

未公開会社株式の評価方法(概論)

(第1.0版)

2013年10月2日

行政書士荒川経営法務事務所

代表 荒川正治

行政書士(千葉県行政書士会)

グローバルCFO(米国CTP)資格

事業再生士補(ATP)

目次

- 事業価値、企業価値、株主価値、理論株価の関係式 (P3)
- 未公開会社株式の評価方法の体系 (P4)
- 関連法規と未公開会社株式評価方法の対応関係 (P5)
- DCF方式による事業価値の計算方法 (P6)
- 予測の不確実性に対応したDCF価値評価方法の発展形態と経営意思決定技術の高度化 (P7)
- 法人税基本通達に基づく未公開会社株式評価のアプローチ (P8)
(法人税基本通達9-1-13(原則)、法人税基本通達9-1-14(特例))
- 未公開会社株式の税法上の評価方法 (P9~P11)
(財産評価基本通達に基づく株式評価)
- 類似業種比準価額方式、純資産価額方式、配当還元方式 (P12~P13)
- 著者の略歴・連絡先・事務所ホームページURL (P14)

事業価値、企業価値、株主価値、理論株価の関係式

- 企業価値 = 事業価値 + 事業外資産価値
- 正味有利子負債価値 = 有利子負債価値 - 手元流動性価値
- 株主価値 = 企業価値 - 正味有利子負債価値
- 理論株価 = 株主価値 ÷ 発行済株式数 (※)

(※) 転換社債のワラントや従業員ストックオプション等の新株予約権がある場合には、新株予約権に対応する潜在的な発行可能株式数を上記の発行済株式数に加算する。

- 株式評価は、①上記の関係式に従って企業価値評価の計算から始まって最終的に株価を算出するアプローチと、②直接、株主価値あるいは株価の評価計算を行うアプローチの2通りがある。

そして、どちらのアプローチの場合でも、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、コスト・アプローチ、及び折衷アプローチの4つの評価アプローチがある。

未公開会社株式の評価方法の体系

1.0版

株式評価の目的	評価アプローチと主な評価方式		使用する財務データ等	
			過去の実績値、その平均値、 最小値又は時価	予測値
M&A等の取引目的の株式評価 経営意思決定目的の株式評価 財務会計目的の株式評価	インカム・アプローチ	収益還元方式(DCF等) 金融工学手法(リアルオプション)		○
	マーケット・アプローチ	類似会社比準価額方式 市場倍率方式	○	○
	コスト・アプローチ	再調達価値ベースの時価純資産価額方式 清算価値ベースの時価純資産価額方式 簿価純資産価額方式	○	-
	折衷アプローチ	時価純資産プラス営業権方式	○	○
税務目的の株式評価 <small>(法人税基本通達、所得税基本通達、財産評価基本通達)</small>	インカム・アプローチ	配当還元方式	○	-
	マーケット・アプローチ	類似業種比準価額方式	○	-
	コスト・アプローチ	純資産価額方式	○	-
	折衷アプローチ	類似業種比準価額方式と純資産価額方式の加重平均	○	-

- M&A等の取引目的の株式評価においては、未公開株式であるために評価計算後に非流動性Discountを行うのが一般的である。また、経営支配権の取得の場合には評価計算後にControl Premiumを上乗せし、資本業務提携の際の少数株主持分の取得の場合には評価計算後にMinority Discountを行い、その後で非流動性Discountを行うのが一般的である。評価計算後の各種DiscountやPremiumの割合は個々のケースの状況やその時々資本市場環境の状態によって異なってくる。

経営支配権取得の場合の株価 = 理論株価 × (1 + Control Premium) × (1 - 非流動性Discount)

- 取引目的の株式評価が個別的且つ経済合理的であるのに対して、財産評価基本通達に基づく税務目的の株式評価は画一的且つ原則的である。

関連法規と未公開会社株式評価方法の対応関係

1.0版

関連法規	類似業種比準	純資産		配当還元	類似会社比準	収益還元 (DCF等)	各種折衷	その他 (市場倍率等)
		相続評価	時価					
税法	法人税	○		○			○	
	所得税	○		○			○	
	相続税(贈与税)	○	○		○	×	×	○
金融商品取引法(株式公開)					○			
経営意思決定(M&A等における購入側)						○		○
会社更生法	×	×	×	×	×	○	×	×
破産法	×	×	○	×	×	×	×	×

注1: ○が原則として認められる評価方法である。但し、空欄の評価方法でも認められる場合がある。

注2: ×の方法で評価を行うことはない。例えば、会社更生法では収益還元評価方法(DCF法等)のみ適用され、破産法では純資産評価方法(法人税等控除有り)のみが適用される。

注3: 純資産評価方法は、株式発行会社の所有資産を財産評価通達による評価でなす場合と、時価でなす場合の2つに区分した。

注4: 相続税と贈与税の場合には、純資産評価方法を使うときは原則として法人税等を控除できる。しかし、法人税と所得税の場合には法人税等控除をしてはいけないのが原則である。

注5: 相続税と贈与税の場合における評価方法の折衷とは、類似業種比準方法と純資産評価方法の折衷方法であり、それ以外の評価方法との折衷は想定していない。

(参考文献) 茂腹敏明著「未公開会社株式の評価」、清文社

DCF方式による事業価値の計算方法

● DCF方式による事業価値の計算式:

$$\text{事業価値} = \sum_{t=1}^n (\text{FCF}_t / (1 + \text{WACC})^t) + (\text{TV} / (1 + \text{WACC})^n)$$

- ・FCF=税引後営業利益+償却費-正味運転資本増分-資本支出(Capex)
- ・正味運転資本増分=(手元流動性を除く流動資産の増分)-(有利子負債を除く流動負債の増分)
- ・資本支出(Capital Expenditures):設備投資、資産化した開発費・ライセンス取得費用等の繰延資産・無形資産の増分、M&A投資等。
- ・WACC: 加重平均資本コスト(=フリーキャッシュフローを現在価値化して事業価値を求める際の割引率)
- ・N: フリーキャッシュフロー(FCF)の計測(予測)期間(年)
- ・TV: Terminal Value (N年度末時点)
- ・DCF: Discounted Cash-Flow (割引現在価値)

● ターミナルバリュー(TV)の設定の考え方:

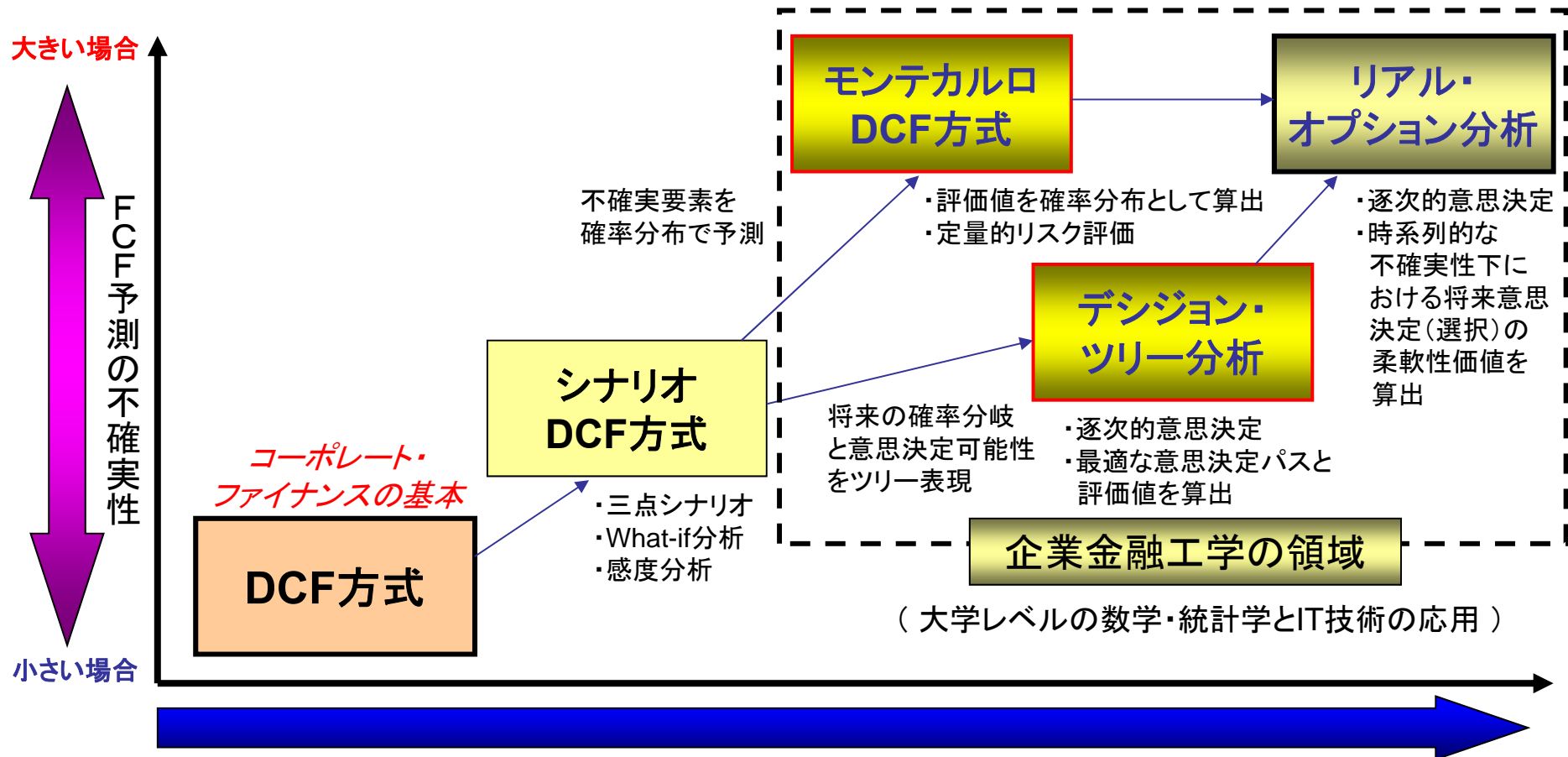
(A) 予測期間の最終年度以降、**事業を継続しないケース**: TV=清算価値

(B) 予測期間の最終年度以降、**事業を継続する、もしくは売却するケース**: TV=継続価値

$$\text{継続価値(Continuing Value)} = \begin{cases} \text{(a) 事業資産の再調達(再構築)コスト (コスト・アプローチ)} \\ \text{又は} \\ \text{(b) (N+1年度のEBITDA) × (EV/EBITDA倍率) (マーケット・アプローチ)} \\ \text{-- M\&Aの際の企業価値評価でしばしば利用される。} \\ \text{又は} \\ \text{(c) } \text{FCF}_{n+1} / (\text{WACC} - g) \text{ (インカム・アプローチ)} \\ \text{--- 永久年金の考え方。 } g \text{ はN+1年度以降のFCF成長率(年率)} \end{cases}$$

実務では(c)又は(b)のパターンが多い。

予測の不確実性に対応したDCF価値評価方法の発展形態と 経営意思決定技術の高度化

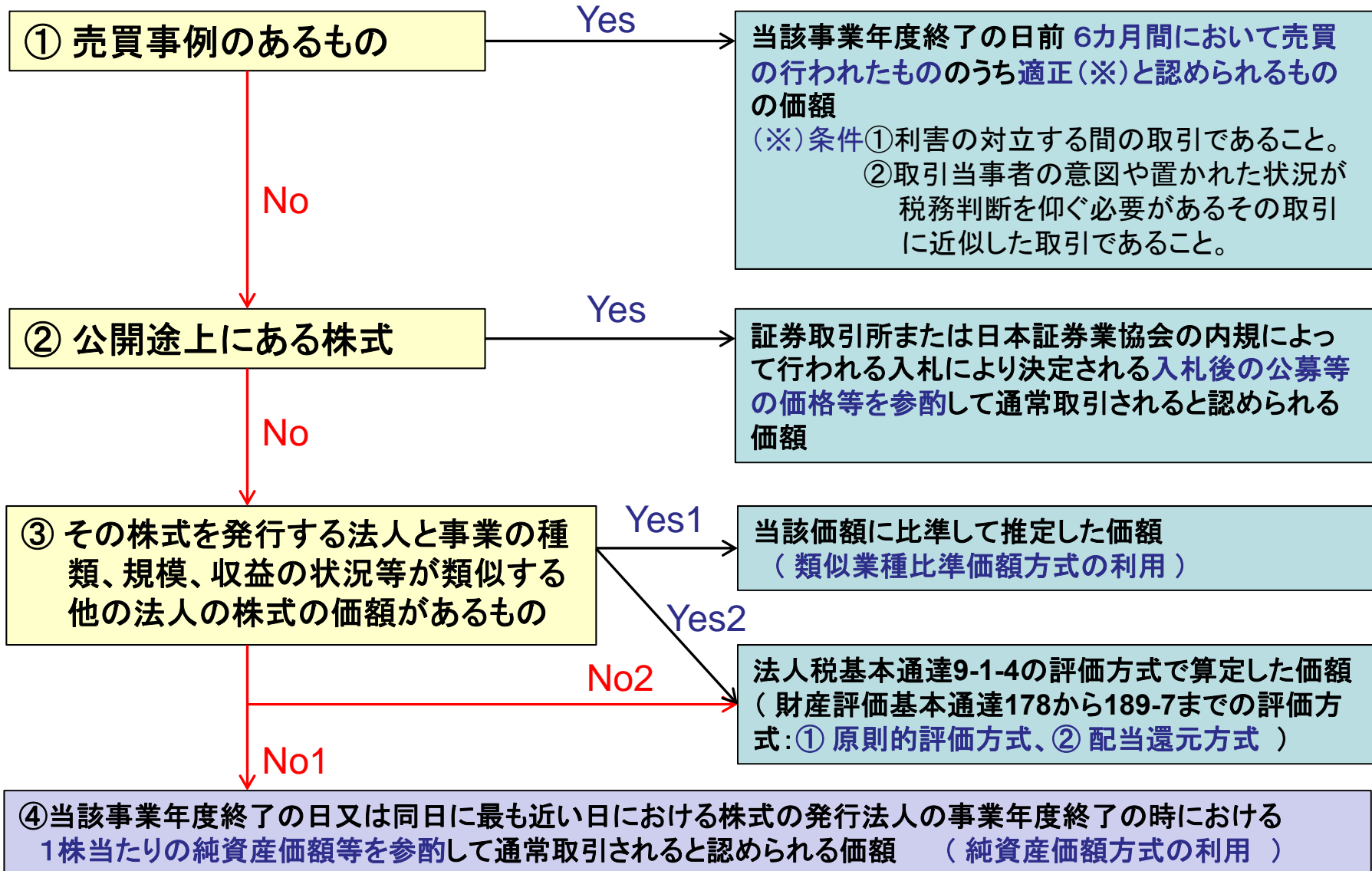


(注) DCF: Discounted Cash Flow (将来キャッシュフローを資本コストで割引いて現在価値化する手法)
 FCF: Free Cash Flow= 税引後営業利益+償却費-正味運転資本増分-資本支出(Capex)

(参考文献) 構造計画研究所「ExcelとCrystal Ballによるリアルオプション計算」、2007年9月18日

法人税基本通達に基づく未公開会社株式評価のアプローチ

(法人税基本通達9-1-13(原則)、法人税基本通達9-1-14(特例))



未公開会社株式の税法上の評価方法(1/3)

1.0版

会社の種類	会社の規模	原則的評価方式	特例的評価方式	例外的評価方式
一般会社 (財産評価基本通達178・179・188)	大会社	類似業種比準価額方式	配当還元方式 (同族株主以外の株主の場合等)	納税義務者の選択により、 純資産価額方式(※)により評価できる。 (※相続税評価額によって計算した金額)
	中会社	類似業種比準価額方式と 純資産価額方式の折衷(以下の算式) (算式) 類似業種比準価額×L+ 純資産価額(※)×(1-L) (※)相続税評価額によって計算した金額 (注)Lの数値は以下を参照	配当還元方式 (同族株主以外の株主の場合等)	納税義務者の選択により、 原則的評価方式の算式の類似業種比準価額を 純資産価額方式(※)により評価できる。
	小会社	純資産価額方式 (相続税評価額によって計算した金額)	配当還元方式 (同族株主以外の株主の場合等)	納税義務者の選択により、 中会社の原則的評価方式の算式において L=0.5として計算した金額によって評価 できる。
特定会社 (財産評価基本通達188・189)	株式保有特定会社	純資産価額方式 (相続税評価額によって計算した金額)	配当還元方式 (同族株主以外の株主の場合等)	納税義務者の選択により、 別紙で定めるS1とS2の計算式による金額の合計額 によって評価できる。
	土地保有特定会社	純資産価額方式 (相続税評価額によって計算した金額)	配当還元方式 (同族株主以外の株主の場合等)	—
	開業後3年未満の会社等	純資産価額方式 (相続税評価額によって計算した金額)	配当還元方式 (同族株主以外の株主の場合等)	—

■ 中会社の原則的評価方式の算式におけるLの区分 (イ)又は(ロ)の基準のいずれかの場合、Lの大きい方を選択)

卸売業	小売・サービス業	卸売業、小売・サービス業以外	Lの値
(イ)総資産額(簿価)14億円以上 (従業員数50人以下の会社を除く)	(イ)総資産額(簿価)7億円以上 (従業員数50人以下の会社を除く)	(イ)総資産額(簿価)7億円以上 (従業員数50人以下の会社を除く)	0.90
(ロ)直前期末以前1年間の取引金額が 50億円以上80億円未満	(ロ)直前期末以前1年間の取引金額が 12億円以上20億円未満	(ロ)直前期末以前1年間の取引金額が 14億円以上20億円未満	
(イ)総資産額(簿価)7億円以上 (従業員数30人以下の会社を除く)	(イ)総資産額(簿価)4億円以上 (従業員数30人以下の会社を除く)	(イ)総資産額(簿価)4億円以上 (従業員数30人以下の会社を除く)	0.75
(ロ)直前期末以前1年間の取引金額が 25億円以上50億円未満	(ロ)直前期末以前1年間の取引金額が 6億円以上12億円未満	(ロ)直前期末以前1年間の取引金額が 7億円以上14億円未満	
(イ)総資産額(簿価)7000万円以上 (従業員数5人以下の会社を除く)	(イ)総資産額(簿価)4000万円以上 (従業員数5人以下の会社を除く)	(イ)総資産額(簿価)4000万円以上 (従業員数5人以下の会社を除く)	0.60
(ロ)直前期末以前1年間の取引金額が 2億円以上25億円未満	(ロ)直前期末以前1年間の取引金額が 6000万円以上6億円未満	(ロ)直前期末以前1年間の取引金額が 8000万円以上7億円未満	

未公開会社株式の税法上の評価方法(2/3)

1.0版

規模区分	区分の内容	純資産価額(帳簿価額によって計算した金額)及び従業員数	直前期末以前1年間における取引金額
大会社	従業員数が100人以上の会社又は右のいずれかに該当する会社	卸売業 (従業員数が50人以下の会社を除く。)	20億円以上 80億円以上
		小売・サービス業 (従業員数が50人以下の会社を除く。)	10億円以上 20億円以上
		卸売業、小売・サービス業以外 (従業員数が50人以下の会社を除く。)	10億円以上 20億円以上
中会社	従業員数が100人未満の会社で右のいずれかに該当する会社(大会社に該当する場合を除く。)	卸売業 (従業員数が5人以下の会社を除く。)	7000万円以上 2億円以上80億円未満
		小売・サービス業 (従業員数が5人以下の会社を除く。)	4000万円以上 6000万円以上20億円未満
		卸売業、小売・サービス業以外 (従業員数が5人以下の会社を除く。)	5000万円以上 8000万円以上20億円未満
小会社	従業員数が100人未満の会社で右のいずれにも該当する会社	卸売業	7000万円未満又は従業員数が5人以下 2億円未満
		小売・サービス業	4000万円未満又は従業員数が5人以下 6000万円未満
		卸売業、小売・サービス業以外	5000万円未満又は従業員数が5人以下 8000万円未満

(出典)財産評価基本通達178

(著者:荒川正治@2013)

未公開会社株式の税法上の評価方法(3/3)

1.0版

区分	株式取得者の態様			評価方式
同族株主のいる会社	同族株主	持株割合が5%以上		原則的評価方式
		持株割合が5%未満	中心的な同族株主がない	
			中心的な同族株主がいる	
			中心的な同族株主	役員
		その他		配当還元方式
同族株主以外の株主				配当還元方式
同族株主のいない会社	同族関係者と合計した 持株割合が15%以上	持株割合が5%以上		原則的評価方式
		持株割合が5%未満	中心的な株主がない	
			中心的な株主がいる	
			役員	その他
同族関係者と合計した持株割合が15%未満				配当還元方式

(注1) 同族株主とは株主の一人及びその同族関係者が議決権の30%以上である場合における当該株主及び同族関係者をいう。

(注2) 上記の表における%は株式移動後の割合。

(参考文献) 財産評価基本通達188及び188-2, 茂腹敏明著「未公開会社株式の評価」

類似業種比準価額方式、純資産価額方式、配当還元方式（1/2）

● 類似業種比準価額方式の計算式：

$$1株当たり評価額 = A \times \left(\frac{(B)}{B} + \frac{(C)}{C} \times 3 + \frac{(D)}{D} \right) \times \text{斟酌率} ※$$

類似業種の		評価会社の	
A	株価(注1)	-	-
B	課税時期の属する年の1株当たりの配当金額	(B)	直前期末における1株当たりの配当金額
C	課税時期の属する年の1株当たりの年利益金額	(C)	直前期末以前1年間における1株当たりの利益金額(注2)
D	課税時期の属する年の1株当たりの純資産価額(帳簿価額)	(D)	直前期末における1株当たりの純資産価額(帳簿価額)(注3)

(注1) 次の1～4のうち最も低い金額を採用する。

1. 課税時期の属する月の類似業種の毎日の最終価格の月平均株価
2. 課税時期の属する月の前月の類似業種の毎日の最終価格の月平均株価
3. 課税時期の属する月の前々月の類似業種の毎日の最終価格の月平均株価
4. 類似業種の前年平均株価

(注2) 「損益計算書上の利益」ではなく、「法人税の課税所得を基礎とした金額」を採用する。

(注3) 純資産価額＝直前期末の資本金額＋資本積立金額＋利益積立金額

(※) 斟酌率： 大会社＝0.7 中会社＝0.6 小会社＝0.5

◎類似業種のA～Dのデータは国税庁のホームページから入手することができる。

(出典) 財産評価基本通達

(著者：荒川正治@2013)

類似業種比準価額方式、純資産価額方式、配当還元方式（2/2）

● 純資産価額方式の計算式：

$$\text{1株当たりの純資産価額} = (\text{相続税評価額による総資産価額} - \text{負債合計額} - \text{評価差額の法人税相当額}) \div (\text{発行済株式数})$$

（注）評価差額の法人税相当額は、相続税評価額による純資産価額と帳簿価額による純資産価額の差額の42%相当額。

● 配当還元方式の計算式：

$$\text{1株当たり評価額} = (\text{その株式の年配当金額(注)} \div 10\%) \times (\text{その株式の1株当たり資本金額} \div 50\text{円})$$

$$\text{(注) 年配当金額(※)} = (\text{直前期末以前2年間の配当金合計額} \div 2) \div (\text{1株当たりの資本金の額を50円とした場合の発行済株式数})$$

※ 年配当金額が2円50銭未満となる場合又は無敗の場合は2円50銭とする。

（出典）財産評価基本通達

著者の略歴・連絡先・事務所ホームページURL

■ 著者：荒川正治（行政書士荒川経営法務事務所代表）

■ 略歴：

1960年東京都中野区で出生。東京都小金井市で育ち、1979年3月海城高等学校卒業、同年4月東京大学文科2類に入学。1983年3月に東京大学経済学部経営学科を卒業（経営戦略論と経営財務論を専攻）。（小金井市の公立中学校時代は陸上部に所属し、多摩地区の競技大会にて100mハードルで第2位。大学1年春の18歳から社会人の30歳までJMJ合唱団等の幾つかのアマチュアの合唱団においてミサ曲・オラトリオ・レクイエム等のクラシック声楽曲の合唱活動に参加（NHKの音楽番組に合唱団として数多く出演）。因みに著者の先祖は幕末動乱の蛤御門の変、明治維新の戊辰戦争、明治4年の廃藩置県の御親兵、明治10年の西南戦争に参加した薩摩武士と薩摩藩の学校の儒学者・漢学教授（作家吉村昭の歴史小説「白い航跡」の前半の登場人物のひとり）であるため、著者は子供の頃から国内外の歴史に関して強い興味を持っている。）

大学卒業後の1983年4月からグローバルICT企業の国内大手電機に企画職として約30年間勤務し、海外投資家向けIR業務、海外市場向け通信システム事業部門の事業企画業務、海外事業のコーポレートファイナンス業務に従事。

その間に、行政書士・宅地建物取引主任者・貸金業務取扱主任者の3つの国家資格試験と、事業再生アドバイザー（TAA）・グローバルCFO（米国CTP）資格、事業再生士補（ATP）・ビジネス実務法務検定2級等の多くの民間資格試験に独学で合格。また、日本金融・証券計量・工学学会、日本リアルオプション学会、日本価値創造ERM学会、日本事業再生士協会、日本CFO協会の個人会員となる。2009年4月から2013年3月までの2期合計4年間、日本リアルオプション学会の評議員を務める。

国内大手電機を退職後、2013年4月15日付けで行政書士登録、松戸市に行政書士荒川経営法務事務所を開業。行政書士資格に基礎を置いた経営・財務・法務の総合コンサルタントを目指す。千葉県行政書士会会員（東葛支部所属）。松戸商工会議所会員。

（Linkedin公開プロフィールURL：<http://jp.linkedin.com/in/masaharuarakawa>）

■ 連絡先（メールアドレス）：jpdfg402@ybb.ne.jp

■ 事務所ホームページ：<http://bizlaw-arakawa.sakura.ne.jp>