

第2回 取引相場のない株式の評価に関する有識者会議 議事要旨

日 時：令和8年5月11日（月）14:00～15:30

場 所：中央合同庁舎第4号館 共用第3特別会議室（※WEB併用会議）

出席委員：阿部委員、大畑委員、川北委員、熊谷委員、櫻井委員、佐藤委員、渋谷委員、
末吉委員、玉越委員、弥永委員、吉田委員、渡辺委員

渋谷委員、弥永委員、熊谷委員よりそれぞれ配付資料に基づき説明が行われ、その後、各委員との間で質疑応答等が行われた。

1 渋谷委員御説明

相続税法22条に規定する「『時価』とは何か」について御説明いただいた。

- ・ 相続税法第22条の「時価」とは、「課税時期において、それぞれの財産の現況に応じ、不特定多数の当事者間で自由な取引が行われた場合に通常成立する価額」をいい、世界的に見ても大体同じ定義。日本だけの考え方ではない
- ・ 実際に不特定多数の当事者間で自由な取引が行われないような財産に対しても、そのような「想定」に基づいて評価することとなっている
- ・ 財産の種類によって、評価上の不公平が生じないようにする必要がある
- ・ 相続税法で「時価」評価と規定されている以上、「時価」によらない評価は違法。本来は、課税庁の職務上の義務として、「時価」より高い評価も、低い評価も違法となるが、「時価」という概念自体は、幅のある概念と言われており、課税上の評価においては、いわゆる「固めの評価」をされるのが一般的
- ・ 取引相場のない株式については、事業承継の観点から評価額が抑えられてきた。本来こうした税負担への配慮は、時価としての評価方法ではなく、特別措置など法律によるべきであり、異なる種類の財産間、あるいは同じ種類の財産間において評価水準の平等を達成するためには、評価通達の内容の合理化が必要

2 弥永委員御説明

「会社法の観点からの取引相場のない株式の評価」について御説明いただいた。

- ・ 会社法上、少数派株主の権利を守る役割を裁判所が担っている。多数派株主と少数派株主との間の取引が実際どのような形で行われるかという視点を問題にするのではなく、企業の価値を公平に分配するとどうなるかという視点が問題となる
- ・ 会社法の中では、
 - ① 売買価格決定（譲渡等承認請求を受けた会社が承認しなかったとき）における譲渡を承認してもらえなかった場合の売買価格
 - ② 売買価格（売渡請求）決定（特別支配株主が売渡請求をしたとき）、買取価格決定（反対株主の株式買取りのときなど）、取得価格決定（全部取得条項付株式の取得）における公正な価格

の2つの局面に分かれ、②については「公正な価格（プロラタ価値）」として少数派株主が不利益を被る可能性は完全に排除されている。一方、①については、学説も分かれており、伝統的には交換価値（少数派の株主が売買しようとしても高くは売れないという発想）であったが、近年、状況が少し変化し、②と同様にプロラタ価値を保障すべきではないかという考えが出てきている

- 会社法上、価格決定の場面では、
 - ✓ 株式一株の価値を把握し、発行済株式総数を乗じて、企業価値を把握するというアプローチと、
 - ✓ まず企業価値を把握し、それを発行済株式総数（自己株式数を除いたもの）で割って、一株の比例的な価値を把握するというアプローチの二通りが存在する
- 会社法の裁判例（公刊物記載）では、昭和62年を最後に類似業種比準方式は評価方法の要素としても採用されることがなくなっている。背景としては、比準割合の算定方法やしんしゃく割合について、理論的な根拠や実証的な裏付がないことへの批判や、上場会社の事業が多角化しており、適切な比準対象を上場企業に見出すことができないことが考えられる
- 近年では企業の継続価値を求めるものとしてDCF法が多く採用されるようになってきている。仮に清算価値>継続価値の場合（会社を清算した方が株主にとって金銭的に得する場合）にもかかわらず、企業の継続が選択され、かつ、株主が合理的に行動しているとする、株主が株主の立場以外によって会社から利益を得ている（会社への貢献以上の役員報酬や給与等）ことが推認される
- 純資産価額が株価の下支えになる理由としては、少数派株主を安い値段で追い出し、残った多数派株主が、清算して利益を上げることを会社法上は容認し難いところがあること、財産を単なる入れ物（ビークル）である会社に入れた途端に、価値が下がるということはないという発想がある（純資産価額が適切に算定されている前提）

3 熊谷委員御説明

「M&A実務における中小企業の企業価値評価」について御説明いただいた。

- M&Aにおける評価は、譲渡側から受託した直後に一定の評価を行い、M&A取引交渉の発射台を取引当事者に提供することで、ディール進行を円滑にすることを目的として行っている。譲受企業におけるシナジー効果は全く織り込んでいない
- マーケットアプローチは、中小企業の対象会社に似た企業を上場会社の中で見つけることが非常に難しいケースが多い
- インカムアプローチ、特にDCF法については、信頼性の高い計画値が必要であるものの、中小企業では、事業計画自体を作っていないケースがほとんどであり、仮に作成されていても、後継者不在によるM&Aの場面において、結局、今ある計画を誰が責任を持って実現するのか説明しにくいところがあるため、その適用が難しいケースが多い
- M&A実務においては、現実の財政状態と経営成績をバランスよく反映させることができる「時価純資産価額」に「営業権」を考慮する方法を採用するケースが多い

- ・ 多くの中小企業では、税務基準ベースの決算書が採用されているため、賞与引当金や退職給付引当金など、(法人税法上は容認されていないが) 会計ベースで必要となる負債を計上するなどの調整を行うほか、資産の含み益や、それに伴う税効果等も加味した上で時価純資産を算定する
- ・ 営業権算定のベースとなる正常利益の算定に当たっては、高額な役員報酬、節税目的の保険やオペレーティングリースなどの損益についても補正を行っている

4 質疑応答

要旨以下のとおり各委員との間で質疑応答等が行われた。

(注) 「○」・・・質問

「●」・・・質問に対する回答

「■」・・・説明に対する各委員の意見

(渋谷委員への御質問等)

- 非上場株式の価値評価においては、流動性・換金性に乏しいことが考慮されて然るべきと思うがどうか。
- 財産の評価において市場性がないことを考慮することは、一般的に認められていると認識。
- 法令に「時価」の評価方法策定の根拠条文を置いたうえで、通達で具体的な算定方法を定めることについてどう考えるか。
- 法的効力がないという建前がある以上、通達に委ねるとするのは少し無理があると思うが、政省令に委ねるということはあり得ることで、研究者の間でもそうすべきだという意見はかなり強いように思われる。実際、固定資産税においては、総務大臣告示である固定資産評価基準というものに、評価方法が委ねられている。
ただし、相続税では、あらゆる財産の評価が問題となり、網羅的に、合理的なルールを定めるのは、困難であると思われ、特に、総則6項のような規定を、政省令に持ち込むことの困難性も踏まえると、法定化ができれば望ましいと思うが、かなり難しいのではないか。
- 所得税法や法人税法における時価(売買時価)と相続税法における時価(相続時価)は伝統的に違うとして計算されている認識だが、この売買時価と相続時価は違うという認識が正しいのであれば、この違いによって、相続時価では固めの評価になっているのか。
- 所得税法や法人税法のみならず、相続税法においても同様の問題はあり、例えば低額譲渡について、通達上の評価額で取引すれば、相続税法第7条は当然適用されないということにはならず、逆に、通達上の評価額を下回ったから当然に7条が当てはまるということにもならないものと思われ、そういう意味では、両価額が別次元というのはご指摘のとおりだと考える。

- 市場性のない株式について、どのように市場性のないことを考慮するのが妥当か。
- 例えば、現行の類似業種比準方式のように、一定の方法で金額を出した後で、それに一定のしんしゃく率を乗ずる方式もあり得るし、インカムアプローチを取るような場合には、その割引率の考慮の中に織り込むという形もあり得るのではないか。
- 非流動性ディスカウントとは、理論的に、流動性がある株式と同じように流動性がない株式を評価するのは適切ではないという考え方。

一般的に、非上場会社の株式をインカムアプローチで評価する際に、上場会社の割引率をそのまま使う場合には、非流動性ディスカウントを行うことが適切だと考えられている。

また、純資産価額方式の場合、実際にそれを売却したときにかかってくる税金等、いわゆる清算所得課税やその他の課税がかかってくることを考慮して算定されるのであれば、既に流動性がある状態に換算されていると考えられるため、さらに非流動性ディスカウントを適用するというのは、二重に割り引くこととなり、適切ではないと考えられる。

(弥永委員への御質問)

- 上場企業においても、現実にPBRの1倍割れは起きており、「清算価値を超える企業価値の存在」を当然の前提として、純資産価額方式を「評価の下限」と位置づける考えは実証的に成立しないケースが広く存在することにならないか。
- 「純資産価額が下支え」というのは、会社法上の一般的な理解だが、例外がないという意味ではない。業種によっては、継続価値の方が小さくなる可能性があるかもしれない。
また、何らかの理由で不合理な経営が行われていても、上場会社の場合、株主はそれを是正させる方法をあまり持っていないことや、企業会計において決算書に反映されていない負債の存在が原因となり、PBRの1倍割れが起きている可能性も考えられる。
- 大会社の現行評価は純資産価額の0.44倍となっており、仮に会社法の観点からの下限である「清算価値＝継続価値（清算価値<継続価値ではなく）」になったとすると、継続価値は現行評価の2倍以上となる。会社法の観点から、企業価値と税務上の時価に差異が生ずる要因はどのようなことが考えられるか。
- 三つの可能性、すなわち、①純資産価額が高く計算されすぎている可能性、②必ずしも経営者や株主が合理的に行動していない可能性、③現在の類似業種比準方式自体が実証的な裏づけを持っていないので、過少に評価額が出てくる状況になっている可能性、が考えられると思う。
③について、会社法の観点からすると、特に、現在の類似業種比準方式において（利益の比準要素に似た性格をもつ）配当を考慮要素として含めていることがあまり合理的とは言えず、また、配当をしなければ企業価値が下がるという点も、非常に信じがたい。

- 企業の継続が選択され、かつ、企業の所有者(株主)が合理的に行動している背景として、貢献以上の役員報酬及び給与等を得ているという推認がなされている。

一方、税務では不相当に過大な役員報酬は否認(法人税法 34 条 2 項(過大役員給与の損金不算入))されるが、この部分はどうのように解釈すべきか。また、清算価値>継続価値であっても実際に企業の継続が選択される要因として、会社法の「合理的経済人モデル」がそのまま当てはまらない可能性もあるのか。
- 過大な役員報酬の否認については、企業の行動に影響を与えているかもしれない。

実際に配当をしない企業で、今売った方が本来は得であるにもかかわらず、会社を続ける動機は何なのかと考えたときに、会社法の研究者は経済合理的に人が行動することを前提にする傾向があるため、会社を継続することによって、会社に対する貢献以上の役員報酬等、何らかの利益を得ているのではないかと考える。
- 「類似業種比準方式の比準割合の算定方法やしんしゃく割合については理論的な根拠も実証的な裏付けもない」とのことだが、DCF法の割引率(WACC・リスクプレミアム)もまたデータが上場企業のものしか存在しない以上、この「根拠がない」という批判は、類似業種比準方式固有の問題ではなく、取引相場のない非上場企業の株価評価全般に共通する構造的な問題であり、いずれの評価方式も何らかの仮定・フィクションを内包せざるを得ないとするが、いかがか。
- 非常に適切なお指摘である。全てフィクションであろうというのは、そのとおり。しかし、フィクションではあるが、会社法の観点からすると、純資産価額方式で算定されたものが下限となるのは一つ的前提であり、通常は継続企業価値の方が高いはずである。

スクイーズアウトを例とすれば、まず企業価値全体を把握して、それをどのように分けるかという話になるが、現在の類似業種比準方式は、一株の価格を算定しようというところで説明のつかない算式になっている。純資産価額方式やインカムアプローチによって企業価値全体を評価するのに比べて、手法として、かなりフィクションの程度に差があるのではないかという感想。
- 「流動性・換金性に乏しい」ことは非上場株式の属性であり、相続税に対する国民の理解を得るためにも、財産価値評価に際し考慮すべき要素として、何か方途はないか。
- 非流動性ディスカウントの考慮は先ほど申し上げたとおりだが、会社法の観点からいえば、資産を会社というビークルに単に入れてだけで、本当に価値が下がると言ってもよいのかという問題がある。少し極端なケースだが、株主全員が合意すれば、継続価値の方が小さい場合には清算できることを踏まえれば、純資産価額方式のもとでの計算が適切に行われている限り、そこに流動性や換金性が乏しいという理由で価値を低く評価する必要はないのではないか。

○ 事業承継税制は対象者が特定されており、非上場株式全般をカバーする代替措置にはなりにくいと思う。法律上の措置についてお考えがあれば伺いたい。

● 結局、評価において、非上場株式だから他の財産に比べて優遇しなければならないのかということ。

現金預金であれば100%評価なのに、非上場株式であれば一般的に低く評価されることについては、なかなか説明がつかないのではないか。

中小企業にとって相続税の負担が重く、事業が存続できないということであれば、税制レベルの問題として片付けるべき。自分の財産をコントロールできる状態において、その財産の種類によって、あまりにも市場価格と差が生じるような評価となるのは、適切ではない。

○ 弥永委員の資料において、「税法上の評価については、(会社法の場合に比して) かけることができるコストと時間がより少ないであろう」点が指摘されているが、そうすると、中小企業に対して税法上の評価方法としてDCF法を求めることは容易ではないと考えるが、いかがか。

● 中小企業についてDCF法を適用することは、実際には不可能なことが多いと認識。その場合には、DCF法ではなく、いろいろな方向で修正した収益還元法というものもあるかもしれないし、M&Aのところでご説明があったような超過収益を算定して、時価純資産額と合わせるという方法も、一つの方法としてあるのではないか。

○ 裁判所の価格決定と税務での価格決定は、その目的やコストの負担者という面等で異なる。そういった違いを踏まえると、裁判例の傾向をそのまま税務の評価方法見直しの論拠とすることには慎重であるべきと考えるが、いかがか。

● 会社法の場合には、時間とコストをかけて裁判所で争ってよいという話であり、(税務の場合のように) 一律に使えるような状態にするには、もっと簡便な方法が必要と認識。

ただし、その方法として類似業種比準方式というのは、あまり理論的な説明がつかないので、インカムアプローチが望ましいのではないかと考えられる。仮にインカムアプローチが上手く機能しないのであれば、純資産プラス営業権のようなアプローチなど、代替的な方法を考えるのも一つの考え方ではないか。

(熊谷委員への御質問)

○ 「時価純資産+営業権法」に関しては、コストアプローチより、むしろインカムアプローチの一形態として位置づけた方がよいのではないか。

● 実際に評価をすると、営業権部分よりも時価純資産部分の方が圧倒的に高いケースが多く、営業権の算定の仕方に恣意性が含まれることを踏まえると、評価方式としては、時価純資産の算定が主であるという認識を持っている。そういった観点からコストアプローチの範疇になると考える。

- 簿価純資産から、一定の修正を行った時価純資産を算定する場合、それらの金額の大小関係はどうなるか。
- 平均値としては、簿価純資産より時価純資産の方が若干上回る程度。

- 工場など、売却を前提としていない土地についても時価で評価されるのか。
- 売却を前提としていない土地についても時価で評価する。
建物の評価に関しては、原則として、普通償却を毎年限度額まで行ったとした場合の簿価残高を時価と捉えて評価している。ただし、アパート一棟のような投資物件に関しては、土地と建物を一体として、別途、賃料を利回りで割って評価するような評価方法で算定に織り込んでいる。

- 超過収益法と年買法について、どちらの手法が実態を代表するものとして参照されるべきか。
- 「どちらが実態を代表するものか」という質問に関しては、なかなかお答えしにくいですが、実務的に説明がしやすい点や、当事者が理解しやすい点においては、年買法の方が優れていると考えている。

- M&Aの価格が通達評価額を大幅に上回る理由は、通達評価の不合理性の証拠というより、両者が測定しようとしている価値の概念が異なることの表れであり、この点を踏まえると、M&Aの価格との乖離を根拠に通達評価の見直しを論ずることには慎重であるべきではないか。
- おっしゃるとおりだと思います。M&Aの価格も参考にルール変更をという話は認識しているが、当然、観点としては、メインストリームというよりは、一つの参考意見であり、評価通達の見直しに強く影響を与えるようなものではないと考えている。
ただし、税務上の評価額との乖離を意識した行為が現に行われているとの話を聞くこともある。この点は昨今のタワーマンションの話とも通じるところ、ギャップが小さくなるよう一定のルールの見直しは必要ではないか。

- コストアプローチ、マーケットアプローチ、インカムアプローチの利用割合はどのようになっているか。
- 正確な数値は持ち合わせていないが、コストアプローチに関しては、案件のほぼ全てで適用している。DCF法については、規模の大きな案件で、譲受先が上場会社やファンドになるような、全体の1割程度の案件に関して適用。マーケットアプローチに関しては、全体の3割から4割程度の案件に適用。その結果をコストアプローチの結果とともに参考値として示している。

- 株価評価の結果と、実際に最終合意になった金額との差額は、どの程度相違しているのか。
- 正確な数値は持ち合わせていないが、平均的には、評価額の2割増しほどの金額で成約しているとの感触。

- 相続税課税の局面においては、M&Aにおけるような当事者間交渉による価格形成のプロセスはないが、その場合、実務的観点として考えがあれば伺いたい。
- 相続税課税という点においては明確な解を持っていないが、時価純資産と営業権がある中で、営業権の水準は、客観的に決めにくい一方で、時価純資産は、あまり議論になる点が多くないと認識している。したがって、時価純資産を評価のベースにするという考え方は、評価の中心となる視点としてあり得ると考える。

- インカムアプローチについて、信頼性の高い利益やキャッシュフローの計画値が必要であるから、M&A実務上難しいとされており、相続税課税においては、さらに困難になるという理解でよろしいか。
- 私もそのような認識である。

- M&Aで行われている方式を相続税の評価でも行おうとした場合に、仲介業者が提示するような価格情報を入手することは可能なのか。
- 確かに価格情報は非常に入手しにくいですが、中小企業庁で中小企業M&A支援機関の登録制度というものが今年ぐらいから始まっていると認識。その中で、成約案件に関しては、一定の情報を提出するようというルールになっていたと思う。実際に売却活動を開始しようとした場合に、どのくらいの金額が付き得るのかという情報をより広い範囲で示すような体制はできつつあるのではないかと。

なお、取引相場のない株式の評価に関連する中小企業の税負担について、以下の質疑応答があった。

- 相続税については、評価と制度の両面があるため、この議論が複雑になってしまっている。相続税をなくすという話でなくても、相続財産の中から非上場株式を除外するというのであれば、この議論も必要なくなるのだろう。事業承継税制の特例措置について、何らかのご見解があればお聞かせいただきたい。
- 事業承継税制の特例措置については、事業承継に関し、そもそも一体何が障害になっているのか、税負担はそれに関しどれくらいのウェイトを占めるのかといったことの分析が必要かと思う。このあたりは昔、中小企業庁の研究会に出ていた時にも申し上げたところ。

- 今まで類似業種比準方式が事業承継の役割を担ってきた現実がある。事業承継税制の利用率が限定的に留まっている中で、時価としての評価と税負担の在り方を分けて議論し時価評価議論だけが先行すると、事業承継税制の網の目から漏れた非上場企業の事業承継は崩壊しかねない。評価方法の見直しと事業承継税制の恒久化・拡充を含む事業承継に係る負担軽減とを「同時・一体」として議論すべきと考えるが、いかがか。
- 税負担のあり方はここで議論するかどうかは別として、議論されてしかるべきものと思う。
- 中小企業を大切にしていくことは重要であると思うが、評価の段階ではなく、事業承継税制で対応するのが本来ではないか。

会議の終わりに、次回（第3回）の有識者会議は6月4日（木）10時から開催される旨、事務局から連絡があった。

（以上）