



マネジメントのためのビジネスセミナー  
クロスボーダーM&Aのバリュエーション及び  
新興国企業のバリュエーションの留意点

平成24年10月16日

# 目次

---

## 1. バリュエーション基本事項の整理: DCF法

- ▶ DCF法の位置付け
- ▶ DCF法とは
- ▶ DCF法の整理: クロスボーダーM&Aバリュエーションの観点から
- ▶ フリーキャッシュフロー
- ▶ 割引率の推計
- ▶ 継続価値の算出
- ▶ エンタープライズDCF法対APV法
- ▶ DCF計算例
- ▶ プレミアムとディスカウント
- ▶ プレミアムとディスカウント関係図
- ▶ 倍率法の概要
- ▶ DCF法対倍率法
- ▶ DCF法まとめ

## 2. クロスボーダーM&Aバリュエーションの特有のポイント

- ▶ 3種類のリスク: 為替リスク、対称性リスク、非対称性リスク
- ▶ 為替リスク: 購買力平価理論、金利平価理論
- ▶ 為替リスク: 為替レートの期待理論、国際フィッシャー効果
- ▶ 為替リスク: 為替に関わる4つの関係

# 目次

---

- ▶ 外国通貨建てキャッシュフロー対外国通貨建て割引率
- ▶ 自国通貨建てキャッシュフロー対自国通貨建て割引率
- ▶ 名目割引率対実質割引率
- ▶ 対象国通貨建てCF,自国通貨建てCF、名目割引率、為替レート(まとめ)

## 3. 新興国企業のバリュエーションの留意点

- ▶ 新興国企業の評価方法
- ▶ 対称性リスクとその測定方法
- ▶ 対称性リスクの測定方法
- ▶ 非対称性リスクとその測定方法

## 4. 国際資本コストの理論と実務

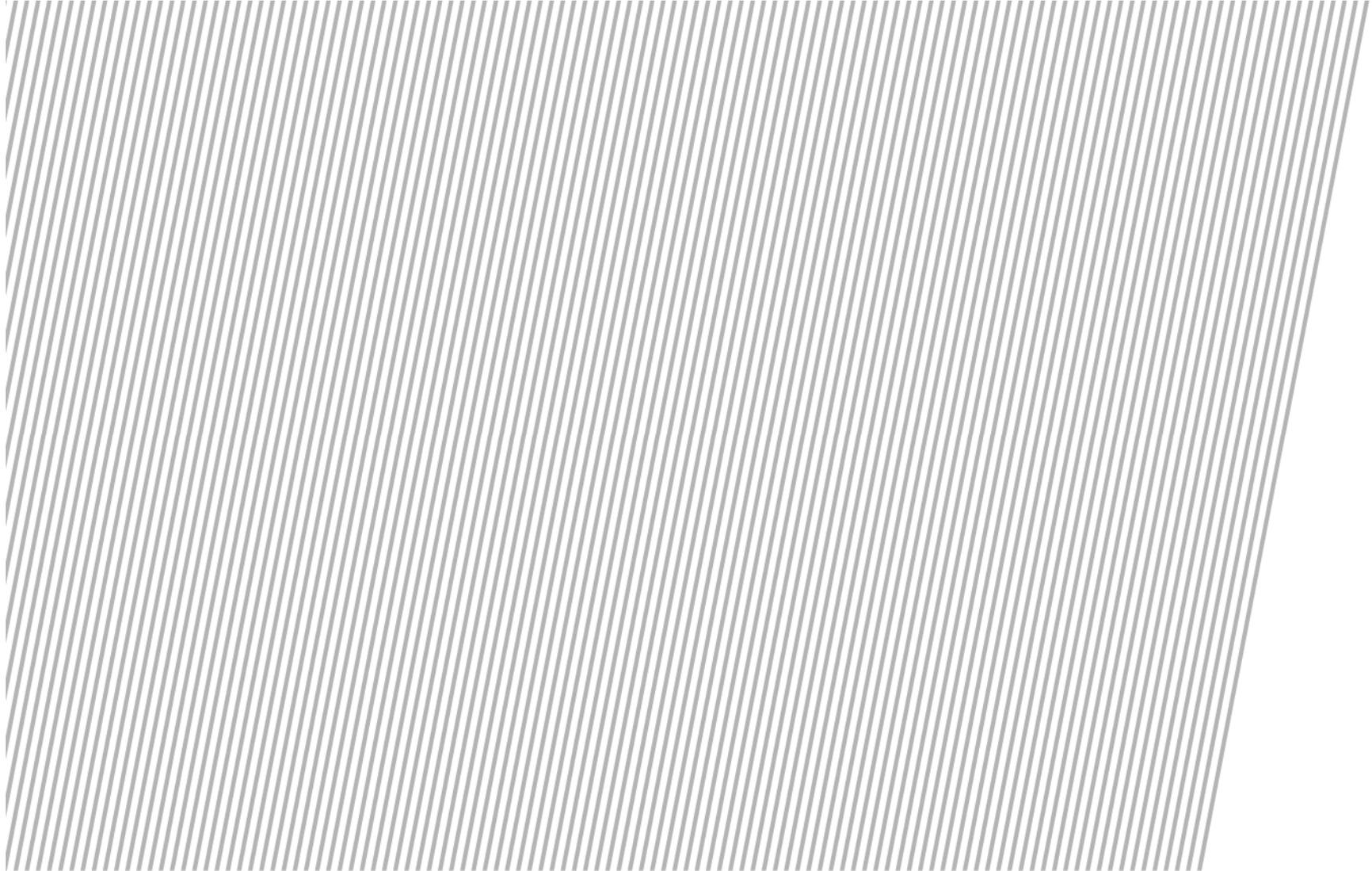
- ▶ 国際株主資本コストの諸理論
- ▶ Damodaran モデル
- ▶ 相対リスクモデル
- ▶ Country Risk Rating Model

## 5. 国際負債コスト

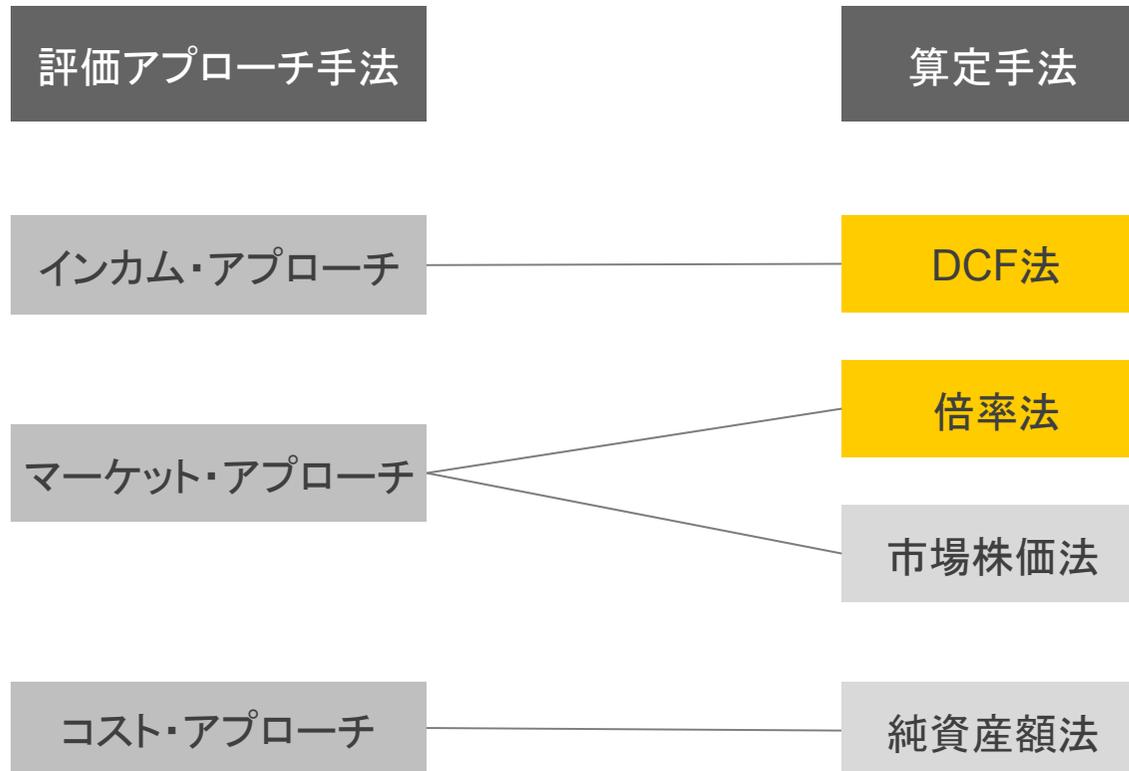
- ▶ 国際負債コストの実務
- ▶ その他検討事項

---

# 1. バリュエーション基本事項の整理: DCF法



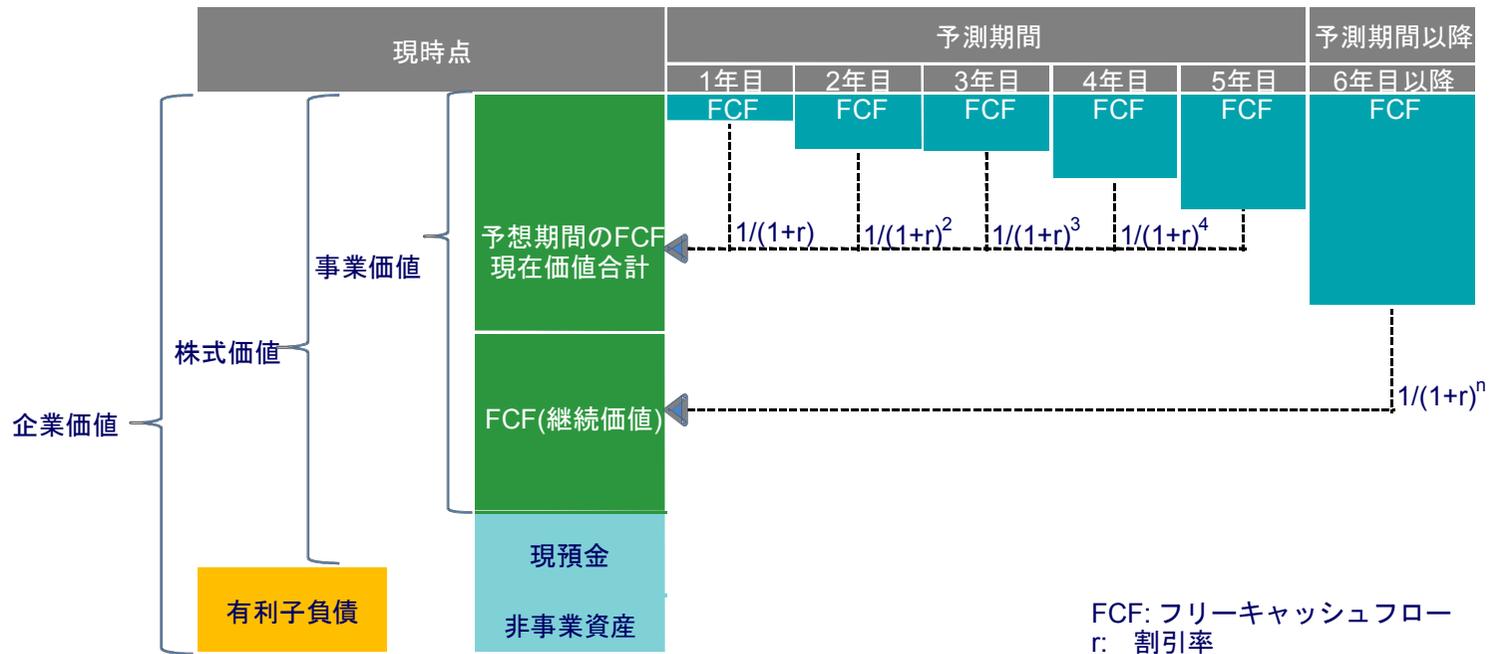
# DCF法の位置付けー評価手法



- ▶ 株式価値の一般的な算定手法として、「DCF法」、「倍率法」、「市場株価法」、「純資産法」等が挙げられる
- ▶ 海外投資を含め、投資意思決定にはDCF法が広く使われる

# DCF法とは

- ▶ 将来のフリー・キャッシュフローを、現在価値に割引き、企業価値を算出



# DCF法の整理:クロスボーダーM&Aの観点から

## ▶ エンタープライズDCF法:最も代表的なアプローチ

- ▶ 事業から生み出されるフリー・キャッシュフローに基づき、デットフリー(無借金)を前提とする企業価値を評価し、次いで、対象会社が負う有利子負債を控除する
  - ▶ 株式価値(E) = 企業価値(V) - 有利子負債(D)
- ▶ 資金提供者全体(株主+債権者)に対するCFを、資金提供者の平均要求利回り(WACC:加重平均資本コスト)で割引くことで企業(事業)価値を算出

## ▶ APV法

- ▶ エンタープライズDCF法と同様、事業から生み出されるフリー・キャッシュフローに基づき、割り引く点では同じ
- ▶ しかしながら、エンタープライズDCF法と異なり、企業価値を企業が100%株式で資金調達された場合の事業価値に、有利子負債による調達から得られた節税効果による価値を加算する

# フリー・キャッシュフロー

---

- ▶ DCF法で用いられるキャッシュフロー(CF)
  - ▶ 評価においては、対象やアプローチにより必要となるCFが異なる
  - ▶ 事業に必要な資金繰りを除いた後に「自由＝フリーに」に資金提供者(＝株式、借入)に配分可能なキャッシュフロー
  
- ▶ Free Cash Flow to Firm (FCFF)
  - ▶ 企業(事業)価値を算出する際のベースとなるCFで、資金提供者全体に対するFCFを表す
  - ▶  $FCFF = \text{税引後営業利益(NOPAT}^*) + \text{減価償却費} - \text{運転資本増加} - \text{設備投資}$

\* NOPAT (Net Operating Profit After Tax) = 営業利益 × (1-実効税率)

# 割引率の推計 (1/5)

---

## ▶ 割引率とは

- ▶ 将来の価値を現在の価値に修正するための係数
- ▶ 時間価値とリスクプレミアムに分解可能
  - ▶ 時間価値・・・時間の経過とともに得られるべきリターンに対する要求部分
  - ▶ リスクプレミアム・・・リスク(変動)に応じて追加すべきリターンに対する要求部分
- ▶ 割引率は、リスクの高い資産(事業)ほど高くなる
  - ▶ リスクは一般的に価値やキャッシュフローのブレ(変動幅)として捉える
- ▶ 企業の資金調達コスト、且つ資金提供者が要求する収益率(期待収益率)

# 割引率の推計 (2/5) : 加重平均資本コスト (WACC)

## ▶ WACCの算出方法

### ▶ 計算式

$$WACC = COE \times \frac{E}{D + E} + COD \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E}$$

- ▶ WACC=加重平均資本コスト
- ▶ COE=株主資本コスト
- ▶  $E/(D+E)$ =資本構成における株式の比率(時価)
- ▶ COD=負債コスト
- ▶  $t$ =税率
- ▶  $D/(D+E)$ =資本構成における負債の比率(時価)

# 割引率の推計 (3/5) : 株主資本コスト

## ▶ 株主資本コスト(株主の要求収益率: COE)の推計

### ▶ CAPMによる資本コストの推計

$$COE = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + RP_S + RP_U$$

- ▶ リスクフリーレート( $R_f$ ): 日本では取引量の多い10年物国債の利回り
- ▶ 市場収益率( $R_m$ ): TOPIXなど市場全体のインデックスを利用
- ▶  $\beta$ (ベータ)値
  - ▶ 対象企業の過去の株価収益率と市場全体の収益率の相関から算出
  - ▶ 特定の業種と株式市場全体の株価のぶれ=「リスクの比率」と解釈
- ▶ 対象企業の規模リスク $RP_S$ 
  - ▶ 小規模企業ほど、流動性は低く、デフォルト・リスクは高い
- ▶ 対象企業の特有のプレミアム $RP_U$ 
  - ▶ ベータは対象企業が属する業種におけるリスクまでしか反映していない

# 割引率の推計 (4/5) : 株主資本コスト

## ▶ ベータ

- ▶ 株式市場のリスク(株式収益率の変動)に対する個別銘柄(ないしは特定の業種)のリスク割合(相関)

- ▶ 分散投資によっても低減することができないリスクの度合いを示す

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)} = \rho_{im} \frac{\sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2}$$

Cov:	共分散
Var:	分散
R :	収益率
P:	相関係数
$\sigma$ :	ボラティリティ

## ▶ レバードベータとアンレバードベータ

- ▶ アンレバード・ベータとは、財務リスクがない $\beta$ 
  - ▶ 有利子負債のない企業に対する $\beta$ 値(税効果を加味していない)
- ▶ レバード・ベータとは、財務リスクが加味された $\beta$ 
  - ▶ 有利子負債を持つ企業に対する $\beta$ 値(税効果を加味している)
- ▶ 市場で入手可能なベータはレバードベータ

$$\beta_L = \beta_U + \beta_U \times (1-t) \times \frac{D}{E} \quad \therefore \beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1-t) \times D/E}$$

# 割引率の推計 (5/5) : 負債コスト

## ▶ 負債コスト(債権者の要求収益率: COD)の推計

### ▶ 算出方法

- ▶ 通常負債コストは企業の金利費用(税効果後)に等しい
  - ▶ 実務上は簡易的に実績値を使用するケース多い
    - ▶ 支払利息 ÷ 有利子負債残高(平残)
- ▶ 企業の支払う金利が市場金利と異なる場合には市場金利を用いる
  - ▶ 市場金利(債券であれば最終利回り) = 出資者の要求収益率
- ▶ 格付けに応じ予測するケースもある

### ▶ 計算式

- ▶ 税引き後負債コスト

$$COD(1-t)$$

# 継続価値の算出

- ▶ 継続価値(永久価値)
  - ▶ DCF法による評価は、評価対象事業の永続的な継続が前提
  - ▶ 予測期間以降の価値は、一定の前提を基に継続価値(Terminal Value)として算出
- ▶ 価値の算定
  - ▶ 算定方法
    - ▶ 一定成長モデル、多段階成長モデル
      - ▶ 将来FCFが永久に一定、あるいは特定期間一定で成長するものと前提
    - ▶ 通常の成長率モデル(バリューストック・ドライバー・モデル)

$$TV = \frac{FCFF_{t=n} \times (1+g)}{WACC - g}$$

- ▶ Exit倍率モデル
  - ▶ 将来収益等の倍率に応じた価値がつくものと前提

# エンタープライズDCF法対APV法

## ▶ 適用される割引率が異なる

- ▶ エンタープライズDCF法: FCFは加重平均資本コスト(WACC)で割引く

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n}$$

- ▶ APV法: FCFは株主資本コストで割り引き、金利の節税効果を株主資本コストあるいは負債コストで割り引く

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+COE)^t} + \frac{TV_n}{(1+COE)^n} + \sum_{t=1}^n \frac{Int_t \times t}{(1+COE)^t} + \frac{TVINT_t}{(1+COE)^n}$$

Int: 金利

TVINT: 金利に節税効果の継続価値

# DCF計算例

## DCF Valuation

	(単位:百万円)									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	<u>3/31/07</u>	<u>3/31/08</u>	<u>3/31/09</u>	<u>3/31/10</u>	<u>3/31/11</u>	<u>3/31/12</u>	<u>3/31/13</u>	<u>3/31/14</u>	<u>3/31/15</u>	<u>3/31/16</u>
税引前営業利益	1,139	1,366	1,696	1,801	1,911	2,021	2,136	2,250	2,369	2,488
営業外収支(除く支払利息)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)
支払税金	(472)	(567)	(706)	(750)	(796)	(842)	(891)	(939)	(989)	(1,038)
税引後営業利益(NOPAT)	652	784	975	1,036	1,100	1,163	1,230	1,296	1,366	1,434
減価償却費	71	71	72	73	73	74	75	75	76	77
グロスキャッシュフロー	722	855	1,047	1,109	1,173	1,237	1,305	1,371	1,442	1,511
運転資本増分	(214)	(225)	(327)	(113)	(115)	(117)	(119)	(122)	(124)	(126)
設備投資額	(150)	(160)	(200)	(155)	(160)	(165)	(170)	(175)	(180)	(185)
その他正味資産の増分	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FCF	359	470	520	840	898	955	1,015	1,075	1,138	1,200
Terminal Value										44,164
Total FCF	359	470	520	840	898	955	1,015	1,075	1,138	45,365
Discount Factor	0.97	0.95	0.92	0.90	0.87	0.85	0.83	0.81	0.79	0.76
Present Value	349	445	480	755	785	813	842	867	894	34,695
企業価値	40,926									
現預金残高	805									
有利子負債総額	(15,500)									
予想株式価値	26,231									
1株あたり価値	<b>¥4,769</b>									

11期以降のFCF成長率 0.0%  
発行済株式数(千株) 5,500

### 株主資本コスト推計

株式時価総額	16,500
有利子負債総額	15,500
Leverd β	0.61
リスクフリーレート	2.0%
市場収益率	6.0%
株主資本コスト	4.5%

### WACC計算

株式比率	51.6%
負債比率	48.4%
株主資本コスト	4.5%
負債コスト	1.5%
税率	42.0%
WACC	2.7%

# プレミアムとディスカウント

## ▶ プレミアムとディスカウント

### ▶ コントロール・プレミアム/マイノリティ・ディスカウント

- ▶ 所有する株式に基づく支配権の割合に応じて考慮すべき調整
- ▶ 一般的には、議決権の1/2超を保有する場合コントロールプレミアムを、少数株主になる場合マイノリティーディスカウントを考慮
- ▶ コントロールの有無で一般的に20-30%程度の価値の差が存在する

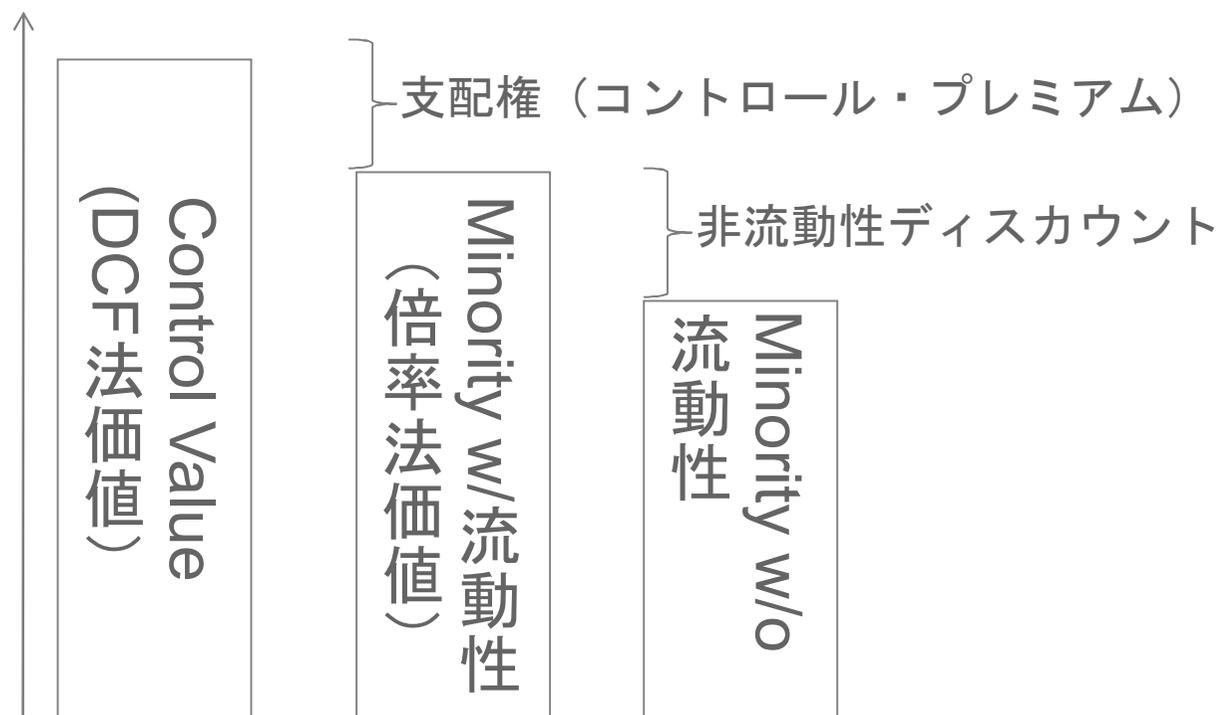
$$P_{ctrl} = \frac{D_{mnty}}{1 - D_{mnty}}$$

$P_{ctrl}$ : コントロール・プレミアム  
 $D_{mnty}$ : マイノリティー・ディスカウント

### ▶ 非流動性ディスカウント

- ▶ 最小限のコストで保有株式を現金化(売却)できないことに対するディスカウントで通常は非公開企業に適用される
- ▶ 業種、規模、財務状況、株式保有比率等によって異なる
- ▶ 実務上は20-30%のディスカウントが用いられるケースが多い

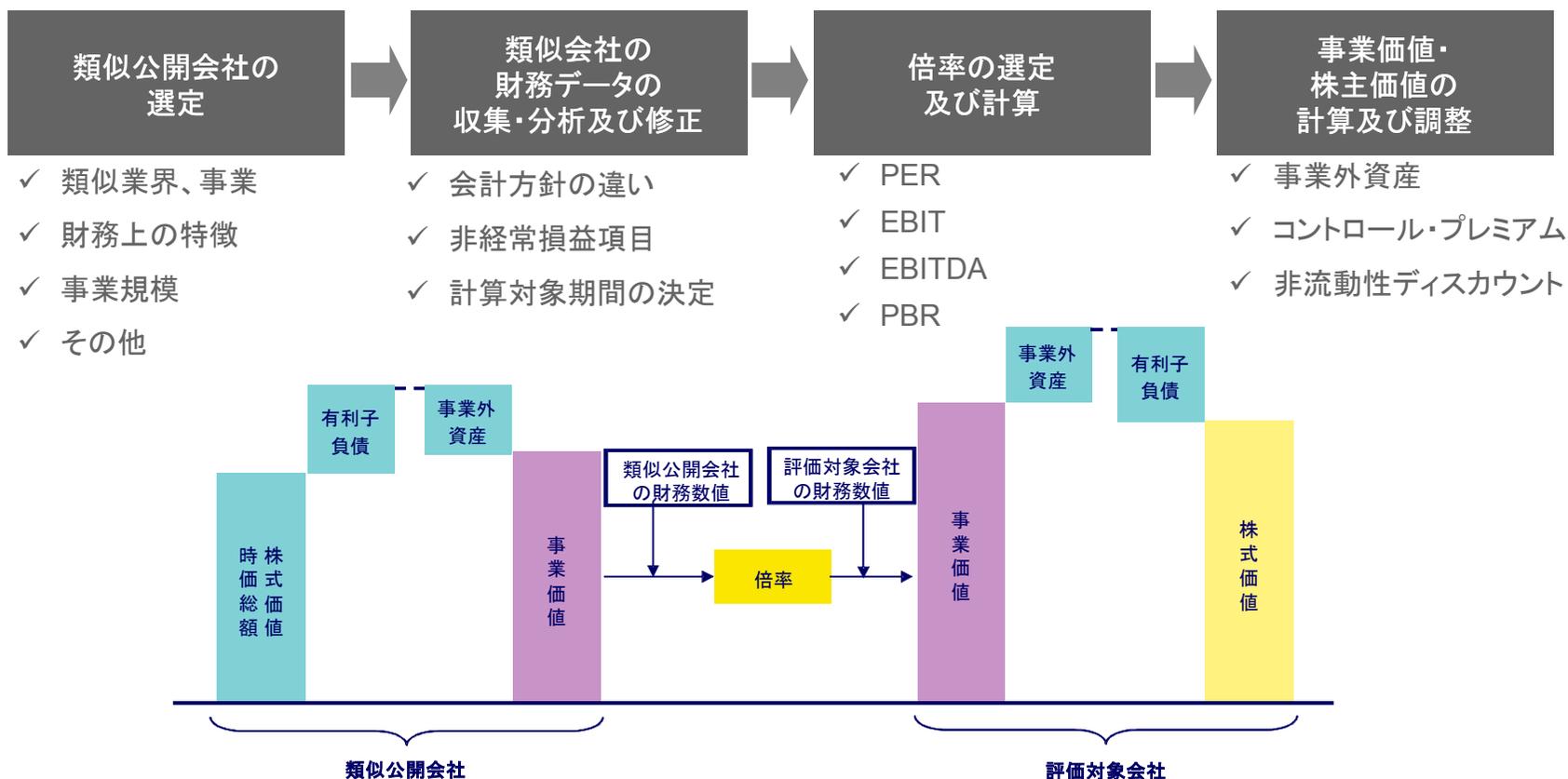
# プレミアムとディスカウント関係図



- ▶ DCF法、倍率法による価値の違いに留意が必要
- ▶ 最近では、コントロール・プレミアムを含む買い手のシナジー効果にも留意が必要

# 倍率法の概要

- ▶ 倍率法は、公開している類似会社の株価に基づく倍率を算定し、評価対象会社の財務数値に当該倍率を乗じて企業価値を算定する方法



# DCF法vs.倍率法

---

- ▶ 両手法において評価を実施した場合、異なる価値結果が得られる場合が多い
  - ▶ DCF=コントロール価値、倍率法=マイノリティ価値で定義が異なるので調整し、同一の目線で比較することが必要
- ▶ 加重平均を採るか、どちらかを重視するかは状況次第
  - ▶ DCFの基となる事業計画の目線、合理性等は？
  - ▶ リスク・割引率の見方・統計的説明力は？
  - ▶ 類似会社にどこまでの類似性があるか？
- ▶ 評価の理論は確立されているものの、前提条件の設定や手法の選択、最終的な価値の結論は極めて主観的である

# DCF法まとめ

## ▶ DCF法(エンタープライズDCF法)の一般式

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n}$$

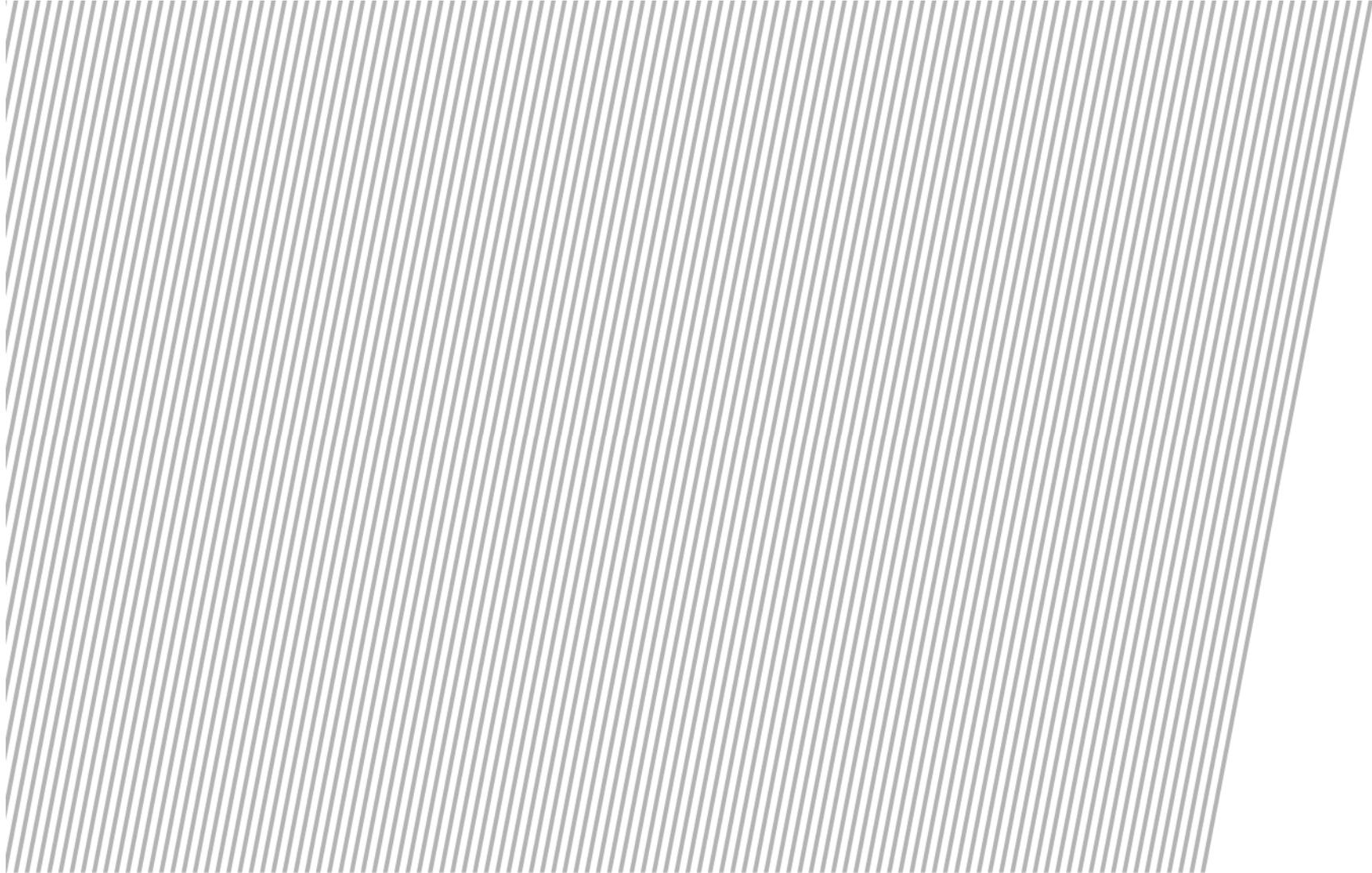
- ▶ 企業価値アプローチの場合  $V = \text{企業価値(負債+株式)}$

## ▶ 評価のポイント

- ▶ 主なDCFアプローチとしては、エンタープライズDCF法とAPV法がある  
評価方法に応じて適切なFCF及び割引率を使用する必要がある
  - ▶ エンタープライズDCF法: FCFをWACCで割引く
  - ▶ APV法: FCFを株主資本コストで割引き、金利の節税効果を加算する

---

## 2.クロスボーダーM&A/バリュエーションの 特有のポイント



---

# 3種類のリスク: 為替リスク、対称性リスク、非対称性リスク

---

## ▶ 為替リスク

- ▶ 購買力平価理論
- ▶ 金利平価理論
- ▶ 為替レートの期待理論
- ▶ 国際フィッシャー効果

## ▶ 対称性リスク

- ▶ 期待価値に対してアップサイド・リスクとダウンサイド・リスクの対称性をもつ: 国際株主資本コストの見積もり

## ▶ 非対称性リスク

- ▶ 期待価値に対してアップサイド・リスクあるいはダウンサイド・リスクのどちらか一方をもつ: 確率によるウエイト付けしたシナリオ分析

# 為替リスク: 購買力平価理論、金利平価理論

---

- ▶ 購買力平価理論では、為替レートは、自国通貨と外国通貨の購買力の比率により決まる
  - ▶ 両国の期待インフレ格差は、為替の先物レートと直物レートとの差に等しい
- ▶ 金利平価理論では、為替レートは自国通貨と外国通貨の名目金利の比率によって決まる
  - ▶ 自国名目金利と外国名目金利差は為替の先物レートと直物レートとの差に等しい

---

# 為替リスク: 為替レート of 期待理論、国際フィッシャー効果

---

- ▶ 為替の期待理論では、現在のフォワード・レートは、期待される将来のスポット・レートに等しいことになる
- ▶ 国際フィッシャー効果では、資本移動に制約がない場合には、各国の実質金利がすべて同じになるので、名目金利の差は、期待インフレ率の差となる

# 為替リスク: 為替に関わる4つの関係

- ▶ 前提: 購買力平価理論、金利平価理論、為替レートの期待理論、国際フィッシャー効果が成立する
- ▶ 自国通貨建て割引率と外国通貨建て割引率の関係: 自国名目金利と外国名目金利差、両国の期待インフレ格差に着目

$$\frac{1+WACC_{domestic}}{1+WACC_{foreign}} = \frac{1+Rf_{domestic}}{1+Rf_{foreign}} = \frac{1+i_{domestic}}{1+i_{foreign}}$$

$WACC_{domestic}$	自国通貨建てWACC	$Rf_{domestic}$	自国リスクフリーレート	$i_{domestic}$	自国インフレ
$WACC_{foreign}$	外国通貨建てWACC	$Rf_{foreign}$	外国リスクフリーレート	$i_{foreign}$	外国インフレ

# 為替リスク: 外国通貨建てキャッシュフロー対外国通貨建て割引率

---

- ▶ 外国通貨建てキャッシュフローを外国通貨建て割引率で割り引く
  - ▶ 実務では、金利平価理論に基づき、両国の金利差を用いて、自国通貨建てWACCから外国通貨建てWACCを確定
  - ▶ 購買力平価説に基づき、両国の期待インフレ格差を用いて、自国通貨建てWACCから、外国通貨建てWACCを確定
  - ▶ 入手可能であれば、外国のマーケットデータに依拠した外国通貨建てWACCを確定

# 為替リスク: 自国通貨建てキャッシュフロー対自国通貨建て割引率

---

- ▶ 自国通貨建てキャッシュフローを自国通貨建て割引率で割り引く
  - ▶ 自国通貨建ての投資価値が為替レートに対して感応度が高い場合には、この方法が有効
  
- ▶ 4つの諸理論が成立しているもとでは、インフレ率の織り込んだ外国通貨建てキャッシュフローに対して、外国建て割引率が対応し、フォワードレートを織り込んだ自国通貨建てキャッシュフローに対して自国通貨建て割引率が対応するので、理論上の計算された価値は一致する

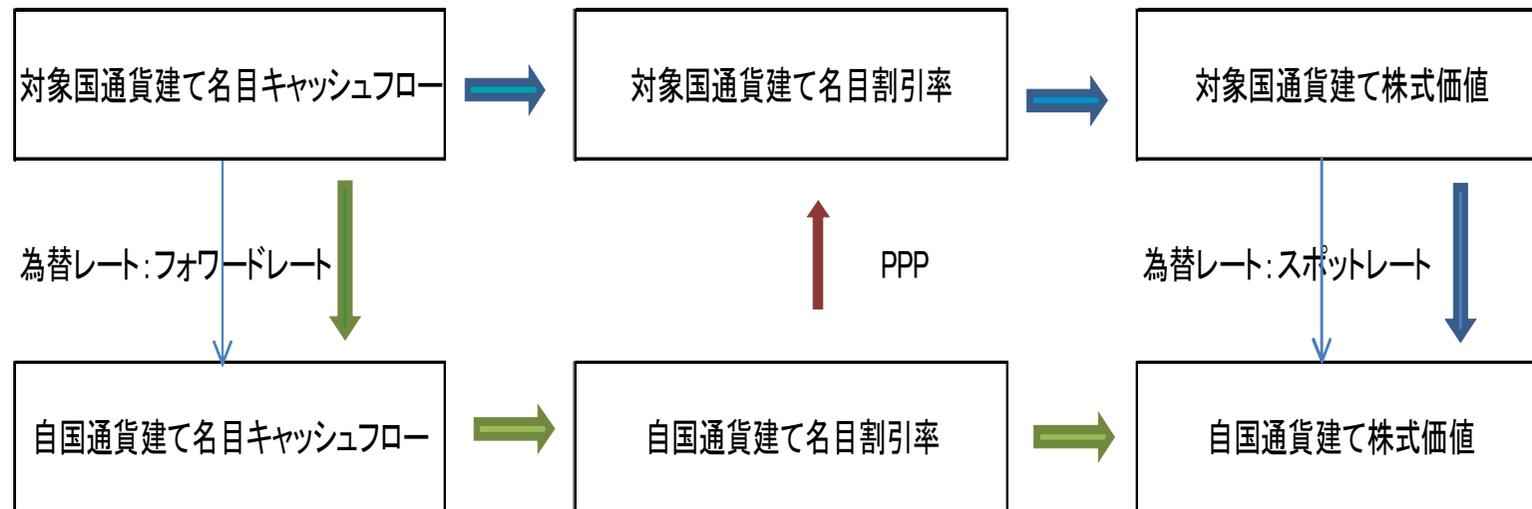
# 名目割引率対実質割引率

---

- ▶ 名目ベースのキャッシュフロー対名目割引率
  - ▶ キャッシュフローが名目値であれば割引率も名目値である必要がある
- ▶ 実質ベースのキャッシュフロー対実質割引率
  - ▶ キャッシュフローが実質値であれば割引率も実質値である必要がある

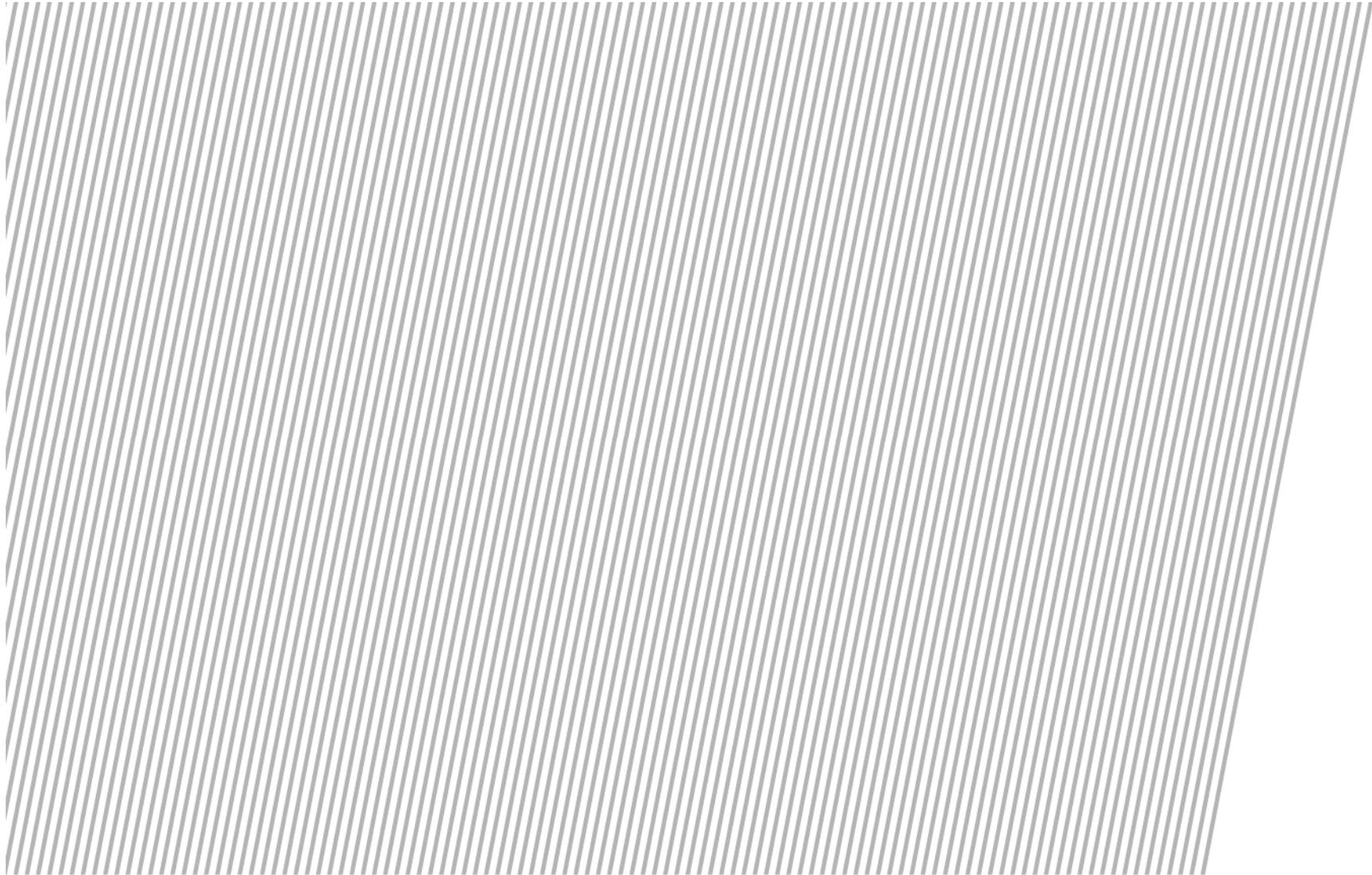
$$\frac{1 + WACC_{nominal}}{1 + i} = 1 + WACC_{real}$$

# 対象国通貨建てCF, 自国通貨建てCF、名目割引率、為替レート(まとめ)



理論上 計算結果は一致する。

### 3.新興国企業のバリュエーションの留意点



# 新興国企業の企業評価方法

---

- ▶ アセット・マルチプルによる評価
  - ▶ 業界特有のバリュードライバー
  - ▶ 自国との調整
- ▶ 売上高倍率、営業利益倍率、EBITDA倍率による評価
  - ▶ 自国との調整
- ▶ DCF法による評価
  - ▶ キャッシュフローの見積もり:インフレの検討等
  - ▶ 割引率の見積もり:カントリーリスクの推定

# 対称性リスクとその測定方法

## ▶ 対象国通貨建て株主資本コスト

- ▶ 対象国のマーケットデータが入手可能であれば、当該データに依拠した対象国通貨建ての株主資本コストを求める

$$COE_{foreign} = Rf_{foreign} + \beta_{foreign} \times ERP_{foreign}$$

## ▶ 自国通貨建て株主資本コストの調整

- ▶ カントリー・リスクを一定と仮定し、自国通貨建て株主資本コストに加算することにより、対象国通貨建ての株主資本コストを求める

$$COE_{foreign} = Rf_{domestic} + country \cdot risk \cdot premium + \beta_{domestic} \times ERP_{domestic}$$

# 対称性リスクとその測定方法

## ▶ カントリー・リスク・プレミアムの推定方法

- ▶ ソブリン債(対象国政府債)を自国のそれと比較し、推定する方法がある

現地政府債10年物イールド(現地通貨建て)

— 自国国債10年物イールド

— 現地と自国とのインフレ差

— 自国内の同格付社債と国債とのイールド差(信用リスク・プレミアム)

= カントリー・リスク・プレミアム

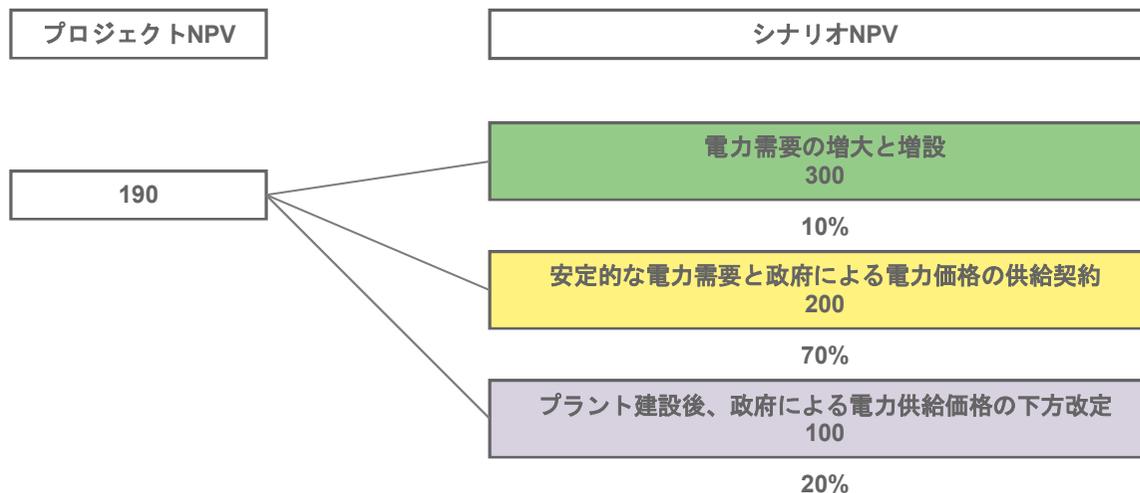
- ▶ あるいは、簡便的にハード・カレンシー建て対象国政府債10年物イールドとハード・カレンシー建て自国国債10年物イールドとのスプレッドとしてみなす

# 非対称性リスクとその測定方法:

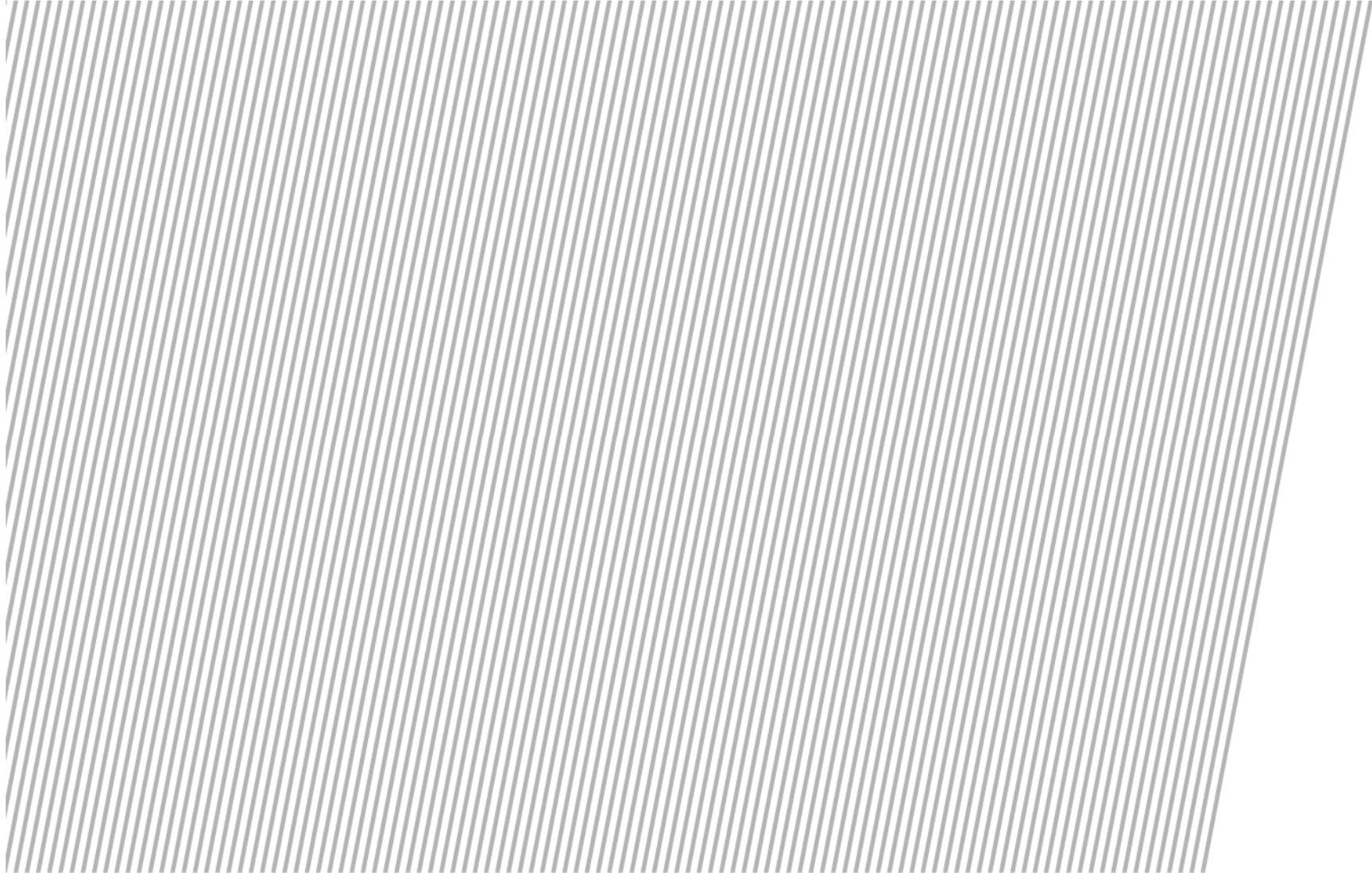
## ▶ 非対称性リスクの例

- ▶ 接收リスク
- ▶ 追加的な投資機会

## ▶ 確率によるウェイト付けシナリオ分析



# 4. 国際資本コストの理論と実務



# 国際株主資本コスト(ICOE)の諸理論

---

- ▶ 対象国通貨建て株主資本コスト
- ▶ 自国通貨建て株主資本コストのカントリーリスク調整
  - ▶ Damodaranモデル
- ▶ 相対リスクモデル
- ▶ Country Risk Rating モデル

# 国際株主資本コスト(ICOE)の理論と実務

## ▶ Damodaranモデル

- ▶ 自国の自己資本コストを計算した上で、カントリー・リスク・プレミアム(CRP)を加算調整しているモデルを提唱
- ▶ Damodaranのカントリー・リスク・プレミアム(CRP)は、対象国のデフォルト・スプレッドに対象国の株式市場のボラティリティと対象国の社債市場のボラティリティの相対比を乗じた積

$$COE_{foreign} = Rf_{domestic} + country \cdot risk \cdot premium + \beta_{domestic} \times ERP_{domestic}$$

$$country \cdot risk \cdot premium = country \cdot default \cdot spread \times \frac{\sigma_{foreign-equity}}{\sigma_{foreign-bond}}$$

$\sigma_{foreign-equity}$  対象国の株式市場のボラティリティ

$\sigma_{foreign-bond}$  対象国の社債市場のボラティリティ

# 国際株主資本コスト(ICOE)の理論と実務

## ▶ 相対リスクモデル

- ▶ 自国のビジネスリスクから対象国のビジネスリスクを相対的に反映するモデル
- ▶ たとえば、対象国の株式市場のボラティリティと自国の株式市場のボラティリティ比率を相対比率として利用する

$$COE_{foreign} = Rf_{domestic} + \frac{\sigma_{foreign}}{\sigma_{domestic}} \times ERP_{domestic} + country \cdot risk \cdot premium$$

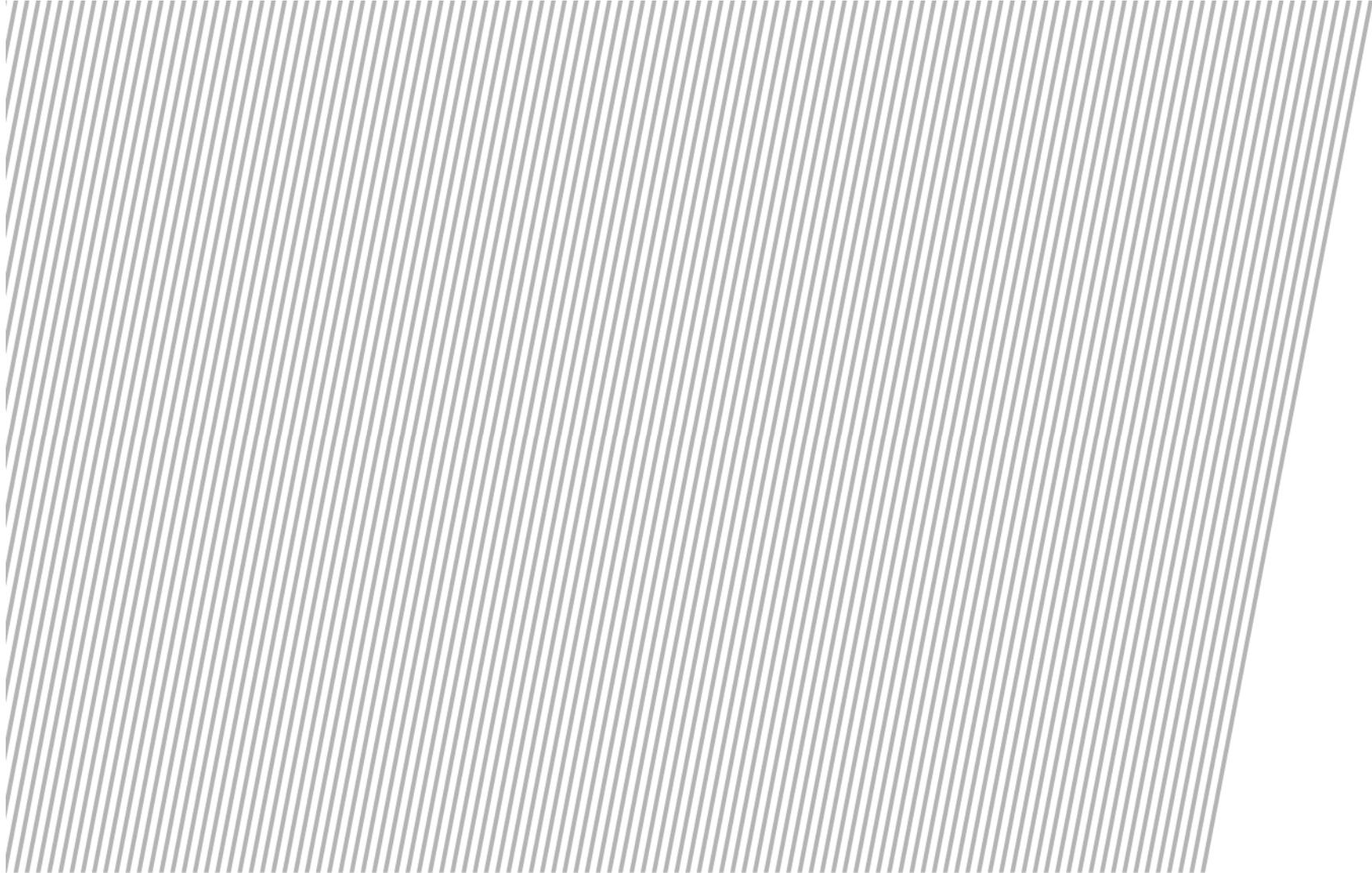
# 国際資本コストの理論と実務

---

- ▶ Country Risk Rating モデル
  - ▶ CAPM理論に依存しないモデル
  - ▶ 株式市場の存在する株式市場の実績リターンを従属変数とし、ントリー・クレジット・レーティングを独立変数とした回帰分析
  - ▶ 線形回帰モデルや対数回帰モデルを構築
  - ▶ 新興国のカバー率は高い
  - ▶ 統計上の有意性を確認する必要がある

# 5. 国際負債コスト

---



# 国際負債コスト(ICOD)

## ▶ 自国の負債コスト調整

- ▶ 対象国と自国との同格付けの長期の負債コストがあれば、望ましい
- ▶ 新興国では、同格付けの入手が困難な場合の方が一般的である。
- ▶ たとえば、その場合、自国のBBBの企業の負債コストに自国の国債と対象国の国債のスプレッドを加え、対象国の税率を適用し、税引き後調整負債コストを計算する

$$COD_{foreign} = COD_{country \cdot BBB} + (Rf_{foreign} - Rf_{country})$$

$$After \cdot tax \cdot COD_{foreign} = \{COD_{country \cdot BBB} + (Rf_{foreign} - Rf_{country})\} \times (1 - tax_{foreign})$$

---

# その他検討事項

---

- ▶ 非流動性ディスカウント、マイノリティディスカウント、コントロールプレミアム
  - ▶ 対象国との統計データや対象国のバリュエーションプラクティスに依拠
- ▶ 国固有の税率、新税の検討、繰越欠損金等の取り扱い
  - ▶ 対象国の会計事務所等に確認



ご清聴ありがとうございました。

# 講師略歴



谷山 邦彦 (Taniyama, Kunihiko)  
アーンストアンドヤング・トランザクション・アドバイザー・サービス株式会社  
エグゼクティブディレクター

Tel 03-4582-6470  
Mobile 090-9011-9154  
Email [kunihiko.taniyama@jp.ey.com](mailto:kunihiko.taniyama@jp.ey.com)

- ▶ 2012年にEYグループに参画。現在、Valuation & Business Modellingチームに所属し、EYTASにおいて、石油・ガス、電力・公共事業、鉱業を担当する。
- ▶ 日本の大手事業会社、欧州大手投資銀行を経て、2002年より、Big4ファイナンシャルアドバイザー会社にて、企業価値評価、無形資産評価（パーチェス・プライス・アロケーション）減損関係の評価、優先株式等金融商品評価、モデリング業務、M&Aアドバイザー業務に従事した。特に、日本企業の国内外の石油・ガス、電力・公共事業、鉱業を含む大型M&A案件に関与した。
- ▶ また、過去には石油・ガス、電力・公共事業、鉱業に加え、商社、金融機関、情報通信、小売、あるいは、エレクトロニクス、電子部品、自動車部品、鉄鋼等製造業等多岐にわたる業界でのTOB、株式交換等再編関連の評価やクロスボーダーの評価あるいはアドバイザー業務に携わった。米国会計基準やIFRS会計基準にかかわる評価やアドバイスについても海外の大型案件を中心にリードした。また、ベンチャー企業に対する評価やアドバイスの経験も豊富に有している。
- ▶ 著書に「バリュエーションの理論と応用」（単著、中央経済社）等がある。クロスボーダーの評価、ベンチャーキャピタル関連の優先株式・普通株式の資本配分のメカニズム等多数の論文を投稿している。
- ▶ 慶應義塾大学経済学部卒、シカゴ大学経営大学院経営学修士課程修了(MBA)

---

## Ernst & Young

### アーンスト・アンド・ヤングについて

アーンスト・アンド・ヤングは、アシュアランス、税務、トランザクションおよびアドバイザリーサービスの分野における世界的なリーダーです。全世界の16万7千人の構成員は、共通のバリュー（価値観）に基づいて、品質において徹底した責任を果します。私どもは、クライアント、構成員、そして社会の可能性の実現に向けて、プラスの変化をもたらすよう支援します。

「アーンスト・アンド・ヤング」とは、「アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドのメンバーファームで構成されるグローバル・ネットワークを指し、各メンバーファームは法的に独立した組織です。アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドは、英国の保証有限責任会社であり、顧客サービスは提供していません。詳しくは、[www.ey.com](http://www.ey.com)にて紹介しています。

### 新日本有限責任監査法人について

新日本有限責任監査法人は、アーンスト・アンド・ヤングのメンバーファームです。全国に拠点をもち、日本最大級の人員を擁する監査法人業界のリーダーです。品質を最優先に、監査および保証業務をはじめ、各種財務関連アドバイザリーサービスなどを提供しています。アーンスト・アンド・ヤングのグローバル・ネットワークを通じて、日本を取り巻く世界経済、社会における資本市場への信頼を確保し、その機能を向上するため、可能性の実現を追求します。詳しくは、[www.shinnihon.or.jp](http://www.shinnihon.or.jp)にて紹介しています。

© 2012 Ernst & Young ShinNihon LLC.  
All Rights Reserved.

本書又は本書に含まれる資料は、一定の編集を経た要約形式の情報を掲載するものです。したがって、本書又は本書に含まれる資料のご利用は一般的な参考目的の利用に限られるものとし、特定の目的を前提とした利用、詳細な調査への代用、専門的な判断の材料としてのご利用等はありません。本書又は本書に含まれる資料について、新日本有限責任監査法人を含むアーンスト・アンド・ヤングの他のいかなるグローバル・ネットワークのメンバーも、その内容の正確性、完全性、目的適合性その他いかなる点についてもこれを保証するものではなく、本書又は本書に含まれる資料に基づいた行動又は行動をしないことにより発生したいかなる損害についても一切の責任を負いません。