した企業価値評価業務が不正に利用されることがないように留意をする必要がある。また、企業価値評価を巡る紛争の予防や回避に配慮する必要がある。

② 評価業務の体系

公認会計士が行う評価業務は、下表のように分類することができる。本ガイドラインが「評価」と総称している業務は、算定、検討及び鑑定に大別される。

【図表 I - 4 評価業務の分類】

総称	業務	報 告	本ガイドライン	内 容
評価	算定	算定書	対象	依頼人からの図表 I - 3 に示されたような評価依頼に基づいて、企業価値（多くの場合は株主価値）の算定を行う業務
	検討	検討書	対象	算定書に示された評価額を、個別・具体的にまた批判的に検討する業務
	鑑定 ³	鑑定書	対象	裁判所からの鑑定命令によって行われる業務

本ガイドラインは、評価には上記のように算定、検討及び鑑定があるとしている。算定人は、企業価値評価の結果を、原則として依頼人のみに対して報告する。算定書は依頼人の意思決定を支援するために取りまとめられる。算定書に利用制限が付されたとしても、算定結果に対して、個別・具体的に、また、批判的にその結果を検討する検討人が存在することを、算定人は強く意識して、業務を行う必要がある。

こういった検討人としては、具体的には、M&A当事会社のうち相手方当事会社、当事会社の反対株主、両当事会社の監査役や監査委員会、ステークホルダー、不正が発覚した際に設置される不正調査のための内部調査委員会や外部調査委員会など様々である。

³ 一般に鑑定は様々な意味で使用されているが、本ガイドラインでは、上表の内容欄に記述しているとおり、裁判所からの鑑定命令によって行われる業務に限定し、裁判目的で実施されるものとして使用している。

③ 評価アプローチの体系

本ガイドラインでは、評価アプローチを下表のように三つに分類している。通常、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、コスト・アプローチに分類するが、コスト・アプローチに関しては、特に時価純資産法といった評価法とイメージが合致しにくいことから、代えてネットアセット・アプローチという呼称を採用した。

【図表 I－5 評価アプローチ】

アプローチ名	内 容
インカム・アプローチ	評価対象会社から期待される利益、ないしキャッシュ・フローに基づいて価値を評価する方法
マーケット・アプローチ	上場している同業他社や、評価対象会社で行われた類似取引事例など、類似する会社、事業、ないし取引事例と比較することによって相対的な価値を評価する方法
ネットアセット・アプローチ	主として評価対象会社の貸借対照表記載の純資産に着目して価値を評価する方法

④ 評価アプローチの選定

評価の目的、評価対象会社を取り巻く環境、それぞれの評価アプローチが持つ特徴、業種的な特性、その他各種要素に鑑みながら、適切と思われるアプローチを選定する必要がある。

⑤ 総合評価の方法

上記の評価アプローチの中には、具体的には様々な評価法がある。単独又は複数の評価法を採用し、評価対象会社の価値を評価することになる。その場合の総合評価には、下表のような方法がある。

【図表 I－6 総合評価の方法】

総合評価の方法	内 容
単独法	評価アプローチの中から特定の評価法を単独で適用して、価値評価を行う方法
併用法 (重複幅併用法)	複数の評価法を適用し、一定の幅をもって算出されたそれぞれの評価結果の重複等を考慮しながら、評価結果を導く方法
折衷法	複数の評価法を適用し、それぞれの評価結果に一定の折衷割合を適用して、加重平均値から評価結果を導く方法

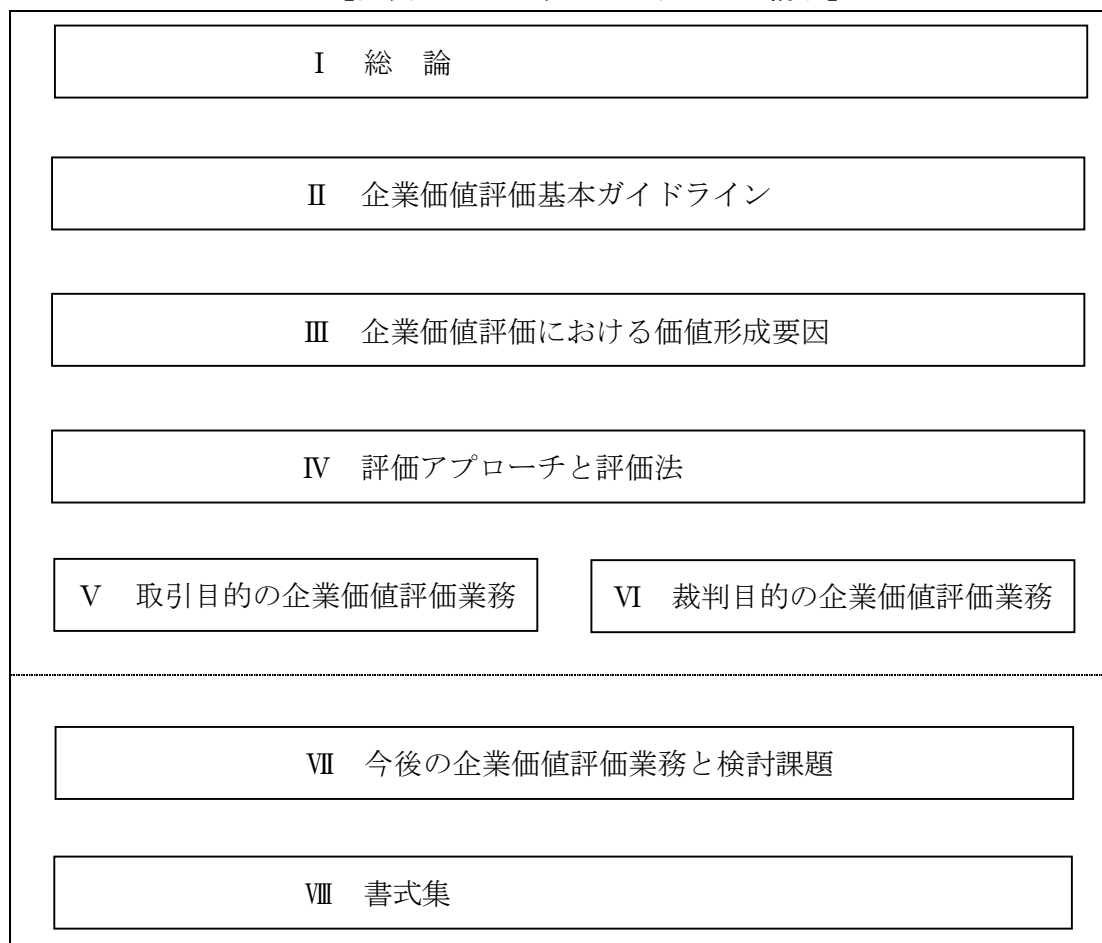
企業価値等形成要因は評価対象会社によって様々であり、評価法にはそれぞれ長所・短所がある。当該評価対象会社の価値形成要因が単純で、それを評価する方法として特定の評価法が適切であると判断された場合には、単独法が採用されるが、

そうでないと評価人が判断した場合には、複数の評価法を採用し、併用法又は折衷法のいずれかで総合評価を行うことになる。

3. 本ガイドラインの構成

本ガイドラインの構成を示したのが、図表Ⅰ－７である。既述のように企業価値評価には様々な目的があるが、本ガイドラインは、取引目的と裁判目的について記載している。「Ⅰ 総論」から「Ⅳ 評価アプローチと評価法」までは、いずれの目的にも共通する内容を記載し、それぞれの目的が有する固有の論点については、ⅤとⅥに記述している。ⅤとⅥは、全く異なる業務領域について記載しているのではなく、場合によっては、相互に参考となる論点も含まれている点に留意されたい。

【図表Ⅰ－７ 本ガイドラインの構成】



4. 本ガイドラインを利用する際の留意点と価値評価の限界

(1) 新たな評価アプローチや評価法の採用

本ガイドラインで示された評価アプローチや評価法は、本ガイドラインが公表された時点において一般的に実務で利用されている方法である。今後、本ガイドラインに

記載した評価アプローチや評価法よりも優れたものが考案された場合、本ガイドラインはその採用を妨げるものではない。

(2) 提供される情報の検証

提供された情報は、無批判に使用するのではなく、本ガイドラインに記述されているような慎重さや批判性等を発揮して、その情報の検討・分析が必要である。

公認会計士は企業価値評価業務において、業務委託契約書にも記載することになるが、提供される情報の真実性・正確性・網羅性について原則として検証する義務を負うものではない。通常は、これらの情報が真実・正確・網羅的であるとの前提に基づいて業務を遂行することになる。価値評価に際しては、情報に関するこれらの欠如に起因して生じる問題から公認会計士が免責されるよう配慮する必要があるからである。そういった場合でも、提供された情報については、詳細な調査、証明、保証といった検証作業に代えて、当該情報が利用可能かといった観点からの検討・分析を行う。それによって、非常識・非現実的な情報を受け入れることがないように留意する。

(3) 将来予測数値の不確実性

提供される情報の中には、将来予測数値が含まれる場合がある。この場合、評価上の前提に不確定要素が極めて多く存在することになる。予測された結果と実際の結果が相違することは頻繁に起こり得る。当該将来情報について公認会計士が検討を行う場合、その達成可能性に関しては責任を負えるものではない。

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

(4) 公認会計士の能力の限界

公認会計士は、会計及び監査の専門家であるが、企業の会計事実の背後にある経済事象や対象業界そのものの専門家ではない。公認会計士は一般に、会計事実の背後にある全ての経済事象について情報・知識を有しているわけではない。

(5) 報告書利用上の制限

特に取引目的での企業価値評価業務の場合、公認会計士は、誤った印象や誤解を与えるような文言を使用しないようにする必要がある。当該案件に関与した公認会計士の名称を用いた第三者等への開示に関しては、その可否、方法及び文言について、業務の委託者等と事前に書面による合意を得るようにしておくことが重要である。

(6) 諸外国の企業の価値評価

取引目的及び裁判目的の企業価値評価業務の対象会社は、我が国の企業を前提にしている。諸外国の企業の価値評価を実施する場合、その国の法令や評価実務を熟知した上で行う必要がある。

5. 取引目的の業務受嘱等⁴で留意すべき点

次章では、企業価値評価に関わる基本的なガイドラインとして、公認会計士の資質、独立性・中立性及び正当な注意義務等についてまとめている。特に取引目的の場合、企業価値評価業務を円滑に進めるだけでなく、不正や企業価値評価を巡る紛争の予防や回避に配慮を払う必要がある。そのための留意点を示すと、下記のとおりである。これらについて留意が必要なことは、合意された手続であっても同様である。また、これらの点が十分に発揮できない場合には、業務を受嘱しないか、又は業務委託契約の途中解約などの対応が必要となる。

(1) 専門性

企業価値評価業務は、会計、税務及び監査の専門性だけでなく、この業務固有の領域についての専門性も求められる。こういった専門性に対応するためには、本ガイドラインで後述する点に留意が必要である。さらに、業務に付随する会社法、金融法、租税法等に対する深い理解が必要である。コーポレートファイナンスや株式市場等のマーケットの動向についての理解も必要である。また、各証券取引所の証券取引所規則、公的機関から公表された企業価値評価に関する研究報告⁵、企業価値評価に関する過去の裁判例、不正の事例、企業価値評価を巡る紛争事例についての検討も必要である。

(2) 全体観

企業価値評価業務は、特に取引目的では、M&Aにおける交渉から合意までの価格形成過程の一部を担うものである。業務に当たっては、その過程全体を見渡した上で対応し、当該業務の依頼人だけでなく、ステークホルダーへの対応といった視野の広さやバランス感覚等、全体観をもって業務を遂行する必要がある。

(3) 慎重さ

企業価値評価に関する業務依頼の内容は様々である。同じ依頼人から同じ評価対象会社の評価を定期的、継続的に受嘱する場合よりも、単発での依頼の場合が多い。企業価値評価業務の依頼があった場合、依頼してきた者が不適切又は違法な依頼人⁶ではないか、評価目的が適切なものなのか、慎重に調査し、受嘱するかの判断をする必

⁴ 業務の受嘱時だけでなく、評価環境の確保、評価業務の実施及び報告書作成に至る過程で常に注意を払うべき留意点

⁵ 例えば、「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する報告書」（企業価値研究会）（平成 19 年 8 月、企業価値研究会）、「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（平成 19 年 9 月、経済産業省）、「経営承継法における非上場株式等評価ガイドライン」（平成 21 年 2 月、中小企業庁）

⁶ 例えば、不正ファイナンスのアレンジャーや反社会的勢力等

要がある。業務の実施や報告に際しても、不正や企業価値評価を巡る紛争の可能性について慎重に配慮して対応する必要がある。

(4) 批判性

高い価値を期待している依頼人は、評価結果が高くなるように誘導し、それに適った情報のみを提供する可能性がある。一方、低い評価を期待している依頼人は、評価結果が低くなるように誘導し、それに適った情報のみを提供する可能性がある。このように、依頼人からは、自己に有利な情報が提供され、不利な情報の提供がなされない可能性がある。場合によっては、有利なように情報を修正した上で提供される可能性もある。依頼人から情報を入手する場合、非常識・非現実的なものを無批判に受容するのではなく、批判性をもってこれを検討・分析する必要がある。

(5) 総合性

企業価値評価は、提供された基礎資料をもとに機械的にまた無批判に計算し、その結果を算出するのではなく、企業価値評価業務の専門家としての専門性を発揮し、総合的な広い視野で業務を進める必要がある。そのためにも、偏った視点や情報に固執するのではなく、評価対象会社の価値形成要因を評価し、様々な評価法を試みながら、場合によっては、依頼人や評価対象会社と協議を行いながら、慎重に評価を進める必要がある。

Ⅱ 企業価値評価基本ガイドライン

1. 一般的事項に関するガイドライン

(1) 企業価値評価業務における公認会計士の資質

- ① 企業価値評価業務を行う公認会計士は、会計及び企業価値評価に関して、専門的知識と経験を有していなければならない。
- ② 職業的倫理と誠実性をもって企業価値評価業務を遂行しなければならない。

(2) 独立性・中立性

- ① 企業価値評価業務において公認会計士は、当事者と一定の利害関係にないことが求められる。
- ② 企業価値評価業務を実施する際の独立性は、監査上の独立性の範囲と異なる。さらに、評価業務の内容や立場によっても異なることに、注意しなくてはならない。
- ③ 企業価値評価業務の実施に当たっては、第三者としての立場を維持し、当事者から著しい影響を受けることがないようにしなければならない。
- ④ 独立性に疑義を持たれるような態度をとることのないよう、常に努めなければならない。
- ⑤ 補助者においても、同様の独立性を堅持しなければならない。
- ⑥ 公認会計士は、偏見・利益相反の関係をもってはならず、かつ客観性を損なうような他の者からの不当な圧力に屈せず、常に公正な立場を堅持しなければならない。
- ⑦ 特に裁判目的における鑑定においては、当事者との関係において中立でなければならない。

(3) 正当な注意義務

- ① 公認会計士は、会計及び企業価値評価の専門家として、正当な注意を払わなければならない。
- ② 補助者についても、同様に正当な注意を払わなければならない。

(4) 守秘義務

- ① 公認会計士は、企業価値評価業務に際して、知り得た秘密を漏らしてはならない。この守秘義務は、業務を終了した後においても遵守しなければならない。
- ② 補助者についても、同様に守秘義務を遵守しなければならない。

2. 実施に関するガイドライン

(1) 評価の目的、対象及び基準日

- ① 企業価値評価業務を実施する際には、評価目的を適切に把握しなければならない。
- ② 評価対象を明確にしなければならない。
- ③ 評価基準日を明確にしなければならない。

(2) 評価実施計画

- ① 企業価値評価業務を効果的かつ効率的に行うためには、評価実施計画を立案しなければならない。
- ② 評価業務を実施する過程で、当初の計画と異なる状況が生じた場合、適宜計画を修正しなければならない。

(3) 十分な業務の実施

- ① 企業価値評価を実施する場合、依頼人との協議の上、実施するために十分な時間を確保しなければならない。
- ② 実施においては、評価を行うのに十分な業務を行わなければならない。

(4) 業務に関する依頼人との関係

- ① 公認会計士が行う企業価値評価は、依頼人の意思決定を補助する業務である。
- ② 業務を実施する際には、評価目的、評価対象、評価基準日、作業の範囲、提供される情報の範囲、責任の範囲等で双方に齟齬が生じないように、事前に協議しなければならない。
- ③ 評価作業の過程で、必要に応じて、取引目的の場合は中間報告、裁判目的の場合は経過報告を通じて協議を行わなければならない。
- ④ 企業価値評価業務を行う公認会計士は、会計や評価業務の専門的知識と経験を有しているが、評価対象会社の詳細な経営実態や将来性について知りえない。評価業務自体にも限界があることを依頼人に認知してもらい、期待ギャップによる無用な問題に発展することを避けなければならない。

(5) 適切な評価法等の選定

- ① どの評価アプローチをとるか、どの評価法を用いるか、どのような総合評価の方法を採用するかについては、評価目的、評価対象会社の状況、その他各種の状況を加味しながら決定しなければならない。
- ② 評価法等の選定に際しては、評価対象会社の企業価値等形成要因について十分検討しなければならない。
- ③ 評価法等の選定に際しては、その根拠を明確にしなければならない。

3. 報告に関するガイドライン

(1) 報告書の記載事項

- ① 表題には、評価書、評価報告書、算定書、算定報告書、検討書、検討報告書又は鑑定書といった報告書名を記載する。
- ② 次頁以降には、報告書の日付、宛先、報告者名、用件（あいさつ文）及び目次を記載する。
- ③ 報告書には、評価目的、評価対象、評価基準日を記載し、評価結果を簡潔に記載する。

- ④ 報告書の本文では、評価アプローチ、評価法、総合評価の方法等について選定理由を記載する。
- ⑤ 総合評価に至る計算過程は、報告書本文又は添付資料に記載する。
- ⑥ 報告書の具体的な記載内容については、「Ⅷ 書式集」の４．及び５．を参照されたい。

(2) 企業価値評価業務上の前提となる事項の記載

- ① 取引目的の報告書の場合、結論が、信頼性の保証や意見の表明ではない旨を報告書に記載する。また、報告書の利用目的及び利用制限について記載する。その他責任の限定に関する内容を明記する。
- ② 裁判目的で実施される鑑定の場合、当事者や裁判所との協議の上で決定され、鑑定事項に記載された前提事項を、鑑定書に記載する。

(3) 利害関係

- ① 取引目的の報告書には、評価人と依頼人及び評価対象会社との利害関係の有無を記載する。
- ② 裁判目的で実施される鑑定の場合、鑑定人が、申請人、被申請人及び鑑定対象会社との間で公認会計士法に規定する特別な利害関係がないことを記載する。

(4) 添付資料及び引用・参考文献

- ① 取引目的の報告書には、必要に応じて、会社から入手した資料、外部から入手した資料、評価人が作成した資料を添付する。
- ② 裁判目的で実施される鑑定の場合、必要に応じて、鑑定結果を補足的に説明する資料を添付する。鑑定書で引用した文献や参考とした文献については、その出典を明記する。

Ⅲ 企業価値評価における価値形成要因

1. 企業価値等形成要因

企業価値評価業務を実施する際には、依頼された評価目的を適切に把握し、評価対象会社とそれを取り巻く経済・経営環境の状況や特殊性を理解した上で、評価アプローチの検討や評価法の選定、さらには、評価で用いる各種パラメーターの推定を行う必要がある。そのために評価業務を受嘱してまず着手しなければならないのは、企業価値等形成要因の把握である。評価業務の中核となるのが、この価値等形成の源泉であることから、評価アプローチと評価法の章に先立ち、Ⅲとして独立した章で記述することとする。

企業価値評価は、機械的に行うのではなく、個々の事情に応じて、その特殊性を適切に把握し、判断しながら業務を進める必要がある。そのためには、価値等形成の源泉に加えて、マネジメント・リスクについても検討・分析する必要がある。マネジメント・リスクについては後述する。

企業価値等形成要因は、一般的要因、業界要因、企業要因、株主要因、目的要因の五つに大別される。

(1) 一般的要因

企業価値等に影響を与える価値形成要因のうち、マクロ的要因を一般的要因といい、その主要な要因には以下のものがある。なお、本章で「企業価値等」とは、事業価値、企業価値、株主価値をいう。

- ① 社会的要因
- ② 政治状況
- ③ 経済政策・景気対策
- ④ 法令
- ⑤ 景気動向

(2) 業界要因

企業価値等进行评估する場合、評価対象会社が属する業界の以下の価値形成要因を考慮する必要がある。

- ① 属する業界のライフサイクルにおけるライフステージ（創成期、成長期、安定期又は衰退期）
- ② 業界の組織再編の動向
- ③ 類似上場会社の株価動向
- ④ 同業他社の経営戦略転換
- ⑤ 同業他社の業績変化

(3) 企業要因

企業価値等の形成に影響する要因のうち、評価対象会社及びそのグループに関わるものとしては以下のものがある。

- ① 業種、業態及び取引規模
- ② 評価対象会社のライフサイクルにおけるライフステージ（創成期、成長期、安定期又は衰退期）

- ③ 経営戦略や経営計画とそれらの達成状況
- ④ 収益性
- ⑤ 財政状態
- ⑥ 配当政策
- ⑦ 経営、営業、技術、研究等の特異性

(4) 株主要因

株主に関連して以下の価値形成要因は、企業価値等の形成に影響を与えるものとして考慮が必要である。

- ① 株主構成（株主の集中、分散の状況）
- ② 株主関係（同族関係、支配株主関係、一定の株主グループの形成状況）
- ③ 株式の種類と発行状況（普通株式、種類株式）
- ④ 取引後の株主構成の変化
- ⑤ 取引数量（全量、大量、中量又は少量）
- ⑥ 過去における売買の事例（株式の流動性の状況）
- ⑦ 株式譲渡制限の有無

(5) 目的要因

企業価値等を何の目的で評価するのか、その評価目的によって価値形成要因のとらえ方が異なる。

- ① 取引目的
- ② 裁判目的
- ③ その他（処分目的、課税目的、P P A目的他）

2. 価値形成要因と基礎資料

企業価値等の価値形成要因は、上記の五つに大別される。そして、それぞれは密接に影響している。これらの要因ごとに把握すべき状況や入手すべき資料を例示すると以下のようになる。

(1) 一般的要因に関連する基礎資料

- ① 会社の将来に影響を及ぼす可能性のある社会情勢の変化
- ② 経済政策
- ③ 法令等の改正
- ④ 景気予測
- ⑤ 景気指標の過去の推移

(2) 業界要因に関連する基礎資料

- ① 業界に関する最近の各種報道記事
- ② 類似上場会社の株価の推移
- ③ 同業他社の業績に関する情報

(3) 企業要因に関連する基礎資料

- ① 業種、業態及び取引規模に関する資料には以下のものがある。
 - a) 会社の所在地、商号、設立年月日、事業の目的、機関設計の状況
 - b) 定款記載内容
 - c) 会社の沿革とそれまでの業種・業態の変更
 - d) 関係会社等の状況
 - e) 関係会社等を含む会社グループの事業の内容と取引関係
 - f) 支店、営業所、工場等設備の状況
 - g) 従業員の状況
 - h) 組織の構造
 - i) 主要取引先
 - j) 主要取引銀行
- ② 収益性、財政状態、配当政策に関する資料には以下のものがある。
 - a) 採用している会計方針や会計処理に関する資料
 - b) 財務情報の信頼性確保に関して内部統制の整備状況を示す資料
 - c) 売上高及び利益の過去の推移
 - d) 純資産、総資産及び主要資産科目、負債科目の推移
 - e) 一株当たりの情報（純資産額、当期純利益）の推移
 - f) 自己資本比率、自己資本利益率等主要比率の推移
 - g) キャッシュ・フローの推移
 - h) 配当の推移
- ③ 経営、営業、技術、研究等の特異性に関する資料には以下のものがある。
 - a) 役員構成、役員の異動状況
 - b) 取扱品目
 - c) 営業体制
 - d) 生産体制
 - e) 研究体制
 - f) 特許等知的財産の状況
- ④ 経営戦略や経営計画に関する資料には以下のものがある。
 - a) これまでの戦略や計画の達成状況
 - b) 将来の戦略や計画
 - c) 取締役会での最近の重要な決議事項
 - d) 株主総会での重要な決議事項
 - e) 締結した又は将来締結する経営上の重要な契約

(4) 株主要因に関連する基礎資料

- ① 授權資本
- ② 株式の種類と発行済株式総数、また、自己株式がある場合はその数
- ③ 譲渡制限の有無
- ④ 株主の状況（大株主や株主グループについても）
- ⑤ 株主相互の関係
- ⑥ 役員と株主の関係
- ⑦ 同族関係・親族関係
- ⑧ 最近の株主の異動とその内容

(5) 目的要因に関連する基礎資料

- ① 評価依頼の目的及びその内容
- ② 評価依頼の背景と経緯

3. 基礎資料の有用性及び利用可能性の検討

(1) 基礎資料の種類

評価対象会社の評価に際して入手する基礎資料には、評価人（本ガイドラインでは算定、検討、鑑定業務を行う公認会計士を「評価人」と総称する。）が独自に入手する資料、評価対象会社から入手する資料、他の専門家（例えば、不動産鑑定士や弁理士）や調査会社が作成した資料がある。

(2) 評価人が資料を独自に入手する場合の留意点

評価人が独自に入手する一般的要因や業界要因に関連する資料は、信頼性を確保するために以下の留意が必要である。

- ① 資料の信頼性
比較的信頼性の高い資料を採用する。
- ② 入手時期
資料は、評価時点又は評価基準日に近い最新のものを使用する。
- ③ 出典
評価書で引用した場合には、その出典を明確にする。

(3) 評価対象会社から入手する資料の有用性及び利用可能性

評価人は、評価対象会社から提供された情報を実無批判に使用するのではなく、本ガイドラインに記述されているような慎重さや批判性等を発揮して、その情報の検討・分析を行う必要がある。提供された非常識・非現実的な情報の無批判な使用は、不正や企業価値評価を巡る紛争の原因となる可能性があることに留意する必要がある。

評価は、依頼人との一定の契約関係や双方の協議を前提に実施される。業務に際しては、業務委託契約にも記載することになるが、会社から入手する資料に関して、真実性・正確性・網羅性について原則として検証する義務を負うものではない。ここで

検証とは、詳細に調査を行い証明や保証をする行為という意味で一般には理解されている。依頼人から提供された情報の真実性・正確性・網羅性について、こういった詳細な調査を行い、それらを証明することまでも評価人の責任となると、業務範囲や責任範囲が過度に広がってしまうことになる。そこで実務上は、依頼人との協議の上で、提供された情報が真実・正確・網羅的であることの前提に基づいて業務を遂行することになるのである。そういった場合であっても、提供された情報については、上記のような留意が必要となる。そこで、評価対象会社から入手する資料に関するこれらの検証に代えて、評価に際して利用できるかといった有用性及び利用可能性の観点からの検討・分析が必要となる。その結果入手した資料が有用性及び利用可能性の点から不適切であると判断した場合、資料の訂正、再提出を依頼する必要がある。例えば、次のような場合には、当該情報を不採用とすることになる。

- ① 依頼人の発言に明らかな虚偽があった場合
- ② 正当な理由がないにもかかわらず非協力的な対応で基礎資料を十分に得られなかった場合
- ③ 入手した資料に意図的と思われる改ざんや脱漏があった場合
- ④ 入手した資料の間で整合性のない場合や明らかな不一致があった場合
- ⑤ 評価人が独自に入手した基礎資料と傾向性などで明らかな不一致があった場合

(4) 他の専門家や調査会社から入手する資料の取扱い

- ① 入手の必要性についてはあらかじめ依頼人等と協議する。
- ② 専門的能力や経験等を考慮して選任する。
- ③ 特に他の専門家に評価を依頼する場合、評価目的、評価対象、評価基準日及び依頼する業務内容を適切に伝える必要がある。

(5) 有用性及び利用可能性検討における制約

資料の有用性及び利用可能性については、本章「3. (3)」のような配慮が必要であるが、以下の制約があることも留意しなければならない。

① 時間的制約

評価書には提出期限がある。そのような時間的な制約のもとで評価作業のスケジュールを組まなければならないため、有用性及び利用可能性の検討に十分な時間が確保されていない場合がある。

② 業界、会社に関する情報

企業価値評価は非継続的な業務である。評価に関して専門的な知識や実務経験があっても、評価対象会社及び属している業界に関して十分な情報を得るだけの時間が確保されていない。

③ 将来予測

会社から入手する基礎資料には、不確実性の高い将来予測も含まれている。その妥当性を検討するために、一般的要因や業界要因の分析を行うが、会社が将来予測を適切に行っているかについての判断は評価人として困難である。

④ 費用的制約

入手するのに要する費用には制約がある。入手することで得られる評価上の成果と、入手するのに要する費用とを慎重に比較検討した結果、依頼人等との協議によっては、入手する資料の範囲に制約が生じる。

4. マネジメント・インタビューの実施

(1) マネジメント・インタビューの重要性

評価人が独自に入手した基礎資料⁷及び会社から入手した基礎資料を検討し、後述の具体的な評価作業に入るが、評価対象会社のマネジメントに対するインタビューは、これらの資料に表れていない会社の実態を知り、資料の有用性及び利用可能性を裏付ける手段として重要である。なお、依頼人と評価対象会社の関係又は評価業務の内容や立場によっては、マネジメント・インタビューの実施が困難な場合もあることに留意する。企業価値評価業務は、文書で提供された資料だけで行うのではない。企業価値等形成要因を検討した後、その形成を裏付ける基礎資料を入手する。さらに、マネジメントに対してインタビューを実施する。それによって、文書での基礎資料に表れていない会社の実態を知り、資料の有用性及び利用可能性を裏付けることができるのである。

企業価値評価が不正に利用される場合、経営者や上位管理者が関わっている場合が多い。このような場合にマネジメント・インタビューを実施したとしても、資料に表れていない会社の実態を知り、資料の有用性及び利用可能性を裏付けるというインタビューの目的は果たすことができない点に留意が必要である。マネジメント・インタビューは、評価業務を適切に行う上で有効な手段であるものの、不正に対しては、必ずしも有効ではない場合もある点に留意をする必要がある。

(2) マネジメント・インタビューの内容

インタビューは、入手した資料を吟味した後の比較的初期段階と、評価額が算定された最終段階で行われる。このうち初期段階で行うインタビューの主要な事項を例示すると、次のようになる。なお、最終段階で行われるインタビューは、下記のうち企業価値評価に重要な影響を与える事項に絞り込んで行われる。

① 一般的要因

- a) 景気の過去の動向や将来の景気が会社に与える影響
- b) 経済政策が会社に与える影響
- c) 法令等の改正が会社に与える影響

⁷ 鑑定人による裁判目的の評価の場合、鑑定人が当事者とは関係なく独自に入手した資料を用いることが許されるかについては議論の余地がある。「VI 裁判目的の企業価値評価業務」を参照。

- ② 業界要因
 - a) 業界全体の動向が会社に与える影響
 - b) 業界の将来予想
 - c) 会社が類似上場会社と考えている会社とその理由
- ③ 企業要因
 - a) 会社の経営目標、戦略、計画とそれらの達成状況
 - b) 関係会社の状況と会社 to 与える影響
 - c) 人員や設備の現状と今後の予定
- ④ 株主要因
 - a) 会社と株主の関係
 - b) 株主間の関係
 - c) 株主と役員との関係
- ⑤ 目的要因
 - a) 評価目的の確認
 - b) 依頼内容の確認
 - c) 依頼の背景と経緯

(3) マネジメント・リスクの検討

マネジメントに対しては、経営上のリスクについてもインタビューを行う必要がある。主要な事項を例示すると次のとおりである。

- ① 収益性に影響するリスク
- ② 財政状態に影響するリスク
- ③ キャッシュ・フローに影響するリスク
- ④ 従業員との紛争
- ⑤ 役員間の紛争
- ⑥ 株主との紛争
- ⑦ 知的財産権紛争
- ⑧ 製品の品質に関するリスク
- ⑨ 不良在庫に関するリスク
- ⑩ 取引先との紛争や不良債権に関するリスク
- ⑪ 過剰人員、過剰投資に関するリスク
- ⑫ 公的規制の影響や行政処分に関するリスク
- ⑬ 税務上のリスク

5. 価値形成要因と評価実施計画

(1) 評価実施計画の意義

評価実施計画（算定計画、検討計画及び鑑定計画を総称して「評価実施計画」と呼称する。）は、評価業務を効果的かつ効率的に行うために有効である。評価実施計画の立案では、下記の点を検討する必要がある。

- ① 評価目的
- ② 評価対象会社
- ③ 評価基準日
- ④ 評価に関する基本方針
- ⑤ 企業価値評価に影響する価値形成要因
- ⑥ 価値形成要因に関連する基礎資料
- ⑦ マネジメント・リスクの分析
- ⑧ 評価アプローチ、評価法、総合評価の方法
- ⑨ 評価作業のスケジュール
- ⑩ 担当者の分担
- ⑪ 他の専門家の利用
- ⑫ マネジメント・インタビュー
- ⑬ 中間報告（取引目的の場合）・経過報告（裁判目的の場合）のスケジュール
- ⑭ 評価書の提出期限

(2) 価値形成要因分析の留意点

価値形成要因には、一般的要因、業界要因、企業要因、株主要因、目的要因があるが、全ての要因を均等に分析するのではない。評価業務の予備的段階で入手した情報を基に、評価対象会社の場合いずれが価値形成に重要な影響があるかを評価人として判断することになる。

(3) マネジメント・リスク分析の留意点

不確実性の高い将来予測数値を評価に用いる場合、マネジメント・インタビューを通じて分析されたマネジメント・リスクについて、入手する基礎資料、評価アプローチ、評価法又は評価法で利用する計算要素の決定に際して留意が必要である。

(4) 検討業務及び鑑定業務における争点の分析

検討業務では、算定書や提示された評価額の個別・具体的な批判的検討が行われる。鑑定業務の場合、鑑定命令が裁判所から出されるまでに申請人、被申請人が主張書面を通じて各々の主張や相手方への批判などを理解する。評価額に関して争点が生じる原因は、各々の立場の違いによって利害が異なり、それによって価値形成要因に対する認識に差異が生じるところにある。検討及び鑑定においては、争点を明確にし、価値形成要因との関係で評価実施計画の立案が必要になる。

(5) 評価実施計画の修正

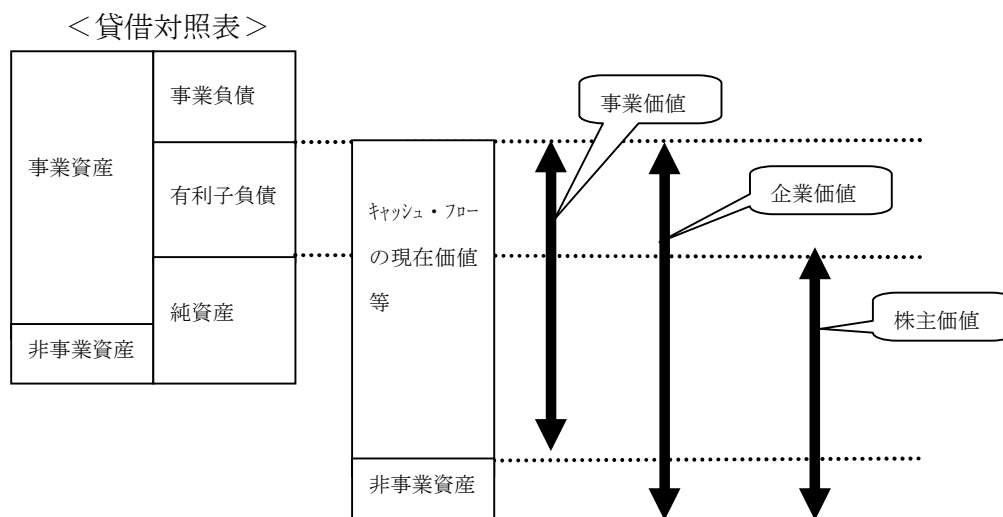
評価実施計画は、評価業務の初期段階で立案される。評価作業を進める過程で、価値形成要因やマネジメント・リスク分析等の結果によっては、業務の効果・効率の観点から評価実施計画を修正する必要がある。

IV 評価アプローチと評価法

1. 企業価値の概念

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

【図表Ⅳ-1 企業価値の概念図】



(注) 非事業資産には、例えば、遊休資産、余剰資金などがある。

(1) 事業価値

事業から創出される価値である。会社の静態的な価値である純資産価値だけではなく、会社の超過収益力等を示すのれんや、貸借対照表に計上されない無形資産・知的財産価値を含めた価値である。図表Ⅳ-1のキャッシュ・フローは営業フリー・キャッシュ・フローといわれるもので、有利子負債に係る支払利息や配当金等の特定の投資家等へのキャッシュ・アウト・フローを控除する前のキャッシュ・フローである。

(2) 企業価値

事業価値に加えて、事業以外の非事業資産の価値も含めた企業全体の価値である。なお、企業価値を株主価値と同義にとらえるケースも実務上あるが、本ガイドラインでは、企業価値と株主価値は別の概念として定義する。

(3) 株主価値

企業価値から有利子負債等の他人資本を差し引いた株主に帰属する価値である。なお、株主価値の算定に当たっては、種類株式等の取扱いや少数株主持分を減算する等の処理が必要となる。

2. 評価アプローチの分類体系と特徴

(1) 評価アプローチの体系と概念

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

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

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

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

(2) 評価アプローチの意義

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

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

ネットアセット・アプローチによる株式評価では、帳簿上の純資産を基礎として、一定の時価評価等に基づく修正を行うため、帳簿作成が適正で時価等の情報が取りやすい状況であれば、客観性に優れていることが期待される。一方、一時点の純資産に基づいた価値評価を前提とするため、のれん等が適正に計上されていない場合には、将来の収益能力の反映や、市場での取引環境の反映は難しいといえる。

(3) 評価アプローチにおける評価法

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

【図表Ⅳ-2 企業評価アプローチと評価法】

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

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

(4) 評価アプローチの一般的な特徴

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

【図表Ⅳ-3 三つの評価アプローチの一般的な特徴】

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

◎：優れている ○：やや優れている △：問題となるケースもある

図表Ⅳ-3に示されている「客観性」とは、客観的な前提条件に基づいた株式評価が可能かどうかであり、誰が行ってもある程度同じような評価結果が得られるかどうか

か、評価に恣意性が入る余地が小さいかどうかを表している。上表ではマーケット・アプローチが客観性の面で優れているとしているが、これは一般的な特徴であって、上記のように、いかなる場合でも優れているということを意味しているわけではない点に留意が必要である。他の項目についても同様である。

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

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

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

3. 評価目的と評価アプローチの選定

(1) 評価アプローチ選定における問題点と留意点

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

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

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

(2) 評価アプローチ選定と留意例

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

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

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

② 会社の継続性に疑義があるようなケース

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

③ 知的財産等に基づく超過収益力を持つ企業

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

④ 類似上場会社のない新規ビジネス

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

4. 総合評価の方法

(1) 総合評価の重要性と留意点

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

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

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

(2) 単独法

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

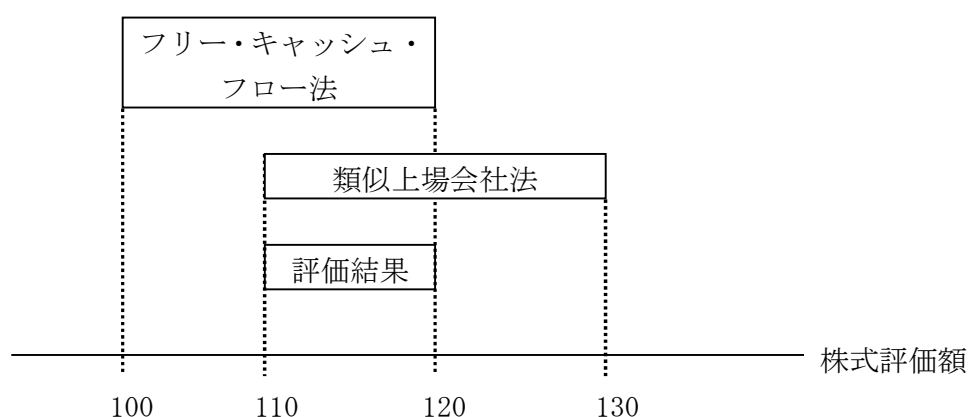
(3) 併用法

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

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

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

【図表Ⅳ－４ 併用法(重複幅併用法)による総合評価の例】



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

(4) 折衷法

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

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

5. インカム・アプローチにおける評価法

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

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

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

(1) フリー・キャッシュ・フロー法

① 基本式

フリー・キャッシュ・フロー法の基本式を示したのが、図表Ⅳ-5である。

【図表Ⅳ-5 フリー・キャッシュ・フロー法の基本式】

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

上記の基本式は、図表Ⅳ-6のように書き換えることができる。

【図表Ⅳ-6 終価を用いたフリー・キャッシュ・フロー法の算定式】

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

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

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

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

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

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

② 解説

事業価値を計算する場合には、将来の営業フリー・キャッシュ・フローの期待値を加重平均資本コストで割り引いた現在価値の合計を計算する。ここで、営業フリー・キャッシュ・フローは、税引後営業利益に減価償却費を加え、投資支出を控除し、さらに運転資本増加（減少）額を控除（加算）することによって計算される。

営業フリー・キャッシュ・フロー = 営業利益 $\times (1-\tau)$ + 減価償却費 - 投資支出 $\pm$ 運転資本増減額

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

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

【図表Ⅳ-8 加重平均資本コストの算定式】

$k_w = \frac{E}{E+D} \cdot k_e + \frac{D}{E+D} \cdot k_d \cdot (1-\tau)$
k_w : 加重平均資本コスト E : 株主資本価値 D : 負債価値 k_e : 株主資本コスト $k_d \cdot (1-\tau)$: 負債資本コスト

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

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

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

株主価値を直接的に計算する場合には、株主に帰属するフリー・キャッシュ・フローの期待値を株主資本コストで割り引く。株主に帰属するフリー・キャッシュ・フローは、営業フリー・キャッシュ・フローから債権者等の普通株主以外の資金提供者へのキャッシュ・フロー、すなわち、有利子負債の純返済（返済マイナス借入れ）や優先株主へ支払などを除いたものである。

(2) 調整現在価値法

① 基本式

調整現在価値法の基本式を示すと、図表Ⅳ-9 のようになる。

【図表Ⅳ-9 調整現在価値法の基本式】

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

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

【図表Ⅳ-10 調整現在価値法における無負債事業価値算定式】

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

【図表Ⅳ-11 調整現在価値法における節税効果の現在価値算定式】

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

② 解説

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

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

(3) 残余利益法

① 基本式

残余利益法の基本式は、図表Ⅳ-12のとおりである。

【図表Ⅳ-12 残余利益法の基本式】

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

ここで、営業残余利益は以下のように計算される。

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

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

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

【図表Ⅳ-13 株主価値を直接計算する場合の残余利益法算定式】

$VE_0 = NA_0 + \frac{RI_1}{(1+k_e)} + \frac{RI_2}{(1+k_e)^2} + \frac{RI_3}{(1+k_e)^3} + \dots$ $= NA_0 + \frac{RI_1}{(1+k_e)} + \frac{RI_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{RI_n}{(1+k_e)^n} + \frac{TV}{(1+k_e)^n}$
VE_0 : 評価時点（第1期首）の株主価値 NA_0 : 第1期首の純資産簿価 RI_t : t期の株主に帰属する残余利益の期待値 k_e : 株主資本コスト TV : $n+1$期以降の残余利益を n期末時点に割り引いた価値

ここで、株主に帰属する残余利益は以下のように計算される。

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

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

② 解説

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

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

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

(4) その他の評価法

① 配当還元法

a) 基本式

配当還元法の基本式は、図表Ⅳ-14のとおりである。

【図表Ⅳ-14 配当還元法の基本式】

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

b) 解説

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

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

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

【図表Ⅳ-15 配当成長を予測する配当還元法の算定式】

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

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

② 利益還元法

a) 基本式

利益還元法の基本式は、図表Ⅳ-16のとおりである。

【図表Ⅳ-16 利益還元法の基本式】

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

b) 解説

利益還元法は、会計上の純利益を一定の割引率で割り引くことによって株主価値を計算する。一般的に収益還元法と呼ばれている。純利益を割り引く際の割引率を株主資本コストとすると、一般には、配当還元法やフリー・キャッシュ・フロー法で計算される価値とは矛盾する計算結果となる。これらと整合的になるのは、会計上の純利益が配当額や株主帰属フリー・キャッシュ・フローと等しい場合に限られるため、それ以外の場合に、割引率(r)をどのような水準にするのか

が問題となる。割引率を、類似企業の値を参考として決定する場合には、インカム・アプローチではなく、マーケット・アプローチにおける類似上場会社法に対応するものであると考えられる。

(5) インカム・アプローチ適用上の留意点

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

① 将来キャッシュ・フロー等の予測の際の仮定

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

② 将来キャッシュ・フロー等の予測期間

将来無限にわたるキャッシュ・フロー等を正確に予測することは不可能であるため、実務においては、ある時点以降のキャッシュ・フロー等については単純な仮定において終価を計算する。その場合に、予測期間をどの程度の長さにするかが問題となるが、この長さは終価の計算において利用する単純化の仮定が肯定できるように、企業が何らかの定常的な状態にいたるまでの期間とするべきである。

③ 加重平均資本コストにおけるウェイト

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

④ 評価過程における負債価値

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

⑤ 資本構成の変化

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

⑥ 非事業資産が存在する場合の加重平均資本コストの計算

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

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

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

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

⑦ オプション理論

リアルオプションとは、金融オプションの評価技法を実物投資に応用するものである。経営においては、時間の経過とともに多様な不確実性が解消し、戦略的な意思決定をすることが可能となる。このような企業経営における柔軟性は、重要なオプション価値を有する場合があります、これを適切に評価しないと事業価値又は株主価値を過小評価する場合があります。保有するオプションは、利益又はキャッシュ・フローを適切に予測すれば、推定される事業価値又は株主価値に含まれるはずであるが、可能な場合にはリアルオプションそのものの価値を評価することを検討すべきである。

(6) インカム・アプローチに属する各評価法の計算例

以下に示す簡単な例を利用して、各評価法における計算の仕組みを確認する。ここで、一部の評価結果が一致しているが、実務上は、各評価法を適用する場合には、評価に利用する情報が相互に整合的であることは少なく、異なる評価額となるのが一般的である。

<設 例>

A社に関する予測情報は以下のとおりである。全て営業資産であり、普通株式及び有利子負債（利率5%）によって資金調達している。また、固定負債は全て有利子負債であり、その簿価は時価と等しいものとする。なお、流動負債は無利子負債である。

・貸借対照表

	20X1	20X2	20X3	20X4
流動資産	2,000	2,400	2,640	2,640
固定資産	10,000	12,000	13,200	13,200
合計	12,000	14,400	15,840	15,840
流動負債	1,000	1,200	1,320	1,320
固定負債	6,000	7,200	7,920	7,920
純資産	5,000	6,000	6,600	6,600
合計	12,000	14,400	15,840	15,840

・損益情報等

	20X2	20X3	20X4
営業利益	3,300	3,960	4,356
支払利息	300	360	396
税引前利益	3,000	3,600	3,960
法人税等	1,200	1,440	1,584
税引後純利益	1,800	2,160	2,376
配当支払	800	1,560	2,376
留保利益	1,000	600	0
減価償却費	500	600	660
資本支出（減価償却分含む。）	2,500	1,800	660
運転資本増加額	200	120	0
所得に対する税率	0.4	0.4	0.4
純借入額	1,200	720	0
株主に帰属するフリー・キャッシュ・フロー	800	1,560	2,376
株主に帰属する残余利益	1,150	1,380	1,518
営業フリー・キャッシュ・フロー	-220	1,056	2,613.6
営業残余利益	880	1,056	1,161.6

・20×2年のキャッシュ・フロー等の計算

株主に帰属するフリー・キャッシュ・フロー

$=1,800$ （税引後純利益） $+500$ （減価償却費） $-2,500$ （資本支出） -200 （運転資本増加額） $+1,200$ （純借入額） $=800$

株主に帰属する残余利益 $=1,800$ （税引後純利益） $-5,000$ （期首純資産） $\times 0.13$
 $=1,150$

営業フリー・キャッシュ・フロー

$=3,300$ （営業利益） $\times (1-0.4)$ $+500$ （減価償却費） $-2,500$ （資本支出）
 -200 （運転資本増加額） $=-220$

営業残余利益

$=3,300$ （営業利益） $\times (1-0.4)$ $-11,000$ （期首総営業資産） $\times 0.1=880$

ここで、総営業資産は、営業固定資産プラス正味運転資本として計算している。

・資本コスト

株主資本コスト	13.0%
加重平均資本コスト	10.0%

ここでは、加重平均資本コストは、目標資本構成として株主資本：有利子負債＝7：3を想定し、以下のように計算している。

$$13\% \times 0.7 + 5\% \text{（負債利子率）} \times (1 - 0.4) \times 0.3 = 10\%$$

① 株主価値を直接に計算する方法

a) フリー・キャッシュ・フロー法

株主に帰属するフリー・キャッシュ・フローを割り引いて、株主価値を以下のように計算する。なお、第3期以降のフリー・キャッシュ・フローを一定と仮定している。

$$\text{株主価値} = \frac{800}{1+0.13} + \frac{1,560}{(1+0.13)^2} + \frac{2,376/0.13}{(1+0.13)^2} \doteq 16,243$$

b) 配当還元法

本設例においては、株主に帰属するフリー・キャッシュ・フローが全て配当されているために、フリー・キャッシュ・フロー法の結果と株主価値は同額となる。

$$\text{株主価値} = \frac{800}{1+0.13} + \frac{1,560}{(1+0.13)^2} + \frac{2,376/0.13}{(1+0.13)^2} \doteq 16,243$$

なお、フリー・キャッシュ・フロー法と配当還元法による評価額が必ず同額となるわけではない。

c) 残余利益法

評価時点の純資産簿価に将来における残余利益の現在価値の合計を加えることによって株主価値を以下のように計算する。なお、第3期以降の残余利益を一定と仮定している。

$$\text{株主価値} = 5,000 + \frac{1,150}{1+0.13} + \frac{1,380}{(1+0.13)^2} + \frac{1,518/0.13}{(1+0.13)^2} \doteq 16,243$$

なお、予測が整合的であるならば、配当還元法とここでの残余利益法の評価は同額となるが、両方法を選択的に適用する意義は各方法において独自の予測を取り入れることにある。

d) 利益還元法

この例においては、税引後純利益は減価償却費が控除されているために企業が生み出すキャッシュ・フローと異なるものであり、さらに、株主に配分されるキャッシュ・フローである配当とも一致しない。そのため、この例では、株主価値の評価として利益還元法の採用は限定的である。

② 事業価値を計算する方法

次に、事業価値を計算し、これをベースに株主価値を計算する方法について説明しよう。

a) フリー・キャッシュ・フロー法

営業フリー・キャッシュ・フローを加重平均資本コストで割り引いた現在価値合計によって事業価値を計算し、そこから負債価値を控除することによって株主価値を計算する。各年の営業フリー・キャッシュ・フローの予測値をベースに以

下のように各価値が計算される。なお、第3期以降のフリー・キャッシュ・フローを一定と仮定している。

$$\text{事業価値} = \frac{-220}{1+0.1} + \frac{1,056}{(1+0.1)^2} + \frac{2,613.6/0.1}{(1+0.1)^2} \doteq 22,273$$

$$\text{株主価値} = 22,273 - 6,000 = 16,273$$

b) 残余利益法

現在の総営業資産簿価と将来の残余利益の現在価値合計から事業価値を計算する。事業価値及び株主価値は以下のとおりである。なお、第3期以降の残余利益を一定と仮定している。

$$\text{事業価値} = 11,000 + \frac{880}{1+0.1} + \frac{1,056}{(1+0.1)^2} + \frac{1,161.6/0.1}{(1+0.1)^2} \doteq 22,273$$

$$\text{株主価値} = 22,273 - 6,000 = 16,273$$

予測が整合的であるとき、事業価値を計算するフリー・キャッシュ・フロー法と残余利益法は同様な評価額を導くが、両方法を選択的に適用する意義は各方法において独自の予測を取り入れることにある。

c) 調整現在価値法

評価対象会社が全額自己資本によって調達していると仮定した場合の株主資本コスト(無負債株主資本コスト)を推定する必要がある。ここではこれを11.3%とする。営業フリー・キャッシュ・フローをこの株主資本コストで割り引いた現在価値合計が無負債事業価値である。そして、年々の利息支払による節税効果をそのリスクを反映した割引率(ここでは、利子率5%としよう。)で割り引くことによって節税効果の現在価値合計を計算する。事業価値はこれらの合計であり、株主価値はこの事業価値から負債価値を控除することによって計算される。具体的な計算は以下のとおりである。

$$\text{無負債事業価値} = \frac{-220}{1+0.113} + \frac{1,056}{(1+0.113)^2} + \frac{2,613.6/0.113}{(1+0.113)^2} \doteq 19,326$$

$$\text{節税効果の価値} = \frac{300 \times 0.4}{1+0.05} + \frac{360 \times 0.4}{(1+0.05)^2} + \frac{(396 \times 0.4)/0.05}{(1+0.05)^2} \doteq 3,118$$

$$\text{事業価値} = 19,326 + 3,118 = 22,444$$

$$\text{株主価値} = 22,444 - 6,000 = 16,444$$

この評価額は、事業価値を計算するフリー・キャッシュ・フロー法と残余利益法の評価額とは異なっている。無負債株主資本コストを利用していること及び節税効果の計算への織込み方の違いが、このような評価額の差を生み出している。

6. マーケット・アプローチにおける評価法

(1) 市場株価法

① 市場株価法の意義

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

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

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

② 市場株価法の計算例

－前提条件－

評価基準日： 20X7年10月 1 日

計算方法：評価基準日前 1 か月間の東京証券取引所終値を出来高で加重平均

日付	終値	出来高株数	終値×出来高
9月1日	567	34,000	19,278,000
4日	569	48,000	27,312,000
5日	580	28,000	16,240,000
6日	578	46,000	26,588,000
7日	580	58,000	33,640,000
8日	584	38,000	22,192,000
11日	589	46,000	27,094,000
12日	590	49,000	28,910,000
13日	594	68,000	40,392,000
14日	599	126,000	75,474,000
15日	601	168,000	100,968,000
19日	599	263,000	157,537,000
20日	594	354,000	210,276,000
21日	598	278,000	166,244,000
22日	599	126,000	75,474,000
25日	603	234,000	141,102,000
26日	601	323,000	194,123,000
27日	601	289,000	173,689,000
28日	603	323,000	194,769,000
29日	602	389,000	234,178,000
合計		3,288,000	1,965,480,000

$$\text{加重平均株価} = 1,965,480,000 \div 3,288,000 = 597.77\text{円}$$

(2) 類似上場会社法

① 類似上場会社法の意義

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

次のステップで計算する。

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

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

【図表Ⅳ-17 類似上場会社選定の判断要素例】

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

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

倍率の算定に使用する財務数値の代表的なものは次のとおりである。

【図表Ⅳ-18 倍率の算定に使用する財務数値の例】

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

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

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

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

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

② 類似上場会社法の計算

－前提条件－

評価対象会社： X社

評価基準日： 20X7年6月1日

類似上場会社： A社とする。

倍率計算に使用する財務数値： 一株当たり税引後利益

財務数値の決算日：20X7年3月31日（直近決算日）

A社 20X7年3月期

税引後利益 2,360,000,000円

発行済株式総数 10,000,000株

一株当たり税引後利益 236円 (2,360,000,000÷10,000,000株)
 20X7年6月1日のA社株価終値 4,484円
 株価倍率 = 19(4,484÷236)
 X社 20X7年3月期
 税引後利益 160,000,000円
 発行済株式総数 250,000株
 一株当たり税引後利益 640円(160,000,000 ÷ 250,000株)
 X社株評価額 = 640円 × 19倍 = **12,160円**

(3) 類似取引法

① 類似取引法の意義

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

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

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

② 類似取引法の計算例

ー前提条件ー

評価対象店舗 : X店

ドラッグストアの店舗事業価値を売上高で評価した取引事例の情報が数件存在する。評価は、売上高を基準に行う。

取引事例	取引日	年間売上高	売場面積(㎡)	売買価格	売買価格 ÷ 売上高
A店	2005年6月	570,000,000	1,000	330,000,000	57.89%
B店	2005年8月	580,000,000	800	380,000,000	65.52%
C店	2006年2月	740,000,000	900	420,000,000	56.76%
D店	2006年4月	890,000,000	1,300	420,000,000	47.19%
				平均	56.84%

X店の評価額 = 年間売上高 680,000,000円 × 56.84% = **386,512,000円**

(4) 取引事例法（取引事例価額）

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

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

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

7. ネットアセット・アプローチにおける評価法

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

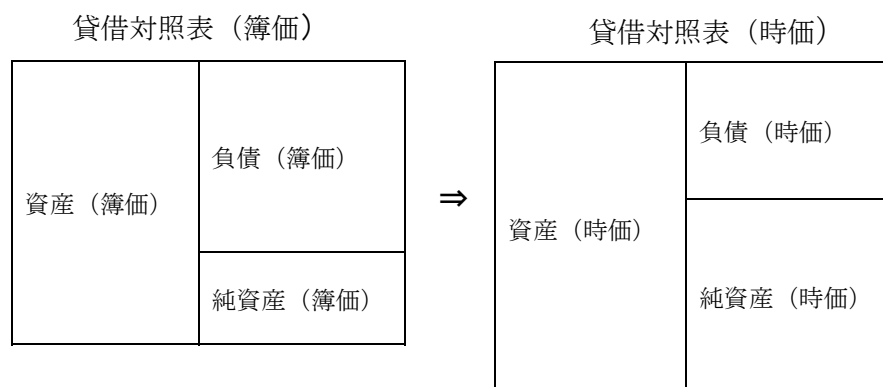
(1) 簿価純資産法

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

(2) 時価純資産法（修正簿価純資産法）

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

【図表Ⅳ-19 簿価純資産法と時価純資産法】



① 再調達時価純資産法

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

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

② 清算処分時価純資産法

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

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

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

③ その他の純資産法

無形資産を評価する方法（超過収益法）

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

(3) 簿価純資産法及び時価純資産法の計算例

－前提条件－

評価対象会社 : X社 株式発行総数 : 10,000,000株
計算方法 : 評価対象会社の時価については、金額的に重要な資産のみについて時価を算出し使用する。

貸借対照表

(単位百万円)

	簿価	時価		簿価	時価
流動資産	53,954	51,805	流動負債	56,790	56,790
現金預金	1,966	1,966	支払手形	21,995	21,995
受取手形	28,000	28,000	買掛金	9,830	9,830
売掛金	12,837	12,837	短期借入金	23,000	23,000
棚卸資産	7,560	5,460	未払金	536	536
短期貸付金	1,240	1,240	未払費用	460	460
未収入金	567	567	前受金	290	290
前払費用	680	680	賞与引当金	390	390
仮払金	350	350	その他	289	289
その他	890	890			
貸倒引当金	-136	-185	固定負債	22,989	22,989
固定資産	48,677	64,034	社債	17,000	17,000
有形固定資産	21,279	28,572	長期借入金	3,800	3,800
建物	9,880	9,340	退職給付引当金	2,000	2,000
建物付属設備	340	312	その他	189	189
機械装置	5,670	5,620			
土地	5,389	13,300	負債合計	79,779	79,779
無形固定資産	2,058	3,310			
特許権	791	1,420	純資産	22,852	36,060
借地権	1,267	1,890			
投資その他資産	25,340	32,152			
投資有価証券	18,450	24,592			
関係会社株式	6,890	7,560			
資産合計	102,631	115,839	負債純資産合計	102,631	115,839

簿価純資産法評価額 = 22,852百万円 ÷ 10,000,000株 = 2,285円/株

時価純資産法評価額 = 36,060百万円 ÷ 10,000,000株 = 3,606円/株

8. 評価法に関する補足事項

(1) インカム・アプローチにおける資本コストの推定

① 資本コストの推定

評価対象会社が上場会社である場合には、一般に、特定の資産評価モデルを利用して株主資本コストを推定している。実務においては、資本資産評価モデル (Capital Asset Pricing Model) を援用して株主資本コストを推定する場合が多い。このモデルでは、会社の株主資本コスト (k_e) は以下のように表される。

【図表Ⅳ-20 CAPMを援用した株主資本コストの推定】

$k_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$	
k_e : 株主資本コスト	
r_f : 安全利子率	
r_m : 市場収益率の期待値	
β : 個別株式のベータ (株式市場全体の利回りに対する個別株式の利回りの連動性の度合いをいう。詳細については後述する。)	

このモデルによって株主資本コストを推定しようとする場合には、安全利子率、市場リスク・プレミアム($r_m - r_f$)、個別株式のベータの三つの要素を推定し、このモデルに代入することによって株主資本コストを計算する。

これらに関する情報は、情報提供会社から購入して利用することもできるし、また、自ら推定することも可能である。いずれの場合であっても、安全利子率については長期国債利回り、市場リスク・プレミアムについては過去のリスク・プレミアム（株式市場の収益率と長期国債利回りの差）、会社のベータについては株価及び株価指数データ等に基づいて推定するのが一般的である。

これらの要素を推定する際には、収益率の計算（日次、週次、月次）、データの収集期間（3年から5年の期間とする場合が多い。）、採用する株価指数の種類などに選択の余地があるが、合意された方法があるわけではない。なお、非上場会社については、類似した上場企業のベータを利用するなどの工夫が必要となる。

② 株主資本コストの推定例

設例－株主資本コストの推定

－前提条件－

市場収益率の計算はT O P I Xに基づく。

収益率は日次ベースで計算する。

安全利子率は、10年物国債の新発債利回り4%とする。

市場リスク・プレミアムを5%とする。

A社の株価及びT O P I Xの日次終値データを基に日次収益率を計算する。

日付	A社株価	T O P I X	A社収益率	TOPIX 収益率
200X年1月5日	1853	1685.15		
200X年1月6日	1876	1684.90	0.0124	-0.0002
200X年1月10日	1843	1659.03	-0.0176	-0.0154
200X年1月11日	1879	1672.44	0.0195	0.0081
200X年1月12日	2000	1684.34	0.0644	0.0071
200X年1月13日	2095	1681.69	0.0475	-0.0016
200X年1月16日	2090	1670.15	-0.0024	-0.0069
200X年1月17日	2040	1631.61	-0.0239	-0.0231
200X年1月18日	1999	1574.67	-0.0201	-0.0349
200X年1月19日	2020	1620.29	0.0105	0.0290
以下省略				

これらのデータをもとに、ベータは、A社収益率をT O P I X収益率に回帰した場合のA社収益率に関する係数として推定される。上記のデータに基づいて表計算ソフトウェアに標準的に搭載されている回帰分析を適用すると以下のようにベータが推定される。

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%
切片	0.00056	0.00081	0.69268	0.48916	-0.0010	0.0021
X 値	0.89672	0.06801	13.1852	0.00000	0.7627	1.0306

ここから、ベータは説明変数に関する係数0.897である。この係数のt値が低く、統計的に有意でない場合には、推計されたベータを利用すべきではない。また、決定係数が低い場合にも、推定値自体の利用について検討すべきである。そのような場合には、同業種企業のアンレバード・ベータを利用するなどして、代替的な方法でベータを推計すべきである。

推定されたベータ及び前提条件の安全利子率（４％とする。）と市場リスク・プレミアム（５％とする。）を利用して、A社の株主資本コストは以下のように推定される。

$$4\% + 0.897 \times 5\% = 8.485\%$$

③ 無負債株主資本コストの推定

調整現在価値法においては、全額自己資本で資金調達していると仮定した場合の株主資本コスト（無負債株主資本コスト： k_U ）を利用する。実務において、無負債株主資本コストを推定する場合には、全額自己資本によって調達していると仮定した場合のベータ（無負債ベータ： β_U ）を推定し、これを利用して無負債株主資本コストを推定する。一般に、以下の関係式から β_U を計算し、これを資本資産評価モデルに代入することによって k_U が計算される。

【図表Ⅳ-21 CAPMを援用した無負債株主資本コスト推定の場合の無負債ベータ算定式】

$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left(1 + (1 - \tau) \frac{D}{E}\right)}$
β_U ：無負債ベータ β_L ：レバレッジドベータ τ ：限界税率 D ：負債価値 E ：株主資本価値

この関係式は、負債のベータがゼロであることを仮定している。そのため、負債のベータがプラスの値である場合には、無負債ベータを過小評価することになる。なお、以下の式から無負債ベータを基に特定の資本構成を前提としたベータを推計する。

$$\beta_L = \beta_U \left(1 + (1 - \tau) \frac{D}{E}\right)$$

非上場会社については、ベータを直接に推定することはできないので、上場している類似会社等のベータを利用することによって間接的に推定するのが一般的である。類似会社と評価対象会社の資本構成が異なる場合には、上記の方法によって非上場会社の β を推定することができる。すなわち、求められた上場類似会社の無負債ベータを β^* とし、添え字 x をつけることによって非上場会社の β などを表すならば、求めたい非上場会社の β_x は次のように推定される。

【図表Ⅳ-22 非上場会社のベータ算定式】

$\beta_x = \beta^* \left(1 + (1 - \tau_x) \frac{D_x}{E_x} \right)$
添え字 x : 求めたい非上場会社 β_x : 求めたい非上場会社のベータ β^* : 上場類似会社の無負債ベータ τ : 限界税率 D : 負債価値 E : 株主資本価値

(2) コントロール・プレミアム及び非流動性ディスカウント

証券取引所において成立する株価は、一般に、一般株主間の取引によって形成されている。この場合の株価は、当該会社の支配権の移動を伴わない場合の価格である。公開買付け（以下「TOB」という。）やM&A等の取引は支配権に大きな影響があるため、通常の売買価格よりも高くなることが多い。シナジー効果等を反映する追加的な支払額はコントロール・プレミアムと呼ばれる。コントロール・プレミアムの計算法に合意されたものはないので、慎重に検討する必要がある。なお、支配権の移転時において、常にコントロール・プレミアムが生じるわけではなく、実際には、企業支援や救済のために行われるM&Aの場合には、ディスカウントが生じる場合もある。

上場会社の株式と比較して、非上場会社の株式の流動性は低い。非上場会社の株式を換金しようとするときには追加的なコストがかかるため、非上場会社の株価は上場会社よりも低く評価される。これは、非流動性ディスカウントと呼ばれている。我が国において、非上場会社の評価においては、どの程度の非流動性ディスカウントを見込むべきかに関して合意された水準があるわけではないが、評価の際には類似取引等を参考に考慮する必要がある。なお、非上場会社においては、上場会社と比較して会社情報の入手可能性やその確実性に問題がある場合があるので、特別な対処が必要となる。

(3) 連結評価の方法

企業価値評価を行う場合に、評価の対象となっているのが連結グループなのか、又は単体なのかは重要な問題である。株主価値を前提として考えると、親会社たる会社

の株主は、例えば、配当（インカムゲイン）や株価上昇（キャピタルゲイン）を通じて子会社が獲得すると期待される収益や価値に対して経済的な便益を獲得する権利があり、親会社株式が評価対象会社である場合には、子会社の価値も含まれた連結ベースの評価となるよう留意する必要がある。なお、実務上の一般的な理解としては、上場企業の時価総額においても、子会社の有する価値が含まれていると解釈されていると考えられている。

連結グループの評価をする際の留意事項は、評価法によって異なるが、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチに共通的な留意点をまとめると、下記のとおりである。なお、インカム・アプローチに関しては、フリー・キャッシュ・フロー法や残余利益法を念頭においている。配当還元法については一般的に評価対象会社である親会社の配当額を基礎とする。

- ① 利益ないしキャッシュ・フロー等が連結ベースのものとなっているか。
- ② 子会社の外部持分である少数株主持分が価値から除外されているか。具体的には利益ないしキャッシュ・フローから少数株主損益が差し引きされているか、又は事業価値から少数株主持分（時価ベース）が差し引かれているか。
- ③ 持分法適用会社など、連結ベースの利益やキャッシュ・フローには直接取り込まれない会社については、持分法投資損益等の調整を行っているか、又は投資価値が事業価値に含まれるような調整がなされているか。
- ④ 評価対象会社が多角化している場合には、事業セグメント別の価値を推定し、その合計から企業価値を推定するという評価法を採用する場合もある。事業別の資本コストは、当該事業を営む上場企業の資本コストを参考とし、これによってフリー・キャッシュ・フロー等を割り引くことによって各事業価値を計算する。また、事業別の資本コストを売上高などで加重平均することによって全体的な資本コストを推定し、これを全社的なフリー・キャッシュ・フロー等の割引のために利用することもできる。

(4) シナジー効果の評価

ここで説明するシナジー効果（相乗効果）とは、二つ以上の企業ないし事業が統合して運営される場合の価値が、それぞれの企業ないし事業を単独で運営するよりも大きくなる効果をいう。実務上は特に取引目的の企業価値評価において、例えば、価格交渉やオークションディール（競争入札の買収案件）において勝ち残るべく買収プレミアムを払う際に、その根拠及び金額的な水準を検討するために分析が行われる。

また、会社法では、株式買取請求権の取扱いにおいて、従来の商法規定から「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ」の語が削除され、単に「公正な価格」が買取価格であるとされ、この変更の解釈としては、シナジー効果分の価値をこの公正な価格に含ませることを可能とする趣旨と説明されることがある。したがって、企業価値評価においては、今後このシナジー効果の取扱いについても、実務上ますます重要になることが想定される。

シナジー効果の種類としては、以下のようなものが考えられよう。

【図表Ⅳ-23 企業価値評価におけるシナジー効果の種類】

分 類	内 容
売上シナジー	クロスセリング 販売チャネル ブランド効果
コストシナジー	営業拠点の統廃合 生産拠点の一部閉鎖 価格交渉力の強化 間接部門費（重複部分）の削減 物流コストの削減
研究開発シナジー	研究開発投資力強化 技術・ノウハウの複合
財務シナジー	他人資本調達コストの削減 他人資本調達余力の増加

シナジー効果の測定においては、例えば、株式の買収を前提とした場合には、潜在的な買い手によってシナジー効果の影響額が変わってしまう点に特徴があるといえる。すなわち、投資対象の経営資源は同一であっても、買い手の有する経営資源や投資先に対する将来像が異なることで、将来にわたって期待されるシナジー効果が変わるという性質を持っている。

また、シナジー効果の測定方法はそれぞれのケースの事情や適用している評価アプローチによって異なると考えられるが、例えば、インカム・アプローチのうちフリー・キャッシュ・フロー法を採用しているケースで、株式の買収時における取引目的の株主価値評価をする場合には、買い手が期待している上表の各種シナジー効果について、将来の売上高拡大予想額やコスト削減期待額等を、将来にわたって年度ごとに予測し、年度ごとの増分キャッシュ・フローの現在価値額を算定することによってシナジー効果の額を算定することも考えられる。なお、上表のシナジー効果をフリー・キャッシュ・フロー法において取り込むと仮定した場合、一般的には売上シナジー、コストシナジー、及び研究開発シナジーはキャッシュ・フローに影響を及ぼす項目と考えられ、一方で財務上のシナジーは割引率に影響を及ぼす項目と考えられる。

(5) 折衷割合の決定要因の検討

複数の評価法を用いて総合評価を行う場合に、それぞれの評価法に一定の折衷割合を適用し、加重平均値としての価値を算定することがある（折衷法）。その際の折衷割合の算定が問題となる。

折衷割合を決定する定まった方法は確立されていない。評価人の判断に依存することになる。折衷割合は、企業価値等の形成要因との関係で検討することになる。評価法と折衷割合の決定要因を例示したのが、図表Ⅳ-24である。

なお、本章「3. 評価目的と評価アプローチの選定 (2) 評価アプローチ選定と留意例」では、評価アプローチ採用に際して留意すべき点を例示しているが、同時に、折衷割合の決定要因にも繋がるものである。

【図表Ⅳ-24 評価法と折衷割合決定要因例】

評価法	折衷割合の高低	留意点
市場株価法	評価対象会社が上場会社等の場合には、一定時期・期間の株価をもって評価する市場株価法の折衷割合が実務上は一般的には高い。	評価基準日前後の株価の変動、過去の株価の趨勢等の値動きに留意が必要である。 株価が特異な動きをしている場合には折衷割合を下げることも慎重に検討すべきである。 日々の取引量にも留意が必要である。 取引量が少ない場合などには折衷割合を下げることも検討すべきである。
配当還元法	評価対象となっている株式について、株主としての立場が一般株主である場合には配当還元法を採用し、一定のウェイトをおくケースがある。	ただし、一般株主の評価であっても、実務上はフリー・キャッシュ・フロー法や利益還元法などの評価法を用いているケースもある。 過去の配当性向などについて同業他社と比較し、政策的に配当をしていないケースなどにおいては適用の可否や方法について慎重に検討すべきである
上記以外の継続企業価値を算定する手法（類似上場会社法、フリー・キャッシュ・フロー法、利益還元法など）	評価対象会社の継続割合が高いと期待される場合には、一般的には類似上場会社法、フリー・キャッシュ・フロー法、利益還元法等の継続価値を算定する手法の折衷割合が高い。	フリー・キャッシュ・フロー法において前提となる事業計画の実現可能性につき、不確実性が非常に高い場合などには、折衷割合を下げることも検討すべきと考える。 類似上場会社法、取引事例法などにおいて、採用された類似会社が少ない場合などには、折衷割合を下げることも検討すべきである。
時価純資産法	評価対象会社の継続割合が低いと考えられる場合には、一般的には時価純資産法など、純資産に基づいた評価法の折衷割合を高くする傾向がある。	時価純資産法を適用する場合に、それぞれの資産項目の「時価」をどのような前提によって評価するかについては留意が必要である。

V 取引目的の企業価値評価業務

1. 取引目的における企業価値評価業務の概要と諸概念

(1) 取引目的における企業価値評価業務の概要

① 対象範囲

取引目的の評価とは、裁判上の鑑定人として要求されている評価⁸ではなく、企業がM&Aや事業再編等の取引（以下「取引」という。）を行うに当たって、意思決定の参考とするために、対象会社や対象事業の価値を評価することである。例えば、ある会社の買収を検討する際、当該買収対象会社の株主価値の評価がそれに当たる。

② 背景と本ガイドラインの位置付け

「取引」自体は企業の経営活動の一環であり、あくまでも任意の行為であるので、第三者の評価の必要性は、過去においてはそれ程高くなかった。しかし、M&Aが企業経営において重要な戦略として認識され、M&Aの成否が企業の成長並びに存続に大きな影響を及ぼすことが明らかになった今日では、経営者が、対内的には「より適切な判断を下すため」、また、対外的には「自身の責任⁹を果たすため」に、「取引」の実施に当たって、公認会計士等の第三者が行った取引目的の評価結果を参考とすることが求められるようになってきた¹⁰。企業を取り巻く利害関係者等の拡大により、当事者のみの判断だけではなく、第三者による投資対象等の価値評価を参照とすることの重要性が高まってきているのである。

このように取引目的の企業価値評価業務の社会的なインパクトも拡大してきている今日、評価結果や評価人の関与の仕方と責任について不適切な利用や解釈がなされると、M&A等の「取引」を通じた健全な経済活動の発展を阻害しかねない危険性がある。すなわち、取引目的の評価業務について何ら指針がなければ、元々M&Aの当事者（買い手又は売り手）等を依頼人にするサービス業務であるので、依頼人の意向のみが強く反映した評価結果となる危険性があり、第三者性が薄れ、評価業務自体の品質の低下につながりかねない。また、逆に、企業価値評価業務に関与する公認会計士に過大な責任を負わせてしまうと、公認会計士が業務の受託を辞退することが増え、第三者による企業価値評価業務自体のボリュームが縮小してしまうことになりかねない。

本ガイドラインを指針として、取引目的の企業価値評価業務が適切・有効に実施されることが望まれる。ただし、取引目的の企業価値評価業務のガイドラインは、あくまでも評価業務を行う際に参考とすべき評価実務をとりまとめたものであって、依拠すべき基準ではない。実際の評価業務は、個々の事情に応じて個別に判断すべきで、ガイドラインを採用したからといって、当事者の責任をガイドラインに転嫁することができるものではないことに注意しなければならない。

⁸ これらについては、「Ⅵ 裁判目的の企業価値評価業務」を参照のこと。

⁹ 善管注意義務及び忠実義務

¹⁰ 例えば、東京証券取引所においては、上場会社が合併を行う場合には、第三者機関作成の合併比率算定書の提出を求めている（「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」）。

③ 評価の目的と用途の多様性

一口に取引目的の評価といっても、評価対象の内容（法人か事業か個別資産か）、評価対象の状況（継続企業が前提か清算が前提か）、依頼人の立場（買い手か売り手か）、経営への関与の度合（支配株主か、有力株主か、一般株主か）、相手との関係（友好的か敵対的か）、利害関係者間の状況等によって、様々に異なってくる。また、「取引」の方法、評価結果の開示の有無、依頼人の利用目的等で、公認会計士が第三者として行う評価結果の用途と依頼人や評価結果の利用者等から期待される責任も様々である。

詳細は「(2)①価値と価格」で説明するが、評価する価値は客観的・一義的に決まるものではなく、前段に示した各種の状況を踏まえて多面的に算出されるものである。一般に「取引」行為は制度上強制されるものではなく任意の取引であるので、そこで用いられる評価法と評価結果の用途も様々であり、その結果、評価結果の値も異なってくるのである¹¹⁾。

取引目的の企業価値評価業務に当たっては、これら評価の依頼を受けた背景や状況を十分に把握して、評価を実施する必要がある。なお、個々の手続については後述する。

(2) 取引目的における企業価値評価業務の主要な概念

取引目的の企業価値評価業務を実施するに当たり、理解しておかななくてはならない主要な概念について以下に説明する。

① 価値と価格

企業の「価値」とは、評価対象会社から生み出される経済的な便益のことを意味する。「価格」とは、当該対象会社について買収がなされる際に、売り手と買い手の間で決定される値段のことを意味する。

価値は、対象会社と自身との関係や想定している「取引」等によって様々に変わってくる。つまり、買い手にとっての価値と売り手にとっての価値、事業を継続した場合の価値と清算した場合の価値、経営権を獲得する場合の価値とそうでない場合の価値¹²⁾等々、様々な場合が考えられる¹³⁾。現に、入札形式の企業買収においては、これに参加した企業が期待している価値を元に、様々な異なる買収価格の提案が行われている。企業の価値は一物一価ではなく、一物多価となる所以である¹⁴⁾。

ところが、最終的には、価格は「取引」の中で一つに決まってくる。したがって、ある価格が買い手にとって魅力的（買い手の価値＞買収価格）であっても、売り手にとっては魅力的でない（売り手にとっての使用価値（又は清算価値）＞売却価格）

¹¹⁾ 例えば、配当還元法で評価した場合の価値が一株 100 円となった場合でも、フリー・キャッシュ・フロー法で評価をすると一株 1,000 円となる評価結果が得られることは、起こりうるのである。

¹²⁾ 例えば、2%の持分を所有する株主がいた場合に、自身で保有し続ける場合の価値と、49%を既に所有している株主にとっての当該2%の持分の価値は異なる。

¹³⁾ 別の例えでいえば、銀座の一等地を所有し、低収益の事業を営んでいる場合を想定してほしい。その土地の使用価値は、当該低収益事業から得られる利益（現在価値）の一部となる。しかし、その一隅を商業ビルとして利用した場合、全く別の価値がその土地に生まれる。

¹⁴⁾ この考え方を主体論という。

ということも、また、その逆も起こりうる。通常は、売り手と買い手の両者にとって魅力的な価格で「取引」は成立する。

しかし、両者の力関係・時間的な制約の有無・経営権の獲得の有無・情報の非対称性等々によって、「取引」において成立する価格が必ずしも、双方にとって魅力的でない場合もある。例えば、一方にのみ有利な価格で当事者（経営者）間の合意がなされた場合（つまり、他方の一部の利害関係者（例：一般株主）にとっては不利な場合）、各当事者（経営者）は、取引の公正性を高めるために、敢えて第三者に評価を依頼することがある。このような場合、業務自体の受託の可否や外部への評価結果の開示の可否等を含めて、慎重に検討することが必要になる。評価業務の受託に当たって、「取引」の内容とその背景や状況等を十分に理解・検討する必要があるということは、このことからいえるのである。

次に、別の観点から価値と価格の関係を、上場株式の市場価格を例に検討してみることとする。市場価格は、通常は、市場において売り手と買い手の利害が一致する価格で取引が成立する。しかし、この市場価格ですら必ずしも買い手と売り手にとって適切な価値を表しているとは限らないのである。すなわち、仕手筋の介入や買収の攻防戦になった場合には、市場価格は短期間に急騰するし、TOBの場合には、買付け価格が市場価格より高くなることもあれば低くなることもあるのである。市場価格で企業買収を検討したが、企業価値を評価するとその価格での買収は経済合理性がないとの結論に達することもあり得る。

② 継続価値と清算価値

企業価値は、その評価対象とする企業の状況によって、今後とも企業が継続することを前提とする場合（継続価値）と今後清算することを前提とする場合（清算価値）に区分することができる。

a) 継続価値

継続価値とは、評価対象会社が継続的に営業活動を行うことで獲得される利益やキャッシュ・フロー等から生み出される価値であり、通常インカム・アプローチによる動態的な企業価値評価を行うことで求められる。なおマーケット・アプローチの中でも、利益をベースとして、上場会社や取引事例と比較し評価している場合には、継続価値を基礎においた評価ということもできる。

b) 清算価値

清算価値とは、評価対象会社の営業活動を停止し、個々の資産の売却を前提とした処分価値であり、ネットアセット・アプローチによる静態的な企業価値評価を行うことで求められる。清算価値には、資産等の処分に要する時間の観点から、非強制処分価値と強制処分価値に分かれる。

i) 非強制処分価値

通常の処分期間で資産の売却等ができる場合は、大幅なディスカウント等をする必要がない。なおこの場合でも、各種資産の売却に伴う手数料、退職金等のコストの発生を見込むことが必要になる。

ii) 強制処分価値

場合によっては、売り手の事情（特に債権者との関係）により、早急に対象事業を清算処分しなくてはならない。その場合は、資産の処分に当たって大幅なディスカウントが必要となる。さらに、早期清算処分を敢行するための追加コストの発生も見込まなくてはならない。

③ 株主の経営参画の割合による価値概念

株主は、会社への経営参画の割合によって、支配株主・有力株主・一般株主¹⁵に区分することができる。対象会社の経営権を支配している場合は、通常、対象会社全体の価値を基礎に評価することになる。会社への経営支配の割合が弱まるにつれ、それ以外の価値（配当受益権の価値等）を評価に斟酌していくことになる。

ただし、会社の支配の度合いは、その保有する議決権数¹⁶等¹⁷により、権利行使の内容が段階的に拡大¹⁸し、さらに普通決議・特別決議・特殊決議での決議できる範囲も異なるので、一概に過半数を所有しているか否かで単純に分けることはできない。

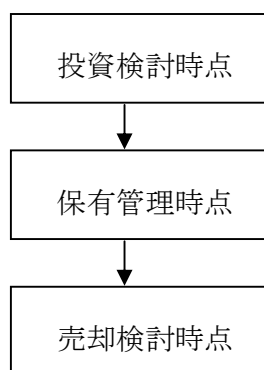
さらに、種類株式の有無により、普通株式の権利行使できる内容と種類株式の権利行使できる内容とに区別する必要もある。

2. 取引活動の各フェーズ

(1) 取引活動の三つのフェーズ

取引目的の評価対象会社と取引検討者との関係を、取引活動の時間軸で整理すると以下ようになる。

【図表 V-1 取引目的の評価検討時期】



¹⁵ 支配株主とは、本人及びそのグループの株式持分によって、実質的に会社の経営を支配している株主をいう。有力株主とは、会社の経営に重要な影響力を及ぼす株主をいう。一般株主とは、支配株主及び有力株主以外の株主をいう。

¹⁶ 会社法の規定の他、定款にて加重することも可能である。

¹⁷ 委任状等で同意してくれる株主の議決権の影響も考慮される。

¹⁸ 配当受益権、株主総会の招集権、株主提案権、会計帳簿等の閲覧権等。

上記のように、(i)対象会社に投資すべきか否か検討している時点、(ii)対象会社を自社グループの企業群の一部として保有し、業績管理している時点、(iii)自社グループから切離し売却を検討する時点、以上の三フェーズになる。それぞれのフェーズで、対象会社と投資家の立場は異なり、実施する「取引」の形態によっても考慮する項目が異なってくるので、各フェーズごとに検討してみることにする。

(2) 投資検討時点での企業価値評価

① 対象会社の理解

対象会社が、そもそも投資家にとって投資すべき価値を有しているかをまず理解する必要がある。対象会社は外部の会社であるから、投資家にとっては内容を十分に把握しているわけではない。表面上は魅力的に見えても、実は、投資家にとって獲得したい経営資源が存在しない場合や大幅に毀損している場合がある。さらに、獲得したいと思われる経営資源は有しているものの、偶発債務・簿外債務・その他のリスクの懸念が大きすぎて、投資には向かない案件も存在する。また、これらのリスクについて、買収価格に反映させたり、投資の形態や条件を調整することによって¹⁹、投資可能な案件へと仕上げていく場合もある。以上のように、対象会社に対する情報収集の手続は、投資家自身にとって重要な手続となる。必要に応じて、評価に先立って（又は並行して）デュー・ディリジェンス²⁰（以下「DD」という。）の手続を実施することが有用である。

② 現金対価による投資の場合の評価

現金対価による投資の場合は、通常、対象会社に対する評価で足りる。対象会社を評価するに当たっては、主に以下の点を考慮していくことになる。

a) 評価対象会社単独の価値

評価対象会社が独自に獲得できる経済的価値を基礎に評価する。

b) 支配割合

評価対象会社の経営権を獲得している場合とそうでない場合とでは、評価対象会社が獲得した価値の内、投資家に還元される部分が異なってくる。支配割合の状況に応じて投資家持分の価値に反映させることが必要になる。

c) シナジー効果

投資家が自社の事業を既に保有している場合、当該対象会社と資本関係等が生じることによりシナジー効果が期待できる場合がある。シナジー効果の価値は買い手側が享受できる価値である。なお、シナジー効果にはプラスのみならずマイナスの効果がある場合もあるので、注意を要する。

投資を検討するに当たっては、これらa)からc)までの事象を考慮し、（買収）価格並びに（買収）条件を売り手と交渉していくことになる。

¹⁹ 例えば、株式譲渡ではなく事業譲渡にする方法、当初は少数持分投資を行い状況を見ながら追加取得をする方法、売買契約の表明保証・遡及条項でヘッジする方法、買収代金の支払いを一括払いとせず延払いやエスクローを用いる方法、契約時点で未確定な事項をクロージング時点での調査によって確定させクロージングの可否や買収価格の調整を行う方法、等々。

²⁰ DDの前に事前の評価を実施し、DDの実施によって獲得した情報に基づき、価格を修正する場合がある。また、DDの実施後も不確定要素が残っている場合には、脚注19にあるように買収代金を後日調整することを行う場合もある。

なお、売り手と買い手との相対の交渉の場合には、以上の点を配慮すれば足りるが、複数の買い手候補がいる入札形式の場合や市場で売買されている上場株式の場合には、競合他社の入札価格・条件や市場価格との比較考量によって「取引」上で成立する価格・条件が決まってくることになる。さらに、他の買い手がいる場合には、対象会社に投資をした際のシナジー効果のみならず、競合他社に買収された場合の影響²¹も考慮する必要がある。

③ 比率による評価（合併・株式交換・株式移転の場合）

合併等の場合には、合併比率が交渉の対象となり、評価も対象会社のみならず自社の評価との比較の中で検討されることになる。この場合、特に問題となる点について以下に検討する。それは、上記で議論したシナジー効果を考慮すべきか否か、また、考慮する場合は、その配分はどのようにすべきかということである。これらの問題については、実務では、いまだ画一的な回答を有していない。個々の事情に応じて、評価人の判断の下、ケースバイケースで対応することになる。

また、合併対価の柔軟化により、今後、交付金合併（キャッシュ・アウト・マージャー）も可能となる。したがって、現金合併の場合でも、シナジー効果を考慮する必要が出てくる。さらに、現金以外の資産（親会社の株式等）を合併の対価とする場合には、これらの資産価値を算定することが必要になることに注意しなければならない。

(3) 保有管理時点での企業価値評価

① グループ内での業績の管理

今日、M&Aは重要な経営戦略の一つと位置付けられるようになったが、実際のM&Aにおいて、買収時の投資額以上の成果を上げている例は、それほど多くないといわれている。M&Aでは、買収時の厳しい条件交渉を経て取引が成立すると、買収プロジェクト・チームも解散してしまうなど、買収後の統合（ポスト・マージャー・インテグレーション：以下「PMI」という。）が十分に行われない例が少なくない。もともと、売り手にとって魅力がないから売却となる事案が多い中で、買い手がPMIを十分に行わなければ、期待している成果が上がらないのは自然な帰結である。

このPMIの基本ツールとして、対象会社の業績をモニタリングするための評価手法が利用される。買収に限らず、自社グループ内の各事業の業績を管理するためにも用いられる。

② モニタリングの手法

自社グループの各事業の業績をモニタリングする手法には、各種の方法がある。中には、自社グループ独自の管理手法を持っている企業もある。ここで、それらの一つ一つを検討することはできないので、一般的なモニタリング手法の例²²を紹介するに留める。

²¹ 対象会社が有する販売拠点・顧客ベース・技術等が、競合他社に奪われることにより、自社が競争上不利になるリスク等が考えられる。

²² エコノミック・プロフィット法の他、正味現在価値法、内部収益率法等の手法を基礎に、調整して投資案件のモニタリ

a) 事業計画と実績の比較

投資時点等で予測していた事業計画上のキャッシュ・フロー等を実績値と比較・分析する。計画値との差異の理由を把握し、以下に示す更なる分析の基礎データとする。

b) エコノミック・プロフィット（経済的利益）²³法（Economic Profit：E P）

エコノミック・プロフィットの概念では、企業価値を考える際には、会計上のコストだけでなく、事業に投下した資産の機会費用も含めて考えるべきだとしている。投下資産の機会費用コストは加重平均資本コスト（WACC）によって表される。したがって、フリー・キャッシュ・フロー法に近い考え方である。ただし、フリー・キャッシュ・フロー法では、投下資産のプロジェクト全体での価値評価を行うのに対し、エコノミック・プロフィット法では、各年の業績を把握するのに優れている。

すなわち、エコノミック・プロフィットは以下の算式で求められる。

【図表V-2 エコノミック・プロフィットの算定式】

$\begin{aligned}\text{エコノミック・プロフィット} &= \text{投下資産} \times (\text{投資利回り} - \text{資本コスト率}) \\ &= \text{投下資産} \times (\text{ROIC}^{24} - \text{WACC}^{25}) \quad \dots (\text{算式1}) \\ &= \text{NOPAT}^{26} - \text{投下資産に掛かるコスト} \\ &= \text{NOPAT} - (\text{投下資産} \times \text{WACC}) \quad \dots (\text{算式2})\end{aligned}$

上記の算式で示されているように、エコノミック・プロフィットは、ROICとWACCのスプレッドに投下資産を掛けたもの（算式1）又はNOPATから投下資産に係る資本コストを引いたもの（算式2）として表すことができる。スタン・スチュアート社のEVATMは、このエコノミック・プロフィットの利用について、独自の調整を施した価値概念である。

(4) 売却検討時点での企業価値評価

① 売却のための準備

自社にとっての売却対象事業は、独立した会社である場合もあれば、社内の一事業部である場合もある。また、間接部門等で部内に存続する事業部門と他部門と機能を共有している場合もある。このような場合、外部に売却するに当たって、独立事業として成立つように準備することが必要になることがある。

また、売却対象事業の場合、自社にとってはノンコア事業である場合が多い。ノンコアであれば、それほどコストを掛けて分析していないことも多い。しかし、買

ングに用いている場合がある。

²³ エコノミック・プロフィットという概念は、1890年からすでに用いられている。経済学者アルフレッド・マーシャルがPrincipal of Economicsという著書の中で「利益から資本に対するコスト・利息を差し引いたものが、経営の得る利潤である。」と述べている。

²⁴ ROIC (Return on Invested Capital)：投下資本利益率

²⁵ WACC (Weighted Average Cost of Capital)：加重平均資本コスト

²⁶ NOPAT (Net Operating Profits After Taxes)：税引後営業利益

い手にとっては、コア事業となる部門である。十分に分析するための資料を取り揃えておくことが必要である。売却対象事業の過去実績・予測損益（及びキャッシュ・フロー）、実態貸借対照表という資料は特に重要である。

② 売却対象事業の価値分析

上記資料を基にして、売却対象事業の価値分析を行う。その場合は、おおむね以下の観点からの分析が有用である。

- a) 現在、売り手にとってどれだけの価値（マイナスの場合もある。）をもたらしているのか。これは、売り手にとっての使用価値を表している。
- b) 対象事業を清算した場合の経済的価値はどのくらいになるのか。
- c) 対象事業を独立事業とみなしたときはどのくらいの価値があるのか。

自社にとってメリットのある売却であるか否かを判断するためには、対象事業について、自社内での価値分析（上記の内のa)とb)の価値の分析）を十分行っておくことが必要である。売買交渉上、売買価格については、フロアー（床）とシーリング（天井）の分析が重要である。フロアーとは、これ以下で売却するのであれば、売却しない方がよいという価格である。売却対象事業の自社内での価値分析は、まさにこのフロアー部分を確定するための分析である。また、c)は、買い手にとっての価値、の基礎となる。買い手からのオファーのレベルを分析するのに役に立つ指標となる。

③ 売却に関わるコスト

売却においては、上記①に示したように対象事業を分離するのにかかるコストもあり、また、売却クロージング後でも通常は、売買契約書の中で表明保証・遡及条項があり、一定期間、損害賠償請求等のコストが発生する可能性がある。さらに事業等の売却に当たっては、クロージング前後で引継ぎに掛かる手間やコストも発生する。これらのコストは、売却から得られる対価の実質的な減額項目となることに注意をする必要がある。つまり、売却による成果を判断するためには、売却額から売却に関わるコストを差引いた純額で検討することが有用である。

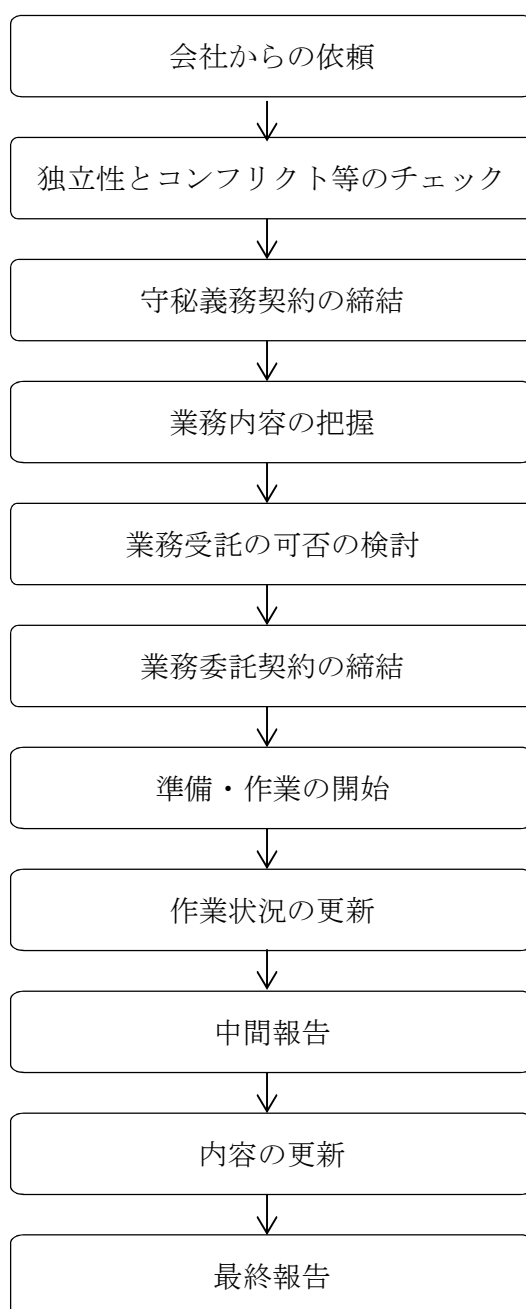
3. 取引目的の企業価値評価業務プロセス

(1) 企業価値評価業務フロー

取引目的の企業価値評価業務を実施する場合のプロセスは、通常は、図表V-3のとおりである。もちろん、任意の「取引」に関わる評価業務なので、ケース・バイ・ケースで異なる場合、追加的なプロセスが必要になる場合又は一部省略される場合もある。しかし、いずれの場合であっても、当該取引目的のガイドラインの趣旨（1.(1)②参照）に鑑み、公認会計士が第三者として適切な手続を実施できるように注意を払うことが肝要である。そのためには、次の(2)で述べるが、それぞれのプロセスが持つ意味を十分に理解して、それぞれのケースの個々の事情に鑑みて実施の可否を検討すべきである。

【図表V-3 取引目的の企業価値評価業務フロー】

(主要な業務プロセス)



(2) 主要な業務プロセスの内容

上記の各プロセスの内、主要な業務プロセスの内容は以下に示すとおりである。

- ① 独立性とコンフリクト等のチェック（「9. 業務受託に関する前提条件」参照）
公認会計士が評価業務に関連する業務を受託するに先立って、独立性とコンフリクトの状況を確認し、必要に応じて対策を講じることになる。一般的なステップは以下のとおりである。

a) 依頼人と評価対象会社・相手方等の関係者についての情報の入手

業務の受託に先立って公認会計士として受託できるか否かを検討しなくてはならない。そのためには、まず依頼人と評価対象会社及び相手方等の「取引」に関する関係者の情報を入手する必要がある。

すなわち、「（実質的な）依頼人は誰か、依頼人の会計監査人は誰か、依頼人のリードアドバイザー及びその他のアドバイザーは誰か、評価対象は何か、評価対象会社の会計監査人は誰か、相手方の会計監査人は誰か、相手方のリードアドバイザー及びその他のアドバイザーは誰か」等についてまず情報を入手する必要がある。

b) 独立性のチェック（「9.（2）独立性の確保」参照）

上記a)の情報に基づき、依頼人から評価業務を受託すること、並びに依頼人から依頼されている内容が公認会計士としての独立性に抵触しないか、慎重に検討する。

c) コンフリクト等のチェック（「9.（3）コンフリクトへの対応」参照）

上記a)の情報に基づき、コンフリクト状態の有無を確認する。潜在的なコンフリクトがある場合は、それが解決できるか検討をする。

② 守秘義務契約の締結

案件についての説明を潜在的依頼人から受けるに先立って、守秘義務契約を結ぶことがある。最近の実務では、守秘義務契約は、評価業務の受託が確定し、業務委託契約を結ぶに当たって、当該業務委託契約の中の守秘義務の条項の方へ契約関係が移管されることが多い。

③ 業務内容の把握

業務の受託に先立って、業務内容を十分に把握することが肝要である。というのは、業務内容次第では、受託するのが適切でない依頼もあるからである。入手すべき情報としては、例えば、以下のようなものがある。

a) 「取引」の内容（例：買収か合併か資本参加か）と環境（例：友好的か敵対的か、利害関係者は賛同しているか反対しているか）

b) 依頼内容（例：鑑定、算定）とその目的や意図²⁷と用途（例：外部への開示の可能性）²⁸

c) 時間軸

d) 情報の入手の程度

e) 報酬（時間報酬、成功報酬等）等々

④ 業務受託の可否の検討

入手した情報を踏まえて、業務の受託の可否を検討する。その際に検討すべきことは、以下のとおりである。

a) 独立性の維持の可能性

²⁷ 例えば、脱税目的、経営者の利益相反取引、市場価格や直近の取引事例と比較して著しく高い又は低い価格での取引については受任すべきでない。

²⁸ 名古屋高等裁判所 平成15年（ネ）第17号損害賠償請求控訴事件：評価人が評価報告書の読者より損害賠償請求を受け、裁判にて賠償する旨の判決が下りた事件。

- b) コンフリクト状況についての合理的な解決の有無
- c) 潜在的依頼人自体の状況²⁹
- d) 依頼内容と依頼目的の適否
- e) 業務自体の難易度³⁰
- f) 実施業務内容について依頼人の理解度
- g) 第三者への開示の有無

⑤ 業務委託契約の締結

評価業務は、委任業務³¹であり請負業務ではない。委任内容を明確にしないと、依頼人との間で不測の事態が発生する可能性がある。したがって、業務実施に当たっては、委任内容について公認会計士と依頼人との間で誤解が生じないように、必ず書面にて業務委託契約を締結することが重要である。

特に、評価結果等受託した業務の成果（の一部）について報告等をする段階においては、業務委託契約の締結が完了していることが求められる。業務委託契約の中には、以下のものを含めることが必要である。

- a) 作業範囲と実施予定の手続
- b) 報告書の利用制限
- c) 責任関係（免責条項（賠償額の上限）、第三者からの請求に関する補償）
- d) 評価業務に関する業務上の制約についての説明
- e) 報酬

⑥ 準備・作業の開始

評価業務を行うための準備・作業の内容は以下のとおりである。

- a) 評価実施計画の立案
- b) 評価に必要な依頼資料リストの提出
- c) 必要資料の入手
- d) 評価対象会社等へのアクセスの有無（アクセスできる場合とできない場合と両方の可能性がある。）と質問の可否の検討（なお、場合によっては、評価対象会社の経営者から提出した資料について経営者確認書を入手することがある。）

⑦ 作業状況の更新

評価作業の状況は、適宜依頼人へ説明することがある。特に状況によっては、タイムリーに依頼人へ伝えるのが、業務を受託した公認会計士の責任を明確にするために有用である。例えば、以下のような内容は有用である。

- a) 当初予定していた資料の入手状況、特に入手が滞っている場合
- b) 現場作業での評価対象会社の協力状況
- c) 作業を中断しなくてはならない場合とその可能性

²⁹ 依頼人の次のような状況を考慮する。「反社会的勢力、依頼内容・契約内容について合理的・理性的な対応ができない、首尾一貫性がない、不当な要求をする、過去に紛争し現在も未解決、未回収の請求残がある」等々。

³⁰ 成熟事業と新規事業の区別、時間的制約、資料の入手の制約、外部への開示、特殊能力・技能の有無。

³¹ 法的には、評価業務における委任者と受任者の間の契約は、準委任契約（民法 656 条）となるのが通常である。

⑧ 中間報告

評価作業の結果については、通常は、途中で草案という形で依頼人へ中間報告を行う場合がある。その際、留意すべきポイントとしては、以下のとおりである。

- a) 結果報告の方法: 評価結果について一定のレンジ（範囲）で示すか、一つの値で示すか
- b) 業務受託時点からの変更の有無（第三者へ開示等）
- c) 中間報告書の媒体（紙にするかE-mailにするか）
- d) 中間報告の性質: これはあくまでも中間の報告であって、最終的な責任関係は最終報告書になる。

⑨ 内容の更新

上記、中間報告の結果を踏まえ、結果を更新すべきか否かを依頼人と公認会計士の間で協議することもある。

⑩ 最終報告

最終報告に当たっては、報告を最終にして構わない旨、依頼人からの確認等を行う。

4. 取引目的における企業価値評価の性質と業務の制約

(1) 取引目的での企業価値評価の性質

取引目的の企業価値評価は、主に以下のような性質を有している。

- ① 将来予測数値に基づいて評価を実施する場合には、利用する将来予測数値の作成のための前提に不確定要素が極めて多い。
- ② 評価については、一般に公正妥当と認められる基準は特になく、案件に応じて状況が異なる。したがって、評価法その他の前提条件については、案件ごとに依頼人との間で協議する必要がある。また、同じ評価対象であっても、評価対象に対する見方（継続企業が前提か清算が前提か）、依頼人の立場（買い手か売り手か）、経営への関与の度合（支配株主か、有力株主か、一般株主か）等々、これらの前提条件によって評価結果の値も異なってくるのである。
- ③ 事業計画等を利用して企業価値評価を行う場合、事業計画自体は財務を含む資料であるが、その背後にあるのは、事業経営の成否という経済事象である。したがって、公認会計士が評価業務において、事業計画を基礎に企業価値評価を行う場合、これらの性質から必然的に発生する業務上の制約を認識しておくことが大切である。

(2) 取引目的での企業価値評価に関する業務上の制約

上記(1)で述べたような性質から、公認会計士が企業価値評価を行う際には、業務内容について以下の制約があることに留意すべきである。

① 将来予測を利用する場合の制約

将来予測は、事業計画や予測財務諸表等の将来数値の作成時点で、一定の前提に立って作成されているのが一般的であるが、当該前提の合理性自体を確かめること

は会計及び監査の専門家である公認会計士でも困難である。将来予測はあくまでも予測である。したがって、将来予測の前提に係る合理性・達成可能性の確認を業務の対象とすることは実務上困難であるため、慎重な対応が必要である。

② 一般に公正妥当と認められる企業価値評価の基準がないことによる制約

財務諸表監査においては、作成基準たる「一般に公正妥当と認められる企業会計の基準」と監査基準たる「一般に公正妥当と認められる監査の基準」が定められており、公認会計士に期待されている作業の範囲及び責任の範囲が定められている。

しかしながら、取引目的の企業価値評価業務については、上記に相当する基準が存在しないため、期待されている作業の範囲及び責任の範囲が関係当事者間で曖昧となりやすい。

また、準拠すべき基準がないことから、公認会計士としての保証業務と同等の意見を述べることはできない点に注意が必要である。すなわち、評価業務を行う公認会計士等の個別意見は述べられるが、監査意見のような保証業務としての意見は、上記で説明したように、基準がないので述べられない。しかし、公認会計士等が意見を述べると、たとえそれが監査意見ではなく単なる評価の個別意見であったとしても、世間からは保証業務と同等の意見と誤解される危険性があるので十分に留意する必要がある（「7. 報告書の要件（2）報告書の構成及び内容 b）個別的事項の報告」参照）。

また、取引目的の企業価値評価業務においては、評価結果について公認会計士として独立的に意見を述べる業務よりも、依頼人と協議した各種の前提条件や評価法に基づく評価結果を、依頼人の意思決定のための参考数値として提示するに留まり、特に意見を述べない算定業務の方が多い。

③ 公認会計士自身の能力の限界

公認会計士は、会計及び監査の専門家であるが、企業の会計事実の背後にある経済事象や対象業界そのものの専門家ではない。公認会計士は一般に、会計事実の背後にある全ての経済事象について情報・知識を有しているわけではない。

したがって、提供・入手された情報・知識の範囲の中でしか、評価において依拠する事業計画その他の基礎資料、採用する評価法等についての適否等に関する判断ができない。また、公認会計士は委任者³²のニーズや期限、報酬等の制約の中で業務を実施するケースもあることから、当該制約も慎重に検討する必要がある。

5. 公認会計士の行う取引目的における企業価値評価業務の性質及び内容

取引目的の企業価値評価に関して、公認会計士が何らかの業務を行う場合、委任者と一定の業務委託契約を締結することとなるが、評価業務の受任者としての公認会計士はその業務の制約を十分に認識する必要がある。公認会計士が制約を超えた業務の内容を避け、過度に責任の範囲を広げないためにも、公認会計士の行う業務に関しては、以下の点を明確にしておく必要がある。

³² 本ガイドラインでは、依頼人という表現に代えて、委任・受任関係を表す委任者という表現を、記述内容に応じて用いている。

(1) 取引目的における企業価値評価業務の一般的性質

① 委任業務としての性質

取引目的の企業価値評価について公認会計士の行う業務の内容は、業務委託契約により委任者である依頼人と業務の受任者たる公認会計士が協議した分野を対象とする。評価業務の実施に当たっては、重要な事項が全て開示される保証もない。取引目的の企業価値評価業務は、委任業務であって、請負業務ではないことを十分認識する必要がある³³。また、一定の結果を保証させるような依頼に対しては、独立性の確保の観点からも受託すべきではない。

取引目的の企業価値評価業務は、業務委託契約により作業の範囲が決定され、同時に当該業務に関係して提供を受けた情報又は独自に取得した情報の範囲内で行われるものであり、一定の制約下で行われる性質のものである。

当該業務の内容が、委任者である依頼人の目的に合致するか否か、又は作業の範囲が妥当であるか否か（手続と範囲の合目的性）については、依頼人側の責任において判断されるべきである。

現実問題として、公認会計士に対する報酬が一定の金額に定められた場合、その報酬金額の中で経済合理的に実施できる作業範囲は、自ずと定まってくる。報酬の金額に比較して、過大な業務範囲や責任を受任者である公認会計士に要求するような状況は、「一定の水準の専門業務を実施することが困難となることが考えられることから、職業的専門家としての能力及び正当な注意の原則の阻害要因を生じさせる³⁴」懸念がある。健全な評価業務の発展のためにも、このような状況は避けなければならない。また、当初は非常に限られた業務範囲で依頼人と協議していた場合でも、後から一方的に業務範囲の拡大を要請してくる場合も同様のリスクが存在している。

以上より、業務を受託するに当たっては、業務範囲について委任者（依頼人）と受任者（公認会計士）との間で齟齬が生じないように、業務委託契約書等で業務範囲を明確化しておく必要があるのである。また、当初予定していた業務範囲を拡大する場合の手続と報酬の改定の方法についても、業務委託契約書等でその方法を定めておくことが望ましい（「8. 責任の範囲及び免除並びに制限等」参照）。

② 評価業務で利用する情報

また、評価に関して提供された情報についても、業務委託契約において個別に検討・分析（「5. (2) 評価における基礎資料の検討・分析の意義」参照）する手続を定めた場合を除き、公認会計士は提供された個々の情報の真実性・正確性・網羅性について原則として検証する義務は負うものではないとされている³⁵。評価の基礎となった情報には財務数値以外のものも含まれ、また、一般に認められる検証手続も存在しないことから、提供された個々の情報について、その真実性・正確性・

³³ 委任業務の場合は、委任者より委任された業務（事務）を履行する責任を負うが、請負業務の場合は仕事を完成させてこれを引き渡す必要があり、当該目的物に瑕疵がある場合には、瑕疵の修補に応じる必要（瑕疵担保責任）がある。また、ある一定の決められた評価結果を報告することを条件に評価案件を受託することは、状況によっては独立性その他の倫理に抵触する可能性があるため、注意が必要である。

³⁴ 「倫理規則」（平成22年7月最終変更、日本公認会計士協会）第21条注解18

³⁵ 事業計画・資金計画等の将来事象が含まれる場合には、これらの達成可能性や資金の十分性等の将来予測について、受任者である公認会計士は責任を負わない。

網羅性を検証することは実務的に困難であるからである。通常は、これらの情報が真実・正確・網羅的であるとの前提に基づいて業務を遂行するのである。したがって、業務に関連して、当該情報及び資料の真実性・正確性・網羅性の欠如に起因して生じた問題からは、公認会計士は免責される必要がある（「8. 責任の範囲及び免除並びに制限等」参照）。

ただし、提供された情報を無批判に使用しても問題はないということではない。本ガイドラインに記述されているような慎重さや批判性等を発揮して、提供された情報の検討・分析を行う必要がある。提供された非常識・非現実的な情報の無批判な使用は、不正や企業価値評価を巡る紛争の原因となる可能性があることに留意する必要がある。

③ 買収等の交渉のための評価業務と当事者間で決定した買収額についての第三者としての評価業務

取引目的の企業価値評価業務には、業務を実施する段階の観点から、買収等の交渉のため委任者である依頼人に価値評価結果の情報を提供する業務と、当事者自身が決定した買収額に対して、第三者の観点から検討する業務がある。

(2) 評価における基礎資料の検討・分析の意義

評価に当たり使用する基礎資料について、何らかの検討・分析が行われることになる。この場合、各種の前提事実及び前提条件間の整合性に関する検討、並びに当該前提条件等と事業計画等に反映された財務数値等との整合性に関する検討が含まれる。これらの検討は、監査基準等が対象とする業務（主に過去情報を対象とする業務）の内容ではないため、「監査」、「レビュー」、「エグザミネーション」、「合意された手続」又は「調製」とは異なるものである³⁶。つまり、評価対象会社に関する将来の財務情報、支払能力又は資金繰りに関する事項について、いかなる意味においても、監査基準等が想定している公認会計士による信頼性の保証や意見の表明を行うものではない。したがって、公認会計士が行う評価関係基礎資料の検討・分析とは、ここでのいう前提事実及び前提条件等の検討・分析を意味し、その結果としての報告は、事実の開示及び事業計画を利用する上で有用と判断された情報の提供である。

将来の財務情報、支払能力又は資金繰りに関する事項については、前提事実、前提条件、その他の事態及び状況等は評価対象会社の経営陣から提供された情報により構成されており、予想された結果と実際の結果が相違することは頻繁に起こり得る。また、このような相違が重大である可能性もあり、評価対象会社の経営陣が予想した結果が達成されるかについて等、将来情報について公認会計士が検討を行う場合、その達成可能性に関しては何ら責任を負うものではない。

(3) 第三者への開示

公認会計士が評価業務を行う場合、業務の委任者が公認会計士の関与を外部へ発表する場合が考えられる。この場合、委任者によって使用される文言によっては、当該

³⁶ これらの業務については、例えば、国際会計士連盟の機関等により定義がされている。また、合意された手続に関しては、監査・保証実務委員会研究報告第20号「公認会計士等が行う保証業務等に関する研究報告」などを参照されたい。

業務に関与した公認会計士が評価結果に対して何らかの保証を与えているといった印象を与えかねない。

公認会計士は、誤った印象や誤解を与えるような文言を使用させないようにすることが必要である。したがって、当該案件に関与した公認会計士の名称を用いた第三者等への開示に関しては、その可否、方法及び文言について、業務の委任者等と事前に書面による合意を得るようにしておくことが重要である。

6. 報告書の利用制限

(1) 利用制限の明確化

評価に関して公認会計士が何らかの業務を行う場合、その業務の性質及び内容等に関して委任者と事前に協議しておくことが重要であるが、過度に責任の範囲を広げないためにも、報告書の取扱いについて慎重な対応が必要である。評価に関わる公認会計士の業務は、協議された一定の作業範囲の下又はその他の制約の下、会社自身が評価の意思決定をするに当たって、参考となる情報を提供するものと理解すべきである。しかしながら、作業範囲（又は作業範囲の妥当性）については、委任者自身の利用目的を考慮して委任者自らの責任において決定されるものとしており、受任者である公認会計士はこの点について責任を負うものではない。つまり、当該業務の報告書は、その性質及び条件等をよく理解している委任者に限定して開示されるべきであり、当該業務の性質、条件等を適切に理解していない委任者以外の第三者等に対して開示されるべき性質のものではない。

したがって、報告書の利用者に無用な混乱を与え、公認会計士の責任を無用に広げないためにも、報告書の取扱いについては利用制限等を明確にしておくべきである。具体的には、委任者は、法令により要求された場合を除き、受任者である公認会計士の事前の同意を得ることなく、当該評価で想定されている案件に直接関わっている委任者の従業員等以外の第三者に報告書等を開示し、又は利用させてはならないものとするべきである。

さらに、当該案件に直接関わっている委任者の従業員等に対しても次の事項を理解及び遵守させておくことも重要である。

- ① 報告書を第三者に開示し、又は利用させないこと。
- ② 報告書を本件取引の検討のためだけに利用すること。
- ③ 報告書の作成者たる公認会計士は、報告書を利用した個々の従業員等に対して、直接的な責任を負わないこと。

なお、受任者である公認会計士の事前の同意等に関しては、書面により行われることが望ましく、実務上2種類のものが使用される。委任者から入手するものを要請書（Release letter）と呼んでおり、報告書を利用しようとする第三者から入手するものを差入書（Hold-harmless letter）と呼んでいる。

(2) 要請書 (Release letter)

要請書とは、報告書の内容を第三者（銀行、債権者、アドバイザー等）に開示（情報の提供及び追加的説明）するように依頼された場合、委任者から入手すべき書面である。要請書は、第一義的には、報告書を委任者が指名する第三者に開示をすることについて、報告書を作成した公認会計士に了承を求めるものであるが、合わせて以下のような事項についても、委任者と受任者（公認会計士）の間で確認をとる必要がある。例えば、報告書は業務委託契約に基づいて作成され、委任者の検討のために利用されるべきものであり、その他のいかなる目的のために作成されたものではない。このことから、第三者が報告内容を閲覧することにより直接的・間接的に委任者に生じるいかなる危険や不利益等についても公認会計士が責任を負わない旨を明確にしておく必要がある。具体的には、第三者が、報告書の閲覧又は口頭による説明を受けることにより、委任者の期待している事項が中止、変更される危険や不利益（第三者による情報の誤用、悪用を含む）等が考えられる。

また、この要請書は、以下で説明する差入書 (Hold-harmless letter) が第三者より提供されない場合、いかなる情報の提供や追加的説明も行わない旨の確認にも利用される。

(3) 差入書 (Hold-harmless letter)

差入書とは、報告書の内容を第三者に開示する場合、当該第三者から入手すべき書面であり、報告書の性質及び公認会計士の責任等を理解してもらう上で重要な書類である。報告書の開示に際し、第三者に対して同意を得ておく事項としては、次のようなものがある。

- ① 報告書に記載のない事項についても、受任者等から委任者に業務の成果等に関する情報が伝わっている可能性があること。
- ② 報告書の閲覧等に起因して、公認会計士に対していかなる権利をも取得しないこと。
- ③ 報告書の閲覧等に起因して、公認会計士が第三者に対して裁判上・裁判外のいかなる義務や責任を負うものでないこと。
- ④ 報告書の記載事項等に関連して生じたいかなる損害についても公認会計士に対して損害賠償請求を行わないこと。
- ⑤ 報告書の閲覧等により知り得た情報を他の者へ開示しないこと。

第三者に報告書を開示する場合、報告書の利用者としての第三者との間で生じる「期待ギャップ」を無くすとともに、公認会計士が不測の損害を被らないためにも、上記の書面（要請書及び差入書）を入手することは実務上重要な手続といえる。

(4) 草案の取扱い

依頼人から受託した業務を実施している過程において、草案を委任者に提供する場合も考えられる。この場合、以下の点に留意する必要がある。

- ① 文書内に必ず草案である旨を記載するとともに、当該草案が作成者以外の者に編集されないよう配慮すること。

- ② 草案は第三者に開示できない旨を合意すること、また、開示する場合には例えそれが草案であっても、上述の要請書及び差入書を入手すること。
- ③ 草案はあくまで途中報告であり、最終的な結果は最終報告書に記載されるため、草案の記載内容については一切の責任を負わないことを合意すること。

(5) 最終報告書提出後の取扱い

最終報告書を提出した後、その後の時間的経過により新たな事実が発見され、報告書の内容に影響を与える場合が予想される。この場合、依頼人から報告書の内容について修正を要求されるか、最終報告書の再提出を要求される可能性がある。このような再提出を避けるためには、報告書の内容について依頼人から確認した旨の書面を入手し、その後の修正は行わないで済むようにしておくことも実務上は重要なことと思われる。また、その際には、報告書の前文においても、報告書の日付以降に発生した事象について、追加で報告を行い、また、報告書に反映させる責任のないことも明らかにする記載をしておくことも望ましいと考えられる。

7. 報告書の要件

評価業務に関して公認会計士の行う業務は、評価業務の基礎となる基準が存在しないため、それぞれの業務に応じて試行錯誤的に行われているのが現状であり、報告書の様式・内容についても多種多様なものが存在すると考えられる。また、公認会計士が報告書を作成する場合、専門的業務である監査業務との関連から、ある種の保証業務を行っていると思われ、誤解されるような内容や表現の記載が無意識のうちに行われやすい。

保証業務と安易に誤解されるような報告書の作成をした場合、職業専門家としての公認会計士と社会との間に新たな「期待ギャップ」が発生する可能性を否定できない。想定される悪影響の最たるものは、単なる担当公認会計士の責任問題だけではなく、公認会計士全体に対する社会的信用の失墜に繋がる可能性も否定できないということである。

したがって、報告書の作成に当たっては、保証業務で使用されている表現等の安易な引用は避けるべきであり、財務諸表監査で見られるような総合意見の表明ではないということを十分に認識する必要がある。なお、具体的にどのような表現を用いるかについては準拠すべき基準・指針等がない以上、業務を担当する個々の公認会計士が自己の責任において判断するしかなく、今後の実務慣行の成熟に期待せざるを得ないのが実情である。

以下、報告書の内容の主な要件等について説明する。

(1) 報告書の目的

評価に関して公認会計士の行う業務は、委任者との業務委託契約により作業の範囲が決定され、同時に当該業務に関係して提供を受けた情報又は独自に取得した情報の範囲内で行われるものであり、一定の制約下で行われる性質のものである。したがって、報告書の目的は、企業価値評価業務として委任者と受任者の間で協議し、合意さ

れた範囲の作業を実施した結果の情報提供を行うものである。すなわち、委任者が対象事業等の価値を検討する上で、参考となる事項を取りまとめたものである。

特に重要な点は、委任者が「最終的な判断をする責任が委任者自身にある。」ということをしつかりと認識しており、かつ、委任者が受任者の報告内容を十分に理解した上で最終的な判断を行えるかどうかを見極めることである。

(2) 報告書の構成及び内容

基本的に報告書の構成は自由であるが、本報告書では大きく三つのセクションを想定している。

- ① 報告書の前文・送り状として、報告書の目的・性質等を記載するセクション
- ② 個別事項に対する情報及びコメントを記述するセクション
- ③ その他分析の基礎資料及び追加情報等

各セクションで想定している内容及び注意すべき事項は以下のとおりである。

a) 報告書の前文

報告書の前文において記載を検討すべき事項は、報告書の利用者に対して報告書の利用に当たっての留意点を理解してもらうとともに、公認会計士の責任の範囲を明確にする上でも重要なセクションと考えられる。主な記載内容は以下のとおりである。

- i) 実施した業務の内容
- ii) 報告書の目的（可能であれば、依頼人の直面している案件の概略も含む。）
- iii) 算定された評価額の意味
- iv) 監査を実施していない旨（監査を実施した場合には、報告書に記載されていない事項が発見される可能性がある旨）
- v) 将来の予測に関するものについては、予測と実績との間に生じる差異が重要となることもあり、その達成可能性については責任を負えない旨
- vi) 第三者に対する開示の制限（不特定の第三者に対する開示は原則的に禁止すべきであり、実務上要請された場合には要請書・差入書の入手）
- vii) 第三者が見た場合の留意事項（責任関係の承諾）

以上、実際の記載内容は担当公認会計士の判断により適切な記載が行われることになる。しかしながら、上記の項目は、報告書の利用者がその内容を全て理解すべき事項である。

b) 個別的事項の報告

このセクションでは実際に実施した作業（又は手続）の結果に基づき、委任者の意思決定に役立つと思われる重要事項を記載すること、すなわち、分析・評価結果のまとめ及び担当公認会計士のコメントが記載されることを想定している。どのような事項を記載するかは担当公認会計士の判断によるが、実際には委任者が関心を抱いている事項に関しての情報提供及び分析結果の提示が主な内容になると考えられる。

以下、ここではこのセクションを作成する際に留意すべき一般的事項を示すこととする。

- i) 報告の内容が、証明又は保証と誤解される可能性がないかに注意して報告内容を作成する。
- ii) 報告書の内容はあくまでも依頼人の意思決定の参考情報であり、意思決定に資する旨の報告内容とする。
- iii) 評価結果について、断言する表現は避け、また、推測によるコメントも避ける。
- iv) 専門以外の領域についてのコメントは避ける。
- v) 契約書等において委任者との間で協議し、合意された作業の範囲内でコメントをする。

8. 責任の範囲及び免除並びに制限等

評価実施時の基礎資料は、通常、外部より入手するものであり、公認会計士が作成するものではない。したがって、当該基礎資料に係る直接的な責任は公認会計士が負わないことに留意が必要である。ただし、当該業務は業務委託契約に基づくものであるため、委任者に対する受任者としての契約上の責任が発生する。

しかしながら、財務諸表監査等とは異なり、評価に関する業務に関しては、業務委託契約により作業範囲及び業務報酬等が個別に決定される。したがって、受任者としての契約上の責任は、故意又は重過失に起因する責任でなければ、業務委託契約書において責任の免除及び制限を設けることが可能であると考えられる。

さらに、評価のための基礎資料の作成者と業務委託契約の委任者とが異なる場合、委任者の求めに応じて第三者の作成した基礎資料に分析等の業務を実施し、その報告の内容が当該第三者にとって好ましいものではなく、結果として当該第三者やその他関係者等から想定外の訴えを起こされる可能性もあり得る。したがって、公認会計士が当該業務を受託するに当たり業務委託契約を締結する際には、特に以下の6点を考慮すべきである。

(1) 業務範囲の明確化

依頼人より委任を受けた業務の範囲を明確にしておく必要がある。特に評価業務が意見表明業務ではなく、前提条件に基づく参考数値を算定するという場合は、依頼人に誤解のないようにその旨を明記する。

(2) 情報及び資料の真実性・正確性・網羅性の検証義務の不存在

評価の前提となる情報及び資料について、その内容の真実性・正確性・網羅性について検証等の義務は負わない旨を明記する。

(3) 委任者に対する損害賠償責任の制限

業務の性質から、公認会計士が評価業務を実施した場合の責任の範囲を明確にする必要がある。評価業務は委任業務であり、取引目的の企業価値評価業務の複雑性、利用できる情報の限界、作業に許容される時間的猶予等を考慮すれば、受任者に故意又

は重過失がない限り、委任を受けた範囲においてのみの責任をとれば十分である。また、いわゆる逸失利益や特別損害を含めると責任の範囲が広くなり過ぎ、受託した業務に照らして過大な責任を負うことになりかねない。

したがって、受任者たる公認会計士の損害賠償責任は、受任者の責により現実に被った直接的な損害に限定し、さらに、その総額も、故意又は重過失がない限り、業務委託報酬の金額を基礎に上限額を設定することが望ましい。通常は、実際に支払われた業務委託報酬額が受任者の負う損害賠償累積総額の上限額とされている。

(4) 業務を遂行するに当たって生じた第三者からの請求に関する補償

M&A等の「取引」には、各種の利害関係者が存在し、ある特定の依頼人に業務を提供するということは、利害が対立する他社等から当該業務に関与したことによって訴訟や損害賠償請求等を受けるリスクが存在する。しかし、評価業務には一般に公正妥当と認められる基準がないこともあり、これら第三者からの請求等から責任を免責する手段が制度として確立していない。このように受任者としての公認会計士の地位は脆弱であり、公認会計士が依頼人から業務を受託できる環境を整備するために、実務としては「取引」を実行する依頼人自体が第三者からのリスクもビジネス・リスクの一部として包括的に取り扱うことが行われている。すなわち、受任者たる公認会計士の業務委託契約の履行等に関連して生じたと主張する第三者からの当該公認会計士に対する請求や関連する費用等が生じた場合は、受任者に故意又は重過失がない限り、委任者である依頼人が、当該公認会計士の被った損失を補償するような手続を契約書に定めておくことが有用である。

(5) 契約の解約

評価業務の依頼人とその依頼を受けた公認会計士との間の関係は、委任による関係である。（準）委任契約であれば当事者の信頼関係を基礎とするものであり、当事者はいつでも自由に通知による解約が可能である。ただし、相手方にとって不利な時期に契約を解除した場合には、これにより生じた損害を賠償する責任が生じる可能性があり、当事者の一方の意思表示に基づく途中解約ができる旨を契約書に定めておくことが有用である。取引目的の企業価値評価業務の依頼時においては想定されていなかったリスクが、業務を遂行するにつれて表面化してくる可能性があるからである。当該解約に当たっては、通知をするのみで足り、その理由を説明し相手に対して合意してもらうことは必要条件とはなっていない。

また、通常であれば、受任者に故意又は重過失が無い場合は、解約時点までに遂行した業務について、相応の対価を請求することは可能である。

(6) 秘密保持

業務委託契約上での秘密保持の条項である。ここでは、秘密保持の条項及び秘密情報の定義を明確にし、存続期間も明記しておくことが有用である。また、評価対象となった「取引」自体が公知となり秘密でなくなった後においては、当該取引に関与した旨について言及することができる旨を契約書上明記しておくことも行われている。

9. 業務受託に関する前提条件

公認会計士が評価業務を行う場合、その業務の内容及び責任等に関する事項以外にも一般的な事項として注意すべきものがある。すなわち、業務受託の前提として以下の条件が確保されているか慎重に検討し、解決しがたい問題がある場合には、業務受託の辞退も考える必要がある。

(1) 公正性の確保

評価業務を行うに当たっては、公認会計士は、偏見・利益相反の関係をもってはならず、かつ客観性を損なうような他の者からの不当な圧力に屈せず、常に公正な立場を堅持しなければならない。

(2) 独立性の確保

独立性³⁷とは、経済的身分的に評価業務に関する関係当事者と一定の利害関係にないことを意味する。また、評価業務の主体として公認会計士が社会的信頼を受けるためにも、独立性が要求されるのである。業務の実施に当たっては、第三者としての立場を維持し、依頼人等から著しい影響を受けることがないように注意しなくてはならない。なお、評価業務を実施する上での独立性は、監査上の独立性の範囲と異なることには、注意しなくてはならない。

したがって、評価業務の潜在的依頼人が監査先の場合、業務の受託の可否を検討するに当たっては、さらに監査上の独立性³⁸を維持するように特に注意が必要である。

(3) コンフリクトへの対応

① コンフリクトの内容

評価業務等のサービスを実施することが、コンフリクト（利益相反関係）等に陥る可能性の有無を検討することは重要である。例えば、以下のような事態に当たっては、業務の受託の可否を検討するに当たって、相当な注意が必要である。

- a) 相手方のアドバイザーに自身と同じ監査法人等又はその関連会社がついている場合
- b) 評価対象会社が被監査会社の場合
- c) 評価対象会社を以前、自身が別の依頼人のために評価業務等を実施した場合又は何らかの事情により評価対象会社の秘密情報を既に持っている場合
- d) 複数の買い手候補がいる競争入札の場合、別の買い手候補に既に自身と同じ監査法人等又はその関連会社が既にアドバイスを提供している場合

³⁷ 米国鑑定業務統一基準(USPAP:Uniform Standards of Professional Appraisal Practice)においては、倫理規定の中で次のように規定している。「評価人が以下のいずれかを条件とする評価案件を受託する、若しくは評価案件に対する報酬を手配することは倫理に反する。①あらかじめ決められた結果の報告、②依頼人の望む評価結果の方向、③価値意見の金額、④決められた結果の実現、⑤評価人の意見に直接関連し、評価案件の目的に特有な後発事象の発生」

³⁸ 公認会計士法第24条の2、公認会計士等に係る利害関係に関する内閣府令第5条、日本公認会計士協会による独立性に関する法改正対応解釈指針、等を斟酌すること。

f) 問題のある依頼人である場合（例：過去の紛争の有無、報酬未回収残の有無）

以上のような場合、潜在的コンフリクトの状況を十分に理解することが大切である。前述のとおり、企業の価値は一物一価ではないが、同じ会計事務所から複数の異なる評価結果が出されることは、避けるべきであろう。

② セーフガードの可能性の検討

上記のような潜在的コンフリクト状況にある場合、ある一定のセーフガード（安全策）を実施することで、解決が可能か検討する。しかし、セーフガードは万能薬ではなく、効果がない場合もある。したがって、ケース・バイ・ケースで、潜在的コンフリクトの解消の可否を慎重に検討する必要がある。

a) 倫理障壁の設定

コンフリクトが生じる可能性がある複数のグループ間で、「取引」に関する情報の隔絶を行う。この場合、全くグループ間で別のチームを設定し、情報のやりとりをグループ間で行わないことが重要である。さらに、潜在的な情報のリークのリスクを排除するために、物理的に隔絶する方法を検討する場合もある。

b) 同意書（Consent Letter）の入手

潜在的コンフリクトが発生している事態について、あらかじめ依頼人及びコンフリクト先に対して業務受託に関する同意を書面にて入手する。ただし、競争入札時の買い手候補間のコンフリクトの際には、相手先の名前自体が守秘義務上問題となるケースがある。そのような場合には同意書を関係者と交わすこと自体、避けなければならない場合がある。

10. 独立性とコンフリクト（利益相反）

監査上の独立性と非監査業務のコンフリクトについて整理すると下記の関係となる。

(1) 依頼人と会計事務所の利害関係の分類

① 保証業務提供先

a) 監査業務提供先

この場合には、監査上の独立性が求められる。また、非監査業務の同時提供禁止も求められることになる。

b) その他の保証業務提供先

この場合には監査業務と同等の独立性が求められる。

② 非監査業務（非保証業務）提供先

監査上の独立性は求められないが、コンフリクトがある場合についてのリスク対応が必要となる。なお、裁判所からの依頼による鑑定業務の場合は、監査上の独立性と同等の独立性が求められる。

(2) コンフリクトのリスクと管理体制

① コンフリクトの定義

コンフリクトとは、会計事務所及び職員（パートナーを含む。）が客観的に先入観なしで業務が遂行できなくなる、又はそのように見える状況のことをいう。

② コンフリクトがある場合のリスク

コンフリクトがある場合、そのリスクとしては次のようなものがある。

- a) 訴訟リスク
- b) レピュテーション低下リスク
- c) 競争力低下リスク

③ コンフリクトの種類

a) 敵対的(Adversarial)

依頼人同士が直接利害対立しているケース

M&Aの売り手と買い手、企業再生の債権者側金融機関と買手側投資家など

b) 競合的(Competitive)

依頼人同士が競合しているケース

M&Aの買手候補者同士など

競合的コンフリクトが敵対的コンフリクトに発展する場合もある。

c) 営利的(Commercial)

会計事務所のグループ会社が同類のサービスを提供しているケースなど

日本ではこのケースはあまりない。

d) 元依頼人(Former Client)

元依頼人の機密情報を会計事務所が保有していることにより、これに関係する案件の新規受嘱業務が敵対的又は競合的コンフリクトに似た状況を引き起こす。

④ コンフリクト管理体制

コンフリクトの有無を確認し、それをコントロールするため、会計事務所はコンフリクト管理体制を構築する必要がある。

a) コンフリクトをチェックする事務所内データベースと連絡制度

b) コンフリクトがある場合の解決方法

i) 事務所内の第三者が利害調整役として解決する。

ii) 事務所内の守秘義務、チャイニーズウォールの体制を整備する。

iii) コンフリクトの存在を依頼人が承知の上で業務を委嘱する場合はこれを契約条項に織り込む。

VI 裁判目的の企業価値評価業務

1. 裁判目的における企業価値評価業務の概要と論点

(1) 裁判目的の企業価値評価業務の種類

裁判目的で企業価値又は株主価値（株式価値）を評価しなければならない場合がある。その代表的な例は、会社法上、株式の価格を決定するよう裁判所に申立てをすることが可能である旨定められている場合（会社法117条2項等、以下本節において単に条文を挙げる場合は会社法を示すものとする。）における、裁判所による株式の価格の決定である。しかし、会社法以外にも、例えば、会社更生法上の財産評定において更生会社が保有する株式を更生管財人が評価する場合もあれば（会社更生法83条1項）、遺産分割審判（家事審判法9条1項乙類10号）において家事審判官が遺産に含まれる株式の価値を評価する場合もあり、その態様は非常に多岐にわたる。そして、それぞれの場合において、専門家としての公認会計士は、鑑定人や鑑定人補助者の立場から意見を述べることとなる。

本章では、上記のように非常に多岐にわたる裁判目的の評価の場面の中から、今後、実務上も要請が増えるものと思われる会社法上の株式評価を中心に検討することとし、本節では、その前提として、会社法が予定している株式評価の代表的な場面について、制度の趣旨と評価上問題となり得る点を概観する。

(2) 会社法に基づいて評価業務が必要となる場面

会社法上、裁判所による株式等の価格の決定が明示的に予定されている場面をまとめたものが、図表Ⅵ－1である。これらの場面では、裁判所は決定の結論において株式の価格を示されなければならない³⁹。

【図表Ⅵ－1 会社法上、裁判所による株式等の価格の決定が予定されている場面】

株式等保有者	場面	条文	法律が示す評価基準
反対株主	株式に関する特別の定めなどに係る定款変更	117Ⅱ	「公正な価格」
	事業譲渡等	470Ⅱ	
	吸収合併、吸収分割、株式交換（消滅会社等）	786Ⅱ	
	吸収合併、吸収分割、株式交換（存続会社等）	798Ⅱ	
	新設合併等	807Ⅱ	
反対新株予約権者	株式に関する特別の定めなどに係る定款変更	119Ⅱ	「公正な価格」
	組織変更	778Ⅱ	
	吸収合併、吸収分割、株式交換（消滅会社等）	788Ⅱ	

³⁹ なお、判決等の理由の中で裁判所が株式等の評価額を示す必要がある場面は多様にあり得る。

株式等保有者	場面	条文	法律が示す評価基準
	新設合併等	809Ⅱ	
譲渡制限株式保有者（取得者）	譲渡等承認請求を受けた株式会社が承認しない旨の決定をしたとき。	144Ⅱ	「譲渡等承認請求の時における株式会社の資産状態その他一切の事情を考慮」
全部取得条項付種類株主	全部取得条項付種類株式の全部の取得	172Ⅰ	（基準については述べられていない。）
株主の相続人等	相続その他の一般承継により取得された株式の売渡請求	177Ⅱ	「請求の時における株式会社の資産状態その他一切の事情を考慮」
単元未満株主	単元未満株主による買取請求	193Ⅱ	
	単元未満株主に対する売渡請求	194Ⅳ	

また、会社法上、検査役による調査又は弁護士・公認会計士等の専門家による（市場価格のない）株式の評価があり得る場面としては、下記のものがある。

- ① 変態設立事項としての現物出資や財産引受において、出資や譲渡の対象となる財産に株式が含まれている場合（33条、28条）
- ② 新株の発行又は自己株式の処分において、現物出資の対象となる財産に株式が含まれている場合（207条）
- ③ 新株予約権の行使において、現物出資の対象となる財産に株式が含まれている場合（284条）

しかし、旧商法上の事後設立に係る現物出資等の規制は撤廃されているので、今後は、事後設立であることを理由に検査役が選任されることはない。

(3) 反対株主による買取請求

① 反対株主が株式の買取を請求できる場合

会社法は、少数株主を保護するため、株主全体の意向による一定の行為に賛同できない株主が自己の有する株式を「公正な価格」で発行会社買い取らせることにより投下資本を回収することを認めている。反対株主による買取請求権が認められるのは、以下のような場合である。

【図表Ⅵ－2 反対株主による買取請求権】

a) 株式関係	発行会社が定款変更により譲渡制限や全部取得条項を付す場合等（116条）
b) 事業譲渡関係	発行会社が事業の全部若しくは重要な一部の譲渡、他の会社の事業の全部の譲受け、又は事業の全部の賃貸若しくは経営委任をする場合等（469条）

c) 組織再編関係	発行会社が吸収合併若しくは吸収分割により消滅する場合又は株式交換により他の会社の完全子会社となる場合（785条） 発行会社が吸収合併若しくは吸収分割後も存続する場合又は株式交換により他の会社の完全親会社となる場合（797条） 発行会社が新設合併、新設分割又は株式移転後に消滅する場合（806条）
-----------	--

なお、条文の構造は上記全てに共通しており、まず1項で買取請求権を認め、2項で買取請求をすることができる「反対株主」を定義して、3項ないし5項で手続的事項を定め、6項で買取請求の撤回を制限し、7項で当該株主が反対している行為（合併等）が中止された場合には株式買取請求も効力を失う旨が定められている。

法が反対株主に株式買取請求を認めた趣旨は、投資した会社の基本的な事項が自己の意思に反して変更されてしまった場合に、投下資本を回収する手段を確保し、もって少数株主の保護を図るところにある。究極的には、こうした回収手段を確保しておくことで投資を促進することに意味があるといえよう。

② 反対株主の株式買取請求権と裁判目的の評価業務の関係

上記のとおり、反対株主は発行会社に「公正な価格」で株式を買い取らせることができる。そして、株式の価格については当事者である反対株主と発行会社の間で協議することとされているが、当事者間で協議が調わない場合には、裁判所に対して価格の決定の申立てをすることもできる（117条2項、470条2項、786条2項、798条2項、807条2項）。したがって、当事者の協議が調わなければ、最終的には裁判所が当該株式の「公正な価格」を判断することになる。

多くの場合、裁判所は公認会計士等の専門家を鑑定人として意見を求めることとなる。かかる場合の鑑定人による株式の評価は、典型的な裁判目的の企業価値評価業務といえる。

③ 「公正な価格」の意義

鑑定人は、裁判所から、対象となる株式の「公正な価格」が何円であるかの意見を求められる。しかし、「公正な価格」が何を意味するかは法律問題であり、最終的には裁判所が判断することとなる。逆にいえば、鑑定人は、「公正な価格」に関する裁判所の解釈を前提として、その解釈に沿った具体的な金額を自らの意見として述べることになる。

もともと、新法の施行間もなく、裁判例の蓄積がほとんどない現段階においては、「公正な価格」の意味を知るための手がかりとなるものは、旧法の規定と立案の経緯しかないのが現状である。

「公正な価格」に関する論点は、下表のように整理できる。以下旧法との比較と立法経緯から、株式評価業務において問題となり得る解釈上の論点を検討することとする。

【図表Ⅵ－３ 会社法における「公正な価格」の解釈上の論点】

a)	シナジー効果を含むか。
b)	多数株主の意思による行為に対して反対する反対株主の理由によって左右されるか。
c)	「公正な価格」は株主や発行会社の主張と証拠によってのみ決定すべきか。 「公正な価格」は具体的な事件における両当事者の結論の範囲内に収まるべきか。

a) 「公正な価格」とシナジー効果⁴⁰。

まず、旧法の文言を検討すると、旧商法は、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」での買取請求が認められていた（旧商法349条等）。一見して明らかなのは、会社法においては「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ」の文言が削除されていることである。立案担当者による解説によれば、「決議ナカリセバ」の文言が削除されたのは、「株式買取請求権を行使しようとする株主の中には、株式会社が合併等を行うこと自体については賛成であるが、合併等の結果、対価として交付される財産の割当に不満足である者も存在し得る」⁴¹からである⁴²。

会社法制定の土台となる要綱作成に向けて議論した当時の法制審議会会社法（現代化関係）部会の議事録⁴³等からも、シナジー効果を株価算定に含めることを排除しないために、「公正な価格」とは決議がなかった場合の価格であるとは法文上限定しない方向で要綱が固まったことがわかる。

したがって、「公正な価格」にはシナジー効果が含まれ得ることについては、ほぼ争いがない。例えば、いわゆる交付金合併（キャッシュ・アウト・マージャー）において、プラスのシナジー効果があることについては争いがないが、それが十分に少数株主に配分されているかについて争われている場合、新法ではシナジー効果が「公正な価格」の判断に織り込まれることとなる。

しかしながら、このことは、裁判所が常にシナジー効果を考慮しなければならないことを意味するわけではない。例えば、マイナスのシナジーが発生しているような場合において、合併自体に反対した株主が買取請求をしたときは、決議がなかった場合に維持されていたであろう価値と一致する価格での買取を認めなければ、少数株主のために投下資本回収手段を確保しようとした立法趣旨に反することになる⁴⁴。

したがって、実際にシナジー効果を「公正な価格」に織り込むか否かは、具体的な事案における裁判所の判断に委ねられているといえる。鑑定人としては、評

⁴⁰ シナジーの分配の不公平は深刻な問題になる合併交付金等が多い合併の場合であり（江頭憲治郎『株式会社法』有斐閣771頁）。「公正な価格」がシナジー効果を含まないとすれば、例えば、現金しか受け取らない消滅会社の株主はシナジー効果をまったく享受できず、存続会社の株主が独占することとなる。

⁴¹ 江頭憲治郎『株式会社法』有斐閣776頁及び神田秀樹『会社法』第8版弘文堂162頁も同様に説明する。

⁴² 相澤哲・細川充「組織再編行為」相澤哲編著『新・会社法の解説』別冊商事法務295号201頁

⁴³ 法務省がウェブサイト（<http://www.moj.go.jp/>）で公開している。

⁴⁴ 会社法が、単に「公正な価格」とした理由の一つは、場合により、シナジー効果を考慮することも考慮しないこともできるようにした点あることは、法制審議会の審理経過からも窺うことができる。

価業務を進める上で、当該事案においてシナジー効果を含めることが妥当であるか否かについて、裁判所と十分に打ち合わせる機会を持つべきである。

なお、定款等の変更について買取請求が認められる場合は、その性質上、シナジー効果は問題にならないので、旧法時と同様に、決議がなかった場合の株式の価格を裁判所が認定することとなる⁴⁵。

b) 「公正な価格」と反対株主による反対理由

上記の議論を徹底すると、「では、反対株主が反対する理由によって『公正な価格』は異なるのか」という論点が生じることになる。例えば、合併自体に反対する株主Aと、合併自体には反対しないが合併比率に納得できない株主Bが買取請求権を行使し、発行会社との協議が調わずに裁判所に持ち込まれた場合、AとBが買取を請求している株式の「公正な価格」は異なることがありうるだろうか。

上記a)での議論を敷衍すれば、合併自体に反対する株主Aには合併の決議がなかった場合の価格での買取りが妥当であり、したがってシナジー効果を考慮すべきではなく、合併自体には必ずしも反対でない株主Bについては、妥当なシナジー効果を織り込んだ価格が「公正」となるようにも思われる。

しかし、株式とは細分化されて割合的単位の形をとった社員の地位であり、基本的に株式会社における株主は個性のない存在であることに鑑みれば、同じ発行会社・同じ基準日で評価した価値が、買取請求者が誰であるか、何を主張しているかによって異なるというのも問題がある。法制審議会でも、株主が反対する理由によって結論が異なることについては否定的な議論がなされている。

もっとも、解説書などを見ても、この点について明確に論じたものはまだ発表されていない⁴⁶。

したがって、鑑定人として評価業務に取り組む者は、反対株主が反対した理由（又は裁判所において主張した理由付け）によって価格は変わり得るのかについても裁判所と綿密に協議することが必要となる。

c) 「公正な価格」と株主や発行会社の主張と証拠及び「公正な価格」と両当事者の結論の範囲

これらの点は、民事訴訟法における講学上の概念である「弁論主義」や「処分権主義」の趣旨をいわゆる非訟事件（会社法117条2項等）である価格決定申立事件に及ぼすべきか、また、仮に及ぼすべきでないとしても手続的保障の見地から当事者の結論や主張をどの程度尊重すべきかという、極めて法律的了かつ手続的な議論に関連する。

実際に、特に発行会社が上場会社の場合には、当事者が提出したもの以外の資料を鑑定人が基礎とし得る事案が多々ありうる。しかし、だからといって当事者に弾効の機会が与えられていない資料を鑑定人が自由に使ってよいことにはな

⁴⁵ 江頭憲治郎教授は、「定款の変更等、会社 116 条 1 項に規定する反対株主の株式買取請求における「公正な価格」は、「会社がその行為をしなければ当該株式が有したであろう価格」と解される」とする（『株式会社法』有斐閣 747 頁）。

⁴⁶ 神田秀樹教授は、「裁判所は、もっとも正しいと裁判所が考える価格をもって「公正な価格」とし、それを一律にすべての反対株主について適用することとなるはずである」とする（『会社法』第 8 版弘文堂 162 頁）。しかし、反対理由が異なる複数の株主がいる場合に、「もっとも正しい」価格とはシナジー効果を考慮したものか否かについては特に論じられていない。

らない。いわゆる「不意打ち」を避けるには、当事者が批判の機会を与えられていない資料を根拠として鑑定人が意見を形成することは差し控えるべきである。

しかしながら、何らの調整もしない場合には、専門的な知見を有する鑑定人が意見を形成するのに十分な資料が、必ずしも専門知識を有するとは限らない当事者から提出されるとは限らない。

したがって、裁判所、鑑定人、及び当事者（代理人）の協同作業の中で手続の保障と妥当な結論の両方を達成することが望ましい。

また、鑑定人の意見が発行会社の主張よりも低額に、又は反対株主の主張よりも高額になる場合もありえないことではないが、両当事者の結論の範囲を外れた鑑定人の意見を示された場合、裁判所が困惑することもあり得る⁴⁷。

したがって、鑑定人として評価業務に取り組む者は、選任された後、早期にこれらの点についても裁判所と綿密に議論することが必要となる。

④ 株式買取請求事件において裁判所との協議を要するその他の事項

反対株主の株式買取請求事件において、鑑定人に選任された公認会計士が、鑑定の過程で裁判所との協議が必要と思われるその他の事項は、下表のとおりである。

【図表Ⅵ－４ 裁判所と協議を要するその他の事項】

a)	価格の評価基準日をいつにすべきか。
b)	シナジー効果について裁判所を説得する責任は会社・株主のいずれにあるのか、又はいずれにもなく、裁判所や鑑定人が自らシナジー効果を発見すべきか。
	シナジー効果はその性質上、客観的かつ一義的に確定できるものではないが、発行会社の経営者の裁量権は株式価格算定の非訟事件においても尊重されるべきか。
	合併比率（又はシナジー効果を享受すべき比率）について裁判所を説得する責任は会社・株主のいずれにあるのか、いずれにもなく、裁判所や鑑定人が自ら適切な合併比率を発見すべきか。
c)	コントロール・プレミアムや非流動性ディスカウントを考慮すべきか。

a) 価格の評価基準日

価格の評価基準日をいつにすべきかは、結論に重大な影響を及ぼすことがある。理論上は、反対の対象である決議がなされた日、買取請求権を行使した日、反対の対象である行為の効力が生じた日、買取請求の効力が生じる日などが基準となり得る。ただし、株式関係（116条）や事業譲渡等（469条）により買取請求権が発生する場合、買取請求の効力が生じるのは代金が支払われた日であり（117条5項、470条5項）、価格が争われている間には到来しないので、買取請求の効

⁴⁷ 私見では、鑑定人の意見は当事者の結論の範囲に収まる必要はないと考える。鑑定意見が当事者の結論に拘束される法的な根拠はないからである。しかし、裁判所の決定は別である。非訟事件といえども紛争処理である以上は、裁判所の結論が当事者が求める裁判の範囲から外れることは避けるべきであろう。

効力発生日を評価の基準日とするのは現実的ではない。また、紛争中に合併等の効力発生日（786条5項、807条5項参照）が到来しないこともあり得る。

さらに、現実的な問題として、裁判所から理論的に「正しい」評価基準日が示されたとしても、その時点での財務資料が必ずしも入手できるわけではないので（この意味で入手可能性が大きいのは合併等の効力発生日であろう。）、何らかの近似値で処理せざるを得ないと思われる。

以上の観点についても、鑑定人は裁判所との協議が必要であると思われる。

b) シナジー効果や合併比率に関する説明責任

説明責任に関する論点は、図表VI-4のb)に記載した3点である。

これらの論点は、裁判所（鑑定人）が自ら積極的に「公正な価格」を発見すべきか、それとも当事者が提出した証拠及び主張のいずれに説得力があるかを判定する立場にあるのかに関連する。訴訟等において取締役個人の責任が追及される場面では、経営判断における経営者の広範な裁量権を尊重することが裁判所の一貫した傾向といえるが、かかる裁量権が合併比率算定等においても認められるべきかについて、確立した判例や通説といえる見解はないといってよい。また、シナジー効果を生み出す源泉は、必ずしも買収側と被買収側の株主資本（又は株主価値）の比率と常に一致するわけではない。合併する両者の株主資本に大差があっても、シナジー効果を生み出す源泉は両者が同様に提供している場合（例えば、買収側の資金力と被買収側の特殊技術がシナジーを生み出すような場合）、両者の株主にシナジー効果を配分する比率について反対株主と発行会社の見解は鋭く対立する可能性がある。かかる場合、裁判所を説得する責任はいずれにあるのかという問題もある。

こうした点も、法律解釈と不即不離の関係にあり、鑑定人としては、裁判所とのコミュニケーションを密にとって、鑑定意見と裁判所の見解に齟齬が生じないよう務めるべきである。

c) コントロール・プレミアムや非流動性ディスカウント⁴⁸の考慮

例えば、反対株主が全体の三分の一近くの株式を保有している場合と0.1%しか保有していない場合とでは、「公正な価格」は変わり得るか、当該反対株主の株式が買い取られることによって多数派株主の会社支配権が決定的になるような場合、「公正な価格」は変わり得るかという問題がある。

また、交換比率1対1で株式会社Aの株式を株式会社Bの株式に交換する株式交換において、AとBの発行済株式数の比率が10対1である場合、Bの株主はBの事業に対するコントロールをAの株主に渡すことになるとも考え得る。このような場合にも、主に株式売買の場面で議論されるコントロール・プレミアムを「公正な価格」に反映させるべきかという検討事項がある。

以上のような場合、裁判所の「公正な価格」の解釈と、鑑定人のコントロール・プレミアムに関する見解は異なることがあり得る。

⁴⁸ コントロール・プレミアムや非流動性ディスカウントの意義については、本報告書のVII 1.などを参照されたい。

同様に、対象となっている株式に流動性がない場合のディスカウントをいかに考えるかについても問題となり得る。

このような場合も、鑑定人は裁判所と密接に協議して、裁判所の法的見解と鑑定人の鑑定意見に齟齬が生じることのないようすべきである。

(4) 反対新株予約権者による買取請求

① 反対新株予約権者が新株予約権の買取を請求できる場合

新株予約権者も、株主と同様に、株式会社の行為によりその権利が当初予想していなかった影響を受ける場合がある。そこで会社法は、反対新株予約権者を保護するため、個々の新株予約権者が株主全体の意向による一定の行為に賛同できない場合に、「公正な価格」で発行会社買い取らせる制度を定め、投下資本を回収することを認めている。ただし、新株予約権者が有する会社への利害関係は株主のそれとは同じではないため、新株予約権買取請求が認められる場面は、株式買取請求権が認められる場合と全く同様ではない。新株予約権買取請求は次の場面で認められている。

【図表Ⅵ－５ 反対新株予約権の買取請求】

a) 株式関係	発行会社が定款変更により譲渡制限や全部取得条項を付す場合等（118条）
b) 組織変更関係	発行会社が組織変更する場合（778条）
c) 組織再編関係	発行会社が吸収合併若しくは吸収分割により消滅する場合又は株式交換により他の会社の完全子会社となる場合（788条） 発行会社が新設合併、新設分割又は株式移転後に消滅する場合（808条）

② 「公正な価格」の意味

新株予約権はオプションの一種であるから、その評価手法は株式の場合と異なるが、反対株主の買取請求権について紹介した「公正な価格」の意味についての論点の多くは新株予約権についても該当する⁴⁹。

(5) 株式会社又は指定買取人による譲渡制限株式の買取

① 株式会社又は指定買取人による譲渡制限株式の買取が必要となる場合

譲渡制限株式を保有する株主又は株式取得者から、株式取得を承認するか否かの決定をするよう請求（136条、137条1項）を受けた株式会社が、承認しない旨を決定したときは、当該承認請求に係る譲渡制限株式を自ら買い取るか（140条1項）、買い取る者を指定する（140条4項）ことになる。

⁴⁹ ただし、江頭憲治郎教授は、「新株予約権者は、株主ではなく債権者に過ぎないので、合併時にシナジーの分配を受けるべき理由はなく、合併時に有したその経済価値（金銭的評価）に等しい存続会社の新株予約権又は金銭を交付されれば足りる」としている（『株式会社法』有斐閣761頁）。

売買価格については当事者間で協議するが（144条1項）、当事者間で協議が調わない場合には裁判所に対して売買価格の決定を申し立てることができる（同条2項）。後者の場合、裁判所は、「譲渡等承認請求の時における株式会社の資産状態その他一切の事情を考慮し」て売買価格を決定する（同条3項）。

② 「譲渡等承認請求の時における株式会社の資産状態その他一切の事情」の意味

鑑定人は、裁判所から、「資産状態その他一切の事情」を考慮して、対象となる株式の売買価格を何円とすることが妥当であるかの意見を求められる。「資産状態その他一切の事情」が具体的には何を意味するかは法律問題であり、最終的には裁判所が判断することとなる。逆にいえば、鑑定人は、「資産状態その他一切の事情」に関する裁判所の解釈を前提として、その解釈に沿った具体的な金額を自らの意見として述べることとなる。

「公正な価格」と異なり、「資産状態その他一切の事情」の要件は、旧商法から引き継がれているので、その具体的な意味を知る手がかりとしては、旧法の解釈論と裁判例を参考にすることができる。

しかしながら、この論点について公表されている裁判例はそれほど多くなく⁵⁰、また、論点の性質上、各裁判例も事例に強く依存した判断になる傾向が強く、さらに当事者間が明示的に争わなければ理論上の論点についての判断も示されないため、統一した判例理論を得ることは難しい状況にあるといえる。本項では、裁判目的の評価業務を行う場合の代表的な例である鑑定人の業務を念頭に置いて、前述の「公正な価格」の議論を踏まえつつ、裁判所とのコミュニケーションを図るための土台となる論点を指摘しておきたい。

【図表Ⅵ－6 会社法における「資産状態その他一切の事情」の解釈上の論点】

a)	「一切の事情」を踏まえた価格と「公正な価格」は違うか。
b)	買受人の資力や主観的事情等は「一切の事情」に含まれるか。
c)	売買価格の評価基準日はいつか。
d)	コントロール・プレミアムや非流動性ディスカウントを考慮すべきか。
e)	「一切の事情」は株主や発行会社の主張と証拠によってのみ決定すべきか。 「一切の事情」を考慮した価格は具体的な事件における両当事者の結論の範囲内に収まるべきか。
f)	鑑定人が採用する評価法に制限はあるか。

a) 「一切の事情」を踏まえた価格と「公正な価格」との差異

117条2項等の「公正な価格」と、144条3項にいう「株式会社の資産状態その他一切の事情」を考慮した価格がどのように違うか（又は同じか。）については、実務上も学説上も、まだ十分な検討がなされているとはいえない。

文理上は、「一切の事情」の方が評価人の裁量が大ききようにも思える。しかし、後述のように、例えば、買受人の資力などを考慮できるわけではない。「公

⁵⁰ 裁判例は後に引用する。

正な価格」を求める際には参考にできない事情が、どの程度「一切の事情」として考慮可能になるのか、又は両者は同様に考えるべきかについては、法文上も判例・学説上も、明らかではない。

したがって、鑑定人は、鑑定意見を述べるに当たって考慮できる事情について、下記の議論も参考にしつつ、裁判所との十分な協議が望まれる。

b) 買受人の資力や主観的事情等と「一切の事情」

「一切の事情」とはいつても、株式の価値と無関係な要素を考慮して売買価格を定めることは許されない。例えば、買受人の資力や株式会社の閉鎖性を維持することの必要性は株式の客観的価値と関係がないので、考慮できない。また、株式を譲渡しようとする株主側の主観的事情や、被指定者以外の第三者による買受希望価格なども、株主価値（株式価値）の具体的表現とみるべきもの以外は、考慮に入れるべきではないとされる⁵¹。

したがって、鑑定人は、当事者の主張につられて法律上考慮できない事情を根拠に鑑定意見を述べることがないよう、裁判所と十分に協議すべきである。

c) 売買価格の評価基準日

「公正な価格」と異なり、「譲渡等承認請求の時」における事情を考慮すると明文をもって定められている以上、評価基準日は承認請求時であると解すべきである。ただし、承認請求後に株式分割等やその他の資本政策によって希薄化が生じているような場合には、当然、調整がなされるべきである⁵²。

d) コントロール・プレミアムや非流動性ディスカウントの考慮

確立した判例法は見あたらないが、学説上は、コントロール・プレミアムは当然に考慮すべきとされている⁵³。たしかに、反対株主の買取請求権と異なり、同時に複数の株主が買取を請求する場合は考えにくく、支配権の所在を「一切の事情」の一部として考慮することで、より現実的な売買価格を決定できる面は否定できない。また、新たに買い受ける株式を既存の持株と合わせることで指定買受人が新たに支配株主となり得るなどの場合も、コントロール・プレミアムを考慮することが妥当といえる。

しかし、理論的には支配株主と非支配株主が同時に売買価格の決定を申し立てることもあり得る。仮にそのような事態が生じた場合、株主平等の見地からいっても、裁判所が異なる売買価格を決定するとは考えにくい。かかる場合に支配権の問題をいかに扱うかは、非常に法律的な問題となる。

したがって、コントロール・プレミアムが鑑定意見に影響を及ぼし得る場合には、裁判所と十分に協議した上で結論を出すべきである。そうしなければ、裁判所の見解と矛盾する鑑定意見が提出されて、紛争の解決に役立たないおそれがあるからである。

⁵¹ 今井宏『新版注釈会社法(3)』(有斐閣) 117 頁。もっとも、これらは従前の裁判例において論じられてきた解釈であって、個々の裁判官が別の見解をとる可能性がないわけではない。

⁵² 今井宏『新版注釈会社法(3)』(有斐閣) 122 頁

⁵³ 今井宏『新版注釈会社法(3)』(有斐閣) 121 頁以下参照

なお、いわゆるマイノリティ・ディスカウントは上記と表裏一体の論点であり、非流動性ディスカウントは譲渡制限株式について常に生じる問題であるが、これらも、その取扱いについては裁判所との協議に基づいて考慮すべきである。

- e) 「一切の事情」と株主や発行会社の主張や証拠及び「一切の事情」と両当事者の結論の範囲

これらの論点は、「公正な価格」について述べたことと共通するので、省略する。

- f) 鑑定人が採用する評価法

公表された裁判例を見る限り、事案によって配当還元法、収益還元法、純資産価額法、類似業種比準法などが用いられているが、一般的な手法が確立されているわけではない⁵⁴。

M&Aの実務に比べると、非訟事件の裁判例においてはいわゆるDCF法や乗数法が用いられるケースが少ないようにも思われるが、これは我が国の取引実務においてDCF法や乗数法が頻繁に用いられるようになったのが比較的最近のことであることに関係するものと思われる。少なくとも、裁判実務がこれらを否定している趣旨ではない。

(6) 株式会社による全部取得条項付種類株式の取得における買取請求

会社法は、100%減資等のために株主全員の同意を得ることなく株式の全部を取得する制度を導入する必要性と、強制的に保有株式を取得されることになる株主を保護する必要性との調和を図るため、①ある種類の株式全部を取得できるようにするには定款変更（株主総会の特別決議）を要し、かつ、②実際の取得時にも株主総会の決議を要するとしつつ（108条2項7号）、③取得対価に不服のある株主には裁判所に対する価格決定請求権を与えた（172条1項）⁵⁵。全部取得条項を付与する定款変更に対抗する株主には株式買取請求権があり（116条1項2号）、かつ具体的な取得時にも対価に不満であれば裁判所に救済を求めることができる（172条1項）ので、全部取得条項付株式については二段階で反対株主の救済が図られていることになる。

172条1項は、116条1項と異なり、裁判所による価格決定の基準について何も述べていない。しかし、そもそも全部取得条項付種類株式の制度が定められたのは、事実上の倒産（又はそれに近い）状態にある株式会社の任意整理において、株主全員の同意を得なくても100%減資を行うことを可能とするためであり、全部取得条項付株式を取得しようとする株式会社は倒産状態にあることが多いと思われる。したがって、その株式の価格を決定するためには、発行会社が清算価値においても継続企業価値においても債務超過に陥っているか否かが重要な問題になることが多くなるのである。

⁵⁴ 公表された裁判例としては、千葉地決平成3年9月26日判タ773号246頁、東京高裁決平成2年6月15日金商853号30頁、東京高決平成元年5月23日判タ731号220頁、大阪高決平成元年3月28日判タ712号229頁、東京高決昭和63年12月12日金商820号32頁、福岡高決昭和63年1月21日判タ662号207頁、京都地決昭和62年5月18日金商778号41頁、東京高決昭和59年10月30日金商710号13頁、東京高決昭和59年6月14日金商703号3頁、大阪高決昭和58年1月28日金商685号16頁、名古屋高決昭和54年10月4日判タ404号147頁、東京高決昭和51年12月24日判タ349号248頁、東京高決昭和46年1月19日判タ261号343頁、大阪地堺支部決昭和43年9月26日金商363号11頁、東京地決昭和46年4月19日商法560号28頁などがある。

⁵⁵ 相澤哲編著『一問一答 新・会社法』（商事法務）51頁参照

鑑定人が鑑定意見を述べるに当たって具体的に裁判所と協議すべき事項は、「公正な価格」、「一切の事情」の場合と同様である。

(7) 株式会社による相続人等に対する売渡請求

株式の譲渡制限制度は、当該株式を取得する場合には株式会社の承認を要することによって、株式会社⁵⁶にとって好ましくない者が株主となることを防げるようにする制度である（108条1項4号）。しかし、譲渡ではなく一般承継によって他人に移転する場合、譲渡制限によっては好ましくない株主の出現を防ぐことはできない。

そこで、会社法は、相続その他の一般承継によって株式会社にとって好ましくない者が株主となる場合を想定し、定款を変更して（174条）、定款の当該規定に基づいて売渡の請求をすることを可能とした（176条1項本文）⁵⁷。売買価格は当事者が協議するが（177条1項）、協議が調わない場合は、裁判所に対して売買価格決定の申立てをすることもできる（同条2項）。

かかる申立てを受けた裁判所は、当該売渡の「請求の時点における株式会社の資産状態その他一切の事情を考慮」して売買価格を決定する。

相続人等に対する売渡請求の場合の価格決定申立事件についても鑑定人が選任されることがあるが、価格決定の基準は譲渡制限株式の場合とほぼ同様であり、(5)②の議論が当てはまる。

(8) 単元未満株主による買取請求及び売渡請求

会社法は端株制度を単元株式制度に統合し⁵⁸、単元未満株主について単元未満株式の買取請求権（192条1項）を認め、さらに定款で売渡請求権⁵⁹を定めることも認めた（194条1項）。当該株式が市場価格のある株式でない場合は、裁判所に対して価格決定の申立てをすることができる（193条2項、194条4項・193条2項）。この場合、裁判所は、買取（売渡）の「請求の時点における株式会社の資産状態その他一切の事情を考慮」して価格を決定しなければならない。

単元未満株主による買取請求又は売渡請求の場合の価格決定申立事件についても鑑定人が選任されることになるが、価格決定の基準は譲渡制限株式の場合とほぼ同様であるから(5)②の議論が当てはまる。対象株式が単元未満であることから、非流動性ディスカウントやマイノリティ・ディスカウントが考慮されることになると思われることができる。

(9) 検査役の調査又は弁護士・公認会計士等による証明

社員たる株主が間接有限責任（104条）しか負わない株式会社では、債権者の引当となる会社財産を実質的に確保する要請が強く、そのため、過大評価のおそれがある

⁵⁶ 具体的には他の株主ということになる。

⁵⁷ 相澤哲編著『一問一答 新・会社法』（商事法務）47頁参照

⁵⁸ 相澤哲・豊田祐子「株式（株式の併合等・単元株式数・募集株式の発行等・株券・雑則）」相澤哲編著『新・会社法の解説』別冊商事法務295号47頁

⁵⁹ 単元未満株式売渡請求とは、単元未満株主が有する単元未満株式の数と併せて単元株式数となる数の株式を当該単元未満株主に売り渡すことを請求することをいう（194条1項括弧書き）。

現物出資や財産引受が設立時になされる場合には変態設立事項とされ（28条1号・2号）、原則として検査役による調査を要する（33条1項）。設立後についても、現物出資については原則として検査役による調査を要する（207条1項、284条1項）⁶⁰。

しかしながら、検査役による調査は時間と費用がかかると思われており、必要な期間が予測できないとして経済界の批判が強い。

そこで、会社法は、重要性が小さい場合や過大評価のおそれが小さい場合のほか（33条10項1号・2号、207条9項1号・2号・3号・5号、284条9項1号・2号・3号・5号）、評価額が相当であることについて弁護士・公認会計士等の特定の専門家による証明を受けた場合（33条10項3号、207条9項4号、284条9項4号）には、検査役の選任を裁判所に請求する必要がないものとした⁶¹。

したがって、検査役による調査（33条4項、207条4項、284条4項）のほか、弁護士・公認会計士等による価額の相当性に関する証明という形式で、裁判目的の株式評価が行われる場合がある。会社法下でも、後者（検査役に代替する専門家による証明）の場合、証明者の財産価額で補責任が維持されているので（52条3項本文、213条3項本文、286条3項本文）、安易に証明を引き受けるのは問題がある。

評価額の証明に当たって適用されるべき基準について会社法は何ら規定していないが、公認会計士が検査役又はその補助者として関与する場合には、評価法、評価基準日、基礎とし得る資料の範囲、非流動性ディスカウント、コントロール・プレミアム、及びマイノリティ・ディスカウントの取扱いなどについて、裁判所と、補助者として関与する場合は検査役との間で協議をする必要がある点は、既述のとおりである。

2. 裁判目的の企業価値評価業務プロセス

（1）裁判目的における算定人、検討人及び鑑定人の業務

公認会計士は、会社法上の下記の（2）～（6）における様々な局面において、鑑定人、算定人及び検討人として様々なかたちで関与することになる。それぞれの業務内容及び概要は次のとおりである。

① 鑑定人の意義と実施上の留意点

裁判目的における鑑定とは、裁判官の判断能力を補充することを目的として、学識経験を有する第三者に、専門的知識を適用して得た判断結果を報告させる証拠調べをいう。当事者からの申出又は職権に基づいて、裁判所が鑑定の実施を判断する。公認会計士に対する鑑定の打診、鑑定人の選任、鑑定事項の通知、鑑定書の受領は、公認会計士と裁判所との間で行われる。

裁判目的における鑑定人は、下記の点に留意する必要がある。

⁶⁰ 弥永真生『リーガルマインド会社法』第10版（有斐閣）269頁、287頁、335頁等

⁶¹ なお、商法上要求されていた事後設立における検査役選任は会社法において廃止された。

- a) 鑑定人は、裁判所の判断の補助者である。
- b) 当事者双方に対して公正・中立な立場にある。
- c) 鑑定は、裁判所による選任を受けて負う「義務」であることから、正当な理由のない業務放棄は許されない。

鑑定実施上の留意点は、下記のとおりである。

- a) 鑑定に至る経緯の把握
- b) 当事者双方や鑑定対象会社の状況についての把握
- c) 当事者双方の主張とその根拠となる証拠や主張書面の分析と理解
- d) 鑑定対象会社の設立から鑑定基準日に至るまでの経営上の経緯の理解
- e) 鑑定対象会社の役員・株主構成等の把握
- f) 鑑定対象会社の経営陣の掌握と将来予想

また、鑑定における制約は次のとおりである。

- a) 時間的・経済的制約
- b) 入手した資料・情報等の信頼性分析の限界
- c) 当事者双方に係る全ての客観的資料が入手できない可能性

② 算定人の意義と実施上の留意点

本章は、裁判目的における鑑定を中心に記述しているが、算定業務もある。算定は、会社又は株主からの依頼で行われる。例えば、反対株主から株式の買取請求があった際に、会社から企業価値評価を依頼される場合である。依頼に従って算定された評価額は、依頼人の意思決定の参考として利用される。具体的な手続に関しては、取引目的の章を参照にされたい。

ただし、会社法規定の買取価格や売買価格を算定することから、下記の点に留意する必要がある。

- a) 該当する会社法の条文と立法趣旨
- b) 算定依頼に至る経緯の把握
- c) 過去の取引事例の有無
- d) 算定対象会社の設立から算定時の経営上の経緯の理解
- e) 算定対象会社の役員・株主構成等の把握
- f) 依頼人の状況の把握
- g) 相手方の状況の把握
- h) 双方の主張とその根拠の把握
- i) 算定対象会社の経営陣の掌握と将来予想

また、評価に際して入手した基礎資料の取扱いは、次のとおりである。

- a) 基礎資料の信憑性に関する分析の必要性
- b) 将来予想に関する分析
- c) 全ての資料を入手できない点
- d) 時間的・経済的制約
- e) 基礎資料の入手による評価人の手続の範囲の検討
- f) その他

算定された評価額は、いかなる局面や利用者に対しても通用する金額ではない。一定の条件の下での、特定の当事者（株主、会社又は指定買取人等）の間での評価であることに留意する必要がある。

③ 検討人の意義と実施上の留意点

売買価格や買取価格を当事者が協議する場合、算定以外に検討業務も想定される。一方の当事者から提出された算定書や提示された金額に関して、判断には専門的な知識と経験を要する。この際に、公認会計士に対して検討の依頼が考えられる。検討の目的は、検討対象会社の株価の算定について、提示された算定根拠を批判的、個別具体的に検討することである。

対象会社の算定書に関して、検討人が検討を依頼された場合、下記の点に留意する必要がある。

- a) 検討依頼に至る経緯の把握
- b) 依頼人の状況の把握
- c) 相手方の状況の把握
- d) 評価法選定の妥当性
- e) 算定手続の妥当性
- f) 算定に使用した基礎資料の妥当性

また、検討における制約は次のとおりである。

- a) 検討に必要な資料の入手が限定的
- b) 時間的・経済的制約
- c) 検討に際して留意すべき点の情報入手を検討人が直接実施することの困難性

(2) 株式及び新株予約権の買取価格評価業務フロー

会社法116条1項各号に掲げる場合の反対株主は、会社に対して、自己の有する当該各号に定める株式を公正な価格で買い取することを請求することができる（会社法116条1項、以下前節同様本節でも単に条文を挙げる場合は会社法を示すものとする。）。

株式の買取請求があった場合において、株式の価格の決定について、株主と会社との間に協議が調ったとき、会社は、効力発生日から60日以内にその支払をしなければならない（117条1項）。株式の価格の決定について、効力発生日から30日以内に協議が調わないときは、株主又は会社は、その期間の満了の日後30日以内に、裁判所に対して、価格の決定の申立てをすることができる（117条2項）。会社は、裁判所の決定した価格に対する効力発生日から60日後の年6分の利率により算定した利息を支払わなければならない（117条4項）。

また、118条1項各号に掲げる定款の変更をする場合には、当該各号に定める新株予約権の新株予約権者は、会社に対して、自己の有する新株予約権を公正な価格で買い取することを請求することができる（118条1項）。

この場合、新株予約権の価格の決定について、新株予約権者と会社との間に協議が調ったときは、株式会社は、定款変更日から60日以内にその支払をしなければならない（119条1項）。新株予約権の価格の決定について、定款変更日から30日以内に協議が調わないときは、新株予約権者又は会社は、その期間の満了の日後30日以内に、裁判所に対し、価格の決定の申立てをすることができる（119条2項）。この場合も、会社は、裁判所の決定した価格に対する定款変更日から60日後の年6分の利率により算定した利息をも支払わなければならない（119条4項）。

会社が組織変更する場合の新株予約権の新株予約権者による公正な価格での買取請求権（777条）、吸収合併等をする場合の反対株主による消滅会社等に対する公正な価格での買取請求権（785条）、吸収合併等における消滅会社等の新株予約権の新株予約権者による消滅会社等に対する公正な価格での買取請求権（787条）、吸収合併等をする場合の反対株主による存続会社等に対する公正な価格での買取請求権

（797条）、新設合併等をする場合の反対株主による消滅会社等に対する公正な価格での買取請求権（806条）、新設合併等をする場合の消滅株式会社等の新株予約権の新株予約権者による消滅株式会社等に対する公正な価格での買取請求権（808条）の場合も同様である（778条、786条、788条、798条、807条、809条）。

株式及び新株予約権の買取価格評価における公認会計士の関わりは様々である。一例を示すと図表Ⅵ－7のような業務フローになる。

【図表Ⅵ－7 株式買取価格評価に関する業務フロー】

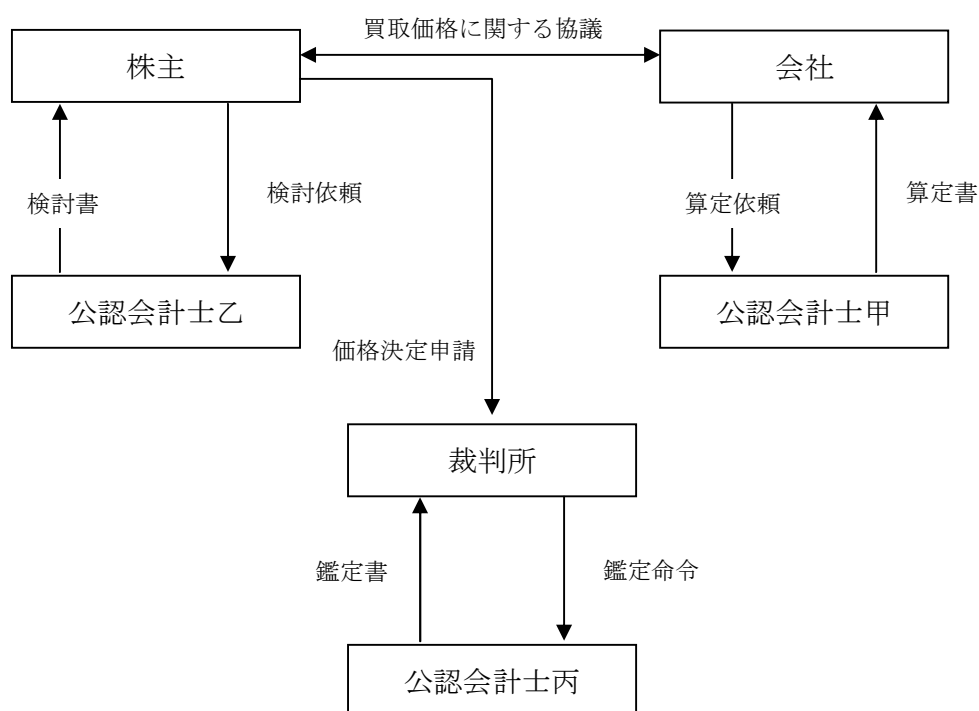
例 示
- 発行する全部の株式の内容について、譲渡による当該株式の取得について会社の承認を要する旨の定め設ける定款変更に対して、ある株主が反対の意思表示を行った（116条2項）。 - その後、その株主は、会社に対して、自分の所有している株式を公正な価格で買い取することを請求してきた。 - 会社は、公認会計士甲にこの場合の株価算定を依頼し、受領した算定書を参考にその株主と株式の価格について協議した。 - 所定期間内に協議は調わず、株主が代理人を通じて裁判所に、「株式買取価格決定申請書」を提出した。 - 裁判所でも申請人である株主と被申請人である会社が主張書面⁶²を提出し、協議を重ねた。 - 被申請人の会社は、協議の過程で、主張する株価の根拠となる公認会計士甲作成の算定書を書証⁶³として裁判所に提出した。

⁶² 非訟手続における主張を記した書面は口頭弁論の「準備」のための本来の準備書面（民事訴訟法 161 条）とは異なるが、実質は同じものであることから準備書面と呼ばれることもある。

⁶³ 「書証」は文書を証拠として調べることであり、本来の意味は証拠となる文書そのものを指すわけではないが、慣例上、

- ・ 申請人は、書証の算定書の内容について、公認会計士乙に検討を依頼した。そして、公認会計士乙から提出された検討書を参考に、申請人の主張を取りまとめ、主張書面として提出した。
- ・ 裁判所での協議も調わなかったため、申請人である株主から裁判所に鑑定を求める申出書が提出された。
- ・ 裁判所では公認会計士丙を鑑定人に選任し、鑑定命令を出した。

業務フロー



(3) 譲渡制限株式の売買価格評価業務フロー

譲渡制限株式の株主は、その有する譲渡制限株式を他人（当該譲渡制限株式を発行した会社を除く。）に譲り渡そうとするときは、当該会社に対し、当該他人が当該譲渡制限株式を取得することについて承認をするか否かの決定をすることを請求することができる（136条）。また、譲渡制限株式の取得者は、会社に対し、当該譲渡制限株式を取得したことについて承認をするか否かの決定をすることを請求することができる（137条1項）。

株主からの承認請求又は株式取得者から会社に対する承認請求があった場合、株主総会（取締役会設置会社の場合は取締役会）の決議により承認か否かの決定がされる（139条1項）。ただし、定款に別段の定めがある場合は、この限りでない。会社は、承認

証拠となる文書も「書証」と呼ぶことが多い（民事訴訟規則 139 条はこのような用語法を受け容れているようにも読める。）。本章でも慣例に従い証拠となる文書のことも「書証」と呼ぶ。

をするか否かを決定したときは、譲渡等承認請求をした者に対し、当該決定の内容を通知しなければならない（139条2項）。

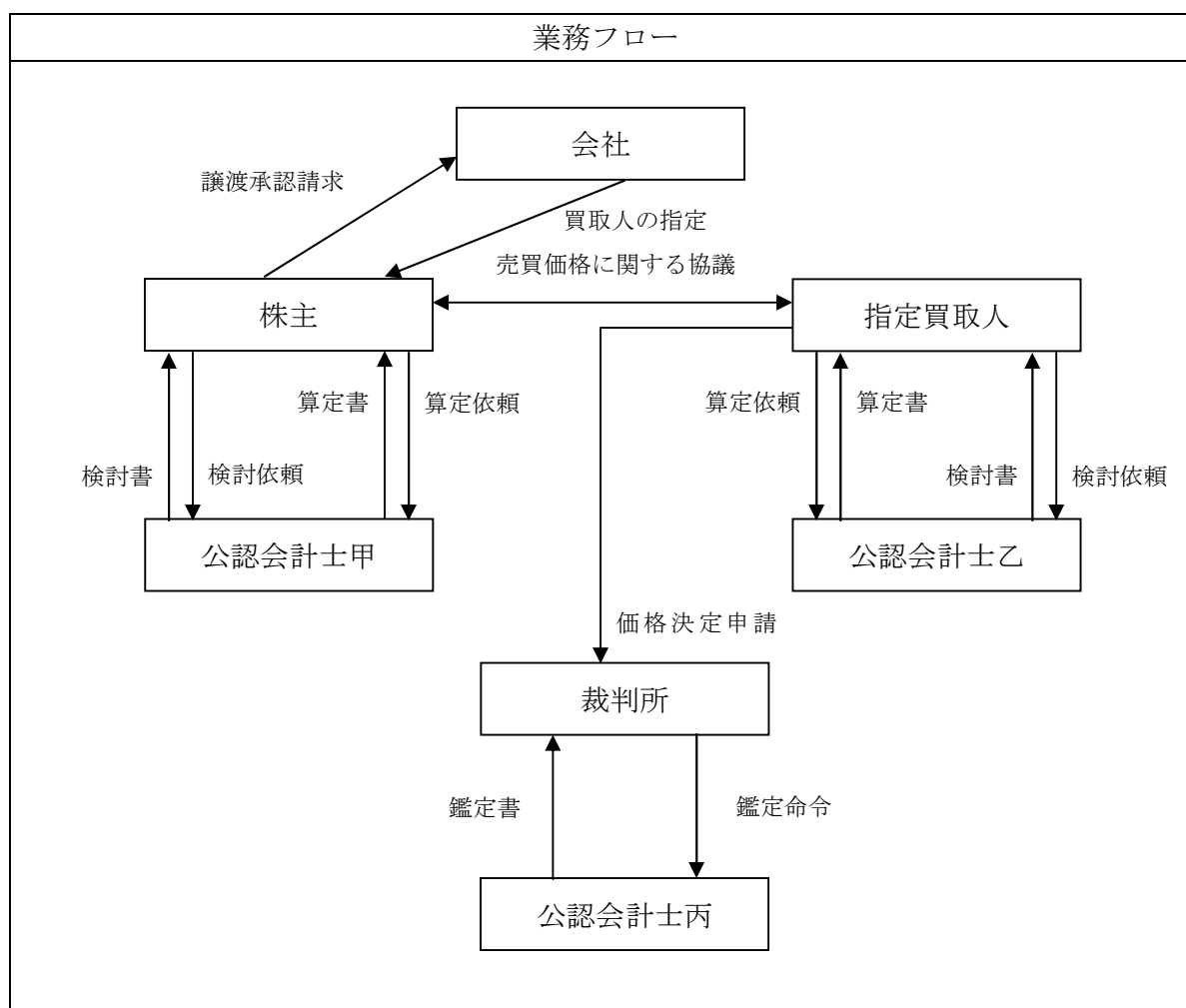
株主又は株式取得者からの請求を承認しない場合、当該譲渡制限株式を買い取らなければならない（140条1項）。この場合、会社は、株主総会の決議によって対象株式を買い取る旨及び買い取る株式数を定めなければならないが（140条2項）、株主総会（取締役会設置会社にあつては、取締役会）の決議によって（ただし、定款に別段の定めがある場合は、この限りでない。）、対象株式の全部又は一部を買い取る者として買取人を指定することもできる（140条4項、5項）。

会社が当該譲渡制限株式を買い取る場合、対象株式の売買価格は、会社と譲渡等承認請求者との協議によって定める（144条1項）。会社又は譲渡等承認請求者は、会社からの買取通知があつた日から20日以内に、裁判所に対し、売買価格の決定の申立てをすることができる（144条2項）。この場合裁判所は、売買価格の決定をするには、譲渡等承認請求の時における株式会社の資産状態その他一切の事情を考慮しなければならない（144条3項）。指定買取人が買取する場合も同様である。

株主と指定買取人との売買価格に関する協議と公認会計士の関わりの一例を示すと図表VI-8のとおりである。

【図表VI-8 株式売買価格評価に関する業務フロー】

例 示
・ 株主が、ある者に譲渡制限株式を譲渡したいことから、その旨の譲渡承認請求を会社に行った。 ・ 取締役会設置会社であるこの会社では、取締役会でその請求を承認せず、別な者を買取人に指定し、その旨を株主に通知した。 ・ 株主と指定買取人の間で売買価格について協議を行った。 ・ 株主は、公認会計士甲に売買価格に関する算定を依頼した。 ・ 指定買取人も、公認会計士乙に売買価格に関する算定を依頼した。 ・ いずれも入手した算定書の内容を参考に売買価格に関する協議がなされたが調わなかった。 ・ 指定買取人は、裁判所に「株式売買価格決定申請書」を提出した。 ・ 申請人である指定買取人と被申請人である株主は、売買価格の協議を行い、それぞれが協議の参考に行っている算定書も書証として提出した。 ・ 申請人は、被申請人が書証として提出した公認会計士甲の算定書について、検討を公認会計士乙に依頼した。 ・ 被申請人は、申請人が書証として提出した公認会計士乙の算定書について、検討を公認会計士甲に依頼した。 ・ 裁判所でも協議を重ねたが調わず、申請人である指定買取人から、「鑑定申立書」が提出された。 ・ 裁判所では公認会計士丙を鑑定人に選任し、鑑定命令を出した。



(4) 全部取得条項付種類株式の取得における価格決定の評価業務フロー

全部取得条項付種類株式を発行した種類株式発行会社は、株主総会の特別決議（309条）によって、全部取得条項付種類株式の全部を取得することができる。この場合においては、当該株主総会の決議によって、次に掲げる事項を定めなければならない（171条）。

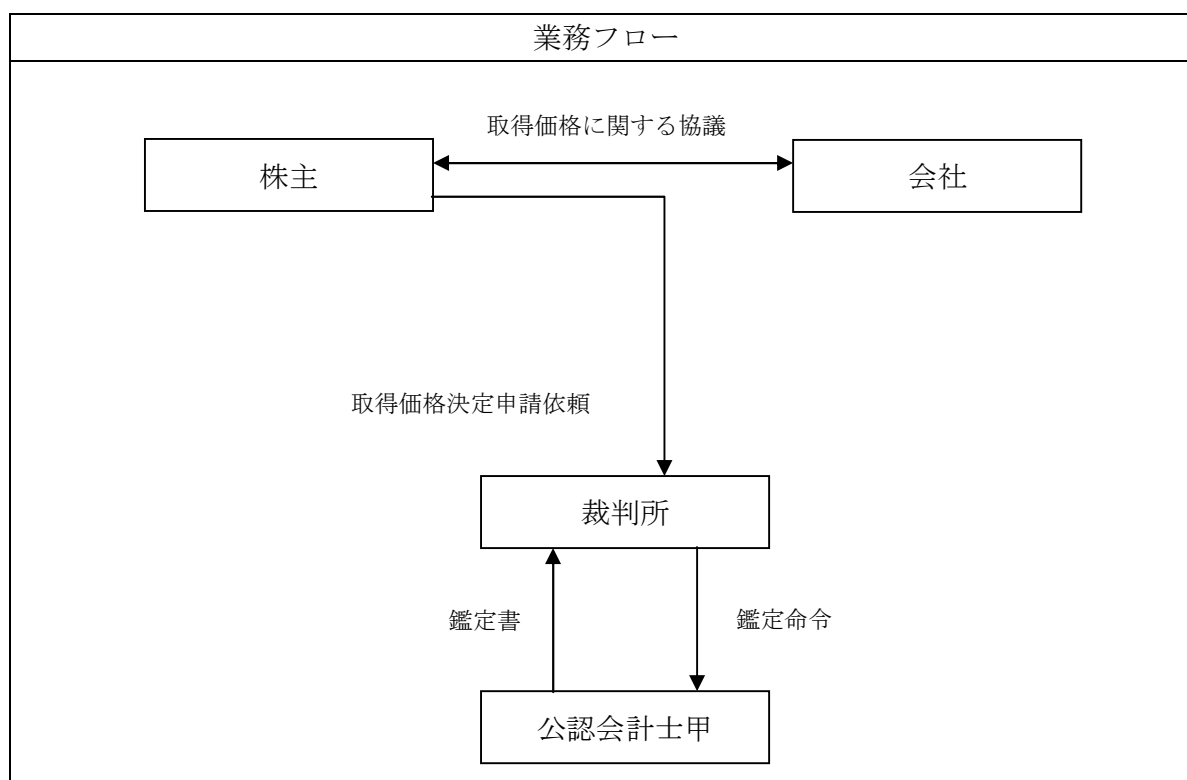
- ① 全部取得条項付種類株式を取得するのと引換えに金銭等を交付するときは、当該金銭等（以下この条において「取得対価」という。）について、当該取得対価が当該会社の株式、社債、新株予約権、新株予約権付社債又は株式等以外の財産であるときは、それぞれの種類及び種類ごとの数又はその数の算定方法
- ② 全部取得条項付種類株式の株主に対する取得対価の割当てに関する事項
- ③ 会社が全部取得条項付種類株式を取得する日

全部取得条項付種類株式の取得に反対する株主又は当該株主総会において議決権を行使することができない株主は、当該株主総会の日から20日以内に、裁判所に対して、会社による全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てをすることができる（172条）。

全部取得条項付種類株式の取得に反対する株主が、裁判所に対して、会社による全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てをした場合の鑑定命令までのフローを示すと、図表Ⅵ－９のとおりである。

【図表Ⅵ－９ 全部取得条項付種類株式の取得における価格決定の業務フロー】

例 示
・ 会社は、その発行する全部の株式の内容として譲渡による当該株式の取得について株式会社承認を要する旨の定款の定めを設けている。 ・ 株主には、以前から名義を借りているだけの一般株主が多数いる。 ・ 既存の普通株式を全部取得条項付種類株式に変更し、他方新たな種類株式を発行する。 ・ 株主総会の特別決議によって、会社は、全部取得条項付種類株式を自己株式として取得して消却し、他方新たな種類株式の払込を受ける。これによって、既存株主がなくなり、種類株式の払込者が新株主となる。 ・ 先の株主総会で特別決議に反対した株主が、裁判所に対して、会社による全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てをした。 ・ 裁判所への申立ての前後では、特に申請人も被申請人も公認会計士に算定や検討の依頼はしていない。 ・ 裁判所での協議をしたが価格の合意に達せず、被申請人側から鑑定の申出がなされた。 ・ 裁判所では公認会計士甲を鑑定人に選任し、鑑定命令を出した。



(5) 相続人等に対する売渡し請求の評価業務フロー

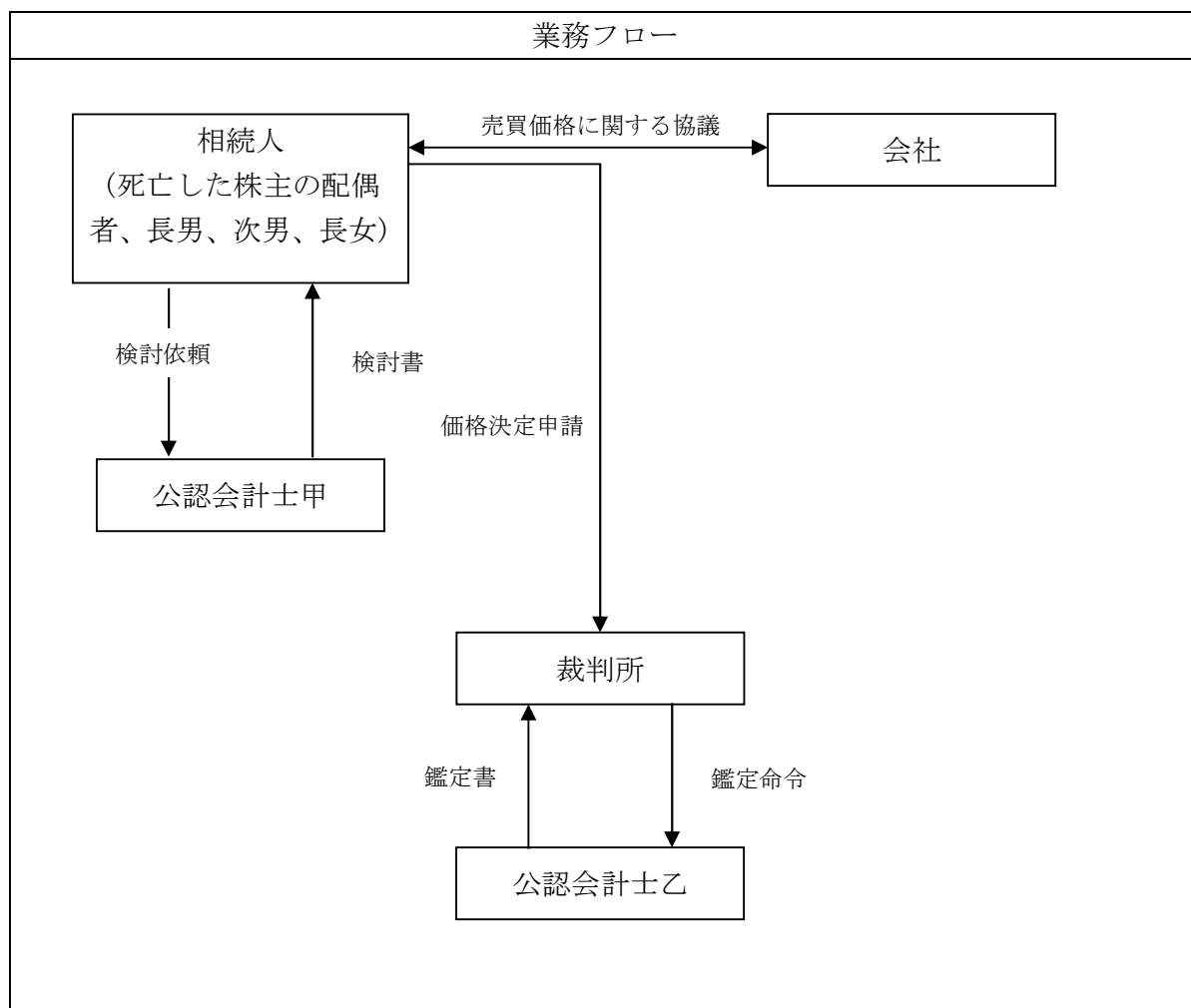
会社は、相続その他の一般承継により当該会社の譲渡制限株式を取得した者に対して、当該株式を会社に売り渡すことを請求することができる旨を定款で定めることができる（174条）。その場合において、会社が相続その他一般承継があったことを知った日から1年以内に、株式の所有者に対して売渡しの請求を会社はすることができる（176条）。

売買価額は、会社と相続その他一般承継で株式を取得した者との協議によって決められる（177条1項）。協議が調わなかった場合、会社又は株式の取得者は、会社からの売渡し請求があった日から20日以内に、裁判所に対して、売買価格の決定の申立てをすることができる（177条2項）。裁判所が売買価格を決定する場合、売渡し請求時の会社の資産状態その他一切の事情を考慮しなければならない（177条3項）。

相続人等の株式取得者と会社との売買価格に関する協議と公認会計士の関わりの一例を示すと図表VI-10のとおりである。

【図表VI-10 相続人等に対する株式売買価格評価に関する業務フロー】

例 示
・ 会社では、相続その他の一般承継によって自社の譲渡制限株式を取得した者に対して、当該株式を会社に売り渡すことを請求できる旨を定款で定めている。 ・ ある株主が死亡し、所有していた譲渡制限株式がその家族（配偶者、長男、次男、長女）に分散されて相続されたことを会社は知った。 ・ 株式が分散するのを避けるために、定款の定めに従って、会社は売渡し請求をこれらの相続人に行った。 ・ 相続人の代表者として長男が、会社と売買価格の協議を行った。 ・ 会社は、株主の最近の高齢化と相続に伴う株式の分散を憂慮し、10年前から同族株主相互の株式集中化を促し、それに伴って社内独自の方法で売買価格を毎年計算している。その結果は、売買当事者に参考として提示してきた。 ・ 今回も同様の方法で計算した株価を、相続人代表である長男に提示した。 ・ 長男は書面で提出された株価の計算書に関して、公認会計士甲に検討を依頼した。 ・ 協議は調わず、株式の所有者が裁判所に対して、「株式売買価格決定申請書」を提出した。 ・ 裁判所でも売買価格について協議をしたがそこでも調わず、申請人である相続人4人が、「鑑定申立書」を提出した。 ・ 裁判所では公認会計士乙を鑑定人に選任し、鑑定命令を出した。



(6) 単元未満株式の株式買取及び売渡請求の評価業務フロー

単元未満株主は、会社に対して、自己の有する単元未満株式を買い取することを請求することができる（192条1項）。

当該単元未満株式が市場価格のある株式である場合には、当該単元未満株式の市場価格として法務省令で定める方法により算定される額となる（193条1項1号）。

それ以外の株式の場合、会社と買取請求をした単元未満株主との協議によって価格を決定する（193条1項2号）。協議が調わない場合、買取請求をした単元未満株主又は会社は、当該請求をした日から20日以内に、裁判所に対し、価格の決定の申立てをすることができる（193条2項）。この場合裁判所は、前項の決定をするには、買取請求時の会社の資産状態その他一切の事情を考慮しなければならない（193条3項）。

会社は、単元未満株主が当該会社に対して単元未満株式売渡請求をすることができる旨を定款で定めることができる（194条1項）。単元未満株式売渡請求を受けた会社は、原則として自己株式を当該単元未満株主に売り渡さなければならない（194条3項）。この場合の価格の決定、協議が調わない場合の裁判所への価格決定の申立て等については、前記単元株式の買取請求の場合と同様である（194条4項）。

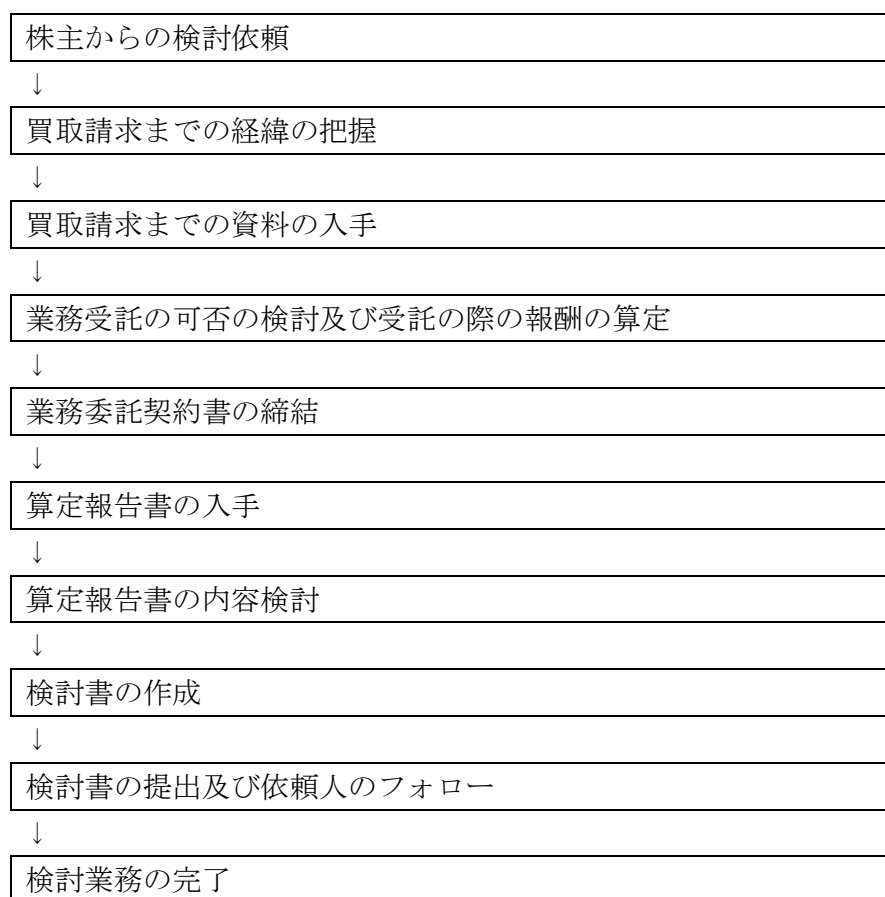
(7) 裁判目的における算定業務フロー

株主又は会社から公認会計士が算定の依頼を受ける場合の業務フローは、依頼される事由又は状況等で様々である。具体的には、取引目的の業務フローと類似するため、図表Ⅴ－３を参照されたい。

(8) 裁判目的における検討業務フロー

会社が公認会計士に算定を依頼し、それを基に買取価格の提示があったが、その価格が妥当なものかを株主が別の公認会計士又は監査法人に検討依頼した場合の業務フローを、例えば、株主からの依頼があった場合を例にして示すと、図表Ⅵ－11のようになる。

【図表Ⅵ－11 裁判目的の検討業務フローの例】

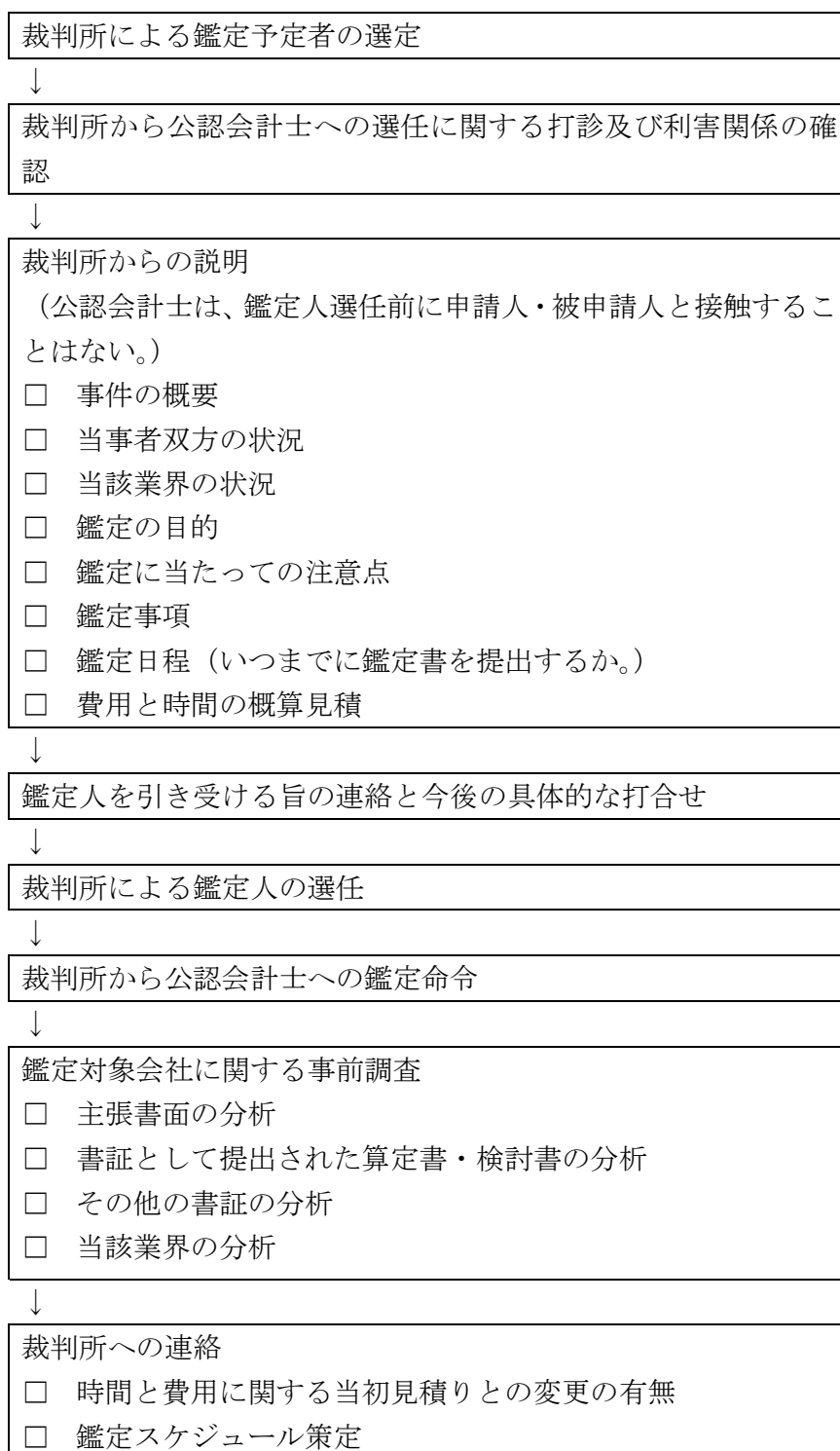


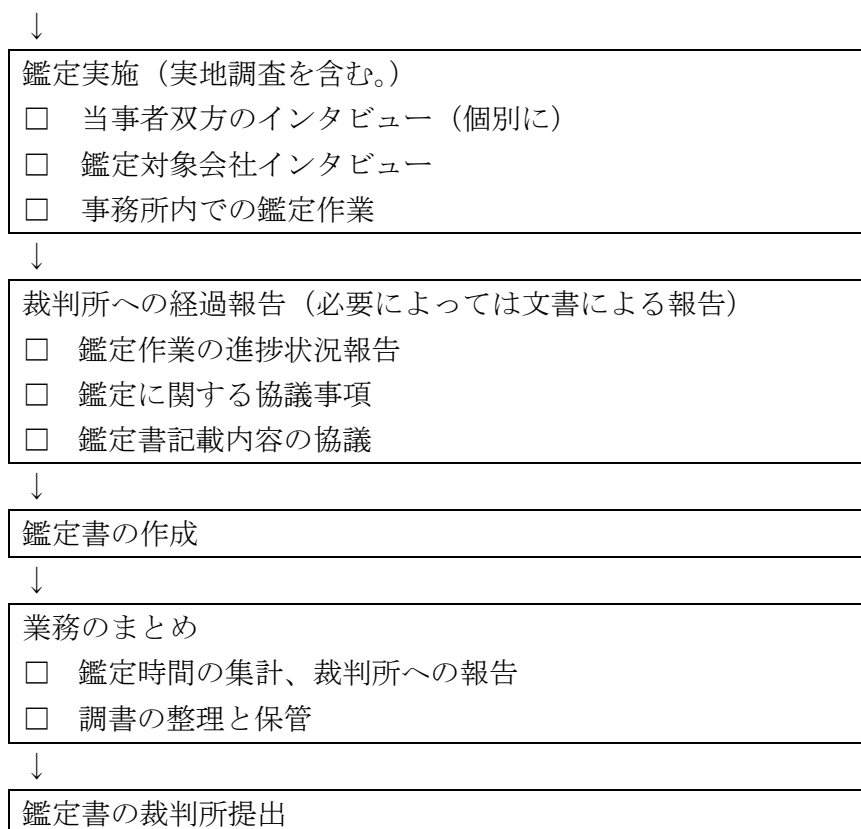
(9) 裁判目的における鑑定業務フロー

裁判所からの鑑定命令による一般的業務フローは図表Ⅵ－12のとおりである。鑑定とは、訴訟などにおいて一定の分野の専門的知見に基づく意見であり、鑑定人は、当該意見を述べる人をいう。鑑定人は、一定の事実につき自己が過去に得た学識経験等専門的知見に照らした判断を述べることが要求される。つまり、鑑定人は、裁判官の心証形成作業を一部補完する役割を担うこととなる。ただし、裁判官の独立の精神や

自由心証主義の帰結により、裁判官は、専門家である鑑定人の判断に必ずしも拘束されるものではなく、鑑定人も上記の権利・権限は認められない。つまり、鑑定人は、裁判所に対し、独立した専門家意見を述べる人ということになる。また、当事者とは中立的立場にあり、精神的経済的に独立した人ということになる。

【図表Ⅵ－12 裁判目的の鑑定業務フローの例】





3. 裁判目的における鑑定業務の特質と制約

鑑定業務には、以下のような特有の性質及び制約がある。

(1) 裁判目的の鑑定業務の特殊性

前項の「2. 裁判目的の評価業務プロセス」において記述されている業務のうち、鑑定業務は、裁判所から委嘱されて、争っている両当事者をはじめとする該当事案に関係する全ての者との間に何ら利害関係のない独立した立場にある専門家として、その専門的知識と経験に基づいた客観的な意見を裁判所に対して述べることによって、裁判所が判断を行う上での必要な資料を提供することが求められるものであり、特殊な性質を持つ業務である。

一方、算定業務や検討業務は、争っている当事者の一方、例えば、申請人の依頼に基づいて評価を行うものであり、検討業務は、申請人の依頼に基づいて他の者によって実施された評価結果について、争っている他方である被申請人から依頼されて、専門的な知識と経験に基づき検討する業務である。これらの鑑定以外の業務は、争っている両当事者の一方から委託されて業務を実施するという意味で、前章の「V 取引目的の企業価値評価業務」において、取引の関係者から委託されて行う取引目的の業務と同様の性質を持つ⁶⁴。

⁶⁴ そのため、留意点等については、前章の「4. 取引目的における企業価値評価の性質と業務の制約」以下の項を参照されたい。

(2) 鑑定業務における独立性

上述のとおり、裁判所は、独立した第三者である有識者からの鑑定意見を入手することによって、自らの判断を行う上での参考とする。

このため、鑑定人は、公正不偏な態度を保持するだけでなく、事案に関係する全ての者との間に直接的にも間接的にも利害関係のない独立した立場でなければならない。実質的に利害関係がないだけでなく、疑いを招くような外観を呈することもできない。

その点は受嘱前に十分に確認する必要がある、何らかの利害関係が存在することを認識した場合には、受嘱することはできないし、業務開始後においても同様である。

ひとたび鑑定人として選任された場合には、自らの都合で業務からおりることはできないことになっているが、何らかの利害関係が生じた際には、又は、そうした関係があると疑義をもたれるような事実が生じた場合などには、速やかに裁判所に報告しなければならない。

(3) 鑑定業務における中立性と利害調整目的

鑑定人は、争っている両当事者と何ら利害関係のない独立性を維持しなければならないだけでなく、中立的な立場を保持している必要がある。

鑑定業務を実施する際に、争っている両当事者の意見を平等に入手し検討する必要がある、一方からの意見のみを入手するような中立性を損なうことは避けるべきである。

また、裁判所は、両当事者の利害調整を行うことが目的であり、鑑定結果も利害調整のための参考とする。このためにも、鑑定人が中立性を保持していることは重要である。

例えば、今までに公表された裁判例などでは、事業計画等の将来予測数値を利用してフリー・キャッシュ・フロー法により鑑定等が実施されている例は少ないが、前述のとおり、こうした将来予測数値を利用して鑑定等を行うこと自体を裁判実務が否定しているわけではない。

むしろ、「公正な価格」又は「資産状態その他一切の事情を考慮した」価格を求めるのであれば、その過程において、事業計画等の将来予測数値を入手し、検討することは不可欠であるし、それらの数値を価格に反映すべき場合もあることに留意する必要がある。

しかし、事業計画等の将来予測数値は、一定の前提に立って作成されるものであり、その前提の合理性を確かめることは困難である。さらに、事業計画等の作成者である発行会社を買受人となるようなケースなどでは、争っている両当事者の一方のみが作成に関与した将来予測数値を用いることが適切かどうか、慎重に検討し、裁判所と協議する必要がある。裁判所の利害調整という本来の趣旨を理解し、少数株主の利益保護などを十分に確保できているかどうかを考慮する必要があるためである。

(4) 鑑定業務における守秘義務

「公認会計士は、正当な理由なく、その業務上取り扱ったことについて知り得た秘密を他に漏らし、又は盗用してはならない。公認会計士でなくなった後であっても同様とする。」という公認会計士法第27条の守秘義務は、鑑定業務を行う場合にも当然に適用される。

それに加えて、後述するように、鑑定書は、争っている両当事者に開示されることになるため、鑑定書には他者に漏れることによって一方が著しく不利益を被るような情報は記載すべきではない。

4. 公認会計士が行う裁判目的の鑑定業務の性質及び内容

公認会計士が裁判目的の鑑定業務を行う場合、保有する専門的知識及び経験を最大限に発揮することが求められる一方で、裁判という性質上又はその他の理由から、公認会計士の専門性のある分野とは異なる分野での知識や経験が関係してくることも多い。こうした分野について、どのような注意や配慮が必要であるかについて述べることにする。

(1) 鑑定における裁判所との協議の重要性

公認会計士は法律の専門家ではないものの、鑑定業務を遂行するためには、会社法などに関する一定の知識を持っておく必要がある。

しかしながら、本章の「1. 裁判目的における企業価値評価業務の概要と論点」に記載のとおり、鑑定業務を実施する際には、法的な解釈や見解によって鑑定に大きな影響を与える事項がしばしばあり、また、それらの多くは双方の主張に乖離がある争点となっている。

法律の専門家ではない公認会計士は、こうした事項については見解を述べる立場にない。そのため、裁判所に対して、解釈や見解の内容によって、鑑定結果にどのような影響があるかを説明し、十分協議する必要がある。

裁判所の見解に応じた鑑定を実施する必要がある場合には、解釈又は見解を裁判所に求めることになる。また、見解の相違によって、鑑定結果がどのように相違するかを明示することを求められることもある。ただし、見解の相違による影響は、数値化できないものもあるので注意を要する。

鑑定業務の開始から完了までの間にわたり、裁判所との十分な協議が必要である。

(2) 鑑定における主張書面等の分析の重要性

鑑定業務を行う際には、争点及び双方の主張を網羅的に把握しておくことが重要である。大きな事案では、双方が自らの主張及びそのサポート資料として提出する主張書面と書証がかなりの量に及ぶ場合があり、そのような場合、主張書面の提出期間も長期にわたる。

そのため、個々の争点について双方の主張をまとめた比較分析表のようなものを作成して整理しておかなければ、鑑定をまとめる際に、争点や主張の一部について考慮することが漏れてしまう可能性がある。

重要な争点について鑑定に影響があると考えたときには、裁判所と協議する必要があるが、その際には、上述の比較分析表などを基に網羅的に検討する必要がある。

また、裁判所に提出した鑑定書が両当事者に開示され、追加で主張書面等が当事者から提出されてくることがある。鑑定書提出後についてまで鑑定人が責任を負うことが困難であるため、原則として、これらの追加された主張書面についての対応はするべきではないが、この点についても裁判所と協議する必要がある。

(3) 鑑定における経過報告の重要性

鑑定業務が長期にわたる場合、裁判所に経過報告を行うことは大変有効な手続である。上述のとおり、事案によっては裁判所と協議すべき事項が多数発生する可能性があり、そのなかには鑑定結果に影響を与えるものもあるため、鑑定業務が完了する前に裁判所を協議する機会を設けることは不可欠である。

大型事案では複数の経過報告の機会を設けることもあり得るし、それ以外の事案でも、直近の作業経過を基に裁判所との間で建設的な協議を行うことができるというメリットがあり、最低でも1回は必ず実施すべきである。

経過報告では、作業の進捗状況の報告だけでなく、事前の打合せでは認識されていなかったが、作業の進捗につれて新たに生じた問題点の確認も必要である。また、鑑定人から裁判所に対して裁判の進捗経過について質問をして情報を入手することが有用な場合もある。

(4) 鑑定におけるその他の留意点

① 公正な価格

本章の「1. 裁判目的における企業価値評価業務の概要と論点」に記載のとおり、「公正な価格」と「資産状態その他一切の事情を考慮した」価格とは同一のものと解釈すべきか否かという議論がある。

通常の場合は同一と解すべきであろうが、事案によって具体的な解釈や適用が異なる可能性もあり、鑑定業務を実施する際には十分に裁判所と協議すべきである。

② 鑑定におけるシナジー効果の考え方

本章の「1. 裁判目的における企業価値評価業務の概要と論点」に記載のとおり、鑑定の際には、シナジー効果をどの程度反映するかという点においては議論の分かれるところである。

取引目的の企業価値評価業務において、評価に反映するシナジー効果の範囲は非常に幅広いものである。取引目的の企業価値評価においては、通常生じるようなシナジー効果だけでなく、特定の買い手のみに生じるようなシナジー効果まで、すなわち、可能性のある全てのシナジー効果について考慮する可能性がある。

一般的な考え方として、プラスのシナジー効果に関していえば、「公正な価格」又は「資産状態その他一切の事情を考慮した」価格には、特定の買い手のみに生じる可能性のあるシナジー効果についてまで考慮することはできないが、通常享受し得るシナジー効果については考慮すべきである。

しかしながら、この点についても、事案によって具体的な解釈や適用が異なる可能性もあり、鑑定業務を実施する際には十分に裁判所と協議すべきである。

③ 鑑定における主体論

「V 取引目的の企業価値評価業務」の「1. 取引目的における企業価値評価業務の概要と諸概念 (2) 取引目的における企業価値評価業務の主要な概念」に記載した考え方は、裁判目的の鑑定においても考慮すべきものである。

5. 鑑定書の利用

鑑定業務が裁判所から委嘱されて行うものであるが、裁判所との間に契約を締結することはできない。また、裁判所に提出した鑑定書の利用者を裁判所に限定することはできず、争っている双方に開示されることが前提となっている。この場合でも、裁判所から要請書 (Release letter)⁶⁵を入手することはできず、閲覧者から差入書 (Hold-harmless letter)⁶⁶を入手することはできない。

しかしながら、鑑定人の責任は裁判所に対する責任に限定され、閲覧者又はその他の第三者に対して責任が発生するものではない。

6. 鑑定書の要件

(1) 鑑定書の目的

鑑定の目的は、裁判所からの依頼を受けて、特別な専門的知識と経験を有する独立した第三者として鑑定を実施することにより、裁判所が事案について判断するための有用な資料を提供することにある。

そのため、最終的な判断者である裁判所と鑑定書で報告すべき内容について十分協議する必要がある。

(2) 鑑定書の構成及び内容

鑑定書の構成及び内容については、「V 取引目的の企業価値評価業務」の「7. 報告書の要件 (2) 報告書の構成及び内容」に基本的には準じるが、鑑定書において特に留意すべき点がある。

① 責任限定についての記述

前述のとおり、鑑定業務は裁判所から委嘱されるものではあるが、裁判所との間に契約書を締結することができない。このため、報告書の前文において報告書の利用者に対する留意点を記載する箇所の表現については十分留意し、鑑定人の責任の範囲が明確に分かる記述をする必要がある。

さらに、鑑定書は、裁判所の参考に資するための作成されるものであるが、争っている両当事者及びその関係者が閲覧すること及びそれらの者から差入書 (Hold-harmless letter) を入手する必要はないことが前提となっているために、

⁶⁵ 「V 取引目的の企業価値評価業務」の「6. 報告書の利用制限(2) 要請書(Release letter)」参照

⁶⁶ 「V 取引目的の企業価値評価業務」の「6. 報告書の利用制限(3) 差入書(Hold-harmless letter)」参照

前文において、それらの前提を考慮した上で、鑑定人の責任の範囲を限定する表現をすべきである。

② 事案の概要

鑑定という性格上、鑑定の対象となった事案の概要及び双方の主張の概要について記載すべきである。

③ 特定の解釈や見解

裁判所との協議により採用した特定の解釈や見解については、鑑定の前提条件として明記すべきである。

7. 責任の範囲及び免除並びに制限等

鑑定人が裁判所に対してのみ責任を負うことになるのは前述のとおりである。鑑定業務は、裁判所からの依頼により裁判所の参考に資する目的で実施するものであり、業務内容も裁判所が決定するものであるにもかかわらず、裁判所との間で契約書を締結することはできないという制約がある。

よって、裁判所と事前に十分協議することによって、裁判所から受領する鑑定事項などを指定した文書において、実施すべき手続について、できるかぎり詳細に記載することが望ましい。

また、その後の協議等によって決まった事項や通常であれば契約書等に記載されることになる責任の範囲及び免除並びに制限等に関する事項は、上申書などの様式により裁判所に提出しておくことも契約書を締結できない場合の代替的手続として検討すべきである。

裁判所からの鑑定命令書には、「なお、鑑定人が虚偽の鑑定をした場合の罰として虚偽鑑定罪（刑法171条）の規定が設けられています。」との記載がある。選任された鑑定人は、裁判所において「良心に従って誠実に鑑定することを誓います。」と記載された宣誓書に署名押印する。法律により宣誓した鑑定人が虚偽の鑑定をした場合、3月以上10年以下の懲役に処する（刑法171条、169条）とされている点を留意する必要がある。

また、本章「1. 裁判目的における企業価値評価業務の概要と論点 (9) 検査役の調査又は弁護士・公認会計士等による証明」に記載した弁護士・公認会計士等の特定の専門家による証明業務は、鑑定業務とは全く性質の異なるものである。当該証明をした者は、証明者としての財産価額てん補責任を負うことになる。こうした非常に重い責任が課せられることを十分理解した上で証明業務の受嘱の可否を検討すべきである。

VII 今後の企業価値評価業務と検討課題

1. 取引目的におけるフェアネス・オピニオン業務の課題

(1) フェアネス・オピニオン業務の概要と特徴

① フェアネス・オピニオン業務の概要

取引目的の企業価値評価は、経営判断のための重要な参考資料となる。適切な経営判断を行うためには、経営判断の基礎となる評価額が、十分な情報の収集と慎重な調査に基づいて行われることが必要である。不十分な情報量で過った経営判断を行った場合には、株主に不利益を与える可能性があり、その場合に、経営者が株主等から訴訟される可能性もある。

米国においては、適切な過程に基づいて評価が行われ、その評価額自体が公正であるかという点について、投資銀行や会計事務所といった独立の第三者に、フェアネス・オピニオンという意見表明を依頼する慣行が存在している。依頼人がフェアネス・オピニオンを独立の第三者からもらう手続が定着した背景には、経営者が合併・買収等、既存の（一般・少数）株主の利害に対して重要な影響を与える取引を実行するに当たり、取締役としての善管注意義務や忠実義務を果たしている旨を示す必要があるからである。

フェアネス・オピニオンとは、評価額（合併比率や株式移転比率等を含む。）や評価結果に至る会社の経営判断を、独立の第三者が、様々な観点から調査し、その公正性について財務的見地から意見を表明することである。つまり、取締役が、善管注意義務や忠実義務を履行して適切に投資意思決定を行った旨について、財務的見地から補完することがフェアネス・オピニオンの目的なのである。

フェアネス・オピニオンを実施できる者の要件としては、独立性・中立性の保持、評価過程の適切な分析、フェアネス・オピニオン業務を実施し得るに足る高度な専門性というものが必要となる。このフェアネス・オピニオン業務の内容を、取引目的における算定業務や検討業務と比較したのが、Ⅶ－1である。

【図表Ⅶ－1 フェアネス・オピニオンと算定・検討業務との差異】

	フェアネス・オピニオン業務	取引目的	
		算定業務	検討業務
業務目的	経営者が意思決定をした取引金額について、その評価額が財務的見地から公正であるか否かについて意見を表明すること。	投資意思決定等の参考値としての評価額を算定すること。	第三者が作成した算定書の内容が適正であるかに関して意見を表明すること。
意見内容	対象となる取引価格に対して財務的な見地から「公正か否か」について意見を表明	意見は表明するものではない。	算定書の内容について、採用した評価法、評価手続等について個別的に批判をする

	する。		こと。 分析結果に基づいて 評価額を試算すること もある。
依頼人による報告書 の利用	報告書は、依頼人が 意思決定をするに当 たり善管注意義務を 果たしていることを 示すための一資料と して利用する。	報告書は、参考情報 として利用する。 報告書の意見を採用 するかの経営判断 は、依頼人がその責 任の下で行う。	同左
依頼人との契約関係	委任契約	同左	同左
依頼人に対する責任	委任業務における債 務不履行責任	同左	同左
第三者に対する責任	保証業務ではないの で、基本的には責任 は無い。ただし、報 告書の開示と利用に 関しては注意を要す る。	同左	同左

② 業務目的と意見内容

まず業務目的を比較する。取引目的における算定業務は、依頼に基づいて評価額自体を算定する業務である。それに対して検討業務は、第三者が作成した算定書の内容が適正であるかに関して、その内容を検討し結果を報告する業務である。また、フェアネス・オピニオンは、原則として、取引の当事者が決定した価格等に対し財務的見地から意見を述べる業務であるから、検討業務に類似している。

次に報告書の内容を比較する。取引目的の算定業務では、算定書において結果としての評価額自体を示し、意見表明は行わない。検討業務で作成する検討書では、第三者が作成した算定書の内容について、採用した評価法、評価手続等に関して個別的に検討した結果を記載する。フェアネス・オピニオンでは、取引の当事者が決定した価格等に関して財務的見地から公正か否かについて意見を表明する。また、検討書では、評価報告書等にある記載内容について個別的具体的な意見を記述するのに対して、フェアネス・オピニオンにおいては、結果としての取引価格が財務的見地から公正か否かに関する意見のみを記載し、個々の論点について個別具体的な意見は記述しない。

③ 業務依頼と報告書の提出先

取引目的での算定業務や検討業務は、様々な段階で依頼される。評価の重要性や算定書・検討書の依頼人側での影響も、投資検討時点、保有管理時点、売却検討時点で異なる。投資判断の初期段階では、所定の部門やプロジェクト・チームが依頼

人になる場合がある。投資意思決定段階では、当該投資の最終責任者が依頼人となる場合がある。取引目的評価の依頼人は、その点でどの職位でなければならないという限定はない。検討業務も同様である。

それに対してフェアネス・オピニオンは、投資判断の公正性と判断に際しての取締役としての善管注意義務や忠実義務の遂行を株主に示すことを目的としていることから、多くの場合、依頼人は取締役会であり報告書の宛先も同様に取締役会となる。

④ 第三者に対する責任

取締役には責任として善管注意義務と忠実義務がある。投資案件に対する意思決定は、経営判断である。この場合もこれらの責任は取締役が負うことになる。フェアネス・オピニオンの提出先は、通常、取締役会であり、株式移転比率や合併比率等に対する経営判断の公正性に対して、財務的な見地から述べる意見は、事後的なものである。これらの点でフェアネス・オピニオンは、株主に対する責任を負うものではない。

報告書は、通常、依頼人のみの利用に限定され、第三者の利用や開示を制限するのが一般的である。しかし、当該投資に対する株主総会決議が必要であり、その際の株主総会招集通知に、参考としてフェアネス・オピニオンが添付される場合がある。その際、意見が依頼人以外の第三者である株主に開示されることになる。株主は依頼人ではなく、フェアネス・オピニオンは保証業務ではないことから、フェアネス・オピニオンの作成者は、株主に対して債務不履行責任は負わない。しかし、意見書の読者が増えることにより不測の事態が発生する可能性があることに注意をしなければならない。特に下記の点には留意を要する。

【図表Ⅶ－２ フェアネス・オピニオンを出す場合に注意すべき事項】

要 件	内 容
適格要件	依頼人との間に、独立性・中立性に懸念がある場合 フェアネス・オピニオン業務を実施する十分な経験が不足している場合 業務を遂行できる専門性に欠けている場合 その他適格性に問題がある場合
実施要件	評価過程に対する適切な分析や調査を十分に実施できない場合 業務に必要な情報が十分入手できない場合 入手した情報について十分な分析ができない場合 その他実施上の問題がある場合
報告要件	報告書日付現在の経済環境、規制環境、市場環境その他の状況を前提としている旨の記載がない場合 意見表明は、当該投資案件に関する議決権行使の推奨を株主に行うものではない旨の記載がない場合 その他、誤判断回避のための記載が欠落している場合や株主の誤判断を誘引する記載がある場合

(2) 我が国におけるフェアネス・オピニオンの実施事例

① 事例の概要

既に公表されているフェアネス・オピニオンの3件の事例を検討する。これらの概要は、下記のとおりである。

【図表Ⅶ－３ フェアネス・オピニオン実施の事例概要】

事例 (対象会社の呼称)	フェアネス・オピニオン の実施者	投資案件
事例１（Ａ社と呼称）	証券会社	株式移転比率
事例２（Ｂ社と呼称）	外資系証券会社	合併比率
事例３（Ｃ社と呼称）	外資系証券会社	合併比率

② 事例１の内容

3件の事例のうち事例１の実施内容は、図表Ⅶ－４のとおりである。対象会社Ａ社の財務アドバイザーに任命された証券会社が、株式移転比率の分析を行い、フェアネス・オピニオンの提出も行っていることがわかる。他の事例もおおむね同様の実施内容になっているので、ここでは記載を省略する。

【図表Ⅶ－４ 事例１におけるフェアネス・オピニオン実施内容】

投資案件	株式移転比率
評価の経緯	株式移転当事会社それぞれが財務アドバイザーを独自に任命し、その助言を勘案した上で株式移転比率に関する検討を行い、相手と協議・交渉を行った。 助言に際しては、株式移転比率の分析を財務アドバイザーに対して依頼している。 当事会社の交渉、協議の結果、株式移転条件に関する合意に達し、株式移転契約書の締結は取締役会で承認され、株主総会招集の決議が行われた。 当該契約書記載の株式移転比率の公正性に関するフェアネス・オピニオンは、取締役会開催と同日付で財務アドバイザーから提出された。
Ａ社の財務アドバイザー	証券会社
フェアネス・オピニオン実施者	Ａ社の財務アドバイザーである当該証券会社
報告書の宛名	取締役会
報告書の構成	依頼の経緯と内容 株式移転の経緯と株式移転比率 実施した手続

	サービス対価を本件成立の条件として受領する旨 契約規定の免責・補償条項の適用がある旨 利害関係・取引関係がある旨 報告書の目的、利用、前提、手続等に関する制限 フェアネス・オピニオン
フェアネス・オピニオンの記載事例	報告書作成日現在において株式移転比率は、依頼人の株主にとって財務的見地より妥当である。

(3) 三つの事例におけるフェアネス・オピニオン業務の実施手続

前記の三つの事例で示された実施手続をまとめると、図表Ⅶ－５のようになる。

【図表Ⅶ－５ 三つのフェアネス・オピニオン事例で実施された手続】

区 分	手 続
基本情報の検討	企業結合(三つの事例の場合株式移転と合併)に関する基本合意書及び企業結合契約書の検討
財務情報の分析	当事会社の以下の財務情報に関する分析(過去３年～５年) 有価証券報告書 決算短信 その他ディスクロージャー資料 社内用財務諸表 事業報告
将来予想の分析	当事会社の以下の計画等に関する分析 将来５か年の収支計画 将来５か年の統合シナジーに関する計画
株価の分析	市場株価及び市場取引の状況の分析
類似会社の分析	類似上場会社の比較・分析 財務数値 市場株価等
各種調査報告の検討	企業結合相手会社の以下に関する調査報告の検討 法務デュー・ディリジェンス報告書 会計デュー・ディリジェンス報告書 税務デュー・ディリジェンス報告書
マクロ分析	以下の分析 経済動向 市場動向
経営陣への質問	企業結合による下記状況への影響 財務状況 収支計画 統合シナジー

(4) 報告書の目的、利用、前提、手続等に関する制限条項

三つの事例では、フェアネス・オピニオンの中で制限条項を記載している。それをまとめると、図表Ⅶ－６のとおりである。

【図表Ⅶ－６ 三つのフェアネス・オピニオン事例にみられる制限例条項】

項 目	制限の内容
財務情報	入手した公表情報、合併当事会社から提供された情報、その他の情報は、正確かつ完全であることを前提とし、その正確性と完全性について独自の検証は行っていない。検証する義務も負っていない。 いかなる資産、負債についても評価や算定は行っていない。第三者機関に対して評価や査定を依頼していない。評価や査定の提出も受けていない。 合併当事会社等に非開示の重要な債務が存在しない旨の確認に依拠している。
将来予想	財務情報や予測・計画は全て合併当事会社が行ったそれぞれ現時点での最善の予測や判断に基づいて作成されていることを前提としている。それについて独自の調査は行っていない。
企業結合の状況	提出を受けた案文と実際に締結された合併契約書が重要な点で異なること、合併が合併契約書の条件に従って実行されていること、契約書に記載された条件以外に合併比率に影響を及ぼすような契約や取決めが行われておらず、今後も行わないことを前提としている。 政府、監督官庁等の許認可が、期待される利益に負の影響をすることなく取得されること、及び税務上の取扱いが、依頼人側担当者との協議結果のとおりであることを前提としている。
後発事象	意見表明は、報告書の日付現在の経済環境、規制環境、市場環境その他の状況を前提としている。かつ、当該日付現在入手した情報に基づいている。 意見表明後に本件取引に関して発生又は発見された事情によって意見を修正、変更ないし補足する義務を負わない。
責任の免除	報告書提出に当たっては契約書に規定する免責・補償条項が適用される。
意見表明の目的	前提事実や仮定についての意見や依頼人の意思決定の是非について意見を表明するものではない。 依頼人の発行する有価証券の保有者、債権者又はその他の議決権保有者にとっての対価の公正性について意見を表明するものではない。 株式その他の有価証券が将来どのような価格で取引されるかについての意見表明ではない。

	意見表明は、本件取引に関する議決権行使の推奨を株主に行うものではない。 依頼人への投資などを第三者に対して勧誘する権限を有しておらず、かかる勧誘はしていない。
報告書の利用制限	報告書は、依頼した取締役会のみ提出するもので、株主や取締役を除く他の人物に宛てられるものではない。 取締役会が検討するに当たっての参考情報を提供することが目的である。 証券取引所規則に基づいて義務付けられている場合や、株主総会招集通知の添付書類に含める場合を除き、書面による事前の同意なしに、全文又は一部を問わず、報告書を第三者に開示、要約、配布、参照、引用、伝達することはできない。

(5) 事例から見られるフェアネス・オピニオンの特徴と課題

① 評価業務とフェアネス・オピニオン業務

事例1の場合、株式移転当事会社それぞれが財務アドバイザーを任命し、一方の当事会社であるA社は、株式移転比率の分析を財務アドバイザーに依頼している。

事例2のB社及び事例3のC社については、具体的な業務内容の記載は本節で行っていないが、事例2のB社の場合、財務アドバイザーに任命された証券会社が、合併当事会社の合併比率を評価している。依頼人であるB社はそれを参考資料として相手と交渉を行っている。

事例3のC社の場合、財務アドバイザーを独自に任命し、その財務アドバイザーが、当事会社の実施した各種デュー・ディリジェンスの結果を踏まえて分析を行い、その結果を依頼人であるC社に提示している。

評価業務に関する財務アドバイザーの関与は以上のとおりであるが、三つの事例のいずれも、交渉等の支援のために任命された財務アドバイザーが、最終的に合意に達した株式移転比率や合併比率についてフェアネス・オピニオンを出している。この場合、交渉上で利用・参照された算定評価額とフェアネス・オピニオンの対象となった価格との関係についてコンフリクト等が発生していないか注意する必要がある。

② フェアネス・オピニオン提出者の交渉・協議への関与

事例1の場合、財務アドバイザーは、フェアネス・オピニオンの意見表明を行う立場でありながら、株式移転契約書(案)の作成その他本件に関する交渉に一部関与している旨が、報告書の中に記載されている。

事例2の財務アドバイザーは、合併条件の交渉及び協議には参加していない旨が報告書に記載されている。

事例3の場合、報告書にはこの点の記述がないが、株主総会招集通知の合併比率算定理由書(写)の中に、依頼人C社が、財務アドバイザーの助言を得ながら相手会社と交渉、協議を行った旨が記載されている。

事例1及び事例3の場合、財務アドバイザーが株式移転や合併に関する比率の算定を行い、かつ、当事会社の交渉、協議にも関与していることを示している。その結果合意に達した企業結合条件に対して、公正である旨の意見を表明していることになる。このように条件交渉過程で誘導可能な立場にある者が、公正性に関する意見表明を行っていることについて、読者である株主に十分検討してもらうために、報告書の中で情報を提供しているのである。

③ 利害関係及び取引関係の有無

いずれの事例もフェアネス・オピニオン業務の実施者は、証券会社である。証券会社は、企業結合当事会社の双方又はいずれかと過去において取引関係がある。企業結合後将来において取引関係の可能性はある。

財務アドバイザーは、今回のアドバイスサービス以外に、投資銀行業務に関係して、依頼人である当該会社やその関連会社の有価証券の引受、金利、為替、競争入札、既発行有価証券の売出等を過去及び将来において行い、通常の証券業務においては、自社勘定又は顧客勘定を通じて、依頼人の株式及びその他有価証券の取引を頻繁に行う可能性がある。

こういった利害関係や取引関係はいずれの事例でも報告書に記載され、読者に注意を喚起している。フェアネス・オピニオン業務の独立性、中立性について、これらの利害関係・取引関係の影響について十分注意する必要がある。

④ 専門性

事例2の場合、フェアネス・オピニオンを表明した証券会社の報告書には、貸倒引当金の評価に関して、「専門家ではない」という記述がされている。貸倒引当金は、将来の貸倒をカバーするのに十分な額が計上されていることを前提としている旨の記載はあるが、引当額の検証に関しては当該評価人として直接調査する等の手続は行っていない。事例2の合併当事会社はいずれもノンバンクである。したがって、貸倒引当金評価の適否が合併比率に影響することは明白である。フェアネス・オピニオンは高度な専門性と十分な経験を要請するものであり、「専門家ではない」という記述で注意を喚起している。なお、これらの財務項目については、別途実施されているデュー・ディリジェンスの結果を参照することで補完している。

⑤ 正確性・完全性の検討

入手した公表情報、合併当事会社から提供された情報、その他の財務情報は、正確かつ完全であることを前提とし、その正確性と完全性について独自の検証は行っておらず、また、検証する義務も負っていない旨の記載が報告書にある。フェアネス・オピニオン業務を実施するに当たって、これらのことが前提条件となる。この点は、取引目的の算定業務と同様である。

⑥ 報告書作成の目的

現段階で取締役会には、フェアネス・オピニオンを入手しなければならないという法的義務はない。にもかかわらずフェアネス・オピニオンの表明を外部の第三者に依頼するのは、取締役会が、株式移転や合併等での投資意思決定において善管注意義務や忠実義務を遵守していることの裏付けを得るためである。

三つの事例のいずれの意見も、「株主にとって」財務的見地から公正である旨の記載である。これは本来、取締役の判断は株主のために善管注意義務や忠実義務を果たしていることを示すものである。

(6) 公認会計士によるフェアネス・オピニオン業務の課題

① 前出三つの事例の課題

三つの事例で指摘した問題点、投資検討のための評価業務を行った評価人が合意された取引価格に対して、フェアネス・オピニオンという公正性の意見を表明する場合の潜在的なコンフリクト、具体的には、フェアネス・オピニオン業務を行いながら実際の交渉、協議にも関与している点、利害関係や取引関係にある立場でありながら公正性についての意見表明をしている点、重要な項目について直接検討していない点、取締役会宛の報告書でありながら株主総会招集通知に添付することで株主が誤った判断をする可能性があるといった点は、公認会計士がフェアネス・オピニオンを要請された場合でも解決しなければならない課題である。

② 財務情報の信頼性

三つの事例はいずれも上場会社である。内部統制も整備されておらず、財務情報の信頼性の低い会社についてフェアネス・オピニオンを表明する場合で、提出を受けた財務情報に対して上場会社と同等に依拠する場合には十分な注意が必要である。

③ 委託契約書の作成

委託契約は、口頭ではなく書面で締結するのは当然であり、条項として業務の目的、評価基準日、実施する手続、業務を行う上での前提条件、免責及び補償、開示の制限について明記する必要がある。特にフェアネス・オピニオン業務が、監査と異なり、保証業務でないことを依頼人に十分理解してもらう必要がある。

④ 業務に要する時間

表面上は、算定業務のように評価額を算定する必要がなく、検討業務のように個別・具体的な問題点の指摘をすることがないため、業務に要する時間は、これらよりも少ないかの誤解がある。

取締役が経営判断で正当な注意を払い、善管注意義務や忠実義務を果たしているかを検証し意見表明するのに、いわゆる監査基準のようなルールがない。そのような状況のもとで高度な専門性を発揮し、十分な情報を収集し、分析調査しなければならない。そのため、フェアネス・オピニオン業務を実施するに当たっては、算定業務や検討業務よりも業務量が格段に多くなる可能性が高い点を留意する必要がある。

2. PPA目的の意義と概要

(1) PPA目的の意義

取引目的で行う企業価値の評価は、企業、企業グループ又は事業単位で行う、いわゆる投資総額の評価である。企業結合目的の場合、企業結合当事会社はまず、取引条

件に関して取引目的の企業価値評価を行い、当事会社の間で交渉に入る。支払対価総額等が決まり、企業結合契約が締結された後に、一括して資産や負債の取得・移転が行われる。

その後、この企業結合に関する会計取引を財務諸表に反映させる。その際、識別可能な個々の資産や負債は、時価を基礎として評価され、それぞれの科目に適正に配分される。取得原価と個々の資産・負債に配分された純額との間に差額が生じた場合、その差額がのれんとして、又は負ののれんとして計上される。

つまり、企業価値評価におけるP P A目的とは、企業結合に伴って取得・移転される個々の資産や負債を時価評価し、更にまた、買収対価とこれらの評価額との残余であるのれん又は負ののれんを算定し、企業結合の会計取引を財務諸表に適正に反映させることをいう。特にこの業務では、識別可能な無形資産の価値評価が重要となる。

企業結合において取引目的やP P A目的での評価が行われる場合、その差異を示すと下図のようになる。

【図表Ⅶ－ 7 取引目的とP P A目的】

	取引目的	P P A目的
目 的	企業がM & Aや企業再編等の「取引」を行うに当たって、意思決定の参考とするために行う対象会社や対象事業の価値の評価	制度会計への適正な情報提供
評価時期	企業結合前	企業結合日以降1年以内
評価対象	企業、企業グループ又は事業単位	企業結合で取得・移転される個々の資産・負債 (のれん又は負ののれんの計上を含む。)
価値概念	時価	時価

(2) P P A目的の業務内容

公認会計士がP P A目的の業務を行う場合、以下の状況が想定される。

① 業務の目的

企業結合に伴って取得される資産・負債を一般に公正妥当と認められる会計基準に準拠して適正に評価し、それを財務諸表に適正に反映させる責任は結合当事会社にある。P P A業務に携わる公認会計士は、評価に関する補助的情報を提供することにある。なお、P P A目的の評価で採用される価値は、時価である。これを用いて評価した評価額を依頼人に提供するのがP P A業務の目的である。

② 依頼人と評価人

依頼人は企業結合当事会社である。P P A目的の評価業務が公認会計士に委嘱される場合、取引目的の企業価値評価を行った者と異なる場合もある。取引目的の評

価業務とP P A目的の評価業務を一連の業務の中で行う場合もあるが、取引目的の評価業務を実施する評価人が必ずしもP P A目的の評価業務に習熟しているわけでもなく、企業結合に至る経緯が複雑な場合や評価対象の規模が大きい場合など、取引目的とP P A目的の評価人が異なる場合が多くなることも考えられる。

③ 評価業務の開始時期

業務が実際に開始されるのは、企業結合契約締結後取得原価が確定してからである。取得原価は、企業結合日以降1年以内に適正に資産・負債に配分しなければならない。その間に四半期決算や年度決算が到来する場合、それまでに業務を完了させて配分額を確定させるか、場合によっては暫定的な会計処理を行い、その後適切な時期に業務を完了させるかのいずれかである。

④ 評価の対象

場合によっては、評価に係る支払報酬の負担を軽減させたいとの依頼人の判断で、例えば、売上債権のみを評価対象とする場合もある。通常P P A目的の評価の対象は、資産・負債の全てであることから、本節でも全体の配分を前提として記述する。実際の評価業務では、有形資産及び負債の評価は評価対象の帳簿価額を利用できる場合も多いため、無形資産の識別とその価値評価に比較的多くの時間を費やすことが想定される。この評価過程を通じて、無形資産の償却期間に関する情報や償却方法に関する情報も報告書に記載されることになる。

⑤ 業務関係者

P P A目的の資産・負債価値評価は、多くの場合、専門性と高度な判断を要求される。そのため、下記のように公認会計士以外の協力や意見を必要とする分野がある。

a) 企業結合当事会社の協力や作業結果への依拠

実際の評価業務は、企業結合日以降に行われる。重要な棚卸資産があれば、棚卸数量の確定のために棚卸の立会を行うべきであるが、評価業務はそれよりも相当後になって行われる。この場合、被取得企業の企業結合日現在の棚卸数量について、被取得企業の作業結果に依拠しなければならない場合がある。

b) 専門家の評価

土地・建物が重要な資産で帳簿価額と時価と相当に乖離している場合がある。資産としての重要性から、企業結合前にすでに専門家の評価を受けている場合であっても、その評価時点と企業結合日に隔たりがあり、その間で時価に変動がある場合、P P A目的で別に専門家評価を依頼する場合がある。

c) 専門家の意見

例えば、被取得企業が損害賠償請求を受けており、それを負債として計上すべきか、計上すべき場合の計上額を判断する場合、被取得企業の顧問弁護士に、事件の経緯と当事者の主張の内容と解決に至る可能性について意見を求める必要がある場合がある。

⑥ 無形資産に関する企業結合当事会社等への質問と調査

P P A目的の困難性は、無形資産の識別と価値評価にある。外部の公認会計士や専門家が専門的知識や豊富な経験を発揮しても、単独でこの評価を行うことは容易

でない。むしろ企業結合当事会社自身が、企業結合以前及び結合のための交渉を通じて、無形資産を識別する必要がある。

この場合、評価人は、当事会社等への質問や調査を通じて以下の点を検討する必要がある。

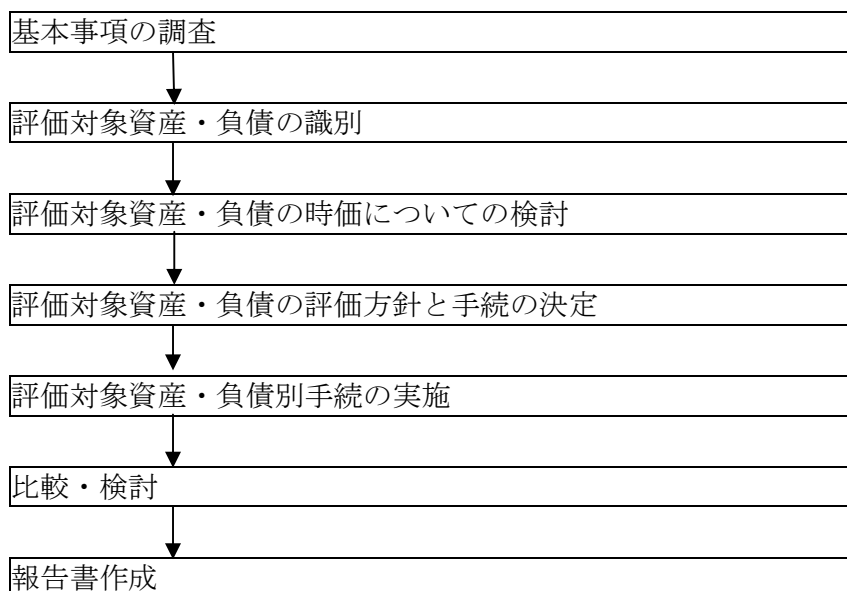
- a) 企業結合の動機は何か。
- b) 企業結合の利点はどこにあると当事会社は考えているか。
- c) 取得企業は、被取得企業のどのような点を評価しているか。
- d) 被取得企業は、どのような優位性を発揮していると自己評価しているか。
- e) 結合交渉から結合条件合意に至る過程でどのような点を検討してきたか。

また、企業結合後当事会社は、企業結合によるシナジー効果を積極的に発揮しようと努める。その成果は企業結合後の財務諸表に表れる。こういった事後的状況から無形資産の形成を予想するのも有用である。また、アナリストや経済紙の記事の分析も有用となる。

(3) P P A 目的の業務フロー

企業結合締結前に結合当事会社からの依頼で取引目的の評価業務を行っていた公認会計士とは別の公認会計士が、企業結合契約締結後に P P A 目的での評価業務を依頼された場合、評価業務は下記の手順で行うことになる。

【図表Ⅶ－8 P P A 目的の業務フロー】



① P P A 目的における基本事項の調査

調査・判定すべき基本事項を大別すると、次のa)からd)のとおりである。そのために必要な資料と手続は、図表Ⅶ－9のとおりである。

- a) 企業結合当事会社を確認すること。
- b) 企業結合合意に至る経緯を理解すること。
- c) 評価業務の範囲等を確認すること。
- d) 評価業務で留意すべき点をあらかじめ抽出すること。

【図表Ⅶ－９ 基本事項の調査で入手すべき資料】

企業結合当事企業の企業結合前の登記簿謄本
依頼人との協議
デュー・ディリジェンス結果の報告書
取引目的での評価書
企業結合契約書
結合に至るまでの公表資料
企業結合当事企業との交渉資料
企業結合当事企業の財務諸表、有価証券報告書等
企業結合当事企業の担当者に対する質問

② 評価対象資産・負債の識別

a) 資産・負債科目

適切な資産科目や負債科目を使用する。被取得企業が実際に使用していた科目に限定されない。デュー・ディリジェンス結果報告書などを検討することで、被取得企業の貸借対照表では簿外扱いとなっていた資産・負債を識別する必要がある。

b) 無形資産の取扱い

後述のとおり、識別可能な無形資産は、資産計上することになる。

③ 評価対象資産・負債の時価についての検討

採用される資産・負債科目は、求める時価の観点から下図のような評価対象資産・負債に分類することができる。

【図表Ⅶ－10 評価対象資産・負債の分類】

a) 現金及び現金等価物
b) 営業上・営業外の債権・債務
c) 観察可能な市場価格のある資産・負債
d) 市場参加者が利用する情報や前提等が入手可能な資産・負債
e) 利用可能な独自の情報や前提等をもとに見積られる資産・負債
f) 簡便法適用による帳簿価額による評価対象資産・負債

このうちc)観察可能な市場価格がある資産・負債には、株式市場のように管理体制が整備され、売買成立価格や取引件数が公表され、実務上も相当数の株式売買が

成立している市場が存在するものが該当する。観察可能な市場とはいっても完全性や安定性が確保されているわけではないため、基準日時点の評価に際しては、時価として適用可能かの検討は必要である。

市街地の土地のように、当該土地の近隣で独立第三者間での売買事例があり、公示価格や路線価も公表されている場合、売買を希望する者はこれらの情報を入手することが可能である。こういった情報を入手することが可能な場合、d) 市場参加者が利用する情報や前提等が入手可能な資産・負債に該当する。

ゴルフ会員権の相場表のように、会員権ごとの売買実績が多いと言い難く、売買成立価格や取引件数が公表されていないものは、観察可能な市場価格には該当するとは言い難い。相場表は時価算定に簡便ではあるが、市場が未成熟で個々の会員権業者の言い値に影響されやすいため、単一の相場表のみをもって評価するのは避ける必要がある。

化学工業用土地のように、売買実績が極めて少なく土壌汚染を含む場合、市街地の土地のように公正な価格形成に有用な情報を入手することが困難である。このような場合、e) 利用可能な独自の情報や前提等をもとに見積られる資産・負債に該当する。

この分類に該当する科目は、合理的な見積りを要する。見積りが適正であったかは、後日会計監査人等が批判的に検討することになる。それに対応できるよう見積過程を明確にするなどの配慮が必要となる。

一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に従って資産及び負債の適正な帳簿価額を算定しており、その帳簿価額と企業結合日の当該資産及び負債の時価との差異が重要でないと見込まれる場合は、被取得企業の適正な帳簿価額を基礎とすることができると考えられる。この場合、f) の簡便法適用による帳簿価額による評価対象資産・負債に分類される。

④ 評価対象資産・負債の評価方針と手続の決定

P P A 目的の評価を個々の資産・負債に対して行う場合、効率的かつ有効な手続を決定しなければならない。その際に配慮すべき点は、下記のとおりである。

a) 金額的重要性

実施する手続は、金額の重要性を判断基準のひとつとする。小口現金のように総資産に占める金額的重要性が小さく、被取得企業の小口現金に関する内部統制が有効に機能していると判断された場合、実施する手続も比較的時間を要しない。金額的重要性は、被取得企業が作成した基準日現在の貸借対照表残高からのみで判断するのではなく、知り得た調整事項を考慮した上で判断する。

b) 主観性や恣意性

観察可能な市場価格がない場合、見積りに拠らなければならない。この見積りを会社側で行う場合、主観性や恣意性が介入することも考えられる。その場合、見積りの合理性について、下記の検討が必要である。

- i) 見積りの際に、責任ある担当者を加えて検討されているか。
- ii) 見積りが、企業結合に伴って事業計画等に反映されたものであるか。
- iii) 見積り又は事業計画などが一定の意思決定機関によって承認されたものであるか。

c) 見積りの併用

見積りの過程を単一の前提だけで行うことが時価の観点から妥当でないと判断した場合、複数の見積りの方法を併用することも必要である。ストック概念とフロー概念、過去の実数値と将来予想、マクロ的アプローチとミクロ的アプローチ又はコスト・アプローチ（企業価値評価の場合はネット・アセット・アプローチ）⁶⁷、インカム・アプローチとマーケット・アプローチを併用することで、単一の見積りによる不安定性を是正するような配慮が必要になる。

d) 会社側とのデータ収集に関する協力及び会社処理に対する依拠

多くの場合 P P A 目的の評価業務は、基準日以降に行われる。本章「2. (2) ⑥ a) 企業結合当事会社の協力や作業結果への依拠」のように棚卸資産の基準日時点の棚卸数量を立会うことはできない。被取得企業も基準日時点で棚卸を実施していない可能性もある。この場合、被取得企業の帳簿上の数量に依拠しなければならないが、その場合、評価期間においてその領域の内部統制が有効に機能しているかを評価し、基準日時点の内部統制の状況を推定する必要がある。

e) 専門家評価の依頼

本章「2. (2) ⑥ b) 専門家の評価」のように、評価の複雑性、専門性及び高度な判断を要する科目に関しては、専門家に評価を依頼する場合がある。具体的には下記の分野で専門家の評価を必要とする場合が多い。

- i) 不動産
- ii) 産業用機械・設備
- iii) 美術品
- iv) 知的財産
- v) 年金数理
- vi) その他

f) 専門家への質問

前記の専門家評価は、特定の資産・負債科目に対して評価額の算定を依頼することになる。

偶発的な債務、例えば、係争中の事件で損害賠償を請求されている場合、税務当局の税務調査で未決事項があった場合、不服審判中の案件、特許権に関して拒絶査定不服審判中の事項、公正取引委員会や労働局など行政機関の調査中の場合など、結果が財務諸表に重要な影響を及ぼす可能性がある場合、負債としてそれを見積もらなければならない。こういった偶発的な債務の場合、前出のような専

⁶⁷ 無形資産の価値評価を含め一般的には、同等の資産を受け入れるのに要するコストをもって評価する方法をコスト・アプローチと呼称するのに対して、本ガイドラインの企業価値評価のアプローチでは、これをネット・アセット・アプローチと呼称している。

門家による評価書を得られにくい。このような場合も、顧問である弁護士、税理士、弁理士、社会保険労務士などに質問し文書化する必要がある。

⑤ 評価対象資産・負債別手続の実施

a) 内部統制の評価

資産・負債の評価で、依頼人又は被取得企業の協力や会社データに依拠しなければならない場合、内部統制についての検討も必要である。価値評価に際しては、監査におけるリスク・アプローチを採用するわけではないが、経営管理環境や財務諸表の信頼性については、ある程度概括しておく必要がある。

b) スケジュールの組織的運用

公認会計士単独で行う場合以外に、他の公認会計士や補助者、会社への依頼、専門家による評価、専門家への質問など複数で評価業務を行う場合がある。その場合、下記の点に留意をしてスケジュールの組織的運用を図る必要がある。

- i) 時価概念に関する理解を統一する。
- ii) 報告書の提出期限までの各々のスケジュールを立てる。
- iii) 他の公認会計士や補助者らと中間での検討を行う。
- iv) 統一的結論を図る。
- v) 結論に至るまでの議事は議事録によって文書化する。

c) 依頼人への中間報告

作業が比較的長期にわたる場合には、依頼人への中間報告を行うのも有益である。報告内容は下記のとおりである。

- i) 実施した手続
- ii) 個々の資産・負債の暫定的な評価結果
- iii) のれんの額
- iv) 手続や判断で発生した問題点
- v) スケジュールの進捗状況
- vi) 評価の完了予定

⑥ 比較・検討

a) 依頼人との協議

比較・検討は、評価結果を所定の情報と比較し、金額的乖離の理由を検討し、必要に応じて修正を行う一連の手続である。

依頼人によっては、企業結合の交渉過程を通じて資産・負債への配分額やのれんの額を試算している場合がある。試算結果の妥当性を裏付けるために補助的情報として評価人に評価を委託する、又は中間決算時や年次決算時に予定額で配分している場合がある。これらの場合、依頼人と評価人との間の差異について比較し、その原因を検討する必要がある。

この場合の比較・検討は、依頼人が試算している配分額に合わせるのが目的ではなく、評価人が採用した時価や配慮すべきであった手続等に関して、大きな漏れや誤りを早期に発見することを目的としている。

b) 市場価格のその後の状況

観察可能な市場価格のある資産についてその市場価格をもって時価採用する場合、市場の安定性が前提である。市場の安定性については、基準日現在だけではなく、それ以前及び以降の値動きについても把握しておく必要がある。

c) 負ののれんの妥当性

状況によっては負ののれんも生じる可能性がある。これは、交渉時点で被取得企業を何らかの理由で過小評価した場合や、P P A目的の評価が、最終報告に至る前の段階で、資産が過大、負債が過小評価になっているなどの場合が考えられる。

後者の場合は、見積の方法や前提条件等に適当でないものが含まれていないか検討する。前出のように、比較・検討は、依頼人の希望額に合わせるのを目的とはしていない。比較・検討の結果、評価人の評価が妥当という結論に達した場合、依頼人への説明事項として、両者の差異の原因や評価人の見解を明確にする必要がある。

d) 取引目的の評価書、デュー・ディリジェンス結果報告書との比較・検討

取引目的の評価書やデュー・ディリジェンス結果報告書の中には、被取得会社の資産・負債評価の妥当性、偶発債務や簿外債務の有無、経営上の懸念事項、技術や製造、営業やマーケティングにおける市場優位性、企業結合後のシナジー効果などで記述があった場合、P P A目的の評価への影響について検討する必要がある。

e) 無形資産の分析

識別可能な無形資産は、資産計上することになる。そして、取得原価と時価評価された有形、無形の資産・負債との差額が、のれんとして計上される。買収対価に占める有形資産や負債、無形資産及びのれんの割合に大きな偏りがないか、偏りがあった場合でも合理的な理由があるか等について分析する必要がある。

(4) 報告書の作成

P P A目的の報告書は、取得企業の財務諸表に計上すべき被取得企業の個々の資産・負債の評価額を記載することで、依頼人の企業結合に関する会計処理に必要な情報を提供することを目的としている。そのため、評価人が報告書を作成する場合、次の点の配慮が必要である。

① 提供すべき情報の範囲

一般に公正妥当と認められる企業会計の基準に基づいて会計処理を行うのは企業結合当事会社である。報告書は、その会計処理に必要な情報を提供するものでなければならない。この場合、仕訳情報だけでなく、注記に関する情報も含まれる。

② 参考資料の出典

後日検証可能なように見積過程を明瞭に設定し、計算で用いる計算要素は一般的に入手可能なものである必要がある。使用したデータや参考とした計算根拠等について、参考・引用した資料の出典を明確にする必要がある。

3. MBO等における第三者評価の開示

2006年12月に証券取引法が改正され、MBO（経営陣による株式買取り）及び親会社による子会社株式の公開買付けについては、経営陣等が買付者となり、株主との関係において経営陣等の利益相反が問題となることがあり得ることから、買付価格の算定評価書を第三者から取り、それを踏まえて実際の算定をしている場合には、公開買付届出書に当該算定評価書の写しの添付が求められるようになる。

この趣旨は、本来、株主から委託され、企業価値の向上に努めなければならない経営陣等が、相対的に安い株価で会社を買収しようとすることを、第三者評価者からの報告書等を開示させることによって事前に利害関係者に知らしめるものである。例えば、第三者の評価人が1株当たり500円～600円と企業価値を評価しているにも関わらず、経営陣等がTOB価格を300円とするような場合である（例えば、このときの株価は280円）。これを見た対象会社の株主は、TOBに応じるべきかどうか、従来よりも容易に判断できる。

一方、第三者の評価報告書には、秘密保持契約を前提として、評価対象会社の事業計画等、未公開の詳細な財務情報が盛り込まれている場合がある。このとき当該報告書が、法の強制により公衆の縦覧に供せられてしまうと、競合他社等に情報がもれ、評価対象会社の経営に多大な影響を与える可能性がある。

また、一般的に適用すべき評価法や使用するデータの解釈は個別の案件ごとに第三者評価人の判断に依存しているが、必ずしも評価の専門家でない株主等から、他の案件のときと評価法等が違ふとのクレームを受けるリスクも存在する。

そこで、制度の趣旨は理解し得るが、上記のリスク及び法の趣旨をかんがみれば、評価対象会社の情報を含んだ詳細な評価報告書ではなく、その要旨（結論、仮定・前提条件、実施手続、結論に至った経緯等）を記載した評価書を開示すれば十分と考える。

4. 種類株式の評価

普通株式のみを発行している会社の場合、株主価値を発行済株式総数で除することにより、1株当たりの価値を算定するが、普通株式の他に種類株式を発行している場合には、種類株式の評価を行う必要が出てくる。種類株式は、配当や残余財産分配などの権利において、普通株式よりも優先又は劣後することを規定しているのは通常である。例えば、種類株式が普通株式より優先する権利を有している場合には、企業の株主価値をまず種類株主に配分し、残余を普通株主に配分するため、種類株式の評価を行う必要がある。

種類株式の評価に関する実務は、頻繁に利用される一部の種類株式を除くと、普通株式に比較して定着した評価法があるとはいえない状況にある。日本でも種類株式を発行している会社があるが、再生企業におけるスポンサー企業への第三者割当増資やデット・エクイティ・スワップ（DES）等による種類株式の発行が多数を占めており、それらの種類株式の発行に関しては、既存の株主については株主責任を明確にしてスポンサー企業による再生を目的とすることから、必ずしも正常な状態での種類株式の評価とはいえない側面があるとも考えられる。

米国のベンチャーキャピタルは、普通株式に様々な権利を付した種類株式によってベンチャー企業に投資して、IPO以外の投資の回収機会の可能性を増やしたり、リスクをコントロールしながら、投資のリターンを得ている。日本のベンチャーキャピタルでも、少しずつそうした動きが出てきているため、今後は、上記のような企業再生以外の局面での種類株式の利用も増加していく可能性がある。

評価対象となる種類株式が上場（又は市場メカニズムが働く状況下において取引）されており、市場価格を参照できる場合は当該市場価格を参照して時価を算定することも考えられるが、日本では多くの場合、種類株式は上場されていないため、他の方法により株価を算定する必要が生じる。

また、それぞれの種類株式において付されている権利を考慮した評価法の検討が必要となるが、実際に発行される種類株式は複数の権利の組み合わせが考えられることから、その際は個別の権利内容を検討した上で総合的に評価を行う必要が生じると思われる。

会社法108条1項では、異なる定めをした内容の種類株式を発行することができること定められており、具体的にはこうした「異なる定め」を設定したことによる株主価値への影響に留意することが必要になる。

(1) 会社法における種類株式

会社法108条1項によれば、株式会社は、次に掲げる事項について異なる定めをした内容の異なる2以上の種類の株式を発行することができる。ただし、委員会設置会社及び公開会社は、第9号に掲げる事項についての定めがある種類の株式を発行することができない。

- ① 剰余金の配当
- ② 残余財産の配当
- ③ 株主総会において議決権を行使することができる事項（「議決権制限株式」）
- ④ 譲渡による当該種類の株式の取得について当該株式会社の承認を要すること（「譲渡制限株式」）。
- ⑤ 当該種類の株式について、株主が当該株式会社に対してその取得を請求することができること（「取得請求権付種類株式」）。
- ⑥ 当該種類の株式について、当該株式会社が一定の事由が生じたことを条件としてこれを取得することができること（「取得条項付種類株式」）。
- ⑦ 当該種類の株式について、当該株式会社が株主総会の決議によってその全部を取得すること（「全部取得条項付種類株式」）。
- ⑧ 株主総会において決議すべき事項のうち、当該決議のほか、当該種類の株式の種類株主を構成員とする種類株主総会の決議があることを必要とするもの（「拒否権付株式（黄金株）」）
- ⑨ 当該種類の株式の種類株主を構成員とする種類株主総会において取締役又は監査役を選任すること。

また、会社法108条1項に挙げられていないものの、米国のベンチャーキャピタルが種類株式で投資する際に付すことが多い権利として、みなし清算条項

(Liquidation Preference) がある。これは、M&Aなどの際に優先的にあらかじめ定めた対価の分配を（現金で）得られるという権利である。

(2) 種類株式の評価法

① 企業会計基準委員会実務対応報告第10号

平成15年3月13日に企業会計基準委員会から出された実務対応報告第10号「種類株式の貸借対照表価額に関する実務上の取扱い」において、種類株式の保有者側の取扱いについて明らかにされている。

種類株式のうち、形式的には株式であっても、発行会社が一定の時期に一定額で償還すると定めている種類株式や発行会社や保有者が一定額で償還する権利を有し取得時点において一定の時期に償還されることが確実に見込まれる種類株式は、経済的には清算時の弁済順位を除き、債権と同様の性格を持つと考えられるため、債権の評価と同様に取り扱うことが適当であるとなっている。

また、市場価格のある種類株式は市場価額に基づいて評価し、市場価額のない種類株式は取得価額で計上し、減損による価値の下落を認識する。減損処理を検討するに当たって、算定する評価額は、DCF法やオプション価格モデルなどを利用した評価モデルによる価額とされている。

評価モデルを利用して算定することが困難である場合には、1株当たりの純資産額を基礎とする方法や優先的な残余財産分配請求額を基礎とする方法が紹介されているが、利用できるケースは限られてくるものと思われる。

② 基本的な考え方

種類株式の評価に関する基本的な考え方は、債権と同様の性格を有するような種類株式を除き、普通株式の評価を基にして、付与されている複数の権利（「異なる定め」）を加減していくことになるが、ここで重要となるのは、付与されている権利が行使される可能性又は実現する可能性である。こうした行使（実現）可能性を勘案して、ブラック・ショールズ・モデル、二項モデル、モンテカルロ・シミュレーションなどの手法の適用を検討する必要がある。

(3) 種類株式の評価における検討事項

① 議決権制限株式

議決権制限株式を評価する際の考え方の一例として、実際の議決権制限株式と普通株式の価格スプレッドを検証する手法が有効である。「種類株式の活用と発行価額の設定」（武田竜一郎 企業会計 2002 Vol.54 No.10）によると、海外研究事例では「概ね5%～10%程度の水準と推測され」、みずほ証券による検証でも「スプレッド平均は約4.0%」となること、及び、国内事例においても「2002年3月に無議決権株式を発表した日鐵商事の場合、発行価額の決定方法として「直近3か月間の東証終値平均株価及び海外（米国及びドイツ）における普通株式と無議決権株式の流通価格差額を参考」として5%のディスカウントとしている。」こと等の報告がある。

また、国税庁における相続税の財産評価における無議決権株式の評価についても同様の以下のような記述がある。

「財産評価基本通達の一部改正について」通達等のあらましについて（情報）

1. 平成 15 年 7 月 4 日 取引相場のない株式の評価（種類株式を発行している場合の議決権総数等）

（参考）種類株式の評価方法

（中略）普通株式に比べて議決権のみがない無議決権株式（他の権利は普通株式と同じ）の発行価額を決定するに際し、他の銘柄で海外の市場に上場している普通株式と無議決権株式の流通価格差を参考に、普通株式の時価（証券取引所の一定期間の普通株式の平均株価）から 5 % 程度ディスカウントしているものもある。

種類株式については、普通株式に比べて権利内容及び転換条件等がどのように異なるのかにより、個々にその発行価額が設定されるとともに、その後の様々な要因により時価が決まっていくと考えられる。したがって、今後、評価方法が問題となる種類株式が出てきた場合には、その種類株式について普通株式の権利内容に比べてどのような相違があるのか、転換条件はどうなっているのかなどを確認することが重要となる。例えば、種類株式の発行価額が普通株式の時価と同じであり、転換時も種類株式 1 株に対し普通株式 1 株となるようなものについては、種類株式の時価と普通株式の時価に価格差がない場合もあると考えられる。（中略）種類株式については、上記を参考にして個別に評価することとする。

上記のような考え方は、観察可能な価格を用いて推定していることから、客観性に富んだ評価法であるといえるが、上記の分析は主として海外における上場普通株式と同じく上場されている種類株式の比較による数値分析か、又はそれらの結果を参照したものと考えられる事例である。また、価格スプレッドのデータを使用するに当たって、上場している株式同士であってもそれぞれの種類株式と普通株式の流動性等に重要な差異があるためにスプレッドが歪められているようなことがないかにも留意が必要であろう。さらに、類似の特徴を有すると考えられる比較可能性の高い種類株式が海外の事例であっても上場しているかどうかなど、実際の評価において留意すべき点があると想定される。

こうしたことから、国内外の実務においても、議決権の有無だけを数値化することは困難であり、株式価格に反映しないことも多い。

② 配当についての異なる定め

優先配当などの配当について異なる定めがされている場合には、配当というキャッシュ・フローに基づく方法（この場合、配当が実施されるかどうかの見積りが重要になってくる。）が考えられるが、通常は配当だけに異なる定めがされているケ

ースは少なく、その他に付与されている権利内容等に関する影響も加味する必要がある。

③ 株式に付されたオプション

普通株式転換請求権等のオプションが付与されている場合には、当該オプションの価値を株式の価値に加減することになる。オプションの評価は、通常、二項モデルなどの格子モデルやブラック・ショールズモデルなどのクローズドモデルを用いる⁶⁸。

ただし、ブラック・ショールズモデルはボラティリティ、リスクフリーレート、予想配当などがオプションの期間を通じて一定であること仮定しているため、その利用できるケースは本来限定されるべきである。

④ コントロール・プレミアムを有する種類株式

拒否権付株式（黄金株）などの種類株式は、普通株式との比較において一定のコントロール・プレミアムを有すると想定される。コントロール・プレミアムは近年、TOB等における公開買付者が一般株主に対して支払うプレミアムとして認識されているところであり、理論的にはa) 議決権の3分の1を超えるTOB等を行う場合の「拒否権プレミアム」、b) 議決権の過半数を超える場合の「経営権プレミアム」、c) 議決権の3分の2を超える場合の「支配権プレミアム」に区分されて議論されているが、ここでは一括してコントロール・プレミアムとしている。例えば、拒否権付株式（黄金株）は、拒否権プレミアムと同等の権利を有していると考えられる。

実際の市場取引においてコントロール・プレミアムがどのように設定されているかという実証研究が、コントロール・プレミアムを検討する上で、一つの参考となる。

「コントロール・プレミアムに関する考察」（鈴木一功 証券アナリストジャーナル 2005. 7）によると、「Mergerstat社の統計等の米国における実証分析」を根拠としてコントロール・プレミアムの水準は「10～50%」とされている（ただし、「日本における妥当なコントロール・プレミアム水準は、欧米に比べて低い可能性がある、という点も注意すべき」としており、今後の日本におけるTOB事例の経験蓄積及びその研究が待たれるところである。）。

コントロール・プレミアムの経済的な価値の源泉は、買収者が享受することが期待されるシナジー効果であるが、シナジー効果は誰にとっても唯一公正な価値が定まるのではなく、買収者が誰か等によって大きく差異が生じることに留意が必要であろう。

また、上記のコントロール・プレミアムの実証研究は1株当たりのプレミアムを分析しているものであるため、実際のコントロール・プレミアムの価値としては1株当たりのプレミアムに買付予定株式数（又は実際の買付け数量）を乗じた額になることに留意を要する。

⁶⁸ オプション評価モデルについては、「5. ストック・オプションの評価について」に詳述しているので参照されたい。

ただし、拒否権付株式（黄金株）の場合には、議決権の3分の1超を保有している場合と異なり、特定の事項についてのみ拒否権を持つことが多く、プレミアムの価値を数値的に表わすことは困難であろう。

なお、参考までに日本における種類株式の発行事例は以下のとおりである。

⑤ 種類株式発行事例

1. セイコーエプソンの水晶デバイス事業を東洋通信機（現：エプソントヨコム）へ移管するための分社型吸収分割に際して発行された種類株式

- 種類株式を発行した目的：東京証券取引所の上場規定（少数特定持株基準）への該当を回避するため。
- 種類株式の内容
種類株式の発行：平成17年10月1日
利益配当請求権：普通株式に劣後する
普通株式への転換予約権：あり（平成17年10月1日から10年間）
転換割合：当初は種類株式1株につき普通株式1株（その後、必要に応じて転換比率調整が行われる。）
議決権の有無：あり
強制転換条項：あり（普通株式への転換請求期間終了時点において未だ転換されていない種類株式について）
- 種類株式の評価
上記の発行目的から、普通株式と合理的な範囲内で等価となるような種類株式として、フィナンシャル・エンジニアリング・モデルを用いて商品設計を第三者に依頼しており、当該商品設計案を前提として種類株式の価値が算定されている。

2. エルピーダメモリにおける種類株式

- 種類株式の発行目的：エルピーダメモリの設備投資資金調達のため、インテルから（インテル・キャピタル・コーポレーションを通じて）出資を受けた。
- 種類株式の内容
種類株式の発行：平成15年9月30日（上場前）
種類株式による増資額：11,200百万円
発行された種類株式数：4,480千株
種類株式1株当たりの発行価額：2,500円
利益配当請求権：普通株式と同順位
普通株式への転換予約権：あり（いつでも）
転換割合：当初は種類株式1株につき普通株式1株（その後、必要に応じて転換比率調整が行われる。）
議決権の有無：なし
強制転換条項：あり（上場日から2年経過後、未だ転換されていない

種類株式について)

平成 16 年 11 月 14 日に東証一部へ上場している。なお当該種類株式は平成 17 年 6 月 29 日までに全株式が普通株式に転換されている。

3. 国際資源開発における種類株式

- 種類株式の発行目的：石油公団の民営化に伴って石油・天然ガス開発事業の中核的企業の形成を行う必要があり、当該企業の株式上場が求められる一方で、外資による経営支配等を排除するため、政府が必要最小限の拒否権を留保できる仕組みが必要であったため。

- 種類株式の内容

種類株式の発行：平成 16 年 11 月 17 日（東証一部への上場と同時）

発行された種類株式数：1 株

種類株式 1 株当たりの発行価額：上場時の売価と同一の額、ただし、（拒否権プレミアムを考慮し）有利発行決議を前提としている。

利益配当請求権：普通株式と同額

償還予約権：あり（いつでも）

強制償還条項：あり（公的主体以外の者に譲渡された場合、取締役の決議による。）

償還価格：償還時点における普通株式 1 株当たりの価値（株価）と同額とする。

議決権の有無：（通常の株主総会については）なし

拒否権の内容：以下のような一定の事項につき、拒否権を有する。

- 取締役の選解任（非公的主体が 20%以上を保有した場合）
- 重要な資産の処分
- 定款変更
- M&A
- 有償減資
- 解散

5. スtock・オプションの評価について⁶⁹

「Stock・オプションの評価」を一言で表せば、「将来の特定時点の株価を合理的に求め、その株価と行使価格との差額を現在価値に割り戻し計算すること」である。

株価が将来幾らになるかを想定することは非常に困難であるため、実際には数学モデルを使って、特定時点の株価とその発生確率の関係を示す確率分布を求めることになる。数学モデルとそのモデルに代入する基データの選定方法などを組合せたものをオプションの評価モデルと呼ぶ。

⁶⁹ 引用及び参考「Stock・オプションの評価実務」（エヌエコーポレートアドバイザー株式会社 杉山正樹＋渡部 潔著）中央経済社

現在、ストック・オプションの評価モデルは、完全には確立されていない。したがって、ストック・オプションの評価で注意を要する点は、その評価額を求める過程で選択適用するパラメーターが幾つかあり、その評価額の意味を理解する上で、特に使用するデータの継続性の観点から、評価の基となったデータの詳細をチェックする必要がある。なお、選択適用により評価額に最も大きな影響を与えるものは、オプションを評価するために選択する数学モデルそれ自体である。

企業会計基準第8号「ストック・オプション等に関する会計基準」（平成17年12月27日）及び企業会計基準適用指針第11号「ストック・オプション等に関する会計基準の適用指針」（平成18年5月31日改正）では、ストック・オプションの評価に適用可能な数学モデルとして、ブラック・ショールズ式と二項モデルを具体的に明記していることから、この二つの代表的な数学モデルを対象として、評価額の適正性、妥当性の検討に際して注意すべき点を述べる。

(1) ブラック・ショールズ式及び二項モデルの特徴と欠点

- ① ブラック・ショールズ式は、オプション評価額を直接求める算式であり、算式中のパラメーターにストック・オプションの発行条件やその発行体企業の株価その他のデータ等を代入すれば、正確な理論値としての評価額を直接的に求めることができる。しかしながら、ブラック・ショールズ式は大きな欠点を内在しており、それは全ての権利行使が特定の1日のみ可能（いわゆるヨーロピアン・オプション）であることが、評価の根源的な前提条件となっていることである。

実務上、ストック・オプションの権利行使を1日に限定する条件を満たすものは通常発行されていない。過去の権利行使の状況に基づいて合理的に想定できる権利行使日（合理的に想定できない場合には、簡便的に権利行使可能な期間の中間日）に権利行使されるものとして評価することが企業会計基準では認められている。しかしながら、この権利行使日（会計基準による定義では「予想残存期間」）を調整する考え方は数学モデルの原理とは次元の異なるレベルの発想であり、ストック・オプションの評価額の大小を意識した選択適用が行われるリスクを生み出している。

- ② 二項モデルは、ブラック・ショールズ式を導き出したものと同じ数学的な考え方に立って、付与日から権利行使期間の満期日までを多数分割して微少な時間間隔で区切り、コンピュータを使った数値計算をその対象となる時間を連続的にずらしながら行ってオプションの評価額を近似的に求める手法であり、ブラック・ショールズ式が対応できない、ある期間内に権利行使が自由にできるという条件（いわゆるアメリカン・オプション）を含めて、より高度な行使条件などにも柔軟に対応することに特徴がある。その欠点は(i)近似的な数値計算であるため、求めた評価額には必ず誤差が含まれていること、及び(ii)評価プログラムが必要なこと、また、(iii)より高度な行使条件が付随する場合にはプログラムを追加修正できないことである。時間間隔の設定の精粗により評価額に含まれる誤差が左右されるため、分割数が十分に多く、時間間隔が十分に微少である必要がある。

【図表Ⅶ－11 ブラック・ショールズ式と二項モデル】

	ブラック・ショールズ式	二項モデル
計算時間	瞬時	プログラムのランニング時間がかかり、かつ誤差を確認するために、複数回の計算が必要
検証性	正確かつ容易	プログラムによる違いが存在するため、検証手続が面倒
計算精度	高い（理論値）	分割数が少ないと誤差大
対象オプション	原則的には、ヨーロピアン・オプションのみ可能	ヨーロピアン・オプションとアメリカン・オプションの両方に対応可能
拡張性（汎用性）	ほとんどない。	より高度な行使条件に一部対応可能

(2) 評価モデルの選択適用

ストック・オプションの評価モデルとしてブラック・ショールズ式を選択適用した場合には、二項モデルを選択適用した場合よりも、一概にはいえないが、個別の条件によりその評価額は数十％（最大で50％程度）低くなる。このため、評価額の大小を意識した選択適用が行われる余地があり、年度ごとに評価に利用する数学モデルを変更することは、正当な理由がない限り認めるべきではない。

この評価モデルの選択適用により評価額に差が生じる原因は、ブラック・ショールズ式では満期日までの期間に代わり予想残存期間という概念を導入したため、評価期間が短くなり、必然的に評価額が下がるためである。

(3) パラメーターの設定における選択適用

オプション評価モデルの種類にかかわらず共通となる基本的なパラメーターは6種類あり、かつ、データの採り方において選択可能なパラメーターが二つある。

【図表Ⅶ－12 基本的なパラメーター】

基本パラメーター	概 要
1 オプションの行使価格	権利行使をするときの払込価格
2 オプション満期までの期間	オプションの満期までの期間又は予想残存期間
3 基準株価	権利の割当日の株価
4 ボラティリティ	対象期間における将来株価の変動性（選択可能）
5 予想配当利回り	対象期間の将来株価に対する配当利回り（選択可能）
6 リスクフリーレート	対象期間に対応した無リスクの利率

- ① ボラティリティは、データのサンプリングタイムの違いにより、標準的なデータとして日次、週次、月次の3種類が存在する。実際の企業の株価推移により、この

3種類のデータの値は最大で10%以上の差が生じる場合があり、この差が評価額に少なからぬ影響を与える。このため、評価額の大小を意識したボラティリティの選択適用が行われる可能性があり、年度ごとに評価で選択適用したボラティリティの種類を変更することは、原則として認めるべきではない。また、株式上場後2年を経たない場合には、ボラティリティの算定に使う基データのサンプル数が十分でないことから、その適用には十分注意する必要があるが、会計基準にある「類似する企業に関するボラティリティ」を参考情報にする場合には、企業分析に関する豊富な経験と知識に裏付けされた専門性に基づき一段と高度な判断をする必要がある。

- ② ボラティリティの算定に当たり、会計基準では「明らかな異常情報が含まれている場合には除外する。」ことが認められているが、何をもって異常とするかは規定されていない。異常情報を除くことによりボラティリティの値は低くなり、その結果、評価額が下がることになるため、異常値の選択適用に当たっては企業経営そのものと株式市場に関する豊富な経験と知識に裏付けされた専門性に基づき判断されなければならない。例えば、仕手による株価の乱高下を異常情報だと安易に判断することは認められず、異常とする場合にも正常と異常の間で線引きする条件を理論的に説明することが求められる。

- ③ スtock・オプションの満期又は予想残存期間における見積配当額は、会計基準では原則として過去の実績に基づいて行うことになっているが、オプションの評価モデルに必要なデータは、見積配当額が将来の株価に対して何%となるかという「見積配当率」であるため、将来の株価が予測できないことと併せて、見積配当率の決め方には大きな自由度があり、評価人の判断がそのまま反映されることになるため、評価額の大小を意識した適用の可能性が残る。したがって、年度ごとに評価で利用する見積配当率の算定方法を変更することは、正当な理由がない限り認めるべきではなく、また、その算定方法は可能な限り客観的なデータに基づく方法であることが望ましい。

VIII 書式集

1. 取引目的における業務委託契約書

業務委託契約書⁷⁰

●●●●⁷¹（「委任者」）と●●●●（「受任者」）は、次のとおり業務委託契約（「本契約」）を締結する。

第1条（目的）

委任者は、●●株式会社（「対象会社」）が発行する全ての普通株式の買取⁷²（「本件取引」）を検討するに当たり、その経営意思決定の参考とするため、対象会社の株主価値算定⁷³（「本件業務」）を受任者に委託し、受任者はこれを承諾する。

第2条（本件業務の前提及び双方が協議した手続）

本件業務の受託は、別紙1に記載された事項を前提とする。

- 2 本件業務は、別紙2に記載のある双方が協議した手続を実施する。

第3条（依拠すべき情報）

本件業務は、平成●年●月●日までに受任者又は対象会社から提供された対象会社に関する情報に依拠する。受任者は、適切と考える場合、同日より後に提供された情報又は受任者若しくは対象会社から提供された以外の情報も利用することができるが、それらを利用する義務を負わない。

第4条（業務委託料等）

本件業務に対する業務委託料は別紙3に記載のとおりとする。

- 2 本件業務の目的、前提又は双方が協議した手続の範囲や内容の変更等により必要な作業が変化した場合、受任者は業務委託料を変更することができる。
- 3 本件業務に付帯して発生した受任者の経費は、委任者の負担とする。
- 4 受任者は、本件業務の完了後、消費税及び付帯経費とともに、業務委託料を委任者に請求する。
- 5 委任者は、前項に定める請求に係る業務委託料、消費税及び付帯経費を、受任者が指定する銀行口座に送金する方法により支払う。

第5条（再委託）

⁷⁰ このひな型は民法上の準委任契約を締結する前提で作成されている。準委任契約において受任者は善管注意義務（過失責任）を負うが、請負契約と異なり担保責任（無過失責任）を負わない。ただし、契約書のタイトルを業務委託契約書としただけで準委任契約となるわけではない。

⁷¹ 依頼人名を入れる。

⁷² 委任者が検討中の案件の内容を要約する。

⁷³ 受託する業務の内容を要約する。

受任者は、委任者による事前の同意を得た場合に限り、本件業務の全部又は一部を第三者に再委託することができる。

- 2 委任者は、受任者が必要を認めた場合に、受任者が別紙4に記載された受任者のネットワークメンバー・ファーム又はその関係会社⁷⁴へ本件業務の一部を再委託することに本契約書により同意する。
- 3 第1項又は前項の定めに従い受任者の再委託先が本件業務を履行する場合は、再委託先の故意又は過失につき受任者がその責任を負う⁷⁵。

第6条（業務責任者等）

委任者及び受任者は、本件業務の処理状況に関する連絡及び確認等を行うため、それぞれ業務責任者及び現場責任者を定め、相手方に文書（電子メール等を含む。）により通知する。

- 2 委任者及び受任者は、本件業務に関連する連絡・確認を、原則として現場責任者を通じて行う。
- 3 前2項は、受任者の選任した業務責任者、現場責任者又は作業従事者が、委任者以外の第三者に本件業務と同種の役務を提供することを妨げるものではない。

第7条（本件業務の報告及びその利用、本件業務の終了等）

受任者は、本件業務の結果を取りまとめた文書（これと一体をなす文書、磁気テープ、記録・表現のための媒体等を含む場合がある。）（「本件報告書」）を、平成●年●月●日までに提出する。

- 2 委任者は、本件報告書又は、文書若しくは文書以外の方法による本件業務の結果の報告（以下、本件報告書と合わせて「本件報告」という。）を受けた場合、その内容が委託の本旨に沿っているか否かを確認し、委託の本旨に沿っていない場合は受任者に対し速やかに通知する。
- 3 本件業務は、本件報告書提出後、2週間後に終了したものとみなす。ただし、本件報告書が委任者による委託の本旨に沿っていない場合であって、委任者が前項の通知をしたときはこの限りでない。
- 4 委任者は、受任者の書面による事前の同意がない限り、次の行為をしてはならない。
 - ① 本件取引に関連して受任者の名称等を引用すること。
 - ② 本件報告書の写しを作成すること。
 - ③ 受任者が本件業務を受任したことを第三者に開示すること（受任者の名称の開示に限らず、受任者を特定し得るような方法によるものを含む。）。
- 5 本件報告が記録された有体物の所有権は、本件業務の業務委託料、消費税及び付帯経費が完済された時点で、受任者から委任者に移転する。

⁷⁴ 考えられる再委託先が限定されている場合は固有名詞を本文に書き込んでよい。

⁷⁵ 相手方の許諾を得て再委託した場合、委任者は選任及び監督についてのみ責任を負うと解されるが（民法105条1項参照）、あえて受任者の責任を強化する趣旨である。第12条第3項参照。

- 6 本件報告に含まれる情報は、本件取引の検討のために委任者の内部での利用を前提として提供されるものであって、第三者に開示してはならない⁷⁶。ただし、次の場合はこの限りでない。
- ① 受任者が指定する様式の要請書を委任者が、受任者が指定する様式の差入書を開示先が、それぞれ受任者に差し入れ、かつ受任者が開示について事前に同意した場合
 - ② 法令に基づき開示を要求され、当該開示が義務となる場合であって、当該法令が要求する最小限の範囲で開示する場合
- 7 受任者は、中間報告の有無にかかわらず、最終版として委任者に提出した本件報告書（受任者が印刷した書面に限り、かつ、ドラフト及びこれに類する文言が付されたものを除く。）についてのみ本契約上の責任を負う。

第8条（受任者の秘密保持）

受任者は、本件業務の遂行過程で開示を受けた対象会社及び委任者の秘密、業務上の知識及びノウハウに関する情報で、かつ、当該開示を受けた際に秘密であることが明示されるか、そのことが自明なものであり、次の各号に記載された情報以外のもの（「**秘密情報**」）については、秘密を保持し、委任者の書面による事前の承諾なしに、第三者に開示・漏洩してはならない。また、受任者は、秘密情報を本件業務以外のために使用してはならない。

- ① 開示を受けた時点で、既に公知であった情報
 - ② 開示を受けた時点で、受任者に対して秘密保持義務を負うことなく受任者が既に保有していた情報
 - ③ 本件業務とは無関係に、独自の営業上のノウハウに基づいて、受任者が独自に入手又は開発した情報
 - ④ 秘密保持守秘義務を負っていない第三者から受任者が適法に入手した情報
 - ⑤ 開示を受けた後に、受任者の責によらず公知となった情報
- 2 前項にかかわらず、受任者は、法令に基づき秘密情報の開示を要求されるなど、正当な事由がある場合は、必要最小限の範囲で秘密情報を開示することができる。
- 3 本件取引自体が公知となり秘密でなくなった後において、受任者は、その内部向け・外部向け刊行物等の実績欄において、一般的な表現として、本件取引に関連して委任者に業務提供を行った旨を言及することができる。
- 4 第1項及び第2項は本契約の終了後も1年間有効に存続し、前項は本契約の終了後も無期限に存続する。

第9条（個人情報等の取扱い）

委任者は、委任者が受任者に対して提供する情報について、適用のある法令（個人情報保護法を含むが、これに限らない。）を遵守していることを保証する。対象会社及び委任者が保有する個人情報（「関連個人情報」、対象会社及び委任者の役員、従業員、及び顧客等に係るものを含み、公知又は非公知の別を問わない。）が受任者に提供され

⁷⁶ 開示制限は第三者に対する評価者の責任の発生を防ぐための重要な手段である。

る場合、受任者は、当該個人情報に関する法律等（諸官庁が定めるガイドライン、指針、通達等を含む。）が要求している必要な要件・手続を具備したものであることを前提として取扱い、委任者はこれを確認する。

- 2 受任者は、公知であるか否かを問わず、本件業務に関連して提供された関連個人情報について、次の事項を遵守する。
 - ① 漏えい、盗用又は改ざんしない。
 - ② 本件業務以外に利用しない。
 - ③ 秘密情報に準じて取扱い、善良な管理者の注意をもって管理する。
 - ④ 委任者の書面による同意がない限り、管理を第三者に委託しない。
 - ⑤ 管理を第三者に委託した場合における当該第三者による管理状況について、当該第三者を適切に監督する。
 - ⑥ 委任者から求めがあった場合は管理状況について委任者に報告する。
 - ⑦ 第1号ないし前号に違反する事態が発生し、又は発生するおそれのあることを知った場合は、速やかに委任者に報告し、委任者の指示に従う。
- 3 委任者は、提供された関連個人情報の管理を受任者が第5条第2項に定める者に委託することにつき、本契約書により同意する。
- 4 委任者は、必要があると認める場合、関連個人情報の受任者による管理状況について監督・監査するため、方法等につき受任者と協議の上、必要な調査を行うことができる。

第10条（資料の提供及び免責事項）

委任者は、委任者が保有し、受任者が本件業務のために必要と認める情報及び資料を受任者に提供する。

- 2 委任者は、受任者が対象会社から委任者に代わって情報及び資料の提供を受けることについて、あらかじめ対象会社の承諾を得る。
- 3 受任者は、本件業務遂行のために提供された情報及び資料が、真実かつ正確であるとの前提に基づいて本件業務を遂行するものであり、当該情報及び資料の真実性及び正確性を検証する義務を負わない⁷⁷。
- 4 委任者は、本件業務に関連して、本件業務遂行のために提供された情報及び資料の真実性及び正確性の欠如に起因して生じたいかなる責任からも受任者を免責する⁷⁸。

第11条（損害賠償）

委任者は、本件業務に関し、受任者の責に帰すべき事由により現実に損害を被った場合、受任者に対して、次項で定める限度内で金銭による損害賠償を請求することができる。ただし、損害賠償の範囲には、逸失利益や、特別の事情によって生じた損害を含まない⁷⁹。

⁷⁷ 評価人が受託するのは資料を前提とした算定であって、保証業務ではない。

⁷⁸ 提供された資料の真実性及び正確性を前提とする業務であるから、評価人は前提が崩れた場合の責任を負わない旨を明確にすべきである。

⁷⁹ 損害には信頼利益（契約の本旨に沿って受任者が業務を遂行することを信頼して委任者が支出したが本旨弁済がなかったために無駄になった費用等：例えば、報告を信頼して契約交渉を進めたが、後に算定結果に間違いが見つかって契約をとりやめた場合において、結果的に無駄になった交渉に要した弁護士費用）のほかに、逸失利益（将来得られたであろう利

- 2 受任者による損害賠償等の累積総額は、債務不履行（不完全履行を含む。）、不当利得、不法行為その他の請求原因にかかわらず、第4条により実際に支払われた業務委託料相当額を上限とする⁸⁰。ただし、受任者の故意又は重過失によって生じた損害についてはこの限りでない。
- 3 第1項の損害賠償請求は、本件業務が終了した日又は本契約が終了した日の内いずれか早い日から3年以内に行わなければ、請求権を行使できない⁸¹。

第12条（損失補償）

委任者は、本件業務に関連して受任者が第三者から請求（訴訟その他一切の法的手続を含むがこれらに限らない。）を受けた場合、委任者の費用と責任において受任者を保護し、当該第三者の主張に係る債務を受任者が負担することのないようにする⁸²。ただし、受任者の故意又は重過失により当該第三者に損害が発生したことが明らかな場合はこの限りではない。

- 2 委任者は、受任者に対し、前項本文に定める第三者による請求の結果受任者に生じた一切の支出、費用、及び損失（合理的な専門家費用を含むがこれに限らない。）を補償する。
- 3 委任者は、本件業務（本件報告の内容に係るものを含むが、これに限らない。）及び本件報告に直接関連して、第5条第1項に基づき受任者が起用する再委託先に対して、損害賠償請求訴訟等を提起しない。ただし、当該再委託先の故意又は重過失により委任者に損害が発生したことが明らかな場合はこの限りではない⁸³。
- 4 委任者は、本件業務（本件報告の内容に係るものを含むが、これに限らない。）及び本件報告に直接関連して、受任者の役員、職員等の個人に対して損害賠償請求訴訟等を提起しない。前項の会社等に関わる社員、役員、職員等に対しても同様とする。ただし、当該個人等の故意又は重過失により委任者に損害が発生したことが明らかな場合はこの限りではない。

第13条（契約の解約）

益：例えば、当初から「正確な」算定結果が得られていれば成立したと考えられる買収によって委任者が得られたはずの利益）があり得る。また、通常生ずべき損害のほか、特別損害（特別の事情に基づいて発生した損害：例えば、買収が予定されていた時期の後に、市場環境の急激な変化により対象会社の価値が急騰した、という事情を介して委任者が得られたはずの利益）について賠償請求を受ける場合があり得る（民法416条2項）。本条はこれらの損害のうち逸失利益や特別損害を除外する。このように損害賠償の範囲を限定すべき理由は、①とりわけ投資案件においては因果関係を認めうる逸失利益や特別損害を確定することが非常に困難であり、こうした損害賠償を認めると委任者と受任者との間で解決困難な紛争が生じる可能性があり、②理論上考え得る巨額の逸失利益や特別損害についても損害賠償責任を負うことを想定して業務委託料を定めることは受任者のみならず委任者にとっても利益にならないため、業務委託料を定めるに当たって、こうした賠償責任を負わないことを前提にしておくことが双方の利益にかなうからである。

⁸⁰ 前注と同様に、業務委託料相当額を超える損害賠償責任を負うことを想定して業務委託料を定めることは受任者のみならず委任者にとっても利益にならないため、業務委託料を定めるに当たって、こうした賠償責任を負わないことを前提にしておくことが双方の利益にかなう。

⁸¹ ここでは3年間としたが、時効の利益はあらかじめ放棄することができない（民法146条）。

⁸² 受任者の成果物である本件報告は第三者による利用を前提としておらず、したがって、第三者に対する責任を負わないが、かかる受任者の地位は脆弱であり、多くの場合、その保全には委任者の協力が欠かせないため、委任者に保護義務を課す規定である。

⁸³ 前述のとおり、評価業務においては損害の発生範囲が確定困難であり、かつ理論上は巨額の損害が発生する可能性もあるため、安定した環境で業務を遂行させるには受任者のみならず再委託先や関連する個人を保護する必要がある。

委任者又は受任者は、相手方に対して10営業日前までに書面をもって通知することにより本契約を解約することができる。ただし、相手方が本契約に重大な違反をした場合及び本契約を継続しがたい重大な事由が発生したと認められる場合は、相手方に対する書面の通知により、直ちに本契約を解約することができる。

- 2 前項にかかわらず、委任者又は受任者は、合意により、いつでも本契約を解約することができる。
- 3 第1項又は前項に基づき本契約が解約された場合、受任者は、その時点までに遂行した本件業務につき相応の対価をただちに受け取ることができる。ただし、受任者による本契約の重大な違反により解約された場合は、この限りではない。

第14条（本契約の変更）

第1条に定める本件業務の目的、第2条第1項に定める本件業務の前提、及び同条第2項に定める双方が協議した手続の範囲や内容は、委任者及び受任者双方が記名押印した書面によってのみ変更できる⁸⁴。

第15条（不可抗力）

天災その他の不可抗力又は委任者及び受任者いずれの責にも帰さない事由で本契約の履行が不能となった場合、委任者及び受任者が協議の上、その本契約の取扱いを決定する。

第16条（契約期間、契約終了後も存続する条項）

本契約は締結日に効力を生じ、本件報告書の提出日から1か月後の応当日に終了する。

- 2 前項の定めにかかわらず、本契約の終了又は解約の後であっても、第4条、第7条第4項ないし第7項、第8条、第9条、第11条、第12条、第14条は存続し、その他存続期間につき定めのある条項については、その定めに従う。

第17条（他の法令と本契約の効力）

本契約の締結が、委任者又は受任者が遵守すべき法令等に抵触することが明らかな場合、本契約は無効となる。ただし、本契約の業務範囲等の一部について削除、修正を行うことにより、上記法令等に抵触しないことが明らかな場合で、当該削除、修正について委任者及び受任者が書面により合意した場合は、この限りでない。

- 2 本契約の締結に当たり、委任者又は委任者の関係会社の監査役会、監査委員会による承認等の一定の手続が法令等で要求される場合、委任者及び受任者は、第16条第1項にかかわらず、本契約の効力は当該手続の完了時に発生する。

第18条（他の依頼人に対する業務との関係）

受任者並びに別紙4に記載された受任者のネットワークメンバー・ファーム及びその関係会社（「受任者等」）が、委任者と競合関係にある他の者又は本件取引に関連し委

⁸⁴ 業務内容の変更や業務の前提についての口頭による変更の有無・内容について紛争発生を避ける必要がある場合の規定。そうした紛争の可能性は無視でき、逆に柔軟な対応が必要な場合は書面による変更を定める必要はない。

任者と利害が対立する関係にある他の者の依頼に基づき役務を提供している（若しくは、提供する可能性がある。）場合であっても、本契約の締結により、受任者等の行う当該他の依頼人に対する業務は拘束されない。

- 2 本件取引に関連して受任者等が前項に定める他の依頼人に対して業務提供を行う場合、受任者は、本件業務の遂行期間中、必要に応じて当該他の依頼人に対する業務のために編成したチームと異なるチームを編成し、委任者の同意を得た場合を除いて、チーム間において業務上知り得た秘密情報の提供及び入手を行わない。

第 19 条（譲渡の禁止）

委任者及び受任者は、相手方の書面による事前の承諾なしに、本契約（本契約に関連して発生する利益又は債権等を含む。）を第三者に譲渡・移転し、又は委譲することはできない。

第 20 条（完全合意）

本契約書は、本件業務に関する委任者と受任者の法的拘束力のある合意事項の全てを示すものであり、本契約書で特に明示されていない提案、取決め、及び合意等については、委任者及び受任者を法的に拘束しない。

- 2 本契約書と他の文書等との間で矛盾する事項がある場合、本契約書を修正すること又は本契約書に優先することが明示されていない限り、本契約書が優先する。

第 21 条（準拠法及び合意管轄）

委任者及び受任者は、本契約が日本法に準拠し、同法に従って解釈され、また、本契約に関して訴訟の必要が生じた場合、●●地方裁判所を第一審の専属的管轄裁判所とすることに合意する。

第 22 条（協議事項）

本契約に定めのない事項又は疑義の生じた事項については、委任者及び受任者は、訴訟に先立ち、信義誠実の原則に基づいて協議し、円満に解決を図るものとする。

[以下空白。記名押印欄は次頁]

本契約の成立を証するため本書を2通作成し、委任者及び受任者が記名押印の上、各1通を保有する。

年 月 日

(委任者) 所在地

名称

代表者役職・氏名

印

年 月 日

(受任者) 担当事務所所在地

名称

代表者役職・氏名

印

本件業務の前提

本件報告は、受任者が実施した手続の範囲を限度として算出された結果を報告するものであって、その他の手続又は方法に基づいて算定を実施した場合、結果が異なる可能性がある。

評価業務は、その性質上、評価人が結論の正しさを保証するものではなく、本件業務も、受任者が何らの意見表明又は保証等をするものではない⁸⁵。

本件報告は、それによって必ずしも本件取引又は本件業務につき委任者が重要と考える全ての事項が明確になるものではない。

本件業務が委任者の意図に合致したものであるか否かは専ら委任者の責任において判断される⁸⁶。

本件業務の結果（第 7 条第 2 項に定義される本件報告を含むがこれに限らない。）を参考にした委任者の判断（本件取引に関する委任者の経営判断を含むがこれに限らない。）は、専ら委任者の責任で行われる。

本件業務を遂行するに当たり、受任者は対象会社の事業計画、資金計画等の将来事象を扱うことがあるが、受任者は、受任者が参照した計画の達成可能性や資金の十分性等の将来予測について、何らの責任も負わない。

⁸⁵ 公認会計士が行う評価業務は、企業会計審議会「財務情報等に係る保証業務の概念的枠組みに関する報告書」（平成 16 年 11 月 29 日）にいう「保証業務」ではないので、委任者等において誤解が生じないように、本件業務も保証業務ではないことを明示すべきである。

⁸⁶ 何を評価して報告することが依頼人の判断に資するかについて評価人が契約締結前に事実上助言することがあっても、その助言内容の成否について評価人は責任を負わないという趣旨である。ただし、ミスリードしたときに全てが免責されるとは限らないので注意されたい。

別紙 2

双方が協議した手続の範囲と内容

〔●予定されている手続の概要を記述する。〕

別紙 3

業務委託料

- 1 業務委託料は時間制報酬により定める⁸⁷。
- 2 本件担当者の1時間当たり報酬は次のとおりとする⁸⁸。

別紙 4

ネットワークメンバー・ファーム

〔●ネットワークメンバー・ファームのリスト〕

⁸⁷ 時間制で報酬を定める場合の例であり、固定制など、時間制以外のアレンジも当然あり得る。

⁸⁸ 担当者が確定していない場合は、タイトルや経験年数ごとに定めるなどする。

2. 取引目的における報告書の閲覧に関する差入書

報告書閲覧希望者から受任者へ

平成 年 月 日

〒〇〇〇-〇〇〇〇

[住所]

[受任者名(報告書作成者)] 御中

〒〇〇〇-〇〇〇〇

[住所]

[閱 覧 希 望 者 の 社 名]

役 職 氏 名 ⑩

「△△報告書」の閲覧に関する差入書

当社は、貴職が株式会社A社（以下「A社」という。）の依頼に基づき企業価値評価業務を実施し作成した、株式会社B社（以下「B社」という。）に関する平成 年 月 日付「△△報告書」及び関連文書（以下「報告書」という。）の開示を受けて閲覧するに当たり、下記に同意し、その立場を表明するため、本書を貴職に差し入れるものといたします。

記

1. (報告書の作成目的)

報告書は、A社の利用目的に資するためのみに作成されたのであって、当社の意図する目的のために作成されたものでないこと。

2. (報告書への依拠)

- 2.1 当社は、その目的のいかんにかかわらず、報告書に依拠又はその引用等をする権利を有しないこと。
- 2.2 当社の利用目的に資するため必要と認めた場合には、自らの責任において追加調査を行うこと。

3. (報告書の記載内容の限界)

- 3.1 報告書を作成するに当たって、準拠すべき作成基準たる評価基準はない。また、報告書において実施した調査手続は、一般に公正妥当と認められる監査の基準に基づき通常実施すべき監査手続ではない。したがって、貴職は、B社のいかなる期間の財務諸表、個別の財務諸表数値又はその他の数値について監査意見を表明するものではないこと。
- 3.2 報告書は、貴職が実施した手続の範囲を限度として算出された結果を報告するも

のであり、一般に公正妥当と認められる監査の基準に基づいて監査を実施した場合又はその他の手続・方法に基づいて算定を実施した場合には、結果が異なる可能性があること。

4. (依頼人に対する他の役務の提供)

- 4.1 貴職が、A社に対し、監査業務、コンサルティング業務及び税務業務等の役務を今後引続き提供する可能性があり、それがA社又は算定結果に何らかの影響を及ぼす可能性があること。
- 4.2 貴職は、前項の役務提供に伴う影響につき、当社に対して一切責任を負わないこと。

5. (報告書の管理)

- 5.1 当社は、報告書を保有している間は、報告書を善良なる管理者の注意をもって厳重に使用、管理及び保管すること。
- 5.2 当社は、報告書の複写、複製又は改変等の行為をしないこと。
- 5.3 当社は、報告書を、当社の利用目的が終了次第又は開示期限の平成 年 月 日のいずれか早い時期に貴職に返却すること。

6. (報告書の第三者開示等の禁止)

- 6.1 当社は、報告書の全部及び一部並びにその存在及び記載内容を、第三者に漏洩又は開示等してはならないこと。
- 6.2 当社は、当社の役職員等及び当社の依頼した弁護士等に対しても前項の義務を負わせるとともに、その行為につき一切の責任を負うこと。

7. (損害賠償)

当社は、報告書の閲覧又は本差入書の違反に関連して発生したクレーム、債務及び費用等の損害から貴職を免責すること。また、貴職は、当社の本差入書違反及びその懸念に対する救済として、必要と認めるその他の措置も請求できること。

8. (一部無効等の場合の取扱い)

本差入書の文言又は条項の一部が、不適切、違法又は無効となった場合であっても、残りの条項は有効とすること。

以 上

3. 取引目的における報告書の閲覧に関する要請書

委任者から受任者へ
平成 年 月 日

〒〇〇〇-〇〇〇

[住所]

[受任者名(報告書作成者)] 御中

〒〇〇〇-〇〇〇

[住所]

[委任者名]

役職 氏 名 ㊞

「△△報告書」の開示に関する要請書

当社は、貴職が当社の依頼に基づいて作成した平成 年 月 日付「△△報告書」及び関連文書（以下「報告書」という。）を開示するに当たり、下記の事項を遵守することを誓約して貴職の同意を要請いたします。

記

1. 当社は、報告書の開示先（以下「開示先」という。）を下記の会社に限定し、閲覧先が下記差入書のとおり報告書を取り扱うことに責任を負います。

株式会社××銀行
平成 年 月 日付
「△△報告書」の閲覧に関する差入書

◎◎証券株式会社
平成 年 月 日付
「△△報告書」の閲覧に関する差入書

2. 報告書を開示したことにより当社に損害又は損失が発生しても、貴職の責任は問わず、また補償を求めることもしません。
3. 報告書を開示したことにより貴職に損害又は損失が発生した場合は、当社の故意又は過失の有無にかかわらず、相当因果関係の範囲内にあるものについて、当社が金銭により補償します。また、当社は、本同意書違反及びその懸念に対する救済として、貴職が必要と認めるその他の措置に応じます。

以 上

上記の履行を条件として、貴職の要請に同意いたします。

平成 年 月 日

[受任者]

○ ○ ○ ○ ㊞

4. 取引目的における評価報告書骨子⁸⁹

報告書日付

原則として、評価報告書の提出日とする。

宛先（依頼人）名

評価業務の依頼人は、評価業務委託契約書の契約当事者となる。

報告者（受託者）名

評価業務委託契約書に基づき、評価業務を受託した評価実施者の氏名を記載する。

なお、一般的には個人事務所の方は個人事務名、法人の方は法人名を記載することになる。

あいさつ文

⁸⁹ 合意された手続に基づく計算の場合は、「合意された手続実施結果報告」や「合意された手続に基づく計算書」が作成書類となる。作成に際しては、監査・保証実務委員会研究報告第20号「公認会計士等が行う保証業務等に関する研究報告」などを参照されたい。また、合意された手続の場合には、本節の取引目的における評価報告書と誤認される報告書を作成してはならない点を留意する必要がある。

目 次

【Ⅰ】 評価報告書の目的

【Ⅱ】 評価結果の報告

【Ⅲ】 評価基準日

【Ⅳ】 評価の手続

【Ⅴ】 業務受託の前提及び責任の限定

【Ⅵ】 留意事項 （例示）

【Ⅶ】 評価の具体的内容

【Ⅷ】 添付資料

■ 会社から入手した資料

過去の財務情報

将来の事業計画（収益計画、設備投資計画等）

定款（写し）

株主名簿（写し）

不動産、商業登記簿謄本（写し）

その他

■ 外部入手情報

株価情報

類似会社の情報

アナリスト・レポート

不動産鑑定報告書

その他

■ 評価人が作成した資料

キャッシュ・フロー予測表

割引率の検討

純資産の修正内容

類似会社の情報・分析

その他

評価業務を実施した際に利用した具体的な資料及び情報を添付することにより、評価結果の客観性を付与することになる。また、利用者（依頼人）の理解を深めるために本文とは別に参考資料として添付した方が、報告書の読者が読みやすい場合が多い。

【Ⅰ】 評価報告書の目的

評価報告書を作成した目的を記述する。

依頼人が検討若しくは計画している取引の概要又は背景を説明し、評価対象物（評価対象資産等）を明記し、依頼人が何の目的で第三者である評価人に評価を依頼したのかを記述する。第三者である評価実施者は意思決定者ではなく、依頼人の社内検討又は意思決定に資するために評価結果を情報として報告することが目的として考えられる。

【Ⅱ】 評価結果の報告

採用した評価法の結果を簡潔に報告する。評価対象資産ごとに、数量及び単位を記載し、評価単位ごと（例えば、一株当たり評価額）の評価額及び評価対象資産全体の評価総額を記載する。

1. 複数の評価法を採用した場合には、各々の評価法から得られた評価結果を報告する場合（注1）と、複数の評価法の評価結果を評価人の判断で一つの評価結果として報告する場合（注2）がある。
2. 評価結果を絶対額で報告する場合とレンジ（幅）で報告する場合がある。

また、比率算定書においては、一般に評価結果を比率で報告することとなる。

どのような観点（価値観：取引目的での公正な価格の定義）から、評価を実施したのか（評価法の選択理由等）の要旨を説明する。例えば、支配株主又は一般株主としての評価なのか、また、評価結果（数値）の意味を簡潔に説明する。なお、詳細は【Ⅶ】「(2) 取引の概要及び背景についての説明」及び「(3) 一般的な評価法の説明及び当該評価において採用した評価法の説明」に記載する。

（注1） 併用法という。

（注2） 折衷法又は加重平均法という。

【Ⅲ】 評価基準日

評価時点（評価基準日）を明記する。採用した評価法ごとに評価基準日が異なる場合には、評価法ごとの評価基準日を明記する。なお、実務上、報告書日付と評価基準日が異なることが多いと考えられるため、下記の評価実施者の責任限定に関する記載に関係するため、評価基準日を明記することが必要と考える。

すなわち、評価の対象とした期間（採用したデータの日付等）又は評価作業の完了時と報告書提出日との間にはギャップが生じる。評価人の責任問題にも直接関係することであると考えられるため、これらの点を考慮して、後発事象など、評価人として責任の及ぶ範囲又は責任の範囲外が分かるように記載する必要がある。

【Ⅳ】 評価の手続

評価実施の主な手続及びその日程を記述する。

例えば、主な手続及びその日程としては、少なくとも、依頼人からの業務依頼（評

価)を受託した日付、依頼人との主な打合せの日付、マネジメント・インタビュー実施日及び主な参加者名、評価報告書作成日程、評価報告書提出日などが考えられる。なお、実務上は、依頼人等との打合せに関する議事録等を作成しておくことが望ましい。

【Ⅴ】 業務受託の前提及び責任の限定

公認会計士が行う業務の性質及び内容を踏まえ、以下のような記載を行う。

1. 評価報告書の結論は、信頼性の保証や意見の表明ではない旨の記載（評価業務は、保証業務ではない。）
2. 評価人の利害関係の有無の記載（依頼人及び評価対象会社と評価人の利害関係の有無の記載）
3. 業務報酬は成功報酬ではない旨の記載（評価人の経済的独立性の補足）
4. 評価報告書の利用目的及び利用制限の記載（報告書の配布先の制限及び利用制限）（注3）
5. 評価に利用した基礎資料の正確性、完全性などに関する作成者責任の記載
6. 後発事象の責任限定の記載（評価基準日と評価実施日との間に起きた事象についての評価人の責任限定）
7. 評価人は意思決定者ではない旨の記載（評価結果（金額）により取引が行われる、又は成立するか否かについて、評価人は無関係である。）

（注3）依頼人以外に評価報告書を開示・配布する場合には、要請書（Release Letter）又は差入書（Hold-harmless Letter）を利用する。

【Ⅵ】 留意事項 （例示）

評価結果を報告するに当たり、評価実施上、評価人の判断と責任で評価の基礎資料を改訂又は修正した場合に、その改訂・修正内容を説明する。

（例1）評価対象会社が連結財務諸表を作成していないときに、評価人が（簡易的に）連結財務数値を算出して、評価に利用した場合において、連結財務数値の算出方法、結果などを説明する。

（例2）評価の基礎資料を検討・分析した結果、評価人の判断でこれらの基礎資料を改訂・修正した場合に、その改訂・修正内容の説明をする。

【Ⅶ】 評価の具体的内容

1. 評価対象会社の概要

- (1) 会社の商号
- (2) 会社（本店）の所在地
- (3) 会社の事業内容
- (4) 発行済株式の種類（普通株式／種類株式、公開株式／非公開株式、上場株式／非上場株式）及び株式数
- (5) 主な株主氏名、所有株数、所有割合

- (6) 役員の氏名、役職名、所有株数
- (7) 主な関係会社に関する概要説明
- (8) 財務のハイライト
- (9) その他（労働組合、従業員数、主な取引先、主な取引金融機関など）

2. 取引の概要及び背景についての説明

評価対象資産に係る取引の概要又は取引の背景について説明する。

評価に際して、評価対象株式又は資産が移動した場合に、会社の経営権、収益性、財務状態などに与える影響などを考慮して、結論を導くことになる。

したがって、評価の結論に影響を与えることになる取引の概要又は取引の背景についての説明が必要である。

3. 一般的な評価法の説明及び当該評価において採用した評価法の説明

（一般的な評価アプローチ）

- (1) マーケット・アプローチ
- (2) インカム・アプローチ
- (3) ネットアセット・アプローチ

（評価法の選択理由）

選択可能な評価法の中から、評価人が選択した理由を説明する。

評価人が取引目的に照らして、適切と判断し選択した評価法について、その理由を説明する。例えば、取引対象株式が少量株式又は大量株式に該当するのか否か。また、少量株式に該当する場合であっても、その株式の移動により、取得者が経営権又は経営支配権を得ることになるのかなど、評価に際して考慮した事実又は前提を説明する必要がある。

4. 本件評価に採用した方法及び評価結果の説明

- (1) 各評価法の適用内容
- (2) 各評価法の適用上の前提
- (3) 各評価法の計算過程
- (4) 評価結果の報告

【Ⅷ】 添付資料

- | | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ■ 会社から入手した資料 ■ 外部入手情報 | <ul style="list-style-type: none"> 過去の財務情報 将来の事業計画（収益計画、設備投資計画等） 定款（写し） 株主名簿（写し） 不動産、商業登記簿謄本（写し） その他 株価情報 |
|--|--|

■ 評価人が作成した資料

類似会社の情報

アナリスト・レポート

不動産鑑定報告書

その他

キャッシュ・フロー予測表

割引率の検討

純資産の修正内容

類似会社の情報・分析

その他

5. 裁判目的における鑑定書骨子

鑑定書日付

原則として、鑑定書の提出日とする。

宛先（依頼人）名

裁判所からの鑑定命令を受けて提出することとなるため、裁判所が命令者であり依頼人となる。

報告者（受託者）名

裁判所の鑑定命令を受けた公認会計士の氏名、事務所又は監査法人の名称を記載する。

あいさつ文

鑑定命令を受けた事件番号、受けた旨及び実施した旨を簡潔に記載する。

鑑定対象会社が非上場会社の場合の記載例を次頁以降に記載する。

目 次

【Ⅰ】 鑑定意見

1. 鑑定事項
2. 裁判所が命じた鑑定上の前提事項
3. 鑑定結果
4. 鑑定資料
5. 利害関係

【Ⅱ】 鑑定の対象となった事項

1. 申請人
2. 被申請人
3. 鑑定対象会社
4. 鑑定対象株式
5. 鑑定基準日
6. 鑑定に至る経緯
7. 鑑定で実施した手続

【Ⅲ】 鑑定対象会社の概要及び当事者双方から提出された証拠資料等から得られた事実

1. 鑑定対象会社の概要
2. 申請人の主張
3. 被申請人の主張
4. 株式の取引事例

【Ⅳ】 非上場会社株式の鑑定評価アプローチと評価法

1. 非上場会社の企業価値等形成
2. 企業価値評価アプローチと評価法
3. 企業価値等形成要因

【Ⅴ】 本件における評価アプローチ及び評価法の選定

【Ⅵ】 本件の鑑定意見形成

【Ⅶ】 添付資料

【Ⅰ】 鑑定意見

1. 鑑定事項

裁判所から命令された鑑定事項を記載する。

2. 裁判所が命じた鑑定上の前提事項

鑑定するに当たり、裁判所が前提事項とした内容を記載する。

3. 鑑定結果

鑑定事項に対する鑑定結果を簡潔に記載する。

4. 鑑定資料

引用した文献、資料を記載する。また、参考にした文献、資料があればこれも記載する。

引用及び参考にした資料を限定したことを明示するため本鑑定において入手した（鑑定に利用できた）最終日を記載する。

5. 利害関係

申請人、被申請人及び鑑定対象会社と公認会計士法に規定する特別な利害関係がないことを記載する。

【Ⅱ】 鑑定の対象となった事項

1. 申請人

申請人が個人であれば、氏名、住所を記載する。会社であれば、会社の商号や会社の所在地、代表者の氏名、業種等を記載する。

2. 被申請人

申請人と同様な項目について記載する。

3. 鑑定対象会社

会社の商号、所在地、代表者及び業種等について記載する。

4. 鑑定対象株式

鑑定対象となった株式の種類（普通株式／種類株式）及び株式数を記載する。

5. 鑑定基準日

鑑定命令により基準日として指定された日を記載する。

6. 鑑定に至る経緯

事案（事件）の概要を記載し、鑑定に至った経緯について説明する。申請人及び被申請人の主張を把握し、事案についての客観的な事実を記載する。

7. 本鑑定で実施した手続

【Ⅰ】「2. 裁判所が命じた鑑定上の前提事項」にて述べたことを前提として実施した手続の要約を記載する。

【Ⅲ】 鑑定対象会社の概要及び当事者双方から提出された証拠資料等から得られた事実

1. 鑑定対象会社の概要

- (1) 沿革
- (2) 事業内容
- (3) 発行済株式の種類（普通株式／種類株式、公開株式／非公開株式、上場株式／非上場株式）及び株式数
- (4) 主な株主氏名、所有株数、所有割合
- (5) 役員の氏名及び所有株数
- (6) 主な関係会社に関する概要説明（資本関係、取引関係、融資関係、人事関係等）
- (7) 従業員の状況
- (8) 財政状態の推移
- (9) 経営成績の推移
- (10) 配当の状況と配当政策
- (11) 事業等のリスク
- (12) その他（労働組合、主な取引先、主な金融機関など）

以上、鑑定対象会社の概況について記載する主な事項を例示した。留意する必要な事項があれば、詳しく記載する必要がある。

2. 申請人の主張

申請人の主張している株価と評価法について記載する。

3. 被申請人の主張

被申請人の主張している株価と評価法について記載する。

4. 株式の取引事例

取引事例があれば、その内容について記載する。

【Ⅳ】 非上場会社株式の評価アプローチと評価法

1. 非上場会社の企業価値等形成

非上場会社の株価の評価について一般論を述べる。

2. 企業価値評価アプローチと評価法

一般的な評価アプローチ、評価法及び総合評価の方法について内容を記載する。

(1) 評価アプローチと評価法について

- ① インカム・アプローチ
- ② マーケット・アプローチ
- ③ ネットアセット・アプローチ

(2) 総合評価の方法について

- ① 単独法
- ② 併用式
- ③ 折衷法

3. 企業価値等形成要因

以下の項目を参考にして、本件で企業価値等形成に影響を与える要因について、鑑定人が判断した点について記載する。以下の要因の中から重要視すべきものについては、その旨、その理由等を述べ企業価値等形成過程を記載する。

- (1) 一般的要因
- (2) 業界要因
- (3) 企業要因
- (4) 株主要因
- (5) 目的要因

【V】 本件における評価アプローチ及び評価法の選定

本件において選択した評価アプローチ、評価法及び総合評価の方法とその理由について記載する。

【VI】 本件の鑑定意見形成

本件において選択した評価法について説明を展開する。評価法の計算過程については、基礎資料の出所を明示するとともに、分かりやすく記述する。計算過程が複雑な場合は、表など式以外の方法でその計算を行うように工夫する。その後鑑定結果を記載する。

【VII】 添付資料

鑑定結果の補足的な説明資料が必要な場合は添付する。

以 上