経済産業省

エクイティ・ファイナンスに関する基礎知識

第二章　株式評価・出資者の投資回収

目次

1. 株式評価方法 …… p.2

2. 出資者の投資回収（EXIT）…… p.19

1. 株式評価方法

（１）会社の株式をいくらで発行するべきか？

- 増資を検討する際には、会社の株式の値段（＝価値）を決める必要があります
- 先ずは自社の株式がどのくらいの価値があるを把握しましょう

中小企業者

新商品開発のため、研究資金が欲しいなぁ…
1億円必要だけど、チャレンジングな取組みだから、
融資で調達できるかなぁ…

出資者

それなら、出資を検討しますよ！
御社であれば、株式を100株、新規発行していただければ、1億円で引受します！

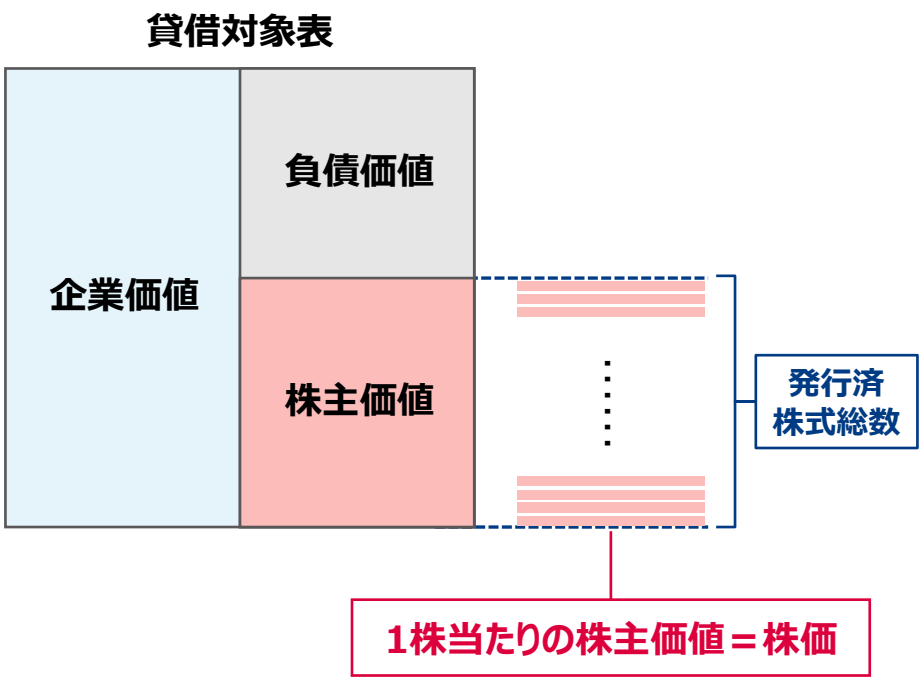
え、本当ですか？！
でも、1億円で100株ってことは、1株あたり100万円ってことか…

？ これって妥当な価格なのかな…
そもそも、**株式の価格ってどう決めるんだっけ？？**

（２）株主価値・株価とは？

- 株価とは、1株あたりの株主価値であり、株主価値（＝純資産）とは、会社がもつ全資本（企業価値）から負債分を差し引いたものです
- つまり、**株主価値**（と発行済株式総数）**がわかれば、株価を算出することができます**

株主価値と株価の概念



算出例

計算式

株主価値 ÷ **発行済株式総数** ＝ **株価**

例1：

株主価値が1億円、発行株式総数が100万株の場合

→ 1億円 ÷ 100万株 ＝ **100円/株**

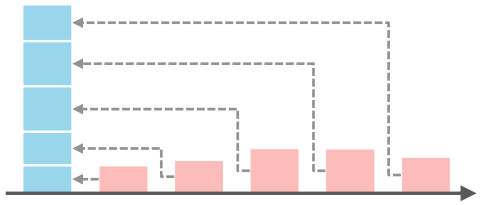
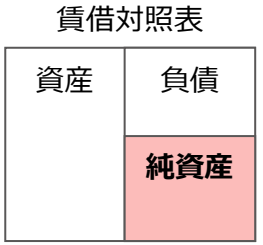
例2：

株主価値が20億円、発行株式総数が100万株の場合

→ 20億円 ÷ 100万株 ＝ **2,000円/株**

（３）株式評価方法にはどのようなアプローチがあるか？

- 株式評価方法は一つではなく、3つの考え方（＝アプローチ）があります
- それぞれの特徴を捉えながら、場面に応じて適切な手法を選ぶことが重要です

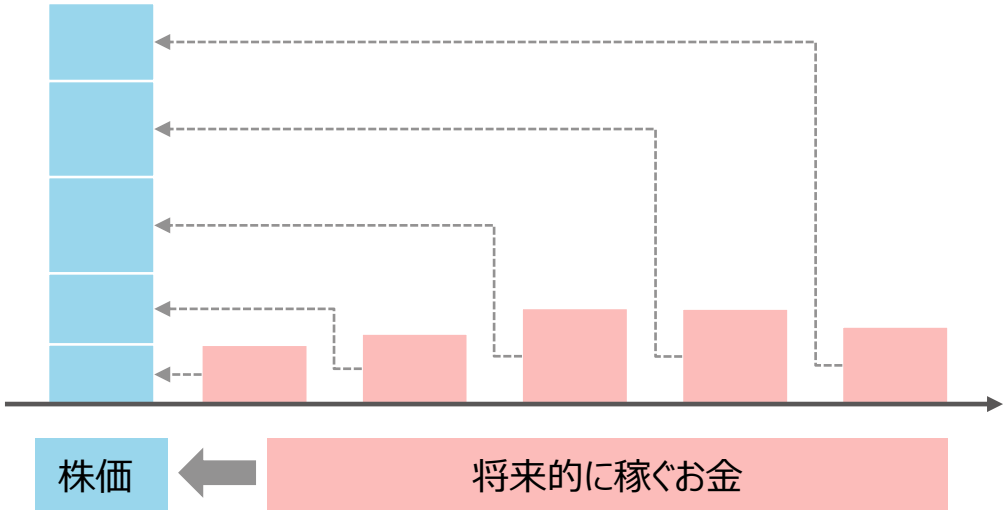
		① インカムアプローチ	② マーケットアプローチ	③ コストアプローチ
株価算定の基準		**今後会社が生み出すお金**	**同業他社や市場の先例**	**会社の今の純資産**
イメージ		 **1年後・10年後の利益はいくらだろう？**	**同業他社の株価はどれくらいだろう？**	 **会社は今、どれくらいの資産があるだろう？**
特徴	○	将来の業績を株価に反映できる手法であり、今後成長が見込まれる企業には適す。	過去の事例を基準にするため、客観性が高く、当事者の納得感が得られやすい。	現在の会社の決算書（純資産）を元に算出する手法であり、当事者の理解がし易い。
	×	将来の業績は事業計画書をもとに推測されるため、楽観的観測や恣意によって株価が大きく左右するリスクがある。	同業他社の類似した取引事例や適切な類似業種が見つからないケースでは、使えない、または違和感のある算出結果となるケースもある。	直近の貸借対照表の数値を元に算出され、将来の業績（損益）は考慮されないため、今後成長が見込まれる企業には適さない。

ポイント

- 相続税の算出等を除き、相対での株式の売買においては、算出の方法に法律等による定めは無く、最終的には両者の合意によってきまります。
- これらの算出方法は、その協議を進める上での合理的な価格算出で使用されるものであり、最終的な価格はこの算出方法通りの価格とはならない場合も多く存在します。

（４）インカム・アプローチ

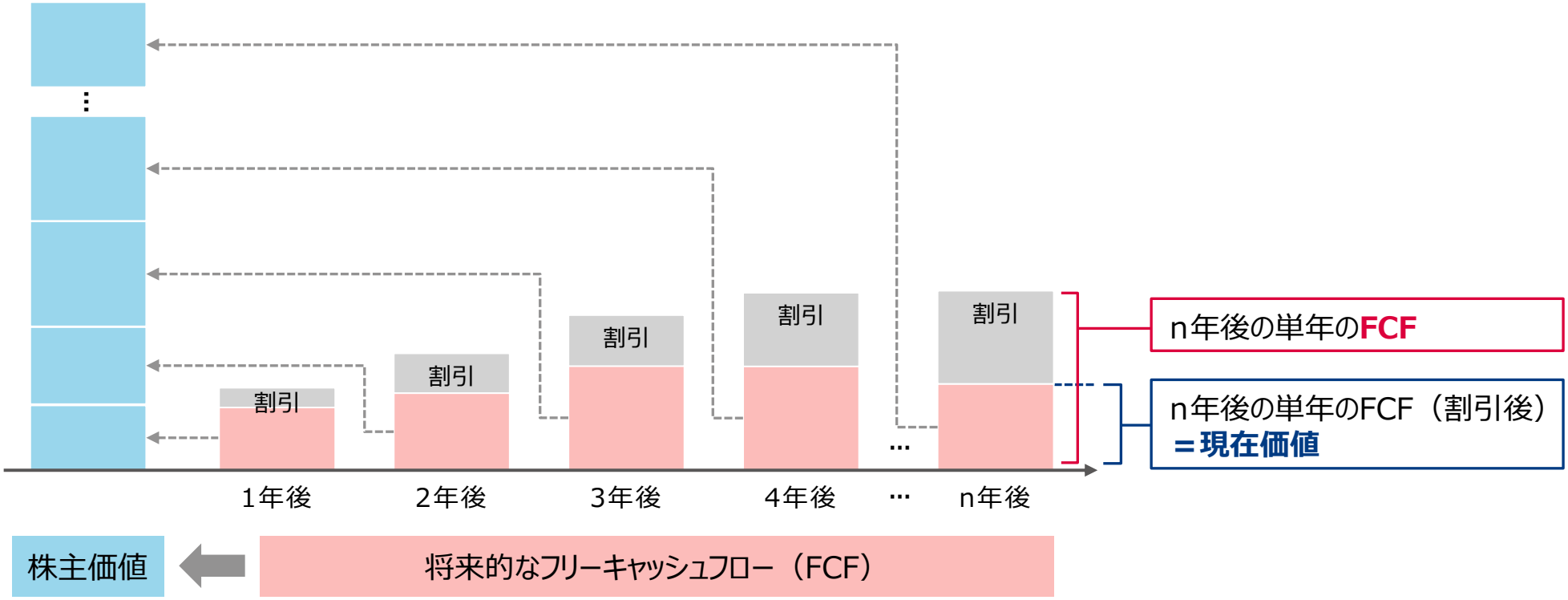
- インカムアプローチでは、**“今後企業がどのくらいお金を稼げるか”**で株価を算定します
- 主に3つの方法があり、各々の特徴から異なるシーンで利用されることが多く見られます



種類	特徴	利用シーン
DCF法 （ディスカウントキャッシュフロー法）	今後のキャッシュフロー（CF）を予測し、「割引率」で割り引いて株価を算定する方法。	• 成長段階にあるベンチャー • スタートアップ企業のＭ＆Ａ
収益還元法	今後毎年一定の「予想平均利益」を生み出すと仮定し、「資本還元率」で割り引いて株価を算定する方法。	• 今後の利益に大きな増減がないと予測される、安定期の中小企業
配当還元法	1株あたりの配当金額を、「資本還元率」で割り引いて株価を算定する方法。	• 相続税計算時 • 株主の経済的利益が配当のみ株式

（4）①DCF法 1/3

- 事業計画から将来の「フリーキャッシュフロー（**FCF**）」（=会社の利益）を推計します
- 「FCF」を「割引率」で割り引くことで、予測した将来CFを「**現在の価値**」に置き替えます
- 各年ごとに計算し、それを足し合わせることで「株主価値」を算出します
- なお、足し合わせる期間は投資家の投資期間を元に設定されることが一般的です



（4）①DCF法 2/3

- **「フリーキャッシュフロー」とは**
  - 企業が得た利益から経費を差し引いた現金のこと。会社が自由に使うことができるお金です
- **「割引率」とは**
  - 割引率とは、将来もらえるお金を現在の価値に割り引くための指標です
  - 例えば、今1億円貰えると様々な運用ができる一方で、100年後に1億円を貰う約束をしても100年間運用の機会がないことから、100年後に貰う1億円は、今貰える1億円よりも価値が低いと言えます
  - このような将来貰うお金を現在の価値に直すために、使用するのが「割引率」です

《計算例》 割引率：5%

	フリーキャッシュフロー（予測）	現在価値の計算（→ 割引率の乗算）	割引後のキャッシュフロー
1年目	1億円	1億円 ÷105%	**9500万円**
2年目	1.2億円	1.2億円 ÷105% ÷105%	**1.1億円**
3年目	1億円	1億円 ÷105% ÷105% ÷105%	**8600万円**
⋮	⋮	⋮	⋮
100年目	1億円	1億円 ÷105% ÷105% … ÷105%	**80万円**

遠い将来になると、現在価値はどんどん小さくなる

合計が企業の価値

（4）①DCF法 3/3

- フリーキャッシュフローと割引率次第で株価が大きく変動するため、**実現可能性のある事業計画書をもとに適正に決定する必要**があります

事業計画書（将来どのようにして、どれくらい収益を得るかの計画）をもとに、
数年後までの**フリーキャッシュフロー**と**割引率**を決定

フリーキャッシュフロー	÷	割引率	=	株主価値
↑**大きい**と、株価が**大きく**↑なる ↓**小さい**と、株価が**小さく**↓なる		↑**大きい**と、株価が**小さく**↓なる ↓**小さい**と、株価が**大きく**↑なる		

事業計画書によって、株価が大きく変わるため、適正な評価をするように気を付ける必要

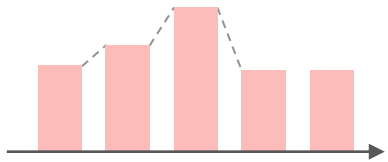
評価	特徴
○	将来の業績を株価に反映することができる
×	将来の業績を予測する必要があるため、楽観的観測や恣意で株価が大きく左右する

（４）②収益還元法

- 収益還元法は、DCF法のFCFの部分を**将来の収益（予想）を固定**して算出する方法で、DCF法をよりシンプルにした手法です
- 概念としてはDCF法と同じですが、DCF法では事業計画に基づいて毎年度の「フリーキャッシュフロー」を計算するのに対し、収益還元法は、**その部分を一定の「予想平均利益」とし、「割引率」には「資本還元率」を入れることで算出**します

DCF法	**フリーキャッシュフロー**	÷	**割引率**		
	置き換え		置き換え		
収益還元法	**予想平均利益**	÷	**資本還元率**	=	**株主価値**

DCF法
数年後までのフリーキャッシュフローを予想



収益還元法
数年後まで一定と仮定

評価	特徴
○	将来の収益性を一定として仮定するため、DCF法よりも簡便に算出することが可能
×	事業計画等を細かく反映していないことから簡単である分、DCF法と比較して正確性に欠ける

（４）③配当還元法

- 配当還元法は、収益の予想などはせずに、実際の**株式配当金から株価を算出します**
- DCF法の「フリーキャッシュフロー」は「１株あたりの配当金額」に、「割引率」は「資本還元率」に置き替えると考えるとイメージがし易いです

DCF法	**フリーキャッシュフロー**	÷	**割引率**		
	↓ 置き換え		↓ 置き換え		
配当還元法	**1株あたりの配当金額**	÷	**資本還元率**	=	**株価**

例）1株当たりの配当金額が10円、資本還元率10%のとき
10円 ÷ 10% ＝ 100円 → **1株あたりの株価は100円**

評価	特徴
○	配当金の金額から計算できるため、非常に簡単
×	特例的な手法であり、通常の株価算定には使うことができない

ポイント

- 配当還元法は相続の特殊な場合に用いられることが一般的でもあり、あまり増資やM&Aで用いられることは他の手法に比べて多くはありません。
- ただし、優先配当権付など、出資者の経済的利益の比重が配当に大きい場合には、本手法が適切な場合もあります。

（５）マーケット・アプローチ

- マーケットアプローチでは、市場（＝マーケット）の先例や類似取引を参考にして株価を算定します
- マーケットアプローチは、どれも考え方がシンプルであることから、実際の現場ではよく利用・応用されます

“仮に上場していた場合にはどのくらいの株価になるか？？“

種類	概要	一般的な利用シーン
市場株価法	上場企業の株式について、市場株価から算定する方法。	• 上場企業のみ利用可能
類似会社比較法	上場している同業他社の株価を参考にして算定する方法。	• 参考対象になる同業他社のある非上場企業が利用可能
類似取引比較法	過去の類似した取引を参考にして算定する方法。	• 参考になる類似取引がある場合に利用可能

（５）①市場株価法

- 市場株価法は、市場の株価を使うことから**上場企業でのみ使える**方法です
- 株価は常に変動しており、いつ時点の株価を使うといったことが難しいことから、一定期間中の株価（証券取引所にて決定）の平均をとって算出することが一般的です

《計算例》 １ヶ月（４月）の市場価格を株価として採用する場合

日付	市場価格
4月1日	600
4月2日	620
4月3日	613
⋮	⋮
4月30日	615

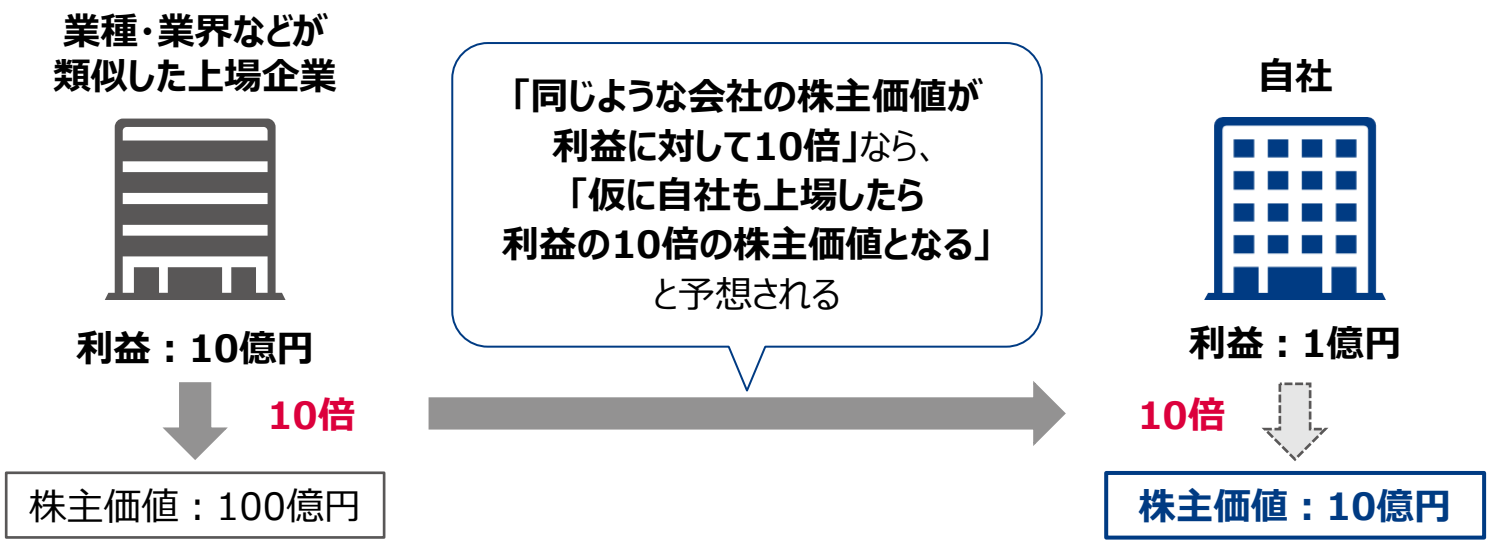
4月の平均市場価格：620
→ 株価として採用

上場企業は、このように「マーケット（市場）」の株価から自動的に決められる。
では、非上場株式の価値は、マーケット・アプローチでどのように決めるのか？？ → 次頁へ

評価	特徴
○	証券取引所で実際に決定された数値を使うため、客観性が高い
×	市場価格がある上場企業のみ使うことが可能な手法（非上場企業には使うことができない）

（５）②類似会社比較法

- 類似会社比較法は、**同業他社の上場企業の企業価値**から株価を算定する方法です
- 実際に上場している企業の株主価値と自社の株主価値を比較して算出します



評価	特徴
○	実際に上場した企業の株価を基準にするため、客観性がある
×	ビジネスモデルは10社10色であり、上場企業から参考にできるような同業他社を探すことが困難な場合がある

ポイント

- 比較する「利益」はEBITDAを用いることが多く、それによる算出手法は「EBITDAマルチプル法」と呼ばれます。
- なお、比較する財務指標は、その他に純資産や配当の他、それらを複数組み合わせるといったことが行われる場合もあります。

（５）③類似取引比較法

- 類似取引比較法は、M&Aや増資等において、**同業他社の過去の株価評価実績等を参考にして算出**方法です
- 他の非上場企業の株式がどのくらいの株価で取引されたかを参考にして算出します

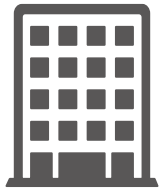
過去の評価事例①

業種・業界などが類似した非上場企業

株主価値：20億円

過去の評価事例②

業種・業界などが類似した非上場企業



株主価値：50億円

過去の評価事例③

業種・業界などが類似した非上場企業

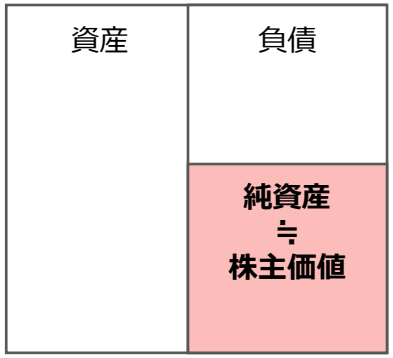
株主価値：10億円

過去の事例から、適切な株価を決定する

評価	特徴
○	同業他社（非上場）の同様な取引を基準とするため、客観性がある
×	参考にできる事例を探すことが困難な場合や、情報が公開されておらず、活用が困難な場合がある

（６）コスト・アプローチ

- コストアプローチとは、**今の会社の純資産額**から株価を算定する方法です
- 算出の考え方自体は同じであるが、算出の基となる純資産額について、どのような修正をするか、という点で異なります



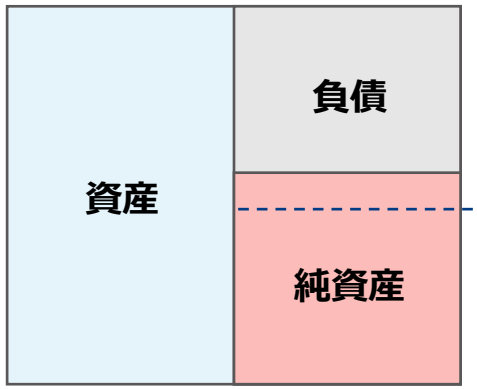
“会社の資産はどのくらいの価値があるか？？“

種類	概要	一般的な利用シーン
簿価純資産法	純資産（会社の全資産－負債）を株主価値として算定する方法。	• 資産が現金のみの中小企業に利用されることがある
修正簿価純資産法	基本は簿価純資産法と同じ。 土地や有価証券などの価値に変動のある資産を時価に修正したうえで、純資産を株主価値として算定する方法。	• 土地などの時価変動がある資産を持つ中小企業に利用されることがある
時価純資産法	基本は修正簿価純資産法と同じ。 純資産だけでなく、全資産・負債を時価に修正したうえで、純資産を株主価値として算定する方法。	• 時価変動の大きな資産を持つ中小企業に利用されることがある

（６）①純資産法（簿価純資産法、修正簿価純資産法、時価純資産法）

- 修正簿価純資産法、時価純資産法は、**資産の含み損益によって株主価値が簿価よりも上がることも下がることもあります**
- また、修正簿価純資産法と時価純資産法は、**含み損益を反映するという点で同じであるため、あまり区別されない**で使われることも多くみられます

貸借対象表



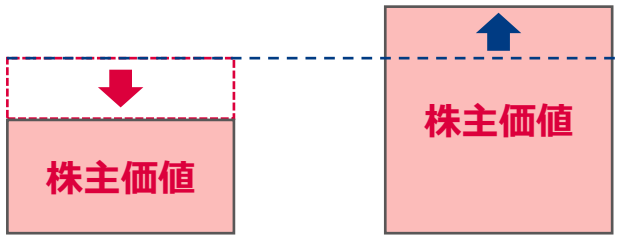
簿価純資産法

決算書上の数値（簿価）を
そのまま評価に使用する
→ **純資産＝株主価値**

簿価＝時価

修正簿価純資産法・時価純資産法

時価の変動があるため、そのときの価値に換算して、
純資産額を修正する
→ **修正後の純資産＝株主価値**



- **時価が低い**
- **含み損がある**

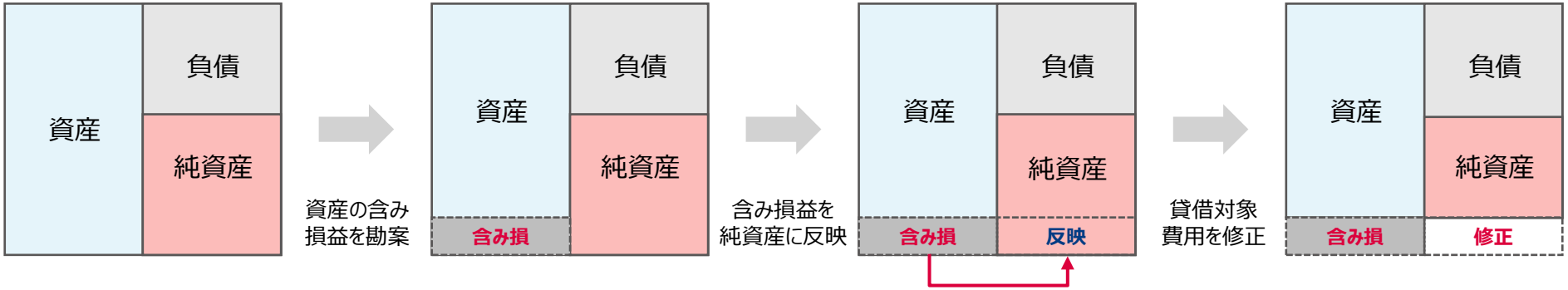
- **時価が高い**
- **含み益がある**

評価	特徴
○	現在の純資産を基準にするため、納得感を得られる場合がある
×	負債の多い企業の場合、株価が過小評価されてしまう場合がある

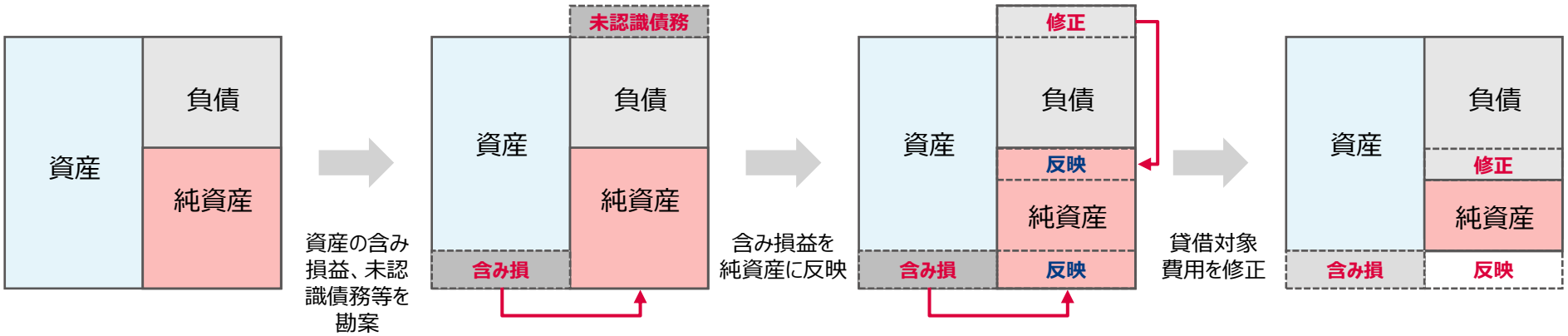
（６）②修正簿価純資産法と時価純資産法の概念

- **修正簿価純資産法は資産を中心に含み損益を勘案する**のに対し、**時価純資産は未認識債務等、負債についても勘案**して、貸借対照表を修正します

修正簿価純資産法



時価純資産法



2.出資者の投資回収（EXIT）

（１）出資者による投資回収（EXIT）とは？

- 出資者が保有株式を売却して投資利益を確定することをイグジット（EXIT）といいます
- イグジット方法は、株主構成が変わるため、企業にとっても重要なポイントとなります

中小企業者

出資者

では、1億円の出資を本格的に検討します。
10年くらいでEXITして投資利益を確定したいのですが、
御社で上場志向や御社で買い取る意向はありますか？
無ければ別に買い取ってくれる人を探すことも考えておかなければならないのですが、、、

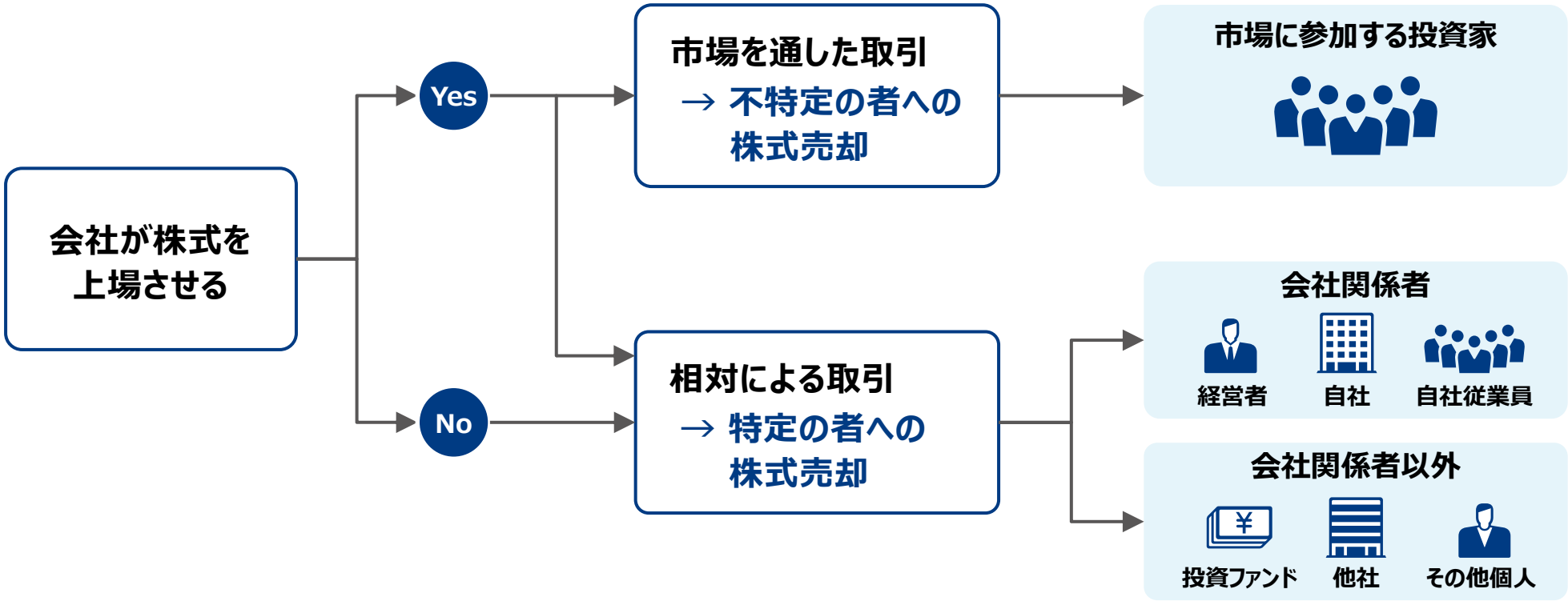
ありがとうございます！
そうか、いつまでも投資してくれるわけではないから、
株式の売却も考えておかなければならないのですね…。
考えを整理するので、すこし検討させてください。

？

銀行からの融資には利子付きの返済をするけど、
出資では株式を売却して資金を回収するんだよね。。
出資者のイグジットにはどのような方式があるのだろうか？？

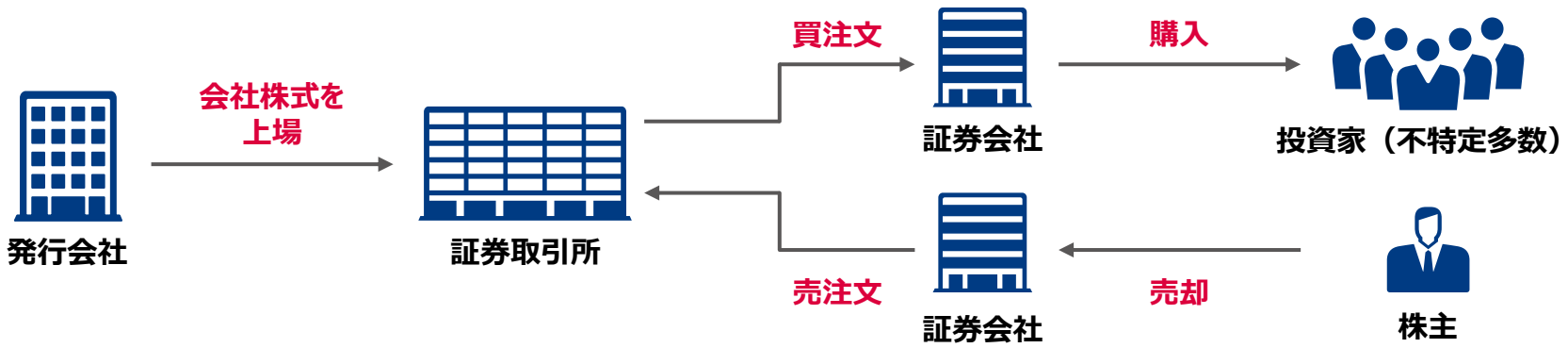
（２）イグジット方法の種類

- EXITは、会社が株式を上場するかしないかによって、その売却の相手や方法の選択肢が変わります
- 会社が株式を上場させた場合には、投資家は相対での取引（トレードセール）に加え、市場を通した売却をすることが可能となります



（３）市場を通した取引（不特定の者への株式売却）

- 証券取引所に株式を上場すると、株式に流通市場か作られるため、株主は市場を使って株式を売却（EXIT）することができるようになります
- 上場には、新規株式を発行し資金調達をするIPO（新規株式公開）の他、新規発行は行わず、既存株式のみを上場するダイレクトリスクティングという手法もあります
- 上場が選ばれ易いケースとしては、株価が高くなりすぎて個人では承継しきれない場合や、従業員の士気を高めるために一つの目標として「上場」を目指す場合等があります



○	×
• 経営株主が引き続き株式を保有することが可能、且つ、売り出された株式は不特定多数の投資家に分散されることから、経営権の維持がし易い（従業員への実態的な影響も小） • 「上場企業」となることで企業の信用度が向上	• 上場にはおよそ3年程度の準備期間を要するとともに、監査法人やコンサルタントへの依頼費用等の出費がかかる • 上場を維持するには、上場維持基準基準（株主数・時価総額・流通株式数等）を恒常的にクリアする必要がある

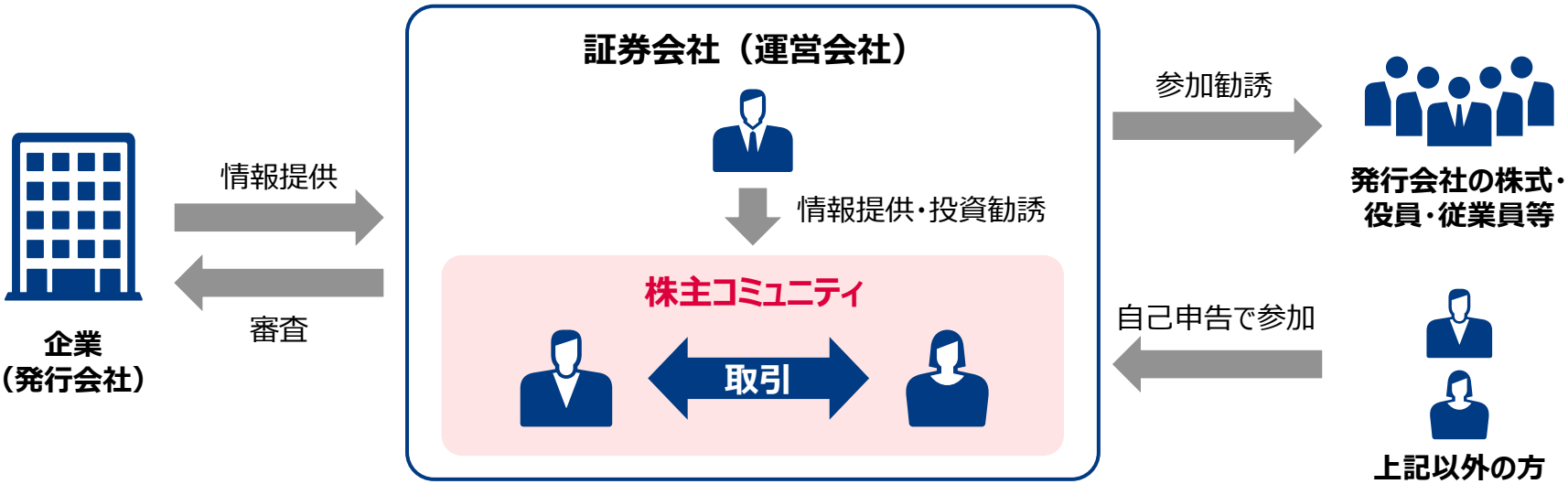
（４）相対による取引（特定の者への売却）

- 非上場株式を売却する際に出資者はその譲渡先と相対で売買取引が行われます
- 非上場企業における株主構成の変化は、経営体制に大きな変化が生じる可能性があるため、出資を受ける時と同様に、経営者は、従業員や既存株主への配慮が必要です
- なお、意図しない第三者に株式が渡ることを防ぐために、経営者は株式コミュニティ（後述）を構築し、出資者に対して、その活用を促すことも有効です

譲渡先		特徴	
		○	×
会社関係者	①経営者	• 経営者（経営陣）が株式を所有することで経営陣の裁量が増える。	• 事業が拡大して株価が高い場合、経営者自身が購入費用を用意する事が難しい可能性。
	②自社	• 会社に株式の所有を集約することで、経営の意思決定がスムーズに行えるようになる。	• 利益剰余金の額を超えて買う事ができないため、会社の財務状況によっては実施できない場合がある。
	③従業員	• 経営へ関心や株価向上のインセンティブが生まれ、業務へのモチベーション向上に繋がる。	• 退職時に買取りができない場合に株式の分散リスクとなる可能性（種類株式の活用）。
④外部の第三者		• 新しい株主による経営や事業への支援によって、更なる成長や改善のきっかけとなりやすい。	• 新しい株主の意向が会社や他の既存株主と合わない場合に経営が安定しなくなる可能性

（５）株主コミュニティの仕組み

- 株主コミュニティは非上場株式を特定のコミュニティの中で売買を行う仕組みで、企業の要望を受けて証券会社の運営を行います
- 企業は株主コミュニティの参加者を選定することができます。そのため、意図しない者が株主となるといった心配をすることなく、株主に対して、市場取引が行われない非上場株式に対して、売買相手を見つけやすい環境（≒売買の機会）を提供することができます
- 株主コミュニティを構築する場合には、先ずは取引のある証券会社に相談することになりますが、親しい証券会社がいない場合には、日本証券業協会や取引金融機関に相談をすることが良いでしょう



参考：日本証券業協会、「株主コミュニティ」、https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/201201_kabukomyu_leaflet.pdf

（６）株主コミュニティの利用場面

- 株主コミュニティは非上場株式における様々な場面で有効に利活用できるほか、コミュニティを利用して、株式の新規発行による資金調達をすることも可能です
- また、株主コミュニティの参加者は、会社関係者やその親族等の他、取引先やサービスを利用する地域住民も対象とし、株主優待等の活用を通じて、自社製品やサービスのファンを増やすといった施策に取組む事例も見られます

株主コミュニティの利用場面の例

企業（発行会社）

- 株主に株式を譲渡する場を提供したい
- 経営者、従業員、取引先等が株式を取得をする場を提供したい
- 増資による資金調達に対応した出資者（金融機関や投資ファンド等）のために、EXITの場を整備したい
- 非上場企業のまま（株式発行による）資金調達がしたい

株主コミュニティに想定される参加者

株主コミュニティへの参加

株主	役員	従業員	会社関係者の親族
仕入先	販売先	地域住民	業界関係者

参考：日本証券業協会、「株主コミュニティ」、https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/201201_kabukomyu_leaflet.pdf