

取引相場のない株式の評価に関する 有識者会議（第3回）

資 料

2026年6月4日



**日本商工会議所
提出資料**

取引相場のない株式 の評価について

2026年6月4日

日本商工会議所 特別顧問・税制委員長
丸源飲料工業株式会社 代表取締役社長

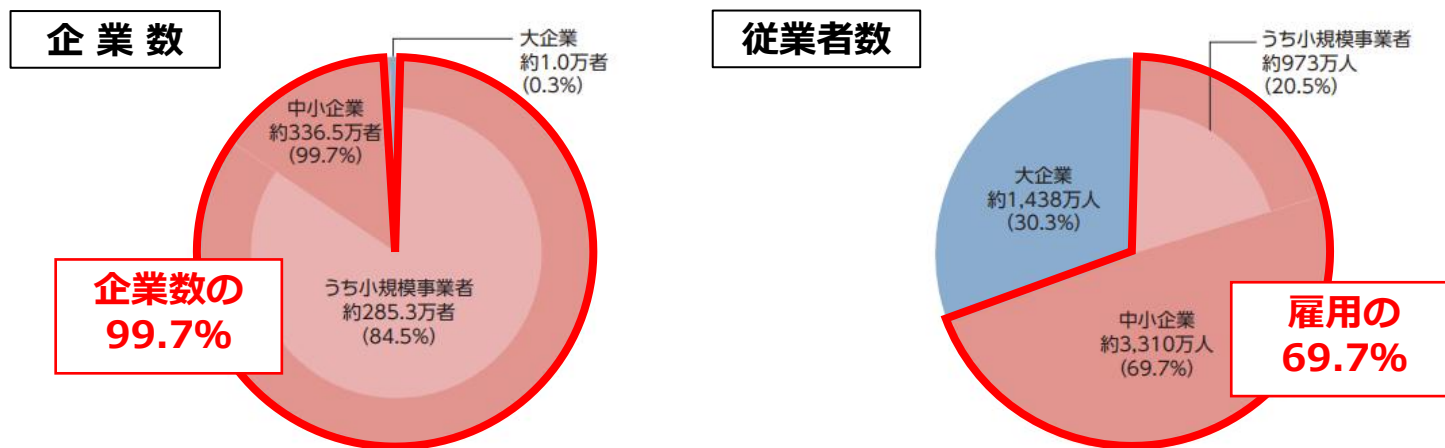
阿部 貴明

日本商工会議所 税制専門委員会学識委員
税理士法人ゆいアドバイザーズ 代表社員

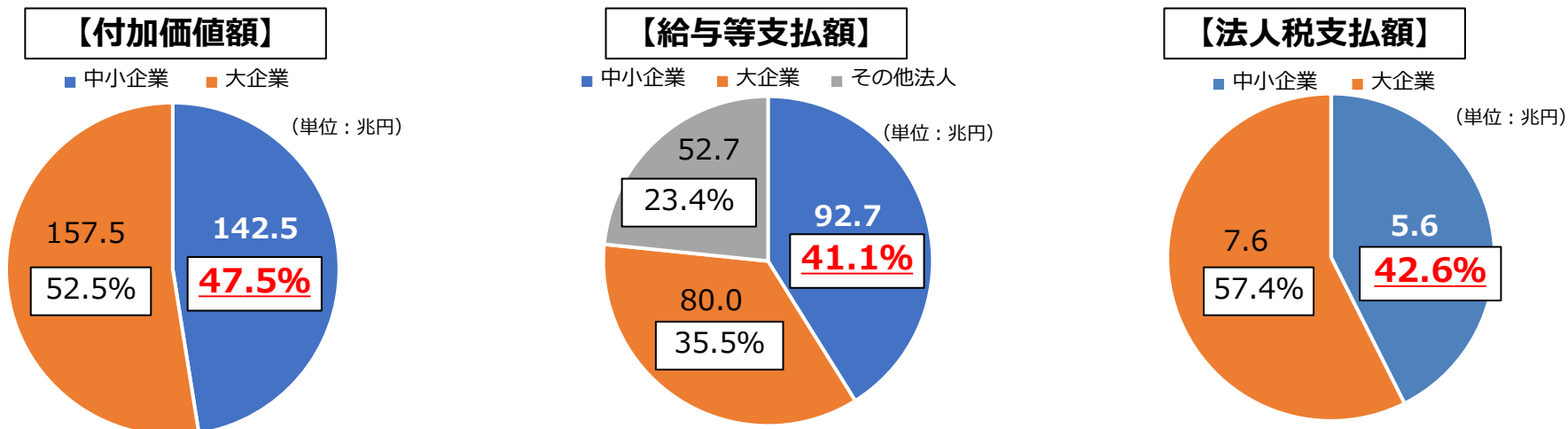
玉越 賢治

○ 中小企業の地域経済における役割

- わが国の中小企業は、日本の企業数の99.7%、雇用の約7割（3大都市圏を除くと約9割）を担っており、地域経済における中核的な存在となっている



(出典) 中小企業庁「2025年版中小企業白書・小規模企業白書」(2025年7月)



出典：財務省「法人企業統計調査（年報／2021年度）」
 ※中小企業 = 資本金1億円未満、
 大企業 = 資本金1億円以上

出典：国税庁「民間給与等実態調査（令和3年度）」
 ※中小企業 = 資本金1億円未満+個人事業者、
 大企業 = 資本金1億円以上

出典：国税庁「会社標本等調査（令和3年度）」
 ※中小企業 = 資本金1億円以下、
 大企業 = 資本金1億円超 + 連結法人

○ 中小企業の地域コミュニティにおける役割

- 中小企業は、地域経済の基盤を支える重要な役割を担うとともに、市民生活に不可欠な社会インフラの提供、納税、防災、教育、伝統文化の保全、地域活動への参加等を通じて、地域のコミュニティを支えている。経済合理性が経営判断の全てではない



廃業やM&Aが地域に与える負の影響への懸念（中小企業や全国の商工会議所からの声）

- ・ 中小企業の廃業が、産業集積の空洞化や地域生活に不可欠なエッセンシャルサービスの供給不全など、地域社会の存続に関わる大きな問題に発展しつつある
- ・ 工場見学や職業体験など、地域の教育活動に積極的に取り組んでいた中小企業が廃業してしまい、受け入れ先を確保できなくなっている
- ・ M&Aによる経営者の交代により、地元経営者のつながりが途絶えたことで、地元企業同士の事業連携や地域内での共同イベントなどが減少している。今後もM&Aが増えれば、地域の結びつきが希薄化し、地域社会への貢献や還元も進まなくなるのではないかと危惧している

○ 取引相場のない株式の評価や事業承継時の税負担に対する中小企業の声


● 全国の中小企業経営者から、以下のような悲痛な声が寄せられている

- 雇用を守り、積極的な投資を行って、事業を成長させてきた結果、評価額が高くなり、非常に重い税負担を課せられている。これでは成長を目指す中小企業はなくなってしまう
- 中小企業の事業承継の本質は「経営の承継」であり、事業承継に伴う株式の移転は「資産の承継」ではなく意義ある「名義変更」に過ぎない。その上、経営を継続する前提にも関わらず、純資産価額方式のような「解散価値」で株式を評価するのはおかしい
- 過大な税負担が、企業の合理的な行動を歪めて、企業の成長を阻害している。堂々と事業承継できるよう評価方法を見直すべき
- 現在の評価方法は、「中小企業の株式は現金化が困難」という課題を反映していない
- 元は一般的なサラリーマンだったが、先代の急逝で、十分な貯金もない中で急遽、事業承継することとなった。多額の納税が必要となり、借金を背負って従業員の人生を守るか、自分自身の幸福を求めるかを天秤にかけるような気持ちだった。事業承継時の税負担は、後継者の負担能力に見合っていない
- 多額の相続税のために借金を抱えてまで会社を継ぐメリットがあるのかなと思っただが、後継者として事業を承継することが社会的な役割だと考えて引き継いだ。多くの後継者が、経済合理性だけでなく、地域や従業員のためにという価値観で行動していることを重視すべき

○ 事業承継の検討に対して株価・納税額が与える影響


- **想定よりも高い株価と過大な税負担は、事業承継の検討・準備・実行の各段階で、現経営者と後継者の意思決定に影響を及ぼし、円滑な事業承継や企業成長を阻害する要因となる**

【現経営者への影響】



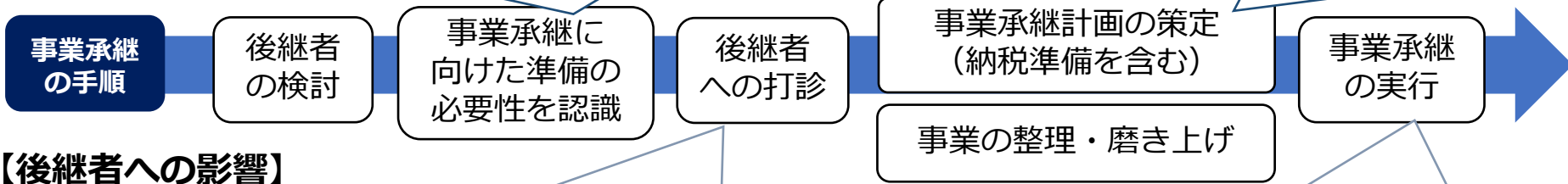
自社株の承継に、これだけの納税が必要と思わなかった…
息子に負担はかけられないし自分の代で廃業しようか…

想定よりも高い評価額を知り、現経営者が事業承継をためらう“きっかけ”となる




息子が承継することになったのだから、負担が軽くなるよう、今のうちに準備しておこう

企業の成長に寄与しない安易な節税対策につながる




【後継者への影響】



普通のサラリーマンで、貯金があるわけでもない。**納税資金を借金してまで、事業承継すべきか…**
リスクを負うことに対して、家族が納得してくれるかもわからない…

後継者自身で納税資金を確保することができず借金を抱えたり、事業承継を諦めることも



税負担は多少軽くなったが、事業に関連しない支出のために**会社の資金が目減りしていて、成長投資に向かう余裕がなくなっている…**

事業承継の対策がその後の企業成長を阻害する

○ 取引相場のない株式の評価方法に対する商工会議所の考え方①

基本的考え方

中小企業の株式を相続する際、ゴーイングコンサーンとして存在しているにも関わらず、解散価値で評価されることは大きな問題である。さらに、換金性が実質的にない株式に対して極めて重い税負担を課すことは、担税力に応じた負担の観点から公平とは言えない。これにより、地域を支える中小企業の円滑な事業承継が阻害され、中小企業の廃業が大いに進むことに繋がる。

中小企業は地域経済を支える公器である。取引相場のない株式の評価方法の見直しは、中小企業の事業承継を通じて、地域の雇用、技術、取引関係、産業集積、エッセンシャルサービスの維持、さらには経済安全保障にも深く関わる問題であり、よって今般の議論にあたっては、「中小企業の円滑な事業承継」の視点を最も重要視すべきである。

他方、租税回避を目的とした極端な事例に対しては、徹底的な対策を講じるべき。こうした極端な事例と一般の事例とは明確に区別して議論すべき。

議論の方向性として求める事項は以下のとおり。

1. 現在の取引相場のない株式の評価方法がわが国の成長を阻害している現実を直視すべき

- わが国は、失われた30年から、成長型経済への転換に向けた正念場を迎えており、これを確実にするため、国内投資のさらなる促進や中小企業の持続的な賃上げが求められている。こうした原資の確保に向けては、中小企業の「稼ぐ力」を抜本的に強化していくことが喫緊の課題。
- しかしながら、現在の取引相場のない株式の評価方法は、企業が成長すればするほど評価額が高くなる。これは、中小企業、ひいてはわが国の成長を、取引相場のない株式の評価方法が阻害していることにほかならない。こうした現実を直視すべき。

○ **取引相場のない株式の評価方法に対する商工会議所の考え方②**

2. 財産評価基本通達が担ってきた実質的な役割を直視した対応が不可欠

- これまで、さまざまな指摘はありつつも、「中小企業の円滑な事業承継」のため、類似業種比準方式が見直されてきた事実を最大限尊重すべき。
- 税務執行の観点から、類似業種比準方式の有する客観性や便宜性は不可欠。 中小企業の将来の収益性や資本コスト等を客観的かつ正確、公平に予測することは不可能であり、安定的な税務執行が困難なことから、将来の収益性や資本コスト等を評価額の算定に用いることは不適切。

3. 会計検査院報告については、純資産価額方式の評価を引き下げる方向で対応すべき

- 会計検査院報告における評価方法の違いによる価額の乖離については、むしろ割高となっている純資産価額方式について、在庫等の換価コストを加味した評価減や退職給付引当金・賞与引当金等の計上を認めることなどによる評価額の引下げにより対応すべき。

4. 納税者の視点を重視しつつ、「株式評価」と「税負担」を一体的に議論すべき

- 議論にあたっては納税者の視点を重視すべき。 本件は全国の中小企業や地方経済に影響を与える極めて重要な問題であり、「株式評価」と「税負担」は一体的に議論すべき。
- これまで、相続税の基礎控除額の引き下げが行われてきた一方で、企業の成長や地価の上昇などの環境変化により、取引相場のない株式の評価額はさらに上昇し、相続税の課税対象割合は増え続けている。このような中、仮に取引相場のない株式の評価額の上昇を惹起するような見直しが行われれば、後継者へのさらなる負担増と大きな混乱を招く。
- よって、事業承継税制の特例措置を拡充・恒久化したうえで、事業承継に悩む全ての中小企業が低コストで簡便に利用できるよう、猶予・免除のあり方や評価減も含め、制度の見直しが不可欠。 一方的に評価方法のみを議論することには断固反対。

○ 取引相場のない株式の評価における時価の考え方

- 「時価」とは、通常「不特定多数で成立する価格」のことであり、取引相場のない株式の取引は、不特定多数で成立するものはないことを重視すべき
- 事業承継の場面における取引相場のない株式の価格を、解散価値で評価することに大きな違和感

流動性が高い



上場株式
貴金属等

- 市場が存在し、不特定多数による売買で価格が決定される

不動産等
(土地・建物)



- 実勢価格や公示地価、路線価等でおおよその時価が算定可能
- 個別の物件に対しても、固定資産税評価額が設定されている

取引相場のない株式
配偶者居住権
付き建物



流動性が低い

- 売買されることが稀で、時価の把握が困難
または大幅なディスカウントがある

実際に売却する際には、買い手を探すコストや
価格交渉に要する取引コストも生じる

○ 平成29年改正における評価方法の見直し

- 当時、急激な株価上昇により、類似業種比準方式による株価が高く算出されていた
- そのため、中小企業の円滑な事業承継の観点から、類似業種比準方式の比準要素のうち、「利益」の割合を3から1に見直すことで、利益率の高い企業の評価額が引き下げられた

当時の日経平均株価の推移



(出典) Investing.com 「日経平均株価 (月足始値)」より日商事務局作成

中小企業庁の要望

- 上場企業の株価の上昇に伴い、中小企業において、想定外に株価が高く評価されることにより、円滑な事業承継に影響を来す可能性が生じている。
- 上場会社のグローバル連結経営の進展や株価の急激な変動が、中小企業の円滑な事業承継を阻害することなく、中小企業等の実力を適切に反映した評価となるよう見直しを行う。

(出典) 中小企業庁財務課 「平成29年度概算要求及び税制改正要望 (事業承継関係) について」

平成29年改正における類似業種比準方式の見直し

改正前

$$\text{類似業種の株価} \times \frac{\frac{b}{B} + \frac{c}{C} \times 3 + \frac{d}{D}}{5} \times \text{斟酌率}$$

改正後

$$\text{類似業種の株価} \times \frac{\frac{b}{B} + \frac{c}{C} + \frac{d}{D}}{3} \times \text{斟酌率}$$

凡例		配当金額	利益金額	簿価純資産額
評価会社		b	c	d
類似業種		B	C	D

○ 昭和58年改正における評価方法の見直し

- 中小企業の事業承継への配慮から、小会社に対して類似業種比準方式と純資産価額方式の併用方式（0.5 : 0.5）が導入され、実質的に評価額が引き下げられた

昭和58年度税制改正答申（昭和57年12月23日）

相続税については最近、中小企業の事業の円滑な承継の観点から各種の議論が行われているが、
 （中略）小規模な会社の株式は現在いわゆる純資産価額方式のみにより評価されていることから、株式価格の構成要素の一つである収益性についても評価上配慮する余地があるのではないかとする意見があること、大・中規模の会社の株式に適用されるいわゆる類似業種比準方式においてはすでに収益性が織り込まれていること等に留意すれば、現行の株式の評価体系の枠組みの中で収益性を加味することとするのが適当である。

（出典）「相続税財産評価の理論と実践」品川芳宣・緑川正博 共著（H17.10.1）

昭和58年改正における評価方法の見直し

改正前

	小会社への適用
純資産価額方式	○
類似業種比準方式 （併用方式）	×



改正後

	小会社への適用
純資産価額方式	○
類似業種比準方式 （併用方式）	○

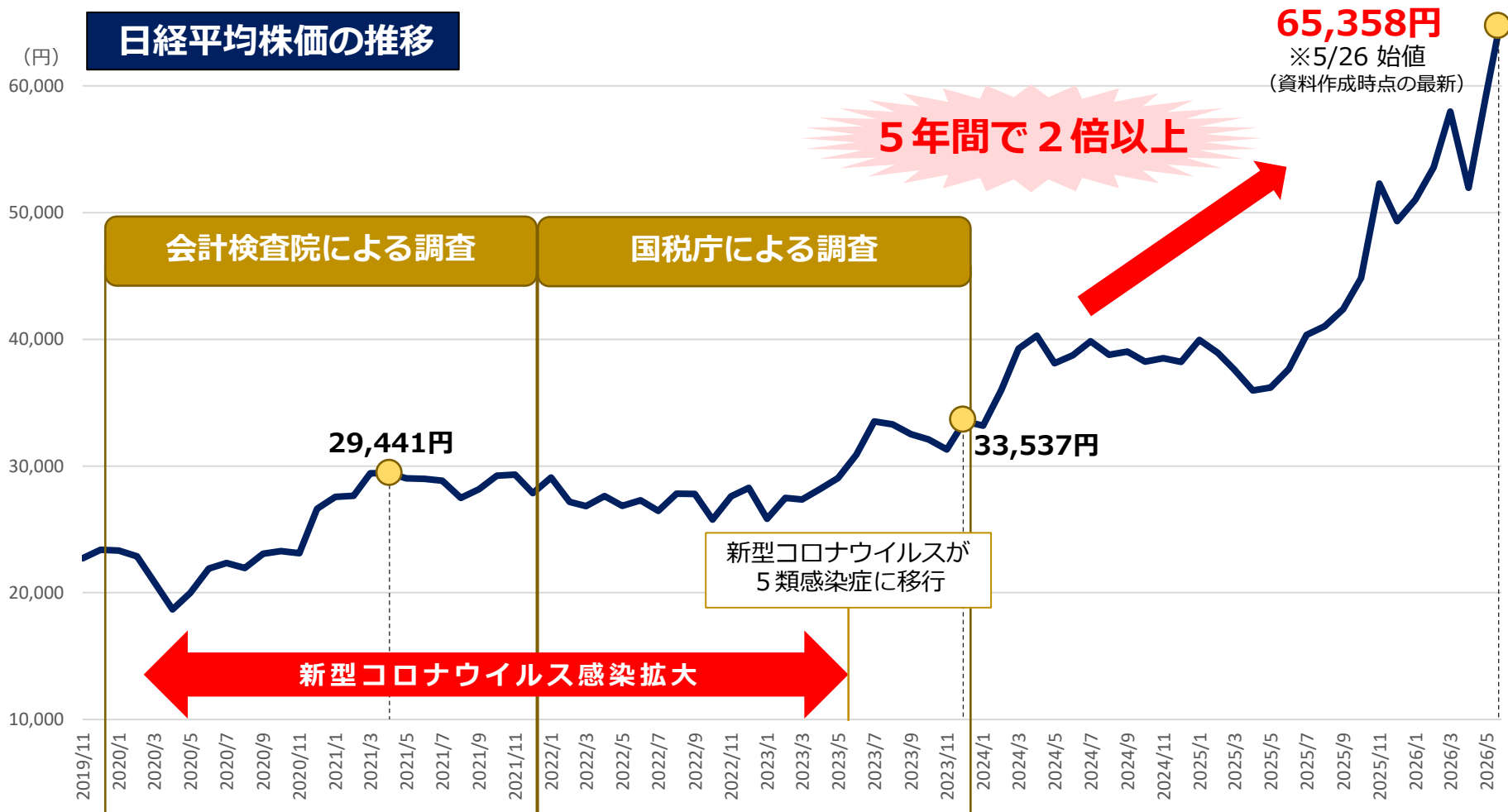
} 選択適用
 純資：類似 = 0.5 : 0.5

2. 取引相場のない株式の評価に係る課題

⑩

○ 日経平均株価の推移と取引相場のない株式の評価額

- 2025年以降、日経平均株価は、会計検査院による調査期間と比較して2倍以上に上昇している。よって、**類似業種比準方式における評価額と純資産価額方式における評価額との乖離は、縮小していると推測される**



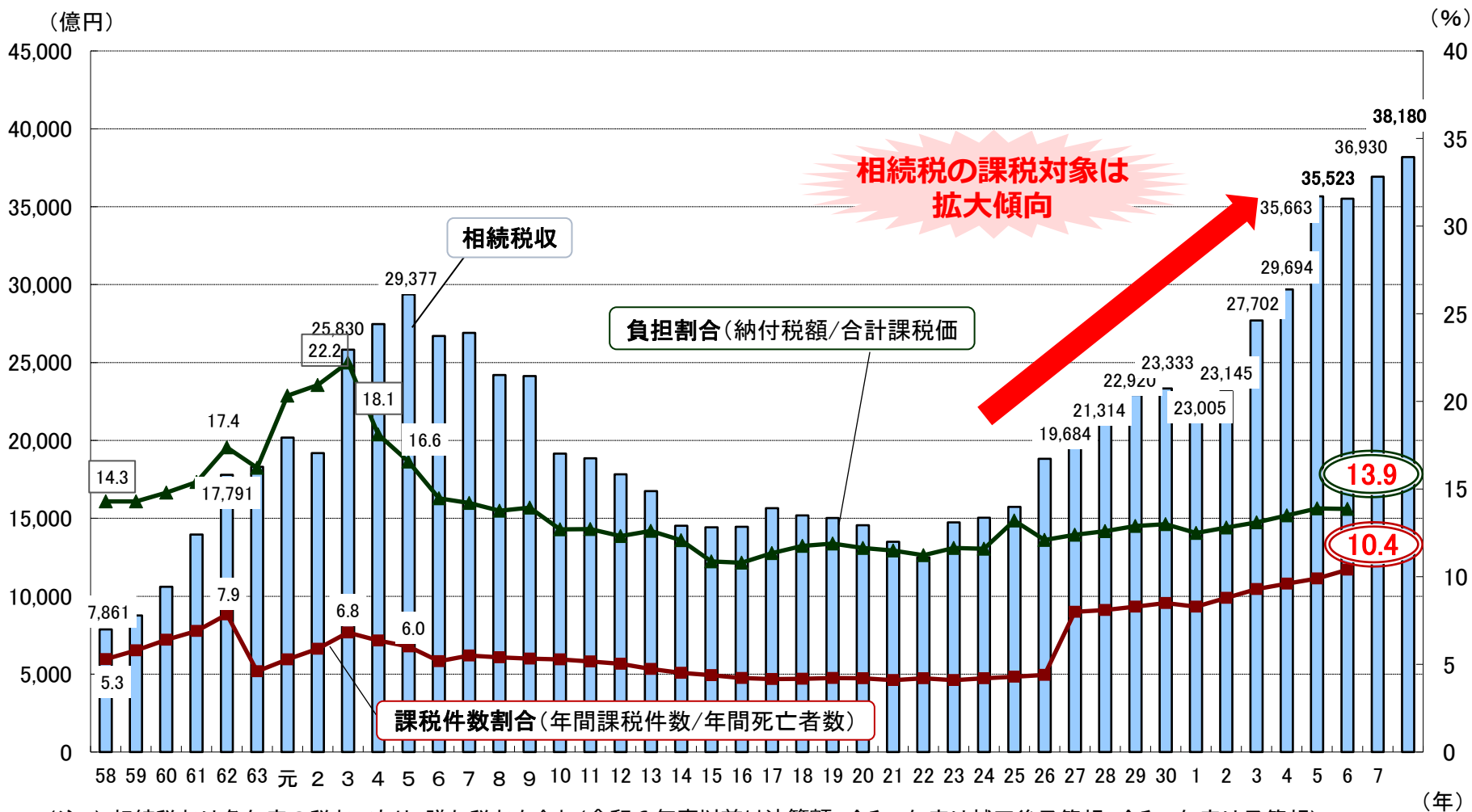
(出典) Investing.com「日経平均株価(月足始値)」より日商事務局作成

2. 取引相場のない株式の評価に係る課題

⑪

○ 相続税の課税件数割合・負担割合・税収の推移

- 家計金融資産の増加等の影響から相続税収および課税件数の割合は増加傾向にある



(注1) 相続税収は各年度の税収であり、贈与税収を含む(令和6年度以前は決算額、令和7年度は補正後予算額、令和8年度は予算額)。

(注2) 課税件数、納付税額及び合計課税価格は「国税庁統計年報書」により、死亡者数は「人口動態統計」(厚生労働省)による。

○ 取引相場のない株式の評価と事業承継税制の特例措置との関係

- これまで、**中小企業の円滑な事業承継の観点から、取引相場のない株式の評価方法（主に類似業種比準方式）が見直されてきた**
- 他方、事業承継税制の特例措置は、時限的であり、承継時期による不公平も生じる。また、猶予措置であるがゆえに、予見可能性が低く、事務コストなどの阻害要因もあり、活用は道半ば。**猶予・免除のあり方や評価減も含め、制度の見直しが不可欠**
- こうしたことを踏まえれば、**評価と税制措置の両面からの支援が必要不可欠**

【取引相場のない株式の評価と税額計算の流れ】

【円滑な事業承継に向けた評価・税制措置】

STEP 1：取引相場のない株式の評価額を算定

相続税法に基づき、国税庁が定める「財産評価基本通達」に従って株価を算出

- ①純資産価額方式
- ②類似業種比準方式



STEP 2：相続税額の計算（相続税法）

STEP 1で算出した株式およびその他資産の評価額から基礎控除額を差し引き、税率を掛けて、相続税額（贈与税額）を算出

STEP 3：事業承継税制の特例措置の適用

STEP 2で算出した自社株に係る相続税額（贈与税額）に対して、一定の要件の下で、納税を猶予



これまで、中小企業の円滑な事業承継の観点から、取引相場のない株式の評価方法が見直されてきた

こうした事実を直視すべきであり、円滑な事業承継に資する評価方法が必要

円滑な事業承継の促進には

評価と措置の両面からの支援が必要不可欠

経営者の高齢化に対応するため、事業承継税制の特例措置が創設されたものの、10年間の時限措置となっている

**時限的な措置では、承継時期による不公平も生じる
また予見可能性が低く、事務コストなどの
阻害要因もあり活用は道半ば**

2. 取引相場のない株式の評価に係る課題

○ 会社規模と取引相場のない株式の評価方法・事業承継税制の特例措置との関連 ⑬

- 一定規模以上の場合、事業承継税制の特例措置は有効な手段であるが、**事務コストや事業上の制約によって、活用は道半ば**。もし納税が発生すれば企業の成長に悪影響を与える

会社規模と取引相場のない株式の評価方法

会社規模	原則的評価方法 ※1
従業員数の区分	取引金額の区分 ※2
大会社	類似業種比準方式
36～69人	15億円以上
中会社の大	類似：純資 = 0.9 : 0.1
36～69人	4～15億円
中会社の中	類似：純資 = 0.75 : 0.25
21～35人	2～4億円
中会社の小	類似：純資 = 0.6 : 0.4
6～20人	8千万円～2億円
小会社	類似：純資 = 0.5 : 0.5
5人以下	8千万円未満

株価評価への配慮から、いずれの規模においても類似業種比準方式を加味した評価が可能

【相続税対策のイメージ】

・ 事業承継税制の特例措置の活用が期待される層であるが、阻害要因があり活用は道半ば（事務コスト、組織再編に対する制約等）

・ 会社規模から言って事業承継税制の活用は困難（コストに見合わない）
 ・ 他方、納税すれば、企業の成長に大きな悪影響

・ 一時的な株価対策で対応するものの、成長の原資を大きく棄損

※1：会社規模に関わらず純資産価額方式も選択可能

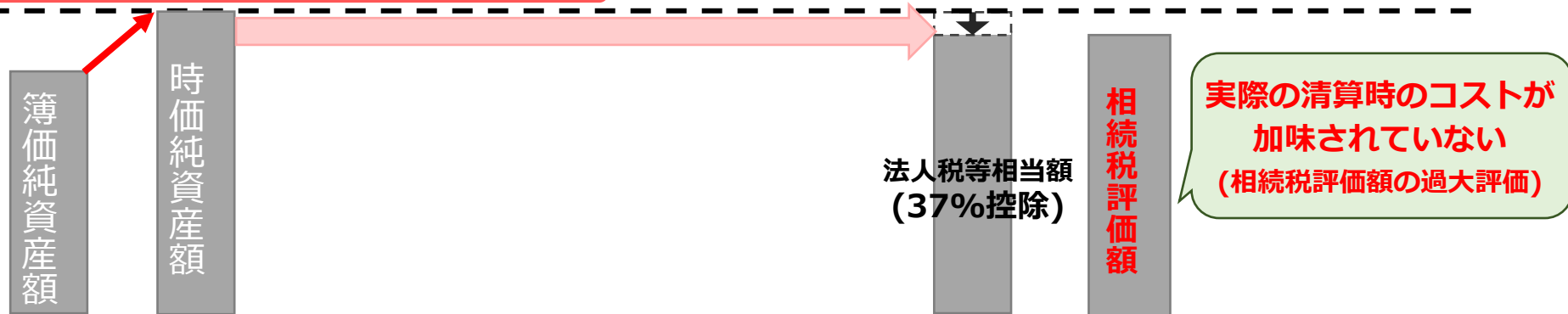
※2：その他業種（製造業等）の場合

○ 非上場会社の解散・清算手続きと「株式の換価コスト」

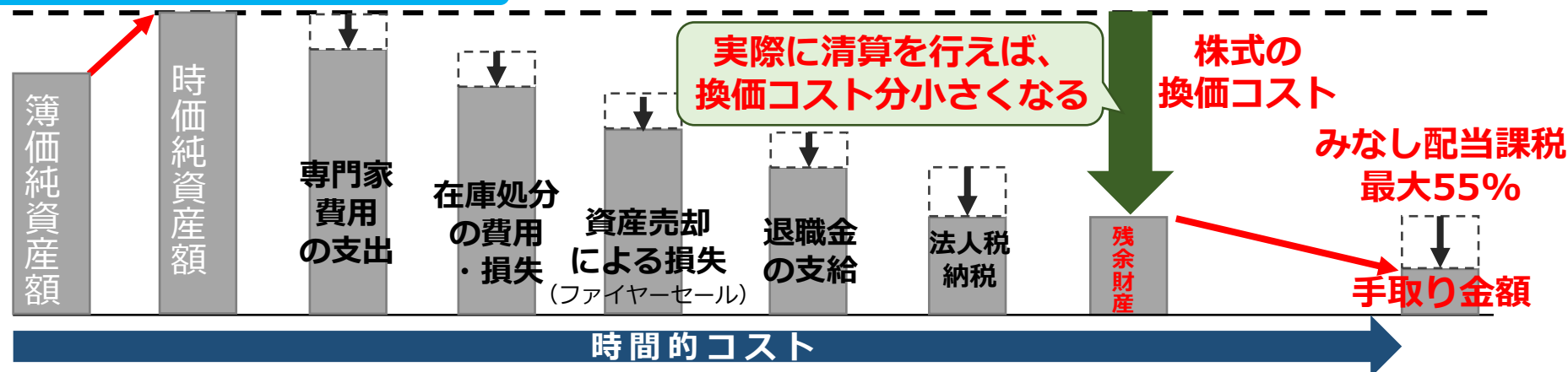
- 実際に会社を清算する場合には、手続きコストや資産売却による損失、退職金の支払い等によって、残余財産は時価純資産額よりも小さくなるうえ、時間的コストも必要
- さらに、残余財産の分配は、みなし配当課税の対象となり、最大55%の税率が課される

現行の評価方法による相続税評価額と実際の清算時の残余財産の比較

現行の評価方法による相続税評価額



実際の清算時の残余財産



○ 上場企業におけるPBR（株価純資産倍率）と企業の解散価値

- 国内の上場企業においても「PBR 1倍割れ」が常態化していることから、市場において、必ずしも「解散すれば純資産と同額が回収できる」とは認識されていないと言える
- これは「将来の収益性が資本コストを賄えない場合に、時価（企業の解散価値）が純資産を下回ることは経済学的に正当な結果」であることを裏付けている

TOPIXにおけるPBR（株価純資産倍率）1倍割れの銘柄比率の推移



(注) TOPIX及びTOPIX500ユニバース。1996年以降の月次分析。

(出所) QUICK、ブルームバーグ、IFISより野村証券市場戦略リサーチ部作成

— TOPIX — TOPIX500

(出典) 野村証券・NOMURA ウェルスタイル「PBR1倍割れ銘柄リスト 足元で解消が加速、更に選好が強まる可能性も」（2026/1/15）
<https://www.nomura.co.jp/wealthstyle/article/0558/>

○ 現物出資等受入れ差額の評価差額からの控除（除外）について

- 純資産価額については、財産評価基本通達185において、「課税時期における各資産を同通達に定めるところにより評価した価額の合計額」から「課税時期における各負債の金額の合計額」及び「(186-2により計算した評価差額に対する) 法人税額等に相当する金額」を控除して計算することとされている
- 一方、現行の組織再編税制では、税制適格要件を満たせば簿価、非適格の場合は時価によって資産または株式を移転することとされており、承継資産の引継価額が制度上強制されるため、財産評価基本通達186-2(2)(以下、「評価差額規定」という)に記載のある「著しく低い価額で受け入れた(注)資産又は株式」という概念は生じ得ないものと考えられる

(注) 経済合理性のない行為により恣意的に時価を圧縮している場合 (令和5年版財産評価基本通達逐条解説の「解説」)

- また、法律上の帳簿保存義務期間については、法人税法上は7年(青色繰越欠損金が生じた事業年度は10年)、会社法上は10年と規定されており、現物出資等の事実の証拠となる帳簿の保存期限が経過した場合には、その後自然発生的に生じた評価差額と「現物出資等受入れ差額」との区分も困難となる
- 以上のことから、組織再編税制の導入により資産または株式を恣意的な価額に圧縮して受け入れることができなくなっていること、及び現物出資等後に長期間経過した場合に現物出資等受入れ差額の把握が困難となる実態に鑑みれば、評価差額規定については、その存在意義及び適用範囲を改めて整理する必要があるものと考えられる

(評価差額に対する法人税額等に相当する金額) ~簡略化して抜粋~

186-2 185(純資産価額)の「評価差額に対する法人税額等に相当する金額」は、次の(1)の金額から(2)の金額を控除した残額がある場合におけるその残額に38%を乗じて計算した金額とする。

- (1) 課税時期における相続税評価額による総資産価額から課税時期における各負債の金額の合計額を控除した金額
- (2) 課税時期における相続税評価額による総資産価額の計算の基とした各資産の帳簿価額の合計額(当該各資産の中に、現物出資若しくは合併により著しく低い価額で受け入れた資産又は株式交換、株式移転若しくは株式交付により著しく低い価額で受け入れた株式(以下「現物出資等受入れ資産」という。))がある場合には、当該各資産の帳簿価額の合計額に、現物出資、合併、株式交換、株式移転又は株式交付の時ににおいて当該現物出資等受入れ資産をこの通達に定めるところにより評価した価額から当該現物出資等受入れ資産の帳簿価額を控除した金額(以下「現物出資等受入れ差額」という。)を加算した価額)から課税時期における各負債の金額の合計額を控除した金額

○ 無議決権株式を用いた配当還元方式の濫用について

- 「同族株主以外の株主等が取得した株式」に該当するか否かについては、平成15年の財産評価基本通達の改正により、従来の「発行済株式数」から「議決権数」により判定することになった
- 現行通達では、議決権数及び議決権総数の判定に当たっては、議決権制限株式数を含めることとしており、無議決権株式は含めないことになっている
- これにより、無議決権株式を用いた配当還元方式による株式移転が可能となっている
- 改正前通達は、課税時期において議決権を有していなくても、株主全員の同意が得られれば議決権株式に転換することができ、議決権がいつ復活するか知れないという当該株式の特質（潜在的支配力）に対応したものである

【現行評価通達】（種類株式がある場合の議決権総数等）

188-5 188（同族株主以外の株主等が取得した株式）の（1）から（4）までにおいて、評価会社が会社法第108条第1項に掲げる事項について内容の異なる種類の株式（以下この項において「種類株式」という。）を発行している場合における議決権の数又は議決権総数の判定に当たっては、種類株式のうち株主総会の一部の事項について議決権を行使できない株式に係る議決権の数を含めるものとする。

【平成15年改正前の評価通達】（議決権のない株式がある場合の発行済株式数）

188-4 188（同族株主以外の株主等が取得した株式）の（1）から（4）までにおいて、評価会社が商法242条に規定する議決権のない株式を発行しているときは、評価会社の発行済株式数から当該株式数を控除した数をもって評価会社の発行済株式数とする。ただし、当該控除を行わない場合において、評価会社の株主が取得した株式が同項に定める「同族株主以外の株主等が取得した株式」に該当しないときは（本項本文の定めにより、当該控除を行ったときに同族株主以外の株主等が取得した株式に該当しないものを除く。）、当該株主に係る株式については、同族株主以外の株主等が取得した株式に該当しないものとする。
同条に規定する議決権のない株式の発行会社について、評価会社の株主の同族関係者に該当するかどうかを判定するときにおいても、また同様とする。

 **日本商工会議所**

**日本税理士会連合会
提出資料**



あなたの暮らしのそばにいる

税理士会

取引相場のない株式の評価について

令和8年6月4日
日本税理士会連合会
調査研究部

1 継続企業の前提

- ・換金性が乏しいことのほか、通常、株式取得者は事業を継続することから、継続企業を前提とした評価の在り方について併せて考慮すべき。

2 会社実態の適正な反映

- ・純資産価額方式について、評価会社が確実な退職給付債務や資産除去債務等を負っている場合には実際の取引において減価要素と認識されていることなどを考慮し一定の控除を行うこと。
- ・類似業種比準方式について、非経常的な損失金額の計上、資産の移転等が恣意的に行われ、会社の収益性や資産性が株価に適正に反映されないおそれがあることにも留意して適正化を図るべき。
- ・比準要素数が1の会社等の特殊な評価方法がこれらの会社の実態により即したのものとする等の所要の見直しをすべき。

3 納税者の予測可能性の担保

- ・評価通達6項の多用は予測可能性を損なうため、財産評価方法の不断の見直しが必要。

客観的交換価値の追求。

（実際の取引で用いられる算定方法や実例を重視する）

実務的に困っている点

1. 類似業種比準価額と純資産価額の評価の乖離

評価の逆転現象

- ・類似業種比準価額と純資産価額の評価に大幅な乖離がある
- ・取引相場のない株式の評価上の区分(評価通達178)の大会社と中会社で評価が逆転(大会社の評価<中会社の評価)するケースがある。
- ・「会社規模が小さくなったが評価が上昇した」というような場合も散見。
- ・納税者の理解が得られ難い。

原則的評価のゆがみ

大会社	類似業種比準価額 $L=1.0$	
中会社	60%~90% $L=0.6 \cdot 0.75 \cdot 0.9$	純資産 1-L
小会社	50% $L=0.5$	純資産0.5

実務的に困っている点

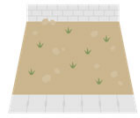
1. 類似業種比準価額と純資産価額の評価の乖離 (税務訴訟へ波及)

背景: 評価乖離が節税スキーム開発を誘発し、財産評価基本通達「総則6項」の適用を巡る争訟が激化している(令和4年4月19日最高裁判決以降顕著)。

	事例・納税者の操作	当局/裁判所の判断
仙台薬局事件 2024.1.18東京地判、 2024.8.28東京高判	相続開始直前に売買の基本合意が成立。	国税当局はDCF法で更正処分等をしたが、地裁・高裁で通達どおりの評価が認められ、総則6項の適用を否認。
配当・増資の実施 2025.1.17東京地判、 2025.6.19東京高判	相続開始直前に配当及び増資を実施。	地裁は併用方式を認めたが、高裁は総則6項の適用を認め純資産価額方式の評価額を認定。
決算期変更と配当 2024.3.25審判所裁決	比準要素1を逃れるため、相続直前に決算期変更、配当実施。	審判所は総則6項適用を認め、鑑定評価額を認定。

2. 算定作業の過度な負担と複雑性

純資産価額算定の作業内容



・土地(路線価/倍率)



・建物(固定資産税評価)



・有価証券
(時価/通達評価)



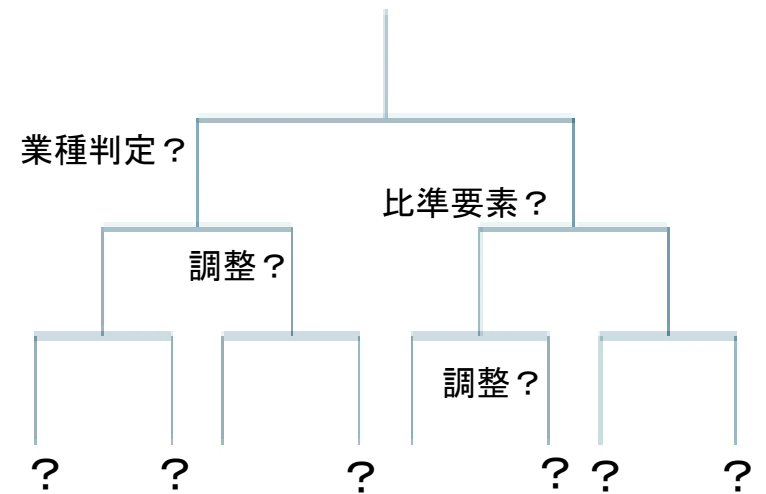
・保険(解約返戻金)



- ・大会社以外の中会社・小会社では純資産価額の算定が必要
- ・評価の都度、膨大な資料収集が必要。
- ・特に中・小会社ほど相対的な手間とコストが甚大。
- ・純資産価額が限度額となる仕組みが負担を助長。

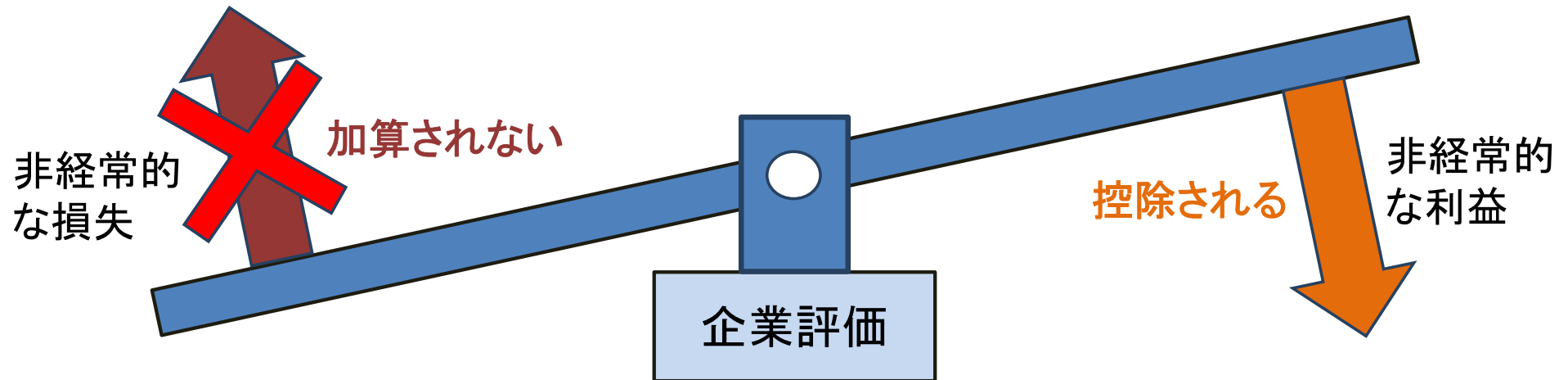
類似業種比準価額算定の作業内容

類似業種の株価、配当、利益、純資産を基にした比準計算。



- ・評価会社がどの類似業種に該当するかの判定が極めて困難。
- ・業種判定誤りによる重大な税務リスクを内包。

3. 類似業種比準価額の在り方、算定に係る問題点



算定における操作性の問題(恣意的な株価操作)	公開企業データとの前提の不一致
<ul style="list-style-type: none">・課税時期を考慮し、損金を発生させて評価額を下げる余地が存在。・制度の穴: 1株当たりの年利益金額の計算において、「非経常的な利益」は控除されるが、「非経常的な損失」は加算されない(非経常的な利益損失が共にある場合は通算)。・固定資産売却損や役員退職慰労金の意図的な計上により、利益要素を圧縮可能。	<ul style="list-style-type: none">・株式市場の公開企業の株価変動をベースとしているが、評価対象の大半は資本構造・企業体質が根本的に異なる。・上場企業の縮尺モデルを小会社に「50%適用」することの妥当性に懸念。

4. 課税時期の会社の状況等によって評価方法が変更になること

不連続で不合理な時価評価

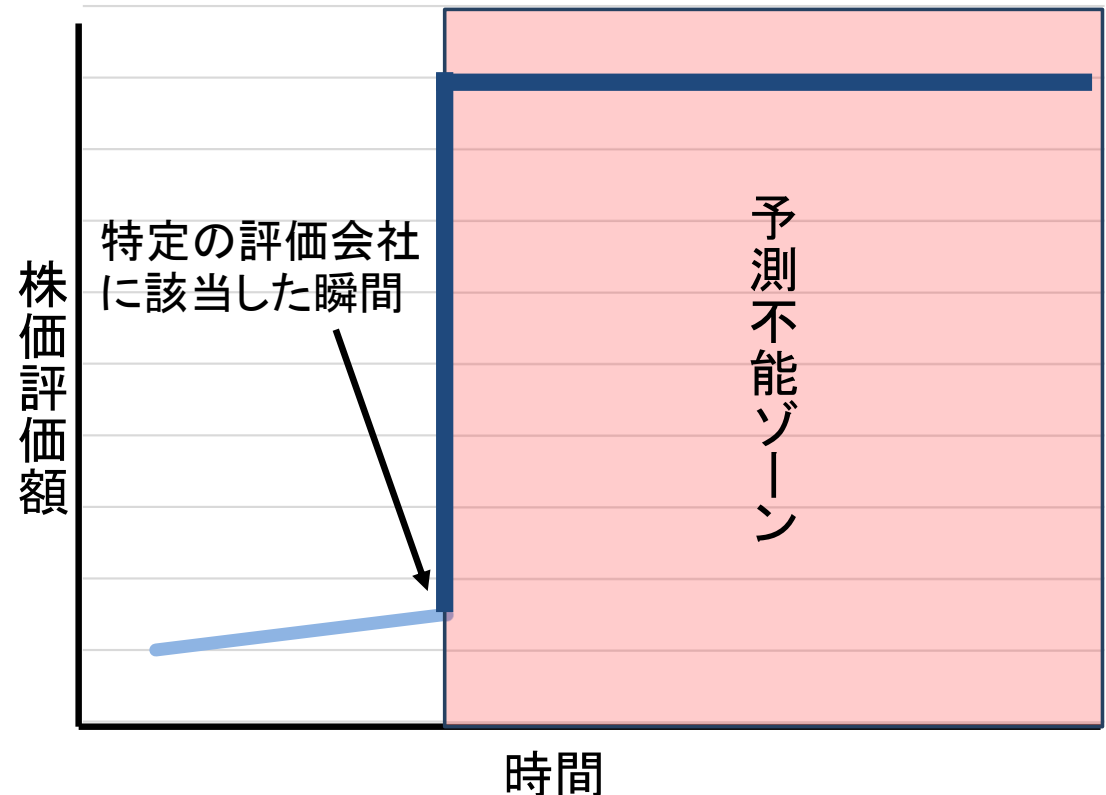
「特定の評価会社」に該当した瞬間に原則純資産価額を中心とした評価となり、通常より株価が高く算定される傾向にある。

困りごと①: 赤字続きでの株価急騰 (比準要素数1の会社の株式)

原則赤字が3期続くと該当。業績悪化で苦しんでいる最中に、相続直前というだけで株価が大幅上昇し、納税者の理解が得られ難い。

困りごと②: 資産の一時的変動による特定会社化(土地保有特定会社等)

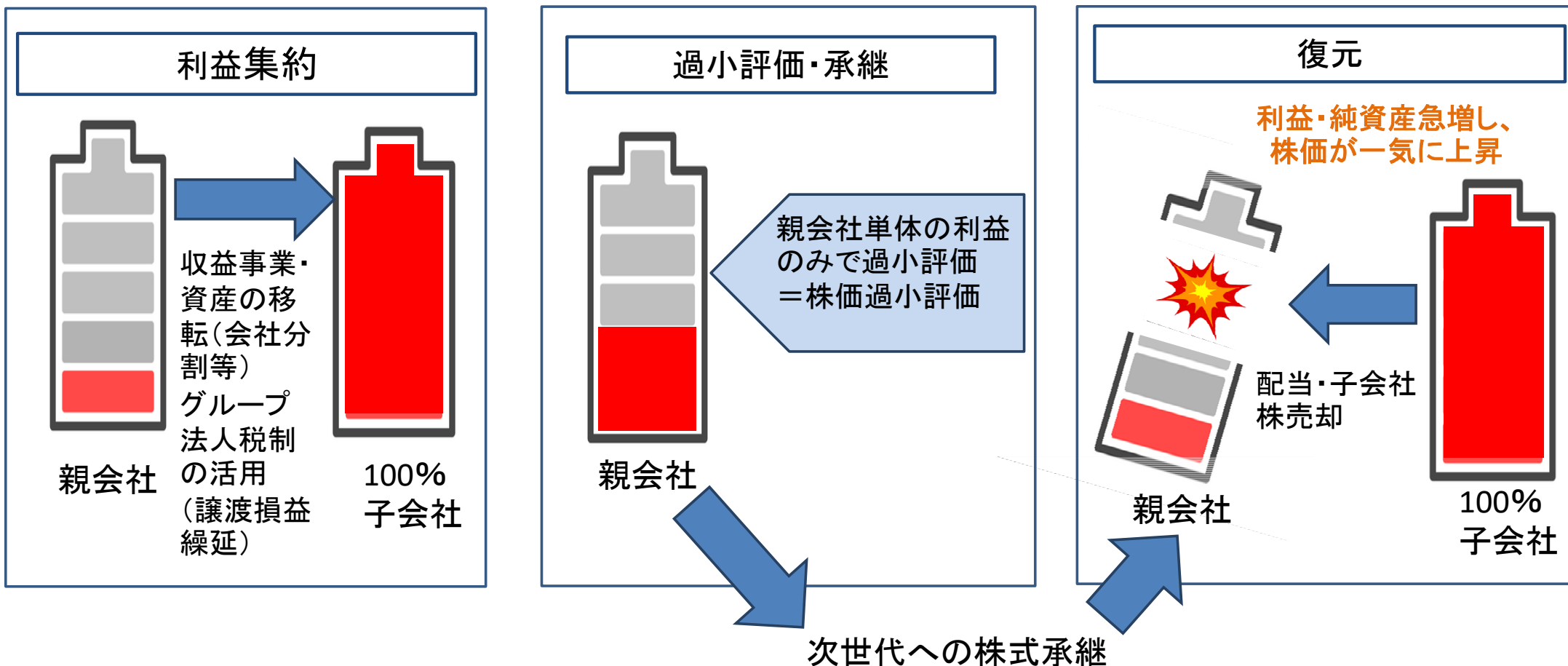
課税時期における総資産の株式・土地割合が一時点ベースで判定される。上場株式の時価上昇や事業用地取得だけで該当するリスク。本来は大会社でも全資産を洗い替えて判定する必要があり、著しい実務負担となる。



今後、議論の俎上に上がることが想定されるもの

5. 子会社への利益集約スキーム（類似業種比準方式の死角）

- グループ法人税制を活用し、親会社の評価を不当に引き下げるスキームの構造 -



今後、議論の俎上に上がることが想定されるもの

6. 持株会と無配当会社における制度と実態の乖離

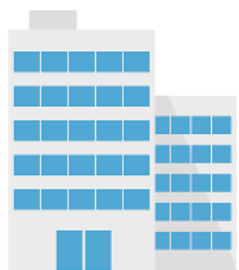
従業員持株会の問題

固定価格
(持株会の取得価格)

税務評価額
(通達評価)

二重構造の発生。税務評価額との乖離により、従業員の取得価格が低すぎる場合は「給与課税(経済的利益)」、高すぎる場合は「従業員の不利益(損失的状态)」が発生。退会・譲渡時の買取価格トラブルの原因に。(固定価格での買取が適正なのかどうか)

無配当会社における最低価格の問題



巨大な資本金



最低額 2円50銭

同族株主以外の者で評価において、無配当というだけで形式的に配当還元価額が最低額(2.5円)となる不合理。配当未計上会社が約80%を占める中、資本金が巨大でも極端に低い株価が算定され、適正な企業価値を反映していない。また、少数株主の判定の困難性という問題点もある。

見直しの具体案・方向性

1

・継続企業を前提とした評価の安全性考慮

継続企業を前提とした企業価値を測る観点や評価の安全性等に十分に配慮する必要がある。さらに、収益性を重視した「収益還元的」な評価方式(恣意性を排除するため法人税の課税所得ベース)への移行を検討。(なお、当該評価の見直しによって、企業価値評価の適正化が図られ、従来の評価方法と比べて**大幅な負担増となる場合**には、事業用資産は売却できないこと等を踏まえ、担税力の適正化の観点から、新たな制度として一定の評価減制度など事業承継の支援措置が必要)

2

・税務上の簿価純資産価額の採用と退職給付債務の控除

時価純資産(清算価値)ではなく、税務上の簿価純資産価額の採用を検討。また、時価純資産を採用する場合には、確実な退職給付債務・資産除去債務等を適正に減価要素として控除する。

3

・事業承継税制との一体的議論

株価評価と事業承継税制は実務上深く関連するため、別々ではなくそれぞれの趣旨を踏まえた「一体での議論」が不可欠。

4

・納付の円滑化(発行会社への譲渡に係る特例)

物納との差異を解消し、相続税納税のために発行会社へ非上場株式を譲渡した場合の所得税非課税措置等を創設すべき。

評価制度と事業承継税制の「一体的改革」

安全性の確保

非上場株式
の評価見直し

新たな事業
承継税制の
創設

事業資産に
限定した予測
可能な猶予・
免除

- ・評価制度と事業承継税制は趣旨が異なるが、実務上は不可分。
- ・基礎となる「評価」が正しく機能しなければ、いかに「猶予」を整備しても、中小企業を守ることはできない。
- ・評価と政策税制は本来は別々の議論であるが、今回、両者の議論は一体不可分の状態にある。限られた時間のなか、評価と税制を一体的に議論し、早期に全体像を提示する必要があるのではないか。

櫻井委員
提出資料

会計学における企業価値評価の研究状況

昭和女子大学特命教授・神戸大学名誉教授 櫻井久勝

- 1 企業の業績の反映
- 2 インカム・アプローチの3モデル
- 3 3つのモデルの同等性：仮設例による試算
- 4 モデルの定性的な優劣比較
- 5 残余利益モデルを適用する場合の検討事項

(1) 現在の自己資本簿価の把握、(2) 将来期間の当期純利益の予測、(3) 自己資本コスト

- 株主からみた企業価値の源泉：保有する純資産(貸借対照表)＋その増殖能力(損益計算書)
- 伝統的経営では有形資産(在庫、設備投資など)が重視され、貸借対照表に掲載
 - 貸借対照表に反映されない無形項目(研究開発投資、従業員の勤労意欲など)の重要性が増加
- 企業価値評価には、無形項目がもたらす企業業績の反映が不可欠 → インカム・アプローチ
- 企業業績をどの尺度で把握するか…候補として 配当、キャッシュフロー、当期純利益

インカム・アプローチの3モデル

評価モデル	企業価値の算定式
(1) 配当割引モデル DDM	$\text{企業価値} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{t\text{期の利益} \times \text{配当性向}}{(1 + \text{自己資本コスト})^t} = \frac{d_1}{1 + r_e} + \frac{d_2}{(1 + r_e)^2} + \dots \quad \text{①式}$ <p>配当 d が每期一定であれば 【企業価値 = 配当 $d \div$ 自己資本コスト r_e】 ②式</p>
(2) 割引キャッシュフローモデル DCFМ	$\text{企業全体価値} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{t\text{期のキャッシュフロー}}{(1 + \text{加重平均資本コスト})^t} = \frac{FCF_1}{1 + wacc} + \frac{FCF_2}{(1 + wacc)^2} + \dots \quad \text{③式}$ <p>キャッシュフロー FCF が每期一定であれば 【企業全体価値 = キャッシュフロー $FCF \div$ 加重平均資本コスト $wacc$】 ④式</p> <p>※ 企業価値 = 上記の企業全体価値 - 負債</p>
(3) 残余利益モデル RIM	$\text{企業価値} = \text{自己資本} C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{t\text{期の残余利益}}{(1 + \text{自己資本コスト})^t} = C_0 + \frac{A_1 - r_e C_0}{1 + r_e} + \frac{A_2 - r_e C_1}{(1 + r_e)^2} + \dots \quad \text{⑤式}$ <p>純利益 A が每期一定であれば、 【企業価値 = 自己資本簿価 $C_0 + \frac{\text{純利益} A - \text{自己資本コスト} r_e \times \text{自己資本簿価} C_0}{\text{自己資本コスト} r_e}$】 ⑥式</p>

【参考】配当割引モデルから残余利益モデルの導出

■資本と利益の関係

- 期首資本 C_{t-1} + 当期純利益 A_t - 配当 d_t = 期末資本 C_t ①式
- 配当 d_t = 期首資本 C_{t-1} + 当期純利益 A_t - 期末資本 C_t ②式

■②式を次の配当割引モデルへ代入

【配当割引モデル】

$$\text{企業価値} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{t\text{期の利益} \times \text{配当性向}}{(1 + \text{自己資本コスト})^t} = \frac{d_1}{1+r_e} + \frac{d_2}{(1+r_e)^2} + \dots \quad \text{前頁①式}$$

$$\begin{aligned} & \frac{C_0 + A_1 - C_1 + r_e C_0 - r_e C_0}{1+r_e} + \frac{C_1 + A_2 - C_2 + r_e C_1 - r_e C_1}{(1+r_e)^2} + \frac{C_2 + A_3 - C_3 + r_e C_2 - r_e C_2}{(1+r_e)^3} + \dots \\ &= \frac{C_0(1+r_e) + A_1 - r_e C_0 - C_1}{1+r_e} + \frac{C_1(1+r_e) + A_2 - r_e C_1 - C_2}{(1+r_e)^2} + \frac{C_2(1+r_e) + A_3 - r_e C_2 - C_3}{(1+r_e)^3} + \dots \\ &= C_0 + \frac{A_1 - r_e C_0}{1+r_e} - \frac{C_1}{1+r_e} + \frac{C_1}{1+r_e} + \frac{A_2 - r_e C_1}{(1+r_e)^2} - \frac{C_2}{(1+r_e)^2} + \frac{C_2}{(1+r_e)^2} + \frac{A_3 - r_e C_2}{(1+r_e)^3} - \frac{C_3}{(1+r_e)^3} + \dots \\ &= C_0 + \frac{A_1 - r_e C_0}{1+r_e} + \frac{A_2 - r_e C_1}{(1+r_e)^2} + \frac{A_3 - r_e C_2}{(1+r_e)^3} + \dots - \frac{C_n}{(1+r_e)^n} \end{aligned}$$

n が十分に大きければ最終項はゼロ

(出典) 桜井久勝 『財務諸表分析(第9版)』 中央経済社、2024年、305-307頁。

3つのモデルの同等性: 仮設例による説明

● 仮設例の作成意図
 每期同じ状態が永久に続く
 → 完全な予測が可能

仮設 計算 例	① 商品500を仕入。現金払。 【商品 500 / 現金 500】	④ 負債利子60 (=1,200×5%)を現金払。 【支払利息 60 / 現金 60】
	② 商品を1,000で完売。現金受取。 【現金 1,000 / 売上 1,000】 【売上原価 500 / 商品 500】	⑤ 税金136 (=税引前利益340×税率40%)を現金払。 【法人税等 136 / 現金 136】
	③ 設備を100だけ減価償却。 同額の設備を現金で取得。 【減価償却費 100 / 設備 100】 【設備 100 / 現金 100】	⑥ 当期純利益204を配当として分配。 【損益 204 / 利益剰余金 204】 【利益剰余金 204 / 現金 204】

期首の貸借対照表 (毎期末も同じ)	
設備 2000 (20年で毎年 100ずつ減価 償却し、 同額を補充)	有利子負債 1200 利率5% 自己資本簿価 800 資本コスト10%

毎期の損益計算書	
売上高	1,000
売上原価	500
減価償却費	100
営業利益	400
支払利息	60
税引前利益	340
税金費用	136
当期純利益	204

毎期のキャッシュフロー計算書	
営業活動	
税引前利益	340
減価償却費	100
税金支出	△136
	304
投資活動	
設備投資	△100
財務活動	
配当支出	△204
収支尻	0

仮設例による企業価値の試算

(1) 配当割引モデル

②式から 配当額 204 ÷ 自己資本コスト 0.1 = 企業価値 **2,040**

(2) 割引キャッシュフローモデル

◆フリー・キャッシュフロー

損益計算書による算定: 営業利益 400 × (1 - 税率 0.4) + 減価償却費 100

− 設備投資額 100 − 運転資本増加額 0 = 240

CF計算書による算定: (営業CF 304 + 利息支払額 60 × (1 - 税率 0.4)) − 投資CF 100 = 240

◆加重平均資本コスト(wacc) 負債価値 1,200 (37.04%) と 自己資本価値 2,040 (62.96%) で加重平均

負債 $0.05 \times (1 - \text{税率} 0.4) \times 0.3704 + \text{自己資本} 0.1 \times 0.6296 = 0.01111 + 0.06296 = 0.07407$

④式から フリー・キャッシュフロー 240 ÷ 加重平均資本コスト 0.07407 = 負債も含めた企業全体の価値 3,240

企業全体価値 3,240 − 負債の価値 1,200 = 企業価値 **2,040**

(3) 残余利益モデル⑥式

自己資本簿価 800 + $\frac{\text{純利益} 204 - \text{自己資本コスト} 0.1 \times \text{自己資本簿価} 800}{\text{自己資本コスト} 0.1} = 800 + (124 \div 0.1) = \mathbf{2,040}$

●仮設例の重要ポイント

評価モデルが必要とする将来期間のデータ (配当、キャッシュフロー、純利益) が正しく予測されている限り、どのモデルを用いても同じ評価額に到達する。

3つのモデルの定性的な優劣比較

①②③の判断基準に照らして、「残余利益モデル」が最も優れているという定性的判断が可能

判断基準	配当割引モデル	割引キャッシュフローモデル	残余利益モデル
① 適用が不可能 または無意味な ケース	<ul style="list-style-type: none"> ・ 配当をゼロに抑制している企業 ・ 1株当り配当を定額に定めている企業 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 成長期の設備投資によりFCFがマイナスの企業 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 特には見あたらない
② モデルが必要とする将来データの予測の難易度	<ul style="list-style-type: none"> ・ 利益を配当する時期は裁量的に決定できるため、配当の予測は困難 	<ul style="list-style-type: none"> ・ FCF構成要素のうちの設備投資と、wacc計算に関係する他人資本調達は、裁量変数ゆえ予測は困難 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 発生主義会計のCF配分により利益のボラティリティが小さいため、予測はCFよりも容易 ・ 会計基準や会計処理方法の差異の影響を受けない
③ ターミナル価値への依存度 (カッコ内はターミナル価値)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 相対的に最も大きい。 (数年先時点での将来配当の現在価値) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 相対的に大きい。 (数年先時点での将来キャッシュフローの現在価値) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 明らかに小さい。 (数年先時点での将来の残余利益の現在価値)

(出典) 桜井久勝 『財務諸表分析(第9版)』 中央経済社、2024年、317頁。

残余利益モデルを適用する場合の検討事項

■必要データは ①現在の自己資本簿価、②将来期間の当期純利益の予測値、③自己資本コスト

$$\text{企業価値} = \text{自己資本簿価} + \frac{\text{当期純利益} - \text{自己資本コスト} \times \text{自己資本簿価}}{\text{自己資本コスト}}$$

■現在の自己資本簿価

- 理論上の必要データは、現行制度下で作成されている貸借対照表の [株主資本+評価・換算差額等]
- 資産・負債の時価評価を行うか。(不動産を相続した場合との公平のために)

【仮設例】 自己資本簿価 500、追加的な時価評価差額 100、当期純利益 45、自己資本コスト 6%

現行の貸借対照表による場合 $500 + (45 - 0.06 \times 500) \div 0.06 = 500 + 250 = 750$

土地など追加的に時価評価する場合 $600 + (45 - 0.06 \times 600) \div 0.06 = 600 + 150 = 750$

(出典) 桜井久勝「利益情報と純資産情報の最適バランスの探求」『国民経済雑誌』204巻1号(2011年7月)、1-16頁。

桜井久勝「資産負債アプローチへの過剰傾斜の弊害」『企業会計』66巻10号(2014年10月)、14-20頁。

■将来期間の当期純利益の予測値

- 恣意的な予測値は不可。過去の損益計算書の実績値と紐づける必要がある。
- 理論上の必要データは、将来の無限期間分であるが、数年分だけを評価対象に含めるのも一案。
- 法人税の節税を狙って利益圧縮された過年度分の損益計算書を、是認するか矯正するか。

■ 自己資本コスト

●資本資産価格形成モデル(CAPM:Capital Asset Pricing Model) 1990年ノーベル経済学賞を取得

- 高リスク証券ほど高い投資収益率をもたらすように、証券価格が形成されていることをモデル化。
- 投資者の投資収益率は、企業にとっては資本コスト。

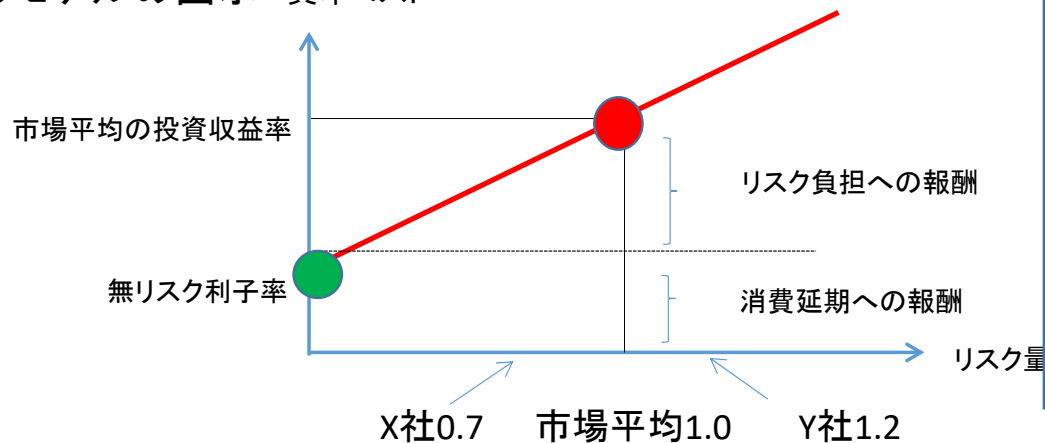
●モデル式

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \quad \text{ただし} \quad \beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)}$$

資本コスト = 消費延期への報酬 + リスク負担への報酬

= 無リスク利子率 R_f + 銘柄別リスク量 β_i × 市場平均リスクプレミアム $[E(R_m) - R_f]$

●モデルの図示 資本コスト



- 無リスク利子率(10年物国債利回り): 現在 約2.5%
- 市場平均の収益率: 直近10年で9.05%、直近20年で5.58%

資本コスト = 2.50% + β × (9.05 - 2.50)%
上場会社の β 値は、各社の過去の株価データによる算定値を予測に利用できるが、非上場会社はこれができない。

納税者間の公平のために、全社 $\beta = 1.0$ とするか。
無リスク利子率、市場平均の収益率は何%とするか。