

# 会社法における「株主の利益最大化」原則に対する 会計学からの疑問

野 中 郁 江

## はじめに

わが国の会社法において、株式会社の目的は「株主の利益最大化」であり、「株主の利益最大化」を原則として多様な利害関係者の利害を調整すればいいという「株主の利益最大化論」が、現在影響力を強めている。「株主の利益最大化」というイデオロギーは、大企業の社会的責任論と対立していると考えられる。著者は、会社法という重要な基本法において、「株主の利益最大化論」が支配的解釈論となっていることに、企業、特に大企業のあり方に関心を寄せる一研究者として憂慮している。

本稿では江頭憲治郎氏の著書『株式会社法<sup>(1)</sup>』（以下、単に『株式会社法』）を取り上げ、会計学研究者の立場から批判的に検討した。問題とした点は、第1章総論、第2節会社の概念が「第1款営利企業」で始まり、「第2款法人性」や「第3款株主の有限責任」と続いていることである。

株式会社の本質は、①株主の有限責任が認められている、②法人格を付与されているという点にあるのであるから、「営利企業」が真っ先に取り上げられていることは、特徴的であると考える。そして「第1款営利企業」は、「1 営

利企業の金銭的評価」から始まり、ここで株式会社の「価値」の測定論が示されている。続いて「2「営利」の目的と「株主の利益最大化」」において、「株主の利益最大化」原則が述べられる。営利企業の金銭的評価では、株式会社の価値（会計学では、「株主価値」という）の測定論を先に示し、これを前提として、「営利」の目的とは「株主の利益最大化」であるという展開は、極めて特徴的であるし、会社法の専門でない会計学者からみても奇異である。

会計学者として問題とした点は、以下の点である。「株主の利益最大化論」の前提として、「営利企業の金銭的評価」が論じられるのであるから、株主の利益最大化とは株式会社の価値、株式の価値の最大化であるという脈絡となると推察される。そして株式会社の価値について、上場会社について株価時価総額、取引相場のない会社についてはDCF法で測定された金額、と金銭的に特定する方法を示している。このことによって「株主の利益最大化」という概念が抽象的であるにとどまらず、金銭的に測定できるという内容をもつことになる。この金銭的に測定された内容を前提にした「株主の利益最大化」を原則として、さまざまな社会的利害対立が調整されていくならば、企業を取り巻く地域、労

(1) 江頭憲治郎『株式会社法 第4版』、有斐閣、2011年。なお『同第6版』（2015年）は、第1章総論、第2節会社の概念、第1款営利企業、1 営利企業の金銭的評価において、DCF法からゴードン・モデル等のインカム・アプローチの採用を主張し、また上場企業および株式についての時価評価とDCFなどによる評価との差異についての慎重に扱うことを述べている。しかし「営利企業の金銭的評価」が第1章総論、第2節会社の概念の最初に取り上げられ、その内容が「株主の利益」の意味と測定方法を暗に示すという構成となっている特徴は変わっていない。

働者、債権者、取引先、政府、自治体は、企業に対して異議を申し立てることがいっそう困難になるであろう。

「株主の利益最大化」イデオロギーは、アメリカを発祥の地としながら、海外にも広がっており、金融グローバル化を支えるイデオロギーでもある。まず著者が前提としている現状についての認識と問題の所在を示す。

## 1. 現状認識と問題の所在

### (1) グローバル化の進展と格差・貧困の拡大

産業と金融、特に後者のグローバル化が急速に進展している。ヨーロッパ、アメリカでは、加えて労働のグローバル化が進展しており、国家の枠組み、国家間の調整能力が危うくなっている。わが国も含めて、グローバル化にともなう最大の問題は、格差の固定化と貧困の拡大であり、この問題を抜きに、「説明すること」や「解決したとすること」に意味はないと考える。

人の移動、交易の拡大、文化交流、グローバル化の進展は、相互の理解を進め、人々の生活を豊かにする可能性があるにも関わらず、現在のグローバル化は、地球規模の貧困、差別、失業、格差の拡大をもたらしている。また紛争や内戦の解決をむしろ困難にしている。グローバル化による格差問題を視野にいれない問題設定は、強者を利して、格差の拡大を放置するだけである。

トマ・ピケティ『21世紀の資本』が示した  $r > g$  (金融資産の運用や財産利得の利回りが経済成長を上回っている) が、21世紀における格差の推進力である。証券市場が、「国民の

遊休で零細な、分散する資金を集め、効率的に運用し、国民経済の発展に資する社会的制度、装置」などではもはやなく、国際的ファンドを推進力とする投機の市場となっていることにも示されている<sup>(2)</sup>。

この意味からは、投資家の意思決定に有用であるとして進行している会計基準の国際的統一は、有力な投資ファンドに利するものであり、決して中立的で、公正さを担保するグローバル展開などではない<sup>(3)</sup>。

証券市場で売買されているのは、単なる株券ではない。公開買い付け TOB、買収先企業を担保に借入資金で行う敵対的買収 LBO、経営陣による買収 MBO にみるように、株式会社自体(その支配権)を取引しているのである。債権者保護法理からの脱却、株主平等原則の後退やコーポレートガバナンス改革も、グローバル化に対する「開国」である<sup>(4)</sup>。TPP 交渉のなかで取り上げられた投資家対国家紛争解決条項(ISDS 条項)は、各国政府の主権よりも、投資家の利益を優位におくというグローバル秩序化である。国家主権をいったん引き渡すならば、ラチェット条項により、政変によっても損害賠償義務を破棄することはできないこととなり、国民主権は侵害される。

国家の支配を超越するグローバル化は、課税回避を容易にし、さらにマネーの権力を強化している。したがって各国国民の要求として、国民国家を強化して国内市場を守れという国益論、保護主義が勢いを盛り返してくる根拠の一部もここにある。しかし問題の解決方向は、グローバルな格差や貧困の解消に寄与するための国際的仕組み、たとえば国際連帯税創設のよう

(2) 大槻久志「株価の乱高下と市場の構造変化」、『経済』, 2015年11月号, 186-188, 190ページ。

(3) 野中郁江『現代会計制度の構図』, 大月書店, 2005年, 260ページ。

(4) 鳥田雄大「コーポレートガバナンス改革 投機資本の「稼ぐ力」を強くするアベノミクス」, 『経済』, 2016年7月号, 134-152ページ。

な解決方向こそが求められていると思われる<sup>(5)</sup>。

## (2) わが国の企業支配の構造変化と富の不公平な配分

とはいえ現下のグローバル化は、金融を頂点とする搾取と収奪のグローバル化である。このもとで、わが国において、企業の支配構造と富の配分が変化している。

わが国において、トマ・ピケティが指摘した  $r > g$  という富の配分構造は、一方で配当所得と株式運用益の増大と、それらに対する課税の軽減化という恩恵によって富裕層の富が増大し、他方で、企業が行なう高配当政策、自社株買い、ストックオプションの利用に象徴的に示されている。従来、わが国企業の特徴であった内部留保の蓄積も依然続いており、勤労者への配分は、第1に投資家、第2、第3に経営者報酬の増大、企業の内部留保、その後という最劣後となっている。アベノミクスのシナリオは、円安、高株価、企業の史上最高益、内部留保の増大までで止まってしまい、GDPの6割を占める個人消費は拡大せず、トリクルダウンは幻影であることが明白になっている。

格差と貧困をもたらしているのは、企業支配の構造が、系列融資や相互持ち合いの解消と、海外および国内のファンドや機関投資家による株式保有の増大に変わったことにより、投資家への富の移転が加速し、二重、三重の収奪構造となったことである。

## (3) 株主主権論、「株主の利益最大化」というイデオロギー

わが国の大企業の株式は、カストディアンといわれる金融機関、海外ファンド、国内の年金ファンドなどの機関投資家に大量保有されており、この「もの言う株主」たちの要請を反映したイデオロギーが、株主主権論であり、「株主の利益最大化」論である<sup>(6)</sup>。

1990年以降、会社法が改正されていくなかで、株主主権論は、会社法解釈論の有力説となっている。落合誠一氏は、会社法がなぜ多様な利害関係者、特に従業員の利害を切り捨てて、株主主権論の立場をとるのかの根拠は、次の点にあると主張する<sup>(7)</sup>。債権者、労働者、消費者、地域、政府という利害関係者がそれぞれ確定した権利内容を会社に対して有しているのに対し、株主は剰余に対する処分権を有するので、株主価値を増大させることができるという契約モデル説である。この主張に基づいて株主利益最大化が原則となることで、会社法は、さまざまな利害関係者、地域住民、消費者、労働者の利害考量よりも株主の利益を優先することが可能となったのである。株主の利益を追求することによって、株主価値を増大させることができる、つまり株価をあげることができる。そこで株価をあげるための経営が「会社全体のためになる」ということのようなのである。

本稿で取り上げる江頭憲治郎著『株式会社法』は、会社の目的を株主の利益の最大化としている支配的解釈論である。江頭憲治郎氏の会社法解釈は、現在の通説といわれるが、株主利益最大化原則を採用しており、その法的効果は、次

(5) 志賀櫻『タックス・ハイブン 逃げていく税金』、岩波書店、2013年、215-216ページ。

(6) こうした「もの言う株主」の台頭の背景と、利益追求の実態については、三和裕美子「ヘッジファンド・アクティビズムと現代企業」、『経済』、2016年12月号を参照。

(7) 落合誠一「企業法の目的一株主利益最大化原則の検討一」、『岩波講座 現代の法7 企業と法』、岩波書店、1998年、3-32ページ。

の通り表現されている。①株主の利益最大化に反する総会決議は無効、②取締役・執行役の善管注意義務・忠実義務とは、株主の利益最大化を図る義務を意味する、ということが導かれる<sup>(8)</sup>とされる。

上村達男氏によれば、わが国の従来の会社法通説は、「民法理論会社法」を再構成した社員権否認論（田中耕太郎）、株式債権論（松田二郎）、株式会社財団論（八木弘）であり、同氏はこれらを再評価すべきという<sup>(9)</sup>。

かつて1974年商法改正の議論において、会社の社会的責任の明文規定を設けるか否かの論争があった。松田二郎元最高裁判事は、石油ショックに便乗して大もうけをした大企業等に対する社会的批判を念頭に、商法に社会的責任規定を設けるよう主張した<sup>(10)</sup>。この主張は見送られたものの、その議論を通じて、企業が社会的な生産諸活動の主体として社会的責任を果たすことは当然であるから、会社法に明文規定は不要とされたと解釈されてきたともいえる<sup>(11)</sup>。

社会全体のなかで会社組織の占めている比重の高さ、特に大企業の役割、ここから生じる影響力と社会的責任を考えれば、海外投資家やファンド、国内機関投資家の利益最大化を会社および会社法の目的とすることに賛同するわけにはいかない。最初に述べた格差の解消等という課題から見て、株主主権論、株主の利益最大化論は、有限責任でしかない株主による際限のない短期利益の追求の道具に株式会社を変えてしまい、富を投機によって得る階層に奉仕するイデオロギーであるといわざるをえない。

#### (4) 会社法改正によって進む規制緩和

1997年に独占禁止法が純粹持株会社制度を認めたがそれ以降、会社法の規制緩和が進行した。債権者保護法理の後退、資本維持原則の後退、株主平等原則の形骸化、合併、買収、分割、事業売却といった企業組織再編を促進するルールを整備である。

国際競争力強化を改正目的とした2006年施行の新会社法は、利害の調整、公正性の担保よりも効率性を重視し、多数株主の権利によって少数株主の権利を制限することを可能にした。このことは買収過程で買収に反対する少数株主の株式を買い取る権限を認めたことに示される。ほかに定款自治が拡大し、ガバナンス機構の種類は30種類を超え、これらの結果、株主総会における株主権（実質的には少数株主の権利）の制限が可能となった。

2007年に、会社法の特別法という位置づけであった証券取引法が改正され、金融商品取引法となり、会社法との関係が変化し、相互に浸透し、金商法と会社法がともに公開会社法という性格をもつようになった。東京証券取引所は、証券取引を行うプライベートセクターとして株式会社となり、「上場会社」は扱う「商品」となった。東証が有していた規制機関としての側面は、日本取引所自主規制法人に振り分けられて、実質的には後退した<sup>(12)</sup>。

#### (5) 債権者保護法理の後退と労働者の団体交渉権の形骸化

わが国会社法は、債権者保護という利害調整

(8) 江頭憲治郎、前掲書、20ページ。

(9) 上村達男、森淳二郎編『会社法における主要論点の評価』、IV「新会社法の性格と会社法学のあり方」、中央経済社、2006年、89ページ。

(10) 松田二郎『会社の社会的責任』、商事法務、1988年、3-28ページ。

(11) 森田章『上場会社法入門 [第2版]』、有斐閣、2010年、134-135ページ。

(12) 三和裕美子「経済の金融化における証券取引所の変質—自由規制のあり方をめぐって—」福田邦夫編著『21世紀の経済と社会』、西田書店、2015年、106-118ページ。

の側面を強くもっていた。国家による利害調整であるから、会社法は公法的側面を有していたといえることができる。債権者保護法理として、資本維持原則のもとでの最低資本金制度、配当可能利益の範囲の法定、資本準備金・利益準備金という準備金制度が設けられていた。繰延資産の限定列挙や決算公告制度も、債権者保護法理として解することができる。

現下進行する会社法改正は、債権者保護を会社法の主要な目的から除外し、利害調整の性格は大きく後退した。債権者保護法理の後退は、会計問題としては、資本と利益の区分があいまいになったこと、資本剰余金を配当可能としたことに、端的に示される。

現行会社法は、進行している金融グローバル化と会社自体の「商品化」を積極的に推進していくために、規制を緩和し、国家による利害調整という側面を後退させてきた。いわば「会社法の私法化」が進行しているといえる。

こうした会社法の私法化のもとで、闇のなかに放置されてしまったのが、労使関係の変容である。会社の買収、合併、分割、事業の売却、その手段として証券市場を「活用する」TOB、LBO、MBOによって、一夜にして労働条件や労働環境は、激変する。純粹持株会社やファンド支配のもとで、真の支配者である親会社、ファンドに対する労働組合の団体交渉権は、例外を除いては認められておらず、労働者は企業の支配関係の変化とともに、一方的な労働条件の変更にさらされているのである<sup>(13)</sup>。

以上の認識を前提に、『株式会社法』の株主主権論における株主の利益最大化原則とそれに関わって展開されている「会社の価値」とその測定をめぐる議論とを会計学の側から検討する。

あらかじめ結論を示すと、次の二点である。第一に、『株式会社法』は株主価値の測定方法に

ついて、株価時価総額やDCF法による企業評価論を選択すべきとしている。会社法が株主利益最大化を会社の基本的あり方としており、株主の利益は、営利企業の価値である株主価値の最大化という脈絡になると推論されるのであるから、株主価値の測定論まで踏み込むことは特定の方向（象徴的に表現すれば $r > g$ の方向）に誘導していることになるという点である。第二に、こうした営利企業の金銭評価、株主価値測定論は会計学では採用されておらず、会社法解釈学が独断専行している観があるという点である。

会計学には公正性の確保という社会的役割があり、目前に進行している格差の拡大に抗して富の公正な配分（再配分）を確保するという役割があるとすれば、本稿の問題提起には意義があると考えられる。

## 2. 『株式会社法』の会社法体系とDCF法の位置

### (1) 『株式会社法』の第1章総論、第2節会社の概念の構成

会社法の有力解釈として江頭憲治郎氏による『株式会社法』の影響力は大きい。まず「株主の利益最大化」および「営利企業の金銭的評価」、に関する部分を確認する。

『株式会社法』の第1章総論、第2節会社の概念は、次の三つの内容から構成されている。

#### 第1款 営利企業

- 1 営利企業の金銭的評価
- 2 「営利」の目的と「株主の利益最大化」

#### 第2款 法人性

- 1 意義
- 2 法人としての株式会社

#### 第3款 株主の有限責任

- 1 意義

(13) 徳住堅治『企業組織再編と労働契約』、旬報社、2016年、163-175ページ。

## 2 有限責任の制度的裏付け

## 3 法人格否認の法理

株式会社の概念は、「第1款営利企業」で始まり、「第2款法人性」や「第3款株主の有限責任」と続いている。株式会社の本質は、①株主の有限責任が認められている会社、②自然人に匹敵する法人格を付与する、③株主総会が最高意思決定機関であるという古典的な定義からみれば、「営利企業」が先に取り上げられることは特徴的であると考えられる。「第1款営利企業」は、「1 営利企業の金銭的評価」から始まり、ここで株式会社の株主価値の測定論が示されている。続いて「2「営利」の目的と「株主の利益最大化」」において、「株主の利益最大化」原則が述べられる。「1 営利企業の金銭的評価」において株式会社の価値、株主価値の測定論を先に示し、これを前提として、「営利」の目的とは「株主の利益最大化」であるという展開も特徴的である。

本稿の主たる検討対象は、「1 営利企業の金銭的評価」で論じられている株主価値の測定論であるが、これについては後半にまとめて検討することとして、先に、「2「営利」の目的と「株主の利益最大化」」について、その内容、特質を確認することとする。

(2) 「営利」の目的と「株主の利益最大化」<sup>(14)</sup>

営利の目的について、次の通りであるとしている。

「株式会社の株主は、少なくとも「剰余金の配当を受ける権利」または「残余財産の分配を受ける権利」の一方を有しなければならない。この規定は、株式会社が、対外的経済活動で利益を得て、得た利益を構成員（株主）に分配することを目的とする法人であることを示すもの

と解され、当該目的が「営利」の目的と呼ばれる。

営利を目的とするところから、株式会社においては、対外的経済活動における利潤最大化を始めとする「株主の利益最大化」が会社を取り巻く関係者の利害を調整する原理になる。法的効果として、①株主の利益最大化に反する総会決議は無効、②取締役・執行役の善管注意義務・忠実義務とは、株主の利益最大化を図る義務を意味するということが導かれる」。

「株主の利益最大化」が株式会社の営利性の内容であるとされているが、この点には、違和感がある。そもそも営利性の反対概念は非営利であり、非営利とは利益追求を目的としないということであるから、営利性とは利益を追求するというに過ぎず、「株式会社が、対外的経済活動で利益を得て、得た利益を構成員（株主）に分配することを目的とする法人」であることと、「株主の利益最大化」との間には、距離があるように思える。現実には、環境重視企業、顧客満足と従業員満足を追求する企業、地域経済に貢献する企業、福祉に参入する企業等の多様な企業理念を掲げた営利事業を行う株式会社があり、自治体や各種組合など非営利組織が出資する株式会社が存在する。こうした株式会社の株主は、配当や残余財産の処分よりも、株式会社の果たす役割の発揮に価値をおいているはずである。

「株主の利益最大化」は、第3節 会社法の役割、「第1款上場会社・閉鎖型のタイプの会社・結合企業の問題状況」の「1 上場会社における問題」において論及され、「上場会社である株式会社（非上場でも株式所有者が分散した会社には、ここで述べるのが当てはまる）も営利法人であり、したがって「株主の利益最大化」がその経営目標たるべきである」とされる<sup>(15)</sup>。

(14) 江頭憲治郎、前掲書、19-24 ページ。

(15) 江頭憲治郎、前掲書、46 ページ。

### (3) 営利企業の金銭的評価<sup>16)</sup>

#### ① 「(1) 総説」

「(1) 総説」は、営利企業の本質と金銭的価値を次の通りに述べる。

「企業形態のいかんを問わず、「営利企業」とは投資の企てであり、「投資」とは、現在一定の資本（経済学上の意味）を投下し、将来そのリターンを受け取る行為である。「リターン」は、収益・費用の差額であることもあれば、貸付の利息とか株式の剰余金の配当であることもある。「リターン」の額がいくらになるかには、不確実性すなわち「リスク」がある、また、リターンはいつ受け取れるかにより、経済価値が異なる、——すなわち、「期間」が経済価値の一要素である。

要するに、「リターン」、「リスク」および「期間」により、投資（企業の個々のプロジェクト、株式、貸付債権等）ひいては営利企業自体の経済価値は決定される」。

営利企業の金銭的評価は、「リターン」の生じる「期間」について、「リスク」で割り引いて合算するという考えを述べている。企業の個々のプロジェクト、株式、貸付債権等と等しく、個々の投資の価値であるという。

#### ② 「(2) 株式・持分の評価」

「(2) 株式・持分の評価」では、営利企業自体の価値は、「株式・持分の評価」に細分化されるという。「投資の価値は、市場において価格の形で評価される。上場会社の株式が金融商品取引所で価格形成され売買されるのは、その典型例である」とされ、この考えを敷衍すると、上場会社自体の価値は、株価時価総額ということになる。

市場価格が明らかでない非上場会社の株式、持分会社の持分（以下、「取引相場のない株式

等」）の評価方法について、「期待リターンの現在価値の総和」によって測定されるという。そして「期待リターン」について何を採用すべきかについて述べられている。

「予想される配当金額をリターンの額として取引相場のない株式等の評価に用いると過小評価となり、株主（社員）に不利になりがちである。なぜなら、現実には社内留保が過大に行われがちだからである」として、予想される配当金額を「期待リターン」として採用し、株式の価値を測定することに否定的である。内部留保は「過大」であり、配当は「不当に」抑制されているとされている。

そして以下の通り DCF 法を採用することを述べる。

「リターンの額としては、各営業年度に期待される 1 株式・持分当たりのキャッシュ・フローの額を用いるべきである」。そして各事業年度のリターンの現在価値の総和を割り引く利子率には、一般利子率にリスクプレミアムを上乗せしたものになるという。

#### ③ 「注記」

注記では、裁判例に言及し、国税庁の相続税財産評価基本通達について批判している。「同通達は、(中略)大量発生の事象を機械的に処理する目的のものに過ぎず、訴訟・非訴訟事件に適用すべきものではない」。「近時の裁判例においては、同通達の影響力は薄れつつあり、本文に述べる DCF 法により評価額を算出する例、あるいはゴードン・モデルと呼ばれる、それに類似するやり方を用いる例もある」。

また続いて、総合評価法についての批判が述べられる。「従来の裁判例の多くは、複数の評価方法により算出された額を何らかの割合で加重平均した数値を結論として採用しているが、

<sup>16)</sup> 江頭憲治郎，前掲書，13-19 ページ。

一つ一つが信頼に値しない数値を寄せ集めたからといって、信頼できる数値が算出されるわけではない」と述べている。

④ まとめ

営利企業を「投資の企て」と定義し、投資の金銭的評価の方法と結びつけ、「リターン」の生じる「期間」について、「リスク」で割り引くという考えを述べている。これは、おそらくDCF法によって株主価値を算定することを想定している。

「株式・持分の評価」は、上場会社の株式の評価は市場時価であり、非上場会社の株式の評価はDCF法による企業評価に基づくとされる。

まとめると、営利企業の金銭的評価は、上場会社の価値は株式時価総額、上場会社の株式は株価、非上場会社の価値はDCF法による株主価値額、非上場会社の株式はDCF法による株主価値額÷発行済株式数ということになる。市場の時価とDCF法との二元論のように見えるが、DCF法による株主価値は、時価総額に対する理論値とし、一致すべきものというファイナンス論にたっているとみられる。

しかし上場会社の株価時価総額とDCF法による株主価値額は、異なっている。株価は、為替や金利、海外市場の株価動向、投機マネーの動向、需給関係により大きく変動しており、「真の時価」を特定することはできない。DCF法は将来のFCF(フリー・キャッシュ・フロー)の算定を基礎としており、恣意性を免れない。株価時価総額とDCF法による株主価値とは「本来一致するはず」という議論は、机上の理

論である。そうであるにも関わらず、一般法である会社法の解釈において、株主価値算定方法に踏み込んで、特定していることの効果、影響力は大きいものがある。

『株式会社法』は上場会社の価値は時価総額であるとしており、このことは、株主の利益最大化、つまり営利性の追求とは、株価を高めることにあるということに論理的には帰着する。非上場会社では、DCF法による株主価値を高める経営が求められることになる。

しかしこうした内容の株主利益最大化の内容、測定法を会社法のような一般法が特定することは、妥当であろうか。上場会社であろうと、非上場会社であろうと、いやしくも法人格を有している法的主体であり、継続的に企業活動、社会活動を行っているのであるから、営利＝株価上昇であるとか、営利＝FCFの獲得であるなどと、特定することはできないはずである。

3. 会計における株式評価や株主価値測定の扱い

(1) 財務諸表作成にあたっての株式の評価および企業価値の扱い

次に会計という分野、ここでは財務諸表の作成報告をその内容としているが、この分野において、企業評価や株式の評価は、どのように定められているかについて示す。

財務諸表の作成にあたっての株式の評価は、「金融商品に関する会計基準」に定められている。時価評価が原則とされているが、未実現損

表1 「金融商品に関する会計基準」における株式の評価

	①売買目的の株式	②子会社・関連会社株式	③その他の株式
上場株式	市場時価	取得原価 (実質価格が著しく低下したときは減損)	市場時価 (評価差益は貸借対照表に計上)
非上場株式	—	取得原価 (実質価格が著しく低下したときは減損)	取得原価 (実質価格が著しく低下したときは減損)

益の計上となるため、次に述べる通り、保有目的によって3種類の異なる評価を行うこととなっている。

①売買目的の株式は、時価の変動により利益を得ることを目的としているため、期末ごとに時価評価を行い、評価差額は当期の損益として損益計算書に計上する。

②子会社および関連会社株式は、他企業への影響力行使を目的として保有しているため、期末での時価評価は行わず、取得原価をもって貸借対照表に載せる。取引相場のある株式については、取得後に時価の相当の低下があれば、これを基準として、減損を行う。取引相場のない株式については、該当する会社の純資産額の相当額の減額を主たる基準にして、減損を行う。減損を計上する際に、将来の超過収益力を考慮する場合があります、この場合に例外的にDCF法が採用される余地がある<sup>(17)</sup>。

③その他の株式は時価評価をするが、評価差額は直ちに売却・換金するものではないことから、損益計算書には計上せず、貸借対照表の純資産の部に計上する。

まとめると、財務諸表作成にあたっての会計基準では、子会社・関連会社株式を除く上場株式については市場株価による評価替えを行う。時価評価ではあるが、時価と簿価との差額は未実現利益であることから、扱いは、損益計算書に計上するものと貸借対照表に計上するものと

に区分しており、社外流出については抑制的である。子会社・関連会社株式および取引相場のない株式についての会計基準は、取得原価での計上を基本としながら減損することとしている。減損については、純資産額を基準として採用し、特に情報を入手できる場合にはDCF法も採用できることになっている。つまり子会社・関連会社株式および取引相場のない株式については、後述の純資産額、ネットアセット・アプローチが重視されている。

次に企業全体の評価を取り上げる。合併に際しては企業評価が行われるが、財務諸表作成においては、いくらで取得したかが重要であり、取得した金額と純資産額との差額が生じた場合は、「のれん」となる。通常「のれん」は一定期間に償却することになる。

子会社および関連会社を連結する連結会計においても、同様に「のれん」が計上される。子会社および関連会社の個々の資産、負債の時価評価を行うが、企業全体についてDCF法などに基づく企業評価は行われぬ。

以上述べた通り、財務諸表作成においては、DCF法によって企業評価の再計算が行われたり、株価時価総額が取り入れられたりすることはない。

もちろん会社法が裁判において「DCF法を採用すべし」と主張することと財務諸表作成の過程で、取引相場のない株式をどのように評価

(17) 公認会計士協会・会計制度委員会報告第14号「金融商品会計に関する実務指針（以下、実務指針）」実務指針第92項

「時価を把握することが極めて困難と認められる株式は、取得原価をもって貸借対照表価額とするが、当該株式の発行会社の財政状態の悪化により、実質価額が著しく低下したときは、相当の減額を行い、評価差額は当期の損失として処理（減損処理）しなければならない。

財政状態とは、（中略）1株当たりの純資産額をいい、財政状態の悪化とは、この1株当たりの純資産額が、当該株式を取得したときのそれと比較して相当程度下回っている場合をいう。」

「通常は、1株当たりの純資産額に所有株式数を乗じた金額が当該株式の実質価額であるが、会社の超過収益力や経営権等を反映して、1株当たりの純資産額を基礎とした金額に比べて相当高い価額が実質価額として評価される場合もある。」

すべきか、企業評価をどのように取り入れるべきか、という問題とは、別の次元の問題であるということもいえる。この点では、次に述べる公認会計士協会の『企業価値評価ガイドライン』のなかで、示された見解がより参考になるといえる。

## (2) 公認会計士協会編『企業価値評価ガイドライン<sup>(18)</sup>』

公認会計士協会編『企業価値評価ガイドライン』(以下、「ガイドライン」)の目的は、公認会計士が、株式の価値を評価する場合の実施、報告について取りまとめたものである。評価の対象は、非上場会社の株式である。

公認会計士が行う企業価値評価業務として、取引目的と裁判目的を挙げている。取引目的の評価とは、企業がM&Aや事業再編時の取引を行うに当たって、意思決定の参考とするために、対象会社や対象事業の価値を評価することであり、この過程に会計士が関わることである。裁判目的の評価とは、裁判所が、株式の価格を決定することを求められる場合に、公認会計士が、鑑定人や鑑定人補助者の立場から意見を述べることである。

「ガイドライン」において、取引相場のない株式、非上場会社の株式を評価する基礎となる企業評価の方法は、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチに分類されている。DCF法はインカム・アプローチのうちの1種類、フリー・キャッシュ・フロー法のことである。方法と分類は、以下の通りである<sup>(19)</sup>。

### ①インカム・アプローチ

フリー・キャッシュ・フロー法

調整現在価値法

残余利益法

その他 配当還元法、利益還元法(収益還元法)

### ②マーケット・アプローチ

市場株価法

類似上場会社法(倍数法、乗数法)

類似取引法

取引事例法(取引事例価額法)

### ③ネットアセット・アプローチ

簿価純資産法

時価純資産法(修正簿価純資産法)

その他

三つの評価アプローチの一般的特徴として、次の特徴がまとめられている。採用すべき方法の優劣順位は示されていない。

表2 三つの評価アプローチの一般的特徴

項目	インカム	マーケット	ネットアセット
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	◎	△	○

また評価目的に適合した評価アプローチの選定にあたっては、「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である」とは言い難い」としている。この点は「ガイドライン」の立場として、重要である。以下、紹介する<sup>(20)</sup>。

評価方法の選定にあたっては、評価目的、対象となっている企業価値を取り巻く環境、評価アプローチの特徴、業種的特性、その他を考慮するとしている。以下の留意点が例示されている。

(18) 公認会計士協会編『企業価値評価ガイドライン 改訂版』, 日本公認会計士協会出版局, 2013年。

(19) 公認会計士協会, 前掲書, 39-42ページ。

(20) 公認会計士協会, 前掲書, 42-44ページ。

①成長基調にある企業か、安定した業況にあるか、または衰退基調にあるかといった評価対象会社のライフステージ

成長企業では、ネットアセット・アプローチによると将来の超過収益力を適正に評価できない可能性がある。衰退企業ではネットアセット・アプローチによると過大評価となってしまう可能性がある。

②会社の継続性に疑義があるようなケース

インカム・アプローチやマーケット・アプローチは、会社の継続を前提とした評価方法といわれており、継続性に疑義があるケースには、適用は慎重であるべきである。

③知的財産等に基づく超過収益力をもつ企業

貸借対照表に計上されていない無形資産や知的財産等が価値の源泉の大半であるような企業を対象とする場合は、ネットアセット・アプローチはこうした価値を評価できない可能性がある。インカム・アプローチなどの選定を検討すべきである。

④類似上場会社のない新規ビジネス

新規事業で、類似上場会社が存在しない、類似取引事例がないケースでは、マーケット・アプローチには限界がある。

「ガイダンス」では、絶対的な評価方法や優劣順位はないので、総合評価が重視されている<sup>(21)</sup>。「前出の評価法は、優れた点をもつと同時にさまざまな問題点をも有している。同時に相互に問題点を補完する関係にある」。「評価対象会社をインカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチのそれぞれの視点から把握し、評価対象会社の動的な価値や静的な価値について多面的に分析し、

偏った視点のみからの価値算定にならないように留意する必要がある。そして、それぞれの評価結果を比較・検討しながら最終的に総合評価するのが実務上一般的である」。

総合評価の方法として、①一つの評価方法による単独法、②複数の評価法を適用し、一定の幅をもって算出されたそれぞれの評価結果の重複等を考慮しながら評価結果を導く併用法、③複数の評価法を適用し、それぞれの評価結果に一定の折衷割合（加重平均値）を適用する折衷法が示されている。

以上まとめると、会計制度の外で会計士が役割を果たす M&A の際の企業価値評価や裁判所から依頼される鑑定書作成では、複数の方法のなかから、適切な方法を選択することとなっている。その上で選択された複数の方法を総合する総合評価が重視されていることがわかる。

### (3) まとめ

会計の分野では、企業評価や株式評価において、DCF 法は、財務諸表作成という制度会計においては中心ではなく、実務では複数の方法の一つに過ぎない。またファイナンス論の影響が強いとされる学説においても必ずしも支持されているわけではないことも付言する<sup>(22)</sup>。

### おわりに

『株式会社法』は、株式会社の基本的性質として営利企業であるとし、その営利性は、「株主の利益最大化」であるとした。そこで「株主の利益最大化原則」に基づいて経営者は会社を

(21) 公認会計士協会、前掲書、44-46 ページ。

(22) 学説においても DCF 法ではなく、超過利益法（残余利益法）を支持する意見は有力である。たとえば、桜井久勝氏は『財務諸表分析〔第 6 版〕』のなかで、DCF 法に比べて、超過利益法（残余利益法）が財務諸表データを広く活用できるとして評価している。桜井久勝『財務諸表分析〔第 6 版〕』、中央経済社、2015 年、295-300 ページ。

運営しなければならないこととされている。そして営利企業の金銭的評価方法を特定したことによって、抽象的な「株主のための会社運営」というものではなく、「リターン」の総和である株価時価総額やDCF法によって算定される株主価値を最大化するという極めて明確な目標が示されるという脈絡になることとなった。

この営利企業の価値、株主価値は、営利企業全体の価値と持分である株式の価値とが同じ次元にとらえられており、経営者は、株主の保有する株券の価値の最大化を追求する義務を負うこととなる。

一方、会計においては、財務諸表作成に関わる会計基準は、個々の株式の評価について、市場性のある株式は時価評価であるが、時価と簿価との差額は未実現損益であることから、扱いは、損益計算書に計上するものと貸借対照表に計上するものとに区分しており、社外流出については抑制的である。取引相場のない株式については、取得原価で計上し、減損にあたっては当該会社の純資産額を測定の有効な基準としている。

会計士に求められる企業評価を含めた意思決定の部面や裁判所での判断は、個々の事情を考慮して複数の方法を勘案することになっている。DCF法は、多数の方法のうちの一つに過

ぎない。

『株式会社法』の営利企業の価値測定論と会計学における企業評価、株式評価とは、著しく乖離している。以上の検討から、会計学の側から、次の点を問題点として、提起するものである。

- ① 株主の利益最大化原則と企業や株式の評価の方法を特定していることによって、経営者に、より明確に、株主に対する短期的な成果をあげるよう、求める効果がある。
- ② このことは、会社に携わる多様な利害関係者、特に賃金労働者への分配が劣後となっている状態を促進する。
- ③ 株主の利益最大化原則と営利企業の金銭的評価がセットになって、地域経済からの事業所、工場の撤退、海外移転が加速する根拠となる危険性がある。
- ④ 株主の利益最大化原則の法的効果として示されていることをそのまま敷衍すれば、こうした会社法が示す義務としての経営者の判断に、労働者や地域住民、自治体が抵抗することは、よほどの政治的圧力でもなければ困難となる。
- ⑤ 株主価値についての測定方法について、会社法解釈が会計学の見解と乖離しているが、こうしたことは、一般法である会社法の性格にふさわしいか否かを検討する必要がある。