

## 【特集】

# 取引相場のない株式 の相続税評価

取引相場のない株式の相続税評価を巡っては、評価方式の選択によって評価額に大きな差が生じ得ること、またその結果として課税の公平性が十分に確保されているのかという点が、近年、改めて問題となっている。会計検査院は令和5年度決算検査報告において、類似業種比準方式や併用方式による評価額が純資産価額方式に比して相当程度低く算定される傾向を指摘し、会社規模の違いによる評価額の乖離に言及した。さらに、配当還元方式についても、近年の金利水準との関係から、評価額が相対的に低水準となっている可能性を示している。

他方、令和4年4月19日の最高裁判決以降、不動産評価を契機として、取引相場のない株式の評価においても、財産評価基本通達総則6項の適用をめぐる争いが相次いでおり、通達に基づく評価が是認される場合と、純資産価額方式や鑑定評価が採用される場合とが交錯する状況にある。

本特集では、まず会計検査院の指摘を起点として現行評価の構造と問題点を整理し、総則6項の適用判断をめぐる近時の裁判例・裁決の動向を検討する。あわせて、類似業種比準方式や配当還元方式に内在する課題を検討するとともに、企業会計、会社法および中小企業M&Aにおける非上場株式評価との比較を通じて、取引相場のない株式評価の現状と今後の在り方を多角的に考察する。

- 1—会計検査院の指摘と分析●弥永真生
- 2—取引相場のない株式の評価と総則6項の適用●香取 稔
- 3—取引相場のない株式の評価をめぐる問題点（課題）●塩野入文雄
- 4—配当還元評価を巡る問題点●松岡章夫
- 5—取引所の相場のない株式の評価—企業会計における非上場株式の評価、会社法と中小企業M&Aでの価格●太田英男

弥永 真生 ● 明治大学専門職大学院教授

## I

### 会計検査院「令和5年度決算検査報告」

会計検査院の『令和5年度決算検査報告』の「第4章 国会及び内閣に対する報告並びに特定検査対象に関する検査状況等」「第2節 特定検査対象に関する検査状況」において、第4として、「相続等により取得した財産のうち取引相場のない株式の評価について」が取り上げられた。「相続等により取得した財産のうち取引相場のない株式の評価については、これまで評価方法の改正が行われており、このうち類似業種比準価額の計算式等の数次の改正は評価会社の株式の評価額に影響を与えるものであった。また、配当還元方式の計算式についてはその評価額に大きく影響を与える改正は行われておらず、その還元率についても見直されていない状況である。そして、上記の評価方法の改正を背景として各評価方式による評価額の間に開差が生じているという意見等がある中、評価通達で定められている各評価方式間の評価額の状況については特段の検証がされてきていない状況」にあることが取り上げられた理由とされている。そして、会計検査院は、「有効性、公平性等の観点から、評価通達で定められている取引相場のない株式の評価について、原則的評価方式の各評価方式による評価額の水準はどのようにになっており、相続税等の申告に当たり、異なる規模区分の評価会社が発行した取引相場のない株式を取得した者間で株式の評価の公平性が確保されているか、配当還元方式の還元率は社会経済の変化に応じたものとなっているなどに着眼して検査した」としている(660頁)。

国税庁から提出を受けた、令和2、3両年分の相続税及び贈与税の申告のうち、相続等により取得した財産に取引相場のない株式がある申告のリスト(それぞれ30,986件と148,334件)に基づき、その中から相続税及び贈与税の税目別並びに原則的評価方式により株式の評価を行っている申告(原則的評価方式による申告)及び特例的評価方式である配当還元方式により株式の評価を行っている申告(配当還元方式による申告)の別に、層化抽出法により、各400件<sup>(1)</sup>を無作為に抽出し、これらの計1,600件の申告(当該申告に

(1) 統計学的には、母集団がきわめて大きく、かつ、回答比率が0.5(この場合には必要標本数が最も大きくなる)であっても、信頼水準95%、許容誤差±5%とするためには、384件の標本が必要であるとされるので、400件は十分な標本数である。

において、取得財産のうち株式が取引相場のない株式として評価されている評価会社延べ1,785社）を対象としたとされている。

## II 原則的評価方式による評価

### 1 会計検査院が把握した現状

会計検査院は、「一般的に、納税義務者は納税額を低く抑えるように、評価額がより低く計算される評価方式を選択して申告すると思料される。そして、……純資産価額方式により評価されていた評価会社の割合は著しく低くなっていた。これらの点を考慮すると、いずれの会社規模についても選択可能な純資産価額方式による評価額に比べて、他に選択可能な類似業種比準方式又は併用方式による評価額は低くなる傾向があると考えられ、さらに、類似業種比準方式及び併用方式で用いられている類似業種比準価額は、純資産価額に比べて低く算定される傾向があると考えられる」という視点を設定したうえで、相続税及び贈与税に係る原則的評価方式による申告各400件、計800件においては、評価会社延べ896社に係る取引相場のない株式が評価されていたが、このうち評価明細書で所要の項目を確認できない評価会社延べ72社、特定の評価会社延べ184社、計延べ256社を除いた延べ640社について、会計検査院は以下のような傾向がみられたと指摘している。

すなわち、延べ640社のうち、評価明細書において類似業種比準価額と純資産価額が算定されていた延べ616社について、類似業種比準価額及び純資産価額の選択又は両者の併用のために評価明細書に記載されている価額を用いて、類似業種比準価額と純資産価額を比較したが、類似業種比準価額の中央値は11,622円（25%値は2,062円、75%値は84,970円）、純資産価額の中央値は42,648円（25%

値は8,505円、75%値は286,160円）となっており、類似業種比準価額の中央値が純資産価額の中央値の27.2%（類似業種比準価額の25%値が純資産価額の25%値の24.2%、類似業種比準価額の75%値が純資産価額の75%値の29.4%）となっていた。また、延べ616社のうち、純資産価額が0円であった4社を除いた延べ612社について、各評価会社の純資産価額に対する類似業種比準価額の割合の中央値は0.25倍となっており、延べ477社（全体の77.9%）が0.5倍未満となっていた。このように類似業種比準価額は純資産価額に比べて相当程度低い水準にあるため、類似業種比準方式及び併用方式による各評価額は純資産価額方式による評価額に比べて相当程度低く算定され、各評価方式の間で1株当たりの評価額に相当のかい離が生じている状況となっていた。しかも、純資産価額に対する申告評価額の割合の中央値は、大会社0.32倍、中会社0.50倍、小会社0.61倍となっており、申告評価額は、評価会社の規模が大きいほど純資産価額に比べて低くなる状況となっていた。これは、類似業種比準価額は純資産価額に比べて相当程度低く算定される傾向があるところ、大会社は類似業種比準方式を採用できるのに対し、中会社及び小会社には類似業種比準価額を併用できる併用方式しか認められておらず、規模が小さくなるほど、算定における類似業種比準価額の割合が減少する仕組みになっていることによる。

また、延べ640社のうち、類似業種比準方式及び併用方式が選択されていた延べ590社における、利益金額の比準割合の中央値は0.30、純資産価額（簿価）の比準割合の中央値は2.29であったが、延べ469社（延べ590社の79.4%）の評価会社の配当金額の比準割合が0であったため、配当金額の比準割合の中央値は0であった。そして、配当金額の比準割合が0となっていた延べ469社のうち同族

株主等の上位3者が有する株式の総数等がその会社の発行済株式の総数等の50%を超える評価会社は、99.5%を占める状況となっていた。しかも、前記延べ590社のうち、配当金額を計上していた121社における配当金額の比準割合は1.0未満であり、類似業種と比べると配当金額の水準が低い会社が75社と全体の61.9%を占めていたうえ、平成30年から令和3年までの4年間の配当金額が確認できた延べ498社の配当金額の比準割合の平均値は平成30年から令和3年にかけて減少していた。これは、令和3年の評価会社の配当金額の平均額が平成30年と比べてほぼ横ばいであったのに対して、令和3年の類似業種の配当金額の平均額は平成30年と比べて大幅に増加したことによるものであった。

## 2 会計検査院による原因分析

類似業種比準価額の計算式等については、昭和39年に評価通達が定められた後、①計算式において常数「3」又は「1」などをしんしゃく割合「0.7」に置き換える改正、中会社及び小会社についてのしんしゃく割合を引き下げる改正、②類似業種の株価の選択に当たっての業種目及び対象期間の範囲を広げる改正、③比準要素である評価会社の1株当たりの利益金額の選択に当たっての対象時期の範囲を広げる改正などが行われた。その結果、①の改正において、3要素以外の要素を評価に反映するための常数がなくなることにより、評価における3要素の値の影響が強まり、3要素の各比準割合が低くなる場合に、改正前に比べて評価額が下がることになった。また、中会社及び小会社のしんしゃく割合が引き下げられたことにより、中会社及び小会社の株式の評価額が下がることになった。さらに、②及び③の改正において、類似業種の株価や評価会社の1株当たりの利益金額について、より選択範囲が広げられるとと

もに、最も低い金額を選択することが可能になったことにより、類似業種比準価額を下げることが可能になった。

配当金額を計上していなかった評価会社が約80%を占めている状況、配当金額を計上していた評価会社においても類似業種と比べて配当金額の低い評価会社が60%超となっている状況、及び、近年では、類似業種と評価会社の配当金額の動向が異なることにより、評価会社の配当金額の動向にかかわらず比準割合が減少している状況に鑑みると、類似業種比準価額の計算式は評価会社の業績等の実態を踏まえて株式を評価する方法として適切に機能していないおそれがある。

## 3 会計検査院の所見

原則的評価方式において各評価方式の間で評価額にかい離が生じていることにより、類似業種比準価額を適用する割合がより高くなる規模の大きな区分の会社ほど評価額が相対的に低く算定されることになり、この状況は評価通達の改正等の影響により拡大したと思料される。このような状況は、取引相場のない株式では各評価方式による評価額が同水準となることが必ずしも予定されていないことを考慮したとしてもなお、異なる規模区分の評価会社が発行した取引相場のない株式を取得した者間で株式の評価の公平性が必ずしも確保されているとはいえないと思料される。

## III 特例的評価方式による評価

### 1 会計検査院が把握した現状

相続税及び贈与税に係る配当還元方式による申告各400件、計800件では、評価会社延べ889社に係る取引相場のない株式が評価されており、このうち評価明細書で所要の項目を確認できない評価会社延べ32社を除いた延べ

857社においては、延べ533社（62.1%）が配当を分配していた。

会計検査院が、延べ857社のうち、評価明細書において原則的評価方式による評価額も記載されていた延べ246社について、株式に係る配当金額が一定であるとの条件の下、配当還元方式において、9%から1%までの仮の還元率を用いて評価額を試算し、それぞれの還元率において原則的評価方式による評価額を超えない評価会社数を試算したところ、配当還元方式による評価額が原則的評価方式による評価額を超えない評価会社は、還元率が9%の場合には延べ242社（延べ246社の98.3%）、7%の場合には延べ234社（同95.1%）、5%の場合には延べ225社（同91.4%）を占めることになり、大部分の評価会社においては、配当還元方式による評価額が原則的評価方式による評価額を上回ることはないこととなっていた。

## 2 会計検査院の所見

配当還元方式の還元率は、評価通達の制定当時の金利等を参考にしたものであること、長期国債の流通利回りなどの金利の水準が長期的に低下してきている状況等<sup>(2)</sup>を踏まえると、10%の還元率は、社会経済の変化に応じたものとはなっておらず、評価の安全性を考慮しているものであるとしても、近年の金利の水準と比べて相対的に高い率となっているおそれがある。このため、これに基づいて算定される配当還元方式による評価額は評価通達の制定当時と比べて相対的に低くなっている

おそれがあると思料される（672頁・673頁）。

## IV

# 会計検査院の指摘の合理性と課題

## 1 会計検査院の指摘の合理性

### （1）配当還元方式における還元率

配当還元方式による算定に当たって、適切な還元率が定められることが必要であることについては、理論的にはまったく異論の余地がないであろう。また、還元率は、たとえば、長期国債の利回り+リスクプレミアムという形で定式化することも可能であろう。このように考える場合に、長期国債の利回りが下落するとリスクプレミアムがそれだけ高くなるというような関係がなく、リスクプレミアムは長期国債の利回りとは独立に定まるというのであれば、長期国債の利回りの変動に応じて還元率を変動させることが合理的であるということになりそうである。

なお、法制度としても、かつて、民事法定利率は年5分と定められていたが、民法の平成29年改正（平成29年法律第44号）により、令和2年4月1日以降、法定利率は、法務省令<sup>(3)</sup>で定めるところにより、3年を1期とし、1期ごとに、変動するものとされており（民法404条3項）、各期における法定利率は、法定利率に変動があった期のうち直近のもの（直近変動期）における基準割合<sup>(4)</sup>と当期における基準割合との差に相当する割合（その割合に1%未満の端数があるときは、これを切り捨てる）を直近変動期における

（2）長期国債の流通利回り及び応募者利回りは、昭和40年代及び50年代は約6%から約10%までの間で推移していたが、その後、長期的に低下して、平成10年以降はほぼ2%以下で推移し、平成20年から平成30年にかけて低下の一途をたどり、平成30年以降は0%に近い（流通利回りはマイナスのことわざがあった）という状況であった。

（3）民法第四百四条第三項に規定する期及び同条第五項の規定による基準割合の告示に関する省令（令和元年法務省令第1号）。

る法定利率に加算し、又は減算した割合とするとされている（民法404条4項）。すなわち、現在においては、市場金利等の変動を無視して、一定の利率、そして、還元率を定めることは合理的とはいえないと理解されていると思われる。

## （2）類似業種比準方式による評価額と純資産額方式による評価額とのかい離

まず、評価通達が定める類似業種比準方式は、現在の資産（株式）評価理論に照らすと、十分な理論的根拠を有しない<sup>(5)</sup>という問題点が指摘できる。すなわち、類似業種の上場会社の株価と比準して評価額を決定するというアプローチには一定の理論的根拠があるといえても、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。比準割合の算定方法についていえば、1株当たりの配当金額、利益金額及び簿価純資産額に同じ重みを与えることの合理性は説明できないし、この3つの指標の関係（指標間の相関関係など）が分析されていない以上、この3つの指標を選択することの適切さも説明できない。

また、企業を継続するかどうかを合理的に判断すると、企業の清算価値≤企業の継続価値の場合に、企業の継続が選択されるものと考えられる。そして、企業の財政状態を適正

に表示するような企業会計の基準となっているのかという問題がそもそも存在するものの、マイナスのれんが存在するというのなければ、企業の継続価値は簿価純資産額を上回ることが多いのではないかとも考えられる。そうだとすれば、純資産価額方式による評価額を企業価値が下回るというのは例外的な場合であることになる。このように考えることができるのだとすれば、純資産価額方式による評価額を下回るような類似業種比準方式による評価額を認めることの合理性自体が問われなければならないという見方もあり得るかもしれない。視点を変えるならば、類似業種比準方式による評価額が純資産価額方式による評価額を大幅に下回ることが常態となるようなことは、類似業種比準方式における現行の比準項目、比準割合、しんしゃく割合などが不適切であるということを示唆しているのかもしれない。

ちなみに、——個別の紛争を解決するという目的を有しており、かつ、コストと時間がある程度かけて評価することができるという特性を有するもの——会社法の規定に基づく裁判所による株式の価格決定において、類似業種比準方式が用いられることは、——すべての決定例が公表されているわけではないため、標本に偏りがあり得るが——1990年代

（4）法務省令で定めるところにより、各期の初日の属する年の6年前の年の1月から前々年の12月までの各月における短期貸付けの平均利率（当該各月において銀行が新たに行った貸付け（貸付期間が1年未満のものに限る。）に係る利率の平均をいう。）の合計を60で除して計算した割合（その割合に0.1%未満の端数があるときは、これを切り捨てる。）として法務大臣が告示するもの（民法404条5項）。「民法第四百四条第五項の規定に基づき、令和八年四月一日から令和十一年三月三十一日までの期における基準割合を告示する件」（令和7年法務省告示第73号）が公表され、法定利率は令和11年3月31日までは年3%である。

（5）江頭憲治郎『会社法の基本問題』（有斐閣、2011年）132頁以下参照。特例的評価方式による評価が定められていることにも表れているように、一定の株主については、その株主が有する株式の評価を配当還元方式で行うことについては理論的な根拠があると考えられている。また、株主は会社の企業価値について、その持株数に応じた持分を有していると考えるのであれば、企業価値を発行済株式総数（自己株式の数を控除後）で除して得た額が1株当たりの株式評価額となるのが理論的であり、企業価値は理論的にはDCF法によって算定できると考えられる。

初頭以降はみられなくなっている<sup>(6)</sup>。

## 2 会計検査院の指摘に対応するうえでの課題

### (1) 配当還元方式における還元率

理論的にはともかく、実務上は還元率としてどのような率が適切であるのかはなかなか難しい問題である。少なくとも2つの点で一定の割り切りをしなければならない。すなわち、第1に、理論的に考えてみると、リスクプレミアム部分はそれぞれの会社によって異なるはずであるが、リスクプレミアム部分を取引相場のない株式を発行している会社について外部から観察できる（客観的な）データによって—そのようなデータの入手可能性がないことも含め—算定することは事実上不可能である。第2に、割引現在価値計算を行う場合に計算時の（いわば、瞬間風速としての）、たとえば国債の利回りを基礎として算定した還元率を用いることが適切であるかといえば、そうではなさそうである。将来の金利水準はだれにもわからないのであるし、金利水準が変動することも周知の事実であるということを考えると、民法上の法定利率と同様、過去のデータに基づき、ある程度の期間の金利を平均して求めたものを基礎として、還元率を決定せざるを得ないであろう。また、現在の法定利率の決定方法が合理的であるというのであれば、財産評価通達が制定された昭和39年当時の法定利率が5%であったことに着目して、リスクプレミアム部分を5%とみて、還元率を法定利率+5%と定め

ることが簡便かもしない。

### (2) 類似業種比準方式による評価額と純資産価額方式による評価額とのかい離

特例的評価方式による評価を用いることができるとされている株主については格別、会社の意思決定に影響を与えることができる株主を想定すると、とりわけ配当をするかどうか及び配当金額の多寡に影響を与えることができるのであるから、容易に操作することができる配当金額を比準要素とすることの合理性は説明できないように思われる<sup>(7)</sup>。また、会社の規模に着目して、用いることができる評価方式やしんしゃく割合を定めることは、会計検査院が指摘するように操作可能性を生じさせ<sup>(8)</sup>、腰だめ的に（恣意的に）区分をせざるを得なくなり、非連続的なルールとなりうるという問題に直面せざるを得ない。

たしかに、課税所得算定上は単純でわかりやすい、そして、コストのかからない（かつ、評価の画一性や税務執行の容易さを確保できる）評価方法を定めることが適切である。しかし、たとえば、純資産価額方式は十分にそのような要請をみたす方式であると考えられるのであるから、説得力を有する根拠によって、純資産価額方式によると評価額が過大になることが示されるのでなければ、あえて、計算式が理論的に確固たる基礎を有さず、かつ、会計検査院が指摘するような操作可能性という問題点を有する類似業種比準方式を維持する必要があるのかどうかを再考すべき時期が来ているのかもしれない。

- (6) 西島太一「非上場株式の価格決定を巡る判例傾向」追手門経営論集27巻1号（2021年）75-122頁、高野総合会計事務所（編）『判例分析 会社・株主間紛争の非上場株式評価実務』（中央経済社、2020年）44頁、星明男「裁判での非公開株式の評価」法学教室540号（2025年）13-16頁など参照。
- (7) 会社資産の売却のタイミングに影響を与えられるし、また、配当以外の方法（役員報酬や株主または株主の関連当事者と会社との間の取引）によって利益を移転することができるという点も指摘できる。
- (8) 「国税庁は、……評価会社の規模区分を変えるための操作や、特定の評価会社の要件に該当しないようにするための操作をするなどして、税負担の軽減を図る納税義務者が現に存在するとしている」と指摘している（672頁）。

# 取引相場のない株式の評価と総則6項の適用

香取 稔●税理士・埼玉学園大学院客員教授

## I はじめに

最高裁判令和4年4月19日判決（以下「令和4年最判」という。）は、相続税の課税価格に算入する財産（以下「相続財産」という。）の価額について、租税法上の一般原則としての平等原則により評価通達に定める方法により評価した価額（以下「通達評価額」という。）によらなければならぬが、一方で、通達評価額によると「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」がある場合には、当該財産の価額を通達評価額を上回る価額によるものとしても平等原則に違反するものではないと、すなわち、評価通達6（以下「総則6項」という。）を適用した課税処分は適法と判示した。

そして、令和4年最判の事案は、不動産の評価をめぐって総則6項の適用が争われたものであるが、上記の判断枠組みは、その後の取引相場のない株式をめぐって同項の適用が争われた裁判例等（東京高裁令和6年8月28日判決、同令和7年6月19日判決、令和6年3月25日公表裁決）でも参照されている。

したがって、取引相場のない株式の評価について総則6項を適用した課税処分も平等原則の観点から違法性が判断されるが、令和4

年最判は、租税負担の軽減行為が認められたものなどについて「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」があると判断しただけであって、それ以外のものは「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」に当たらないとまで判断したわけではない。

そこで、本稿では、上記裁判例等を検討することによって、取引相場のない株式の評価に当たり総則6項の適用が許される「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」の有無を判断するに当たって考慮することができる要素などを中心に探る。

## II 令和4年最判の確認

### 1 評価通達と平等原則

令和4年最判は、相続財産の価額を通達評価額を上回る価額で評価して（総則6項を適用して）行われた課税処分の適否について「評価通達は相続財産の価額の評価の一般的な方法を定めたものであり、課税庁がこれに従って画一的に評価を行っていることは公知の事実であるから、課税庁が、特定の者の相続財産の価額についてのみ評価通達の定める方法により評価した価額を上回る価額によるものとすることは、たとえ当該価額が客観的な交換価値としての時価を上回らないとして

も、合理的な理由がない限り、上記の平等原則に違反するものとして違法というべきである」旨判示した。

したがって、相続財産の価額を通達評価額によること又はその例外が認められることの根拠を法の執行段階における平等（取扱）原則に求めたものであると考える。なお、平等原則とは、憲法14条の「すべての国民は法の下に平等」に由来する租税法上的一般原則であるから、本来、法律の適用に関して適用されるものであるが、法の執行段階においても妥当することについて学説上も異論はない<sup>(1)</sup>。

## 2 平等原則の例外

(1) 令和4年最判は、相続財産の価額について、通達評価額によると実質的な租税負担の公平に反するというべき事情がある場合には、当該財産の価額を通達評価額を上回る価額によっても平等原則に違反しないが、当該財産の通達評価額と時価との間に大きなかい離があることをもって当該事情があるということはできないが、本件においては、①被相続人等による一定の行為がされた結果、相続財産の価額を通達評価額によると客観的に租税負担が著しく軽減されていること及び②その一定の行為が租税負担の軽減をも意図して行われていることから、実質的な租税負担の公平に反するというべき事情に当たり、平等原則の例外（総則6項の適用）が認められる合理的な理由がある旨判示した。

したがって、令和4年最判は、被相続人

等による一定の租税負担の軽減行為が行われている場合には、「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」に当たると判示しているのであって、それ以外のものは「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」に当たらないとまで判示しているわけではないと考える<sup>(2)</sup>。

(2) 令和4年最判の最高裁判所調査官（以下「令和4年最判調査官」という。）は、「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」について「実質的な租税負担の公平を問題とする以上、これに影響する当該財産の取得の経緯といった事情も含まれ得る（すなわち、客観的な時価に影響する事情には限られない）一方、通達評価額によることが他の納税者との間の租税負担の均衡を害することになる事情に限られる」<sup>(3)</sup>と述べている。

また、上記(1)(2)の意図が要求されている点について「このような意図すら有していない納税者が、たまたま生じた租税負担の軽減の結果、当該財産の価額を通達評価額を上回る価額によるものとされることを予測するのは困難といえるのであり、上記意図は、納税者の予測可能性を確保する観点から要求されているものと解される」<sup>(4)</sup>と述べている。

したがって、例えば、相続開始後に相続等により取得した取引相場のない株式を納税、遺産分割、事業承継のための親族間での当該株式の集約その他の理由により売却することは、そのこと自体稀有な事情では

(1) 金子宏『租税法（第24版）』96頁（弘文堂、2021年）参照。

(2) 東京高裁令和6年8月28日判決は、課税庁が総則6項の適用に当たり租税回避行為があることは要件となるないと主張した点について「当裁判所はそのような要件が存するものと説示しているものではない」と判示している。

(3) 山本拓「判解」法曹時報75巻12号188頁（2023年）参照。

(4) 山本・前掲注（3）190頁参照。

ないし、その売却により通達評価額を上回る価額で現金化することができたとしても、当該株式の価額を通達評価額によることが他の納税者との間の租税負担の均衡を害することになる事情には当たらないと考える<sup>(5)</sup>。

### III 東京高裁令和6年8月28日 判決（総則6項を適用した 課税処分は違法・確定）

#### 1 事業の概要

本件は、被相続人の相続人らである被控訴人らが、相続（以下「本件相続」という。）により取得したO社の株式（以下「本件相続株式」という。）について、O社は評価通達上の大会社に該当するから、類似業種比準方式により1株当たり8,186円（以下「本件通達評価額」という。）と評価して相続税の申告をしたところ、課税庁が、被相続人とV社との間では、本件相続が開始する半月程前に被相続人が本件相続株式を含むO社の全株式を1株当たり105,068円（以下「譲渡予定価格」という。）でV社に譲渡すること（いわゆるM&Aを受けること）で基本合意（以下「本件基本合意」という。）し、かつ、本件相続開始後に被控訴人らが譲渡予定価格と同額でV社にO社の全株式を売買する契約が締結していたことなどをもって、総則6項を適用し、本件相続株式をDCF法等によって1株当たり80,373円（以下「本件算定報告額」という。）と評価して課税処分を行ったことから、被控訴人らがその処分の取消を求めた事案である。

#### 2 判旨とその検討

##### (1) 本件通達評価額と譲渡予定価格との間に大きなかい離があること

ア 本件は、租税負担の軽減行為が認められない事案であったことから、課税庁は、総則6項を適用すべき根拠として、本件相続株式につき、本件通達評価額と本件相続開始日における交換価値（譲渡予定価格と比較的近い本件算定報告額）との間に著しいかい離があり、被控訴人らがそのことを十分認識することは可能であった点を主張した。

これに対し本判決は、大要「取引相場のない株式の交換価値（時価）は、本来、専門的評価を経ない限り判明し得ないものであって、外形的事実（譲渡予定価格）によって当該交換価値を合理的に推測することが可能であるとは必ずしもいえず、とりわけ、M&Aが行われる場合においては、高度な経営判断や双方の交渉の結果等により株式の売買代金が決定されるのであって、売買代金が交換価値を反映しているとは限らない。このことは、専門的評価により交換価値と類似業種比準価額（評基通180）とのかい離が著しいと判定された場合においても変わらないのであって、譲渡予定価格が交換価値を反映したものであるとして、評価通達の定める方法による画一的な評価を行うことが実質的な租税負担の公平に反するというべき事情が存在していたということにはならない」と判示した。

イ この課税庁の主張は、通達評価額と交換価値との間に大きなかい離がある場合に通達評価額によることが実質的な租税負担の公平に反するというべき事情があるというものであるが、令和4年最判は、この点を

(5) 東京高裁令和6年8月28日判決の原審東京地裁令和6年1月18日判決参照。

明確に否定している（Ⅱ 2(1)）。

その理由について令和4年最判調査官は、「客観的な交換価値としての時価は一義的なものではなく、その評価方法も複数あり得るところ、評価方法が異なれば、それぞれの方法が合理的であっても評価額に違いが生ずるのは当然であり、同様なかい離は類似の不動産にも広く存在し得る。実質的な租税負担の公平という観点からは、これを相続する潜在的な他の納税者と同じく通達評価額によつたとしても租税負担の均衡が害されることではなく、むしろ、当該納税者についてのみ通達評価額を上回る価額によることは不合理というべきである。このようなかい離は、本来、評価通達の見直し等によって解消されるべきもの」<sup>(6)</sup>であり、「この考え方によれば、実勢価格等が通達評価額の何倍であるといった主張立証には意味がない（主張自体失当である）ことになる」<sup>(7)</sup>と述べている。

そうすると、本件相続株式は取引相場のない株式であり、その交換価値の評価方法には、一般に収益方式（インカム・アプローチ）、純資産方式（ネットアセット・アプローチ）、比準方式（マーケット・アプローチ）など複数あるから評価額に違いが生ずるのは当然であり、同様なかい離は類似の株式にも広く存在し得るわけだから、その通達評価額と交換価値との間に大きなかい離があったとしても、それをもって「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」に当たらないのは明らかである。

## (2) 本件相続株式が近い将来売買代金債権

### に転化する蓋然性が高いこと

ア 課税庁は、取引相場のない株式について売買契約が成立し、その所有権が買主に移

転する前に、当該株式の所有者である売主が死亡した場合、売主の相続財産は売買代金債権となり、その価額は原則として売買代金相当額で評価されることを根拠（最高裁昭和61年12月5日判決参照）に、相続開始時に売買契約が成立していなかったとしても、近い将来売買契約が成立し、売買代金債権に転化する蓋然性が高い場合には、その売買代金相当額が本件相続株式の価値の基準となり得る旨主張した。

これに対し本判決は、「売買契約が成立していない状況において上記のような蓋然性を判断するためには、……種々の事情を考慮する必要があり、信義則や権利濫用のような一般条項以外の場面でこのような不明確な基準によることは不適切である」とし、「仮に、上記蓋然性の程度を基準とすることが許容されると解したとしても、」本件基本合意の内容から譲渡予定価格に法的な拘束力が否定されていることなどを理由に「本件相続開始日において、被控訴人らとV社との間で本件相続株式の売買契約が成立し、譲渡予定価格による売買代金債権に転化する蓋然性が高かったと認めるることはできない」（下線筆者）旨判示した。

イ まず、判旨前段の近い将来における売買契約の成立及び売買代金債権に転化する蓋然性の程度を基準とすることができないとした点は、本件相続開始時において本件相続株式の売買契約が締結されていない以上、先例裁決<sup>(8)</sup>に照らしても当然であると考える。

次に、判旨後段の下線部分以下の判示からすれば、本件基本合意の定めにより譲渡予定価格に法的な拘束力が認められる場合には、売買代金債権を相続財産と同視し得

(6) 山本・前掲注（3）189頁参照。

(7) 山本・前掲注（3）199頁参照。

る余地があると読むことができる。

しかしながら、令和4年最判調査官は、「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」について通達評価額によることが他の納税者との間の租税負担の均衡を害することになる事情に限られ、潜在的な他の納税者が相続する財産にも広く存在し得る事情はこれに当たらないなどと((1)イ)、また、租税負担の軽減の意図が要求されるのは納税者の予測可能性を確保する観点からである(II 2(2))旨述べているので、この観点から上記の解釈に問題がないだろうか。

まず、譲渡予定価格に法的拘束力が認められる以上、本件相続株式は本件相続開始直後に売買代金債権化することが確実な財産といえることから、本件通達評価額によることは、かえって他の納税者との間の租税負担の均衡を害することは明らかである。

次に、仮に、買収監査を了する前の本件基本合意の段階において譲渡予定価格に法的な拘束力を認めたとすれば、一般的には異例な取決めといえる。したがって、当該取決めは潜在的な他の納税者にも広く存在し得るものではないし、それを評価通達の見直し等によって解消できるものでもない。加えて、被相続人が当該取決めを締結した以上、納税者の予測可能性の問題も生じない。

そうすると、被相続人を一方とする当事者間の取決め等により取引相場のない株式が近い将来、売買代金債権に転化すること

が確実で、当該株式の価額を通達評価額によると客観的に租税負担が著しく軽減されると認められるような場合にも「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」に当たるといえるのではないかと考える。なお、先例裁決<sup>(9)</sup>においても同様の判断を示すものもある。

## IV 東京高裁令和7年6月19日 判決（総則6項を適用した 課税処分は適法・上告中）

### 1 事案の概要

本件は、被相続人の相続人及び受遺者らである被控訴人らが、相続又は遺贈（以下「本件相続」という。）により取得したT社の株式（以下「本件株式」という。）について、T社は評価通達上の小会社に該当するから、本件株式の価額を類似業種比準価額方式と純資産価額方式の併用方式により1株当たり1,853円と評価して相続税の申告をしたところ、課税庁が、被控訴人らは、相続税の負担軽減を図るために本件相続開始直前に①被相続人が手持ちの預金によりT社の新株を引き受け（その新株の発行を「本件新株発行」といい、その引き受けた株式を「本件株式」という。）、T社が本件新株発行により調達した資金で主に評価通達189(2)に定める割合の判断の基となる株式等以外の金融資産を購入することにより、評価通達上、本件株式を株式等保有特定会社の株式（評基通189(2)）から小会社の株式に該当するようにしていたこと

(8) 平成20年3月28日公表裁決では、起業者による買取り等の申出に基づく売却予定価額が示された土地の贈与税の課税価額について、当該売却予定価額は、「贈与税の課税時期における時価としての客観的な交換価値が顕在化したものとまでは認め難い」と判断されている。

(9) 平成23年11月17日公表裁決は、被相続人の所有する土地が建物の所有を目的として市に貸し付けられていたとしても、その貸付けに係る賃貸契約において相続等により当該土地の所有権が移転する場合には、市が更地価額で買い取る旨が定められていたことなどから、当該土地の価額は、自用地（更地）として評価するのが相当である旨裁決している。

及び②T社は配当（本件新株発行と併せて以下「本件新株発行等」という。）を実施し、評価通達上の比準要素数1の会社（評基通189(1)）に該当しないようにしていたことなどをもって、総則6項を適用し、本件株式の価額を評価通達の定める方法によらず純資産価額方式により1株当たり3,443円と評価したところで課税処分を行ったことから、被控訴人らがその処分の取消を求めた事案である。

## 2 判旨とその検討

(1) 本判決は、まず、被控訴人らと証券会社との間において、被相続人が所有していた預金約40億円について相続税の節税対策の打ち合わせが行われ、本件新株発行等を用いた相続税減税スキーム（①②）及び本件株式譲渡（本件相続開始後に被控訴人らの一部の者が本件株式の一部をT社に譲渡したことによる現金化が立案され、それが実行されたと認定した上で、大要「本件新株発行等に至る経過によれば、被控訴人らが、本件新株発行等が近い将来発生することが予想される被相続人からの本件相続において被控訴人らの相続税の負担を減じさせるものであることを知り、かつ、これを期待して、あえて本件新株発行等を行ったことは明らかといふべきであるから、被控訴人らの相続財産の価額について、評価通達に定める方法による画一的な評価を行うことは、本件新株発行等のような行為をせず、又はすることのできない他の納税者と被控訴人らの間に看過し難い不均衡を生じさせ、実質的な租税負担の公平に反するというべき事情がある」旨判示した。

(2) 本判決は、租税負担の軽減行為が認められる事案について、令和4年最判が示した判断枠組みに従って、本件株式の価額について総則6項を適用して評価したことが平等原則に違反しないと判断したものであるが、令和4年最判の事案（不動産の通達評価額と借

入金残額との差額が他の積極財産の価額から控除されていたもの）とは異なり、相続税の減税スキームに基づき被相続人の預金を本件株式に転換していたものについて平等原則の例外を認めたものである。

## V 令和6年3月25日公表裁決 (総則6項の適用は適法・訴訟提起未確認)

### 1 事案の概要

本件は、被相続人の相続人の一人である請求人が、相続により取得したJ社の株式（以下「本件株式」という。）について、J社は評価通達上の中会社に該当するから、本件株式の価額を評価通達の定める類似業種比準価額方式と純資産価額方式の併用方式により1株当たり1,966,144円と評価して相続税の申告をしたところ、課税庁が、J社は請求人の相続税の負担軽減を図るために臨時株主総会の決議に基づき事業年度の変更及び配当（以下「本件各行為」という。）を実施し、J社が評価通達上の比準要素数1の会社（評基通189(1)）に該当しないようにしたことをもって、総則6項を適用し、本件株式の価額を評価通達の定める方法によらず時価純資産法により1株当たり3,748,900円（以下「原処分庁評価額」という。）と評価したところで課税処分を行ったことから、請求人がその処分の取消を求めた事案である。

### 2 裁決要旨とその検討

(1) 請求人は、原処分庁が総則6項の定めに基づき、被相続人が保有していた本件株式の価額を原処分庁評価額によるものとしたことが平等原則に違反する旨主張した。

これに対し本裁決は、大要「①本件株式を発行する本件会社の本件各行為を行ったことによって、請求人の納付すべき税額

は、本件各行為が行われなかった場合に比べて、約50%もの減少となることから、請求人の相続税の負担は著しく軽減されたといえ、また、②請求人は、本件各行為が近い将来発生することが予想される本件被相続人からの相続において請求人の相続税の負担を減じさせるものであることを知り、かつ、これを期待して、本件各行為に係る各々の臨時株主総会を開催し、被相続人らと意思を相通じて賛成の議決権を行使したと推認できるから、本件各行為は請求人の租税負担の軽減をも意図して行われたものということができ、上記①及び②の事情の下においては、本件株式の価額について評価通達の定める方法による画一的な評価を行うことが、本件各行為のような行為をせず、又はすることのできない他の納税者と請求人との間に看過し難い不均衡を生じさせ、実質的な租税負担の公平に反するというべき事情がある。」と裁決した。

(2) 本裁決は、租税負担の軽減行為が認められる事案について、令和4年最判が示した判断枠組みに従って、本件株式の価額について総則6項を適用して評価したことが平等原則に違反しないと判断したものであるが、令和4年最判の事案とは異なり、相続税の減税スキームに基づき本件株式をJ社が比準要素数1の会社に該当しないよう請求人が本件各行為を実施していたものについて平等原則の例外を認めたものである。

なお、論点として、J社は比準要素数1の会社に該当することから、本来、納税者の選択により本件株式は併用方式による評価（価通達189-2ただし書）が認められるが、総則6項の適用が認められた以上、原処分庁評価額（時価）で評価したとしても許されるものと考える<sup>(10)</sup>。

## VI まとめ

以上のとおり、平等原則の例外が認められるには、「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」が必要であり、租税負担の軽減行為が認められる事案については、令和4年最判が示した判断枠組みに従ってその事情があるか否かを判断するのが相当である。

一方、租税負担の軽減行為が認められない事案については、潜在的な他の納税者が相続する財産にも広く存在し得る事情であれば「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」とはいえないが、例えば、被相続人を一方とする当事者間の取決め等により取引相場のない株式が近い将来、売買代金債権に転化することが確実で、当該株式の価額を通達評価額によると客観的に租税負担が著しく軽減されると認められるような場合にも「実質的な租税負担の公平に反するというべき事情」に当たると考えるが、今後の事例の蓄積が待たれる。

(10) 令和4年最判は、「相続税の課税価格に算入される財産の価額は、当該財産の取得の時における客観的な交換価値としての時価を上回らない限り、同条に違反するものではなく、このことは、当該価額が評価通達の定める方法により評価した価額を上回るか否かによって左右されない」と判示している。

# 取引相場のない株式の評価 をめぐる問題点（課題）

塩野入 文雄◎税理士

## I はじめに

(ア) 財産評価基本通達（以下「財基通」という。）が定めている財産評価の方法は、相続税及び贈与税の課税価格や税額計算を行うことを目的とする課税評価としての手段であって、究極的な時価算定を目的としているものではない。また、一般の納税者による実行可能性及び評価の統一性の確保を目的とし、課税評価としての妥当性や公平観（感）が担保されていることが求められる評価手法である。

(イ) このような制約の下で、国民の相続や事業承継問題への関心の高まりとともに、数多くの解説書やセミナーで、取引相場のない株式に関する「株価対策」が取り上げられており、課税評価としての宿命であろうが、その取扱いや適用基準を利用又は回避するための対策が講じられ、その効果を発揮している。

そして、富裕層を中心に資産管理会社（持株会社）の設立や組織再編成などを組み合わせた大掛かりな株価対策も実施され、さらに租税特別措置法40条や同法70条の適用を組み合わせて、課税対象となる取引相場のない株式の保有数の減少を図るケースがあるなど、株価対策は財基通の取扱いの範囲に留まる事柄ではない。

(ウ) 一方、取引相場のない株式（非上場株式）の評価は、会社法や民法なども含めて既に数多くの論説などにより検討されてきている。したがって、見解の相違は別として、実務家にとって、その評価をめぐる多くの問題は共通的な認識事項になっている。

そこで、本稿では、株価対策を行う誘因となっている(a)財基通の定めの属性（硬直性）と(b)「株特外し」など個別的な項目について若干の検討を行う。

## II 財基通の定めとその硬直性

### 1 沿革等

(ア) 「取引相場のない株式の評価」（以下「株式評価」という。）は、昭和39年4月の「相続税財産評価に関する基本通達」（旧題名）の制定以来、累次の改正を経て現行の財基通になっている。その定めは、沿革的な色彩を多分に帯びた評価体系になっており、かつ、評価額の権衡を図るために各項の間における整合性を確保したものになっている。

このような特色は、通例、評価会社の株式に係る株価算定の根拠となり得るような直接的な取引価額がない状況で、先行して実施されてきた評価方法などを踏まえた通達改正を行うことにより生じてきたのであろう。

(イ) ここで看過してならないのは、累次にわたる財基通の改正が、本来の時価算定に傾倒することなく、適正な評価を標榜しつつ、原則として、低評価を指向してきた点である。その大きな原因の一つは、株式評価が「事業承継税制（問題）」の一環として捉えられ、その制約の下にあるからである。この点は、平成21年度税制改正による法人版事業承継税制の導入後においても変わっていない。例えば、平成29年4月の財基通の改正により、(a)会社の規模区分の判定基準額、(b)類似業種比準価額の計算式の見直し、(c)標本会社に係る比準要素の金額算定への連結会計決算の反映など、株式評価の基本的事項にかかる低評価を指向した大幅な改正が行われたことによっても確認できる。

## 2 評価基準日と現況主義

(ア) 相続税法22条は評価基準日を「当該財産の取得の時」としている。「課税時期」を評価基準日とすることは至極当然のことであり、120年前に制定された明治38年の旧・相続税法の財産評価規定である「第4条 相続財産の価額は相続開始の時の価額による」（旧字やカタカナ表記を現代表記にして引用している。以下同じ。）と変わりがない。

しかしながら、そのことによって、評価基準日となる財産取得時における「時価」（現行相続税法22条）の算定に関する「硬直的な現況主義」、すなわち、評価基準日（課税時期）における財産の現況により時価算定を行うことが、その基準日をはさんだ前後の事情・事実関係（例えば、課税時期直近におけるその財産の取得価額など）を原則として考慮しないという姿勢を生じさせている。そして、この点が、後述する(a)財基通の総則1(2)の定めや(b)所得税基本通達などとの通達構成の違いとともに、財産評価における硬直的な適用関係を産み出す一因になっている。

ただし、この硬直性によって、(a)財産評価の統一性と公平性が図られる効果を生じ、一方では、(b)時価算定の妥当性に疑問を抱かざるを得ない場面が生じてくる。

そして、(c)その硬直性に着目した株価対策を講じる場面を生じ、さらに、(d)本特集の別稿で触れられている総則6項関係の紛議を生じてきている。

(イ) もっとも、財基通には、例えば、類似業種比準価額の算定における類似業種目の株価（A）の採用可能範囲を課税時期の属する月以前2年間の平均株価などとする「評価の安全性」を確保する措置が講じられている（ただし、事後における株価の下落は考慮されていない。）。

限られた範囲とはいえ、評価の安全性の見地から、その評価の基礎となる根拠（金額）に幅を持たせることは株式評価に限ったことではないが、その関連で、米国連邦遺産税に採られている代替評価制（Alternate Valuation）の導入などの議論に結びつくことになる。しかしながら、その導入は、単なる評価の安全性やそのあり方の問題に留まらない多角的な検討が必要な課題になってこう。

(ウ) ちなみに、従来から、財産評価に関する法定化を図るべきだという議論があるが、旧・相続税法の解説書（稻葉敏『相続税法義解』161頁（明治39年3月）自治館刊）には、そもそも財産の種類は限りがなく、一つ一つ法律をもって価格算定の方法を示すのは到底不可能であるのみならず、財産の種類によっては、かえって法律に規定するのは実際に適していないものがある旨の説明がある<sup>(注)</sup>。現在においても、少なくとも個別・具体的な評価方法を法に規定することが困難であるという点が財産評価におけるジレンマの一つになっていることは120年前と変わりがないと考える。

もっとも、仮に、個別・具体的な評価方法を法に規定したとしても、高額事業を中心とした新たな対策が講じられてこよう。

(注) 旧・相続税法4条2項には、現行相続税法と同様に、船舶、地上権、永小作権、有期・無期・修身(終身)定期金に限定して法定評価規定が設けられていた。

なお、同条3項には、土地評価の基礎となる「土地の賃貸価格」に関する定義規定が設けられていた。

### 3 「時価」と具体的な取扱い

(ア) まず、最初に確認しておきたいことは、相続税法22条は、もともと個別的に財産の評価額を算定することを規定しており、本来、同条の規定自体は、DCF法など株式評価の各種手法による個別的な算定を可能としている点である<sup>(注)</sup>。したがって、課税当局も、総則6項の適用場面で鑑定評価による課税処分を行うことが可能になっている。

(注) 非上場株式の各種評価方法の概要などについては、塩野入文雄・曾我部舞「非上場株式の評価方法とその長短比較」(税理(ぎょうせい)2023年2月号7頁)を参照。

(イ) そして、実際的な問題の一つとして、「時価」の意義を定めている財基通の総則1(2)は、その意義に触れた後、「その価額は、この通達の定めによって評価した価額による。」と続く<sup>(注)</sup>。このため、財基通の第2章以下の定めが確定的に適用されることになり、前述した現況主義と併せて、財基通の硬直性を増幅させる一因になっている。

(注) 財基通の前身である旧・富裕税財産評価事務取扱通達における定めは、次のとおりであった。

第一章・通則九《評価額と時価》「……原則として第二章以下に定める評価方法により計算した評価額による。……」(傍点は筆者が付記)

第一章・通則十一《評価上の権衡の保持》「(三) 特殊異例と認められる財産について評価する場合又は第二章以下に定める評価額によらない額により評価する場合においては、課税価格又は富裕税額の更正又は決定前国税庁の指示を受ける。」

(ウ) このように、例外、あるいは、個別的な評価を認めないかのような財基通の総則1(2)による定めが一因となった硬直的な財基通の適用を逆手にとった(素直に受け止めたと言うべきかもしれないが)株価対策が講じられている。また、時価算定(財基通の定め)のあるべき姿を問うことなく、税務争訟における攻撃・防御のあり方の影響でもあるが、総則6項の適用に係る「平等原則」の論点に収斂するかのような議論が交わされている。

(エ) ところで、所得税及び法人税における非上場株式評価の取扱い(所基通23~35共-9、法基通9-1-13・同4-1-5)は、財基通の株式評価と次の三つの点で異なっている。

(a) 最近に行われた売買実例で適正な価額と認められるものがあるかどうかが問われる(法人税については、6か月以内の売買実例に限定。)。

(b) 類似会社比準方式を採用している<sup>(注)</sup>。

(c) 最終的には純資産価額等を参照して通常取引されると認められる価額による。

(注) 財基通の類似業種比準方式は、昭和39年4月の通達制定の際、旧・富裕税財産評価事務取扱通達が採用していた類似会社比準方式を改めたものである。

(オ) 一方、財基通は、例えば上記(a)の売買実例について、通達の構成上、もともと評価会社の株式の売買実例をはじめから考慮しない定めになっている。より直截的に言うならば、はじめから、その売買価額が適正価額であるかどうかの判断さえも遮断する構造になっている(その顕れの一例として、登録銘柄の登録基準の廃止を契機とした平成18年10月改正による「国税局長の指定する株式」の廃止が挙げられる。)。

このような差異が生じてくる理由は、相続税等は、臨時・偶発的な無償による資産移転に伴う静態的課税場面として捉えられ、その評価は、統一的かつ確定的に取り扱われるべきと考えられているからであろう。しかしな

がら、相続税等の課税場面に関するこのような捉え方が既に陳腐化していることは、現在の株価対策や資産承継対策の実状を見ると明らかであろう。

なお、所得税などについても、上記(a)～(c)にかかわらず、実際的には、多くの課税場面で、財基通の株式評価を一部修正して援用しているが（所基通59-6、法基通9-1-14ほか）、このような実状の問題は別として、上記の通達構成の違いが、財基通の株式評価における硬直的な運用の一つの要因になっている、と考えられる。

### III 個別の課題

#### 1 株価対策の概況

株価対策には、例えば、次のような対応策による株式評価額の引下げが行われている。

- (a) 評価会社の株式が株式等保有特定会社など特定の評価会社の株式に該当している場合、一般的の評価会社の株式に該当するよう対応策を講じる。
- (b) 中心的な同族株主の存在を維持することなどを通じ、特例的評価方式の適用を確保し得るように議決権数の調整策を講じる。
- (c) 原則的評価方式（類似業種比準価額、純資産価額及び折衷方式の3方式（以下「3方式」という。））の間における評価額の大きな差に着目した会社規模区分の上位区分への移行策や比準3要素の金額の低下策（類似業種目の判定も含む。）。

そこで、株価対策が行われる場面と財基通の定めに関して、三つの個別的な項目に触ることにする。

#### 2 特定の評価会社に関する対応

- (ア) 資産管理会社（持株会社）に関する株価対策として度々行われているのは、「株特

外し」や「土地特外し」である。株式等保有特定会社などの株式評価は、標本会社である上場会社との類似性の関連で類似業種比準方式を適用することが馴染まないとされ、特定の評価会社の株式として区分されているが、その評価会社が有する株式等や土地等の資産に着目した場合、そこに通常成立すると認められる取引価額に実質的な論拠を置いている区分でもある。この点で、債券などの各種金融商品、現預金、金地金、美術品など、評価会社の事業遂行に直接関係しない資産が総資産の大部分を占めているような評価会社の株式評価のあり方も問われる場合があろう。しかしながら、財基通はそのような評価会社を特定の評価会社の株式の適用対象とせず、一定の形式要件によって対応している。

(イ) 一方、株式等保有特定会社及び土地保有特定会社の株価対策を行う際に、一つの障壁になるのが、財基通189《特定の評価会社の株式》のなお書であって、株式等保有特定会社などの該当性の判定に当たって、課税時期前における資産構成の変動理由などが問われ、課税時期における（現況主義による）形式的な資産構成割合の判定に係る対処規定となっている。その結果、実効性の程度は暫く置くとしても、一定の抑制効果を発揮しているところである。

このような個別的対処規定を設けることは他の株式評価の定めにも考えられるが、現行の財基通では、ほとんど設けられていない。

その理由は、(a)財基通の本質が、時価に関する解釈通達であること、加えて、(b)規定内容の複雑化を避けるため、あるいは、(c)逐一、株価対策（評価減対策）への対処規定を設けることが一般的な企業活動を行っている事業会社の株価算定に馴染まないと考えられてきたことによるのであろう。また、(d)必要であれば、総則6項が受け皿になると考えられてきたのではないか、と思われる。

(ウ) そして、看過してならないのは、対処規定を設けるよりも現況を重視した財基通の改正自体が、株価対策の誘因となるような改正を積み重ねてきている点である。例えば、昭和44年7月の名古屋国税局長に対する個別通達の公表前は、類似業種比準価額の計算における評価会社の比準要素の⑧(配当)の金額計算を、同族会社の配当率には同族株主の恣意が強く作用していると捉えて、「配当性向」の金額  $(\text{⑧}) = (\text{利益}) \times B/C$  によっていたが、同通達により実際の配当金額などによることになり、現在に至っている。

(エ) ところで、特定の評価会社の株式には、他に(a)比準要素数1の会社、(b)開業後3年未満の会社等<sup>(注1)</sup>、(c)開業前又は休業中の会社及び(d)清算中の会社の株式がある。上場会社であっても(a)又は(b)に該当する場合、標本会社から除かれていることから<sup>(注2)</sup>、評価会社が該当した場合、類似業種比準方式に馴染まない評価会社として整理されている。

このうち(a)については、財基通の定めの適否に関する税務訴訟(東京地裁令和7.4.23判決)があり、また、日本税理士会連合会による令和8年度税制改正建議においても改正要望が提出されている。

(注1) 比準3要素の金額がいずれもゼロである評価会社を含む。

(注2) 平成29年6月13日資産評価企画官情報第4号「類似業種比準価額計算上の業種目及び類似業種の株価等の計算方法等について(情報)」3頁参照。なお、(b)に関する標本会社は「設立後2年未満の会社」とされている。また、資本金の額等が0又はマイナスである上場会社も標本会社から除かれているが、該当する評価会社に対する類似業種比準方式の適用は排除されていない。

### 3 株主態様(区分)の判定

(ア) 株式評価は、その株主の態様に応じ、その取得した株式を原則的評価方式あるいは

特例的評価方式(配当還元価額)によっており、その判断基準は、当該株主(及び一定の特別関係者)が有する議決権数によっている。30%以上、5%未満などの議決権数を判定基準としているため、一見すると絶対数(割合)基準のように受け止められがちである<sup>(注)</sup>。しかしながら、この取扱いの根底にあるのは、「相対的支配基準」の考え方、すなわち、議決権数の多寡によって、実質的な支配関係の強弱の判定を相対的に行う基準として捉えるべきであろう。

(注) 現行の株主態様の判定基準は昭和53年4月の通達改正によるが、当時の実態調査に基づいた基準である。その後、約50年が経過しようとしている現在、評価会社の設立時期が新しいものは別として、株主構成の状況も当時とは様変わりしており、また、多様な種類株式の発行会社が増加してきている点に注目する必要がある。

(イ) この株主態様の判定に係る同族株主は、法人税法施行令4条(同族関係者の範囲)の規定に沿って判定を行うが、同条3項一号は発行済株式総数による判定が規定されて、また、同条6項には、同一内容の議決権行使に同意している者に関するみなし規定の適用がある。しかしながら、財基通は、同族会社の判定と同族株主等の判定とは異なるものと位置付けて議決権数割合による判定に純化している。この判定は、平成15年6月の財基通の改正前は、発行済株式総数に占める割合と議決権総数に占める割合の両者による判定を必要としていたが、同改正により議決権総数に占める割合による判定だけになり、財基通の改正自体が、議決権数の操作による特例的評価方式適用(株価対策)への誘因の一例になっている。

ちなみに、会社法の施行に伴う平成18年度税制改正において、法人税法施行令4条は、同族会社の判定における会社に対する「支配」判定を、発行済株式総数の50%超要件に

よる（同条3項一号）とともに、一定の事項に関する議決権総数の50%超要件にもよる判定基準などを導入している。

#### 4 会社の規模区分

(ア) 会社の規模区分の判定は、その評価会社の株式評価に適用される原則的評価方式の3方式のいずれによるべきかを決定する分水嶺である。現行の評価方式は、類似業種比準価額が低評価になることを指向した従来からの累次の改正によって、通例「類似業種比準価額<純資産価額」となる状況にある。このため、評価会社の規模区分の判定に関する総資産価額（帳簿価額）、取引金額又は従業員数を引き上げることによって、より上位の会社規模区分への移行を図ろうとするケースがある。もっとも、上位基準に近いケースを別として、一般の事業会社は、経営展開上、通例、短期的な対応は困難であり、株価対策という視点からは大きな問題は生じていないようと思われる。

(イ) ところで、従業員数基準については、昭和39年4月の通達制定時に従来の富裕税財産評価事務取扱通達に採用されていた同基準が廃止され<sup>(注)</sup>、資本金1億円以上基準が導

入された。その後、平成6年6月の改正時に同資本金基準に代えて、企業活動の実態を反映したものとするという視点（ペーパー・カンパニーへの対処）により復活した基準である。今後のA.I.化などの進展によって、いずれかの時期に、従業員数基準について再度の見直しが必要になってこよう。

なお、上位の上場会社に匹敵するような大企業に関しては、低評価指向が織り込まれた一般的な類似業種比準方式によることなく、相応の見直しによる評価が検討の俎上に上がったことがあるようである。

(注) 当時、従業員数基準の廃止に関して、「最近における企業の機械化の状況からみて従業員数をその要素とすることは適当でないと削除している。」と解説されていた（池田修「株式の相続税評価方法について」（国税速報1740号6頁（昭和39年8月20日））参照）。

## IV

### むすび(通達改正に向けた動き)

(ア) 前回の財基通の改正が行われた平成29年分と最近の株価通達<sup>(注)</sup>の金額（No.115）の状況は下表のとおりである（Aの上昇は株

#### ＜株価通達における「その他の産業」（No.115）の金額などの推移＞

（単位：社・円）

区分	標本会社数	A (株価) (当年平均額)	比準3要素の金額		
			B (配当金額)	C (利益金額)	D (薄価純資産 価額)
平成29年分(a)	3,120	360	4.1	29	233
令和5年分	3,200	467	6.8	44	328
6年分	3,222	523	8.0	46	348
7年分(b)	3,220	557	9.4	51	395
(b)-(a)	+100	+197	+5.3	+22	+162

(※) 1. 標本会社数（全標本会社数）は、行政情報開示請求手続により入手した資料に基づいて記入している。

2. 各年分の「A」の金額は、各年における「その他の産業」に係る各月のAの平均額であって、株価通達の「A（株価）」欄の金額ではない（令和7年分のAの金額は、1月～8月分の平均額である。）。

（出典）筆者作成。

式評価額の引上げ、B、C及びDの上昇は引下げ要因となる。また、本稿執筆時において上場会社の株価は上昇局面にあり、今後、類似業種の株価（A）の上昇が予想され、もしこのまま上昇局面が続ければ株価対策の必要性が高まり、かつ、再び株式評価の見直しが求められてこよう。

（注）年分ごとに発出される「類似業種比準価額計算上の業種目及び業種目別株価等について（法令解釈通達）」を指している。

（イ）加えて、法人版事業承継税制の特例措置の適用期限である令和9年12月31日を間もなく迎える。このため、同税制の改正とともに、株式評価に関する見直しも、本特集の別稿で触れられている会計検査院の報告書との関係から<sup>(注)</sup>、早晚、国税庁も何らかの対応を講じてくることが十分に予想される。したがって、関係省庁・関係団体等の今後の動向を注視する必要がある。

なお、事業承継等に伴うM&Aの増加のほか、スタートアップ企業の成長を支えることを目的に個人投資家を増やすため、限られた範囲とはいえ、個人投資家による非上場株式への投資参加基準の緩和が講じられるなど、株式評価に関連する新たな展開がある点にも注意を払っていく必要がある。

また、財基通の改正に際しては、経済社会構造や人々の価値観が大きく変化している中で、財基通の見直しだけを取り上げるだけでなく、財産の世代間移転や事業承継のあり方、相続税・贈与税の税制（税負担）のあり方など、全体的な文脈の中での議論・検討が行われることが望まれる。

（注）他にも平成29年11月に会計検査院から、小規模宅地等の課税特例や法人版事業承継税制に関する問題提起があったが、改正に至っていない点を失念しないようにする必要がある。

# 配当還元評価を巡る問題点

松岡 章夫◎税理士

## はじめに

取引相場のない株式の相続税評価について、会計検査院は令和5年度決算検査報告（以下「検査院報告」とする。）において、類似業種比準方式が純資産価額方式による評価額に比べて相当程度低く算定される傾向があ

ると指摘するとともに、配当還元方式について近年の金利水準から還元率が相対的に高い率になっているおそれがあり、評価額が相対的に低くなっている恐れがあると思料されると指摘している。

本稿では、配当還元評価に絞り、会計検査院が指摘する還元率について検討した上で、その他に配当還元評価で問題となる点を論じることとする。

## I 配当還元方式の評価方法

### 1 配当還元評価を適用できる者

会社区分	株主の態様による区分				評価方式
	株主区分				
同族株主のいる会社	同族株主 30%以上 (50%超)	取得後の議決権割合 5%以上	中心的な同族株主がいない場合		原則的評価方法 純資産価額方式による評価額について、20%の評価減の特例が適用される場合がある。
		取得後の議決権割合 5%未満	中心的な同族株主 (25%以上) がいる場合	中心的な同族株主 役員である株主又は 役員となる株主	
				その他の株主	特例的評価方式
い同族ない株会社の	議決権割合の合計が15%以上のグループに属する株主	同族株主以外			原則的評価方法 純資産価額方式による評価額について、20%の評価減の特例が適用される。
		取得後の議決権割合 5%以上	中心的な株主がいない場合		
		取得後の議決権割合 5%未満	中心的な株主 (10%以上) がいる場合	役員である株主又は 役員となる株主	特例的評価方式
	議決権割合の合計が15%未満のグループに属する株主			その他の株主	

（注）1 「同族株主」とは課税時期における評価会社の株主のうち、株主の1人及びその同族関係者の有する議決権の合計数がその会社の議決権総数の30%以上である場合におけるその株主及びその同族関係者をいう。

ただし、その株式の合計数が最も多いグループの有する議決権の合計数が、その会社の議決権総数の50%超である会社では、その50%超の議決権割合を有するグループに属する株主のみが同族株主となる。

2 「中心的な同族株主」とは、同族株主のいる会社の株主で、課税時期において同族株主の1人並びにその株主の配偶者、直系血族、兄弟姉妹及び1親等の姻族（これらの者が有する株式の合計数がその会社の議決権総数の25%以上である会社を含む。）の有する議決権の合計数がその会社の議決権割合の25%以上である場合におけるその株主をいう。

3 「中心的な株主」とは、同族株主のいない会社の株主で、課税時期において株主の1人及びその同族関係者の有する議決権の合計数がその会社の議決権総数の15%以上である株主グループのうち、いざれかのグループに単独でその会社の議決権総数の10%以上の株式を有している株主がいる場合におけるその株主をいう。

〔出典〕拙著『令和7年度改正対応相続税・贈与税トラブルの傾向と対策』197-198頁（ぎょうせい、2025）。

## 2 評価方法

同族株主のうち経営支配権のない株主及び従業員株主のような少数株主が取得した株式に対する評価方式

その株式に係る その株式 1 株当たり  
 年配当金額 × の資本金等の額 (年配当金額の最低  
 10% 50円 は、2円50銭)  
 (注) ただし、原則的評価方式による評価額が上限となる。

〔出典〕拙著『令和7年度改正対応相続税・贈与税トラブルの傾向と対策』203頁（ぎょうせい、2025）。

## 3 配当還元方式の採用理由

評価通達において同族株主以外の株主等が取得した株式の評価について配当還元方式が定められている理由について、国税庁は、事業経営への影響の少ない従業員株主等の少数株主は会社への支配力が小さく、単に配当を期待するにとどまることや、評価手続の簡便性も考慮したためであるとしている。また、配当還元方式による評価額が原則的評価方式による評価額を超える場合には、原則的評価方式による評価額によることとされている理由について、国税庁は、会社への支配力が小さい少数株主が取得する株式が、原則的評価方式により評価される同族株主が取得した株式より高く評価されることは適当とはいえないためであるとしている<sup>(1)</sup>。

## 4 評価方法の改正状況

配当還元方式に関しては、その評価額に大きく影響を与える改正は行われておらず、還元率は昭和39年から約60年にわたって、10%のまま見直されていない<sup>(2)</sup>。

## II 会計検査院の指摘事項

会計検査院は、配当還元方式の還元率について社会経済の変化に応じたものとなってい

るかに着眼して検査したと検査院報告で述べている。その概要を以下にまとめると。

### 1 還元率と金利水準の比較

配当還元方式の還元率と長期国債などの金利水準との比較についての検査院指摘事項を記載する<sup>(3)</sup>。

配当還元方式では、評価会社の株式を保有することによって受ける利益である年配当金額を還元率で割り戻すことなどにより、その元本である株式の評価額が決定される。例えば、年配当金額が100円で還元率が10%の場合の評価額は1,000円となるのに対して、年配当金額が100円で還元率が5%の場合の評価額は2,000円となる。このため、年配当金額が同額の場合、還元率が高くなるほど株式の評価額は低くなる仕組みとなっており、還元率の値はその評価額に大きな影響を与えることになる。

還元率を10%に設定していることについて、国税庁は、昭和39年の評価通達制定当時の金利等を参考とし、評価の安全性を図ることも考慮して設定したものであるとしている。

そこで、金利等の状況について、評価通達が制定された39年以降の長期国債の流通利回り及び応募者利回りの推移をみたところ、図表13のとおり、40年代及び50年代は約6%から約10%までの間で推移し、その後、長期的に低下して、平成10年以降はほぼ2%以下で推移していた。

しかし、我が国の金利の水準が長期的に低下してきている中、還元率は、評価通達の制定以降、見直されていない。

(1) 検査院報告659頁。

(2) 検査院報告660頁。

(3) 検査院報告670頁。

図表13 長期国債の流通利回り及び応募者利回りの推移



(注) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値表」、財務省「国債統計年報」等を基に本院において作成した。

## 2 会計検査院の所見

配当還元方式の還元率は、社会経済の変化に応じたものとはなっておらず、評価の安全性を考慮しているものであるとしても、近年の金利の水準と比べて相対的に高い率となっているおそれがある。このため、これに基づいて算定される評価額は評価通達の制定当時と比べて相対的に低くなっているおそれがあると思料する<sup>(4)</sup>、としている。

## III 東京税理士会の意見

東京税理士会では、「令和8年度税制及び税務行政の改正に関する意見書」(令和7年3月18日)において、以下のような意見を述べている(24-25頁)。

「配当還元方式の還元率(10%)は、昭和39年の評価通達制定当時の金利等(例えば、長期国債の流通利回り6%台)を参考にするなどして設定されたものである。この還元率

は、その後現在までにおける金利の水準に比べて相対的に高い水準となっている。このためこの還元率に基づく配当還元方式の評価額は、昭和39年当時に比べ相対的に低くなっている恐れがあるとの指摘がある(報告の概要)。とはいえ、配当還元方式による評価額が原則的評価方式による評価額を上回ることは適当ではない。上記報告では、還元率を5%とすると、原則的評価方式による評価額を超えない会社が91%となる試算があり、5%程度の還元率に変更をすべきである。」

筆者もこの考え方賛同し、5%程度の還元率に変更をすべきものと考える。

## IV その他の問題点

還元率のほかにも、配当還元方式には①少数株主の判定の困難性(5%基準の問題点)及び②資本金等の額が大きいことの影響という2つの問題点を指摘できる。

### 1 少数株主の判定の困難性(5%基準の問題点)

一般的に、配当還元評価額は、原則法に比べ、格段に安く算出されることが多く、配当還元評価となるか、原則法になるかについて、争いになるケースが少なくない。ここでは、3つの事件を取り上げ、その問題点を指摘することとする。

#### A-1 平成8年12月13日東京地判(平成7年(行ウ)第42号、税資221号879頁)

##### ① 事案の概要

取引相場のない株式2.4%を保有する被相続人の死亡により、その相続人の1人である

(4) 検査院報告673頁。

原告（納税者）が、課税庁による更正処分等の取消しを求めた事案である。原告は、相続前に当該会社の株式を4.99%保有しており、合わせて最終的な持株割合が約7.40%となつた（未分割であり、その全部を取得した場合の割合であり、法定相続分1/5のみとしても約5.48%となる）。原告は、親族の中心で経営に当たっている者からすると5親等の血族であり、会社経営に関与していないため、評価通達の配当還元方式を適用し1株当たり500円と評価して申告したが、被告（税務署長）は、持株割合が5%を超えていることを理由に配当還元方式を否認し、原則的評価方式である「S1+S2方式」により1株当たり16,743円と評価して更正処分等を行つた。

## ② 原告の主張

同族株主は、同族の持株を結集することによって、近親者が会社の役員となり、会社を支配し、高額の給与、賞与、退職金を受け取り、その他有形無形の利益を受け得るほか、自らの選択において会社を解散し、清算配当を受け得るという点にある。そうだとすると、株式評価上の同族の範囲については、共同して会社を支配し得る可能性の濃淡を基準として決めるのが妥当である。この観点からすると、同族関係者の範囲に6親等内の血族までも含めることには合理性がない。6親等の血族に「血縁の力」を認めようとするのは、時代錯誤的な考え方である。各法律の立法趣旨に従い、6親等内の血族のうち一定範囲の血族に対し制約を課す例がほとんどである（例えば、民法730条の互助義務は同居の親族、同法877条2項の扶養義務は3親等内の親族、民事訴訟法280条の証言拒絶権は4親等内の血族をそれぞれ対象としている）。このことは、6親等内の血族を無批判に親族とすることに合理性がないことを示しているのであって、同族関係者の範囲については4親等内の血族とするのが合理的である。原告

は5親等の血族であるから、同人の同族関係者には該当しないというべきである。

また、評価通達の趣旨は、会社経営に参画し、これを支配できない株主の株式に対しては配当還元方式を適用するとしているのである。そうであれば、中心的な同族株主以外の同族株主について保有割合規制が必要であるとしても、その割合は、会社に対する支配力の有無から決せられるべきであって、一律に5%をもって規制することは不合理である。原告は、訴外会社の経営に参画せず、これを支配できない株主であるから、5%規制の適用を受けないというべきである。

## ③ 被告の主張

評価通達は、株式の取得者の態様に応じて、同族株主以外の株主等の取得した株式について配当還元方式を採用し、同族株主の取得した株式の評価については、評価会社の事業規模及び特性に応じてそれぞれ所定の評価方式を採用し、その実態に沿った評価を行っているところであり、評価通達に規定された右評価方法は合理性を有するから、右評価方法によらないことが正当として是認され得るような特別の事情がある場合は別として、そのような事情の見当たらない本件においては、評価通達に基づいて評価することが相当である。

## ④ 裁判所の判断

以下の理由により、原告の請求を棄却した。

「たしかに、会社経営への影響力の有無の判定基準として、民法上の親族であることがどれだけ実質的意味を有するのか、六親等内の血族をすべて同列に扱うべきかについては、議論の余地があるところである。しかし、……親族を含む同族関係者の持株数を合算した株式割合をもって会社経営に実質的支配力を有する同族グループを認定し、あわせて、かかる同族株主以外の者が取得した株式については、特例的評価方式である配当還元

方式を採用しようとするものであって、このこと 자체を不当というべきものとは解されない。」

評価通達の定める取引相場のない株式の評価方法は、会社の規模や取得者の会社経営への影響力を総合的に考慮したものであり、一般的な合理性を有すると認めた。

#### A-2 平成10年3月30日東京高判（平成8年（行コ）第169号、税資231号411頁）

控訴人は、他の相続人と株式を均分に相続したものであるが、他の相続人は、配当還元方式が適用され1株当たり500円と評価されて相続税を課されたのに対し、控訴人は、発行済み株式の5%をわずかに超える株式を取得するに至ったことを理由に配当還元方式の適用がなく、約33倍もの差異を生ずるに至ったのは、著しく公平を欠くものである、と主張したが、裁判所は以下の理由により控訴を棄却した。

「控訴人については、たまたま既に同一会社の株式を有していたことから、……課税の前提としての資産評価上、S1+S2方式によることが合理性を有するとされたものであって、他の相続人との間にその主張のような不均衡があるからといって、課税上著しく公平を欠くということはできない。」

#### A-3 平成11年2月23日最判（平成10年（行ツ）第191号、税資240号856頁）

最高裁は、以下のように判示し上告を棄却した（確定）。

「原審の適法に確定した事実関係の下においては、所論の点に関する原審の判断は、正当として是認することができ、その過程に所論の違法はない。論旨は、違憲をいう点を含

め、独自の見解に立って原審の右判断における法令の解釈適用の誤りをいうものにすぎず、採用することができない。」

#### A-4 まとめ

この事案に関して、渋谷雅弘氏は、以下のように評釈している<sup>(5)</sup>。

「争われているのは株式の時価という個別的な事実認定の問題であって、評価通達の一般的な合理性の問題ではないということである。評価通達の合理性は、個別的な財産評価が妥当であることを推認させる事情であるに過ぎない。その推認を疑わせる事情が納税義務者により指摘されたときには、再び個別的な財産評価が問題となる。そしてそれは相続税の課税要件事実なのであるから、評価対象財産の時価が一定額を下回らないことについて、課税庁に証明責任がある。本件第1審判決は、納税義務者の方が特段の事情が存することの立証が必要であると述べるが、反証で足りるとすべきである。……評価通達はしばしば相当に形式的な基準を用いている。これは、仮に一般的な合理性が認められるとしても、少なからぬ個別事案において妥当な評価を導かないことがあると思われる。それゆえ、このような形式的な基準については、個別的な財産評価が妥当であることを推認させる力が、あるとしても、それほど強いものではないと考えられる。本件においては、……相続により取得した株式数が持株割合にして0.5パーセント程度に過ぎないこと、……取得後の持株割合が5パーセントをわずかに上回るだけであったこと、……個人筆頭株主の5親等の血族であるに過ぎず……経営にも参加していないこと、および配当還元方式の適用の有無により評価額に著しい差が生じること

(5) 渋谷雅弘「判批」最新租税基本判例80（税研106号）159頁（2002）。

と等の事情がある。これらは、本件の個別事案における株式評価が妥当でないことを疑わせるに十分であると思われる。」

この考え方賛同したい。また、納税者側が主張するように親族6親等はあまりに範囲が広すぎるよう思う。

### B-1 平成16年3月2日東京地判（平成12年（行ウ）第90号、税資254号順号9583）

#### ① 事案の概要

被相続人は、事業会社の株式200万株を死亡の1年半前に有限会社に現物出資をした。そして、死亡の1週間前にその有限会社の出資のうち、52%を事業会社の取引先13社に4%ずつ譲渡して、48%を保有することとなった。被相続人は84歳で死亡した。原告は、有限会社の保有する事業会社の株式を配当還元方式により1株3,123円で評価をして、有限会社の株式を評価して申告したが、被告（税務署長）は、有限会社の保有する事業会社の株式を原則法により評価をして、有限会社の評価額を1株当たり75,421円と評価して更正処分等を行った。

#### ② 原告の主張

評価通達によれば、本件有限会社が事業会社の50%以上を保有していなければ、配当還元評価となるところを、被告は、本件有限会社の出資の52%を譲渡したという行為を相続税の軽減を目的とした不自然不合理な行為と決めつけて、原告が行った本件出資の評価を認めようとしないが、被告のこのような決めつけは、経済的実態、ことに、先祖代々の家業を守ってきたオーナー企業のオーナーの心情を無視した、常に人のやることを租税回避と疑う心根に基づくものである。

被相続人は、事業会社の存続発展を念願し、一方で公開企業にする必要性と、他方で、公開企業となることによる株式分散化による安定株主の不在の危険性とを考えざるを

得なかった。その結果、事業会社を公開企業としつつ、他方において、その安定株主を作ることの工夫をしたのである。そこで、事業会社の安定株主工作の1つとして、被相続人の所有していた事業会社の株式を1つのまとまりを持ったものとして存続させることを考えた。その方策が本件有限会社を設立し、そこに被相続人の所有していた事業会社の全株式を保有させることである。

#### ③ 被告の主張

原告らの保有割合が、48%であって、50%未満の保有割合であるとはいっても、本件有限会社の事実上の支配権は、本件相続開始日を含めて現在まで事業会社の社長である原告らに存することは明らかであり、さらにまた、本件有限会社は、原告らが取締役を務めており、取引会社13社が合計して52%の出資を保有しているとしても、原告らが同社を支配している事実は何らの影響を受けることがない。形式的には、配当還元方式によって評価することになるとしても、実質的には、本件有限会社に対する原告らの支配関係が存在していることから、本件有限会社は、事業会社の同族株主である原告らとの関係において特殊関係のある同族関係者であるので、事業会社の同族株主と認めるのが相当であり、加えて、他の納税者との相続税負担の公平を確保するとの見地から、評価通達による評価方法を画一的に適用して評価することは、極めて不適当なものであるといわざるを得ない。

#### ④ 裁判所の判断

評価通達は、50%に満たないから会社に対する確定的な支配がなく、その株式の評価方法は配当還元方式とされるといった解釈がなされているわけではない。そして、非上場会社の株式の原則的な評価方法は類似業種比準方式であって、この手法は広く通用力を有する合理的な評価方法であると認められるところ

る、評価通達は、会社に対する支配力を持たない株式の経済的実質を前提として例外的な評価方法である配当還元方式を採用すべきものとしているにすぎないのであるから、原告らの主張は当を得ないものといわざるを得ない。たとえ、本件各取引会社の全てが原告一族の意向に追従する保証がないとしても、被相続人らの意向で相互に競争関係にある事業会社の取引会社が平等の割合で少數ずつの出資を保有するに至った本件事案においては、本件各取引会社が一丸となって原告一族に反旗を翻すような事態は想定できず、その48%の出資を保有するだけでも十分に本件有限会社の経営を意のままに支配することは可能であると認められるから、原告らの主張は採用できない。

#### B-2 平成17年1月19日東京高判（平成16年（行コ）第123号、訟月51巻10号2629頁）

経営に対して実効支配力を有する同族株主の保有する株式については、配当還元方式を採用することができないとして、控訴を棄却した（確定）。

#### B-3 まとめ

この実効支配力という概念を持ち込むことによって、評価通達の適用関係が極めて不明瞭となり、かえって課税実務の混乱を招くことになるように思われる、という指摘がある<sup>(6)</sup>。いわゆる総則6項の適用の事案と思われ、その基準があいまいであれば、実務が混乱するばかりである。

#### C-1 平成29年8月30日東京地判（平成24年（行ウ）第184号、判夕1464号106頁）

##### ① 事案の概要

(6) 小田修司「判批」租税判例百選〔第5版〕（別冊ジュリ207号）155頁（2011）。

原告は、甲株式会社の株式を相続し、配当還元方式により1株75円で評価をしたが、被告（税務署長）は、類似業種比準方式により1株当たり2,292円と評価して更正処分等を行った。

甲株式会社の株主構成は、原告ら個人で14.91%，有限会社乙（株主は甲社の一族外の役員・従業員）7.88%，有限会社丙（株主は原告らが32%，丁会・乙社・甲社の一族外の役員・従業員で33%）24.18%，丁従業員持株会24.03%，戊従業員持株会25.16%となっていた。

##### ② 原告の主張

乙社、丙社が、甲社・原告の意思と同一の内容の議決権を行使することに同意していたとはいはず、原告が甲社、乙社、丙社に対し、広範な業務執行権限に基づき経営方針の決定に関与するなどして実効支配力を有していたという事実はない。

##### ③ 被告の主張

乙社、丙社が、甲社・原告の意思と同一の内容の議決権を行使することに同意していることから、甲社では、被相続人、原告による実効支配体制が確立していた。

##### ④ 裁判所の主張

乙社、丙社が、甲社・原告の意思と同一の内容の議決権を行使することに同意しているとはいはず、甲社では、被相続人、原告による実効支配体制が確立していたとは認められない。

#### C-2 まとめ

Bの事案と同じく、実効支配力という概念を持ち込むことは、課税実務の混乱を招くことになるように思われる。

## 2 資本金等の額が大きいことの影響

平成18年の財産評価基本通達の改正では、会社法の施行及び法人税法の改正等に伴い、「1株当たりの資本金の額」から「1株当たりの資本金等の額」へ変更された。具体的には、登記上のいわゆる額面の資本金ではなく、法人税申告書別表5(1)の「Ⅱ 資本金等の額の計算に関する明細書」の差引合計額の金額によるので、組織再編などを行った会社では多額の資本剰余金が計上されていることがある。

この「1株当たりの資本金等の額」は、法人税申告書を入手しないと計算できないのであるが、少数株主は、法人税の申告書を閲覧することはまず困難であり、当該会社に問い合わせをするしかないが、情報を入手できる保証はない。これが実務上の問題点であると思われる。

品川芳宣氏は、1株当たりの配当金額を10%で還元するのではなく、1株当たり50円との対応関係が一層深いと考えられる平成18年改正前の「1株当たりの資本金の額」に戻すべきであり、平成18年改正の「1株当たりの資本金等の額」の採用は、配当還元方式の理念を喪失し、実務を混乱させていることか

ら、早急に是正すべきである、と述べられている<sup>(7)</sup>。

少数株主の中には、会社設立時にいわゆる額面で拠出した人がほとんどであると思われ、納得できる案である。しかし、少数株主でも、時価ベースでの増資に応じた人もいると思われ、一律もとに戻すのも難しい。

### さいごに

配当還元方式について、会計検査院が指摘した還元率が相対的に高い率になっていることはそのとおりであると考えられ、見直しの必要があるものと思料する。

さらには、配当還元方式には①少数株主の判定の困難性（5%基準の問題点）及び②資本金等の額が大きいことの影響という2つの問題点を指摘した。①では、評価通達と異なる課税処分をするときには、明確な基準を示すべきであると考える。②においては、「1株当たりの資本金等の額」ではなく、「1株当たりの資本金の額」の方が適正な時価を反映する場合が多いと思われ、一考の余地があるものと考える。

(7) 品川芳宣編著『資産・事業承継対策の現状と課題』584-585頁（大蔵財務協会、2016）。

# 取引所の相場のない株式の評価—企業会計における非上場株式の評価、会社法と中小企業M&Aでの価格

太田 英男◎PwC Japan 有限責任監査法人 パートナー

## I はじめに

### 1 評価目的の種類

非上場株式の評価には、会計目的、裁判目的、取引目的、課税目的などのさまざまな局面における評価があり、利用者、必要性、考慮すべき条件、背景が異なるため、それぞれの目的に合致した価値や評価手法を選択する必要がある。

以下に、目的ごとの評価を整理する。

- 会計目的評価：企業会計では、通常、非上場株式は取得原価で評価されるが、時価評価またはそれに準じた評価を行う局面や状況で行われる評価。
- 裁判目的評価：裁判目的で企業価値または株主価値を評価する場合の評価。代表的なものは、一定の会社法の手続の際、非上場株式の評価の検討が必要となる場合に、会社法に基づく価格決定手続が求められるケースがあげられる（例：反対株主の買取請求、譲渡制限株式の売買価格決定、全部取得条項付種類株式の取得

対価、単元未満株式の買取・売渡など）。

当事者の協議が整わない場合、裁判所が「公正な価格」を定めることになる<sup>(1)</sup>。

- 取引目的評価：株式譲渡、合併、株式交換・移転、事業譲渡の際、当事者間で取引価格を決定するための根拠として、または意思決定支援のための企業価値・株主価値を算定する場合の評価。
- 課税目的評価：法人税、相続税などで取引所の相場のない株式の評価を行う場合の評価。相続税および贈与税の課税価格計算の基礎となる財産の評価に関する基本的な取扱いとして、財産評価基本通達が設けられており、その中で取引相場のない株式の価額の算定手順を定めている。
- その他：投資検討時や清算検討などのさまざまな目的に従い、シナジー価値、清算価値などの評価が考えられる。

### 2 価値と価格との相違

「価値」と「価格」<sup>(2)</sup>は異なる概念であることも留意を要する。企業価値評価ガイドライン<sup>(3)</sup>では、「価格とは、売り手と買い手の間で決定された値段である。それに対して

(1) 会社法117条2項など。

(2) 「価格」と「価額」については、本稿では定義されているなどの理由がなければ区別せず使用している。

価値は、評価対象会社から創出される経済的便益である。価格が当事者間で取引として成立しているのに対して、価値は、評価の目的や当事者のいずれの立場か、又は売買によって経営権を取得するか等の状況によって、いわゆる一物多価（多面的な価値）となる。」<sup>(4)</sup>としている。

価値というものは、当事者ごとの目的などにより異なり得るとの理解が重要である。他方、一般に課税目的では課税の公平性の観点から一意に定まることを志向するものと理解するが、その観点では性質上、価値とは相いれない部分は残る。

また、株式評価の慣行として、一点の金額で算定するのではなく、一定幅での評価となるのが通例である。この幅の中央値が評価額ではなく、結論としての評価額に幅があることになる。

## II 価値概念と評価手法（アプローチ）

### 1 株主価値に関連する各種価値

株式価値を算出する際、事業価値、企業価値および株主価値をそれぞれ区分し、順序だてて考える必要がある。その価値の関係は以下の計算式により整理される。

#### (i) 事業価値

事業活動から創出されるキャッシュ・フローの現在価値などから算出される（のれん・無形資産を含意）。

#### (ii) 企業価値 = 事業価値 + 非事業資産

事業に直接要していない非事業資産（余剰資金、遊休資産など）を事業価値に加えて企業の全体価値を算出する。

#### (iii) 株主価値 = 企業価値 - 有利子負債

企業価値から有利子負債などを控除した株主らに帰属する価値を算定する。評価目的に応じて帰属主体・資本構成の整合を取る。例えば、種類株式を発行しているなど資本構成が複雑である場合にはこの株主価値からさらに個別の種類株式配分や新株予約権の効果にも留意が必要となる。

### 2 評価手法（アプローチ）の種類

評価における主要な手法は以下の3つがある。これは、ものを利用することにより生ずる価値（利用価値）、ものを交換して得られるものの価値（交換価値）、ものを作成するにかかる費用（制作価値）、というもの評価に関する概念を踏まえたものである。評価における実務では1つの手法だけでなく、複数の手法を適用した上でそれらの評価から算出された価値を総合的に考慮して評価額を算出する。

課税目的での財産評価基本通達で定める評価方式との関連では、配当還元方式が利用価値、類似業種比準方式が交換価値、純資産価額方式が制作価値に該当するものと考えられる。また、不動産鑑定評価との関連では、収益還元法が利用価値、取引事例比較法が交換価値、原価法が制作価値にそれぞれ該当する。

株式価値評価および企業価値評価の場合に

- (3) 経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」（平成25年7月3日改正）（以下「企業価値評価ガイドライン」）は、公認会計士が、株式の価値を評価する場合の実施、報告について取りまとめたもので、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、準拠しなければならない基準やマニュアルというものではないが、実際に評価業務を行う際には、参照することが期待されている。ただし、当該ガイドラインは企業価値評価の際には法的拘束力はないとされている（企業価値評価ガイドライン2頁）。
- (4) 企業価値評価ガイドライン3-4頁。

はインカム・アプローチは利用価値、マーケット・アプローチは交換価値、ネットアセット・アプローチは制作価値に該当する。以下、それぞれの手法を記載する。評価においては、これらの複数の手法の適用を可能な限り検討することが必要である点は重要である。

(i) インカム・アプローチ

将来キャッシュ・フローの期待値を一定の資本コストで割引計算を行い、その総額で算定する。代表例はディスカウント・キャッシュ・フロー法 (DCF) である。その他関連する手法として、調整現在価値法 (APV) や残余利益法が併用される。インカム・アプローチは将来期待される利益やキャッシュ・フローに基づいて算出されるために、一般的に企業の固有の収益獲得能力を反映しやすい一方で、将来見込みや割引率に見積りの要素が大きいとされている。

(ii) マーケット・アプローチ

非上場株式の場合、直接的に対象会社持分が市場で売買されていないため、直接市場価格は観測できない。そのため代替的に対象会社の決算数値など (EBITDA<sup>(5)</sup>、営業利益、売上など) と類似業種上場会社の同数値との倍率を用いて算定する。また、類似取引事例やファイナンスがあればそれに基づく相対評価を行う手法もある。

(iii) ネットアセット・アプローチ

対象会社の純資産を基礎として含み損益を反映した修正簿価純資産法などに

基づいて評価を行う。評価時点での静態評価であるとされ、会社固有の将来の価値の見込みが織り込みにくいため業種によって、適用が困難な場合がある。

### 3 非上場株式の評価に関する困難性

通常、企業の評価には将来の予測や見込みが関連するため困難性を伴うが、特に評価対象の会社が非上場かつ中小規模の場合には、固有の困難性が考えられる。よって評価に当たってそれら困難性を踏まえて評価手法を選択適用する必要がある。以下、困難性を例示する<sup>(6)</sup>。

- 非公開企業であるため、類似業種や比較情報の入手の制約、小規模であることやディスカウント／プレミアムの適用の要否、料率、データが不十分であること。
- 情報制約の下での将来予測・終価・資本コスト推定と検証が必要となること。
- 利害関係者との取引が多くを占めている場合、売上・仕入などの取引条件が必ずしも第三者価格となっていない可能性があること。
- 外部ステークホルダーからの監視を受けている場合、会計数値そのものの信頼性が低い場合や、税務基準で必要な減価償却、評価損の計上がされていない決算となっていることがある。保有資産の簿価と時価との乖離があり、多額の含み損益が存在するため修正を要する場合があること。
- 将来数値を使用する評価手法を用いる場合であっても、経営計画が必ずしも作成

(5) Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. 金利、税金および減価償却費控除前利益を指す。事業から生じている収益力、キャッシュ・フロー生成力を示すとされており評価でよく使用される。

(6) これらの点は評価とあわせてファイナンシャルデューデリジェンス (FDD) を行うのであれば、それらの情報を利用することができる。

されていない。また、作成されていた場合でも実勢を適切に反映していない可能性があること。

- 経営資源の配置や資本構成、借入水準が適切でない可能性があること。
- 経営者および経営者とその親族などの関連会社と評価対象会社の区分が明確にされていない場合があること。
- 決算書に計上されていない資産や負債がある可能性があること。

### III 会計目的での評価

日本の企業会計では非上場株式の貸借対照表価額は原則、取得原価とされるが<sup>(7)</sup>、例外的に時価や実質価額を検討することが求められる局面が存在する。例えば、M&Aにおける取得原価配分 (Purchase Price Allocation, PPA) 時や、市場価格のない株式の減損（実質価額）の場合などがあげられる。その他、例外的に投資事業有限責任組合（LPS）を通じて非上場株式（スタートアップ企業）に投資する場合には、時価評価を行う会計処理を選択することもある<sup>(8)</sup>。

なお、日本の企業会計において「『時価』とは、算定日において市場参加者間で秩序ある取引が行われると想定した場合の、当該取引における資産の売却によって受け取る価格

又は負債の移転のために支払う価格をいう」<sup>(9)</sup>と定義されている<sup>(10)</sup>。

また、国際財務報告基準（IFRS）や米国会計基準で使用されている「公正価値」は日本では採用されていないが、両者は異なる概念を採用したわけではなく日本では歴史的に「時価」という用語が広く用いられているため、代替に用いていると説明されている<sup>(11)</sup>。ただし、日本基準とは異なり、IFRSなどでは非上場株式についても決算時に公正価値評価が求められている。

#### 1 取得原価配分（PPA）

M&A が行われ企業結合会計が適用される際、被取得企業の識別可能資産・負債およびのれんに取得原価を配分し識別・測定が行われる。その際、非上場株式が識別可能資産に含まれている場合、原則として時価により評価替えが必要となる<sup>(12)</sup>。

#### 2 非上場株式の減損

時価に該当するものではないが、会計目的において、実質価額での評価が必要となる場合がある。前述のとおり、市場価格のない株式は取得原価で測定するが、発行会社の財政状態の悪化により実質価額が著しく低下した場合は当期の損失として相当の減額（減損）を行う<sup>(13)</sup>。著しい低下の目安として、実質価額が取得原価比で50%程度以上の下落をし

(7) 企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」(2019年7月4日最終改正)（以下「金融商品会計基準」）第18項（2）。

(8) 移管指針第9号「金融商品会計に関する実務指針」(2025年3月11日最終改正)（以下「金融商品会計実務指針」）第132-2項。

(9) 企業会計基準第30号「時価の算定に関する会計基準」(2019年7月4日)（以下「時価算定基準」）第5項。

(10) 購入価格ではなく売却する際の価格、いわゆる出口価格として考えられている。

(11) 「IFRS 第13号では公正価値という用語が用いられているが、本会計基準では代わりに時価という用語を用いている。これは、我が国における他の関連諸法規において時価という用語が広く用いられていること等を配慮したものである」(時価算定基準第25項)。

(12) なお、実際の適用では、金額的質的重要性は考慮され要否が判断される。

た場合に該当する可能性がある<sup>(14)</sup>。

金融商品会計実務指針によれば、「財政状態とは、一般に公正妥当と認められる会計基準に準拠して作成した財務諸表を基礎に、原則として資産等の時価評価に基づく評価差額等を加味して算定した1株当たりの純資産額をいい、財政状態の悪化とは、この1株当たりの純資産額が、当該株式を取得したときのそれと比較して相当程度下回っている場合をいう。なお、この際に基礎とする財務諸表は、決算日までに入手し得る直近のものを使用し、その後の状況で財政状態に重要な影響を及ぼす事項が判明していればその事項も加味する。通常は、この1株当たりの純資産額に所有株式数を乗じた金額が当該株式の実質価額であるが、会社の超過収益力や経営権等を反映して、1株当たりの純資産額を基礎とした金額に比べて相当高い価額が実質価額として評価される場合もある。」<sup>(15)</sup>とされている。

実質価額は基本的にはネットアセット・アプローチによるが、上記によれば将来の収益力を反映する場合もある。

### 3 金融商品の時価開示での例外

上場企業は有価証券報告書などの開示において、保有する金融商品については原則として時価の開示が求められる<sup>(16)</sup>。その際、金融商品の時価は、その時価の算定において重要な影響を与えるインプットが属するレベルに応じて、レベル別に1から3まで分類された上で、開示される。

(13) 金融商品会計基準第21項。

(14) 金融商品会計実務指針第92項など。

(15) 金融商品会計実務指針第92項。

(16) 時価算定基準、企業会計基準適用指針第31号「時価の算定に関する会計基準の適用指針」(2021年6月17日改正)、企業会計基準適用指針第19号「金融商品の時価等の開示に関する適用指針」(2020年3月31日最終改正)等。

(17) なお、IFRSなどでは非上場株式の公正価値の開示が必要となる。

(18) 金融商品会計実務指針第132-2項。

ただし、市場価格のない株式などは有価証券であるため金融商品に該当する例外的な取扱いが認められており、従来の取扱いが継続され、当該時価注記の対象からも除外されている<sup>(17)</sup>。

### 4 VC ファンド投資時の時価評価の例外

非上場株式は取得原価での評価が原則であるが、ファンドを通じて非上場株式への投資を行う場合、投資先のパフォーマンスを反映させるため、次の要件を満たす組合などへの出資は、当該組合などの構成資産に含まれるすべての市場価格のない株式を時価評価し、当該組合などへの出資者の会計処理の基礎とすることが認められる<sup>(18)</sup>。

(i) 組合などの運営者は出資された財産の運用を業としている者であること。

(ii) 組合などの決算において、組合などの構成資産である市場価格のない株式について時価をもって評価していること。

## IV 裁判目的での評価

### 1 会社法に基づく価格決定の枠組みと評価

会社法での株式買取請求権の行使などにおける価格決定の際、当事者間に係争がある場合などの評価では、公認会計士は鑑定人や鑑定人補助者として裁判所から意見が求められることがある。

裁判目的の評価では、裁判所の鑑定命令に

基づいて評価目的・対象・基準日を明示し、当事者の主張・証拠を踏まえ規範的な「公正な価格」を算定する必要がある。なお、依頼を受けた鑑定人は対象株式の公正な価格についての意見を述べることになるが、公正な価格が何を意味するかは法律問題であり、最終的には裁判所が判断することとなる<sup>(19)</sup>。

その他、裁判目的の評価では会社更生法上の財産評定における評価などがある。

これらの評価は、取引目的の「市場で成立する価格」とは性格が異なる。また、業務の性質上、独立性・中立性・守秘義務が厳格に要請される。

## 2 裁判目的での評価における論点

公正な価格の解釈における主要な論点として、シナジー効果を含むかどうか、多数株主の意思による行為に反対する株主の掲げる理由によって左右されるなどがある<sup>(20)</sup>。

資産状態、収益力、配当実績、将来見通し、株主構成・議決権、取引目的・手続状況などの事情を総合的に考慮し、3つの手法を選択、併用して評価額を検討する。

また、目的に応じ、継続価値と清算価値（非強制／強制処分価値、処分費用）の峻別が重要となる。さらにマイノリティ・ディスカウント、非流動性ディスカウント、コントロール・プレミアムの適用要否は、手続の趣旨・事案の事情・裁判所の運用に依拠する。支配権移転を前提としない場面や少数持分の買取では、価格形成の現実と規範的公平の調整が争点となる。これらの点について、裁判目的での評価では判例などに留意する必要がある。

## V

# 中小企業M&Aの取引目的における評価上の実務課題

前述のとおり、取引交渉で形成される「価格」と、評価により導かれる「価値」とは一致しないことがある。価値は、対象企業の事業から期待される将来キャッシュ・フローなどの評価に基づくものであり、当事者の立場、支配権の有無、シナジー期待などに応じて多面的に定まる。他方、価格は具体的な取引の条件や交渉力により結果的に1つの価額に収斂する。結果、それらに乖離があったとしても、内部、外部ステークホルダーへの説明などが可能であれば、そのことそのものが経営判断として問題となるわけではないが、通常、評価における金額レンジに取引価格が入っていることが期待される。

## 1 将来予測と不確実性、困難性

非上場企業の評価に関する共通の困難性については「Ⅱ3 非上場株式の評価に関する困難性」を踏まえた評価が行われる必要がある。

インカム・アプローチでは、割引率の設定に加えて、事業計画の策定とそれに基づく将来キャッシュ・フローの見積りの妥当性が中心的論点となる。しかし、中小企業・非上場企業では、事業計画が十分に整備されていないことが多い点は課題にもなるが、業歴が長い場合には事業のぶれが少ないため過去の延長線上で予測数値を算定しやすいという利点もある。

キャッシュ・フローの割引に使用する割引率は、一般的に、上場企業のベータ値<sup>(21)</sup>な

(19) 企業価値評価ガイドライン81頁以下「VI 裁判目的の企業価値評価業務」。

(20) 企業価値評価ガイドライン85頁「図表VI-3 会社法における『公正な価格』の解釈上の論点」。

(21) ベータ値は、株式市場全体の利回りに対する対象企業の株式の利回りの割合。

どから算定される WACC<sup>(22)</sup>が用いられるが、投資家の期待リターンと資金調達コストの整合を図る。買収プレミアムやディール前提を織り込む場合、IRR<sup>(23)</sup>との関係も検討する。また、金利支払による節税効果も通常反映させる。

## 2 マーケット・データの制約

非上場株式は通常、観察可能な市場価格が存在しないため、マーケット・アプローチの適用では類似上場会社の倍率や取引事例を用いることになる。その場合でも、規模差、事業モデル差、時点差などの補正が必要であり、比較可能性の限界を踏まえた運用が求められる。非上場株式の場合の取引事例については、公表データは限定的で利用可能な場合は限られている。

## 3 ネットアセット・アプローチ

貸借対照表の資産負債を基礎として評価を行うため、見積りの要素が比較的少なく、同じ評価結果に収斂しやすいため、関係者の合意が得られやすい。特に会社資産が概ね不動産や金融商品で構成されているなど企業価値が保有資産から生じている場合に適合しやすい。他方、企業の固有な収益性などの反映は

難しく、また保有資産が限定的なスタートアップ企業では適用が難しい場合が多い。

## 4 ディスカウント／プレミアムとシナジーの扱い

少数持分ディスカウントや非流動性ディスカウント、コントロール・プレミアムの適用は、目的と文脈に応じて慎重に判断する。支配取得を前提とした企業価値評価では、支配プレミアムを前提とすることがあり得る。

## VI まとめと今後の展望

本稿では、取引相場のない株式の評価について、会計目的、裁判目的、取引目的などにおける共通する3つの価値の種類と3つの評価手法の整理、実務上の課題などの説明を行った。非上場企業の評価では、今般、非上場株式のセカンダリー市場の整備や、中小企業の相続などにおけるM&A仲介会社の利用増加から、不確実性を低減するためのデータが公表され、非上場株式の評価に利用できるようになれば、評価の透明性の更なる向上が期待される。

(22) Weighted Average Cost of Capital（加重平均資本コスト）。

(23) Internal Rate of Return（内部収益率）。