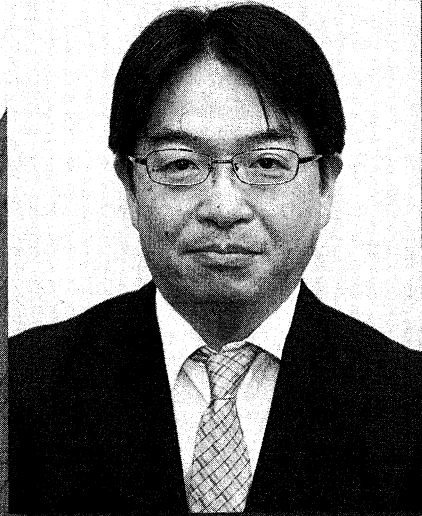


鑑定セミナー

# 企業評価と 不動産鑑定評価



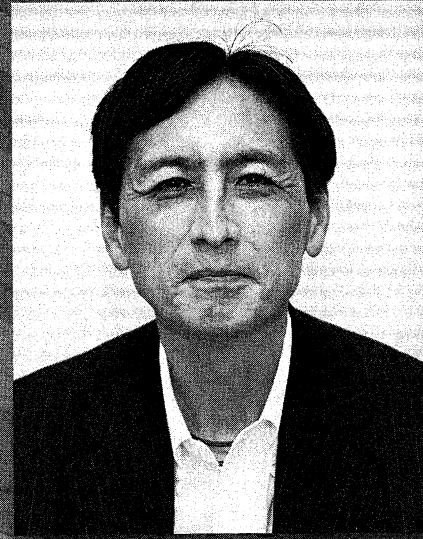
牛木 啓貴 氏  
さくら総合事務所



熊谷 秀幸 氏  
日本M&Aセンター



長生 秀幸 氏  
AGSコンサルティング



司会  
鵜沢 省一 氏  
中央日本土地建物グループ

## はじめに

○鴫澤 本日の鑑定セミナーは、「企業評価と不動産鑑定評価」というテーマで進めさせていただきます。私は、司会を務めます中央日本土地建物グループの鴫澤でございます。よろしくお願いいたします。

企業評価と不動産鑑定評価については、大手企業の事業再編に伴う企業買収から、団塊の世代をはじめとする同族企業の事業承継等、幅広い分野でその必要性が高まっております。本日は、企業評価と、それに関わる不動産鑑定評価実務の経験が豊富で、マーケットにも精通している皆様にご出席いただきまして、企業評価と不動産鑑定評価の実態、課題、今後の方向性をお話しただきたいと思っております。

私自身は、1983年に日本土地建物、現在の中央日本土地建物に入社以来、幾つかの非上場のグループ内の不動産会社との合併、統合、再編を経験しております。最近では2018年に神戸製鋼グループの神鋼不動産株式会社（現TC神鋼不動産株式会社）に資本参加、2021・2022年に、2段階で日本土地建物グループと中央不動産グループのホールディングン体制による企業統合、そして事業別子会社再編しました。また不動産業務では、幾つかのビル用地をM&A（企業の合併・買収）の形で取得したほか、ゴルフ場事業についても、運営会社およびゴルフ場そのものの買収・売却を経験しております。

それでは、本日のご出席される皆様から、自己紹介と企業評価と不動産鑑定評価に係る経験などについてお願いしたいと思います。

まず、牛木さんからお願いいたします。

○牛木 さくら総合事務所の牛木といいます。よろしくお願いいたします。

当社は不動産鑑定評価業務のほか、関連会



### PROFILE

鴫澤 省一（ときざわ しょういち）

中央日本土地建物グループ株式会社 常務執行役員 経営情報部担当  
不動産鑑定士

1983年日本土地建物株式会社（現中央日本土地建物株式会社）入社。鑑定、仲介、コンサルティング、都市開発、住宅開発、不動産証券化、プロパティマネジメント、アセットマネジメント、環境推進業務に従事

2015年～2019年公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会常務理事、調査研究委員会委員長  
一般社団法人日本経済団体連合会都市・住宅政策委員会委員

社として会計事務所も有しております。企業価値の算定、株式譲渡や事業再生等において、中小企業が中心になりますがご依頼を受けることもございます。また、私は不動産鑑定を含めた不動産部門を専門にやっておりますが、当社は不動産鑑定業務のみならず、財務諸表の精査や将来の事業再生計画といったものについても、ワンストップで受注しております。

主な実績としましては、2つほど挙げさせていただきます。まず、非上場企業ですが大企業に当たる会社において、工場を閉鎖し、その工場跡地に対して運用方法を検討していたという事案です。

当該会社をA社としますが、物流施設として運用することを想定し、まずは100%出資の合同会社を設立しました。スキームとしては、A社がそのまま土地を保有し、借地の形で合同会社に土地を貸して、建物を建てる。そして物流施設として運用するということでした。まず依頼があったのが、A社にとって、更地も合同会社に売却した方がいいのか、あるいは借地の形で運用した方がいいのかという相談でした。それから、工場でしたので、土壌汚染や地下埋設物の存在が考えられましたので、その除却はA社自身が行うという前提で、更地として価格を出したらどうなるかというところで鑑定評価を行いました。こちらの方は、取引事例比較法、収益還元法を併用する形で行っております。

もう1つは、中小企業になりますが、1990年代に不動産投資を行って含み損を抱えていた不動産があり、本業は順調でしたが借入過多で資金繰りが回らなくなったという事案になります。こちらは事業再生になりますので、会社を畳んでしまった場合と継続した場合の回収可能額を算出する必要がありました。そのときに、不動産についても、事業継続に必要なものと不要なものがありますので、それを選別し、事業継続上必要なものについては運用を前提と

した鑑定評価を行いました。

一方で、清算した場合の価格も求める必要がありました。清算した場合はどうなるかということで、そのときは事業用不動産の運用を前提とした鑑定評価のままで価格を出すのは不適切ということになりますので、清算価値の場合は更地価格から建物取壊し価格を控除する形で価格を求め、事業継続に不要な不動産については、早期売却前提で鑑定評価を行いました。資金繰りが回らなくなった会社について、事業再生計画を策定の上で、不動産の評価を行ったという事案になります。

○鴛澤 熊谷さん、お願いいたします。

○熊谷 熊谷と申します。よろしく申し上げます。

私の経歴としては、大学を卒業した後に、公認会計士として大手監査法人で10年余り、監査を中心に手掛けておりました。公認会計士として働いていた期間においては、企業評価の仕事はほとんどやっておりませんでした。

その後、2007年に日本M&Aセンターに入社しました。弊社は中堅中小企業のM&A仲介をやっている会社です。従業員の多くが営業担当者といわれるM&Aコンサルタントですが、そういった営業担当者のテクニカルな部分でのサポート業務を、一貫してやってきたという経歴になります。

ですので、企業評価を専門的にやってきたというよりは、弊社が手掛けるM&Aにおいて、営業担当者の様々なサポートをする中で、企業評価のサポートも行ってきたという形になります。

また、弊社のグループ会社に、企業評価を専門に行う「株式会社企業評価総合研究所」があります。2016年に同社を設立した際には、最初の代表として立ち上げに関わったという経験もございます。

この会社を立ち上げた経緯としては、弊社のM&Aプロセスにおいては、譲渡側と譲受側、お互

いが最終的に合意した金額で取引をするわけなんです。そのベースとなる評価額を、受託した段階でお客様に必ず提示していきます。もともと、その企業評価は弊社の営業担当者がやっていたのですが、どんどん受託件数が増えていき、営業担当者の業務も多くなる中で、細かい企業評価というものを営業担当者自身でやり切れないという状況がわかってきました。そこで、営業担当者の作業削減のために企業評価を専門的にやる会社を設立しようということになったという背景があります。

また現在、年間受託数は1,000件を超えるような形になりましたが、そういった数の企業評価をこなしていくに当たっては、なるべくルールを統一的に決めてその中でやっていくという、企業評価の標準化というのが非常に重要になってきます。そういった標準化を企業評価総合研究所で進めていって、何とか大量に受託する会社の企業評価というものをやれる体制を構築したという側面もあります。

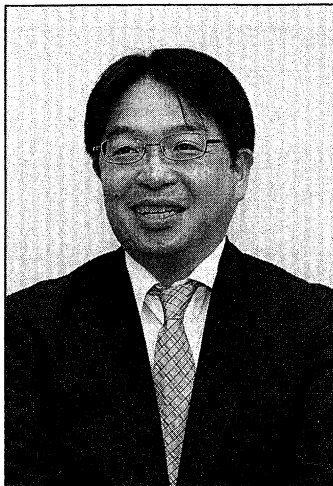
とはいえ、先ほど申し上げましたように、私自身は企業評価のプロではございませんので、本日、いろいろな方のお話をお伺いする中で、また業務につなげていけるような気づきがあればいいなと思っております。本日はどうぞよろしくお願いいたします。

○鴛澤 長生さん、お願いいたします。

○長生 AGSコンサルティングの長生と申します。

私自身は大学、大学院修士課程を修了して1995年に就職した会社が、AGSコンサルティングになります。

AGSコンサルティングは、AGS税理士法人を併設しており、私が入社した当時は、法人クライアントのいわゆる顧問税理士という立場で関与をしていることが多かったです。入社してすぐに自分の担当を持ち、月次決算をやって、本決算・確定申告をやって、またオーナー様の周辺の税の取り扱いなどをやらせていただけてきました。



#### PROFILE

牛木 啓貴 (うしき ひろき)  
株式会社さくら総合事務所 取締役  
不動産鑑定士、再開発プランナー

京都大学農学部農芸化学科卒業。金融機関で財務諸表を分析し、融資・審査業務に従事。その後不動産会社を経て、さくら総合事務所に入社。公的機関の用地買収、経営不振企業に対する事業再生、病院などの公的施設、適正賃料の算定などの不動産鑑定評価のほか、不動産の有効活用や相続に関するコンサルティング、市街地再開発事業の事業分析等を専門とする

主な著書：『ケーススタディでつかむ 不動産の相続対策と税務』（2020年、第一法規・共著）、『事業再生と財産評定の実務』（2023年、商事法務・共著）

企業評価という観点では、例えばお客様と一緒に年齢を重ね、また会社が大きくなっていくところから、内部承継ということで相続・贈与時の評価を行ったり、経営権を外部にお譲りするというようなお客様が出てきたときには、M&Aということで、そこでM&A時の評価を行うという形で、関与をし始めてきております。

弊社は、私が入社時には30～40名程度でしたが、今年4月1日現在でおおよそ540名になります。

現在、私自身はFAS（フィナンシャル・アドバイザー・サービス）部門を管掌する役員をやらせていただいております。弊社のトラックレコードとしては、2022年1年間（1～12月）で232社からのご依頼のもとに280の業務を提供したという実績になります。我々は財務系コンサルティング会社という言い方をしております。M&Aのスキームを会計・税務面から構築したり、財務・税務のデューデリジェンスとバリュエーションだったり、買収後の統合化支援（PMI）だったり、そういったところでお手伝いをさせていただいております。

企業評価というところでは、PPA（Purchase Price Allocation、無形資産評価）も含んでしまいますが、昨年280件の業務のうち113件がバリュエーション業務とカウントしております。各支社・支店でも手掛けていますが、メインとしては東京にあるFAS部門で関与させていただいており、大体のところは、私のチェックが入って通っていくという感じになります。

もちろん、M&Aで大きな会社が非上場の中堅・中小企業を買収する際のバリュエーションということもそうですし、例えばTOB（株式公開買い付け）のような上場会社のバリュエーション、こういったところも、買い付け者の立場だったり、もしくは買

収対象会社の立場での評価もやらせていただいております。

また、弊社の別部門に事業承継部門があり、そこらでは主に税務株価の評価を行っております。

本日はどうぞよろしく申し上げます。

## 企業評価が必要とされるケース・ニーズ

○鴛澤 本日は、前半は企業評価全般に関して、後半は企業評価における不動産鑑定評価と、2つのテーマに分けてお話を伺っていきます。

まずは、企業評価全般についてですが、株式評価、事業評価、その他の概念もあると思いますけれど、それぞれ、こういった場合に出てくるのかということについてお話をいただきたいと思います。

熊谷さん、この部分についていかがでしょうか。

○熊谷 まず、いろいろな呼び方がある中で、弊社の話をさせていただくと、行っていることは株式価値の算定になります。実は、弊社がお客様に提供する算定書の名称をどうしたものか、という議論もあり、正しくは「株式価値算定書」という名称だろうという話もありました。ただ、一般的には、企業評価という言い方が何となく座りがいいとのことで、弊社の中でも「企業評価算定書」、正式には「企業評価試算報告書」という名称になりますが、企業評価という名称を使った呼び方にしている背景がございます。

○鴛澤 長生さんの会社では、実際に年間100件以上の評価をされているわけですが、その中で、こういった名称、形で評価することが多いのでしょうか。

○長生 今、熊谷さんがおっしゃられたように、企業評価という言葉が、世間一般的には広く使われて



### PROFILE

熊谷 秀幸（くまがい ひでゆき）

株式会社日本M&Aセンター 取締役 品質本部長

公認会計士、税理士、CFP（FPSB（Financial Planning Standards Board Ltd.）認定ファイナンシャルプランナー）

1996年中央監査法人入所。10年超にわたり、監査業務を中心にIPO、事業承継、M&Aに関するアドバイザー業務等幅広い業務に従事。2007年株式会社日本M&Aセンター入社。コーポレートアドバイザー室において会計税務を中心とした専門領域の営業サポートを行っており、当社案件の中でもテクニカルな論点が多い案件に幅広く従事

主な著書：『中小企業M&A実務必携 M&A手法選択の実務』（2019年、きんざい・共著）、『早わかり中小企業の会社法・内部統制・会計の実務』（2006年、中経出版・共著）、『地域金融機関のための中小企業M&A入門』（2008年、きんざい・共著）

いるように思いますが、企業価値、株式価値、事業価値には、それぞれ定義があります。事業価値は事業の価値ですし、企業価値は事業価値と非事業資産を足したもので、つまり総資産のイメージです。株式価値というと、いわゆる株主持分のことを指しますので、我々の場合、基本的には株式価値評価もしくは事業価値評価のような形で算定書をお出しすることが多いです。

株式価値は、いわゆる株の売買を行うときの株式価値評価ですし、事業譲渡だったり会社分割だったりというときには、あくまでも事業を切り出す、カーブアウトさせていくという意味合いから事業価値の評価ということで、提出物としては株式価値算定書、事業価値算定書になっています。

○鴫澤 概念が法律で決まっているわけでもないので、なかなか用語定義というのが難しいわけですが、広い意味での企業価値の評価というようなことになりうかと思います。

それでは、続いて、実際にどのようなケースで企業評価が必要になるのか、どのような会社がそれを求めているのかということについてお話ししたいと思います。

熊谷さん、この点ではいかがでしょうか。

○熊谷 企業評価が必要になる局面というのはいろいろあるかと思いますが、先ほどお話をさせていただいたとおり、弊社は仲介をやっている会社ですので、その仲介をスムーズに行うために企業評価が必要だということになります。

具体的には、弊社に依頼をしていただくオーナー様は、当然、ご自身の中で売却希望金額を想定され

ているケースは多いのですが、実際にどのくらいの企業評価額が妥当なのか、どういった金額であれば譲受先が出てくるのかということに関しては、当然、知り得ない情報です。そこに関して、弊社で企業評価をしてお客様に提示をすることで、まずは「このぐらいなんだ」という合意をいただきます。合意をした上で、その金額を踏まえてお相手を探す。そういった流れの中での企業評価が、私が通常やっている業務になります。

それから、弊社で企業評価を受託しているケースでいくと、実際にM&Aをする前さばきとして、ほかの株主から株を買取りたいというような場合の参考資料として提示する局面、あるいは大企業が譲受先になってくると、取締役会や利害関係者への説明資料として、きちんとした企業評価書が必要だということで作成するケースがあるかと思います。

○鴫澤 熊谷さんから、主たる業務がM&Aの仲介という立場で、企業評価が必要とされるケースということでお話をいただきましたが、長生さんの場合は、財務コンサルタントという立場から実際に企業評価をされています。その場合、どういった依頼者、取引形態、目的が多いのでしょうか。

○長生 大きく分けて2つありまして、1つはグループ内の再編というような場合です。相続や贈与なども含みますし、あとはグループ会社を完全子会社化、グループ再編するような場合に、評価が必要になってくることがあります。これは、身内での株の異動の部分になります。もう1つは、熊谷さんの会社である日本M&Aセンターと同じように、グループ外への売却、もしくはグループ外から購入すると

## PROFILE

長生 秀幸 (ながいけ ひでゆき)

株式会社AGSコンサルティング 取締役、AGS税理士法人 理事、株式会社AGS FAS 代表取締役  
税理士

1995年 株式会社AGSコンサルティング入社

1998年 税理士登録

2008年 AGS税理士法人 社員就任

2021年 AGSコンサルティング 取締役就任

2023年 AGSコンサルティングからFAS部門を分離し、株式会社AGS FASを設立。代表取締役就任

入社後は税務顧問業務に従事、2000年より現在までM&A担当部署にて組織再編時における税務対応、財務税務デューデリジェンス、企業価値評価、ファイナンシャルアドバイザー等数多くの案件に関与

2016年～2018年 横浜国立大学経営学部における日本税理士会連合会の寄附講座講師



いったときに評価が必要になります。

今、内と外という分け方をしましたが、そういう2局面があると思いますし、それぞれ、買手・売手の立場として評価が必要になることもありますので、分け方はいろいろとあると思います。

未上場会社においてのグループ内での異動に関しては、この後で話があると思いますが、評価方法としては、どうしても税を意識するような評価方法になりがちですし、グループ外では税の評価から離れた評価方法を採用していくことが多いだろうと思っています。

そういう意味では、売手側としては、本当にこの売値は適正なのかどうかという判断の一助にするために、我々に評価を依頼してきますし、買手側からすると、本当に適正な価格で買っているのか、高いのか安いのか。それから、経営者の責任としてきちんと善管注意義務（善良な管理者の注意義務）を果たしたのかどうかという観点から、算定書を取得するというようなケースもあります。

使われ方としては本当にいろいろで、入札時に幾らと提示すればいいんだろうという初期的な検討段階から、最終的に取締役会で決議するときに、きちんと第三者の意見をもらっているという裏付けのために算定書を取る、ということもあろうかと思っています。

## 企業評価の市場規模

○**鴫澤** 次に、自己紹介でもお話がありましたが、それぞれ、年間で1,000件、100件を超えるような評価をされているということですが、日本全体での市場規模や、増えているのか減っているのかという傾向など、現状はどうなっているのでしょうか。公的な統計自体はなかなかないとは思いますが、長生さん、いかがですか。

○**長生** 株式会社レコフデータの統計資料が新聞でも引用されていますので、よく拝見しています。肌感覚でも、昨今におけるM&Aの取引は増えていっていると感じています。

○**鴫澤** その中で、どういったケースが増えているかなど、何か目立った動きというのはあるんでしょうか。

○**長生** 2009年に事業承継税制が導入され、その後の改正を経て、世間的にというか、中小企業の廃業を避けて、何とか中小企業を生かしていきたいとい

うブームがありました。そういう意味では、この事業承継税制を使って内部承継させる、もしくは後継者がいらっしやらないければ、どこか大手企業に経営権をお譲りするなど、そういうことを考えるきっかけはあったと思います。

○**鴫澤** 熊谷さんにもお伺いしたいのですが、企業評価からちょっと離れて、M&Aという切り口でいくと、市場規模、件数というのはどんな推移をたどっているんでしょうか。

○**熊谷** それはもう、年々間違いなく増えています。特に、後継者不在問題は結構前から指摘されている課題だとは思いますが、2019年に経済産業省が、127万事業者が後継者不在で、そのうちの50万～60万事業者は赤字だが後継者がいなくて廃業の危機に瀕しているということで、この60万事業者を救ってほしいと「第三者承継支援総合パッケージ」を公表しました。この掛け声の下、弊社でもこれを受けて業務をやっているというようなところですよ。

ですので、弊社の中でも件数は年々増えていっておりますし、かなり同業も増えてきていて、競争も激しくなっている業界だということを肌で感じています。

加えて、事業承継、後継者不在ですので、どういった会社、業種が多いのかというのは、あまり統計としてまとまっていないと思います。ただ、昨今感じているのは、1つは零細企業というか、60万事業者のうちほとんどがいわゆる“パパママショップ”、個人事業主のような組織が多いと思いますが、そこがM&Aで会社を売却できるんだ、ということをごんごん認知していっている状況なんだと思います。

弊社子会社で「株式会社バトンズ」という、M&A・事業承継支援サービスのネットマッチング会社がありますが、同社は今申し上げたパパママショップのような会社のM&Aを支援することを目的にしています。そこの成約件数が、進行期で2,000件弱ぐらいの件数をやるようになっていて、これは弊社本体を超えています。

そういった、今までM&Aを用いた会社売却を考えていなかった層がどんどん増えてきているところからも、かなり市場というのは拡大していっているのではないかと考えています。

もう1点だけ申し上げますと、この2年ぐらい、コロナ禍で大手の会社でも結構ダメージを受けている会社が多くて、いわゆる切離し、カーブアウトと呼ばれる事業の組み替えが進んできているような

ころがあります。弊社もこの2年ぐらいは、カーブアウト案件を増やしていこうということで、1つのKPI（重要業績評価指標）として取り組んでいるとの背景もあり、成果もだいぶ上がっているような状況です。

## 企業評価の手法・方法

○鴉澤 ここまで、マーケット、市場の状況、実態についてお話しいただきました。続いて、理論的なところに話を移したいと思います。まずは、評価の手法・方式について、企業会計面でいくと、日本公認会計士協会から「企業価値評価ガイドライン」が出ておりますが、この内容について、熊谷さんのほうからご説明いただけますでしょうか。

○熊谷 一応準備はしてきましたが、正直に申し上げますと、この「企業価値評価ガイドライン」は、いわゆる会計基準であるとか業界を縛っているようなルールという位置付けではないんですね。ですので、私自身も目にしたことはありますが、テスト勉強のように内容を精読したことというのは一度もなく、この座談会のために改めて知った情報も結構あるような状況です。

まず、このガイドライン自体は2013年に最終改訂がされていることから、頻繁にアップデートされるようなものではありません。すでに今あるものというのは、10年弱ぐらい経っているような状況です。

先ほど申し上げましたように、基準やマニュアルではありません。ただ、企業評価の世界は、私も日本M&Aセンターに入って感じたところですが、拠るべき明確なルールがありませんので、ある意味適当なんですね。ですので、結構恣意的に数字が変えられてしまう部分も大きくて、何らかのガイドラインみたいなものがないと混乱する、不正の温床になっていく可能性もあることから、こういったガイドラインが出ているんだろうな、と思っておりました。

改めて読んでみると、そこに主眼が置かれているような基準になっているということがわかります。公認会計士が業務を行うに当たって、不正に利用されることがないように、また、そもそも企業評価に知見のない人が無数にいるわけですので、そういう人に対して「企業評価というものはこういうものなんですよ」ということを示して、なるべく期待ギャップを抑えるというか、企業評価額を提示したときに、

それが紛争の火種にならないような、そういったことを配慮して、同ガイドラインが作られていることを、再認識した次第です。

それから、この企業価値評価ガイドラインが射程にしている部分でいうと、1つはM&A目的で、第三者間で企業、事業や株の売買をするときに必要となる企業評価の実施の仕方や、報告書の一般的な記載内容、そういったものを定めています。

もう1つは、鑑定のところですね。鑑定というのは、裁判所が価格を決定するときに参照するような、鑑定書と呼ばれる報告書作成のガイドラインとして定めている部分があります。

この鑑定の部分については、もしかしたら長生さんのところでは結構やっていたりするかもしれませんが、弊社では全くやったことがありません。例えば、組織再編をするときには株主総会決議が必要ですが、それに反対する株主というのは、自分の株を買い取ってくれと言う権利を持っています。買取権を行使されたとき、当然企業は受けなければいけないのですが、価格に関しては双方間合意した金額で売買するようにというルールになっています。その合意が図られないときには、最終的に裁判所が決定するというルールになっていて、そのときに必要になってくるのが鑑定書になります。

すでに紛争になっているような状態で出す書類になってきますので、弊社としてもそこはリスクが高いという点で、踏み込めていない領域という背景があります。

それから、算定手法に関しても、一般的な記載がきちんと書かれていて、これは不動産鑑定も同じだと思いますが、評価手法には、コストアプローチと、マーケットアプローチ、インカムアプローチ、があります。ガイドラインでは、それぞれの手法に関する具体的な説明が示されています。改めて読んでみると、実務的にも参考となることが、きちんと記載



## 財産評価基本通達による「時価」

### 第一章 総則（評価の原則）

1 財産の評価については、次による。

(1) 評価単位

財産の価額は、第2章以下に定める評価単位ごとに評価する。

(2) 時価の意義

財産の価額は、時価によるものとし、時価とは、課税時期（相続、遺贈若しくは贈与により財産を取得した日若しくは相続税法の規定により相続、遺贈若しくは贈与により取得したものとみなされた財産のその取得の日又は地価税法第2条《定義》第4号に規定する課税時期をいう。以下同じ。）において、それぞれの財産の現況に応じ、不特定多数の当事者間で自由な取引が行われる場合に通常成立すると認められる価額をいい、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。

(3) 財産の評価

財産の評価に当たっては、その財産の価額に影響を及ぼすべきすべての事情を考慮する。

©AGS Group All right reserved

AGS

されていて勉強になりました。

○鶴澤 自己紹介で、社内でルール化、標準化されているというお話がありましたが、その点、このガイドラインや裁判における鑑定書との関係というのはいかがなんでしょうか。

○熊谷 弊社では社内で企業評価をするときのマニュアルを策定していますが、そのマニュアル策定に当たっては、このガイドラインなどを参考にしています。企業評価の手法として、一般的には、どちらかというインカムアプローチ、DCF法であったり、それに類する手法、そういったものがメインの評価で語られることが多いと思います。片や、コストアプローチやネットアセットアプローチ、要は対象会社の貸借対照表をベースにする評価は、M&A取引に用いる評価手法としては適していないという話が多いと思いますが、弊社の中で原則にしている方法というのは、このコストアプローチに類するやり方になっています。

具体的には、直近の貸借対照表を入手して、その純資産を時価に修正し、それに一定の算式で計算をした営業権を加算することによって評価をするというようなやり方をしています。

なぜそれを原則的な評価方法にしているのかというと、実はその評価を用いたほうが、M&Aの取引

を考えたときには、非常にスムーズにいくという背景があります。

というのも、譲受先がA社を買収するという意思決定をしたときに、必ずデューデリジェンスといわれる調査をやるわけですが、その結果報告がされるのが、時価純資産の額であったり、正常収益の額であったりします。

そういったレポートの結果を受けて株価調整をするときに、もともと株価のベースとしていた評価が、時価純資産や正常収益力をベースにした手法であると、調整が非常にしやすいという背景があります。そういったやり方を弊社の標準的な手法にして、M&A取引をスムーズに行っています。

一般的な企業評価のやり方からすると、結構異端な感じがすると思いますが、一方で、弊社は中堅・中小企業のM&A仲介会社としては、一応リーディングカンパニーになっていますので、結構他社もこのやり方をまねてやっているということもありますので、中堅・中小企業の企業評価方法としては、弊社がやっているようなやり方の認知というのが広がってきているという感覚もあります。理論的などころと実務的などころがうまく擦り合っていない部分なのかもしれません。

○鶴澤 一方、税務の面では、相続税の財産評価基



【資料2】

株式の評価

財産評価基本通達168項以下で、株式の評価は下記の区分に応じて評価することとされています。

区分	評価方法
上場株式	次の①から④のうち最も低い価額による
気配相場等のある株式	①課税時期の最終価格
	②課税時期の属する月の毎日の最終価格の月平均額
	③課税時期の属する月の前月の毎日の最終価格の月平均額
	④課税時期の属する月の前々月の毎日の最終価格の月平均額
公開途上にある株式	公開価格（公募価格、売出価格）
取引相場のない株式	（次ページ以下へ）

©AGS Group All right reserved



【資料3】

取引相場のない株式の評価手順

相続税財産評価基本通達による取引相場のない株式の評価手順は、以下のとおりとなります。

- ① 株主の判定  
評価対象者が同族株主等、それ以外の株主のどちらであるか判定します。
- ② 会社規模の判定  
評価対象会社が大会社、中会社、小会社のいずれであるかを判定します。
- ③ 特定評価会社等の判定  
評価対象会社が特定の評価会社に該当するかどうかを判定します。
- ④ 評価方式の適用  
以上の判定に基づき、該当する評価方式に従い評価します。

©AGS Group All right reserved



本通達の中で株式評価というものがありますので、この基本通達と、お話がありましたM&Aや事業承継に関わる税制について、長生さんからご説明をお願いいたします。

○長生 それでは、お手元に配らせていただいた資料に沿ってご説明をさせていただきます。

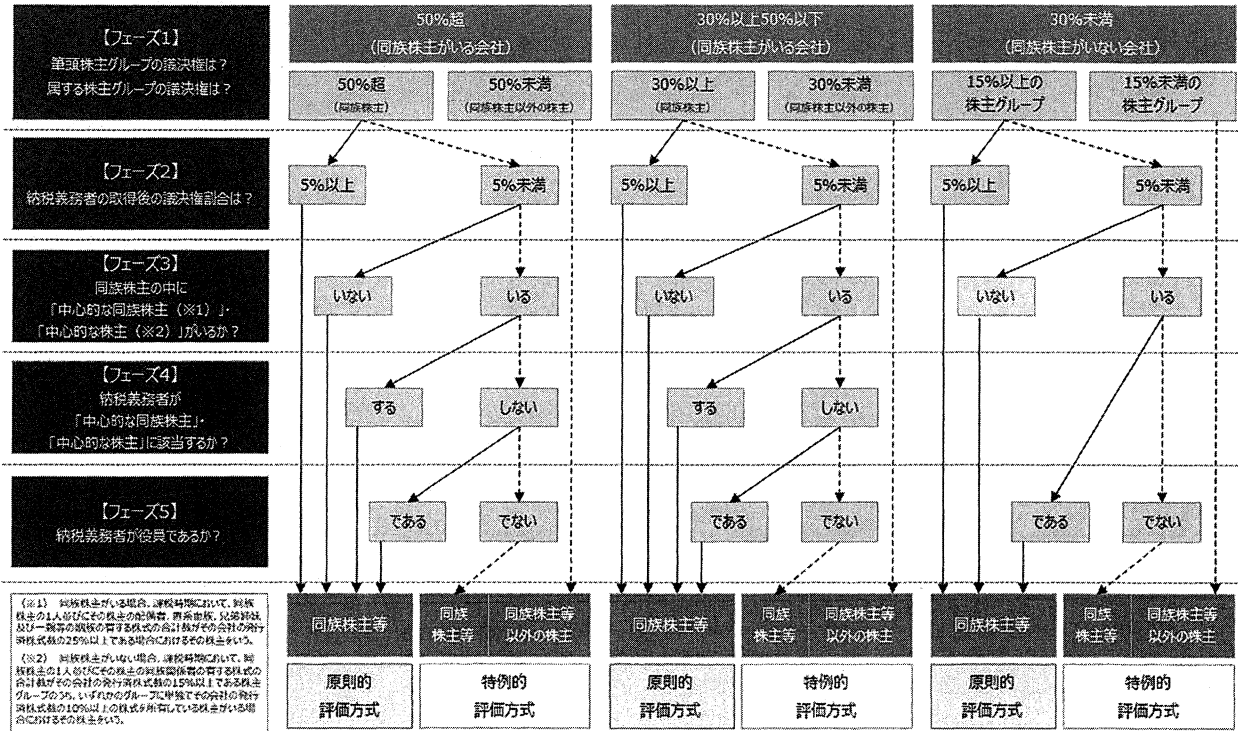
相続税の財産評価基準については、国税庁から財産評価基本通達という、相続税・贈与税を計算する際に評価をどのようにやるのかという指針が出ております。この基本通達の第1章総則1項(2)に、「時価の意義」とあって、「財産の価格は時価によるものとし」と書いてあり、時価とは「課税時期において、それぞれの財産の現況に応じ、不特定多数の当事者

間で自由な取引が行われる場合に通常成立すると認められる価額」としています。一般的に言われていることだと思いますが、さらに「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、書いてあります(資料1)。

ここで言っていることは、要は、財産の価格は時価です、時価は不特定多数の当事者間で自由に取引で決めてくださいと。でも、それはよくわからないから、この通達に従って評価したものを時価として考えましょう、という内容になっています。具体的には、この財産評価基本通達の168項以下に、株式の部分などについては書いてあります。

その財産評価基本通達168項では、大きく分けて3

## 評価方式の判定のフローチャート

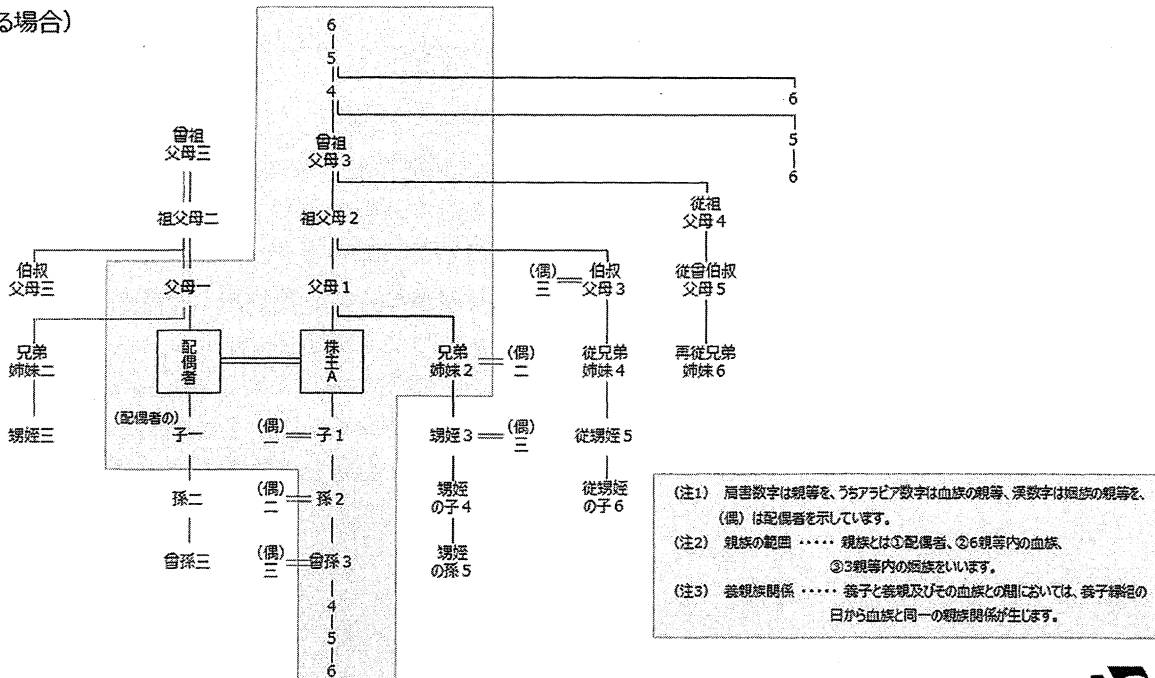


©AGS Group All right reserved



## 株主の判定—同族株主の範囲

- ▶「同族株主」は以下に記載されている全ての者（本人+親族）となります。
- ▶「中心的な同族株主」「中心的な株主」判定の基礎となる同族株主の範囲は、網掛け部分となります。（株主Aについて判定する場合）



©AGS Group All right reserved



【資料6】

会社規模の判定

原則として、その株式の発行会社の事業規模の大小に応じ、大会社の株式、中会社の会社及び小会社の会社に区分して評価します。

①直前期末の純資産価額			②従業員数	③直前期末1年間の取引金額			会社規模	
卸売業	小売・サービス業	それ以外		卸売業	小売・サービス業	それ以外		
			70人以上				大会社	
20億円以上	15億円以上	15億円以上	35人超	30億円以上	20億円以上	15億円以上		
4億円以上 20億円未満	5億円以上 15億円未満	5億円以上 15億円未満	35人超	7億円以上 30億円未満	5億円以上 20億円未満	4億円以上 15億円未満	中 会 社	
2億円以上 4億円未満	2.5億円以上 5億円未満	2.5億円以上 5億円未満	20人超 35人以下	3.5億円以上 7億円未満	2.5億円以上 5億円未満	2億円以上 4億円未満		0.9
7千万円以上 2億円未満	4千万円以上 2.5億円未満	5千万円以上 2.5億円未満	5人超 20人以下	2億円以上 3.5億円未満	6千万円以上 2.5億円未満	8千万円以上 2億円未満		0.75
7千万円未満	4千万円未満	5千万円未満	5人以下	2億円未満	6千万円未満	8千万円未満	0.6	小会社

※ 従業員数が70人以上の会社は、全て「大会社」に該当。  
 ※ 従業員数が70人未満の会社は、①と②のいずれか低い方で判定し、その結果と③のいずれが高い方で判定。

©AGS Group All right reserved



つ、上場株式と気配相場等のある株式、取引相場のない株式に分かれています（資料2）。上場株式なんていうと、もう市場の取引で価額が付いていますから、わかりやすいところではありますが、問題は、取引相場のない株式をどう評価していくかということだと思っております。

こちらについては、資料3のように、ざっくりとこの順番、手順によって検討していくということになります。相続・贈与の場合については、いわゆる同族株主かどうかということが大変になっておまして、株主が誰かによって一物一価ではなくて一物二価になり得る評価です。その評価対象者の持っている株は幾らなんだ、という評価の仕方をしていきますので。そうすると、この評価対象者が同族株主かそれ以外かということを判定していきます。

それ以外であったら、いわゆる特例的な評価方法ということで、配当還元方式。一般的には安い価格で評価できます。問題は、同族株主のほうの評価になります。

次に、会社規模の判定ということで、大会社、中会社、小会社の判定をしていきます。次に特定の評価会社に該当するかどうかを判定していき、最後にこれまでの判定に基づいて、該当する評価方式に従って評価をしていくという手順を踏んでいきます。

この評価手順をフローチャートで示しますと（資料4）、今、私がお説明したとおり、例えば、50%超の同族株主がいるケースでは、自分が50%未満のグループに属する人間であれば、そのまま特例的评价方式となり、配当還元でいい。一方で、同族株主に含まれるような人間でいくと、このフローチャートに従ってイエス、ノーと選びながら、最終的に原則的な評価方式にたどり着くことが多いかなと思っております。

株主の判定も（資料5）、それがまた面倒くさくて、同族株主は本人プラス親族。親族とは、配偶者や6親等の血族、3親等の姻族などが入ってきますので、ここに書いてある全員が同族株主に該当していきます。この株主Aを中心として考えた場合、算用数字で書いてあるのが血族、漢数字で書いてあるのが姻族ですが、こういう人たちが入ってきます。網掛けがしてあるところが、中心的な同族株主という判定をしていきます。ここでは株主Aを中心として考えていますが、例えば、株主Aの兄弟姉妹で判定すると、範囲が異なってきたりします。それぞれの株主が何株持っているか、などを足していき、何%占めるかどうかということも判定していくことになります。

会社規模の判定（資料6）では、直前の期末総資産帳簿価額と従業員数とを比較します。それに、直

【資料7】

## 評価方法の適用

財産評価基本通達では、それぞれの区分に応じて次のとおり評価することとされています。

一般の評価会社の株式	
原則的評価方式	
大会社	類似業種比準方式（純資産価額方式も可）
中会社	類似業種比準方式と純資産価額方式との併用方式（純資産価額方式も可）
小会社	純資産価額方式（類似業種比準方式と純資産価額方式との併用方式も可）
特例的評価方式	配当還元方式（原則的評価方式が低いときは原則的評価方式）
特定の評価会社の株式	
原則的評価方式	
比準要素1の会社	純資産価額方式（類似業種比準方式と純資産価額方式との併用方式も可）
株式等保有特定会社	純資産価額方式（S1+S2方式も可）
土地保有特定会社	純資産価額方式
開業後3年未満の会社	純資産価額方式
比準要素0の会社	純資産価額方式
開業前・休業中の会社	純資産価額方式
清算中の会社	清算分配見込額の複利現価による方式
特例的評価方式	配当還元方式（原則的評価方式が低いときは原則的評価方式）

©AGS Group All right reserved



【資料8】

## 法人税法上の時価

<p><b>法人税基本通達9-1-13（市場有価証券等以外の株式の価額）</b></p> <p>市場有価証券等以外の株式につき法第33条第2項《資産の評価損の損金不算入等》の規定を適用する場合の当該株式の時価は、次の区分に応じ、次による。（昭55年直法2-8「三十一」、平2年直法2-6「三」、平12年課法2-7「十六」、平14年課法2-1「十九」、平17年課法2-14「九」、平19年課法2-17「十九」、令2年課法2-17「六」により改正）</p> <p>(1) 売買実例のあるもの 当該事業年度終了の前日6月間において売買の行われたもののうち適正と認められるものの価額</p> <p>(2) 公開途上にある株式（金融商品取引所が内閣総理大臣に対して株式の上場の届出を行うことを明らかにした日から上場の日の前日までの株式）で、当該株式の上場に際して株式の公募又は売出し（以下9-1-13において「公募等」という。）が行われるもの（(1)に該当するものを除く。）金融商品取引所の内規によって行われる入札により決定される入札後の公募等の価格等を参照して通常取引されると認められる価額</p> <p>(3) 売買実例のないものでその株式を発行する法人と事業の種類、規模、収益の状況等が類似する他の法人の株式の時価があるもの（(2)に該当するものを除く。）当該価額に比準して推定した価額</p> <p>(4) (1)から(3)までに該当しないもの 当該事業年度終了の日又は同日に最も近い日におけるその株式の発行法人の事業年度終了の時における1株当たりの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</p>
<p><b>法人税基本通達9-1-14（市場有価証券等以外の株式の時価の特例）</b></p> <p>法人が、市場有価証券等以外の株式（9-1-13の(1)及び(2)に該当するものを除く。）について法第33条第2項《資産の評価損の損金不算入等》の規定を適用する場合において、事業年度終了の時における当該株式の時価につき昭和39年4月25日付直資56・直審（資）17「財産評価基本通達」（以下9-1-14において「財産評価基本通達」という。）の178から189-7まで《取引相場のない株式の評価》の例によって算定した価額によっては、課税上弊害がない限り、次によることを条件としてこれを認める。（昭55年直法2-8「三十一」により追加、昭58年直法2-11「七」、平2年直法2-6「三」、平3年課法2-4「八」、平12年課法2-7「十六」、平12年課法2-19「十三」、平17年課法2-14「九」、平19年課法2-17「十九」、令2年課法2-17「六」により改正）</p> <p>(1) 当該株式の時価につき財産評価基本通達179の例により算定する場合（同通達189-3の(1)において同通達179に準じて算定する場合を含む。）において、当該法人が当該株式の発行会社として同通達188の(2)に定める「中心的な同族株主」に該当するときは、当該発行会社は常に同通達178に定める「小会社」に該当するものとしてその例によること。</p> <p>(2) 当該株式の発行会社が土地（土地の上に存する権利を含む。）又は金融商品取引所に上場されている有価証券を有しているときは、財産評価基本通達185の本文に定める「1株当たりの純資産価額（相続税評価額によって計算した金額）」の計算に当たり、これらの資産については当該事業年度終了の時における価額によること。</p> <p>(3) 財産評価基本通達185の本文に定める「1株当たりの純資産価額（相続税評価額によって計算した金額）」の計算に当たり、同通達186-2により計算した評価差額に対する法人税額等に相当する金額は控除しないこと。</p>

©AGS Group All right reserved



前期末1年間の取引金額、売上高ですが、そこを卸売や小売サービス、それ以外という区分で判定して、会社規模が大会社か中会社、小会社かとい

うところを判定していきます。

その結果（資料7）、一般の評価会社の場合については、原則的な評価方法をすると、大会社は類似業

種比準方式、中会社は類似業種比準方式と純資産価額方式の併用。純資産でもOKです。小会社は純資産価額方式が基本となって、併用でも可というような形になっています。ざっくり言うと、税務的な評価方法でいくと、類似業種比準方式なのか、純資産価額方式なのか、その併用なのか、配当還元方式なのか、となっています。

ただ、特定の評価会社、例えば、土地保有特定会社ということで、そこに該当してしまうと、類似業種という方法ではなくて、純資産でやりなさいというようなことを言われてしまうということです。実際には、総資産分の中で土地の評価額がどれぐらいの比率を占めるかということだったり、株式等保有特定会社とありますが、株だけ持っているような会社などについては、純資産価額方式でやりなさい、というのが原理原則の考え方になっていきます。

これは、あくまでも相続税法に基づいたものであって、相続税・贈与税という、基本的には個人がお亡くなりになって、もらった側が幾ら税金を払うのかというときの基になる条文になります。それ以外に、法人税であったり所得税だったりという税法があります。

では、法人税はどう考えているのかというと、法人税基本通達の9-1-13や9-1-14というところが該当します(資料8)。9-1-13というのは、直接的にこの金額が時価だと言っている話ではなく、あくまでも、(1)でいくと、売買実例があるもの、この場合については6カ月以内において売買されたもののうち適正と認められる価格が時価です、ということが最初に来ています。あくまでも、過去6カ月間で取引されたもののうち適正と認められる価格ということでいくと、適正じゃなかったらそれは参照できないことになります。

それから、2番目、3番目という、これは公開途上にあたり、あるいは売買実例がないもので、実際には株式を発行する法人と事業の種類、規模、収益の状況等が類似する他の会社の価格があるものとなると、なかなかこのあたりというのは採用し切れないというところで、1~3までに該当しなければ4番目になります。純資産価格等を参酌して通常取引されると認められる価格、というところに飛んでいく。

ただ、例外ではないですが、9-1-14で、資料の中で太字にしていますが、財産評価基本通達によって算定した価格によっては、課税上弊害

がない限り、次によることを条件としてこれを認めるとしています。普通の相続税・贈与税を計算するときの評価方法と3つぐらい変えないといけないのですが、それを変えることによって、課税上弊害がない限り、財産評価基本通達



の考え方に基づいて評価していいと言っています。そういう意味では、法人税についても、財産評価基本通達を使いながら、「時価って幾らだ」という話をさせていただいたりしています。

同じことが、所得税でも似たような文章で表現されています。所得税基本通達23~35共-9(資料9)の(4)のところですが、「イ 売買実例のあるもの最近において売買の行われたもののうち適正と認められる価額」が時価としています。先ほどは6カ月、こちらは最近と、少し言葉の使い方が違いますけれども。

そして、やはり最後の(二)の「イからハまでに該当しないもの」というところは、「純資産価格等を参酌して通常取引されると認められる価額」としています。これも先ほど法人税のところでも似たような文章がありました。具体的には、所得税基本通達59-6というところに、太字にしていますが、「次によることを条件に、『財産評価基本通達』(法令解釈通達)の178から189-7まで((取引相場のない株式の評価))の例により算定した価額とする。」ということで、ここも4つほど条件を付していますが、財産評価基本通達に準拠する条文構成になっています。

そういう意味では、もともと財産評価基本通達は、相続や贈与というときに使うものですが、法人税や所得税というところでも、この財産評価基本通達が援用、準用されながら、税の世界では使っているということになります。

税制のところではいきますと、あくまでも課税の公平というところを一番に考えるものですから、こういったように画一的に評価方法を定めていて、自由

## 所得税法上の時価

### 所得税基本通達23～35共-9 (株式等を取得する権利の価額)

令第84条第3項第1号及び第2号に掲げる権利の行使の日又は同項第3号に掲げる権利に基づく払込み若しくは給付の期日(払込み又は給付の期間の定めがある場合には、当該払込み又は給付をした日。以下この項において「権利行使日等」という。)における同条第3項本文の株式の価額は、次に掲げる場合に依り、それぞれ次による。(昭49直所2-23、平10課法8-2、課所4-5、平11課所4-1、平14課個2-5、課資3-3、課法8-3、課審3-118、平14課個2-22、課資3-5、課法8-10、課審3-197、平17課個2-23、課資3-5、課法8-6、課審4-113、平18課個2-18、課資3-10、課審4-114、平19課個2-11、課資3-1、課法9-5、課審4-26、平26課個2-9、課審5-14、平28課個2-22、課審5-18、令元課個2-22、課法11-3、課審5-12、令2課個2-12、課法11-3、課審5-6改正)

- (1) これらの権利の行使により取得する株式が金融商品取引所に上場されている場合 当該株式につき金融商品取引法第130条の規定により公表された最終の価格(同日に最終の価格がない場合には、同日前の同日に最も近い日における最終の価格とし、2以上の金融商品取引所に同一の区分に属する最終の価格がある場合には、当該価格が最も高い金融商品取引所の価格とする。以下この項において同じ。)とする。
- (2) これらの権利の行使により取得する株式に係る旧株が金融商品取引所に上場されている場合において、当該株式が上場されていないとき 当該旧株の最終の価格を基準として当該株式につき合理的に計算した価額とする。
- (3) (1)の株式及び(2)の旧株が金融商品取引所に上場されていない場合において、当該株式又は当該旧株につき気配相場の価格があるとき (1)又は(2)の最終の価格を気配相場の価格と読み替えて(1)又は(2)により求めた価額とする。
- (4) (1)から(3)までに掲げる場合以外の場合 次に掲げる区分に依り、それぞれ次に定める価額とする。

イ 売買実例のあるもの 最近において売買の行われたもののうち適正と認められる価額

ロ 公開途上にある株式で、当該株式の上場又は登録に際して株式の公募又は売出し(以下この項において「公募等」という。)が行われるもの(イに該当するものを除く。) 金融商品取引所又は日本証券業協会の内規によって行われるブックビルディング方式又は競争入札方式のいずれかの方式により決定される公募等の価格等を参照して通常取引されると認められる価額

(注) 公開途上にある株式とは、金融商品取引所が株式の上場を承認したことを明らかにした日から上場の日の前日までのその株式及び日本証券業協会が株式を登録銘柄として登録することを明らかにした日から登録の日の前日までのその株式をいう。

ハ 売買実例のないものでその株式の発行人と事業の種類、規模、収益の状況等が類似する他の法人の株式の価額があるもの 当該価額に比準して推定した価額

ニ イからハまでに該当しないもの 権利行使日等又は権利行使日等に最も近い日におけるその株式の発行人の1株又は1口当たりの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

### 所得税基本通達59-6 (株式等を贈与等した場合の「その時における価額」)

法第59条第1項の規定の適用に当たって、譲渡所得の基となる資産が株式(株主又は投資主となる権利、株式の割当てを受ける権利、新株予約権(新投資口予約権を含む。以下この項において同じ。))及び新株予約権の割当てを受ける権利を含む。以下この項において同じ。)である場合の同項に規定する「その時における価額」は、23～35共-9に準じて算定した価額による。この場合、23～35共-9の(4)に定める「1株又は1口当たりの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」については、原則として、次によることを条件に、昭和39年4月25日付直資56-直審(資)17「財産評価基本通達」(法令解釈通達)の178から189-7まで(「取引相場のない株式の評価」)の例により算定した価額とする。(平12課資3-8、課所4-29追加、平14課資3-11、平16課資3-3、平18課資3-12、課個2-20、課審6-12、平21課資3-5、課個2-14、課審6-12、平26課資3-8、課個2-15、課審7-15、令2課資4-2、課審7-13改正)

(1) 財産評価基本通達178、188、188-6、189-2、189-3及び189-4中「取得した株式」とあるのは「譲渡又は贈与した株式」と、同通達185、189-2、189-3及び189-4中「株式の取得者」とあるのは「株式を譲渡又は贈与した個人」と、同通達188中「株式取得後」とあるのは「株式の譲渡又は贈与直前」とそれぞれ読み替えるほか、読み替えた後の同通達185ただし書、189-2、189-3又は189-4において株式を譲渡又は贈与した個人とその同族関係者の有する議決権の合計数が評価する会社の議決権総数の50%以下である場合に該当するかどうか及び読み替えた後の同通達188の(1)から(4)までに定める株式に該当するかどうかは、株式の譲渡又は贈与直前の議決権の数により判断すること。

(2) 当該株式の価額につき財産評価基本通達179の例により算定する場合(同通達189-3の(1)において同通達179に準じて算定する場合を含む。)において、当該株式を譲渡又は贈与した個人が当該譲渡又は贈与直前に当該株式の発行人会社について同通達188の(2)に定める「中心的な同族株主」に該当するときは、当該発行人会社は常に同通達178に定める「小会社」に該当するものとしてその例によること。

(3) 当該株式の発行人会社が土地(土地の上に存する権利を含む。)又は金融商品取引所に上場されている有価証券を有しているときは、財産評価基本通達185の本文に定める「1株当たりの純資産価額(相対税評価額によって計算した金額)」の計算に当たり、これらの資産については、当該譲渡又は贈与の時における価額によること。

(4) 財産評価基本通達185の本文に定める「1株当たりの純資産価額(相対税評価額によって計算した金額)」の計算に当たり、同通達186-2により計算した評価差額に対する法人税額等に相当する金額は控除しないこと。

度というものは基本的にはありません。

○鴉澤 評価者の判断、意見によるものではありませんね。

○長生 はい。そういう意味では、先ほどの企業価値評価ガイドラインというものは、また全然違うものになるかと思っています。

○鴉澤 やはりM&A、企業会計の面でいくと、あくまでも実際の取引マーケットがあるというところからガイドラインと基本的な考え方が示されて、あ

とは、マーケットの実態に委ねるところが多いかと思います。

### 企業評価の関連プレーヤー

○鴉澤 次に、企業評価を行う上で、M&Aの仲介会社、財務コンサルタント、不動産鑑定士というほかに、こういったプレーヤーが関わってくるのかと

ということがあれば、お話いただければと思います。熊谷さん、いかがでしょうか。

○熊谷 大手証券会社や銀行などのM&A部門があります。ただ、そういうところだと、一定規模以上の会社が対象になってくるようですので、大企業向けの企業評価、そういうものが中心に行われているということになるかと思います。

○鴛澤 長生さん、この点はいかがでしょう。

○長生 M&Aということ言うと、やはりプレーヤーとしていろいろな方がいらっしゃると思っています。ファイナンシャルアドバイザーと呼ばれるような方々、今、熊谷さんがおっしゃっていただきましたが、よくあるのは証券会社だったり、銀行のしかるべき部署での算定書というのはあると思います。また、仲介会社についても、日本M&Aセンターだったり、ブティックと呼ばれるような、M&Aを仲介される会社は本当に数多くあると思いますので、そういう方たちもやられると思います。あとは、我々のような会計税務のアドバイザーの立場としてお出しするというのもあるかとは思いますが。

あとは、あまり聞かないですね。

○熊谷 そうですね。

○長生 意外と、そこに属していると、ほかの会社の算定書に触れることがないですね。見る機会がない。

○熊谷 そうですね。TOBなどのときに添付が必要なケースがあるので、そういうときに見るぐらいでしょうか。あとはお客様から他のブティックが作成した評価書をちらっと見せていただくこともあります。

あとは、自社で結構やられている会社も多いと思います。企業評価は、先ほど申し上げたガイドラインの中で決められている一般的な評価方法とは別に、業界の慣習的に評価方法が決まっているケースというのもあったりします。売上の1年分とか2年分とか、営業権は経常利益の3年分、みたいなイメージです。そういう業界特有の評価方法があるケースだと外部専門家はあまり関わってこないように思います。

○長生 あとは、そういった方々が見つからない、アドバイザーが見つからないような案件も、多分世の中にはかなりあると思っています。そういう場合については、例えば、顧問税理士などが評価を試みたり、そういったこともあるかとは思いますが。

○鴛澤 わかりました。ちょっと別の話題にはなるかもしれませんが、この評価を複数の評価機関で取

得するというケースはあるのでしょうか。

○長生 セカンドオピニオンみたいな話であれば、あるとは思いますが。また、MBO（経営陣が参加する買収）、公開買い付けで対象者側が取得するようなケースでいくと、経済産業省から出ているM&A指針と呼ばれるものがありまして、そのM&A指針によると、特別委員会を組成して、そこに諮問をさせて答申書をもらうみたいな段取りになっていますが、その場合については、バリュエーションのアドバイザーとして、会社の立場として雇われるケースにプラスして特別委員会に雇われるケースというのがあります。これは算定書の提出先が対象会社（取締役会）か特別委員会かが違いますので、セカンドオピニオンというわけではないのですが、同タイミングで、同じ会社を同じ側から評価しているという意味では、似たような話なのかなと思います。

## 評価額と取引額の傾向

○鴛澤 マーケットの実態として、M&Aにおける評価額と実際の取引額の関係はどうでしょうか。売主の売り希望の価格、買主の買い希望の価格の間で決まるとは思いますが、それと第三者的な立場で評価した評価額との関係の傾向というのは、千差万別だと思いますけれども、熊谷さん、いかがでしょうか。

○熊谷 先ほど申し上げたように、弊社では時価純資産を出して、それに営業権をプラスして評価をしています。この営業権の出し方は、ざっくり言うと、対象会社の利益に一定の年数を乗じるようなやり方になっています。そして、乗じる年数というのは、昔は3年を基準にやっていました。

ただ、そういうやり方をしていると、「何で3年なんですか」という質問をお客様から聞かれるわけですが、「それは大体、経験則で3年なんで」というようなことを言っていました。しかしながら、現在では、弊社では年間500件ぐらいの成約件数があるので、過去の事例で営業権の年数というのが何年付いているのかというデータベースというのが、ある程度、業種やエリアごとに整備されてきています。そういったデータを見ていくと、平均すると3～5年ぐらいに落ち着いています。

背景には、そもそも弊社では3年ぐらいの営業権でお客様に提示していることから、結果としてそれに引っ張られて成約しているということがあった

と思いますが、評価額と実際の取引額というのは、そんなに離れているような感じは通常はないと思います。

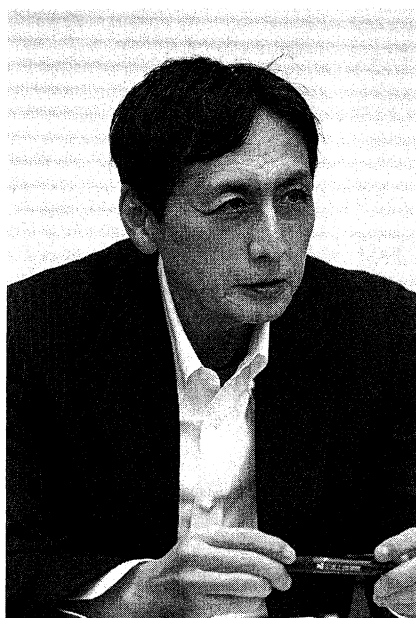
ただ、弊社が想定しているお客様というのは、後継者不在の比較的成熟した業界の会社が多いのですが、そうではなくスタートアップ企業、これから成長していくような企業ですと、これから伸びていくので、営業権3年分なんてどう考えても低いだろう、というようなことがあります。

ですので、弊社の原則的なやり方は、今申し上げたように時価純資産に営業権を加味して算定しますが、そこはやはりお相手、会社の状態によって、計画値に基づいてDCF法を適用したり、適正なバリュウが出るような評価というものを選択してやっているというような背景もあります。

何が言いたいかというと、お客様の意向を捉えて弊社のほうで算定をした評価結果を譲受先のほうに提示して交渉を進めると、結果としてそこに収斂される、そんなにそこからはずれないような金額にならないということがあるんだと思います。

## 企業評価における不動産鑑定評価 ～不動産鑑定士の関わり

○鴛澤 いろいろな点でマーケットの実態についてお話をいただき、ありがとうございました。



それでは、後半のテーマとして、企業評価における不動産鑑定評価について伺っていきたいと思います。不動産を所有してなければ、鑑定評価を求め、発注する、依頼するニーズはないわけですが、不動産を所有している会社の企

業評価で、不動産鑑定評価を求める割合はどうか、どの様なケースに鑑定評価を求めるのか、長生さん、いかがでしょうか。

○長生 実際のところは、確かに今おっしゃって

いただいたように、評価する対象会社が不動産をどれくらい持っていられるか次第のところがあります。純資産の中で不動産の占める割合がそんなに大きくないのであれば、お客様とのご相談にはなりますが、簡易的に路線価や固定資産税評価額で割り戻して、「こんなものでしょうか」ということが多々あると思います。不動産価値が大きい比率を占めるようなケースでいきますと、ここはきちんと鑑定評価を取りましようということで、我々のほうから不動産鑑定士をご紹介してみたり、あるいは対象会社のほうでも、懇意にされている不動産鑑定士がいられるので、そこで取得をしたりということは、まあある話だとは思いますが。

何を買いに行くのか、ということでは、例えば、先ほどの評価方法と関連する話ですが、収益方式、DCF法とかでいくと、不動産の価値が幾らかといったことは、工場用地や本社用地だと、あまり大きな観点にはなりません。純資産評価が適するようなケース、不動産をいっぱい持っているような、いわゆる不動産賃貸を手掛けている会社だったり、昔は工場用地でしたが今は撤退し、広大な土地を持っているという話だったり、そういった場合は鑑定評価を取りましようよ、ということで取っているケースが多いと思っています。

○鴛澤 一方、熊谷さんの会社では、第三者間のM&A、事業譲渡もあるでしょうし、不動産をメインとした資産譲渡のためのM&Aというものもあるかと思うのですが、実際に鑑定評価を依頼・発注するケースというのはどうなんでしょうか。

○熊谷 まず、先ほど長生さんがおっしゃったように、企業評価のやり方と結構密接に関係しているところがありまして、DCF法みたいなやり方だと、あまり不動産の評価はやりませんし、純資産評価であればやるというような感じになると思います。

弊社のやり方でいくと、時価純資産を算定する過程で、不動産を持っているのであれば、必ず不動産の評価というものが必要になってきます。ただ、じゃあ不動産鑑定を毎回取っているのかというと、コストの見合いで、むしろほとんどのケースでは取っていない。ただ、代わりに、弊社は不動産に関しては、外部の不動産業者に、不動産鑑定ではありませんが、不動産調査という形で不動産の評価額を出してもらっています。

ただ、やはり簡易的な評価ですので、それをオーナー様に提示したときには、「いや、そんな安いはず



【資料10】

依頼目的が財務諸表となっている年度別件数及び報酬

(単位：件、千円)

区分	平成29年		平成30年		令和元年		令和2年		令和3年		
	件数	報酬	件数	報酬	件数	報酬	件数	報酬	件数	報酬	
不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価	大臣登録業者	1,848	796,708	1,789	776,984	3,137	1,294,491	2,520	1,255,233	2,717	1,371,660
	構成比 (%)	6.3	7.3	6.3	6.9	10.4	10.4	8.5	9.8	8.7	10.0
	知事登録業者	1,253	442,367	1,142	386,882	1,170	396,760	1,074	655,682	1,073	424,770
	構成比 (%)	2.4	3.1	2.4	2.9	2.6	3.0	2.6	4.8	2.7	3.3
	合計	3,101	1,239,075	2,931	1,163,866	4,307	1,691,251	3,594	1,910,915	3,790	1,796,430
構成比 (%)	3.8	4.9	3.9	4.7	5.8	6.5	5.1	7.2	5.3	6.8	
不動産鑑定評価基準に則らない価格等調査	大臣登録業者	1,574	205,359	1,895	276,185	1,874	350,517	2,210	356,570	2,105	394,338
	構成比 (%)	3.9	4.9	4.7	6.3	4.8	7.8	5.3	7.3	4.8	7.4
	知事登録業者	1,109	137,473	1,095	149,366	1,134	182,509	948	166,874	996	200,685
	構成比 (%)	3.5	4.2	3.6	4.8	3.8	5.9	3.5	5.4	4.0	6.6
	合計	2,683	342,832	2,990	425,551	3,008	533,026	3,158	523,444	3,101	595,023
構成比 (%)	3.7	4.6	4.2	5.7	4.4	7.0	4.6	6.6	4.5	7.1	

出典：国土交通省「令和3年不動産鑑定業者の事業実績」より牛木氏作成

がない」という話になったりします。そうしたときには、であれば、不動産鑑定を正式に取ってくださいますと、結果として取るようなケースというのは、ちらほらあるのかなと思います。

○鴉澤 次に、不動産鑑定士として不動産鑑定評価を実施する立場から、マーケットの状況について、牛木さんからお話ををお願いします。

○牛木 お手元にお配りした資料は、国土交通省が発表しております「不動産鑑定業者の事業実績」から、鑑定評価の依頼目的が財務諸表となっているものを抜粋して表にまとめたものになります(資料10)。

横軸は年度別(2017(平成29)年～2021(令和3)年まで)、縦軸は、不動産鑑定士が行う価格調査には不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価と、不動産鑑定評価基準に則っていない成果報告書がありまして、上段が鑑定評価、下段は不動産鑑定評価基準に則っていない成果報告書になります。先ほど、外部の業者の方に依頼するというお話があったかと思いますが、ここでは不動産鑑定士が行った、かつ不動産鑑定評価基準に則っていない成果報告書ということになります。

鑑定業者も国土交通大臣登録と都道府県知事登録がありますが、それらの合計だけ見ますと、まず上段の不動産鑑定評価の合計は、2017(平成29)年～2021(令和3)年まで、件数としては、少ないときで3,000件、多いときは4,000件を超えているというイメージです。ほかの依頼目的を含めた全体の中での割合としては、例えば2021(令和3)年であれば、財務諸表目的というのは全体の5.3%になって

います。

一方で、報酬は、例えば2021(令和3)年では17億9,643万円で、全体の6.8%となっており、件数よりも割合が高くなっておりまして、鑑定報酬単価が高いんだろということとも言えるかと思えます。

同じように、下段の不動産鑑定評価基準に則っていない場合ですが、件数自体の年度による変動というのはさほどなくて、大体3,000件前後になっております。金額的には、2021(令和3)年は5億9,502万3,000円になっています。則っていない成果報告書全体の中で、件数としては4.5%ですが、報酬としては7.1%となっておりますので、やはり不動産鑑定評価基準に則っていない成果報告書の場合でも、件数に比べ報酬割合が上がっているというところで、単価自体は高くなっているということも言えるかと思えます。

○鴉澤 実際に、牛木さんが企業評価のための鑑定評価をされたケースで、1件当たりの物件数というのはどうなんでしょうか。1物件だけのケースもあるかと思いますが、大量に数十件というケースもあるかと思いますが、その点はいかがでしょう。

○牛木 まさにおっしゃるとおりでして、例えば、自己紹介のときにご説明した最初の事例なんかも、1件だけなんです。工場があったので、それを撤去して更地に、物流施設だけで運用しようと、まさに1件だけでした。2番目の事業再生でも、事業の継続に必要なものと事業に全く関係ないもの、これも中小企業でしたので数件でした。

一方で、親会社というか、関連会社に全部株式を

譲渡するという話があって、それは30件ぐらいあったかと思います。ただ、エリアが全部首都圏だったので、全国に散らばってなくてよかったんですけども、30件まとめて依頼が来るというケースもございます。本当に案件によって件数自体はまちまちです。

○**鴉澤** 一方、鑑定評価の発注・依頼するケースとして、長生さんのところでは、数は多くないものの鑑定評価を発注するケースもあるということなんです。件数や、依頼先、どういった鑑定機関に依頼をするかというような選定基準というのは、何かございますでしょうか。

○**長生** 本当に不動産鑑定が必要となると、不動産を買いに行くんだけど、実際は会社の株を買うというような、現物を買うのではなく株を買うというようなケースの会社という、買主もやはり不動産業者の方が多くて。そういう意味では、依頼主が評価は自分たちでできるというケースが、まああるところではあります。

実際に、評価を本当に外部に依頼すると、買主はそういう不動産業者ではない会社ですし、対象会社も別に不動産賃貸を目的としているわけではないものの、昔ながらにまあ不動産を持っているというようなケースに限定されてしまう、ということではないかと思えます。

その際には、基本的に、我々と過去にお付き合いがあるようなところにお声掛けするケースが多かったりしますし、同時に、買手側もまた別に直接知り合っているところにお声掛けして、相見積で決まってしまうようなことがあるのかなと思っています。

そういう意味では、M&Aが全体で100件あったとして、不動産鑑定士の方にお声掛けするケースは10件あるかどうか。というのは、不動産鑑定評価を依頼するのは不動産の比率が大きい案件で、大概が普通の事業会社だったりしますので。どうなんでしょう。あるいはもっと少なくて、年間200件ぐらいやっていると言いましたが、その中で5件ぐらいは多分ご依頼しているかな、ぐらいの感覚なのかもしれません。

それから、これは実際に会社を取得するというタイミング、検討しているというタイミングではそういうことかもしれませんが、先ほど牛木さんからご説明いただきましたが、財務諸表目的ということでいくと、上場会社などで買った後に時価で連結するという場合、そこで不動産を持っている部分については時価で連結決算に組み込まれていくわけですか

ら、その時価とは幾らか、という話で鑑定評価を依頼していくということも、当然含まれているのかなと思っています。

さすがにその部分については、M&Aに関わっている人間からすると、買った後の話なので、どうされているのかはよくわかってないということは、現実的にあるかと思えます。

○**鴉澤** M&A、企業評価の中で不動産鑑定評価がどの程度のウエートを占めるのかといったようなことについて、今までなかなか語られてなかったわけですが、お二方のお話で、その実態がある程度つかめた感じがします。

○**長生** 今、私はM&Aの立場で話しましたが、一方でグループ内の再編での話では、我々の会社でいくと、M&Aの部署ではなく別途事業承継の部署があるんですが、通常、相続税の場合については、路線価だったり固定資産税評価額だったりといっても、鑑定評価とは少し違う世界でいくんですが、一方で法人税となると、そこは路線価や固定資産税評価額を使うのではなく、時価を使いなさいと。

先ほどの資料8の9-1-14の(2)では、「発行会社が土地または上場有価証券を有しているときは、当該事業年度終了のときにおける価格による」となっています。要は、時価でやりなさいということを言われていますので、こちらの条文に従って評価をしようと思うと、やはり時価は鑑定評価になってしまいますので、ここの部分については、お声掛けをしていると認識しています。

## 企業評価における鑑定評価の現状

○**鴉澤** 実際に不動産鑑定士が企業評価を目的として鑑定評価を行う際に、その価格概念や基本的事項、留意事項について、牛木さんからご説明をお願いします。

○**牛木** 依頼目的としては、今までお話に出ているとおり、合併、株式買収、事業承継等いろいろあるかと思えます。相続・贈与等もあるかと思えます。

企業結合等に関連する不動産の価格調査についてですが、価格時点としては、原則として企業結合日における時価となっております。時価ですので、先ほど、不動産鑑定評価基準に則った鑑定評価と、則っていない成果報告書、2種類あるという話をさせていただきましたが、不動産鑑定評価基準に則っ

【資料11】

IFRS第13号, IVS, 日本の不動産鑑定評価基準の比較

基準などの名称	IFRS第13号「公正価値測定」	IVS (国際評価基準)	日本の不動産鑑定評価基準
目的, 範囲など	IASBによって設定される会計基準で, 非金融資産のほか, 金融資産, 負債も対象	IVSCが公表している資産評価基準で, 不動産のほか動産, 無形資産等も対象	不動産の価格及び賃料を求める方法などを詳細に記載
IFRS第13号の公正価値に相当する価値 (価格)	公正価値 (Fair Value)	市場価値 (Market Value)	正常価格
上記価値 (価格) の定義	測定日時点で, 市場参加者間の秩序ある取引において, 資産を売却するために受け取るであろう価格, または, 負債を移転するために支払うであろう価格	売買に関し自由意思を有する当事者間で, 第三者間の自由かつ公正に行われる資産に関する取引において成立するであろう評価額で, かつ, 相当の市場公開期間を経て, 各当事者が相応の知識を有し, 賢明に, なんら強制なく行動するという条件のもとで成立するであろう評価額	市場性を有する不動産について, 現実の社会経済情勢の下で合理的と考えられる条件を満たす市場で形成されるであろう市場価値を表示する適正な価格

※IFRS第13号の「公正価値」に相当する価値 (価格) として, IVSの「市場価値」, 日本の不動産鑑定評価基準の「正常価格」が挙げられるが, これらの価値 (価格) はあくまで相当する価値 (価格) であり, 完全一致しているという意味ではない。

参考文献: 新日本有限責任監査法人 情報センサー vol.66「国際評価基準 (IVS) のIFRSへの利用に係る論点」

『国際評価基準 (2017年全面改正) ~ IFRSに対応した資産評価の国際的なスタンダード』(2017年, 住宅新報社)

た価格調査, すなわち鑑定評価で求める価格は正常価格という形になります。

正常価格については, 熊谷さん, 長生さんもお存じのところかと思いますが, IFRS (国際財務報告基準) 第13号における「公正価値」, それからIVS (国際評価基準) における「市場価値」に相当する価格となっております (資料11)。

一方で, みなし時価算定で不動産鑑定評価基準に則らない場合というのは, 価格調査の場合には, 正常価格等の価格の種類は用いず, 価格を求めた手法, あるいは「調査価格」などの文言を用いて価格を表記する形になります。

対象確定条件については, 原則的時価算定の場合は, 関係当事者, 第三者への影響が大きいということから, 「現状を所与」とすることが原則です。一方で, 企業の依頼目的に照らし妥当と認められる条件を設定することは可能となっております。例えば, 対象不動産が建物・土地の複合不動産である場合において, 建物だけ依頼者が査定して, 土地だけ価格を出してくださいという場合です。そういうときは, 「現状を所与」とは別の条件を設定することも可能となっております。

企業結合等の場合には, 財務諸表上の資産が固定資産になっているか棚卸資産になっているか, あるいは賃貸等不動産になっているかという峻別をして, 各会計基準に基づいて, 原則的時価算定, みなし時価算定のいずれが必要かを判断して価格を求めています。

く形になります。財務諸表における価格調査を行う場合, 原則的時価算定においては, 原則として, 地域要因や個別的要因について現況と異なる想定上の付加条件を設定してはならないということになっております。

2014 (平成26) 年に不動産鑑定評価基準の改正がありまして, その中で調査範囲等条件というのが新たに設定されました。この改正によって, 例えば, 土壌汚染あるいは地下埋設物, あとPCB (ポリ塩化ビフェニル) 等, それらの汚染や障害物については財務諸表上に引当金を計上する, あるいは財務諸表に存否や財務会計上の取り扱いに係る注記がなされる予定である等, 評価書の利用者のリスクを取り除くことができるような場合には, この調査範囲等条件を設定した上で鑑定評価を行うことができるようになりました。

改正前は, 不動産鑑定評価基準に則っていない成果報告書だったんです。「土壌汚染がないものとして」という想定上の条件を付けて, 不動産鑑定評価ではない形だったんですが, この調査範囲等条件を設定した上で, 鑑定評価で行うことができるようになっています。

みなし時価算定の場合, 当然, 調査範囲等条件を設定することもできますし, 現地調査を行わずに, 依頼者が提示された資料等だけで対象不動産の確認等を行うこともできるということになっています。

対象確定条件・想定上の条件も, 当然, 妥当性, す

【資料12】

原則的時価算定、みなし時価算定の比較

時価算定の方法	内 容	成果報告書の名称
原則的時価算定	①不動産鑑定評価	不動産鑑定評価書
	②建設仮勘定を含む価格調査 ③未竣工建物等の価格調査 (未竣工建物等鑑定評価の要件を満たさない場合) ④再評価のための価格調査 (原則的時価算定を時点修正する場合を含む)	不動産鑑定評価書以外の名称 例) 調査報告書, 価格調査書, 意見書等 (原則的時価算定である旨の記載が必要)
みなし時価算定	①不動産鑑定評価手法を選択的に適用し価格を求める。 ②一定の評価額(不動産鑑定士が行った評価に限定されない)、適切に市場価格を反映していると考えられる指標等を適切に選択し、補修正して価格を求める。	不動産鑑定評価書以外の名称 例) 調査報告書, 価格調査書, 意見書等 (みなし時価算定である旨の記載が必要)

なわち、実現性、合法性、それから利用者の利益を害するおそれがないか等を検討する必要がありますが、対象確定条件・想定上の条件についても、妥当性を満たすということを条件に設定することができますようになりました。

少し、原則的時価算定、みなし時価算定ということをお話しさせていただきましたので、それについて簡単に説明させていただきます(資料12)。原則的時価算定は、原則として不動産鑑定評価ですが、不動産鑑定評価基準に則ることができない、あるいは、則らないことに合理的な理由がある場合は、不動産鑑定評価基準に則らない価格調査も原則的時価算定に含まれております。ですから、原則時価算定というのは、不動産鑑定評価だけには限らないという形になっております。

一方、みなし時価算定については、鑑定評価手法を選択的に適用し、または一定の評価額や適切な市場価値を反映していると考えられる指標等に基づき、不動産の価格を求めるものです。こちらは、別に不動産鑑定士が行わなければならないものではなくて、先ほど不動産調査会社をご利用されているというお話もありましたが、宅地建物取引業者が提供した査定価格等も当然みなし時価算定には含まれますし、あるいは更地であれば、公示価格、都道府県地価調査、相続税路線価等も、みなし時価算定を算定する上での指標として考えられるかと思えます。

○鴉澤 今のご説明のとおり、本日は企業評価のための不動産鑑定評価というテーマですが、鑑定評価の立場から見ると、財務諸表に関わる鑑定評価ということになろうかと思えます。そして、実際に企業評価を行う場合に、企業内グループなのかグループ外なのか、それと事業を継続するのか、継続しないことを前提にするのかといった、ケース分けがされると思えます。この2つの切り口でのケース分けに

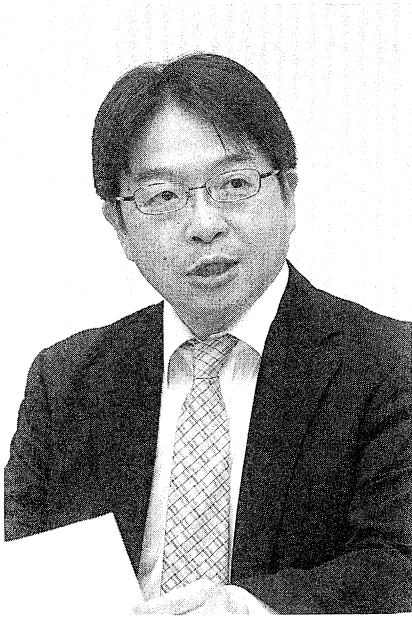
ついて、鑑定評価の立場として留意すべきようなことは、何かありますでしょうか。

○牛木 前提として留意する点としては、まず、財務諸表の中で、評価の対象となる資産が、固定資産、棚卸資産、賃貸等不動産のうち、どれに該当するかということです。また、それぞれについて段階がありますので、例えば、固定資産の減損であれば、固定資産の減損の兆候、把握、認識の測定、実際に減損を行う場合の正味現在価値を判定する、その中で、どの段階の依頼を受けているのか。それから、その不動産が重要性がある不動産なのか、あるいは重要性が乏しい不動産なのかということ、依頼者の方に確認する必要があります。

同じように棚卸資産についても、重要性があるのかなのかという部分を確認する必要がありますし、賃貸等不動産の時価においても、例えば、財務諸表上の不動産総額の重要性の有無を判断しているのか。総額に重要性がない場合は、時価の注記も必要なくなりますので、最初にその段階があって、総額の重要性があるということであれば、個々の不動産について重要性の有無を判断していく形になりますので、それによって原則的時価算定でなければいけないのか、あるいは、みなし時価算定でいいのかということもあります。その上で、依頼目的、どの段階を依頼されているのかということを確認する必要があります。

グループ内かグループ外につきましては、企業のグループ内・グループ外もそうですが、企業結合あるいは企業分割を行う際に、保有する不動産の重要性が変化することがあるかと思えます。

例えば、保有企業の総資産に占める賃貸等不動産の総額が低かった、不動産は重要性が乏しい、総額の重要性が乏しいということでみなし時価算定がされていたものの、企業結合、外部の企業と結合する



ことによって、総額に重要性が出てきたというケースです。この場合は、個別の不動産について重要性があるかないかということを判断して、原則的時価算定またはみなし時価算定を行うという形になりますので、不動産の重要性が変化

する可能性があるかと思えます。

あるいは、企業分割等において、総額の重要性が乏しかったところ、不動産部門だけ分割することによって、賃貸等不動産の重要性が増すということもあるかと思えます。総額に重要性がなかったときには、時価注記すらされていないにもかかわらず、不動産部門を分割して総額に重要性が出てきたということになれば、個々の不動産について重要性を判断して、時価注記をしていくという形になるかと思えます。

その他では、親会社が子会社に不動産を貸している賃貸等不動産であった場合などでも、グループ会社に限らないのですが、企業結合することによって、賃貸等不動産だったものが事業用不動産になるというケースも当然あるかと思えますし、賃貸借関係が消滅してしまうということもあろうかと思えます。

また、企業結合等に限らず、法人とその代表者、親子間の不動産取引等においても言えることですが、企業グループ内での企業結合等では、グループ外との企業結合等の場合と比べ、不動産価格に恣意性が入りやすいと考えられます。したがって、恣意性があると疑念を持たれないように、価格調査を慎重に行う必要があります。

○鴫澤 事業の継続を前提とするのか、廃止を前提とするのか、その点はどうでしょうか。

○牛木 事業の継続を前提とする形であれば、例えば、事業用不動産を運用して事業を継続した場合の不動産の価値を求めるということになりますが、その一方で、清算した場合の価格、純資産価格と、事業継続した場合の価格を比較していくという形になるかと思えます。そのときは、事業を継続する資産

価値を求める場合であれば、賃貸等不動産である場合に限らず、事業用不動産であれば、収益還元法を適用していく形になるかと思えます。

一方で、清算価値を求める場合は、特に固定資産に分類されている不動産は用途が特殊である場合も多く、事業用の用途に使用される不動産が多いかと思えます。それを事業継続価値で算定した価格で清算価値を出すというのは、事業者も限られる不動産になるかと思えますので、そのときは原価法による価格を重視していく形になるかと思えます。

○鴫澤 不動産鑑定評価もしくは宅地建物取引業者の不動産調査価格、特に適用されるのは純資産価格方式やコストアプローチ的な考え方になるかと思えます。これは出てきた不動産価格をストレートに反映するのか、それとも、何かフィルターをかけて反映するのか。熊谷さん、このあたりはいかがでしょうか。

○熊谷 先ほど申し上げましたように、不動産鑑定を取るケースというのは、不動産が論点になっているケースになってきますので、お客様が取られた不動産鑑定の評価に関しては、ストレートに評価に反映するというよりは、それを用いて譲受先との交渉をしてもらうような使い方になってきます。ですので、企業評価に組み込むというよりは、交渉上のツールとして鑑定評価を取るという側面が大きいのかな、と思えます。

○鴫澤 長生さんは、いかがでしょうか。

○長生 基本的には、評価いただいた数字を簿価から置き換えて考えるところではありますが、そこでまた、これは売主、買主の立場、あるいはその不動産をどうするかによって、簿価と時価の差額の含み損益に対する、いわゆる税金、税効果はどう見るかという部分が、交渉の中で相手側とのポイントになってくる場所です。評価額はそのまま使いますが、では仮にこれを売ったときの税金はどちらが負担するんだろうという点は、1つ論点になると思っていますし、買主側からすると、当然、含み益に対しては税効果を見たいですし、売主側からすると見てくれるなよ、ということがあると思っています。

## 現状の課題、今後の方向性

○鴫澤 ここまで、M&A、企業評価の実態と鑑定評価の理論的などころをお話いただきました。最後に、それぞれのお立場から、企業評価の現状の課

題や今後の方向性、展開、さらには、企業評価のための不動産鑑定評価の課題、今後の方向性について、お話をいただきたいと思います。

まずは、熊谷さん、お願いします。

○熊谷 企業評価は、これは冒頭にもお話ししたとおり、言葉を選ばずに言うと、結構いかげんなものというようなイメージがありました。もちろん、いろいろなルールの中でやっているということではありますが、選ぶ手法によって金額が相当変わります。あるいは我々が依頼を受ける評価の中には、「このぐらいの評価にしてほしい」というようなものとセットで依頼されるケースも多いわけです。そういうことから、なかなか、適正というか公正な評価とは何だろう、と常々考えているところではあります。

そんな中で、冒頭に申し上げた子会社「企業評価総合研究所」では、過去の実際に行われた取引に基づいた評価をやるようとしています。評価対象会社がこういう業種で、これぐらいの財務状況、こういう特色がある会社だということから、過去に同じような会社の取引がなかったのかをデータベース上で見つけに行き、似たような事例があるのであれば、そこで実際に付いた金額がどのぐらいなのかをベースにして評価をやる。そんなやり方です。

不動産の評価も、結局はどのぐらいの金額で取引されているのかということの影響が大きいと思うのですが、企業評価についても、まさにそういうやり方で評価額が出せるのであれば、世間一般の人が見ても公正な評価だと思ってもらえるのではないかと。現在やっているコストアプローチとは、また少し違うような考え方にはなりますが、そういった評価手法を開発すべく、システム等々も組み上げているような状況です。

実務でも一部運用が始まっていますが、まだまだ理想とはかけ離れた評価システムになっていますので、そこはさらに磨きをかけて、世の中一般の人からみてもわかりやすい評価ができるような体制が構築できればいいなと思っています。

○鴫澤 長生さんからも、お願いします。

○長生 不動産鑑定評価に関しては、私自身にそれほど知見がないものですから、これまでも鑑定士の方に評価をお願いしてレポートを頂き、本当に結論だけを見ながら、もちろんしっかりと目を通しますが、基本的には結論が一番大事になりますし、その結論も一本値で記載いただいていると。

一方で、株式価値の評価は、純資産は一本値で出

ますが、それ以外の評価方法は、基本的には幾ら〜幾らとレンジで出したりするわけです。

そういう意味では、これは本当に素人の希望になるうかと思いますが、株価についても基本的には、安いところから高いところというのはおかしいですが、レンジがある中で、具体的に検討して「ここじゃないか」というところを探っていくこともあります。不動産の評価についても、「評価をお願いします」「結論はこれです」ということではなく、もっと一緒になって、「こういうふうと考えたらこうなるよね」と議論を重ねながら、最終的な会社の価値や不動産の評価ということを決めていければと考えています。

それが鑑定なのかというと、多分、鑑定ではないはずなんですけど……。我々も、例えば、裁判所に出すものと事業会社に出すものでは、考え方は変わってくるわけですし、もう少しサービス精神旺盛だったらいいなと言うとおかしいんですが、もっとコンサルティング的なところでお付き合いができれば、と思います。

例えば、ある程度価値がある不動産について、今のこのテーブルから離れて、テーブルの外にいる不動産鑑定士をお願いしてみようかとなった場合に、そこで何週間か案件が滞ってしまう。そうではなくて、そのテーブルの中で一緒に、不動産鑑定士なり不動産の価格がわかっている方に加わっていただければ、もっと検討がスムーズに行くのになということをお願ひするときは思っています。

最終的には、きちんと鑑定評価書を頂くことになるんですが、その前段として、もっとコミュニケーションを取らせてもらえばなど。我々がそのようにお願ひをしていないということもありますが、本日、この場に参加させていただいて、そうできればいいな、そうなるといいな、と思った次第です。

○鴫澤 最後に、牛木さん、不動産鑑定士での立場でお願いします。

○牛木 資料13をご覧ください。「企業会計のための時価評価」ということで、固定資産の減損、棚卸資産、賃貸等不動産の時価等の注記、一番下に企業結合等がございまして、企業結合等は上の3つの資産の分類に応じて峻別して価格を求めていくという形になります。先ほどと重複しますが、依頼内容がどの段階のもので、重要性があるかないかということをお願ひする必要があると。そうしないと、本来であれば原則の時価算定が必要なのに、例えば、路線価を割り戻したとか、みなし時価算定で

【資料13】

企業会計のための時価評価

調査場面	重要性がある不動産	重要性が乏しい不動産 (判断は企業が行う)
1. 固定資産の減損		
(1) 減損の兆候把握	原則的時価算定又は みなし時価算定	原則的時価算定又は みなし時価算定
(2) 減損損失の認識の測定	原則的時価算定又は みなし時価算定	原則的時価算定又は みなし時価算定
(3) 減損損失の測定 (使用価値を 求める際の将来の正味売却価額)	原則的時価算定又は みなし時価算定	原則的時価算定又は みなし時価算定
(4) 減損損失の測定 (現在の正味売却価額)	原則的時価算定	原則的時価算定又は みなし時価算定
2. 棚卸資産の評価		
(1) 正味売却価額	原則的時価算定	原則的時価算定又は みなし時価算定
(2) 大規模分譲地内複数画地		
① 代表画地 (1つ)	原則的時価算定	原則的時価算定又は みなし時価算定
② 代表画地以外	原則的時価算定又は みなし時価算定	原則的時価算定又は みなし時価算定
(3) 一棟区分所有建物内 複数専有部分		
① 代表専有部分 (1つ)	原則的時価算定	原則的時価算定又は みなし時価算定
② 代表専有部分以外	原則的時価算定又は みなし時価算定	原則的時価算定又は みなし時価算定
3. 賃貸等不動産の時価等の注記		
(1) 総額の重要性が乏しいか否かの 判断材料	原則的時価算定又は みなし時価算定	原則的時価算定又は みなし時価算定
(2) 個々の賃貸等不動産についての 価格調査	原則的時価算定	原則的時価算定又は みなし時価算定
4. 企業結合等	上記1. ~ 3. の資産の分類に応じて峻別	

出典：『企業会計のための時価評価 財務諸表のための価格調査に関する実務指針』（2010年，住宅新報社）

価格を誤って出してしまうということも考えられますので、やはり依頼内容を確認することが、まず大事かと思えます。

この表の中で網掛けしている部分は、重要性の有無により、原則的時価算定のみか、またはみなし時価算定とどちらかを選択できるかが変わってきますので、例えば、固定資産の減損であれば、最後の段階の減損損失の測定で重要性がある不動産だったら、原則的時価算定でなければいけないということになっておりますので、まず、依頼目的を正確に把握するということが必要かと思えます。

不動産鑑定士の立場として、財務諸表に関する知識は、深くなくてもいいのですが、ある程度は知っておかないと、どこを依頼されているのかということが少しわかりづらいということもあるかと思えます。

それから、重要性があるか重要性が乏しいかという判断は、不動産鑑定士は行いません。あくまで依頼者である企業が行いますので、依頼者側に確認する必要があります。例えば、仮に依頼者側から重要性の有無が伝えられずに、「簡易査定でいいから求めてください」と言われてしまった場合に、本当にみなし時価算定でいいのかどうかは、依頼目的がどういう内容かということを依頼者に正確に確認した上で判断する必要があります。そうしないと、本来は原則的時価算定で求めるところを、みなし時価算定で求めたものをお客様に渡してしまうということもあるかと思えますので、そこは注意が必要かと思えます。

企業評価という形になりますと、特に中小企業の方などは不動産鑑定業者をあまり知らない、不動産鑑定士制度自体知らないということもあるかと思



ますので、不動産鑑定評価制度についての課題としては、認知度あるいは信頼性を高めることによって、適切な不動産鑑定業者を選択していただき、依頼していただく。その上で、鑑定評価、原則的時価算定あるいはみなし時価算定で求めた価格をお客様に入手していただけるような環境を推進していくことが必要かと思えます。

また、特に財務諸表関係の鑑定評価あるいは価格調査ということになりますと、利用者が投資家あるいは金融機関等の債権者など、多岐にわたるといえるところもありますので、やはり影響の程度が大きいといえます。しかし、その一方で、例えば、固定資産を複数持っていて売らなければいけない状況になっている、減損の兆候を把握したいというときに、みなし時価算定で50%をちょっと超える価格を算定すると。そうすると、減損の兆候はないということになって、簿価そのまま据え置いておく。しかし、実際に売ったら、簿価を大幅に下回る価格でしか売れなくて、売却の都度、売却損を計上するという対応をしなくてはいけなくなったという、もちろん不動産鑑定士だけの責任ではないのですが、そういう事例があったりもします。

ほかにも、開発の見込みのない山林で、あたかも別荘等として開発できるかのように価格を求めて、投資家に損失を与えるというようなケースもあります。当然、時価よりも高くなってしまいます。特に財務諸表関係の鑑定評価においては、課題として、不動

産鑑定士の高い倫理感が求められるのではないかと考えています。

○鴫澤 本日は、企業評価と企業評価に関わる不動産鑑定評価の実務に精通されている方々のお話をいただきました。

それぞれ、企業評価の会計的、税務的な考え方と不動産鑑定評価の基本的な考え方は、類似業種の比準、取引事例の比較というアプローチ、配当還元、収益還元というアプローチ、そして、3番目の純資産、コストアプローチという3つの考え方は共通するところですが、実際の評価の方法、評価の利用のされ方については、企業評価と不動産鑑定評価とでは大きな違いがあるということもよくわかりました。

さらに、不動産鑑定士の立場でいくと、企業評価についてはこれまで、とかく受動的、受け身になっていたわけですが、むしろコンサルティング的な立場で、今後は能動的に活動していく必要があるのかなど。そのためには、普段からの関係構築、コミュニケーションというのが大切になっていくと思います。また今後、ますますM&A、事業承継、企業評価のニーズが高まりますので、お互い協力しながらそのニーズに応え、高度化、さらには迅速化というようなことにも取り組んでいきたいと思います。

本日はどうもありがとうございました。

(令和5年3月28日、東京・霞が関の霞山会館にて収録)



# セミナーを終えて

今回のセミナーでは、実務に精通されている会計事務所、M&A仲介会社、不動産鑑定機関の方々に出席していただき、企業評価と不動産鑑定評価の全体像についてお話しいただきました。

私自身は、これまで企業評価のための不動産鑑定評価の他、グループ会社間の企業統合、出資とM&Aによる用地取得に携わってきました。それぞれの業務で一面的な経験はありましたが、企業評価全般について考察したことはなく、今回のセミナーにより初めて企業評価の全体像がある程度つかめました。

企業評価に関して不動産鑑定評価が必要とされるケース、不動産鑑定評価がどのように行われているか、そして不動産鑑定評価が企業評価にどのように反映されるかという切り口でセミナーを進行しました。

企業評価が必要となるケースは、当事者、依頼者としては大手企業から同族企業、個人企業と幅広く、相続、事業承継、企業グループ再編、不動産取引目的、裁判などさまざまな取引形態があり、それぞれで企業評価のニーズ、評価方法、評価の利用のされ方に大きな違いがあります。

評価方式は、企業評価では純資産価額方式、類似業種比準価額方式、配当還元方式があり、不動産鑑定評価における原価法、取引事例比較法、収益還元法の3手法と基本的な考え方は変わるものではありません。

相続、同族会社の内部取引などの税務における株式評価では、課税の公平性から評価方式が厳密に決められており、会社の規模別、さらに土地保有特定会社などの特定の会社にどの評価方式を適用するか規定されています。これは、原則として3手法を適用すべきとされている不動産鑑定評価と大きく違う点です。

一方、事業承継、企業売買、不動産取引目的などのM&Aによる第三者間取引の場合は、日本公認会計士協会の企業価値評価ガイドラインはあるものの、仲介会社の実務により評価方式が形作られ運用されています。これもまた、不動産鑑定評価基準を持つ不動産鑑定評価と大きく異なることです。

企業評価のための不動産鑑定評価の市場は、国土交通省の不動産鑑定業者の事業実績においては依頼目的が財務諸表となっているものに分類されており、そのうち企業評価が目的となっている件数は不明です。

税務評価では、税理士が相続税財産評価基準、地価公示価格などにより不動産価格を算定することが多く、仲介会社が事業承継などM&Aにおいて不動産価格を求める必要があるケースでは、宅地建物取引業者の不動産調査書を取得することが一般的となっています。

今後も税務、企業売買双方の市場は拡大することが予測され、これに対して、不動産鑑定士が適格かつ迅速な不動産鑑定評価を提供することが、より社会のニーズに応えることとなります。そのためには、普段からの関係者との関係構築、コミュニケーションを続けることが必要となります。今後の各関係者の取り組みに期待します。

(鴉澤 省一)

アセット・ビジネスを考える人のコマーシャル・マガジン

2023年5月1日発行  
第60巻第5号通巻728号

# 不動産鑑定

# 5

鑑定セミナー

## 企業評価と不動産鑑定評価

牛木 啓貴 さくら総合事務所 / 熊谷 秀幸 日本M&Aセンター / 長生 秀幸 AGSコンサルティング / [司会] 鶴澤 省一 中央日本土地建物グループ

新連載 実務で差がつくマクロ経済の知識……………吉野 薫

改正民法解説編 鑑定評価に関わる近年の重要判例の解説 [第76回]……………渡辺 晋

令和5年 地価公示

