

## 改訂版刊行にあたって

本書初版は、会社法と租税法の両方の観点から非上場株式の評価について解説することを目的に刊行した。

その後、非上場会社に対して公開買付けを行った後に少数株主の締出しを行った事案に対する裁判例として、東京高決平成31年2月27日が公表された。非上場会社に対して公開買付けをする事案は稀であると思われるが、同様の手続きが実施できるだけの大きな案件では参考にすることができると考えられる。

さらに、最三小判令和2年3月24日が公表されたことに伴って、同年8月28日に所得税基本通達59-6が改正された。本通達の改正は、解釈の明確化を目的にしたものといわれているが、同年9月30日に公表された同通達の改正についての趣旨説明では、今までの実務慣行と異なることが記載されており、今後の実務に影響を与えらると思われる。

その結果、当初の内容では、実務に十分に対応することができないことから、改訂版の刊行に至った。

また、本書初版を刊行してから、東京地判令和元年5月14日のように、今後の実務に影響を与えるような判決も公表されたため、過去に公表された裁判例、裁決例を見直した上で、重要と思われるものについては解説を加えている。

本書が、非上場株式の評価について悩まれている実務家の方々のお役に立つことができれば幸いである。

本書は、令和3年2月1日時点で公表されている法律、施行令、施行規則及び取扱通達をもとに解釈できる範囲内での私見により編集したものである。

本書の出版に当たっては、(株)日本法令の竹渕学氏、田村和美氏に多大なるご協力をいただいた。ここで厚くお礼を申し上げたい。

令和3年2月

公認会計士  
税理士 佐藤 信祐

## はしがき

会社法上、非上場株式の評価が問題となる場面として、譲渡制限株式の売買、第三者割当、少数株主の締出し、組織再編の4つが挙げられる。それぞれ適用される法規が異なることから、裁判例でも異なる株式価値が算定されている。これに対し、租税法の観点からは、株主が法人であるのか、個人であるのかによって取扱いが異なる。すなわち、法人が贈与を受けた場合には法人税の対象になり、個人が法人から贈与を受けた場合には所得税の対象に、個人から贈与を受けた場合には贈与税の対象になる。さらに、低廉譲渡に該当する場合には、法人税又は所得税の計算上、みなし譲渡益を認識すべきかどうかという点が問題となる。なお、会社法の観点からすれば、ひとつの時価を決定する必要があるが、租税法の観点からは、譲渡人と譲受人の時価が異なることも考えられる。このように、実務上、非上場株式の評価は、会社法と租税法の両方の観点からの検討が必要となる。

グループ法人税制の対応が一段落し、リーマンショック、東日本大震災の影響により仕事が減ってきたのを良いタイミングと考え、筆者が慶應義塾大学大学院商学研究科前期博士課程（会計職）に入学したのは、平成24年4月のことである。仕事をしながら勉強をする状況に最初は苦勞したものの、1年もすると慣れてきて、新しい分野を研究する余力も出てきた。そのようなタイミングで、会社法の改正によりスクイズアウトの制度が変わる予定であるという話を大学院で聞くようになった。そのため、ジョイントディグリー制度を利用し、商学研究科の修士号を取得した直後に法学研究科に入学し、非上場会社のスクイズアウト（少数株主の締出し）につ

いて修士論文を書くことにした。そして、無事、平成 27 年 3 月に法学研究科の修士号の授与を受けた。

アベノミクスの影響により仕事が増え始めたということもあり、そこで筆者の大学院生活は終わるはずだった。しかし、指導教授の山本爲三郎先生から修士論文を参考に、『法学政治学論究』に投稿するように勧められ、無事に査読が通ったため、第 106 号に「非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格」が掲載された。そうになると、欲が出てしまい、会社法における非上場株式の評価を博士論文にまとめようと考え、平成 28 年 4 月に慶應義塾大学大学院法学研究科後期博士課程に入学することにした。

指導教授の山本先生からは、実務経験があるのだから、1 年で博士論文を書き上げるように指示を受けた。忙しい日々を送りながらも、なんとか 1 年で博士論文を提出することができ、平成 29 年 9 月に博士号が授与された。

その時期に、偶然にも(株)日本法令の竹渕学氏、大澤有里氏より、出版のご相談をいただき、博士号が授与されたタイミングであることを話すと、それでは、会社法と租税法の両方の観点から出版をすることができないかという話となり、本書を執筆することとした。

筆者が大学院に入学したときに比べると、筆者の仕事内容は大きく変わっていた。もともとデロイトトーマツ税理士法人に勤務していたこともあり、上場会社の仕事が多かったのだが、大学院に在籍する間に、非上場会社の仕事が増えるようになっていた。そのため、租税法の観点から非上場株式の評価を検討することが多かったが、その一方で、会社法の観点からの検討が必要になったことも少なくない。

これに比べ、市販されている書籍の多くは、租税法の分野のみについてまとめたものや、M&A などの第三者間取引を前提として

DCF 法などの評価方法についてまとめたものがほとんどであり、会社法と租税法の両方を検討した書籍は少なかった。筆者が博士論文をまとめることができたのも、会社法の観点から非上場株式の評価を検討した書籍、論文がそれほど多くはなかったというのも無関係ではない。そして、租税法の分野からも、平成 29 年度に財産評価基本通達が改正され、平成 30 年度には事業承継税制が改正されたことから、今後の事業承継実務は大きく変わることが予想される。

本書は実務書であることから、会社法の内容について、博士論文の内容をそのまま用いることはしていない。本書に記載されている会社法の内容は、筆者が仕上げた博士論文とは異なり、アカデミックな分析を避け、実務上の留意事項について分析したものである。さらに、本書では、会社法に加え、租税法の観点からの分析も行うだけでなく、事業承継における民法及び経営承継法上の論点についても触れている。そのため、本書は、会社法、租税法及びその周辺分野も含めた非上場株式の評価について解説した実務書であるといえる。

しかしながら、社会科学の学問は、直接的なのか、間接的なのかは別として、何かしらのかたちで実務に活かすことができ、初めて意味がある。その意味で、筆者が博士論文を仕上げるために研究した内容は、その相当程度を実務に反映させることができると考えている。その逆として、筆者の博士論文のテーマは会社法でありながらも、公認会計士、税理士として実務で経験した財務会計、ファイナンス及び租税法の内容がかなり反映されている。実務経験が博士論文を仕上げるのに役に立ったというだけでなく、あたかも違う分野のように見える会社法とこれらの分野が密接に繋がるというのも、非上場株式の評価の面白いところである。今後も、非上場株式の評価についての研究を深めることにより、より有用な情報を提供

したいと考えている。

なお、本書は、平成30年4月30日時点で公表されている法律、施行令、施行規則及び取扱通達をもとに解釈できる範囲内での私見により執筆したものである。

本書の執筆では、後藤 征哉氏、多田 梨恵氏にご協力をいただいた。この場を借りて感謝申し上げたい。

本書の出版に当たっては、(株)日本法令の竹舘学氏、大澤有里氏に多大なるご協力をいただいた。ここで厚くお礼を申し上げたい。

平成30年6月

公認会計士 佐藤 信祐  
税 理 士

---

# 第1章 企業価値評価ガイドライン

---

I	取引目的の株式評価と裁判目的の株式評価	2
II	支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値	5
III	評価目的と評価アプローチの選定	6
IV	具体的な評価方法	8
①	インカム・アプローチ	8
	(1) DCF法（ディスカウント・キャッシュ・フロー法）	8
	(2) 調整現在価値法	10
	(3) 残余利益法	11
	(4) 配当還元法	11
	(5) 利益還元法（収益還元法）	13
②	マーケット・アプローチ	14
③	ネットアセット・アプローチ	15
V	種類株式の評価	17

---

## 第2章 会社法における非上場株式の評価

---

I	総論	20
II	譲渡制限株式の譲渡	25
1	裁判例の傾向	26
	(1) 概要	26
	(2) 少数株主にとっての株式価値で算定した事例	29
	(3) 国税庁方式の問題点	30
2	非流動性ディスカウント	31
3	評価方法の選定	32
III	募集株式の発行等	43
1	直接損害説と間接損害説	44
2	募集株式の消化可能性	46
3	特殊な論点	47
4	少数株主を締め出すための第三者割当	48
5	最近の裁判例	49
IV	少数株主の締出し	53
1	非上場株式の時価が問題になる場面	53
2	裁判例の傾向	55
	(1) 株式買取価格決定申立事件	55
	(2) 株式取得価格決定申立事件	59
	(3) 公正な価格の決定方法	62



V	株式交付型組織再編	71
①	裁判例の傾向	71
②	基本的な考え方	74
③	ナカリセバ価格	75
④	公正な組織再編比率	77
⑤	事前に株式の買集めが行われていた場合	78
VI	従業員持株会	85
①	相続税対策と従業員持株会	86
	(1) 相続税対策としての株式分散	86
	(2) 従業員持株会を用いる理由	87
②	従来の学説	88
③	最高裁判所の判断	89
④	札幌地判平成 14 年 2 月 15 日	91
⑤	小 括	92
VII	時価純資産法における税効果会計の適用	93

---

## 第3章 租税法における非上場株式の評価

---

I	概 要	98
II	相続税法上の評価	108
①	概 要	108

<b>2</b>	<b>原則的評価方式</b> .....	112
	(1) 概 要 / 112	
	(2) 会社規模の判定 / 114	
	(3) 類似業種比準方式 / 115	
	(4) 純資産価額方式 / 121	
	(5) 特定の評価会社の株式 / 127	
<b>3</b>	<b>特例的評価方式</b> .....	130
<b>4</b>	<b>実態純資産の調査と含み損の実現</b> .....	148
	(1) 通常の決算と実態純資産に差異が生じる理由 / 148	
	(2) 実態純資産の調査と相続税対策 / 149	
<b>5</b>	<b>役員貸付金・役員借入金の解消</b> .....	151
<b>6</b>	<b>加藤論文</b> .....	152
	(1) はじめに / 152	
	(2) 取引相場のない株式の評価方法の問題 / 153	
	(3) 評価方式・評価体系の見直しの試み / 157	
	(4) 改正についての私見 / 161	
	(5) ま と め / 162	
<b>III</b>	<b>法人税法上の評価</b> .....	163
<b>IV</b>	<b>所得税法上の評価</b> .....	185
<b>V</b>	<b>譲渡人と譲受人で評価額が異なる場合</b> .....	210
<b>VI</b>	<b>自己株式の買取り</b> .....	213
<b>1</b>	<b>時価で取引を行った場合</b> .....	213
	(1) 株主における租税法上の取扱い / 213	
	(2) 発行法人における法人税法上の取扱い / 214	
<b>2</b>	<b>低額取得をした場合</b> .....	215

(1) 有価証券を譲渡した株主／	215
(2) 既存株主／	216
(3) 発行法人／	217
<b>3</b> 高額取得をした場合	217
(1) 有価証券を譲渡した株主／	217
(2) 既存株主／	220
(3) 発行法人／	220
<b>4</b> 租税法上の時価の考え方	223
<b>VII 募集株式の発行等</b>	225
<b>1</b> 有利発行をした場合	225
(1) 引受人／	225
(2) 既存株主／	229
(3) 発行法人／	231
<b>2</b> 高額引受けを行った場合	232
(1) 引受人／	232
(2) 既存株主／	235
(3) 発行法人／	237
<b>3</b> 租税法上の時価の考え方	238
<b>VIII 少数株主の締出し</b>	257
<b>IX 組織再編における評価</b>	258
<b>X 組織再編後の評価</b>	260
(1) 合併後の各課税期間における株式の評価方法 (まとめ)／	261

- (2) 合併法人「単体」でみた場合の比準 3 要素の  
検討（単体方式）／ 261
- (3) 合併法人と被合併法人の各比準要素を「合算」  
する場合の比準 3 要素の検討（合算方式）／ 263

---

## 第 4 章 会社法と租税法の両面からの 実務的検討

---

I	譲渡制限株式の譲渡	266
①	実務上の問題点	266
②	平成 30 年度税制改正	268
③	相続人等に対する売渡請求	273
	(1) 制度の概要	273
	(2) 相続クーデターの危険性	274
	(3) 少数株主からの株式の買取り	276
④	会社法の時価と租税法の時価	279
⑤	1 対 1 以外の折衷の模索	281
	(1) 議論の前提	281
	(2) ゲームの理論	283
	(3) 実務的に検討されている折衷割合	284
	(4) 平均値の種類と合理的な折衷割合	285
	(5) 時価純資産法との折衷	289
⑥	収益還元法による評価額の算定	290
⑦	時価純資産法と残余利益法の検討	292
⑧	少数株主との交渉における落としどころ	293
II	募集株式の発行等	295

Ⅲ	少数株主の締出し	297
Ⅳ	株式交付型組織再編	299
Ⅴ	種類株式	300
①	財産評価基本通達における種類株式の規定	300
②	種類株式の評価について（情報）	301
	(1) 配当優先の無議決権株式の評価／	301
	(2) 社債類似株式の評価／	302
	(3) 拒否権付株式の評価／	303
③	実務上の対応	303

---

## 第5章 その他の論点

---

Ⅰ	遺留分の算定	308
①	種類株式	308
②	属人的株式	310
	(1) 基本的な取扱い／	310
	(2) 事業承継対策と属人的株式の利用／	311
Ⅱ	経営承継法	314

# 凡 例

法人税法	法法
法人税法施行令	法令
法人税法施行規則	法規
法人税基本通達	法基通
所得税法	所法
所得税法施行令	所令
所得税法施行規則	所規
所得税基本通達	所基通
相続税法	相法
相続税法施行令	相令
相続税法施行規則	相規
相続税法基本通達	相基通
財産評価基本通達	財基通
租税特別措置法	措法
租税特別措置法取扱通達	措通
中小企業における経営の承継の円滑化に関する法律	経営承継法
(例) 所得税法第59条第1項第2号	➡ 所法59①二

## <判決等>

地裁判決	地判	地裁決定	地決
高裁判決	高判	高裁決定	高決
最高裁判決	最判	最高裁決定	最決
(例) 最高裁第一小法廷判決	最一小判		

## <公刊物>

最高裁判所民事判例集	民集
最高裁判所裁判集民事編	集民
判例時報	判時
判例タイムズ	判夕
金融・商事判例	金商
金融法務事情	金法
税務訴訟資料	税資
国税不服審判所裁決事例集	裁事
家庭裁判月報	家月

本書の記述は、令和3年2月1日現在の法令等に依るものである。

## 第1章

# 企業価値評価 ガイドライン

## はじめに

日本公認会計士協会が公表した『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』（以下「ガイドライン」という）では、株式の評価方法がまとめられている。

本章では、ガイドラインに従って、非上場株式の評価方法について解説を行うこととする。

# I 取引目的の株式評価と 裁判目的の株式評価

日本公認会計士協会が公表したガイドラインでは、株式評価の方法を、取引目的の株式評価と裁判目的の株式評価とに分類している。すなわち、取引目的の株式評価は交渉や意思決定の参考にするために行われるのに対し\*<sup>1</sup>、裁判目的の株式評価は裁判所に提出する目的で行われる\*<sup>2</sup>。また、課税所得の計算を目的とする評価ではないため、ガイドラインでは、租税法上の株式評価は対象から除外されている。

このうち、取引目的の株式評価では、DCF 法等の企業価値評価理論だけでなく、提出先の納得感という要素も含まれる。例えば、交渉の材料として使われる場合には、相手の納得しやすい落としどころを探るための交渉術の要素が入るため、やや柔軟性の強いもの

\* 1 日本公認会計士協会「企業価値評価ガイドライン（改訂版）」82頁（日本公認会計士協会出版局、平成25年）。なお、同冊では「企業価値評価」と表記されているが、本書の表現に合わせて「株式評価」と表記した。

\* 2 日本公認会計士協会前掲\* 1・120頁。



になりがちである。具体的には、中小企業の M&A では、DCF 法のほうが合理的な株式評価を行うことができたとしても、時価純資産価額に営業権として 3～5 年分の利益を加算して株式評価を行うことが多い\*3。

この理由として、DCF 法を算定するための基礎となる事業計画が作成できないからであるともいわれているが、それよりも、DCF 法による評価方法はファイナンスの知識が必要となることから、中小企業にまで浸透させることが難しく、よりわかりやすい時価純資産法のほうが受け入れやすかったというのが実情であると思われる。

これに対し、上場企業において、社内意思決定の材料として使われる場合には、株主への説明責任を果たすために行われることが多い。そのため、上場企業が中小企業を買収する場合には、譲渡人の納得感のために時価純資産価額に 3 年分の営業利益を加算して譲渡価額の算定を行ったうえで、DCF 法による評価額がそれを上回っているかどうかを別途検討することがある。買い手としては、DCF 法による評価額よりも安い金額で買収できれば、社内意思決定のプロセスを尽くしたといえるからである。

もちろん、裁判目的の株式評価であっても、企業価値評価理論や実務慣行に依拠せざるを得ない。なぜなら、実務で行われている株式評価技法を無視したうえで、新たな株式評価技法を生み出すことはできないからである。しかしながら、裁判目的の株式評価では、適用される法規の趣旨を考慮しながら株式価値を算定する必要があ

---

\* 3 山田ビジネスコンサルティング「よくわかる中堅中小企業の M&A 活用法」38 - 39 頁 (日本経済新聞出版社、平成 28 年)、大山敬義「社長! あなたの会社、じつは……高く売れるんです!! (Kindle 版)」No.642 - 645 (すばる舎、平成 24 年) 参照。なお、業種によって、2 年～6 年と解説するものとして、藤井一郎「トップ M&A アドバイザーが初めて明かす 中小企業 M&A 34 の真実 (Kindle 版)」No.480 - 505 頁 (東洋経済新報社、平成 25 年) 参照。

る\*4。例えば、取引目的の株式評価において、マイノリティ・ディスカウントや非流動性ディスカウントを考慮すべきであっても、これらのディスカウントが考慮されている理由が適用される法規の趣旨に反しているのであれば、その部分は修正される必要がある。さらに、適用される法規が異なる場合には、それぞれの趣旨が異なることから、異なる株式価値が算定されることもあり得る。

このように、裁判目的の株式評価では、取引目的の株式評価により算定される株式価値とその算定過程を理解するとともに、適用される法規の趣旨に反しているかどうかの判断が重要になる。

---

\*4 山本浩二「株価算定の手法」奈良輝久ほか編著「最新M&A判例と実務」361頁（判例タイムズ社、平成21年）。

## II 支配株主にとっての株式価値と 少数株主にとっての株式価値

非上場株式の評価を行う場合には、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値のいずれを採用するのかという問題がある。例えば、配当還元法は、配当期待権のみを有する少数株主にとっての株式価値を算定するための手法であるといわれている\*<sup>5</sup>。これに対し、支配株主は、会社の経営を支配することにより、利益を最大限にすることができるため、少数株主よりも高い価値を有していると考えられる\*<sup>6</sup>。このように、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値の違いは、会社に対する支配権の有無から生じるということがいえる。

しかし、株式をどれだけ保有すれば会社の経営を支配することができるかは明らかではない。さらに、支配株主と少数株主とに明確に分けることができない場合もあり、算定すべき株式価値が、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値の中間的な位置に属する場合もある\*<sup>7</sup>。第3章で解説するように、租税法上の評価では、画一性、明確性が求められるため、財産評価基本通達に明確に規定されているが、企業価値評価理論では、それをそのまま採用することはできない。

\* 5 安達和人「ビジネスバリュエーション—評価の基本から最新技法まで」167 - 168 頁（中央経済社、平成23年）、日本公認会計士協会「株式等鑑定評価マニュアル(その2)」JICPAジャーナル463号107 - 108 頁（平成6年）。

\* 6 安達前掲\* 5・276 頁、谷山邦彦「バリュエーションの理論と応用」331 - 332 頁（中央経済社、平成22年）。

\* 7 高橋義雄「支配株主と少数株主」日本公認会計士協会編「株式等鑑定評価マニュアルQ & A」47 頁（商事法務研究会、平成7年）。

### III 評価目的と 評価アプローチの選定

日本公認会計士協会が公表したガイドラインでは、具体的な評価方法として、①インカム・アプローチ、②マーケット・アプローチ、③ネットアセット・アプローチに分類されている\*<sup>8</sup>。このうち、インカム・アプローチには、将来の収益獲得能力及び固有の性質並びに市場での取引環境を評価結果に反映させることができるという長所がある一方で、恣意性の排除が難しく、客観性に乏しいという短所がある\*<sup>9</sup>。また、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチには、客観性に優れているという長所がある一方で、マーケット・アプローチには類似取引や類似会社が存在しない場合には評価が困難であるという短所があり\*<sup>10</sup>、ネットアセット・アプローチには将来の収益獲得能力や市場での取引環境を反映させることができないという短所がある。

このように、いずれの評価方法を採用するにしても、一長一短が存在することから、総合評価の方法として、ガイドラインでは、単

\*<sup>8</sup> 日本公認会計士協会前掲\*1・39頁。

\*<sup>9</sup> 日本公認会計士協会前掲\*1・40頁、谷山前掲\*6・17頁。このほか、株式会社ブルータス・コンサルティング「企業価値評価の実務Q & A（第4版）」60頁（中央経済社、平成30年）、株式会社KPMGFAS「図解でわかる企業価値評価のすべて」42頁（日本実業出版社、平成23年）では、インカム・アプローチの1つであるDCF法の短所として、将来フリー・キャッシュ・フローの見積りの不確実性、割引率の設定の困難性により、大幅に誤った評価がなされてしまう危険性が指摘されている。

\*<sup>10</sup> 日本公認会計士協会前掲\*1・40頁、谷山前掲\*6・17頁。なお、ブルータス・コンサルティング前掲\*9・62頁、KPMGFAS前掲\*9・171頁では、マーケット・アプローチに対して、類似取引や類似会社の選定において恣意性が介入しやすい危険性も指摘されている。

## <著者略歴>

### **佐藤 信祐** (さとう・しんすけ)

公認会計士、税理士、博士（法学）

公認会計士・税理士 佐藤信祐事務所所長

平成 11 年 朝日監査法人（現有限責任あずさ監査法人）入社

平成 13 年 公認会計士登録、勝島敏明税理士事務所（現アロイトトーマツ税理士法人）入所

平成 17 年 税理士登録、公認会計士・税理士佐藤信祐事務所開業

平成 29 年 慶應義塾大学大学院法学研究科後期博士課程修了（博士（法学））

改訂版

会社法・租税法からアプローチする  
非上場株式評価の実務

平成 30 年 7 月 20 日 初版発行  
令和 3 年 4 月 20 日 改訂初版



日本法令®

検印省略

〒101-0032  
東京都千代田区岩本町1丁目2番19号  
<https://www.horei.co.jp/>

著者	佐藤	藤	信	祐
発行者	青	木	健	次
編集者	岩	倉	春	光
印刷所	神	谷	印	刷
製本所	国	宝		社

(営業)	TEL 03-6858-6967	Eメール	syuppan@horei.co.jp
(通販)	TEL 03-6858-6966	Eメール	book.order@horei.co.jp
(編集)	FAX 03-6858-6957	Eメール	tankoubon@horei.co.jp

(バーチャルショップ) <https://www.horei.co.jp/iec/>

(お詫びと訂正) <https://www.horei.co.jp/book/owabi.shtml>

(書籍の追加情報) <https://www.horei.co.jp/book/osirasebook.shtml>

※万一、本書の内容に誤記等が判明した場合には、上記「お詫びと訂正」に最新情報を掲載しております。ホームページに掲載されていない内容につきましては、FAX または Eメールで編集までお問合せください。

・乱丁、落丁本は直接弊社出版部へお送りくださればお取替えいたします。

・**JCOPY** (出版者著作権管理機構 委託出版物)

本書の無断複製は著作権法上での例外を除き禁じられています。複製される場合は、そのつど事前に、出版者著作権管理機構 (電話 03-5244-5088、FAX 03-5244-5089、e-mail: info@jcopy.or.jp) の許諾を得てください。また、本書を代行業者等の第三者に依頼してスキャンやデジタル化することは、たとえ個人や家庭内での利用であっても一切認められておりません。

© S.Sato 2021. Printed in JAPAN

ISBN 978-4-539-72819-2