

建部好治著

『上場・非上場株式評価の基礎理論と具体例』

(清文社, 2000年8月)

佐 賀 卓 雄

はじめに

相続・贈与, 株式公開, M&Aなど, 株式の価格を評価することが必要になる場合がしばしば生じる。最近では, 企業間の提携や事業部門の再編成, さらに持ち株会社の導入などにより株式評価が必要になる場合が増加している。

実務的には, 株式評価には類似業種あるいは類似会社方式, 純資産方式, 収益還元方式など, いくつかの方式が用いられている。従来は, いわゆる気配相場のない非上場株式をめぐる相続・贈与などの係争事件の裁定にあたって株式鑑定が必要とされることが多かった。しかし, 気配相場のある公開株式の場合でも, 合併比率の決定や第三者割当の価格の決定などのように, 評価が必要な場合は多い。ただし, 上場株式の場合には, 価格情報が存在するため, 株式の評価にあたってそれが参考にされることが多いようである。しかし, 公開市場で形成される株価に無条件で依拠することは問題である。というのは, 効率的市場仮説の盲目的な信奉者でない限り, 株価があらゆる情報を織り込んで形成され, したがってそれがいつでも株式の公正な価値を反映しているとみなすにはかなりの無理

があるからである。むしろ, バブル期と, その後の低迷期を通観すれば, 株価が多分にその時々 of 市場の雰囲気を反映して形成される側面をもつことは否定できない。

したがって, 公開市場で取引されている株式についても理論的に妥当な株価水準を推定することが必要になる。こうした作業は, 証券アナリストによるファンダメンタルズに基づく株価の推定の他に, 上で述べたケースについての公認会計士による株式鑑定として行われてきた。しかし, 後者についても既に1993年に公認会計士協会によって『株式等鑑定評価マニュアル』が作成されたにもかかわらず, 依然として統一的な基準が確立しているとはいえない状態である。

本書は, 株式評価のこうした混乱を打開すべく, 理論的な基礎に基づいて現実の株式評価方法を確立することを意図した労作である。著者は公認会計士, 不動産鑑定士として現実の株式評価実務に携わってきただけに, その問題意識は明快であり, この問題を検討する際には必読の文献の一つであろう。

I. 本書の構成

本書は5章から構成される。目次の概要は次のとおりである。

はじめに

I 会計システム（法制度等）と株式（出資）等の価格

II 株式価格評価の基礎理論

III 株式価格と関連経済諸指標の実態

IV 株式（出資）価格評価の諸方式

V 株式（出資）価格評価の具体例

おわりに

第I章は、時価評価の対象となるべき金融商品と、その根拠となるべき商法、税法、証券取引法などの関連法規の解説である。ここでの重要な主張は、商法と証券取引法が株式評価を求める方式の法的基礎（著者はこれをシステムと呼んでいる）であること、そして商法における「株主権」としての主要な自益権である利益配当請求権と、残余財産分配請求権が、本書で主張される株式評価方式であるフロー・ストック方式の基礎を根拠づけているとするものである。

第II章は、擬制資本（収益還元価格としてのストック価格）としての土地価格と株式価格の分析である。ここでは地価と株価を対比しながら、株価は、（1）配当・利潤証券価格、（2）成長証券価格、（3）投機証券価格、（4）支配証券価格、そして（5）財産証券価格という5つの側面をもち、このうち（1）－（4）がフロー価格、（5）がストック価格としての側面を表し、これがフロー・ストック価格導出の根拠であるとする。株価をこのように捉える考え方は、理論的には川合一郎著『株式価格形成の理論』（著作集第3巻、有斐閣、1981年）におい

て展開されたものである。

第III章は、バブル期（1987－1990年）の地価と株価の動向分析である。ただ、ここでの分析が過剰なマネーサプライの増加が資産バブルを生み出したという常識的主張に止まっているのは残念である。既に、我々は超低金利（ゼロ金利）と金融緩和の持続と、それにもかかわらず物価、資産価格が下落している1990年代の経験を経ているから、マネーサプライの増加が資産バブルに結び付くにはいくつかの連結環が必要であることを認識している。こうした側面についてもより突っ込んだ分析が望まれる。

第IV章は、土地価格を求める3方式（『不動産鑑定基準』による）と対比しながら、フロー・ストック方式による価格評価の方式を展開している。評者も含めて多くの研究者が、理論的には資産価格を収益還元価格として求めることが正しいと主張している。しかし、上場証券と非上場証券では流動性に差があるし、さらには取引所、店頭市場、ナスダック・ジャパンのような新興市場の間でも同様である。したがって、株式評価にあたってはこうした側面を考慮に入れる必要があるというのが著者の主張である。

これまで実際に裁判所に提出された株価鑑定書を見ると、ほとんどは類似業種、ないし類似会社方式、純資産方式、収益還元方式（その応用としてのゴードン方式（成長株価方式））のいずれかであるが、著者はこれまでの諸章で展開された株価論に基づき現実の株式評価にアプローチしている。実務家としての著者の面目躍如たるところである。

上場株式の評価は、フローとしての収益ないし配当の資本還元とストックとしての評価である再調達原価を組み合わせた次のような式で求

められる。

(収益還元法) (再調達原価法)

$(\text{一株当たり収益価格} \times \alpha + \text{一株当たり時価純資産価格} \times \beta) \times \gamma$

(配当還元法) (再調達原価法)

$(\text{一株当たり配当還元価格} \times \alpha + \text{一株当たり時価純資産額} \times \beta) \times \gamma$

ただし、 $\alpha + \beta = 1$ 、 γ は流動化比率（実際の株価と理論株価の比、前者が高ければ、流動性の高さを示すものとして、この値も大きくなる）。

第1式は収益の成長性と財産証券の値上がりを考慮した株価の上限、第2式は配当証券価格と財産証券としての価格を考慮した株価の上限・下限を示す。新規公開の場合には、これに超過リスクカバー価格 h を増減（ $\pm h$ ）する。ただし、142ページから145ページにわたって取引所、店頭市場、東証マザーズ、ナスダック・ジャパンの上場基準や市場の概要が説明されているが、その脈略が分かりにくい。推測するに、各市場の流動性には差があるので、上場市場に依じて γ の数値を変える必要があるということを主張したいと思われるが、流動性自体が期間の採り方によっても変わってくることからもう少しラフに考えて良いのではないか。いずれにしろ、ここまで実務の領域に入ってくると、理論的な厳密性を犠牲にしてある程度の恣意性は免れないのであろう。

また、非上場株式の場合には、経営支配との関係の有無によって α と β の比率を変える（前者の場合は0.5づつ、後者の場合は利潤配当証券としての性格が強いから β のウェイトが低くなる）。

第V章では、以上の方式を、上場株式と非上場株式について、経営支配の可能な株主の所有する株式の価格、経営支配とは関係がない株主の所有する株式の価格に実際に適用し、妥当な

株価を求めている。

II. 本書の特徴と課題

著者自ら、「単なる技術論ではなく、会計システム（法制度等）理論と経済理論に基礎をおいて、そこから具体的な株式評価方式まで導いたうえ、その方式を上場株式について具体的に検証したのは、この図書が初めてであると思われる」と自負するように、本書の特徴は直接には現実の株式鑑定への応用という強い実践性を志向しながらも、同時にその根拠を株価理論によって裏付けようとしている点にある。

これまでも地価や株価などの資産価格を収益還元価格として説明することは通説であったといえる。しかし、理論株価を求める時に、収益はともかく、還元率（利回り）として実際に何を採用するかとなると、データの客観性がはっきりしている金利を代替指標として使うなどの便法が採用されてきた。株価のマクロ的な傾向をみるにはそれでも一定の有効性はあるといえるが、現実に関税の絡む係争事件の判断の根拠として裁判所から株式鑑定を求められる場合には、より詳細かつ説得的な分析が必要であろう。

本書の特徴は、このような実務での切実な必要性から生まれているといえる。しかし、分析のレベルが抽象的な理論の段階から次第に現実に降りてくるにつれ、妥協として一定のラフさも止むをえないともいえる。このような例は、 α 、 β の比率をどのように決めるのかに現れている。上場株式の場合には、この数値が示されていないのであるが、非上場株式については原則的にはそれぞれ0.5という値が付与され、それが属する業界全体が赤字の場合、また後継者がいない場合には、 β の値を引き上げるとしてい

る (148-49ページ)。

さらに、著者の主張するフロー・ストック価格としての株式評価は、折衷論としての批判を免れないだろう。すなわち、配当・利潤証券価格、成長証券価格、投機証券価格、支配証券価格がフロー価格の側面を現し、財産証券価格がストック価格としての側面を現すというのは理解できるにしても、それぞれに一定の比率を乗じて株式価格を評価するというのはやはり便法といわざるをえないからである。現実には、M&Aや業務提携が問題になる時には支配証券としての価格が表に出てくるであろうし、清算の時には財産証券価格が問題になるというように、それぞれのイベントに応じて株価形成過程は異なってくる。それを一定の比率を乗じて集計するという手法はやはり理論的とはいえないからである。

もちろん、個々のイベントの際のバイアスのかかった株価形成を平均化することが変動の中心を求めることであり、それが理論的に正しい株価水準だとみなす立場もあろう。しかし、個別株の評価を問題にする際には、それではあまりにも株式評価を一般化しすぎることになるのではないと思われる。

恐らく、個別銘柄の評価について詳細さを追求すればするほど、このような恣意性は避けられないと思われる。したがって、本書の意義は収益還元価格として株式価格を求める手続きの具体化という段階に止まり、その体系性については依然として未完成といわざるをえない。

おわりに

17世紀中葉のオランダのチューリップ恐慌を初めとして、株式市場での投機的現象は繰り返

しみられたから、これまでも多様な株価論が主張されてきた。しかし、大きく類型化すれば、それらは二つに分類される。一つは、株式には何らかの理論的な価格というものがあるとみる立場である。この立場は、発行企業の財務内容や業績などによってその理論的な価値を求めることができると主張する。したがって、そうして求められた理論株価を基準として現実の株価が割高か割安かを判断することができると主張する。

もう一つは、株価には理論的な価格というものとは存在せず、その時々株式市場の雰囲気によって決まるとみなす立場である。この代表的な例は、有名なJ. M. ケインズの「美人投票の論理」であろう。この立場では、どのような株価であろうとも、もっと高くなると予想する投資家が存在する限り株価は上昇し、したがって理論的に妥当な株価というものは存在しないことになる。バートン・マルキールが『ウォール街のランダム・ウォーカー』(A Random Walk down Wall Street, 1999; 井手正介訳、日本経済新聞社、1999年)の中で、より馬鹿な投資家が存在する限り株価は上昇し続けるという意味で「より馬鹿理論」("greater fool" theory)と揶揄したものである。投資家の心理を重視する最近の「行動ファイナンス」(behavioral finance) 論もこの系譜に属するといえよう。

しかし、後者の場合でも、これだけでは一種のアナーキー状態であるから、世の中の支持を得るためには高株価に対して何らかの根拠付けが必要になってくる。したがって、投機的ブームの度に、高株価を説明するためのもっともらしい理論が考え出されるのである。1920年代の投機的ブーム、および最近のネットブームにおいては、いずれも「ニューエコノミー」の出現

として景気循環の終焉ないし変容が主張されたのはこのような例である。また、わが国のバブル期に主張された「Qレシオ」や、最近のネットブームの中で利用され始めた「株価売上高比率（PSR）」もこのような例である。後者は一般に使われている株価収益率（PER）では赤字状態のネット企業の高株価が説明つかないために考え出された指標であるが、この指標が説得力をもつにはネット企業のコスト構造がフラットに近い（つまり、売上の増加にともなってコストはほとんど増加しないため、将来的には黒字に転換する）と仮定していることになる。しかし、このような実証はなされていない。

これらの主張の理論的な根拠は薄弱であるため、ブームの終焉とともにほとんど顧みられなくなるということが繰り返えされてきた。いわば、投機的ブームの落とし子として証券史の中のエピソードの一つとして語り継がれてきたのである。

前者の理論株価の存在を主張する立場は、こうした行き過ぎた投機的ブームに対して警鐘を鳴らすという役割を果たすものであろう。この意味で、本書のような理論的な思考と地道な実証分析の積み重ねに基づく成果が果たす役割は大きいといえる。

（当所東京研究所 主任研究員）