



## 《会計・税務の知識》 M&A 等の際の非上場株式価値の考え方

### はじめに

非上場株式の評価は、株式を取得する側と売却する側の関係により異なります。一般的に親族への事業承継等の場合、財産評価基本通達による取引相場のない株式の評価を用いて行い、利害関係のない第三者間の売買やM&A等においては、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、コスト・アプローチが用いられます。

今回は、利害関係のない第三者間の売買やM&A等の際の評価方法について記載いたします。

### 1. 株式価値の評価方法について

取引価格の前提となる株式価値は、企業価値から有利子負債を控除して算定されるため、株式価値の評価にあたっては企業価値の評価方法の選択が重要となります。

企業価値を評価する方法には多様なものがありますが、日本公認会計士協会編「企業価値評価ガイドライン」(改訂版)(以下、「企業価値評価ガイドライン」という)では大きくインカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、コスト・アプローチの3つに分類を行っています。

インカム・アプローチとは、評価対象会社から期待される利益、ないしキャッシュ・フローに基づいて価値を評価する方法であり、代表的な評価方法には「DCF法」や「収益還元法」があります。

マーケット・アプローチとは、上場している同業他社や類似取引事例など、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に価値を評価する方法であり、代表的な評価方法には「市場株価法」や「類似上場会社法」があります。

コスト・アプローチとは、会社の貸借対照表上の純資産に注目したアプローチであり、代表的な評価方法には「簿価純資産法」や「時価純資産法」があります。

このように性格が異なる3つのアプローチにつき、適合する状況はどのように考えればよいでしょうか。

### 2. 各種評価方法が適合する状況の検討

「企業価値評価ガイドライン」では、3つの評価アプローチの優れた点や問題点の一般的なイメージについて以下図を用いてまとめています。

### 【三つの評価アプローチの一般的な特徴】

項目	インカム	マーケット	コスト
客観性	△	◎	◎
市場での取引環境の反映	○	◎	△
将来の収益獲得能力の反映	◎	○	△
固有の性質の反映	◎	△	○

◎:優れている ○:やや優れている △:問題となるケースもある

このように、各評価方法には長所及び短所があるため、評価アプローチの採用につき特定の場面では特定の評価アプローチを必ず採用すべきとは言い難く、対象となっている企業価値を取り巻く環境、それぞれの評価アプローチの特徴、業種的な特性、その他要素に鑑みながら適切と思われるアプローチを選択する必要があると考えられます。

### 3. 非流動性ディスカウントについて

非上場株式の企業評価においては、対象株式の流動性の程度に応じた「非流動性ディスカウント」を企業価値に反映させる事例が多くあります。当該ディスカウントは、評価が必要になっている場面や企業内容に基づいて適用されるべきものであり、機械的に適用することは、誤った評価額を算定する結果になる可能性があります。

なお、非上場会社のM&Aに反対した株主からの株式買取請求の公正な価格の算定時、市場で株を売買できないことを理由に株価を低く見積もることが認められるかが争われた訴訟で、平成27年3月26日の最高裁第1小法廷(池上政幸裁判長)の判決において、「非流動性ディスカウント」の減価が認められないケースが示されており、今後「非流動性ディスカウント」を考慮する際は一層の留意が必要と考えられます。

### おわりに

企業価値の算定方法は、状況により異なるため、専門家のサポートの下、適切な価値を慎重に算定することが求められます。

参考文献:日本公認会計士協会編「企業価値評価ガイドライン」(改訂版)、清文社 枅谷克悦著「企業価値評価の実務」(担当:高橋)