

第3 株価算定方式とその当てはめ

1 株価算定方式の決定と当てはめプロセス

株価算定方式の具体的な選定方法等については、各論で説明しますが、ここでは、株価算定方式の決定からインプットデータの当該算定方式への当てはめ、さらには算定結果の活用について説明します。

一般的に、株価算定方式が決まると、当該算定方式に必要となるインプットデータの信頼性の検証をすることになります。ここでポイントは、インプットデータの信頼性をいかに確保するかです。非上場会社である評価対象会社から提供される財務データは、少なくとも公認会計士等による外部監査を受けていないケースがほとんどであり、また、会計処理基準も税法基準をベースにしていることが多いです。そのため、減価償却費に計上不足額がある、若しくは退職給付引当金等の引当計上不足、若しくは棚卸資産や売掛債権等、回収可能性に関する減損処理の不適用等の税法基準の財務データについては、財務デュー・デリジェンス等で修正等指摘を受ける可能性があります。

2 「企業価値評価ガイドライン」の概要

日本公認会計士協会は、平成25年7月22日に「企業価値評価ガイドライン」（経営研究調査会研究報告32号。以下「ガイドライン」といいます。）の改訂版を公表しました。このガイドラインは、平成19年5月16日に原版が公表されて以来、「企業価値評価に関する我が国の評価実務をまとめた研究報告」であって、実際の企業価値評価において準拠すべき「基準」や「マニュアル」ではないとしているものの、実務的に準拠すべき「基準」や「マニュアル」が存在しないことから、非上場会社の評価において広く利用され、また、ガイドラインは企業価値

評価を解説する多くの書籍や論文等で引用されており、事実上の企業価値評価に関するスタンダードといっても過言ではありません。

株価算定方式を理解する上で、このガイドラインそのものを理解しておくことは評価の共通言語を体得するという意味において有意義で、また、算定方式選定のための留意点も同時に理解することが可能となります。

この概要を以下に説明します。

ガイドラインでは、評価をするためのアプローチをインカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチに分類しています。ここで、「インカム」とは、「評価対象会社から期待される利益、ないしキャッシュ・フロー」、「ネットアセット」とは、「貸借対照表記載の純資産」、とそれぞれ定義されます。一方、マーケット・アプローチとは、「上場している同業他社や、評価対象会社で行われた類似取引事例など、類似する会社、事業、ないし取引事例と比較することによって相対的な価値を評価する方法」とされています。それぞれのアプローチに帰属する具体的な評価方法は、ガイドラインで、以下のとおりまとめられています。

評価アプローチ	評価法
インカム・アプローチ	フリー・キャッシュ・フロー法 調整現在価値法 残余利益法 その他 配当還元法 利益還元法（収益還元法）
マーケット・アプローチ	市場株価法 類似上場会社法（倍率法、乗数法） 類似取引法 取引事例法（取引事例価額法）

[21] 債務超過会社において会社借入金の担保に供されている経営者所有の不動産を現物出資することで財務内容を改善しようとする場合

ケース

A社は、菓子メーカーで現在は食品工業団地に新工場を設立して生産活動を続けているものの、大幅なコスト増を吸収できず、移転時の施設の除却損等、またその後3期連続して営業損失を計上したことから2期前に債務超過に陥りました。直近期は利益率の改善と経費削減で業績は回復傾向にあります。また、旧工場敷地は経営者である甲が個人で所有しており、その土地にはA社が作った建物があり、現在は倉庫として活用しています。甲からの依頼で甲自身が高齢であることから当該土地を会社に現物出資の方法で譲渡することを検討しています。

【A社の概要】

(単位：百万円)

純資産の部		会社業績	
資本金	50	売上高	900
利益剰余金	△180	営業利益	△40
有利子負債	300	(内 減価償却費)	(30)
株主関連情報			
発行済株式総数	500株	経常利益	△50
		当期利益	△55

【ここ5年の業績】

(単位：百万円)

	4期前	3期前	2期前	1期前	直近期
売上高	880	890	900	900	900
経常利益	40	40	△100	△70	△50

【甲の保有不動産】

(単位：百万円)

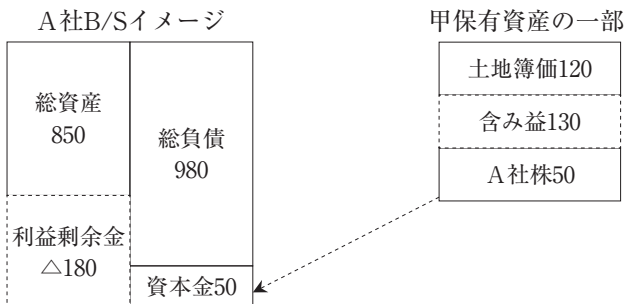
旧工場敷地	簿 価	120
	時 価	250

【特記事項】

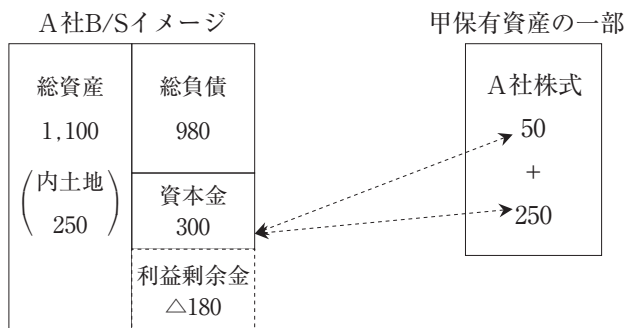
- ・ A社株式は全て甲が設立以来保有している。
- ・ A社には含み益のある不動産等はない。
- ・ 甲保有不動産は創業来工場敷地であって、金融機関の担保に付されている。
- ・ A社は創業来配当は実施してない。

【現物出資スキーム】 (単位：百万円)

(現物出資前)



(現物出資後)



評価方法選定のポイント

◆現物出資と単純譲渡の比較

本ケースでは、単純譲渡ではなく、現物出資が検討されています。その理由は、不動産を保有することになる法人においては現物出資の方がメリットが大きく、個人においては、保有している不動産が株式に変わることによる相続税対策の側面もあります。これらをまとめると以下のとおりになります。

\	現物出資	単純譲渡
譲渡価額	時 価	時 価
譲渡対価	A社株式	現預金等
A社における受贈益認識	しない	しない
甲における譲渡損益認識	す る	す る
会社法上の手続	必 要 (※)	不 要

(※) 不動産を対象とする現物出資の場合には、出資対象となる土地の評価に関

し、現物出資財産が不動産である場合にあっては、検査役による調査が必要とされていますが、不動産鑑定士による鑑定評価で代用することも可能です（会社207⑨四）。

◆現物出資時の株価は「プレ」か「ポスト」か

会社法に現物出資する際の株価の定めはありません。また、A社の場合、甲が引き受ける増資は常に株主割当増資になるために、有利発行（会社199②③・200②・201①・309②五）の問題（一般に時価の90%に満たない株価といわれています。）も生じないために、株価をいくらにしても問題はなく、甲が引き受ける株式数のみが増加します（出資される不動産の評価は決まっているため、増資時の一株当たり株価が決まると、甲が引き受けるべき株式数が算定されるため）。

しかしながら、甲以外の株主も存在するケースでは、上記の有利発行の問題もあり、「一株当たりの株価」算定が必要になります（会社法上は、199条1項2号で、募集株式の払込金額（募集株式一株と引換えに払い込む金銭又は給付する金銭以外の財産の額をいいます。）又はその算定方法を決定する旨の定めがあります。）。

そう考えると、本ケースのような、「プレ」と「ポスト」で債務超過から資産超過になるケースでは、どちらで株価算定をするかが問題になります。こうした具体的な事例で争った判例も見当たらないのですが、ここでポイントとなるのは、A社の代表取締役でもある甲にとって、本ケースのスキームが、A社においていかなる意義を持つのか、という視点です。本ケースは、A社にとっては債務超過を解消する＝正の企業価値を付す、という明確な狙いがあります。そう考えると、債務超過を解消する前の株価＝ゼロ（実際には1円）で募集の決定をすることは考えづらく、授權資本枠との関係でも問題が生じる可能性があります。よって、「ポスト」で株価を算定すべきとなります。

評価方法の適否

評価方法		適 否	理 由
インカム・アプローチ	フリー・キャッシュ・フロー法	×	ビジネスモデル自体に大きな変更がないことと現時点で簡易キャッシュフローがマイナスであることを考えると採用できません。
	調整現在価値法	×	債務超過であり、無負債事業価値も節税効果の現在価値もゼロとなり、採用できません。
	残余利益法	×	大幅な債務超過であり、非上場会社に対する適用事例も少なく採用できません。
	利益還元法 (収益還元法)	×	事業用資産として活用するものであり、売却が想定されていないため採用できません。
	配当還元法	×	配当実績がなく、採用できません。
マーケット・アプローチ	市場株価法	×	非上場会社であり、採用できません。
	類似上場会社法	×	法的整理となるケースは特殊なケースが多く、類似する取引事例を見つけ出すことすら困難で採用できません。
	類似取引法	×	法的整理となるケースは特殊なケースが多く、類似する取引事例を見つ

			け出すことすら困難で採用できません。
	取引事例法	×	法的整理となるケースは特殊なケースが多く、類似する取引事例を見つけ出すことすら困難で採用できません。
コスト・アプローチ	時価純資産法	○	結果として簿価純資産法と同じ評価額になると想定されますが、採用可能です。(→ 1)
	簿価純資産法	○	結果として時価純資産法と同じ評価額になると想定されますが、採用可能です。(→ 1)

1 コスト・アプローチによる評価

A社の現物出資直前の簿価純資産額は△130百万円（資本金50百万円＋利益剰余金△180百万円）です。A社自体は含み損益のある資産を有していないので、結果、時価純資産額も同じになります。よって、A社は130百万円の債務超過額となります。この時点で、コスト・アプローチに基づく評価はゼロです。

しかしながら、今回の甲により現物出資される不動産の簿価が120百万円、時価250百万円ですので、結果、資本金の額が現物出資前の50百万円から300百万円に増加しているため、「ポスト」でのコスト・アプローチによる評価は、以下のとおりとなります。

〔計算例〕

$$\text{簿価純資産法} : 300\text{百万円} + \triangle 180\text{百万円} = \underline{120\text{百万円}}$$

時価純資産法：300百万円 + △180百万円 = 120百万円

よって、「ポスト」での企業価値はどちらの方法によっても120百万円となります。

税務上の留意点

○甲が新たに取得するA社株式の評価

現物出資の直前は、A社は債務超過であり、かつ、経常利益も3期連続マイナスでしたので、仮に財産評価基本通達による評価を行ったとしても株価はゼロであったと推測されます。しかしながら、A社は今回の増資を現物出資後の「ポスト」で評価をしていますので、上記のとおり株価が付くこととなります。その点で、A社の株主は甲一人、また、会社法の手続に従って現物出資を遂行する、すなわち、不動産鑑定士による出資対象不動産の評価が行われることとなるために問題にはなりません。仮にA社の株主が甲以外にもいる場合には、相続税法基本通達の定めにも注意を払う必要があります。

○甲の不動産譲渡に伴う譲渡所得課税

所得税法36条1項で金銭以外の物又は権利その他経済的な利益をもって収入とする場合には、その金銭以外の物又は権利その他経済的な利益の価額とされているために、甲においては、当該不動産の取得価額と、新たに取得する「株式の時価」との差額をもって譲渡所得を認識します。本ケースでは、上記のとおり「ポスト」の評価で120百万円とされており、不動産の取得価額120百万円と同額であることから譲渡所得は生じず、結果、譲渡所得課税の対象とはなりません。なお、本ケースで仮に譲渡所得が生じた場合、取得から長期（5年超）の譲渡に該当すると考えられますので、譲渡所得×（国税15.315% + 地方税5%）の譲渡所得税が課されることとなります。

Memo

○現物出資

現物出資であっても甲の資産が自らの所有でなくなることから、所有権の移転を伴う取引になります。また、現物出資の場合、当該財産を受け入れる法人側で、「株式会社の資本金の額は、この法律に別段の定めがある場合を除き、設立又は株式の発行に際して株主となる者が当該株式会社に対して払込み又は給付をした財産の額」（会社445①）とされており、時価による給付が原則となります。そのため、上記のとおり、現物出資による株式募集の場合、出資対象となる土地の評価に関し、「現物出資財産が不動産である場合にあっては、当該証明及び不動産鑑定士の鑑定評価」（会社207⑨四）が必要となります。そのため、資産を出資する個人においては、取得価額と現物出資時の時価との差額について譲渡損益を認識することになります。

○現物出資の対価であるA社株式の取得価額

本ケースは、現物出資対象の不動産は個人である甲所有ですが、仮に不動産が法人所有であった場合には、取扱いが異なるため、念のため、これらを簡単にまとめておきます。

現物出資者	個人	法人	
		適格現物出資	非適格現物出資
譲渡収入	金銭以外の物又は権利その他経済的な利益をもって収入する場合にはその金銭以外の物又は権利その他経済的な利益の価額	内国法人が適格現物出資により被現物出資法人にその有する資産の移転をし、又はこれと併せてその有する負債の移転をしたときは、当該被	譲渡をした資産の引渡しの時における価額（法税22の2④）

第4章 相続・事業承継へのプロセス

〔28〕 相続発生により定款の定めに従って売渡請求権を行使する場合

ケース

A社は創業60年の老舗菓子問屋です。2か月ほど前に先代経営者の番頭であった専務取締役が相続が発生し、二代目経営者の甲は、定款の定めに従って、相続人に売渡請求することを検討しているとのことで、株価算定を依頼されました。

【A社の概要】

(単位：百万円)

純資産の部		会社業績	
資本金	30	売上高	9,000
利益剰余金	800	営業利益 (内 減価償却費)	300 (45)
株主関連情報			
発行済株式総数	450株	経常利益	260
甲 他	400株	当期利益	160
専務取締役	50株	配当実績	0

【A社の保有不動産】

(単位：百万円)

本社土地	簿 価	145
	時 価	450

【今後5年の利益計画】

(単位：百万円)

	直近期	1期後	2期後	3期後	4期後	5期後
売上高	9,000	9,100	9,250	9,400	9,600	10,000
経常利益	260	265	280	300	320	500
FCF	285	290	300	315	335	520

【特記事項】

- ・ここ数年売上高、経常利益共に安定しており、大きな業績の変動はない。
- ・A社の不動産は主に本社の事業用資産として活用している。
- ・専務取締役が株式を取得したのは15年ほど前で当時先代経営者から贈与により譲り受けたものである。
- ・A社の有利子負債は約1,000百万円あるが、金融機関との関係は良好で特段の問題はない。
- ・これまで内部留保を優先しており、配当は実施していない。
- ・キャッシュフローは簡易的に算定している。
- ・上記の利益計画は専務取締役も生前に作成に関与していた。
- ・株価算定上のWACC（加重平均資本コスト）は15%とする。
- ・株価の算定上TV（ターミナルバリュー）は考慮せず、直近期以降5年間の利益計画のみで計算することに合意している。

【売渡請求権付株式に関する手続】

会社法で以下のとおりの手続が定められています。

- ① A社株主総会決議に基づく専務取締役の相続人等への売渡請求の連絡（今回のケースでは起こり得ないが、会社法上の期限はA社が

- 専務取締役の相続があったことを知った日から1年以内(会社176①)
- ② A社若しくは専務取締役の相続人との間で買取価格の交渉(会社177①)→③の手続を行わない場合には、当事者同士で合意するまで交渉が継続し、裁判所への申立ては効力を失う(会社177⑤)。
- ③ ①後20日以内であれば、A社若しくは専務取締役の相続人から裁判所に対して買取価格決定の申立て(会社177②)

評価方法選定のポイント

◆売渡請求権行使時の株価算定プロセス

相続人に対する株式の売渡請求権が行使されると、その買取価格の決定に関しては、二段階のプロセスを経ます。最初に当該相続人と会社の間で協議され(会社177①)、協議が調わなければ裁判所に価格決定の申立てを行うこととなります(会社177②)。

ここで、売渡請求を行使する経営判断の基礎は、安定的な会社業績と比較的潤沢な内部留保にあると推定されることから、裁判所が、株式の買取価格の決定に際して、「請求の時ににおける」、「株式会社の資産状態その他一切の事情」を考慮すると規定されています(会社177③)。ここでいうところの、「その他一切の事情」の意味するところは、コスト・アプローチにおいては含み益を考慮した時価純資産法、インカム・アプローチでは将来予測に基づく適正な「ポスト」価格の算定方法によるものと考えられます。

また、相続人に対する売渡請求は「会社からの一方的な売渡しの請求によって、株主の地位を奪う制度であることから、当該売渡請求によって支配権の移動が伴う場合には、いわゆる支配権プレミアムに相当する部分についても積極的に判断の要素に取り入れるべき」(山下友信編『会社法コメンタール4-株式(2)』§§155-198)132頁〔伊藤雄司〕(商事法務、2009))と考えられています。

評価方法の適否

評価方法		適 否	理 由
インカム・アプローチ	フリー・キャッシュ・フロー法	○	専務取締役も生前に計画書の作成に関与しており、その点で、計画数値には株価算定上は合理性があるので、採用可能です。(→ 1)
	調整現在価値法	×	今回の買収は自己資金で行われる見込みであり、負債による節税効果が期待できず、採用できません。
	残余利益法	×	非上場会社に対する適用事例が少なく採用できません。
	利益還元法 (収益還元法)	×	不動産の売却は想定できず、採用できません。
	配当還元法	×	配当実績がないことから採用できません。
マーケット・アプローチ	市場株価法	×	非上場会社であり採用できません。
	類似上場会社法	△	問屋業は上場会社にも多く、採用は可能ですが、会社法に基づく自己株式の買収で上場会社の類似上場会社法が採用されるケースは少ないです。

	類似取引法	×	非上場会社で採用するケースはほとんどありません。ただし、下記の裁判例を参照。
	取引事例法	×	専務取締役が取得したのは贈与であったので、該当取引が存在せず、採用できません。
コスト・アプローチ	時価純資産法	○	保有する不動産に大きな含み益があり、採用可能ですが、その他の資産負債の時価評価が適切にできることが前提となります。(→ 2)
	簿価純資産法	×	保有する不動産に大きな含み益があり、採用できません。
その他	裁判例	○	類似の非訟事件があった場合、裁判例で示された評価方法を採用することが可能です。(→ 3)

1 フリー・キャッシュ・フロー法による評価

ここでは、WACCが15%、TVを考慮しないと仮定しているので、上記の今後5年の利益計画における現在価値計算は以下のとおりとなります。

〔計算例〕

(単位：百万円)

	直近期	1期後	2期後	3期後	4期後	5期後
売上高	9,000	9,100	9,250	9,400	9,600	10,000
経常利益	260	265	280	300	320	500