

---

## 株式評価業務のご紹介

---

---

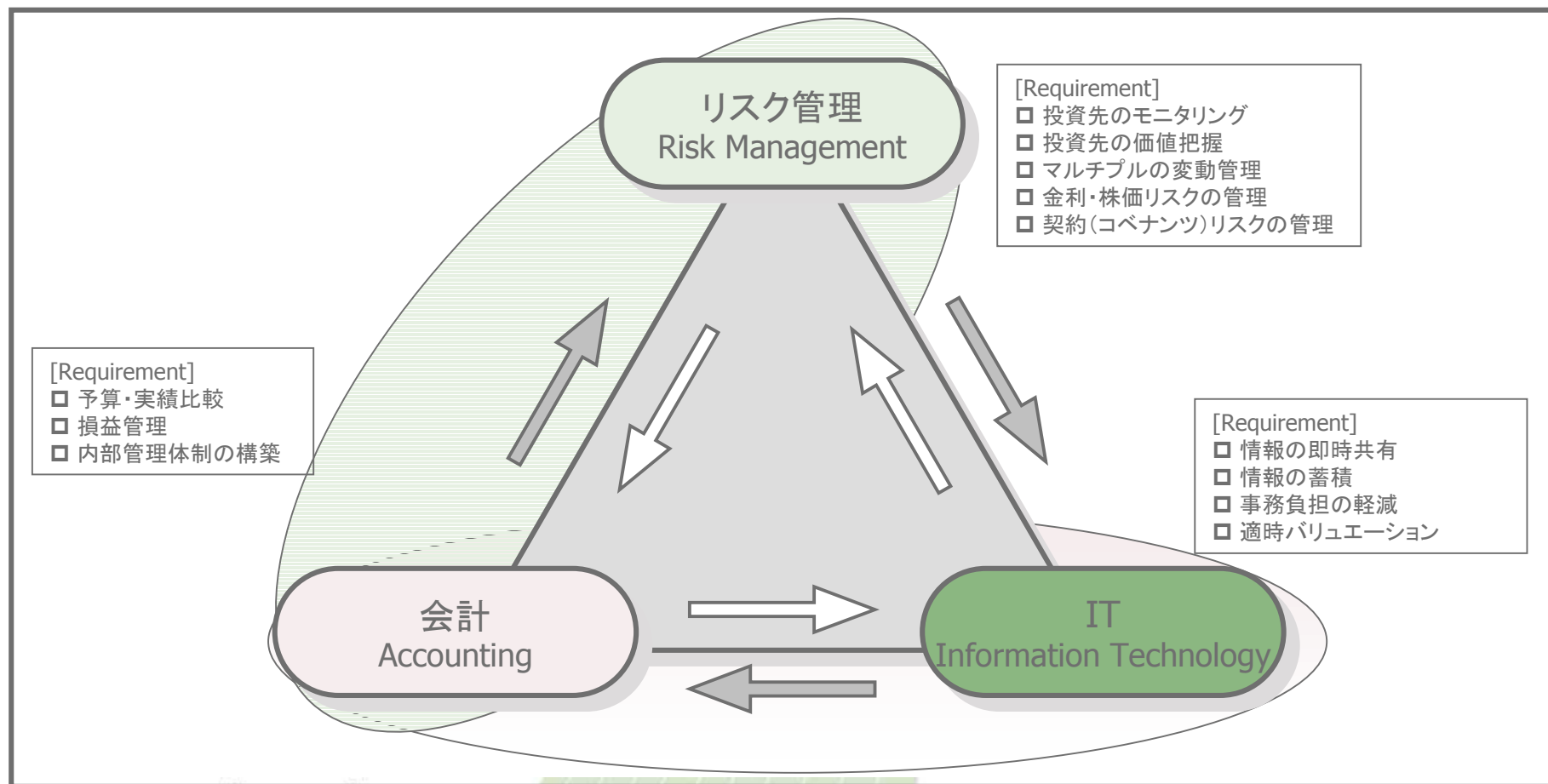
株式会社yenbridge

yenbridge



# yenbridgeの概要

株式会社yenbridgeは、金融・投資分野に精通した公認会計士が、投資後の予算・実績乖離リスク、投資価値変更リスク、コベナンツ・リスクの管理を専門的かつ実践的にサポートする投資リスク管理会社です。



# サービス業務

分野	サービス内容	特徴
SPC管理業務	記帳・決算書等作成代行業務	SPCの記帳代行、決算書・税務申告書作成、役員派遣、決済の代行を行います。
	予算・実績管理サポート業務	投資後のタイムリーな予算・実績管理体制の構築をサポート致します。
	投資価値管理サポート業務	投資後の価値変動(マルチプルの変動、金利変動、会社の業績変動)によるリスク管理をサポート致します。
	契約条項管理サポート業務	案件の実行後のコベナント管理を含む、契約遵守体制の構築をサポート致します。
公開支援業務	管理体制構築サポート	社内管理体制の構築、内部統制の構築を含め、IPO前に必要となる体制の整備をサポートします。社外CFO派遣も含めて、IPOを全面サポート致します。
Due Diligence/ Valuation 評価・検証業務	Valuation 株価算定	M&A・非上場株式・増資など、それぞれの利用目的に応じた株価の算定を行います。
	Valuation 時価算定業務	ストック・オプション、社債・貸付金などの債権、優先株式、ブランドなどの無形固定資産、デリバティブなどの時価を評価致します。
	Due Diligence デューデリジエンス業務	金額に応じて、検証範囲が選択できます。財務・ビジネス・法務・不動産など、提供範囲は自由にご指定頂きます。
Financial Advisory アドバイザリー業務	Advisory Service アドバイザリー業務	事業承継・企業再編・M&Aなど、ご提案から実行までトータルでサポートさせて頂きます。

---

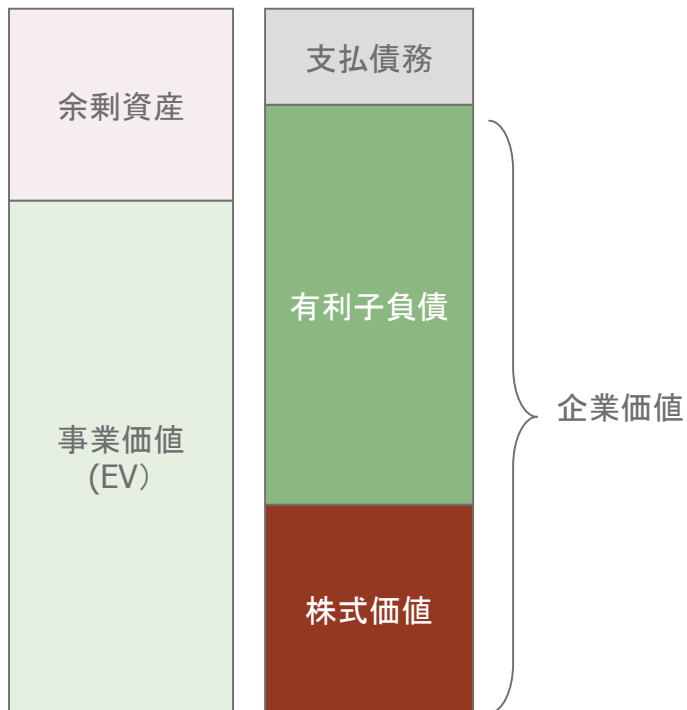
# 株価算定業務



# 株価評価の前提

$$\text{株式価値} = \text{余剰資産} + \text{事業価値} - \text{支払債務} - \text{有利子負債}$$

時価ベースのB/S



<余剰資産>

余剰資産とは本業以外の資産であり、例えば、以下のようなものが該当します。

- ①余剰現預金
- ②余剰運用目的の有価証券・投資有価証券
- ③余剰運用目的の不動産

<事業価値>

事業価値 (Enterprise value: EV) は、会社の本業の価値であり、通常以下の方法にて算定します (詳細は、次頁)。

- ①インカムアプローチ
- ②コストアプローチ
- ③マーケットアプローチ



<ご留意事項>

上記は参考ですので、実際の事例に応じて評価の内容等が異なることがある点にご留意下さい。

# 事業価値の評価方法

## ①インカムアプローチ:

将来獲得されるリターン(利益、キャッシュフロー、配当)を現在価値に還元評価し、企業の価値を評価する方法です。

### a. DCF法

企業の将来キャッシュフローに対して当該企業のリスクを反映させた割引率を適用して企業価値を算定する方法です。

### b. 収益還元法

企業の正常利益を推定し企業のリスクを反映させた割引率を適用して企業価値を算定する方法です。DCF法の簡便法として採用します。

### c. 配当還元法

配当予想額を推定し、それに対して当該企業のリスクを反映させた割引率を適用して株式価値を算定する方法です。

## ②コストアプローチ:

企業の所有する資産および負債の価値を個別評価し、その合計をもって企業の価値を評価する方法です。

### a. 簿価純資産法

貸借対照表の純資産帳簿価額に基づいて株式価値を算定する方法です。

### b. 修正簿価純資産法

貸借対照表の純資産帳簿価額に対して必要な修正を加えた修正簿価純資産に基づいて株式価値を算定する方法です。

### c. 時価純資産法

貸借対照表項目をすべて時価ベースに修正したうえで算出された時価純資産に基づいて株式価値を算定する方法です。

## ③マーケットアプローチ:

企業自身もしくは同業他社の株式市場での評価を利用して、企業の価値を評価する方法です。

### a. 市場株価法

上場企業である場合、株価に基づいて株式価値を算定する方法です。

### b. 類似公開会社法(PER、PBR、EBITDA、EBITなどの倍率を用いる方法)

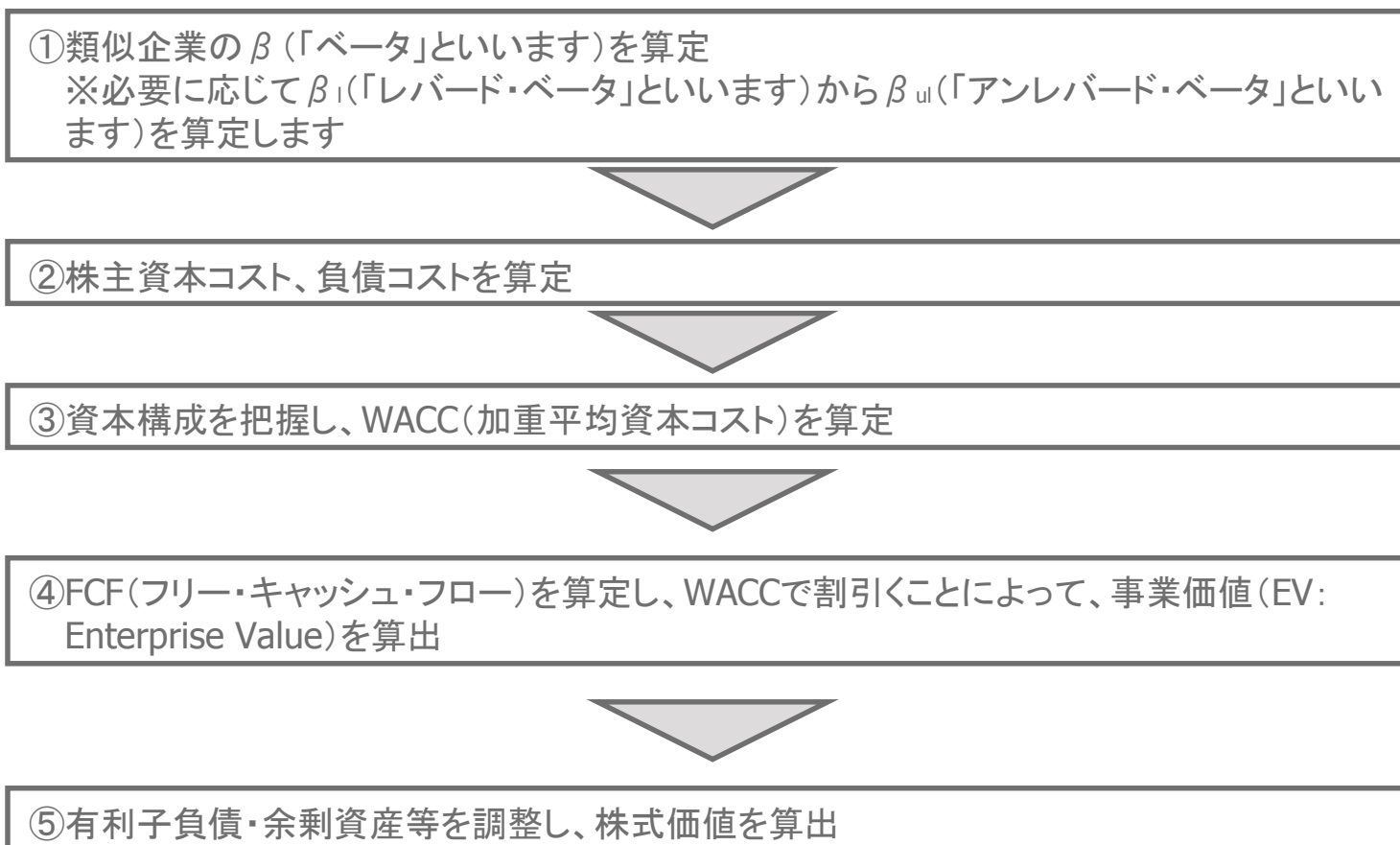
非上場企業である場合、類似上場会社の市場株価と各種利益指標に基づいて、倍率(PER、PBR、EBIT、EBITDA)を算出し、評価対象企業の利益指標にこの倍率を適用して企業価値を算定する方法です。

### c. 類似取引法

評価対象の取引と類似しているM&A取引を数件選定し、当該類似取引の買収価格に基づく各種倍率を利用して企業価値を評価する方法です。

# インカムアプローチについて

弊社では、主にDCF法を採用して株式価値を算出しています。  
CAPM（資本資産評価モデル）に基づく算定方法を採用していますが、大まかな流れは以下の通りとなります。



# インカムアプローチの算定手順1

## ① $\beta$ の算定

$\beta$  は、市場リターンに対する資産のリターンの感度を示すもので、以下の算定式により算出します。

$$r_i - r_f = \alpha + \beta_i \cdot (r_m - r_f) + e_i$$

$r_i$ : 対象銘柄のリターン

$r_m$ : マーケット (TOPIXなど) のリターン

$r_f$ : 安全利子率

$\alpha, \beta$ : 変数

$e_i$ : 誤差項

上式の  $\beta$  は最小二乗法等によって求めますが、ニュートン法による近似を行うと以下の推測式が導かれます。

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

短期的な回帰式によるベータは極端な値になる可能性がありますので、必要に応じて回帰式によって求められた  $\beta$  に以下のように調整を加えます。

$$\text{調整 } \beta = \text{回帰式による } \beta \times 0.66 + 0.33$$

負債の影響を除外して株式に関する  $\beta$  のみを算定したい場合は、上記で算定した  $\beta$  から資金調達を株式だけで行っている場合の  $\beta_{ul}$  を下記の計算式から算定します。

$$\beta_l = \beta_{ul} + \beta_{ul} \times \text{負債の割合} \times (1 - t)$$

t: 税率



# インカムアプローチの算定手順2

## ②株主資本コストの算定

株式期待リターン(株主資本コスト)の算定は、以下の算定式により算出します。

$$E(r_i) = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

ここでの、 $r_m$ は市場の期待リターンですが、短期的なものではなく、長期的な期待リターンを意味しますので、 $\beta$ を算定する際に用いた $r_m$ とは異なります(Ibbotson社のエクイティ・リスク・プレミアムが有名です)。

※ $\beta$ は感度ですので、理論的には実績値を用いる必要はありません(Barra社の $\beta$ が有名です)。

弊社では、Ibbotson社などが公表する数値を参考に独自に決定します。

## ③WACCの算定

株主資本コストを利用して、WACC(加重平均資本コスト)を算定します。

$$WACC = \frac{D}{D+E} \cdot r_d \cdot (1-t) + \frac{E}{D+E} \cdot r_e$$

$D$ : 有利子負債

$E$ : 株主資本

$r_d$ : 負債コスト

$r_e$ : 株主資本コスト

## ④事業価値の算定

対象会社から生み出されるFCF(フリー・キャッシュ・フロー)をプロジェクションを作成するなどして算定した後、WACCを使用して現在価値に割引くことによって、EV(Enterprise Value: 事業価値)を算定します。



# マーケットアプローチについて

対象会社が非上場企業の場合、弊社で主に採用する方法は『類似公開会社法』になります。類似会社のM&Aの取引事例がある場合は、『類似取引法』における売買価格を調整し、対象会社の株価を算定します。

『類似公開会社方式』で用いる倍率としては、以下のようなものがあります。

□ 株主価値ベースの利益倍率

基準日の類似上場企業の株価総額を、利益(税引後利益など)で除して倍率を求める方法です。代表的な指標に、「PER」があります。

□ 事業価値ベースの利益倍率

基準日の類似上場企業のEV(事業価値)をEBITDAなどで除して倍率を求める方法です。EBITDAは、M&Aなどにおいて重要視される指標であるため、「EV / EBITDA倍率」は非上場企業の評価において、極めて重要な倍率です。

□ 純資産倍率

基準日の類似上場企業の株価総額を純資産額で除して倍率を求める方法です。

□ 売上高倍率

売上の一定率の利益が確保できるような業種(保険代理店、コンサルティング業など)において用いられる倍率法です。創業間もない会社のように赤字を計上している会社などを評価する際にも、利用します。

□ 業界特有の倍率

業界特有の単位数量を指標とした倍率法で、具体的には病院のベッド数、ケーブルテレビの加入者数、ポータル利用者数など特殊な業種を評価する際に用います。



# コスト・アプローチの概要

---

コスト・アプローチは、企業の所有する資産および負債の価値を個別評価し、その合計をもって企業の価値を評価する方法です。

主に、以下の3種類がありますが、純資産額で評価する方法です。

## a. 簿価純資産法

貸借対照表の純資産帳簿価額に基づいて株式価値を算定する方法です。

## b. 修正簿価純資産法

貸借対照表の純資産帳簿価額に対して必要な修正を加えた修正簿価純資産に基づいて株式価値を算定する方法です。

## c. 時価純資産法

貸借対照表項目をすべて時価ベースに修正したうえで算出された時価純資産に基づいて株式価値を算定する方法です。



# その他の時価評価業務

分野	サービス内容	特徴
Operating Companies 事業会社向け	Loan / Bond 貸出金 / 社債	貸出金・社債・売上債権などの債権の評価を行います。
	CB / Preferred Stock 転換社債 / 優先株式	会社が資金調達を実施する際に転換社債を発行する場合がありますが、発行価格の妥当性を補足するための時価評価を行います。 転換価格修正条項付新株予約権付社債(いわゆるMSCB)についても評価を実施しますので、ほとんど全ての社債について対応可能です。
	Derivatives デリバティブ	金利デリバティブ、通貨デリバティブ、クレジット・デリバティブなど各種デリバティブの評価を行います。
Funds ファンド向け	Bulk バルク債権	バルクセールやロートレーディングの際に、債権の価格を評価します。 大量の債権を購入する場合など、高いデータ処理能力が要求される評価にも対応しています。
	Loan / Bond 貸出金 / 社債	貸出金・社債・売上債権などの債権の評価を行います。
	Mezzanine メザニン投資	メザニン投資(劣後ローン、劣後債、優先株式)の評価を行います。 普通株式への転換オプションについても、加味して評価することが可能です。
	Equity Kicker エクイティ・キッカー	メザニン投資等で無償で付与されるエクイティ・キッカー(新株予約権)の評価を実施します。現行の金融商品会計基準は財務構成要素アプローチを採用しているため、会計上は、原則、無償取得(ゼロ評価)として処理できません。 全ての場合において、必要となる訳ではありませんが、時価評価が必要となる場合にご利用頂けます。
	Derivatives デリバティブ	金利デリバティブ、通貨デリバティブ、クレジット・デリバティブなど各種デリバティブの評価を行います。



# 主要メンバー略歴

## 代表取締役社長 山下章太

公認会計士、証券アナリスト協会検定会員、第1種証券外務員、内部管理責任者

### 【略歴】

監査法人トーマツにて金融機関のM&Aに係る財務デューデリジェンス、流動化・証券化支援業務(CLO、CDO、CMBS)、投資顧問会社向けパフォーマンス検証、金融機関向けデューデリジェンスシステムの作成などに従事。

その後、みずほ証券にてSCDOなどのデリバティブの時価検証、ヘッジ・ファンドの組成、プロフィット・リザーブのモデル作成、東京スター銀行にて買収関連ファイナンス(シニア・メザニン)、事業証券化、メザニン・ファンドの組成、M&Aアドバイザリー業務、事業再生・事業承継コンサルティングなどに従事する。山下公認会計士事務所設立後は、飲食業の買収、店舗運営型匿名組合の組成、ノンリコース型FCモデルの組成、M&Aコンサルティング業務、不動産流動化支援、上場企業TOBアドバイス、事業承継コンサルティング、金融機関のエージェント業務・モニタリング代行業務、財務デューデリジェンス、デリバティブの評価などに従事。

株式会社yenbridgeを設立後は、新株予約権・CB差止申立事件、上場企業のエクイティファイナンス、メザニンファイナンスのアドバイザリー業務、流動化・証券化案件のアドバイザリー業務及びモニタリングツールの提供、M&Aアドバイザリー業務、コモディティファンドの設立、金融機関・上場企業・ファンド等への内部管理体制構築支援などに従事。

### 【著書等】

第一法規JICPAジャーナル2005年5月『株式分割時における分割株式の評価額に関する考察』

第一法規JICPAジャーナル2006年8月『多様化する金融商品に対する会計面の整備について』など。

その他セミナー等多数。

## ディレクター 大谷和彦

公認会計士、税理士

### 【略歴】

新日本監査法人にて、製造業・商社・ゼネコン・食品・小売業などの東証一部上場企業等の監査、US-GAAP・国際会計基準等の対応等に従事。



# 会社概要

会社名	株式会社yenbridge
住所	東京都港区赤坂2-12-23 キャビンアリーナ赤坂4階（溜池山王駅11番出口から徒歩1分）
代表番号	TEL:03-3560-7370 FAX:03-3560-7371
URL	<a href="http://www.yenbridge.com/">http://www.yenbridge.com/</a> <a href="http://www.yenbridge.net/">http://www.yenbridge.net/</a>
代表者	代表取締役社長 山下章太(公認会計士)
資本金	1,000万円
業務内容等	<p>&lt;受託業務&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・SPC管理業務</li><li>・公開支援業務</li><li>・評価・検証業務</li><li>・アドバイザー・仲介業務</li></ul> <p>&lt;その他&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"><li>・リスク管理用Webツールの提供</li><li>・ディール管理用Webツールの提供</li><li>・プレインキュベーション用Webサービスの提供</li></ul>

<所在地>

