

非上場株式の価格について考える

ぶぎん地域経済研究所 コンサルティング事業部長 河村 茂明

M&Aにおける株価の評価手法には、取引事例比準方式^{*1}、類似会社との比準方式^{*1}、純資産価額方式^{*2}、収益還元方式^{*3}等があるが、非上場会社のM&A(合併・買収)の場合、市場流動性がないことから取引事例比準方式を用いず、市場流動性がないことを理由に株の減価を認める場合と認めない場合があり、取扱いが分かれていた。

今般、非上場会社のM&Aの際、市場で株を売買できないことを理由に株価を低く見積もることが認められるかが争われた裁判で、最高裁は、将来の収益などを基に計算する「収益還元法」を使う場合、さらに減額することは認められないとする決定をした。

これにより一、二審で算定された株価の決定を破棄し、当該株価をより高く計算すべきと主張した株主側の主張を認めた。

最高裁は決定理由で「収益還元法は当該会社において将来期待される純利益などを基に現在の株価を算定する手法で、市場での取引価格との比較という要素はこの手法の中に含まれていない」と指摘している。収益還元方式にない要素、すなわち市場で株を売買できないという要素を反映させて株価をさらに減価するのは不当だとする初めての判断を示した。今後、非上場会社のM&Aで株価を算定する際は、算定方法が見直されることが考えられる。

ここで物の価格はどのように決定されているのかを考えてみたい。一般に、人が物の価値を判定する場合には、

- ①それにどれほどの費用が投じられたものであるか(コストアプローチ)
- ②それがどれほどの値段で、市場で取引されているものであるか(マーケットアプローチ)

③それを利用することによってどれほどの収益(便益)が得られるものであるか(インカムアプローチ)

という三つの点を考慮しているのが通例であろう。通常、価格の三面性といわれるものである。この価格の三面性は、物の価格にそれぞれ別の側面から接近するものであり、相互に補完しあい同一の価格を指向するものであって、評価にあたり、基本的には併用すべきものであり、理論的には、その結果は一致すべきものであるといえる。

株式評価の場合も、非上場株式の特性ゆえに、この三面性に軽重が生じる場合があるものの、基本的にはこの三面性から見るのが適切ではないであろうか。すなわち、

- ①の考え方に基づき、当該株式を再調達に要する費用に着目して求めようとするもの
 - ②の考え方に基づき、当該株式の取引事例に着目して求めようとするもの
 - ③の考え方に基づき、当該株式から今後得られる収益に着目して求めようとするもの
- この三面性から求められる評価価格である。

この価格の三面性についての斟酌が十分になされるべきであると思う。

また、非上場会社であっても、その株式が取引されることもあるはずで、その場合の限定された市場の特性を把握、分析し、そこから合理的であると認められる部分を抽出することによって、非上場株式の正常な市場価値を示すことも可能であると思われる。

取引事例方式については中小企業庁における非上場株式等評価ガイドライン^{*4}で、次のように述べられている。「取引事例方式とは、評価対象会社の株式について、過去に適正な売買が行われたことがある場合に、その

非上場株式の主な評価方法

収益方式（インカムアプローチ） 将来獲得されるリターン（CF・利益）を現在価値に還元し、企業の価値を評価する方式	DCF法	CFを現在価値に割り引いて株式価値を評価する方法
	収益還元法 ^{*3}	正常利益を還元して株式価値を評価する方法
	配当還元法	配当金を現在価値に割り引いて株式価値を評価する方法
比準方式（マーケットアプローチ） 企業自身又は類似会社の評価を利用して、企業の価値を評価する方式	株価倍率法	類似企業の時価総額（企業価値）と財務数値の倍率を基に株式価値を評価する方法
	取引事例法 ^{*1}	評価対象企業の株式について過去に売買がある場合に、その取引価額をもとに株式を評価する方法
	類似取引比較法 ^{*1}	類似業種のM&A取引において成立した売買価格に基づいて評価する方式
純資産方式^{*2}（コストアプローチ） 企業の所有する財産の価値を個別修正し、その合計をもって企業の価値を評価する方式	簿価純資産法	貸借対照表の簿価純資産額を基に株式価値を評価する方法
	修正簿価純資産法	貸借対照表の簿価純資産額に重要な調整事項を加味して株式価値を評価する方法
	時価純資産法	貸借対照表の資産・負債を時価評価して株式価値を評価する方法
国税庁方式 評価通達で規定する原則的評価方式は右記の二方式 他に特例的評価方式として配当還元方式	類似業種比準方式（財基通180）	類似業種の株価を基に、評価する会社の一株当たりの配当金額、利益金額及び純資産価額の3つで比準して評価
	純資産価額方式（財基通185）	会社の総資産や負債を原則として相続税の評価に洗い替えて、その評価した総資産の価額から負債や評価差額に対する法人税額等相当額を差し引いた残りの金額により評価

取引価額を基に株式の価額を算定する方式である。過去の売買事例が複数回存在しているような場合には、基本的に直近の売買事例を用いることが一般的である。国税庁方式のうち、所得税及び法人税の基本通達の中で利用されている。」と書かれている。

非上場株式等評価ガイドラインでは上記三方式の他「国税庁方式」を解説している。「非上場株式に係る贈与又は相続に際しては、相続税法上、財産の価額は『取得の時における時価』とされているが、課税実務では、財産評価基本通達に基づき評価され、贈与税又は相続税が課されている。この財産評価基本通達に基づく評価方式は、いわば収益方式、純資産方式及び比準方式を併用した評価方式と言える。また、所得税法及び法人税法においても、非上場株式の価額について評価を要することがあるが、所得税基本通達や法人税基本通達では、非上場株式を評価する際に、原則として、比準方式を基本に、当該株式価額を個別に評価することとしており、特例として、財産評価基本通達に基づく方式を一部修正した方式にて算定を行うことも認められて

いる。」

国税庁方式の評価手法については税理士等に委ねることとなるが、前述の三方式に加えて、非上場株式等評価ガイドラインは国税庁方式と複数の評価方式を併用し、一定の割合で按分する併用方式も示している。

以上、最近の最高裁判決から非上場株式評価の一考察を行った。経営の一助になれば幸いである。

（出典：「銀行法務21」 2015年5月号より一部抜粋、経営承継法における非上場株式等ガイドライン）

非上場株式等ガイドライン^{*4}とは

「中小企業における経営の承継の円滑化に関する法律（経営承継法）」の固定合意を活用する際に必要となる非上場株式等の評価方法についての考え方を示した「非上場株式等評価ガイドライン」をいう。これまで、遺産分割や遺留分減殺請求等に係る民法上の非上場株式等の評価方法について確立したものはなかった為、法的な拘束力はないものの、経営承継法における固定合意を利用される際の非上場株式の評価方法のメルクマールとなるように平成21年に中小企業庁から公表された。

なお、非上場株式の評価については、この他日本公認会計士協会から「企業価値評価ガイドライン」が平成25年に公表されている。