

実務研究

日本税務会計学会
平成20年9月 月次研究会



茂腹 敏明 [神戸]

非上場株式価格を どう算出するか？

1 上場廃止事例から読みとれること

本稿では、主に税務判断が絡まない局面についての、鑑定理論の鳥瞰を示します。

西武鉄道株式上場廃止事例は、大株主の株式保有過小記載による流動株式が少なくないことを理由とするものです。これは、廃止理由として、粉飾決算が含まれていないので、純粹に取引の場を突然喪失した事例です。2004年8月1日から12月16日までの株価の動きを時系列で追うと、西武株式の親会社のコクドが西武株式保有を過小記載していたことが明らかになったと、流出し始めたとき（2004年10月5日）と東京証券取引所上場廃止発表後の比較をなすと、78・6%暴落し、株価は21・4%となりました。

また、過小記載情報が出た直前の

東京証券取引所上場廃止発表直後の株価249円 =21.4%
2004年10月5日の株価1,165円

2 鑑定方式の鳥瞰

職業会計人・司法関係者が非上場株式価格決定に関与するとき、筆者は、常々、全般的に問題意識が鑑定方式選択の論理構成に偏向していることに加え、

職業会計人・司法関係者が非上場株式価格決定に関与するとき、筆者は、常々、全般的に問題意識が鑑定方式選択の論理構成に偏向していることに加え、

職業会計人・司法関係者が非上場株式価格決定に関与するとき、筆者は、常々、全般的に問題意識が鑑定方式選択の論理構成に偏向していることに加え、

職業会計人・司法関係者が非上場株式価格決定に関与するとき、筆者は、常々、全般的に問題意識が鑑定方式選択の論理構成に偏向していることに加え、

職業会計人・司法関係者が非上場株式価格決定に関与するとき、筆者は、常々、全般的に問題意識が鑑定方式選択の論理構成に偏向していることに加え、

職業会計人・司法関係者が非上場株式価格決定に関与するとき、筆者は、常々、全般的に問題意識が鑑定方式選択の論理構成に偏向していることに加え、

職業会計人・司法関係者が非上場株式価格決定に関与するとき、筆者は、常々、全般的に問題意識が鑑定方式選択の論理構成に偏向していることに加え、

職業会計人・司法関係者が非上場株式価格決定に関与するとき、筆者は、常々、全般的に問題意識が鑑定方式選択の論理構成に偏向していることに加え、

3 鑑定方式が依拠する原理論が何であるか？

鑑定方式の区分を見るに当たって、一番注意すべきことは、鑑定方式が依拠する原理論が何であるかということである。「I」には、DCF方式が属しますが、その原理論は、資産価格理論です。資産価格理論は、その内容充実にノーベル経済学賞を受けた学者が多数貢献しています。従って、単なる実務上の技法ではなく、理論的な完成度が極めて高い学問として扱われるものです。

一方、「II」の原理論は、一般には、余り知られていませんが、モダンバリュー

方式（支払利息の節税効果分を分離把握する修正現在価値方式）は(1)に属する

方式（支払利息の節税効果分を分離把握する修正現在価値方式）は(1)に属する

方式（支払利息の節税効果分を分離把握する修正現在価値方式）は(1)に属する

方式（支払利息の節税効果分を分離把握する修正現在価値方式）は(1)に属する

4 資産価格理論による株価決定

資産価格理論は、消費して効用を受けるもの以外を資産と定義し、その資産の価格がリスクを伴うキャッシュフローによって決まると見ます。従って、その中心の命題は、資産価格を求めるときに、この「不確実性」をどう計量化するかです。従って、資産を企業価値に限定し、その価格決定を簡略化したモデル式で表すと次の図表1の様

具体的には、どの様な原理論を採用しているのかの断り書きを、最初に明示すべきでしょう。例えば、DCF方式を採用するときには、株主の本質の原理論について、資産価格理論を採用することになります。そこで、このうち(2)(3)(4)は、不確実なキャッシュフローをどう計量化するかを、鑑定書

がたまに見受けられます。

がたまに見受けられます。

がたまに見受けられます。

がたまに見受けられます。

5 構成要素の切り売りとの比較

企業譲渡の想定であれば、非上場株式鑑定時に留意すべきは、企業を構成している要素の切り売りとの比較です。この要素は、次の三つからなります。なお、切り売りとは、同一者に対してではなく、異なる者に各要素をそれぞれ切り売りすることです。

① 帳簿に記載されている資産と負債
② 簿外の法的な権利・債務及びそれ以外の簿外の

このことは、非上場株式鑑定には通じないとする理屈は存在しないので、再調達型時価純資産方式を採用するにしても、5の①②のみをとりあげ非上場株式価格とする鑑定、即ち③④の無視及び一体の無視をなす鑑定をなすことは、あってはならないこととなります。

このことは、非上場株式鑑定には通じないとする理屈は存在しないので、再調達型時価純資産方式を採用するにしても、5の①②のみをとりあげ非上場株式価格とする鑑定、即ち③④の無視及び一体の無視をなす鑑定をなすことは、あってはならないこととなります。

6 東証二部類似会社のPBRから時価純資産方式を見る

5の④のマイナスイメージに着目すると、最近の東証二部平均PBR（株価純資産額倍率）は、純資産額が0・5倍であることが、容易に説明できます。このように、5の④のマイナスイメージは株価算定に極めて重要な要因ですので、鑑定するに当たって無視することがあってはなりません。

このことは、非上場株式鑑定には通じないとする理屈は存在しないので、再調達型時価純資産方式を採用するにしても、5の①②のみをとりあげ非上場株式価格とする鑑定、即ち③④の無視及び一体の無視をなす鑑定をなすことは、あってはならないこととなります。

このことは、非上場株式鑑定には通じないとする理屈は存在しないので、再調達型時価純資産方式を採用するにしても、5の①②のみをとりあげ非上場株式価格とする鑑定、即ち③④の無視及び一体の無視をなす鑑定をなすことは、あってはならないこととなります。

このことは、非上場株式鑑定には通じないとする理屈は存在しないので、再調達型時価純資産方式を採用するにしても、5の①②のみをとりあげ非上場株式価格とする鑑定、即ち③④の無視及び一体の無視をなす鑑定をなすことは、あってはならないこととなります。

7 鑑定書の断り書き

鑑定書には、どの様な原理論を採用しているのかの断り書きを、最初に明示すべきでしょう。例えば、DCF方式を採用するときには、株主の本質の原理論について、資産価格理論を採用することになります。そこで、このうち(2)(3)(4)は、不確実なキャッシュフローをどう計量化するかを、鑑定書

がたまに見受けられます。

がたまに見受けられます。

がたまに見受けられます。

9 財産評価通達の扱いとの齟齬

税務判断が絡まない局面においては、いままでも触れた論理によって株式の評価をなすことが、取引に経済合理性をもたらす、大きく見ればマクロ経済学的な最適資源配分をもたらします。

一方、財産評価通達中、純資産方式の適用につき、煎じ詰めれば、非上場株式評価をなすときに、株主が会社財産債務を直接支配している場合と異なることがないようにして、租税回避

を禁ずる趣旨内容の一連の通達があります。これは、課税の公平を金科玉条とする課税執行の立場からすれば、当然のことではあります。

しかし、税務判断が絡まない局面において、この一連の通達を適用することは、経済合理性と最適資源配分を大きく損なうので、この一連の通達を適用する範囲は、極力限定すべきでしょう。

(図表1) FCF: 予想キャッシュフロー, r: 割引率, t: 年度, RV: 残存価値, N: 予想FCFが計算できるまでの年度

$$\text{企業価値} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{FCF}(t)}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^N \frac{\text{FCF}(t)}{(1+r)^t} + \frac{\text{RV}}{(1+r)^N}$$

- (図表2)
- リスクプレミアム加算
この式の分母における要求収益率にリスクプレミアムを入れ込む。これは、将来にキャッシュフローが入るとき、確実な場合と不確実な場合があるとき、不確実な場合は、確実な場合より高い要求収益率を適用する発想に、基づきます。
 $r = \text{無リスク利率} + \text{リスクプレミアム}$
 - 期待キャッシュフローの減額
要求収益率を無リスク利率とすることが可能であるように、キャッシュフロー自体を修正する。具体的には、将来の期待キャッシュフローを減額する。
 $\text{リスク考慮FCF} = \text{FCF} - \text{保険プレミアム}$
 - 修正された確率分布をもとに予想キャッシュフローの期待値を計算
マルチンゲール価格理論を利用して、キャッシュフローの期待値を無リスク利率で割り引くことができるように、キャッシュフローの期待値計算の前提となる確率分布に修正を施す。具体的には、リスク中立確率という新たな確率分布を構築する。即ち、確率測度の交換をなす。
 - 状態価格算出と価値合計
ある状態に対応する価格を知って、そのある状態が起こったときに得られるキャッシュフローに、その状態価格を乗じて額を求め、次に起こり得る状態の全てのその額を合算して資産価格を求める。

* 残余利益方式の簡略化したモデル式
株主価値 = (期首投下資本額 - 負債価値) + $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{残余利益}}{(1+WACC)^t}$
但し、残余利益 = 税引後営業利益 - (支払利息 - 受取利息) × 法人税実効税率 - WACC × (負債の期首簿価 + 株主価値の期首簿価)