

コロナ禍が取引相場のない株式の 評価に及ぼす影響

公認会計士・税理士：成清 紘介
税理士：河上 健

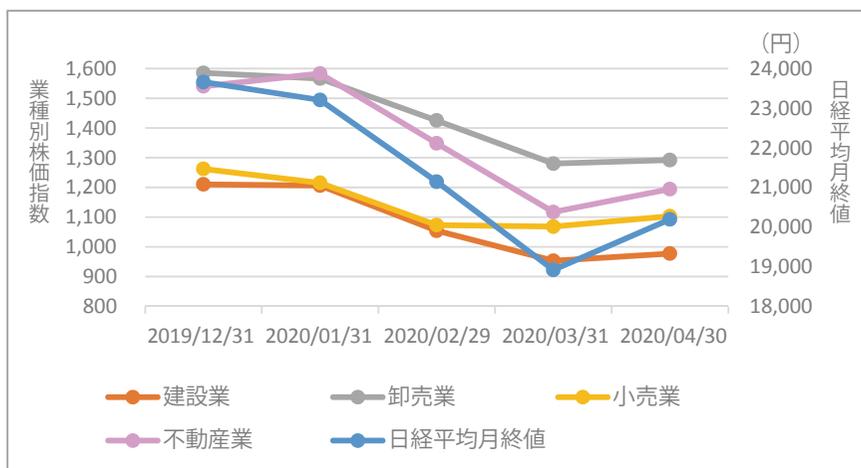
目次	
1 はじめに.....	33
2 コロナ禍が取引相場のない株式の 評価に及ぼす影響.....	34
(1) 評価方法の概要.....	34
(2) 配当還元価額に及ぼす影響.....	34
(3) 特定会社の株式の評価に及ぼす影 響.....	35
イ 比準要素数1の会社の株式.....	35
ロ 株式等保有特定会社の株式.....	36
(4) 同族株主が保有する株式の会社規 模の判定に及ぼす影響.....	36
(5) 類似業種比準価額に及ぼす影響.....	37
3 むすびに.....	42

1 はじめに

コロナ禍の影響を受け、日経平均株価は、

年初来高値（1月20日）から年初来安値（3月19日）まで31.2%という大幅な下落を見せた（図表1参照）。

図表1 日経平均株価等推移



この日経平均株価の下落は、取引相場のない株式の評価とも無関係ではない。すなわち、相続税・贈与税を念頭に置いた場合、本誌別稿「税法における財産・資産の評価・損失と対策」のとおり、その具体的な評価方法は相続税法には存在せず、国税庁の定めた財産評価基本通達（以下「評価通達」という。）が納税者にとっても実務上の指針となっており、評価通達では、一定の場合を除き、課税時期における類似業種比準方式、純資産価額方式、これらの併用方式、または配当還元方式により評価することとされている（評基通179）。類似業種比準方式においては、類似している業種の上場会社の株価を参照している。また、純資産価額方式においては、その株式の発行会社（以下「評価会社」という。）が保有するすべての資産を評価通達に基づいて時価評価することから（評基通185）、上場株式を保有している場合、原則として、その株式が上場されている金融商品取引所の公表する課税時期の最終価格によって評価することとされている（評基通169）^{*1}。このように、取引相場のない株式は、上場株式の株価の影響を様々な形で受けることとなる。

また、コロナ禍の影響は、上場会社のみならず、評価会社自身の業績にも大きな影響を及ぼしていることは言うまでもない。

そのため、本稿では、取引相場のない株式について、コロナ禍による影響が評価通達に定められた計算要素にどのような影響

を及ぼすかについて検討していきたい。

2 コロナ禍が取引相場のない株式の評価に及ぼす影響

(1) 評価方法の概要

取引相場のない株式の価額は、株式を取得する者の取得後の議決権割合に応じた株主の態様並びに評価しようとする評価会社の態様や規模により評価方式が決定されることとされている（評基通178）。これは、取引相場のない株式は、上場会社の株式のように、「取引価格（市場価格）が明らかとなっているものではなく、仮に取引事例があるものでも、それは特定の当事者間あるいは特別の事情で取引されるものであることから、その取引価格を客観的交換価値すなわち相続税評価額として株式の評価に採用することには問題がある」ことを理由としている^{*2}。

(2) 配当還元価額に及ぼす影響

同族株主以外の株主等が取得した株式は、配当還元方式（特例的評価方式（評基通188-2））を用いることとされており、配当還元方式では、配当実績を10%の還元率で割り戻すことによって評価額を算定する（評価通達188-2）。

一般に、上場会社の配当政策は、配当性向、配当利回り、株価に及ぼす影響などを意識しながら決められ、一定の継続性も求められるが、非上場会社の配当政策は、相対的に関係者が少数であることから変更が

^{*1} ただし、その最終価格が、課税時期の属する月以前3か月間の毎日の最終価格の各月ごとの平均額のうち最も低い価額を超える場合には、その最も低い価額によって評価するとされており（評基通169）、一時的な偶発性により課税時期の株価が急騰しているような状況に対し、緩和措置が講じられている。

^{*2} 北村厚編「財産評価基本通達逐条解説 平成30年版」（大蔵財務協会 2018年）569頁参照

容易である。そのため、評価会社が業績不振に陥ることにより配当政策が変更されるなど、コロナ禍による影響は多分に想定されるが、非上場会社においてはそもそも配当をしていない会社も多く、その場合には株価への影響はない。

配当実績に用いられる年配当金額は、「直前期末以前2年間における利益の配当金額の合計額の2分の1」とされていることから、配当の減少による影響が最も大きくなるのは業績が悪化してから2年経過後^{*3}ということになるため、例えば、コロナ禍の真っ只中にある2020年4月期に異動した場合には、評価会社の状況を反映せず、高い株価が付されることとなる。このように考えると、その株価が相続税法22条にいう時価を表すものであるかは疑念がある。

(3) 特定会社の株式の評価に及ぼす影響

次に、同族株主が取得した場合、原則として、評価会社の規模により大会社、中会社又は小会社のいずれに該当するかの区分に応じた方法により評価するが（評基通178）、原則的な評価を行うことによって適切な評価を行い得ない評価会社の株式については、特定の評価会社として一般の評価会社の株式とは区分して、①比準要素数1の会社の株式、②株式等保有特定会社の株式、③土地保有特定会社の株式等を定めている（評基通189）。

特定の評価会社に該当する場合は例外的な評価方法が定められているため、コロナ禍が特定会社に該当するか否かの判定に及

ぼす影響について確認する。

イ 比準要素数1の会社の株式

比準要素数1の会社とは、評価通達180に定められる下記の算式における⑧、⑨、⑩のうち、直前期末、直前々期末を基準にして、いずれか2要素が0（ゼロ）である評価会社をいう。

図表2 類似業種比準価額方式の算式

$$A \times \left(\frac{\text{⑧}}{B} + \frac{\text{⑨}}{C} + \frac{\text{⑩}}{D} \right) \times 0.7$$

- (1) 上記算式中の「A」、「⑧」、「⑨」、「⑩」、「B」、「C」及び「D」は、それぞれ次による。
 「A」＝類似業種の株価
 「⑧」＝評価会社の1株当たりの配当金額
 「⑨」＝評価会社の1株当たりの利益金額
 「⑩」＝評価会社の1株当たりの純資産価額（帳簿価額によって計算した金額）
 「B」＝課税時期の属する年の類似業種の1株当たりの配当金額
 「C」＝課税時期の属する年の類似業種の1株当たりの年利益金額
 「D」＝課税時期の属する年の類似業種の1株当たりの純資産価額（帳簿価額によって計算した金額）
 (注) 類似業種比準価額の計算に当たっては、⑧、⑨及び⑩の金額は評基通183《評価会社の1株当たりの配当金額等の計算》により1株当たりの資本金等の額を50円とした場合の金額として計算することに留意する。
- (2) 上記算式中の「0.7」は、評基通178《取引相場のない株式の評価上の区分》に定める中会社の株式を評価する場合には「0.6」、同項に定める小会社の株式を評価する場合には「0.5」とする。

比準要素数1の会社と判定された場合、純資産価額あるいは類似業種比準価額(L)0.25、純資産価額0.75の割合でそれらを併用した価額により評価するものとされている。これは、類似業種比準価額の計算要素のうち、2要素以上が0の評価会社は上場会社を比準する前提を欠くと考えられる一方、業績は悪いものの事業を継続している

*3 厳密には、課税時期が、減少させた配当の効力発生日を含む期を2回経た後ということになる（評基通183）。

以上、その評価においてある程度収益性を考慮することにも一定の合理性があることなどを理由としている*4。

(4)以降で述べるとおり、本来、評価会社の規模が大きい場合、上場会社と遜色ない会社であるという前提に立ち、評価会社の規模が大きくなるにしたがってLの割合が高まり、大会社ではその割合が1.0となる。しかし、例えば、コロナ禍の影響により大会社である評価会社の業績が悪化し、利益の要素、配当の要素のいずれも0となった場合、比準要素数1の会社と判定され、Lの割合が0.25に引き下げられることとなる。一般的には純資産価額は類似業種比準価額よりも高いことから、その評価は業績の良かった従前の評価と比して却って高い価額となることが想定されることとなり、その価額が適切な「時価評価」と言えるかは甚だ疑問である。

ロ 株式等保有特定会社の株式

株式等保有特定会社の株式とは、課税時期において、評価会社の各資産の価額の合計額に占める株式等の価額の割合が50%以上の評価会社の株式をいう。株式等保有特定会社と判定された場合、純資産価額方式、あるいは、いわゆる「S₁+S₂方式」と言われる方法により評価することとなる。

株式等保有特定会社と判定されると、純資産価額方式が採用される割合が高まることとなるため、実務においては、株式等の保有比率を低くすることにより株式等保有特定会社に該当しない会社とすることが一般的な相続税対策として検討されている。

この株式等保有特定会社の判定における

「株式等」には、当然ながら上場会社の株式も含まれることから、コロナ禍の影響によりその評価が下がり、一時的に株式等保有特定会社に該当していない会社となる場合もある。この場合には、類似業種比準価額の採用割合が高まるため、保有している上場株式の値下がり以上に低い評価となることが考えられる。

(4) 同族株主が保有する株式の会社規模の判定に及ぼす影響

同族株主が保有する株式については、会社規模の判定を行い、その規模区分ごとに類似業種比準方式、純資産価額方式の併用割合が異なるため、評価に大きな影響を及ぼす。

ここで、評価会社が「卸売業」、「小売・サービス業」、「卸売業、小売・サービス業以外」のいずれの業種に該当するかにより、規模を判定する際に用いる基準値が異なるため、評価会社の業種判定は重要である。この「業種」は、直前期末以前1年間における取引金額(売上)により決定され、2以上の業種に係る取引金額がある場合には、それらの取引金額のうち最も多い取引金額に係る業種によって判定される。

此度のコロナ禍による影響により、取引金額の構成に変化があり、例えば、「小売・サービス業」の業種に該当していた会社が「卸売業」の業種に該当することとなった場合、規模の区分が小さいほうに変動することがあり、その場合、純資産価額方式の適用される割合が高まり、結果として株式評価は高く評価されることとなり得る。

*4 前出*2 736頁参照

また、コロナ禍により物理的な接触を避けるため、オンラインシステムを使ったコミュニケーションが一般化し、さらには、物理的に一つの場所に集まって働くことを前提に、社員は一社専従することを当然のものとしてきた雇用形態について見直しを図る動きも一部の企業では起こってきている。すなわち、それらの会社ではいわゆる正社員といった雇用形態に代わって、その時々に応じた業務を遂行するに足る人材を市場から調達するプロジェクト型の雇用形態（業務委託契約等）を取り入れており、この動きは今後加速するものと考えられる。

この場合、全体としての就業人員数が増加する一方で一人当たりの労働時間が減少することになるが、従業員数は会社規模の判定における基準の一つとして用いられており、継続勤務以外の従業員数としての計算（これらの従業員の1年間の労働時間の合計時間数を1,800時間で除した数を従業員数としてカウントする。）によることが増えることが想定され、また、今後、より

適切な会社規模の測定基準が求められるようになることが想定される。

(5) 類似業種比準価額に及ぼす影響

類似業種比準価額は、評価会社と事業の種類が同一又は類似する複数の上場会社の株価の平均値に比準してその株式の価額を求めるものであり、上場会社の株価構成要素のうち、基本的なもの及び直接的なもので計数化が可能な1株当たりの配当金額、利益金額及び純資産価額の3要素が採用されている^{*5}。この計算式のコンセプトは、計算式を組み替えることでより明らかとなる（図表3）。すなわち、配当を実施しない非上場会社が多いことから配当がゼロである場合を前提にすると、上場市場で投資判断をする際に一般的に活用されているPER（株価収益率）、PBR（株価純資産倍率）が組み込まれ、市場で評価される業種の成長性及び評価会社自身の業績とを掛け合わせることで算定される仕組みとなっている。

図表3 類似業種比準価額の計算式の組み替え

$$\text{類似業種比準価額} = \text{類似業種のPER（株価} \times \text{評価会社の利益} + \text{類似業種のPBR（株価} \times \text{評価会社の純資産} \\ \text{／一株当たり利益）} \quad \text{／一株当たり純資産）}$$

ここで、相続はそのタイミングが選択不可である一方、贈与は選択可能である。そのため、実務において、いつの時点の株価をもとに評価会社の株式を贈与することで贈与税額を最小化することができるかについて判断が必要とされる。

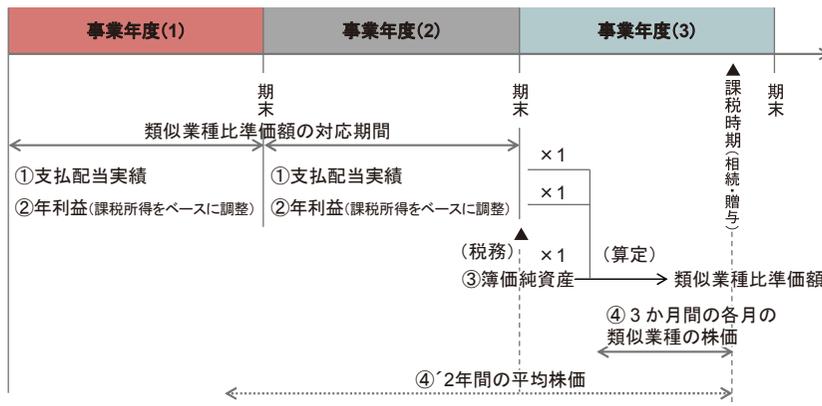
一般的には、上場会社の株価が上がった場合、上場会社の業績（利益・配当・純資産）も上がることが想定される。それらは、図表2の計算式より明らかなおおり、それぞれ分子と分母のため打ち消しあう関係にあり、結果として、評価会社の業績が変動

*5 これら3つの要素の比重は平成29年度税制改正により、それまでの1:3:1から、1:1:1に是正されている。

することで計算結果としての評価会社の株価が決まるようにも思われる。しかし、各計算要素の対応期間及び時期は図表4のとおりであり、必ずしもそのような関係性とはならない。すなわち、コロナ禍のような危機が起こると、上場会社の株価は下落し、同時期に売上や利益等の減少として企業業績への影響も生じるが、上場会社の株価の

下落は、即座に評価額を引き下げる方向に働く一方、業績の類似業種比準価額への反映は遅れて生じるため、長期的に株価が低水準にある場合には一部期間においてはそれらが相殺関係となるが、短期的に株価が回復するような場合にはそれらの影響が計算要素に影響を及ぼす時期が同一とはならない。

図表4 各計算要素の期間的対応関係



今回のコロナ禍による上場会社の株価の変動をみると(図表1参照)、2020年3月を底として一時的に急落したのち、比較的短期間で上昇に転じている。そのため、2020年3月は、上場会社の株価は低く、その時点で利用する上場会社の業績は(コロナ禍の状況との比較において)高い。そのため、例えば、評価会社の業績が上場会社の業績と連動性が低く、直近期の業績も悪い場合、2020年3月は類似業種比準価額は低く抑えられ、絶好の贈与タイミングであったと言えよう。本誌発行時点(8月)では、2020年3月の株価は既に利用することができないが、今後の株価変動により二番底が生じた場合、同様の状況が生じることが想定され、迷わず贈与に踏み切ることが

肝要であると言える。

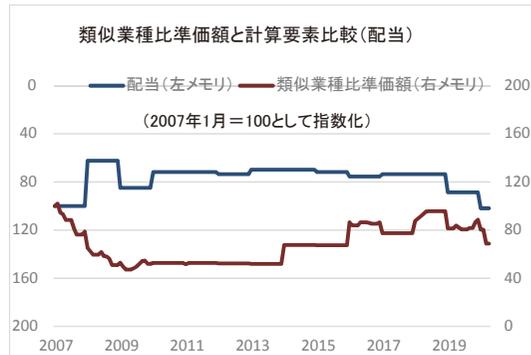
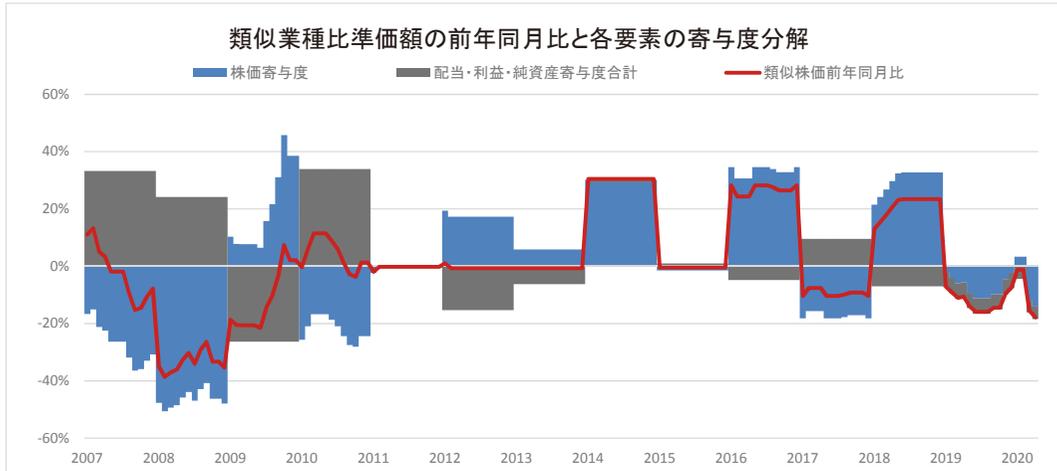
一方、当年中に二番底が生じない場合、当年中に贈与をすると、上場会社の株価は2020年3月当時ほど低くはない株価が適用されるが、上場会社の高い業績が分母に反映されることとなり、類似業種比準価額は一定程度低くなると考えられる。また、来年以降、上場会社の株価がもう一度下がった際に贈与をした場合には、上場会社の業績悪化により分母が小さくなっている影響も受けるが、やはり類似業種比準価額は一定程度低くなるように考えられる。このように、いつ贈与をするのが最も類似業種比準価額が低くなるかという判断においては長期的な予測を伴う検討が必要となる。

そのため、評価会社の業績を一定とした

ときに、上場会社の株価と上場会社の業績（配当・利益・純資産）がどのように類似業種比準価額に影響するのかを把握しておくことは有益であると考えられる。そこで、

過去のデータを基に検証したところ、類似業種比準価額と各種計算要素の連動性において、上場会社の株価がもっとも連動性が高い結果となった（図表5参照）。

図表5 類似業種比準価額と各要素の寄与度（小売業）



(注) 評価会社について下記など一定の前提を基に算定
 会社規模：大会社、経常利益：142,857千円（税引後利益100,000千円）純資産：1,466,276千円（純資産は、2020年版中小企業白書（中小企業庁）を基に、ROE6.82%（小売業）を用いて逆算）

ただし、これらが株価のみを注視して贈与のタイミングを決めればよいことを示しているわけではないことに留意が必要である。すなわち、業種によってこれらの要素の連動性及び寄与度が異なることは言わずもがなであり、それ以外にも、実際には評価会社の業績の変動も考慮する必要があること、さらに、毎年1月のタイミングでその寄与度がまったく逆方向に振れるなど大きな変動を見せることがあり得る。これは、毎年6月中旬に、比準する類似上場会社の銘柄の入替えが行われ*6、その年の贈与等において利用する上場会社の株価、業績が更新されるためである。実際、本年6月17日に国税庁より類似業種比準価額の計算

にかかる基礎数値が公表されたが、**図表6**のとおり、業種によっては非常に大きな変動を見せている。なお、業績は1年間据え置きであるため、その年のいずれの時期に贈与をしても影響はなく、有利選択はできない。

また、上場会社との業績の連動性が低いということは、事業が類似している上場企業の業績が良い一方で自社の業績が悪い状況が前提となるため、このような状況は限定的であると考えられる。あるいは、類似上場会社との業績連動性が低いのではなく、評価会社の業績が悪い（悪くなっている）場合も含まれると考えられ、その場合、事業の継続性などについても検討する必要がある。

図表6 類似業種比準価額に適用する上場会社の各種基礎数値の変動と類似業種比準価額（類似株価）の変動

類似株価が上昇した上位10業種

順位	業種番号	分類	業種目	変化率				
				類似株価	上場企業配当	上場企業利益	上場企業純資産	上場企業株価
1	18	中	印刷・同関連業	+ 61.4%	+ 12.1%	▲ 42.9%	+ 4.9%	+ 9.0%
2	52	大	電気・ガス・熱供給・水道業	+ 24.4%	▲ 16.4%	▲ 27.3%	▲ 1.5%	+ 0.8%
3	76	小	電気機械器具卸売業	+ 18.5%	+ 43.9%	+ 20.8%	+ 39.8%	+ 51.6%
4	69	小	農畜産物・水産物卸売業	+ 17.9%	+ 3.8%	▲ 22.2%	▲ 2.5%	▲ 0.7%
5	67	中	繊維・衣服等卸売業	+ 16.3%	+ 15.4%	▲ 18.2%	+ 0.6%	+ 0.9%
6	82	中	飲食料品小売業	+ 15.8%	+ 8.3%	▲ 10.3%	+ 5.6%	+ 13.2%
7	25	中	ゴム製品製造業	+ 11.6%	+ 25.9%	▲ 2.7%	+ 2.1%	+ 10.9%
8	29	中	鉄鋼業	+ 10.0%	+ 5.6%	▲ 17.9%	+ 1.0%	▲ 2.0%
9	112	中	その他の事業サービス業	+ 9.9%	+ 27.8%	+ 23.5%	+ 5.6%	+ 24.9%
10	15	中	飲料・たばこ・飼料製造業	+ 9.1%	+ 4.8%	▲ 14.7%	+ 33.2%	+ 13.0%

*6 2020年においては、6月17日に、国税庁より「令和2年分の類似業種比準価額計算上の業種目及び業種目別株価等について（法令解釈通達）」が公表された。（<https://www.nta.go.jp/law/tsutatsu/kobetsu/hyoka/r02/2006/index.htm>）

類似株価が下落した上位10業種

順位	業種番号	分類	業種目	変化率				
				類似株価	上場企業 配当	上場企業 利益	上場企業 純資産	上場企業 株価
1	59	中	その他の情報通信業	▲ 28.2%	+ 5.6%	▲ 12.0%	+ 0.0%	▲ 33.0%
2	45	小	電気計測器製造業	▲ 27.9%	▲ 20.8%	▲ 17.4%	▲ 10.9%	▲ 38.3%
3	85	小	医薬品・化粧品小売業	▲ 20.9%	+ 31.5%	+ 13.0%	+ 22.7%	▲ 5.8%
4	106	中	生活関連サービス業	▲ 19.7%	▲ 19.5%	▲ 23.1%	▲ 8.1%	▲ 31.1%
5	26	中	窯業・土石製品製造業	▲ 19.0%	+ 11.1%	+ 11.1%	▲ 11.0%	▲ 18.5%
6	81	中	織物・衣服・身の回り品小売業	▲ 18.2%	▲ 2.2%	▲ 25.0%	▲ 12.2%	▲ 32.4%
7	38	中	業務用機械器具製造業	▲ 18.0%	+ 12.8%	+ 62.5%	+ 11.7%	+ 10.7%
8	28	小	その他の窯業・土石製品製造業	▲ 17.5%	+ 15.4%	+ 44.0%	▲ 1.7%	+ 0.5%
9	84	中	その他の小売業	▲ 15.7%	+ 19.6%	+ 20.0%	+ 13.2%	▲ 2.3%
10	104	中	その他の宿泊業 飲食サービス業	▲ 15.1%	+ 6.9%	+ 77.3%	+ 22.4%	+ 26.5%

(注) 図表5と同様の評価会社において、その業績に変動がまったくない状況を前提とする。2019年12月時点及び2020年2月時点の比較による変化率を算定している。

生じることとなり、贈与のタイミングとして適切とは言えない可能性がある。

足元（6月17日時点）では上場会社の株価は上昇基調にあるが、その場合においても類似業種比準価額は即座に上昇することはなく、遅れて上昇することとなる。これは、非上場株式の株価を算出する際の類似業種株価は、次の①から⑤のうち、最も低い株価を選択することができることを理由としている。

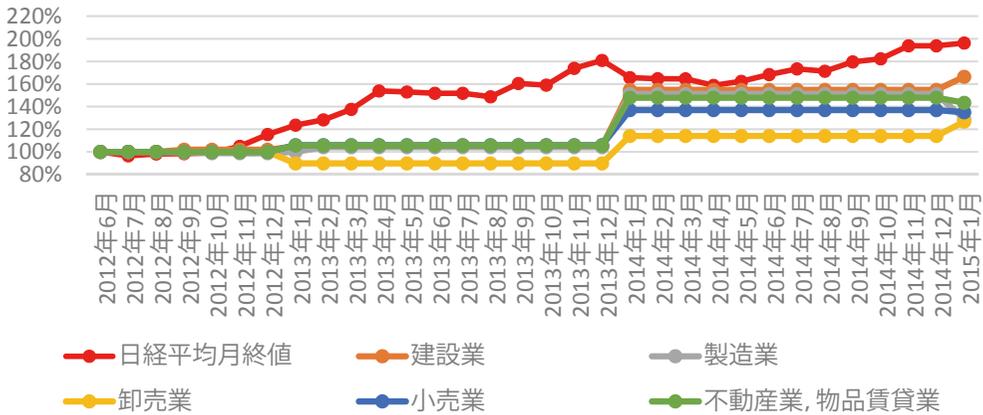
- ① 贈与した日の属する月の平均株価
- ② 贈与した日の属する月の前月の平均株価
- ③ 贈与した日の属する月の前々月の平均

株価

- ④ 前年平均株価
- ⑤ 贈与した日の属する月以前2年間の平均株価

上記の④又は⑤は単月の株価平均ではなく、長期間の株価の平均であり、株価の上昇局面においては、①から③と比較すると低くなる。現にリーマンショック後の2013年や2014年では、株価が上昇局面であったことから、類似業種株価は年間を通じて④が最も低くなっていた（図表7参照）。このため日経平均株価は上昇しているが、類似業種比準価額は年間を通じて一定であり、変動しなかった。

図表7 リーマンショック後の日経平均株価上昇期における類似業種比準価額の変動



3 むすびに

本稿では、コロナ禍が取引相場のない株式の評価に与える影響について、評価通達による計算を前提に考察してきた。コロナ禍により本業が厳しさを増す中で事業承継まで検討する余裕がないといった悲鳴に近い声も聞こえているところではあるが、

「新たな社会様式」の中で自社のビジネスの位置づけを見直すことも必要とされることであり、これまでの延長線で考えることは長期的な発展を阻害することになりかねない。その意味においても、事業承継の適切な時期を見極め、スムーズに世代交代を進めていくことの重要性は却って高まったものと言える。



成清 紘介
(なりきよ・こうすけ)
野村資産承継研究所
主任研究員

- ◆**経歴** PwCあらた有責任監査法人等を経て、現職。公認会計士・税理士
- ◆**現職** 株式会社野村資産承継研究所 研究課長、早稲田大学大学院会計研究科 非常勤講師、広島県医師会非常勤税務顧問
- ◆**共著** 『非上場株式の評価ガイドブック』(ぎょうせい) 『医療法人の法律・会計・税務』(大蔵財務協会) 『事業承継対策ガイドブック』(ぎょうせい)



河上 健
(かわかみ・たけし)
野村資産承継研究所
主任研究員

- ◆**経歴** 1998年に大和証券入社後、エクイティ部、税理士法人山田&パートナーズ出向等を経てウェルスマネジメント部に在籍中に税理士登録。2016年から現職
- ◆**現職** 野村資産承継研究所 主任研究員