

経営承継法における非上場株式等評価ガイドライン

平成21年2月

中小企業庁

目次

I	本ガイドラインの趣旨及び目的	4
1.	経営承継法における固定合意	4
2.	合意の意義と「相当な価額」の証明	5
3.	株式評価の実施にあたっての留意事項	7
II	各種評価方式の解説	8
1.	評価方式の分類	8
(1)	収益方式	8
(2)	純資産方式	8
(3)	比準方式	8
2.	収益方式	9
(1)	株主価値（株式の価額）の計算方法	9
(2)	収益還元方式	10
(3)	DCF方式	12
(4)	配当還元方式	13
3.	純資産方式	14
(1)	簿価純資産方式	14
(2)	時価純資産方式	14
(3)	国税庁方式	14
4.	比準方式	14
(1)	類似会社比準方式	14
(2)	類似業種比準方式	15
(3)	取引事例方式	15
5.	国税庁方式	15

(1) 相続税法上の評価	15
(2) 所得税法上の非上場株式の評価	17
(3) 法人税法上の非上場株式の評価	18
III 評価方式の選択に係る留意事項	18
1. 収益方式	19
(1) 収益還元方式又は DCF 方式	19
(2) 配当還元方式	21
2. 純資産方式	21
(1) 資産の時価の算定	21
(2) 法人税額等相当額の控除	22
(3) その他	22
3. 比準方式	22
(1) 類似会社比準方式	22
(2) 類似業種比準方式	22
(3) 取引事例方式	22
4. 国税庁方式	22
5. 併用方式	24
6. 非上場株式の評価方式に関する裁判例	24
(1) 譲渡制限株式の売買価格決定申立事件	24
(2) 損害賠償請求事件（株主代表訴訟を含む。）	26
(3) 不公正な価額による新株発行に係る差止仮処分申立事件	27
IV 他の制度における非上場株式の価額との関係	27
1. 国税庁方式による非上場株式の価額との関係	27
2. 会社法上の制度における非上場株式の価額との関係	28
《参考 1》非上場株式の評価における証明書例	30

《参考2》収益方式における割引率（WACC）の算出例	31
《参考3》裁判例	33

I 本ガイドラインの趣旨及び目的

本ガイドラインは、中小企業庁長官の私的研究会である「非上場株式の評価の在り方に関する委員会」（委員長：岡村正日本商工会議所会頭）及び同委員会の下に設置された「非上場株式の評価の在り方に関する委員会専門委員会」（委員長：品川芳宣早稲田大学大学院会計研究科教授）での検討結果を踏まえ、中小企業庁が策定したものである。本ガイドラインには、法的な拘束力はないが、中小企業における経営の承継の円滑化に関する法律における固定合意を利用される際の非上場株式の評価方法のメルクマールとなることを期待している。

1. 経営承継法¹における固定合意

所有と経営が一致している同族会社が大半を占める中小企業の事業承継において、後継者が安定的に経営を継続していくためには、自社株式を後継者に集中的に承継することが重要である。しかし、先代経営者に後継者以外の相続人（以下「非後継者」という。）がいる場合には、非後継者が有する「遺留分」が自社株式の集中の障害となる可能性がある。

「遺留分」とは、配偶者や子などに民法上保障される最低限の資産承継の権利である。後継者への生前贈与や遺贈などにより、非後継者の遺留分が侵害された（実際に得られた相続財産が遺留分に満たない。）場合に、当該非後継者が遺留分減殺請求（侵害された自分の遺留分を取り戻すための請求）を行うと、当該請求を受けた後継者は財産の返還又は金銭による価額弁償を行わなければならない。

また、遺留分を算定する際の財産の価額は、生前贈与された財産を含めて、すべて相続開始時を基準として評価され、後継者の貢献により上昇した場合であっても、その貢献は考慮されず、単純に上昇後の価額で計算されてしまう。このため、企業価値を上昇させればさせるほど、非後継者の遺留分の額を増加させることになり、このことが、企業価値を向上させようとする後継者の意欲を阻害するおそれがある。

そこで、経営承継法は、後継者が贈与により取得した自社株式²について、「遺留分を算定する際の価額を合意の時における価額に固定する」ことを内容とする合意（以下「固定合意」という。経営承継法第4条第1項第2号）を行うことができ、経済産業大臣の確認と家庭裁判所の許可といった諸手続を経ることで当該合意の効果が生じることとした（同法第7条から第9条。次図参照）。この「固定合意」を活用することで、後継者は、将来の企業価値の上昇に伴う遺留分額の増大を心配することな

¹ 中小企業における経営の承継の円滑化に関する法律（平成20年法律第33号。以下「経営承継法」という。）

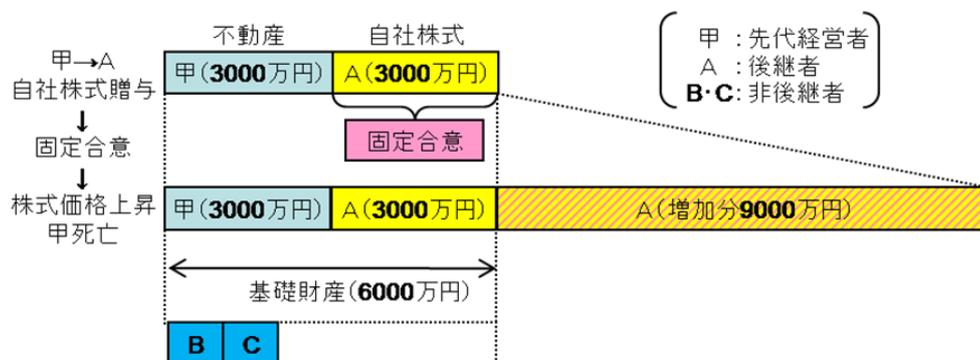
² 経営承継法に基づく固定合意の対象とできるのは、株式会社の株式のみではなく、持分会社の持分も含まれ、持分の評価方法も問題となる。本ガイドラインでは、株式の評価方法について解説を行っているが、その基本的な考え方は、持分の評価を行うに当たっても同様と考えられる。

く経営に専念することが可能となる。

なお、先代経営者から推定相続人たる後継者が自社株式の贈与を受ける場合、一旦、贈与税を納付し、相続時に相続税で精算を行う相続時精算課税制度を選択できる。この制度においては、相続税の計算を行うにあたり、贈与財産の課税価格は贈与時の時価とされている。また、平成 21 年度税制改正により創設される「非上場株式等に係る贈与税の納税猶予制度」においては、贈与時には贈与税の納税を猶予し、贈与者の死亡の際に当該贈与税を免除した上で、対象株式を相続により取得したものとみなして相続税の計算を行うが、その際の課税価格は、相続時の時価ではなく、贈与時の時価とされている。

しかし、相続時精算課税制度や贈与税の納税猶予制度は、あくまで相続税の計算上、評価時点を贈与時に固定するものであって、先代経営者の相続人間の権利関係を規律する遺留分制度の特例である固定合意とは、趣旨・目的が異なる制度である。

したがって、生前贈与を受けた株式に係る贈与税の申告時に相続時精算課税制度や贈与税の納税猶予制度の適用を選択したとしても、遺留分の算定に係る当該株式の価額を固定するためには、別途、先代経営者の推定相続人間において、固定合意を行わなければならない。その際、この場合の「価額」は、贈与税の「時価」とは異なるものであることに留意する必要があるが、合理的に算定された「価額」は、「時価」の一つであるとも言える。



後継者が株式価値上昇分(斜線部分)を保持でき、経営意欲の阻害となる要因が排除される。

2. 合意の意義と「相当な価額」の証明

固定合意における価額は、「合意の時ににおける価額（弁護士、弁護士法人、公認会計士（公認会計士法第 16 条の 2 第 5 項に規定する外国公認会計士を含む。）、監査法人、税理士又は税理士法人がその時ににおける相当な価額として証明したものに限る。）」（以下「合意時価額」という。）であることが必要である。

しかし、後述するとおり、非上場株式の価額の評価方式には様々なものがあることから明らかなように、唯一絶対の価額があるわけではない。これは、非上場株式に

限ったことではない。例えば、同じ場所にあり、同じ面積の土地であっても、買主が隣地所有者である場合と、そうでない場合とでは、売買価格に差が出るのが考えられる。このように、各財産の価額は、当該財産を取り巻く様々な事情を勘案して決定されることから、事案ごとに評価の観点や方式が異なり、価額にはある程度の幅が生じ得ると考えられる。

実際に固定合意を行うに当たっては、対象株式の発行会社の業種、規模、資産、収益状況や株主構成等を勘案して価額を算定することになる。実際には、上記のように価額にはある程度幅が生じ得ることを前提として、当事者間で種々の交渉を経て合意時価額が決定されると考えられ、一般的には、合理的意思を有する独立した当事者間において合意した価額であれば、「相当な」価額と言うことができる。

しかしながら、自社株式の合意時価額の算定にあたり、合意の当事者である後継者と非後継者との間で利害が対立する場合があります。その際、主に以下の2つの情報に係る格差の問題があるため、合意の前提として、利害の調整を図りつつ、情報の格差を是正する必要があると考えられる。

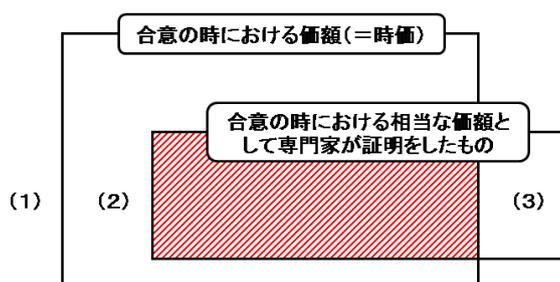
- ① 自社株式の価額に影響を及ぼす会社資産（例：多額の含み益を有する資産）の存在や、実現可能性が極めて高い収益の見通し等については、一般的には、実際に会社経営に携わっている後継者の方が多くの情報を有している。そのため、後継者が当該情報について恣意的な説明を行い、合意がなされた場合には、後日、紛争の要因となるおそれがある。このような事態が起きないように、後継者と非後継者は、会社に関する情報を共有し、十分な時間をかけて、合意形成を行うことが必要である。

なお、実際に合意形成を成就させるには、関係当事者による十分な議論が必要であることから、信託銀行の事業承継コンサルタントなどの第三者と連携することも有効と考えられる。

- ② 後記Ⅱで解説するとおり、株式の評価方式には、様々な方式が存在しており、どの評価方式を採用するかにより、価額に大きな影響を与え得る。この点に関しても、通常、「固定合意」の発意者が後継者であることを考えると、後継者の方が、非後継者に比べて、多くの情報を有していることが一般的である（評価方式に関する情報格差）。このため、後継者は、合意形成に当たっては、本ガイドラインの記載している各種評価方式について非後継者に説明することが必要である。その際、実際に評価を行う弁護士、公認会計士及び税理士並びに各法人（以下「専門家」という。）が、それぞれの評価方式の特徴などについて、専門的見地から説明を加えることが重要である。

他方、このような交渉を経て当事者間で合意した価額が、必ずしも合意時価額となる訳ではない（次図(3)のケース）。上述した情報の格差を是正した上で、価額についての合意形成を行うことに加え、専門家の客観的な観点から株式の価額として相当で

ある旨の証明を受けることが必要である。このため、経営承継法においては、「合意の時ににおける価額」について、専門家が「その時ににおける相当な価額として証明をしたものに限る」ことにより、客観的合理性を担保することとしている。したがって、固定合意によって固定することができる価額は、次図の斜線部分であり、次図(1)から(3)までの場合には、当該固定合意は、要件を欠き、違法となる。例えば、数十億円の資産を保有し、毎年数億円もの利益を計上している会社の株式の価額を社会通念上あり得ない価額（例：1株1円）で合意し、専門家が「その時ににおける相当な価額として証明をした」場合であっても、次図(3)に該当し、違法となると考えられる。



上図の斜線部分の場合のみ固定合意の要件を満たし、それ以外の価額を定めている(1)から(3)までの場合には、当該合意は違法となる。

- (1)「合意の時ににおける価額(=時価)」以外の価額で、かつ、専門家が相当であると証明をしていない価額を定めた場合
- (2)「合意の時ににおける価額(=時価)」であるが、専門家が相当であると証明をしていない価額を定めた場合
- (3)専門家が相当であると証明をした価額であるが、「合意の時ににおける価額(=時価)」とは認められない価額を定めた場合

3. 株式評価の実施にあたっての留意事項

評価を行う専門家は、案件ごとの諸事情を考慮しながら、II以降で解説する各種評価方式を用いて評価し証明を行うこととなる。その際、後日、非後継者から錯誤、詐欺等の違法事由や損害賠償請求を主張されないように、以下のような点に配慮しながら評価を行うことが望ましい。

- ① 専門家が評価を行うにあたっては、依頼者（多くの場合、後継者）にとって有利となる評価を行うことなく、客観的な立場から証明を行う。
- ② 専門家は、評価を行うにあたって、計算書類のほか、会社の実態を把握するために必要な資料の提供を依頼者より受ける必要がある。また、当該資料に漏れ・虚偽のない旨を書面等で確認を行う。
- ③ 提出を受けた資料に関しては、その内容の真実性、正確性、網羅性について、原則として、検証等を行わず、それを前提として評価を行う旨を、当事者に説明し、評価証明書（《参考1》非上場株式の評価における証明書例を参照）に添付する付属書類への記載も行う。

ただし、

- ・ 専門家の視点から明らかな誤りがある場合、

- ・評価を行うにあたって、資産の含み損益の反映、引当金の追加計上又は経常損益と非経常損益の利益区分修正を行うことなどが、評価対象会社の実態を表すために必要と判断される場合、
においては、提出を受けた計算書類について、一定の修正を行う必要がある。
- ④ 今後の収支見込みなど将来の予測に基づく評価を実施する場合には、専門家として、この予測が明らかに不合理でないか否かの検討は行うべきであるが、予測の達成可能性について責任を負うことはできないため、その旨を当事者へ説明し評価証明書等への記載を行う。
- ⑤ 専門家は、依頼者とともに、合意をする当事者全員に対し、本ガイドラインを活用して、各種評価方式を提示し、それぞれの評価方式の特性を十分に理解させるべく説明を行うことが必要である。また、評価方式により価額に差異が生じることへの理解も得ておく必要がある。そして、その上でなされた当事者全員の合意内容を踏まえ、実際の評価証明書等において用いた評価方式の採用根拠等の説明が必要である。
- また、評価を行うにあたって使用した会社の情報や計算書類等（上記③に記載したような実態を踏まえ修正を行った書類も含む。）を当事者に対して開示する。
- なお、当事者間において情報の格差が生じることがないように、同一の場所に当事者を集めるなどの対応をとることも考えられる。

II 各種評価方式の解説

1. 評価方式の分類

非上場株式の評価方式は、大きく収益方式、純資産方式及び比準方式に分類される。

(1) 収益方式

評価対象会社に期待される利益等を基にして評価する方式である。概念的には、将来に亘る収益の総額の現在価値を示していると言える。

(2) 純資産方式

評価対象会社の保有する純資産価額を基にして評価する方式である。概念的には、評価時点で、事業を新たに開始する際に同じ資産を取得するとした場合、又は、会社の資産全部を売却するとした場合に獲得できる金額を示していると言える。

(3) 比準方式

評価対象会社と類似する上場会社（類似会社又は類似業種）の株式の市場価額や、評価対象会社の株式の過去の取引における価額を参考として評価する方式である。

2. 収益方式

収益方式とは、評価対象会社が将来獲得する利益又はフリー・キャッシュ・フロー（債権者や株主等の資金提供者に対する利払い、弁済又は配当に充てることのできるキャッシュ・フローのことをいう。以下「FCF」という。）を一定の割引率で割り引いた現在価値に基づき評価する方式である。

具体的には、利益に基づいて評価を行う収益還元方式と FCF に基づいて評価を行うディスカунテッド・キャッシュ・フロー（以下「DCF」という。）方式³がある。

また、株主が評価対象会社から将来獲得することが期待される配当金に基づいて評価を行う配当還元方式も、収益方式の一つである。

(1) 株主価値（株式の価額）の計算方法

収益還元方式又は DCF 方式においては、まず評価対象会社が将来獲得することが期待される利益又は FCF に基づき事業価値の算定を行う。

次に、遊休不動産などの事業に関係のない不動産や投資有価証券などの非事業資産について、処分価値を見積もって加算を行う。

その上で、株主以外の債権者等に帰属する借入金等の有利子負債や少数株主持分の控除を行い、株主価値を算定する。

$$\text{株主価値} = \text{事業価値} + \text{非事業資産} - \text{有利子負債} - \text{少数株主持分}$$

↓

事業価値の算定

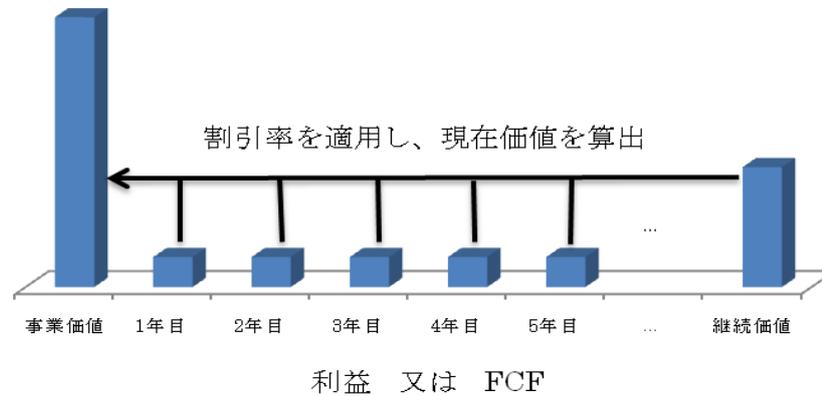
{ 収益還元方式による算定：評価対象会社が将来獲得することが期待される利益に基づいて評価
 DCF 方式による算定：評価対象会社が将来獲得することが期待される FCF に基づいて評価

予測期間の利益又はFCFの現在価値				予測期間後の利益 又はFCFの現在価値
$\frac{1\text{年目の利益(FCF)}}{(1+\text{割引率})}$	+	$\frac{2\text{年目の利益(FCF)}}{(1+\text{割引率})^2}$	+ ... +	$\frac{n\text{年目の利益(FCF)}}{(1+\text{割引率})^n}$
				+ 継続価値

³ DCF 方式は、上述のとおり、評価対象会社が将来獲得することが期待される FCF (将来の FCF を永久に見積もることは不可能であるため、まず一定期間の FCF を予測する。また、その期間経過後の FCF については、予測期間の最終期の FCF をベースに一定の成長率が継続するものと仮定して継続価値を算出する。) を、一定の割引率で割り引いた現在価値に基づき、株主価値を算定する手法であり、評価対象会社の継続を前提としている。

この点、基本的には事業継続を前提としつつも、事業の廃止の可能性も考慮せざるを得ないような場合における評価方式として、一定の事業廃止基準等を設定し、事業リスクと清算確率を反映させた株主価値の算定を行う手法もある（モンテカルロ・シミュレーションを利用した DCF 方式）。

○事業価値の算出イメージ



(2) 収益還元方式

① 利益の算定

収益還元方式では、事業価値を算定するに当たり、一定の利益が永続すると仮定する。

利益の算定に当たっては、評価対象会社の営業活動の結果である営業利益から税金負担を控除した税引後営業利益の過去3～5事業年度の平均値を用いることが一般的とされている。

なお、大阪地裁平成15年3月5日判決（《参考3》裁判例2.(3)を参照）は、評価対象会社が投資計画も含めた利益計画を策定していないことから、利益計画における営業利益等を基に計算を行うFCFの算定（下記(3)①を参照）が困難であることを理由として、過去の利益をベースとした収益還元方式を採用している。

② 割引率の算定

将来の利益を現在価値に割り戻す際に用いる割引率に関しては、一般的には、加重平均資本コスト（Weighted Average Cost of Capital：以下「WACC」という。）を使用する。WACCとは、資本調達に伴うコスト等に基づき算定された比率であり、下記の計算式にて算定する。なお、具体的な計算例に関しては、後述（《参考2》収益方式における割引率（WACC）の算出例）を参照。

第一式

$$r = r_E \times \frac{E}{E + D} + r_D(1 - t) \times \frac{D}{E + D}$$

r : 加重平均資本コスト r_E : 株主資本コスト
 $r_D(1 - t)$: 負債資本コスト
 E : 資本 D : 負債 t : 実効税率

第二式

$$r_E = Rf_1 + \beta(R_m - Rf_2) + RP$$

Rf_1 :現在のリスクフリーレート β : リスク感応度
 $(R_m - Rf_2)$: エクイティリスクプレミアム
 RP :その他リスクプレミアム

第三式

- ・アンレバード β 算出時

$$\beta_u = \beta_e \div \left\{ 1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right\}$$

E :資本 D :負債 t : 実効税率

β_u : アンレバード β 、 β_e : レバード β

- ・リレバード β 算出時

$$\beta_e = \beta_u \times \left\{ 1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right\}$$

E :資本 D :負債 t : 実効税率

β_u : アンレバード β 、 β_e : リレバード β

(留意事項)

- ・ 実効税率は、一般的には、以下のように事業税の損金算入の影響を考慮した税率によるが、現行の税制では、40%から 42%を採用することが多い。

$$\text{実効税率} = \frac{\text{法人税率} \times (1 + \text{住民税率}) + \text{事業税率}}{1 + \text{事業税率}}$$

- ・ 負債資本コストに関しては、評価日の直前の事業年度における長期借入金及び社債の平均利率などを参考に調達コストを算定したうえで、支払利息が法人税法上、損金算入されることを考慮し、支払利息相当分に税率を乗じた額を控除する。
- ・ リスクフリーレートに関しては、一般的には、評価時点の長期国債利回りを採用することが多い。
- ・ リスク感応度 (β 値) とは、株価指数の変化率に対する評価対象会社の株価の変化率のことであり、一般的には、非上場中小企業においては、類似会社の β 値又はその会社の属する業種の β 値を使用することが多い。

β 値には、類似会社や類似業種の資本構成に応じて変動する性質がある。そのため、類似会社や類似業種の β 値 (レバード β) を使用する場合には、基本的に上記の第三式を用い、当該類似会社や類似業種の資本構成の影響を考慮していない β 値 (アンレバード β) に変換し、これを評価対象会社の資本構成に応じた β 値 (リレバード β) に変換することになる。

なお、類似会社や類似業種の β 値（レバード β ）に関しては、東京証券取引所などが発表しているが、厳密に言えば、東京証券取引所が公表するレバード β ⁴のままでは利用できず、一旦、アンレバード β に変換の上、さらにリレバード β への変換が必要になる。

また、評価対象会社の類似会社が東京証券取引所以外の取引所に上場する会社である場合には、東京証券取引所以の上場会社の β 値を利用することが必要である。

- ・ エクイティ（マーケット）リスクプレミアムとは、危険資産である株式への投資に対して投資家が要求するリスクプレミアムであり、株式の投資収益率からリスクフリーレートを差し引くことにより算定される。一般的には、一時的なマーケットの変動が株主価値に与える影響を排除するためのものであり、Ibbotson Associates 社などが算定している長期間の統計データ⁵を利用することが多い。
- ・ その他のリスクプレミアムとして、評価対象会社の規模に応じた小規模リスクプレミアム⁶を勘案することが考えられる。現実には β 値が同一であっても、一般的に規模の小さい会社の方が規模の大きい会社より事業リスクが高いことが多い。そのため、評価対象会社の発行済株式の時価総額に合わせた小規模リスクプレミアムをエクイティ（マーケット）リスクプレミアムに加算することなどの手法により調整を行う。

(3) DCF 方式

① FCF の算定

DCF 方式では、事業価値を算定するに当たり、評価対象会社が将来獲得することが期待される FCF の現在価値を基にする。

FCF について、過去 3～5 事業年度の FCF の平均値をベースに算定する場合と、将来の事業計画に基づき算定する場合がある。事業計画に基づき FCF を算定した裁判例としては、東京地裁平成 20 年 3 月 14 日決定（《参考 3》裁判例 1.(10)

⁴ β 値に関しては、東京証券取引所のほか、Bloomberg 社やプルータス・コンサルティング社が公表している。

⁵ エクイティ（マーケット）リスクプレミアムとしては、Ibbotson Associates 社のほか、プルータス・コンサルティング社が、株価のヒストリカル・データに加え、現状の市場の株価とキャッシュ・フローのレベルを反映した指数を公表している。

⁶ 米国においては、Ibbotson Associates 社（正式にはその親会社である Morning Star 社）が現地の上場企業に関するヒストリカル・データを利用して小規模リスクプレミアムを定量化している。これまでは、我が国では、同様のデータが整備されておらず、実務上は米国市場のデータに依拠した小規模リスクプレミアムが適用されてきたのが現状である。

しかし、近時においては、プルータス・コンサルティング社が、我が国の株式市場の実績値から小規模リスクプレミアムを算出、公表している。

を参照)がある。

なお、事業計画に基づく FCF は、下記により算定を行うものとし、事業計画が対象としている期間(予測期間)後の FCF については、最終事業年度の FCF が継続するものとする。

営業利益－法人税額等相当額＋減価償却費－資本的支出±運転資本の増減額

(留意事項)

- ・ 資本的支出には、設備投資予定額のほか、有形固定資産に対する支出のうち、その資産の使用可能期間を延長させたり、又はその資産の価値を増加せたりするために支出した金額を含む。
- ・ 運転資本は、事業活動を行っていく上で必要な運転資金のことを指し、事業用以外の資産、有価証券及び有利子負債は除かれるので、一般的には、「売上債権＋棚卸資産－仕入債務」にて計算される。

② 割引率の算定

収益還元方式における割引率の算定方法に同じ。

なお、前掲東京地裁平成 20 年 3 月 14 日決定においては、リスクフリーレートについては、評価時点(平成 18 年 4 月)の新規発行国債利回り 1.875%を採用しており、エクイティー(マーケット)リスクプレミアムについては、Ibbotson Associates 社が算定している統計データ(昭和 30 年から平成 17 年)を使用し、8.5%を採用している。

(4) 配当還元方式

配当還元方式は、株主が将来受け取ることが期待される配当金に基づいて株式の価額を評価する方式である。本評価方式においては、配当を行っていない場合や配当が極めて少額な場合など、会社における配当政策の影響を強く受ける点に留意する必要がある。

具体的には、下記の計算式にて算定を行う。

① 基本式：配当期待値÷株主資本コスト

将来にかけての配当金の期待値を、株主資本コストを用いて現在価値に割引くことにより算出する。

配当金の期待値については、過去の実績値を採用する。また、株主資本コストについては、前述の収益還元方式(Ⅱ. 2. (2)②)を参照。

② ゴードンモデル法：配当期待値÷(株主資本コスト－配当成長率)

基本式を発展させた方式であり、内部留保の再投資による会社の成長を折り込み、株主資本コストから配当成長率を控除した率を用いて配当期待値を割引くことにより算定を行う。

③ 国税庁方式：後述(Ⅱ. 5. (1))を参照

3. 純資産方式

純資産方式とは、貸借対照表上の資産から負債を控除して求めた純資産価額に基づいて、株式の価額を評価する方式である。

具体的な評価方式としては、評価対象会社の帳簿価額における純資産価額に基づいて評価する簿価純資産方式と評価対象会社の帳簿価額を時価に引き直した純資産価額に基づいて評価する時価純資産方式に大別される。

(1) 簿価純資産方式

簿価純資産方式は、貸借対照表に計上されている各資産の帳簿価額による純資産価額をもって、株式の価額とするものである。

(2) 時価純資産方式

時価純資産方式は、貸借対照表に計上されている各資産を時価に引き直し、その純資産価額をもって、株式の価額とするものである。さらに、本方式には、評価益に対する法人税額等相当額を控除する方式と控除しない方式とがある。

なお、時価評価に基づいた純資産方式には、「事業を新たに開始する際に同じ資産を取得するとした場合における価額を算定する」との考え方に基づく再調達時価純資産方式と、「会社を清算するとした場合における早期処分価額を算定する」との考え方に基づく清算処分時価純資産方式などがある。いずれの場合にも、評価対象会社の各資産（特に、土地、建物、非上場株式等）の価額をどのように評価するかが問題となる。

(3) 国税庁方式

後述（Ⅱ． 5． (1)）を参照。

4. 比準方式

比準方式には、(1)評価対象会社に類似する特定の上場会社の市場株価等を参考として評価する類似会社比準方式、(2)評価対象会社に類似する業種等の上場会社の市場株価等を参考として評価する類似業種比準方式、(3)評価対象会社の株式の過去の取引における価額を参考とする取引事例方式がある。

類似会社比準方式では類似する特定の上場会社の市場株価等の動向、類似業種比準方式では類似業種の上場会社の株式の市場株価等の動向、取引事例方式では実際の取引における価額をそれぞれ踏まえているという点において、客観性が高いと考えることができる。

(1) 類似会社比準方式

類似会社比準方式では、まず、評価対象会社の業種、規模などを考慮し、類似する特定の上場会社を選定し、評価対象会社と選定した上場会社の純資産価額等の財務数値を比較して倍率を算出する。その上で、算出した倍率を、選定した上場会社の市場株価等に乗じることにより、評価対象会社の株価を算定する方式である。こ

の方式は、株式を公開する場合の公開株価を決定する際に利用されている⁷。

(2) 類似業種比準方式

類似業種比準方式では、まず、評価対象会社と類似する業種の上場会社全部を選定し、評価対象会社と類似業種会社の純資産価額等の財務数値を比較して倍率を算出する。その上で、算出した倍率を類似業種会社の株式の市場株価に乗じることにより、評価対象会社の株価を算定する方式である。その代表的な例が国税庁方式の一つである（後述のⅡ． 5． (1)を参照）。

(3) 取引事例方式

取引事例方式とは、評価対象会社の株式について、過去に適正な売買が行われたことがある場合に、その取引価額を基に株式の価額を算定する方式である。過去の売買事例が複数回存在しているような場合には、基本的に直近の売買事例を用いることが一般的である。国税庁方式のうち、所得税及び法人税の基本通達の中で利用されている（後述のⅡ． 5． (2) (3)を参照）。

5. 国税庁方式

非上場株式に係る贈与又は相続に際しては、相続税法上、財産の価額は「取得の時の時価」とされているが、課税実務では、財産評価基本通達に基づき評価され、贈与税又は相続税が課されている。この財産評価基本通達に基づく評価方式は、いわば収益方式、純資産方式及び比準方式を併用した評価方式と言える。また、所得税法及び法人税法においても、非上場株式の価額について評価を要することがあるが、所得税基本通達や法人税基本通達では、非上場株式を評価する際に、原則として、比準方式を基本に、当該株式価額を個別に評価することとしており、特例として、財産評価基本通達に基づく方式を一部修正した方式にて算定を行うことも認められている。

(1) 相続税法上の評価

具体的には、評価する株式の発行会社を従業員数、総資産価額及び取引金額により、大会社、中会社、小会社のいずれかに区分（財基通 178）して、会社の規模に応じて、当該区分ごとに財産評価基本通達に定められた「類似業種比準方式」若しくは「純資産価額方式」により評価するか、又は両方式を一定の割合により併用して評価する（財基通 179）。

⁷ 会社が、新規上場を行うに際し、競争入札方式を採用する場合には、入札価格の下限価格を設けることになる。この下限価格の設定にあたっては、類似会社比準方式により算定された価格の85%とすることが、各証券取引所の規則等に定められている（東京証券取引所・有価証券上場規程施行規則第246条第2項第3号等）。

【参考1】類似業種比準方式（財基通 180）

類似業種の株価を基に、評価する会社の一株当たりの配当金額、利益金額及び純資産価額の3つで比準して評価する。

$$\begin{array}{c}
 \left(\begin{array}{l} \text{上場企業} \\ \text{の業種別} \\ \text{平均株価} \end{array} \right) \\
 A \times \left(\frac{\begin{array}{l} \text{(配当)} \\ \text{(利益)} \end{array} \frac{b}{B} + \frac{c}{C} \times 3 + \frac{\begin{array}{l} \text{(簿価純資産)} \\ \text{(斟酌率)} \end{array} \frac{d}{D}}{5} \right) \times \begin{array}{l} \text{大会社 } 0.7 \\ \text{中会社 } 0.6 \\ \text{小会社 } 0.5 \end{array} \\
 \\
 \begin{array}{l} b, c, d : \text{評価会社の1株当たりの金額} \\ B, C, D : \text{上場企業の業種別の1株当たりの金額} \end{array}
 \end{array}$$

【参考2】純資産価額方式（財基通 185）

会社の総資産や負債を原則として相続税の評価に洗い替えて、その評価した総資産の価額から負債や評価差額に対する法人税額等相当額を差し引いた残りの金額により評価する。

$$\frac{\left(\begin{array}{l} \text{総資産価額} \\ \text{(相評ベース)} \end{array} \right) - \left(\begin{array}{l} \text{負債の} \\ \text{合計額} \end{array} \right) - \left(\begin{array}{l} \text{※} \\ \text{評価差額に対する} \\ \text{法人税額等相当額} \end{array} \right)}{\text{発行済株式数}} \\
 \\
 \begin{array}{l} \text{※} \\ \text{評価差額に} \\ \text{対する法人} \\ \text{税等相当額} \end{array} = \left(\begin{array}{l} \text{相続税評価} \\ \text{額による} \\ \text{純資産価額} \end{array} - \begin{array}{l} \text{帳簿価額} \\ \text{による} \\ \text{純資産価額} \end{array} \right) \times 0.42$$

(ア) 大会社の場合

原則として、財産評価基本通達に定める類似業種比準方式により評価する。

(イ) 中会社の場合

中会社を大・中・小に区分し（財基通 179 (2)）、次表のとおり類似業種比準方式と純資産価額方式との併用により評価する。

区分	算式
中・大	類似業種比準価額×90%+ 純資産価額×10%
中・中	類似業種比準価額×75%+ 純資産価額×25%
中・小	類似業種比準価額×60%+ 純資産価額×40%

(ウ) 小会社の場合

「類似業種比準価額×50%+純資産価額×50%」を併用して評価する。

なお、上記のいずれの区分においても、納税者が純資産価額方式のみによる評価

を選択することも可能とされている。

また、いわゆる少数株主が株式を取得する場合には、特例として、株式を所有することによって受け取る1年間の配当金額を、10%で割り戻して評価する配当還元方式を用いる。具体的な評価方式は、次のとおりである（財基通188-2）。

$$\frac{\text{その株式に係る年配当金額}}{10\%} \times \frac{\text{その株式の1株当たりの資本金等の額}}{50\text{円}}$$

（注）配当金額が2円50銭未満及び無配の場合には、2円50銭とする。

以上の評価方法は、いわゆる基準（標準）的な価額であるため、本来の「時価」から乖離することがあり得る。そこで、「この通達の定めによって評価することが著しく不相当と認められる財産の価額は、国税庁長官の指示を受けて評価する。」

（財基通6）ことにしている。

（2）所得税法上の非上場株式の評価

所得税法上、例えば、個人が法人から非上場株式を無償で譲り受けるなど、経済的利益を享受したときは、その株式の譲受けの時の価額によって収入金額とすべき金額が算定され（所得税法36条）、又は、個人が法人に対して、非上場株式を贈与又はその時の価額の2分の1未満の価額で譲渡したときは、「みなし譲渡」とされ、譲渡価額によらず株式のその時の価額により譲渡所得を計算することとされており（同法59条）、それぞれの場合において、所得税法上の非上場株式の評価を行うことが必要となる。

そこで、所得税基本通達23～35 共-9（4）では、非上場株式の価額について、①売買実例のある場合には、「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」、②公開途上にある株式の場合には、「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入札により決定される入札後の公募等の価格等を参酌して通常取引されると認められる価額」、③売買実例のないもので類似会社の株式の価額のある場合には、「類似会社の株式の価額に比準して推定した価額」、④上記①から③までに該当しない場合には、「株式の発行人の1株当たりの純資産価額等を参酌して通常取引されると認められる価額」によって評価することとされている。

ただし、上記の方法で評価が困難な場合には、所得税基本通達59-6において、「原則として」、一定の条件の下に、財産評価基本通達178から189-7までの「取引相場のない株式の評価」によって評価することが認められている。なお、上記一定の条件の具体的な内容は、以下のとおりである。

- ・ 株式を譲渡又は贈与した個人が、「同族株主」に該当するかどうかは、当該個人が譲渡等の直前に保有していた議決権の数により判定すること。
- ・ 当該個人が「中心的株主」に該当する場合には評価対象株式の発行会社が「小会社」に該当するものとして評価すること（「類似業種比準価額×50%+純資産

価額×50%」により評価を行う。)

- ・ 純資産価額の算定に当たっては、土地と上場株式は相続税評価額（路線価等）ではなく、通常の時価に洗い替えること。
- ・ 評価差額についての法人税額等相当額を控除しないこと。

(3) 法人税法上の非上場株式の評価

法人税法においても、例えば、法人が非上場株式などを譲渡した場合において、譲渡価額がその時の価額より低い額であるときには、譲渡の時の価額によって譲渡益が認識され、寄付金等とみなされるが、この場合に法人税法上の非上場株式の価額の評価が必要である。

法人税法上の非上場株式の評価は、原則として、法人税基本通達 9-1-13 の取扱いに基づき行われることになるが、①売買実例のある場合には、「事業年度終了の日前 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」、②公開途上にある株式の場合には、「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酌して通常取引されると認められる価額」、③売買実例のないもので類似会社の株式の価額のある場合には、「当該価額に比準して推定した価額」、④上記①から③までに該当しない場合には、「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における 1 株当たりの純資産価額等を参酌して通常取引されると認められる価額」をそれぞれ採用することされている。

ただし、上記の方法により評価することが困難な場合には、法人税法基本通達 9-1-14 において、「課税上弊害のない限り」、一定の条件の下に、財産評価基本通達 178 から 189-7 までの「取引相場のない株式の評価」によることが認められている。なお、上記の条件の具体的な内容は、以下のとおりである。

- ・ 当該法人が「中心的株主」に該当する場合には評価対象株式の発行会社が「小会社」に該当するものとして評価すること（「類似業種比準価額×50%+純資産価額×50%」により評価を行う。)
- ・ 純資産価額の算定に当たっては、土地と上場株式は相続税評価額（路線価等）ではなく、通常の時価に洗い替えること。
- ・ 評価差額についての法人税額等相当額を控除しないこと。

III 評価方式の選択に係る留意事項

II で解説したとおり、非上場株式の評価方式には様々なものがあり、評価対象会社の業種、規模、資産、収益状況や株主構成などを踏まえて、適切な評価方式を選択することが必要である。各種評価方式を選択する際の留意事項は、次のとおりである。

1. 収益方式

(1) 収益還元方式又は DCF 方式

① 利益又は FCF の算定

収益方式のうち、収益還元方式及び DCF 方式は、評価対象会社が将来獲得することが期待される利益又は FCF を基に株式評価を行う方式である。この点、固定合意の趣旨は、生前贈与後に企業価値が後継者の貢献により上昇した場合でも、遺留分の算定に際してはその貢献が考慮されることなく相続開始時点の上昇後の価額で計算されてしまうことにより、後継者が経営意欲を失うことの防止等にある。このため、評価の基礎となる利益又は FCF の算定に当たっては、過去数事業年度の利益又は FCF の平均値をベースとすることが想定される。

ただし、先代経営者の貢献により、評価時点において、客観的事実によって評価対象会社の成長(当該会社の価値の上昇)が現実視される場合などにおいては、将来の事業計画に基づき、評価対象会社が将来獲得することが期待される利益又は FCF を基礎とすることも考えられる。また、逆に、客観的事実によって経営が悪化することが見込まれる場合にも同様である。

なお、将来の事業計画を用いる場合においても、事業計画によって評価結果は大きく異なることに留意し、事業計画については慎重に採用すべきである。

例えば、5 頁の図の固定合意時の自社株式の価額 3,000 万円と価値上昇後の 12,000 万円については、評価の基礎となる要素の違いにより、以下のような整理になる。

① 過去実績に基づく評価 3,000 万円

② 将来の事業計画に基づく評価 12,000 万円

過去実績に基づく評価と将来の事業計画に基づく評価の選択にあたっては、以下の例などを踏まえ、評価を行う専門家が判断することになる。

(過去実績に基づく評価を行う例)

固定合意時点では、新製造ラインが立上げ段階であり、まだ稼働していない。

将来、大きく生産量を向上させる要素を有する設備ではあるものの、増産にあたっては、新たな販路開拓に注力する必要がある。

→ 新製造ラインの稼働により、大幅な利益又は FCF の増加も想定されるが、実際に収益増をもたらすためには、後継者を中心とした営業活動の展開・成功が必要不可欠。そのため、株式の評価を行うにあたっては、過去実績に基づいた収益方式による評価が望ましいと考えられる。

(将来の事業計画に基づく評価を行う例)

大手市場メーカーの部品を納入していたが、固定合意の時点では、当該メーカーは、その部品を利用した製品の製造を中止することを決定し、評価対象会社の将来の利益又は FCF は大きく減少することが見込まれている。

→ 固定合意時に業績の落ち込みが認識されているにもかかわらず、過去の実績値のみを利用した収益方式では、実際の価額に比して高く評価されることになる。そのため、株式の評価を行うにあたっては、将来の事業計画に基づく評価を行う収益方式による評価が望ましいと考えられる。

なお、採用する利益については、特殊要因により一時的に過大・過小となっている場合、当該要因を調整した正常収益力を反映したものとする必要がある。具体的には、収益還元方式における利益については、税引後営業利益を用いるのが一般的であるとされるが、これは、支払利息を除く重要な営業外損益がないことを前提としている。したがって、評価対象会社が毎期多額の営業外収益を計上している場合などにおいては、当該会社の実態を踏まえ、経常利益をベースにして税引後利払前経常利益（経常利益＋支払利息－税金）を用いることが適当である。

② 割引率の算定

(ア) WACC 以外の方法

収益還元方式又は DCF 方式における割引率は、WACC により算定するのが一般的であるが、固定合意においては、非市場中小企業の株式が評価対象であることを勘案し、価額の相当性を証明する専門家の判断により、過去数年間における長期プライムレートの平均値をベースに、各種のリスク率（小規模リスクプレミアム等）を加味して算定することも考えられる（前掲大阪地裁平成 15 年 3 月 5 日判決では、過去数年間における長期プライムレートの平均値 2.63% に、各種のリスク率 4.21%（将来利益の不確実性によるリスク 2.63% と市場性を欠くことによるリスク 1.58% の合計）を加算し、割引率を 6.84% としている。）。

(イ) WACC により算定する場合

- ・ 具体的な計算例に関しては、後述（《参考 2》収益方式における割引率（WACC）の算出例）を参照。
- ・ 実効税率の算定に関しては、前述の収益還元方式（Ⅱ. 2. (2)②）を参照。なお、先述のとおり、一般的には、40% から 42% を採用することが多いが、価額の相当性を証明する専門家の判断により、これと異なる税率を適用することも考えられる。
- ・ リスク感応度（ β 値）については、前述のとおり、厳密には、類似会社や類似業種の β 値（レバード β ）を、評価対象会社の資本構成に応じた β 値（リレバード β ）に変換して使用する必要があるが、価額の相当性を証明する専

門家が、価額の相当性に大きな影響はないと判断する場合には、レバード β を使用することも考えられる。

- ・ リスク感応度（ β 値）や小規模リスクプレミアム等は、上場会社から算出されたものであるため、これらの数値を利用して算出される割引率は、本来あるべき非上場中小企業に係る割引率と比較すると、相対的に低い水準となる可能性が高い点に留意が必要である。
- ・ その他のリスクプレミアムについても、評価対象会社の実態を踏まえ、価額の相当性を証明する専門家が判断する必要がある。

(2) 配当還元方式

収益方式のうち、配当還元方式は、少数株主のように主に配当目的で株式を所有する場合の評価に用いられている。この点、固定合意は、「後継者が発行済議決権株式総数の過半数を所有する」ことが前提であり、評価対象となる株式は支配株式であることが想定されるため、配当還元方式の適用が妥当とされる事例は少ないものと考えられる。もっとも、還元率を適正にすることで、妥当な価額を得ることも可能であり、かつ、非後継者にとっては、現実の配当による評価の必要性もあるので、他の方式との併用として採用することは想定される。

2. 純資産方式

純資産方式には、簿価純資産方式と時価純資産方式があるが、前者は客観性には優れているものの、各資産の価額が帳簿価額と乖離していることも多く存在しているため、実際には帳簿価額を採用して株式の評価を行うことは少ないと考えられる。

また、固定合意は、評価対象会社が継続することを前提としているため、基本的には、純資産方式のうち、再調達時価純資産方式が適切と考えられるが、個々の資産の価額の算定、法人税額等相当額の控除の要否等については、次の点に留意する必要がある。

(1) 資産の時価の算定

資産の価額を評価するに際し、土地については、基本的には、公示価格に基づき価額を算定する方法が望ましいが、簡便性の観点から、路線価や固定資産税評価額を採用する場合には、当該価格を公示価格の水準に割り戻すことも可能である。また、不動産鑑定評価における価額を採用することも考えられる。

次に、建物や償却資産に関しては、再調達価額をもとに算定するが、再調達価額と帳簿価額の差異において、金額的重要性がない場合には、帳簿価額を採用することも考えられる。

また、有価証券に関しては、上場有価証券は市場株価等とし、非上場有価証券は、原則として、このガイドラインを参考にして価額を評価することが望ましいが、金額的重要性がない場合には帳簿価額を採用することも考えられる。

(2) 法人税額等相当額の控除

法人税額等相当額を控除するのは、会社が保有している資産に係る評価益について、個人が直接保有している場合と間接保有している場合の評価のバランスを図るとの観点から行われるものである。その意味では、他の方法によってバランスを図ることも考えられる。そのため、法人税額等相当額を控除するか否かについては、価額の相当性を証明する専門家の判断による。

(3) その他

純資産価額の算定に関しては、退職給付引当金や賞与引当金等の引当金の計上や税効果会計などを適用することも考えられる。また、営業権等の無体資産の評価においては、当該資産の収益力等に配慮した評価が望ましい。これらの資産・負債の評価については、評価対象会社の実態を踏まえ、価額の相当性を証明する専門家の判断により行う。

3. 比準方式

(1) 類似会社比準方式

対比する上場会社については、(ア)事業内容、(イ)会社の規模、(ウ)収益性等において、評価対象会社に類似しているか否かを基準として選定することが必要である。また、客観性を高めるため、複数の上場会社を選択し、その価額を按分することが望ましい。

(2) 類似業種比準方式

一般的には、国税庁方式を採用することが考えられるが、同方式を一部修正する方法も考えられる。

(3) 取引事例方式

対比する取引事例については、(ア)取引の時点、(イ)買主の特性、(ウ)対象株式の発行済株式総数に対する割合等が近似しているか否か、(エ)過去の取引事例における価額が、合理的な方法で評価されたものであるかを検討した上で選定することが必要である。

4. 国税庁方式

経営承継法における後継者は、株式を贈与等により取得することが要件となっていることから、通常、当該株式に係る贈与税の計算のため、国税庁方式（財産評価基本通達）による評価を行っていることが多いと考えられる。そのため、当該固定合意においても、国税庁方式に配慮するケースが多いことが想定される。他方で、専ら贈与税等の課税のために用いる財産評価基本通達を固定合意に係る評価に利用できるかどうかとの指摘も想定される（財産評価基本通達は、納税者間の公平、納税者の便宜、徴税費用の節減という見地から、画一的に財産を評価するのが相当であるという趣旨

から定められているものとされている（大阪高裁平成12年11月22日判決・税務訴訟資料249号718頁等参照。）。

この点、東証マザーズやJASDAQといった新興市場に上場している同族会社の株価について、収益還元方式、DCF方式、純資産方式及び国税庁方式により、評価を行ったところ、国税庁方式により評価した株価は、それ以外の評価方式による株価のレンジに収まっているケースが多かった（ただし、各評価方式による株価算定に当たっては、公表資料である有価証券報告書をベースにしており、基礎データに制約が存在することに留意が必要である。）。また、先述したとおり、固定合意が当事者全員の合意を前提とした仕組みであるため、当事者間で、国税庁方式以外の評価方式も含め、本ガイドラインに記載している各評価方式についての情報を共有した上で、国税庁方式に基づく評価で合意するのであれば、その価額には、一定の客観性・合理性があると考えられる。

そのほか、経営承継法の定めによって相当であると証明された合意時価額を基に、当該株式の取引が行われることが想定されるが、その場合には、前述の国税庁の所得税及び法人税の取扱いにも留意する必要がある。

新興市場における上場会社の評価方式別の株式の価額のレンジ

A社	各種評価方式	61,294 円 ~ 187,700 円
	国税庁方式	
	類似業種比準方式	99,122 円
	純資産方式	64,665 円
B社	各種評価方式	56,025 円 ~ 241,474 円
	国税庁方式	
	類似業種比準方式	125,010 円
	純資産方式	59,953 円
C社	各種評価方式	25,807 円 ~ 120,450 円
	国税庁方式	
	類似業種比準方式	60,932 円
	純資産方式	26,098 円
D社	各種評価方式	221 円 ~ 823 円
	国税庁方式	
	類似業種比準方式	255 円
	純資産方式	796 円

（調査概要）

東証マザーズやJASDAQといった新興市場に上場している会社の中から、発行済株式総数の過半数を所有している株主が存在している会社を抽出した上で、中小

企業基本法上の中小企業に該当するか、又は、これに近いと考えられる会社をランダムに選定し、有価証券報告書記載内容を基に概算で株式評価を実施。表中「各種評価方式」には、収益還元方式、DCF方式及び純資産方式が含まれる。

5. 併用方式

会社には、様々な特質があり、一つの特質のみに着目した評価方式のみを採用することは合理的でない場合がある。このため、複数の評価方式を併用し、一定の割合で按分する手法を用いることもあり得る。実際、後述する裁判例においても、こうした併用方式を採用するものが多い。

併用方式を採用する場合、それぞれの評価方式による価額の按分割合が問題となるが、裁判例も参考にしつつ、各種評価方式の特徴と評価対象会社の業種、規模、資産、収益状況や株主構成などの諸要因を考慮し、適切な割合を決定する必要がある。一般論としては、収益性に比して、不動産等の処分価値のある資産を多く所有している会社であれば、純資産方式の割合を大きくし、いわゆるベンチャー企業のように所有資産はそれほど多くないが、収益性・成長性の高い会社であれば収益方式（収益還元方式又 DCF方式など）の割合を大きくすることが考えられる。

6. 非上場株式の評価方式に関する裁判例

本項では、評価方式を選択する際の参考として、非上場株式の価額が争点となった裁判例を紹介する。

非上場株式の価額が争点となる事件としては、

- ① 譲渡制限株式の譲渡につき会社が承認しなかった場合における当該会社又は指定買取人による買取りに係る売買価格決定申立事件
- ② 違法な自己株式の取得又は不公正な価額による新株発行によって被った損害に係る損害賠償請求事件
- ③ 不公正な価額による新株発行に係る差止仮処分申立事件

などがある。それぞれの種類の事件について、公表されている裁判例は、次のとおりである。

なお、裁判例においては、当該事案の個別具体的な事情に基づき評価方式が選択されているので、裁判所が採用した評価方式を機械的に採用することは避けるべきである。

(1) 譲渡制限株式の売買価格決定申立事件⁸

譲渡制限株式の売買価格決定申立事件は、株式譲渡について会社の承認を得られない場合に申し立てられるものであるから、事件の性質上、評価の対象は、少数株

⁸ 10の東京地裁平成20年決定は、営業譲渡に係る反対株主による株式買取請求に基づく売買価格決定申立事件である。

主が所有する株式であることが通常である。したがって、会社支配権を有する後継者が所有する株式が評価対象となる固定合意の場合とは局面が異なることに留意する必要がある。

番号	決定日	対象 株式	評価方式				備考
			純資産	収益 還元	配当 還元	その他	
1	京都地決 昭 62.5.18	11%	40% (簿価)	20%	20%	20% (類似業種)	指定買受人は、対象株式の取得により、22.1%の株式を保有。
2	青森地決 昭 62.6.3	16%	100% (時価)	—	—	—	
3	福岡高決 昭 63.1.21	3.3%	—	—	○	○	配当還元価額を類似会社の配当性向との比較により修正。
4	東京高決 昭 63.12.12	30%	70% (時価)	30%	—	▲30% (市場性 欠如)	資産保有目的の色彩の濃い会社。
5	大阪高決 平 1.3.28	0.06% ~0.26%	—	—	100% (ゴードン モデル)	—	支配的持株数を有する大株主が存在しない。
6	東京高決 平 1.5.23	2.85% 3.3%	20% (簿価)	20%	60%	—	代表者一族が 80%以上の株式を保有する同族会社。
7	東京高決 平 2.6.15	0.16%	30% (時価)	—	70%	—	代表者家族の持株比率は約 20%。
8	千葉地決 平 3.9.26	10%	50% (時価)	—	50%	—	役員報酬を配当金の変形とみなしたうえで、配当還元方式により算定。
9	札幌地決 平 16.4.12	6.56%	25% (時価)	50%	25%	—	
10	東京地決 平 20.3.14	合計 4%	—	100% (DCF)	—	—	営業譲渡の反対株主による株式買取請求

11	東京高決 平 20.4.4	40%	—	100%	—	—	ベンチャー企業
----	------------------	-----	---	------	---	---	---------

(2) 損害賠償請求事件（株主代表訴訟を含む。）

新株発行における発行価額や自己株式の取得価額の決定について取締役に近い裁量があることを前提として、その裁量の範囲を逸脱しているか否かという観点から判断がなされることになるが、裁量の逸脱があり、取締役に任務懈怠責任があると判断される場合には、賠償すべき損害額の認定に当たり、新株発行又は自己株式の取得の当時における価額の認定が必要となる。

番号	判決日	発行又は取得株式	評価方式				備考
			純資産	収益還元	配当還元	その他	
1	東京地判 平 4.9.1	62.5% (※)	100% (時価)	—	—	▲70% (市場性 欠如)	不公正な価額による新株発行で損害を被った既存株主が取締役を被告として提起した損害賠償請求事件
2	大阪高判 平 11.6.17	20% (※)	33% (時価)	—	—	66% (類似業種)	違法な新株発行によって損害を被った既存株主が取締役を被告として提起した損害賠償請求事件
3	大阪地判 平 15.3.5	3%	66% (時価)	33%	—	—	違法な自己株式の取得により会社に生じた損害に関する代表訴訟

※割合は、新株発行後の発行済株式総数に対する発行株式数の割合である。

(3) 不公正な価額による新株発行に係る差止仮処分申立事件

番号	決定日	発行 株式	評価方式				備考
			純資産	収益 還元	配当 還元	その他	
1	東京地決 平 6.3.28	16.6% (※)	—	—	100% (ゴードン モデル)	—	不公正な価額による新株発行であることを理由とする差止仮処分申立事件

※割合は、新株発行後の発行済株式総数に対する発行株式数の割合である。

IV 他の制度における非上場株式の価額との関係

非上場株式の各種評価方式を解説し、固定合意において評価方式を選択する際の留意点を説明してきたが、こうした方式によって算定された合意時価額が、他の制度において算定される価額との間で乖離が生じることがあり得る。この点については、次のとおり考えることができる。

1. 国税庁方式による非上場株式の価額との関係

先述したとおり、固定合意においては、後継者が株式を贈与等により取得することが要件となっているため、まず、贈与税に係る価額と合意時価額との関係が問題となる。例えば、合意時価額の算出に当たり、

(1) 保有資産が少ないが大きな利益を出しているために収益方式を採用、

(2) 資産規模が大きいために純資産価額方式を採用、

した場合などには、それぞれの評価方式の内容の差異等によって、国税庁方式に基づく価額との間で乖離が生じ得る。

今後、固定合意を利用する場合には、一括贈与を前提とした贈与税の納税猶予制度を適用することが多くなると考えられることから、合意時価額と贈与税に係る国税庁方式に基づく価額との間の乖離が生じてしまうケースも増加することが想定される。この乖離が生じる場合、合意時価額が贈与税の計算における価額を上回ったときには、合意時価額によって課税されないかという懸念（財基通6の適用）が生じ、その逆のときには、合意時価額によって納税申告をすることができないかという疑問が生じる。

しかし、このような乖離は、国税庁方式が課税を前提とした評価方式であり、経営承継法の固定合意とその趣旨・目的を異にすることから、当然に生じる得るものと言え、後継者と非後継者はそのような乖離が生じることを認識した上で合意を行っていることから、乖離が生じること自体は問題がない。

また、前述のような課税上の疑義については、合意時価額が贈与税の計算における価額を上回ったとしても、従前の裁判例⁹に照らして直ちに課税問題が生じるとも考えられないし、合意時価額が贈与税の計算における価額を下回ったときには、いずれが相続税法上の「時価」として妥当であるか等¹⁰を見極めて納税申告をすることが望まれる。

なお、その合意が、非後継者との関係において、国税庁方式と当該方式以外のそれぞれの評価方式について、情報の共有が図られている中で行われたものであれば、固定合意の評価に際して、国税庁方式を採用することについても問題はないと考えられる。

更に、このような贈与税の課税問題に限らず、固定合意における合意時価額が専門家によって相当であると証明された場合には、その価額によって評価対象会社の関係者間の取引（売買）が行われることも想定される。その場合には、相続税法上の課税問題のみならず、所得税法上及び法人税法上の課税問題が生じることになる。しかし、そのような場合にも、所得税基本通達 23～35 共-9 及び法人税基本通達 9-1-13 において、適正と認められる売買価額や純資産価額等を参酌し、通常取引されると認められる価額をもって評価することとされ、かつ、各基本通達とも、一定の条件の下、財産評価基本通達の準用を認めているのであるから、合意時価額が、前記各通達にいう「価額」に相当するものとして、課税上も参考にされることも考えられる。

以上の各税目の取扱いに照らせば、国税庁方式は、常に画一的で固定的（形式的）な評価方式にこだわっている訳ではなく、弾力的に取り扱うことを明らかにしている。このため、固定合意において専門家が相当であると証明した合意時価額が、合意後の課税関係においても参考にされることも考えられる。また、そのためにも、諸条件を精査した上で合意時価額が相当であることの証明が求められることになる。

2. 会社法上の制度における非上場株式の価額との関係

会社法上、非上場株式の評価が問題となる代表的な制度として、譲渡制限株式の買取人指定制度とそれに伴う売買価格決定制度がある。

買取人指定制度の趣旨は、会社の閉鎖性維持と株主の投下資本回収の機会の確保を調整することにあるが、売買価格決定制度は、買取人指定によって成立した売買契約

⁹ 例えば、東京地裁平成 17 年 10 月 12 日判決は、非上場株式の譲受けについて、税務署長が相続税法第 7 条の「著しく低い価額の対価で財産の譲渡を受けた場合」に該当するとして、当該譲受けの対価と税務署長が独自に算定した当該株式の時価との差額に相当する金額を課税価格とする贈与税の決定処分等をした事案につき、財産評価基本通達による価額を上回る数件の取引価額があったとしても、財産評価基本通達 6 項の適用について消極的に解している（判例評釈につき、品川芳宣「取引相場のない株式評価における総則 6 項の適用の限界」税研 125 号 97 頁）。

¹⁰ 例えば、東京地裁平成 15 年 2 月 26 日判決（判時 1888 号 71 頁、税務訴訟資料 253 号順号 9292）では、相続した宅地を財産評価基本通達（路線価）によらない価額に基づいて相続税の申告をしたことが一部適法と認められている。

に係る譲渡制限株式の売買価格自体を決定するものであり、裁判所は、関係者間の利害を調整しつつ、対象となっている株式の適正な価額を判断する。

固定合意においても、後継者と非後継者という利害関係者間の利害を調整しつつ、対象となっている株式の適正な価額を定めるのであるから、固定合意を行う際には、売買価格決定制度の下での裁判例は、事実関係が一定程度共通している場合には参考となり得る。

もともと、売買価格決定の非訟事件手続は、裁判所がその裁量により価格を決定するものではあるが、実際には、申立人と相手方双方の主張立証の内容及び程度が評価方式の選択及び価格の決定において重要な影響を与えることから、事実関係の共通性だけでなく、特定の評価方式を採用した理由等を精査し、固定合意を行う際に参考とすることが適切なものであるかを判断することが望ましい。

《参考1》非上場株式の評価における証明書例

証 明 書

平成 年 月 日

〇〇 〇〇 殿

東京都〇〇区〇〇・・・・
〇〇税理士事務所
税理士 〇〇 〇〇

当職は、中小企業における経営の承継の円滑化に関する法律第4条第1項第2号の規定に基づき、〇〇〇〇、〇〇〇〇及び〇〇〇〇がした平成〇〇年〇〇月〇〇日付け合意（以下「本件合意」という。）により定めた価額について、下記のとおり証明する。

記

- 1 本件合意の対象とした株式
株式会社〇〇〇〇の株式〇〇〇株
- 2 本件合意により定めた価額
金〇〇〇〇円（1株当たり金〇〇〇円）
- 3 鑑定評価の方法及び結果
1の株式につき、〇〇〇〇方式と〇〇〇〇方式との併用方式によって鑑定評価したところ、2の価額は、本件合意の時における相当な価額であると認められる。
4. 附属書類
株式鑑定評価書 1通

以上

《参考2》収益方式における割引率（WACC）の算出例

<設例>

1. 前提条件

① 評価対象会社データ

- ・ 資本構成：株主資本比率 80%、負債比率 20%（長期的な目標資本構成）
- ・ 追加借入利率：2.500%（金利動向を踏まえた予想値）

② 類似会社データ

- ・ レバード β ：1.280（公表データ）
- ・ 資本構成：株主資本比率 50%、負債比率 50%（株式時価総額と有利子負債残高の関係より算定）

③ マーケットデータ

- ・ リスクフリーレート：1.500%（評価時点の長期国債利回り）
- ・ 株式リスクプレミアム：5.000%（公表データ）
- ・ 法人税等の実効税率：40%

2. 株主資本コストの算定

① アンレバード β

類似会社の資本構成に基づきレバード β をアンレバード β に変換する。

<計算式>

$$\beta_u = \beta_e \div \left\{ 1 + (1-t) \times \frac{D}{E} \right\}$$

$$0.800 = 1.280 \div \left\{ 1 + (1-0.4) \times 100\% \right\}$$

<基礎数値>

β_e	1.280	類似会社レバード β
D/E	100%	類似会社 D/E レシオ※
t	40%	実効税率

※ 類似会社 D/E レシオ = 負債比率 ÷ 株主資本比率 = 50% ÷ 50% = 100%

② リレバード β

類似会社のアンレバード β を評価対象会社の資本構成に基づきリレバード β に変換する。

<計算式>

$$\beta_e = \beta_u \times \left\{ 1 + (1-t) \times \frac{D}{E} \right\}$$

$$0.920 = 0.800 \times \left\{ 1 + (1-0.4) \times 25\% \right\}$$

<基礎数値>

β_u	0.800	類似会社アンレバード β
D/E	25%	対象会社 D/E レシオ※
t	40%	実効税率

※ 対象会社 D/E レシオ = 負債比率 ÷ 株主資本比率 = 20% ÷ 80% = 25%

③ 株主資本コスト

算定されたリレバード β とリスクフリーレート及びエクイティ（マーケット）リスクプレミアムから株主資本コストを算定する。

<計算式>

r_e	=	Rf_1	+	β	×	$\{E(R_m) - Rf_2\}$
6.100%	=	1.500%	+	0.920	×	5.000%

<基礎数値>

Rf_1	1.500%	リスクフリーレート
β	0.920	リレバード β
$\{E(R_m) - Rf_2\}$	5.000%	エクイティ（マーケット）リスクプレミアム

3. 加重平均資本コストの算定

株主資本コストと負債資本コストから加重平均資本コストを算定する。

<計算式>

r	=	r_e	×	$\frac{E}{E+D}$	+	$r_d (1-t)$	×	$\frac{D}{E+D}$
5.180%	=	6.100%	×	80%	+	2.500% × (1-0.4)	×	20%

<基礎数値>

r_e	6.100%	株主資本コスト
$\frac{E}{E+D}$	80%	評価対象会社株主資本比率
r_d	2.500%	追加借入利子率
t	40%	実効税率

《参考3》裁判例

1. 譲渡制限株式の売買価格決定申立事件

- (1) 京都地裁昭和 62 年 5 月 18 日決定（判時 1247 号 130 頁、金判 778 号 41 頁）

事案の概要
<p>本件会社は、昭和 51 年 1 月に設立された各種織物製造販売を業とする株式会社であり、発行済株式総数は 1000 株で、〇〇一族が全株式を所有する同族会社である。</p> <p>本件会社の最終貸借対照表上の純資産額は 5 億 0245 万 8940 円であり、業績が悪化しているものの、立直りが困難と断ずるほど深刻ではない。</p> <p>本件会社の株主 A は、その所有する本件会社の株式 110 株（11%）を譲渡するに際し、昭和 60 年 9 月 20 日付け書面をもって同会社に承認を求めたが、同会社はこれを承認せず、B 社を買取人と指定した。</p> <p>なお、B 社は、〇〇一族が経営する会社であり、本件会社の株式 115 株を所有する株主であるが、当該株式は、昭和 60 年 5 月 24 日に、A から 1 株当たり 43 万 5225 円で買い取ったものである。</p>
裁判所の判断
<p>2 鑑定人〇〇〇〇は株式評価鑑定書において、本件の場合株式の価格は営業の一部の譲渡であると考えてのが適当であるから帳簿価格による純資産価額方式以外の方式を採用するのは適切でないとし、又市場性がないことによる減価率 20%を減すべきである、として株式価格を算定している。</p> <p>しかしながら、継続中の企業の資産の価額は必ずしも企業価値を表示するものではなく、したがって株式の価値を直接明らかにするものではないのであって、純資産価額方式も理論上の一方式とはいえるけれどもその一つにすぎないから、これのみを採用して他の方式を排斥するのは本件の場合適切でなく、又市場性がないとして算定した価額から更に減価するのは、もともと市場価格のない株式の評価をするに当たっては理由のないことといわねばならないし、減価率の数値の根拠も不明というほかない。</p> <p>本件においては、前記諸般の事情を斟酌すれば右各方式¹¹を併用するのが妥当というべきであって、本件会社が同族閉鎖会社であり、当事者双方が経営支配株主といえること、昭和 60 年 5 月 24 日には同会社の株式につき当事者間において 1 株 43 万 5225 円とする売買が成立したことがあることを考慮し、純資産価額、類似業種比準価額、収益還元価額、配当還元価額の割合を 2・1・1・1 とした加重平均値を基準値とするのが相当である。</p>

- (2) 青森地裁昭和 62 年 6 月 3 日決定（判時 1272 号 138 頁）

¹¹ 純資産価額方式、類似業種比準方式、収益還元方式及び配当還元方式

事案の概要
<p>本件会社は、発行済株式総数 18 万株の株式会社であり、昭和 59 年 6 月 30 日現在の純資産額は 8970 万 6248 円である。</p> <p>A は、その所有する本件会社の株式約 3 万株（16%）を譲渡するに際し、昭和 59 年 10 月 2 日及び 29 日付け書面をもって同会社に承認を求めたが、同会社はこれを承認せず、B を買取人と指定した。</p>
裁判所の判断
<p>二 そこで、本件株式の売買価格につき検討するに、鑑定人〇〇〇〇の鑑定結果によれば、右価格は 1 株につき金 1095 円と認めるのが相当である。右鑑定結果によると、株式の評価方法については、①純資産価額方式、②配当還元方式、③類似会社業種比準価額方式の各方式が考えられるが、本件株式の価格を算定するについては純資産価額方式すなわち一定時点において会社に帰属する一切の財産を時価により評価し、積極財産から消極財産を控除した残額（正味財産）を発行済み株式総数で除した金額をもって評価額とする方法によって評価するのが最良であるとし、その理由とするところは、株式の評価をする場合、株式に含まれる権利として利益配当請求権、残余財産分配請求権、議決権などがあるが利益配当請求権は将来の営業利益に左右され、これは又、市況、経営者及び労働者の能力等にかかわるものであって不確定な要素が多く、これをもって株式の評価額を決定することは困難かつ確実性に欠けること、議決権は共益権であり財産的評価に馴染まないことから右権利をもって評価の対象とすることは相当でないこと、残余財産分配請求権については一定時点において会社に帰属する財産（正味財産）の評価であるからその範囲が明確である以上は評価可能であり、その評価は純資産価額方式によって評価するのが最良であるというのであって、右鑑定結果が理由とするところは至当というべきである。加えて、本件記録によれば、本件会社は昭和 53 年以降株主に配当をしていない無配会社であることが認められ、無配会社については前記配当還元方式による株式の評価は適切でないこと、また、本件会社の特殊性から同種会社を抽出することが容易でなく、前記類似会社業種比準価額方式によることも困難であると思料され、これらの点からも鑑定結果が純資産価額方式を採用したことは相当であると解される。そして、本件記録に現れた資料を総合すると、右鑑定結果において採られた資産評価の方法、演算はいずれも相当であり、その評価額は適正なものと認められる。</p>

- (3) 福岡高裁昭和 63 年 1 月 21 日決定（判タ 662 号 207 頁、金法 1201 号 26 頁、金判 788 号 13 頁）

事案の概要
<p>本件会社は、明治 26 年に創業され、昭和 38 年 2 月に設立された福岡市中央卸売市場において鮮魚部卸売人として卸売業を営む株式会社である。</p> <p>本件会社の発行済株式総数は 35 万 2000 株であり、株主数は 329 名、資本金は 1 億 7600</p>

万円である。

本件会社の営業成績は概ね順調であり、売上高は、年間約 640～700 億円であって、今後とも継続して営業活動が続けることが長期にわたって期待できる。

Aは、その所有する本件会社の株式 1 万 1727 株 (3.3%) を譲渡するに際し、同会社に承認を求めたが、同会社はこれを承認せず、B を買取人と指定した。

裁判所の判断

1 株式の譲渡につき取締役会の承認を要する場合の株価 (売買価格) の決定に関して定める商法 204 条の 4 第 2 項によると、裁判所は「会社ノ資産状態其ノ他一切ノ事情」を斟酌して当該株価の決定をなすべきところ、一般には、右株価の算定方法として、ア 類似会社比準方式、イ 純資産価額方式、ウ 配当還元方式、エ 収益還元方式などの方式がある。

ところで、右アは、類似会社の株式の取引相場を基礎にして、配当、利益、純資産を評価対象会社のそれと比較評価する方式であるところ、右類似会社の選定が可能、適切であり、比準に当たっての修正が適切な限り、合理的な算定結果が得られるものといえる。次に、イは、評価対象会社の純資産を基礎に 1 株当たりの純資産額を算出し、それを株式の妥当な取引価額と認める方式であり、純資産の評価については更に簿価によるか時価によるかに大別されるところ、簿価純資産は名目資本であり、実質資本と乖離があれば株価の正しい評価は出来ないうらみがあり、また時価純資産は評価対象会社の清算を前提にして右時価純資産を考慮する点で、事業の継続を前提とする会社の取引株価の決定には不適當な算定方式といえる。更に、ウは、評価対象会社の将来の 1 株当たりの予想利益配当額を一定の資本還元率で元本である株式の時価を求めるものであるところ、長期にわたる利益配当額の予測が可能であり、かつ、売買当事者が配当のみを期待する一般投資家である限り、この方式は最も合理性のある算定方式といえる。最後に、エは、評価対象会社の将来期待される 1 株当たりの利益を一定の適当な利回りで資本還元し、元本としての現在の株式価格を算出するものであるところ、実際には現在の多くの会社が利益の多くの部分を内部留保して配当に回さない方針をとっていることを考慮すれば、利益額のみをもって直ちに株式価格の評価をするのは必ずしも妥当とはいえず、とくに非上場会社の非支配的株主の持株の価格を決定するものは配当による収入であり、会社の収益自体は直接には価格決定の要素とはならないことに鑑みれば、本方式は会社の利益処分に決定的な発言力を有する支配的大株主にとっての適切な評価方式といえることができる。

2 「事案の概要」で摘示した諸事情を認定したうえに 売買価格の決定については、営業継続が前提となる本件会社の場合、イの純資産価額方式を採用することは適当でなく、配当のみに期待する非支配的一般的投資家にふさわしい前記ウの配当還元方式を基礎に、その余の方式を修正要素として考慮する態度が最も適切な評価方法といえることができる。

3 以上を前提に本件をみるに、原決定の採用した〇〇鑑定は、同鑑定の結果を含む本件記録によると、鑑定人が本件会社の決算書類、株主及び株式関係書類、増資関係書類、会計

帳簿類、課税申告関係書類など一切の関係書類を検討した上で、本件会社の普通額面株式の昭和 61 年 2 月 3 日以前の最も近い日における 1 株の価格を、前記アないしエの方式に従いそれぞれ算定し、特にウ方式により算定した株価については、過去 3 年間に於ける全国銀行貸出約定平均金利と株式を含まない金融資産の平均利回りとの中間値 6.23%を資本還元率とし、本件会社の昭和 59 年度決算期になした記念配当のうち株式配当 10%を除外して考慮した過去 3 年間に於ける同社の平均配当額を 65 円と算出した上、前者で後者を除して得た 1043 円を基礎に、これに類似会社（3 社）の配当性向と本件会社の配当性向とを比較、修正して、1 株 2325 円の株価を算出している。

すなわち、〇〇鑑定は、本件株価の算定に当たって、ウ方式の配当還元方式を基礎に据えながら、なおアの類似会社比準方式及びエの収益還元方式において検討した要素のうち配当性向の開きを修正要素として考慮する立場をとり、しかもその際本件会社の取り扱う営業内容の将来における収益力の予想及び本件会社が前記類似会社 3 社と比較して内部留保利益の比率が高く（この点は将来における収益力の確保、増大につながる要素である。）、その分利益配当の潜在的能力が高いことを加味して修正した上、前記株価の評価をなしているところ、かかる算定態度は前記 2 で検討した評価方法に沿うもので極めて合理性があり、何ら不当な点も見当たらない。

(4) 東京高裁昭和 63 年 12 月 12 日決定（金判 820 号 32 頁）

事案の概要	
	<p>本件会社は、昭和 44 年 6 月 24 日に不動産の賃貸及び管理等を目的として設立された株式会社である。本件会社の発行済株式総数は 1 万株であり、その株主構成は、A が 3000 株、本件会社の取締役 B が 6000 株、本件会社の代表取締役 C が 1000 株を所有していた。</p> <p>本件会社は、資本金 500 万円で、その資産は、借地権（約 30 億円相当）と当該借地上の建物がそのほぼ全てであり、その営業は当該建物を第三者に賃貸することのみであって、直近 2 年間の年間平均利益額は 92 万 6000 円であるが、株主に対して利益配当は実施していない。なお、従業員は全く雇用していない。</p> <p>A は、その所有する本件会社の株式 3000 株を譲渡するに際し、昭和 61 年 12 月 15 日、同会社に承認を求めたが、同会社はこれを承認せず、B を買取人と指定した（これにより B は 9000 株（90%）を所有することになる。）。</p>
裁判所の判断	
1 抗告理由一について	<p>（「事案の概要」で摘示した諸事情を認定したうえ）右認定事実によれば、本件会社は、営業の利益をあげて株主に配当することよりは、むしろ、資産の保有を目的とする色彩の濃いものであるが、ともかくも、会社設立以来 19 年間にわたって営業を続けてきており、今後直ちに解散して清算するというものではないと認められるから、清算を擬制した純資産価額方式のみによって本件株式の売買価格を決定するのは相当でなく、会社の</p>

存続を前提とした算定方式による価格をも斟酌して決定すべきである。したがって、純資産価額方式にのみよって本件売買価格を算定すべきであるとのAの主張は採用することができない。

2 抗告理由二について

Aは、Bは本件株式を取得後は、これをいつでも取締役会の承認を得て第三者に高価に売却できる立場にあるのであるから、譲渡制限のあることを理由に本件株式の売買価格を減額することは、Aの犠牲においてBを利得させることになり、不当であると主張する。しかしながら、本件売買価格は、本件株式の売渡請求時における譲渡制限のある状態での客観的価値によって決定すべきものであって、会社の指定した買主が誰であるかといった主観的事情により左右されるべきものではないから、Aの右主張は採用することができない。

3 抗告理由三について

Aは、〇〇株式会社との間で本件株式を1株当たり15万円をもって売買する旨の合意をしているから、その価格をもって本件株式の売買価格とすべきであると主張するが、右合意のあることのみをもって、直ちにその合意価格を本件株式の売買価格とすべきものではなく、他にその合意価格が客観的、合理的なものであると認め得る資料は何もない。したがって、Aの右主張も採用することができない。

4 本件の場合、本件会社に類似した上場会社は見当たらないから、業種、態様の類似する上場会社を選択し、収益、配当、純資産等を比準して株式の価格を算定するところの類似業種比準方式は、これを採用し難く、また、本件会社は、利益配当をしていないから、利益配当還元方式もまた採用し難い。したがって、本件売買価格は、前記の純資産価額方式と収益還元方式を併用して算定すべきであり、本件会社の実態に鑑みると、その併用は、会社の資産に対する持分としての要素を重視し、前者による算定額の7割と後者による算定額の3割をもってするのが相当である。

5 そこで、まず、純資産価額方式により、本件建物と本件借地権の価格合計29億1970万2000円から負債総額6968万円を控除し、さらに清算のため右資産を処分した場合に納付すべき法人税等16億2190万1000円を控除し、その残額を総株式数の1万株で除して、本件株式の1株当たりの売買価格を算定すると、その額は12万2812円となる。また、収益還元方式により、年間利益額92万6000円を総株式数の1万株で除し、利益率を年10%として、本件株式の1株当たりの売買価格を算定すると、その額は926円となる。

次いで、本件株式が、非上場株式で市場性がなく、かつ、譲渡制限が付されているものであることに鑑み、さらに3割を控除して、本件株式の1株当たりの売買価格を算定すると、その額は6万0372円となる。

(5) 大阪高裁平成元年3月28日決定(判時1324号140頁、判タ712号229頁、金判

事案の概要
<p>本件会社は、環境衛生及び清掃用資器材、床敷物の製造販売等、多角的な事業を目的として昭和38年2月に設立された株式会社であって、発行済株式総数375万7050株、資本金18億7852万5000円の会社である。</p> <p>本件会社の昭和60年3月31日現在帳簿上の資産の合計は457億7300万円、昭和59年4月1日より同日までの利益として21億8500万円（経常利益55億4300万円）を計上している。</p> <p>本件会社の株主は、昭和60年11月30日現在総数2069名であり、その持株数の構成百分率は、同会社役員8.43%、同従業員24.81%、同元従業員12.74%、加盟店23.63%、関係会社21.07%、関係会社従業員1.93%、取引先0.41%、その他6.98%である。</p> <p>A、B及びCは、その所有する本件会社の株式（それぞれ238株（0.06%）、8725株（0.23%）、9771株（0.26%））を譲渡するに際し、昭和60年10月11日到達の書面をもって同会社に承認を求めたが、同会社はこれを承認せず、D社を買取人と指定した。</p> <p>なお、D社は、本件会社の企業集団の福利厚生サービスの観点から本件会社の株式を所有し、同会社従業員による株式取得、株式売却等持株あっ旋の役割を有する、いわば従業員持株会的役割を果たしている会社である。</p>
裁判所の判断
<p>1 本件は商法204条の4、2項に基づき売買価格を決定するものであって、それは、被指定者が売渡請求をなした時点における会社の資産状態その他一切の事情（ただし株価形成と関係ある要素に限る）を斟酌して、右時点における当該具体的場合における客観的交換価格を非訟手続で形成（確認的測定でなく）するものである。ところで、継続企業は経済的に収益力により成長活動をなす側面と、土地等資産を所有する側面に分かれ、株式の化体する株主権も右に対応して利益配当請求権と残余財産分配請求権に分かれるところ、後記の特段の事情のない限り、一般少数非支配株主が会社から受ける財産的利益は利益配当（特段の事情があるときは会社の純資産価値）のみであり、将来の利益配当に対する期待が一般株主にとっての投資対象と解される。したがって、少なくとも会社の経営支配力を有しない（買主にとって）株式の評価は右将来の配当利益を株価決定の原則的要素となすべきものというべきであるが、他方、現在及び将来の配当金の決定が多数者の配当政策に偏ってなされるおそれがないこともなく、右配当利益により算出される株価が1株当たりの会社資産の解体価値に満たないこともありうるので、多数者と少数者の利害を調整して公正を期するため、右解体価値に基づき算出される株式価格は株価の最低限を画する意義を有するというべく、また、収益力を欠くとき、将来の配当金の予測ができないとき、又は近く、会社の解散・清算、企業ないしは遊休資産の売却の可能性が認められるとき、会社が協同組合的実態を有するときなど特段の事情のある場合は二次的に会社の資産価値（解体価値又は企業価値）を算定要素として使用すべき場合があるというべきである。ま</p>

た、上場を仮定して類似業種、会社の株価に比準して算定することは類似性の確保が困難である。

右観点に立って本件についてみるに、本件会社の実態は右にみたとおりであり、本件申請にかかる株式数はD社の買受けにより、支配株主とならしめるものでないことも前記認定のとおりであるので、本件株式は普通の少数一般株式で将来の配当利益を期待するほか支配的要因など特段の株価形成、要素はないものというほかない。そこで、本件会社の特殊閉鎖性、上場の余地が極めて乏しい特質、本件株式の一般通常性をもとに一件記録にあらわれた各算定方式につき以下検討する。

- 2 類似業種比準方式としての国税庁長官通達（昭和 39 年 4 月 25 日直資 56）による方式（以下「国税庁方式」という）が〇〇鑑定において採用され、Aらが本件会社は上場基準をみたす大会社であるため最適である旨主張している。しかしながら、右基本通達は大量発生する課税対象に対し国家が迅速に対応すべき目的で課税技術上の観点から考案された方式で、国家と国民の公権力の行使関係を律する基準であって、本件のように私人間の具体的個別的利害対立下で公正適正な経済的利益を当事者に享受させようとする商法 204 条の 4、2 項の理念とは異なるものであるのみならず、標本会社の公表がなく類似性の検証が不可能であり、利益の成長要素が考慮されず、減価率の合理性が疑わしいため、本件のような譲渡制限株式の売買価格決定の単純又は併用方式における根拠方式となることは適当でないという外なく、この点のAらの主張はとりえない。
- 3 収益還元方式については、〇〇鑑定がこれを併用するが、これは将来各期に期待される 1 株当たり課税後純利益¹²を資本化率¹³で還元する方式であるが、右方式の純利益のなかには内部留保として新たな設備投資などにつきこまれ、株主に対し直接経済的利益をもたらさないものが含まれている点、△△鑑定によれば右方式の資本化率が相当でないといわれる点など疑問があり少なくとも配当政策等企業経営を自由になしえない本件のような非支配株主の株価算定には適当でない。
- 4 純資産価額方式については、□□鑑定が時価純資産方式を併用しているが、本件において会社の資産価値を算定要素として斟酌すべき前示特段の事情は認められないので、直ちにとりがたく、ただ、株価の最低限值を確認するためを除き、採用すべき理論的根拠に乏しいという外ない。

以上の次第で、本件においては将来の配当利益を算定基礎として評価する方法が最適というべきであって、本件においては、□□鑑定、〇〇鑑定、××鑑定、△△鑑定が夫々右方法として前二者が単純な配当還元方式、後二者及びAらの試算がゴードン・モデル式による同方式をとっているが、前二者は企業の成長予測が反映されず単純に過ぎ採用できず、結局右利益及び配当の増加傾向を予測するゴードン・モデル式によるのが適当というべきである。

¹² 本ガイドラインにおける「税引後営業利益」と同義。

¹³ 本ガイドラインにおける「割引率」と同義。

5 ゴードン・モデル式による本件株価の算定について

- (1) 同じくゴードン・モデル式による本件株価の算定についても、右のとおり××鑑定と〇〇鑑定において各パラメーターの決定方法が異なる。

〇〇鑑定によれば同式は
$$W(\text{株価}) = \frac{D}{i - br}$$
 (i=資本化率、r=再投資利益率、b=内部留保率、D=1株当たり利益) で表され、経営の現状からみて、可能な範囲の内部留保に基礎をおき、そこから利益及び配当の増加傾向を予測して、利益、配当の成長予測の恣意性、飛躍性をさげようとする趣旨であるところ、右rの把握の仕方につき、〇〇鑑定は右ゴードン・モデルの基本的考え方をそのまま計算過程に移した安定した手法であるに比し、××鑑定は限界自己資本利益率と把握しているが、前者の方が理解し易いといえ、bについても前者は本件会社の具体的数値を基礎に予測しているに比し、後者は業界平均値によっているが前者の方が評価対象の実体に沿うものといえるなどの点に照らし、基本的に〇〇鑑定の手法によるのが相当である。

- (2) 〇〇鑑定の手法における各パラメーターの数値と算出

(イ) まず、rの把握につき、〇〇鑑定は会社が利益をあげるのは自己資本だけでなく借入資金によっても利益をあげうることに着目して、総資本純利益率を基礎とし、これと負債比率を各予測し、内部留保単位1に対する利益率を予測する方法をとり、いわばゴードン・モデルの思考過程をそのまま計算過程に具体化したものであって、合理性があり、さらに外部資本はその金利負担と生み出す利益が相殺され、会社の利益は全て自己資本によるということがいえないので、rの算出式を展開すれば終局的に自己資本に等しいこととなることのゆえに、直ちにrを自己資本利益率としてとらえねばならないものではない。

(ロ) iについては、(中略)別件において◇◇鑑定人は長期国債利廻りを基礎として市場性欠如によるリスク・プレミアム50%、これに対する譲渡制限による同プレミアム10%、さらに中小企業による同プレミアム¹⁴10%(対基礎資本化率倍数1.815倍、中小企業による右プレミアムを除いた場合は1.65倍)を加算した数値によっている。そして××鑑定意見によれば右基礎資本化率を政府保証の長期公社債の応募者利回りによることは通常行われることであることが認められるので、右◇◇鑑定の手法中中小企業によるリスク・プレミアムを加算しない算式(基礎資本化率に対し1.65倍)と、昭和6年10月時の右政府保証長期公社債の応募者利回り6.22%によるのが相当というべきである。

- (6) 東京高裁平成元年5月23日決定(判時1318号125頁、判タ731号220頁、金判827号22頁)

事案の概要

¹⁴ 本ガイドラインにおける「小規模リスクプレミアム」と同義。

本件会社は、洋装雑貨の販売及びその附帯業務を目的として、昭和 47 年 1 月に設立された株式会社であって、発行済株式総数 21 万株、資本金 1 億 0500 万円の会社である。

本件会社は、昭和 57 年 7 月期から昭和 61 年 7 月期まで每期約 63 億円から約 74 億円の売上を計上し、約 5000 万円から約 2 億 9000 万円の税引後当期利益を上げ、業界において売上高第 1 位の地位にある。

純資産額は、逐年増加し、昭和 61 年 7 月期における純資産額は約 18 億円である。

株主配当については、年 15～30%の配当を実施している。

Aは、その所有する本件会社の株式 1 万 9000 株（約 9%）を譲渡するに際し、昭和 61 年 5 月 23 日付け書面をもって同会社に承認を求めたが、同会社はこれを承認せず、B、C 及びDを買取人と指定した。指定買取人であるBらは、いずれも本件会社の下請企業の代表取締役である。

裁判所の判断

- 1 前記認定事実によれば、本件会社は、経営は順調で今後の営業継続に特に問題はなく、近い将来における解散は予想されないこと、Bらの取得する株式は、発行済株式総数に対して合計でも9%に過ぎず、Bらが本件株式の取得により本件会社の経営を支配することはできないことが明らかであり、したがって、本件株式の取得者は、配当金の取得を主たる利益ないし目的とせざるを得ないから、右価格算定に当たって、基本的には配当還元方式を採用するのが相当である。
- 2 しかしながら、配当還元方式を採用するに当たっては、将来の1株当たりの配当額を的確に算出することは甚だ困難であり、結局は過去の配当額に依存せざるを得ず、必ずしも正確性は期し難い。本件会社においては、前示のような資産額の増加状況からすると、収益の相当割合を社内に留保して資産を増加させることに重点がおかれ、配当額が比較的低く押さえられてきたことがうかがわれる。しかも、配当額は直接的・最終的には支配株主の意思により決定されるが、殊に本件会社のように同族会社の色彩が濃厚で少数者による支配が確立している会社では、右決定は経営担当者や支配株主の経営政策に依拠するところが多く、それ自体不確定要素の高いものである。他方、支配株主が全く恣意的に配当額を定めることは、会社経営の継続を前提とする以上許されず、会社の資産、収益の内容、程度を勘案せざるをえないし、支配株主の意思も不変ではないから、過去の配当額に多くを依拠する配当還元方式のみによることは不十分であり、純資産価額方式及び収益還元方式をも併用するのが相当である。
- 3 更に、商法 204 条の 2 による株式発行会社の株式譲渡の不承認及び譲渡の相手の指定は、当該会社が自己に不利益な株主を排斥するために認められた手段であり、その反面、当該会社の利益のためその限度で株主の株式譲渡の自由に制限を加えるものである。株式を自由譲渡するに当たっては、譲受人の意思がその価格の決定に大きく影響するところ、本件株式数は少数株主権の行使を可能とするものであり、本件会社がAの譲渡予定者を忌避したことは右譲渡予定者が単に配当利益の取得のみに関心を抱くものでないこと、また

本件会社とBらとの前示の関係からすると、本件会社代表取締役が将来において本件株式を取得する可能性が少なくはないことが推認される。

- 4 以上の事情を斟酌すると、三方式併用の割合は配当還元方式を6、簿価純資産方式及び収益還元方式を各2とするのが相当である。

(7) 東京高裁平成2年6月15日決定（金判853号30頁）

事案の概要
<p>本件会社は、電気計器、測定器の製造販売等を目的として、昭和26年11月に個人企業として創設され、昭和27年7月に株式会社に改組されたものであって、発行済株式総数18万4800株（うち約20%を代表者家族が所有）、資本金9240万円の会社である。</p> <p>昭和58年6月期における純売上高は約14億円、売上利益は約8200万円、当期利益は約3400万円、株主配当金は約1000万円である。</p> <p>Aは、その所有する本件会社の株式300株（0.16%）を譲渡するに際し、同会社に承認を求めたが、同会社はこれを承認せず、Bを買取人と指定した。</p>
裁判所の判断
<p>3 そこで、本件株式の価格の算定方式について検討する。</p> <p>先ず、〇〇鑑定によれば、本件株式の価格算定に関しては、比較の対象として適切な類似の会社あるいは類似業種の会社は見当たらない、というのであるから、本件においては類似会社比準方式あるいは類似業種比準方式を採ることはできない。次に、本件記録によれば、本件売渡請求の約1年3か月後の昭和59年11月に、株式会社〇〇銀行及び株式会社△△銀行が、それぞれ本件会社の株式3760株を1株あたり700円で本件会社グループ持株会に売り渡したことが認められるが、右価格が客観的交換価値を適正に反映したものであることを認めるに足りる資料はない。したがって、本件においては取引先例価格方式¹⁵を採ることはできない。さらに、本件記録によれば、本件売渡請求の直前である昭和58年6月30日現在における本件会社の株式保有割合は、東京中小企業投資育成株式会社26.4%、代表取締役及びその家族20.5%、A14.1%、〇〇銀行及び△△銀行各7%、専務取締役及びその家族4.9%、従業員その他の株主52名20.1%であることが認められるところ、本件株式は発行済株式総数18万4800株のうち300株であって僅かに0.16%であり、本件株式の譲渡によって本件会社の経営支配権に消長はなく、Aは少数株主にとどまるものであるから、収益還元方式は採ることができない。また、本件記録によれば、本件においては名目資本と実質資本との乖離が著しいことが認められるので、簿価純資産方式によるのは妥当ではない。</p> <p>そうすると、従来提唱されている株式価格の算定方式のうち残るのは配当還元方式と時価純資産方式であるが、前記のとおり、配当還元方式は、売買当事者が配当のみを期待す</p>

¹⁵ 本ガイドラインにおける「取引事例方式」と同義。

る一般投資家である場合には、最も合理的な算定方式であるとされているのであるから、本件においても、基本的には、この方式によるのが相当というべきであるが、しかしながら、株式の価格の算定にあたっては、株式が配当をもたらすものであると同時に、株式が会社の資産を化体したものと見方に立って算定することが妥当であるから、この配当還元方式とともに時価純資産方式をも加味して株式の価格を算定することが相当である。ただし、株式は、経済的には株主に配当金をもたらすものであるが、それと同時に法的には会社の資本に対応するものとして会社の資産を発行済株式総数で除した価値を表象するものであるから、株式の価格の算定においてこの点を無視することは相当でないというべきだからである。そして、この株式が会社の資産を化体したものであるという観点に立った場合における株式の価格の算定は、いわゆる時価純資産方式（時価純資産方式のうち処分価格による時価純資産方式によるのが相当である。）によるべきである（ただし、資産の評価差額についての法人税等諸税額相当額を控除すべきである。）。もっとも、この処分価格による時価純資産方式は、事業が継続しているにもかかわらず、会社が解散して清算したと仮定して会社の資産を時価で評価するものであるから、これのみで株式の価格を算定すべきものではなく、配当還元方式の修正要素として適用すべきものである（市場における株式の価格も、単に配当の額によってでなく、含み資産等を含めた当該企業の資産内容によっても左右されるものであることは、公知の事実である。）。

4 ところで、本件記録によれば、「事案の概要」で摘示した) 事実関係のもとにおいては、配当還元方式と時価純資産方式とを 7 対 3 の比重で適用して 1 株当たりの評価額を算定するのが相当と認められる。

(8) 千葉地裁平成 3 年 9 月 26 日決定（判時 1412 号 140 頁、判タ 773 号 246 頁）

事案の概要
<p>本件会社は、貨物運送業を目的として、昭和 48 年 8 月に設立された株式会社であって、発行済株式総数 10 万 4000 株、最終の貸借対照表（平成元年 3 月 31 日現在）の純資産額 1 億 4075 万 0566 円である。</p> <p>本件会社の昭和 61 年 3 月期から同 63 年 3 月期までの売上高及び税込利益の推移は、次のとおりである。配当率については、いずれの期においても 15%（1 株当たり 75 円）である。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・昭和 61 年 3 月期 売上高 17 億 4000 万円 税込利益 4300 万円 ・昭和 62 年 3 月期 売上高 21 億 7500 万円 税込利益 6000 万円 ・昭和 63 年 3 月期 売上高 30 億 5000 万円 税込利益 8100 万円 <p>A は、その所有する本件会社の株式 1 万 0400 株（10%）を譲渡するに際し、平成元年 12 月 15 日、同会社に承認を求めたが、同会社はこれを承認せず、B を買取人と指定した。</p>
裁判所の判断
<p>2 譲渡制限株における株式買取請求の制度は、取締役会が株式譲渡を承認しないために投</p>

下資本回収の道を封ぜられることへの救済手段であるから、買取代金額は、譲渡が承認された場合に得られたはずの売買代金額に見合うものであることが理想的である。

しかし、その金額が明らかにされない場合、買取請求者が主張する金額の相当性に疑問がある場合及びなんらかの特別の事情により合理的でない代金額が約定されている場合等には、合理性のある代金額を決定せざるを得ない。

この売買代金の算定方式として、純資産価額方式、類似会社（又は類似業種）比準方式、配当還元方式、収益還元方式及び取引先例価格方式¹⁶などがある。

純資産価額方式には、簿価純資産価額方式と時価純資産価額方式とがあり、前者は、簿価純資産が名目資産であるため、貨幣価値の低下又は地価の高騰などに起因する名目資本と実質資本の乖離が大きい場合や、過去の経営実績が悪かったため繰越欠損金は多額であるが最近の業績は著しく改善されているというような場合には適当ではなく、後者は、企業の純資産を時価に評価替えして総負債を控除するもので、事業継続を前提とする会社の評価については、これのみによることは適切ではないとされる。

類似会社（又は類似業種）比準方式は、比較の対象として適切でかつ取引事例のある会社（株式の取引価格の相場が容易に知られうる会社）の選定が可能な場合に、比準に当たっての修正が適切に行われる限り、合理的な算定方式とされる。

配当還元方式は、将来期待される配当金額に基づいて株価を算定するので、長期にわたる配当の予測を要するが、これが的確になされうる限り、売買当事者が配当のみを期待する一般投資家である場合、最も合理的な算定方式であるとされる。

収益還元方式は、将来期待される当該企業の収益に基づいて算定するもので、経営支配株主又は経営参加株主にとっては適当な算定方式であるとされる。

取引先例価格方式は、市場性のない株式の取引先例が株式の交換価値を適正に反映していることは稀であるとされる。

3 そこで、本件株式の売買価格の算定方法について検討する。

(1) 審理の結果によれば、次の事実（「事案の概要」で摘示した事実）が認められる。

(2) 右の事実に基づいて考える。

ア 本件会社は、業種としては陸上貨物運送業に属するが、空港に関係のある運送業とする点で特殊性があり、類似会社比準方式によることは困難である。

イ 本件会社の利益配当率は直近の3年間で一定しているので、会社の業績が年々伸長している事実をもあわせ考えると、将来においても同様の配当率を維持できる公算が高い。

したがって、配当還元方式に適する場合であると考えられるが、本件株式数が発行済株式総数の10%に相当することから、譲受人において会社の役員として経営に参加できる可能性もあり、その場合に得られる役員報酬は年額78万円の株式配当金より相当多額となることを考慮すると、配当のみを期待する一般投資家の場合とはやや

¹⁶ 本ガイドラインにおける「取引事例方式」と同義。

異なる面がある。

したがって、配当還元方式のみによって本件株式の売買代金を決定することは、適当ではない。

ウ 次に、本件株式の発行済株式総数に対する割合から会社経営に参加できる可能性がないではないとしても、10%では経営支配株主とはなり得ない場合であり、収益還元方式に適する場合ではない。

エ 取引先例方式については、審理の結果によれば、昭和57年4月から同62年3月までの間に本件会社の株主が取締役の承認を得て株式を譲渡した事例が5件あるところ、その売買株数は4000株2例、3000株1例、600株2例であって、売買代金はすべて額面どおりの1株500円であったことが認められるけれども、非上場株で、経営参加も期待できない右の程度の株式数では、新株主は配当に期待する他はないから、額面金額で売買されたのは当然ともいえ、右代金が本件会社の実質資本を考慮した上で決定されたなどの事情は格別うかがわれないから、適切な取引先例であるかどうかは疑わしい。

それゆえ、取引先例方式によることはできない。

もっとも、この先例は、経営実績の良好な会社の株式であっても、上場の時期が近いとか特別な事情があつて高額で買受ける買主が現れない限り、非上場株式をその客観的価値相当額で売却することは困難であることを示すものといえる。

オ 純資産価額方式は、株式の客観的価値を算定する方法として一定の合理性をもち、買取価額の決定は会社の資産状態その他一切の事情を斟酌して決定すべき(商法204条ノ4第4項)ものとされることから、買取価格の決定に当たり第一に考慮されるべき方式であるといえる。

そして、本件会社のように資産として土地を保有し、かつ後述するとおり土地の簿価と時価の乖離が著しい場合には、簿価によって資産の価額を算定するのは相当ではないから、簿価純資産価額方式ではなく時価純資産価額方式が適当である。

また、時価純資産価額方式による場合にも、事業継続を前提とする評価であるから、会社の解散を想定して全資産を換価した額から清算所得に対する法人税を控除した額に基づく残余財産分配額によるのは相当ではなく、全資産の評価時点における市場価額によるのが相当である。

カ 譲渡制限株の買取価額は、請求人が現実に手にすることができたであろう売買代金に代わるものであるから、買取価額の決定に当たっては、株式の譲渡が請求どおり承認された場合に請求人が手にすることができたであろう売買代金額を考慮することが必要である。

しかしながら、本件においてAが譲渡の相手方に売り渡した場合の代金額は明らかではないし、Aが本件株式の純資産価値で売却できた可能性を認めるに足りる資料もなく、更に本件会社が近い将来解散して株式の解散価値を現実化する可能性も乏し

い。そして、本件株式の所有によって請求人が現実に得た経済的利益が配当金及び役員報酬であることは前述のとおりである。

このような事情を総合すれば、本件買取代金額は、請求人が支払を受けた役員報酬をも配当金の変形とみなした上で、配当還元方式による株式価格と純資産価額方式による株式価格の平均値をもって買取代金額と定めるのが相当である。

4(1) 略

- (2) 一方、純資産価額については、本件会社が近い将来解散する可能性に乏しい以上、全資産の評価時点における客観的価額から負債を減じたものによるべきであるが、現実に資産の客観的価額を把握することは困難なので、原則として評価基準時に直近の決算期末の貸借対照表に記載された金額によることとし、そのうち簿価と時価の乖離が著しいこと顕著であるところの土地の価額についてのみ鑑定によって認められる客観的価額によることとする。

(9) 札幌地裁平成 16 年 4 月 12 日決定 (判タ 1216 号 274 頁)

事案の概要
<p>本件会社は、酸素ガス製造等を目的として、昭和 4 年に合資会社として設立され、その後昭和 34 年に株式会社に組織変更された会社であって、資本金は 8000 万円、発行済株式総数は 16 万株である。</p> <p>本件会社の株主構成は、次のとおりである。</p> <ul style="list-style-type: none">・東京中小企業投資育成株式会社 5 万 3500 株・合資会社 Z (本件会社の代表者が 94%の持分を有する会社) 5 万 1300 株・本件会社の代表者の同族関係者 3 万 5700 株・A 1 万 0500 株 <p>本件会社が営む事業の業界は、典型的な独占市場であり、本件会社は、その中で長期安定的な地位を確保し、高い利益率を維持して、内部留保を順調に蓄積してきた。株主に対する配当についても、ここ十数期の毎期、12% (1 株当たり 60 円) の安定した利益配当を継続している。</p> <p>A は、その所有する本件会社の株式 1 万 0500 株 (6.56%) を譲渡するに際し、平成 14 年 1 月 28 日付け書面をもって同会社に承認を求めたが、同会社はこれを承認せず、自らを買取人と指定した。</p>
裁判所の判断
<p>2 株式の評価方法に関する知見</p> <p>非公開株式会社の株式の評価法には、純資産方式、収益方式、配当方式、比準方式、併用方式がある。</p> <p>(1) 純資産方式</p> <p>純資産方式は、企業のストックとしての純資産に着目して、企業の価値、株価等を評</p>

価する方式である。この方式は、企業の静的価値の評価であり、貸借対照表をもとに評価するため、その計算が理解されやすく、〔1〕企業が清算手続中である場合又は清算を予定している場合、〔2〕企業経営が順調でなく、利益が少ないか又は赤字体質である場合、〔3〕過去に蓄積された利益に比し、現在又は将来の見込み利益が少ない場合、〔4〕資産の大部分が不動産であり、かつ、清算が容易に行えるような場合に適用される。

純資産方式には、簿価純資産法と時価純資産法があり、後者は更に再調達時価純資産法、清算処分時価純資産法、国税庁時価純資産法に分けられる。

(2) 収益方式

収益方式は、企業のフローとしての収益又は利益に着目して、企業の価値、株価等を評価する方式である。この方式は、企業の動的価値を現し、継続企業を評価する場合、理論的に最も優れた方法である反面、評価が将来収益に全面的に依存しているため、その根拠が不確実となる欠点を持っている。収益方式は、収益を利益として展開する収益還元法と収益を資金上の収入として展開する DCF 法（ディスカунテッドキャッシュフロー法）とに分類される。

(3) 配当方式

企業の利益処分のフローとしての配当に着目して、企業の価値、株価等を評価する方式である。この方式は、主として少数株主の株式評価方法として用いられる。配当方式には、配当還元法とゴードンモデル法があり、前者は将来の配当に着目して株価を算定する方式、後者は、企業が獲得した利益のうち配当に回されなかった内部留保額についても、再投資によって将来の利益を生み、配当の増加を期待できるものとして、これを加味した株価の算定をする方式である。

(4) 比準方式

評価の対象となった株式会社（評価会社）と業種、規模等が類似する公開会社（類似会社）又は同じ業種の公開会社の平均とを比較して、会社の価値、株価等を評価する方式である。この方式は、評価の対象となった株式会社が上場企業に匹敵する規模である場合や、実際の売買事例が客観性を持つ場合には有力であるが、そうでない場合は説得力に欠ける面を持っている。比準方式には、取引事例法、類似会社比準法、類似業種比準法がある。類似業種比準法（国税庁類似業種比準法）は、課税の公平性と簡便性の観点から政策的に制定された方式である。

(5) 併用方式

各種の評価方式を一定のルールで組み合わせて、会社の価値、株価等を評価する方式である。

3 本件における株式の評価方法の選択

まず、比準方式を本件で採用することの可否について検討すると、本件会社の株式が過去 10 年間に売買された事例はないから、取引事例法は本件では採用しない。また、評価会社と事業に類似性が認められる公開会社はないから類似会社比準法は採用できず、類似

業種比準法は国税庁において課税の公平性と簡便性の観点から政策的に採用されている方式であり、売買を前提とした株式評価に用いるのは相当でないから、いずれも本件では採用しない。

そこで、その余の方式について検討すると、株式の売買を相対で行う場合、通常は、いずれか一方の交渉力が他方を上回るのが一般的であるが、本件は、商法の規定により株式の買取価格を決定するものであるから、双方対等の立場で評価すべきである。

そして、売手の立場からは、株式の売買は株主の投資回収の方法であり、主として経済的利益の補償という観点からその算定方式を考慮すべきであるところ、株式の売買は、売手がこれまで顕在的に行使していた利益配当請求権と潜在的に有している残余財産配当請求権を換価するという側面がある。そこで、売手の立場から最も合理的な評価方式は、配当方式と純資産方式の併用方式であり、この方式に差をつける合理的な根拠は見出しにくいいため、それぞれの平均値とするのが相当である。

他方、買手の立場からは、静的な評価方式である純資産方式を採用するのは妥当ではない。また、本件株式の買手は本件会社自身であり（自己株式を取得することになる。）、配当を期待するものではないから、配当方式を採用することも相当ではない。継続企業の動的価値を現す最も理論的な方法は、収益方式であり、買手の立場からは収益法を適用して評価するのが相当である。評価が将来収益に全面的に依拠しており、その根拠が不確実になる欠点を持っているため、評価会社の過去の財務数値を慎重に検討した上で、買手の立場から収益法を適用して評価するのが合理的である。

以上の売手の立場と買手の立場を総合的に勘案するためには、売主と買主を双方対等の立場にあることを前提として、売手の立場からの相当な評価方式と買手の立場からの評価方式を1対1で評価価格に反映させるのが相当である。そうすると、本件では、全体を1とすると、

配当方式：純資産方式：収益方式＝0.25：0.25：0.5

の併用方式を用いるのが相当である。

なお、本件会社は、東京中小企業投資育成株式会社の投資引受価格を基にした株式価格をも、本件株式の算定の基礎とすべきである旨主張する。しかしながら、同社の投資引受価格は、上記2の各株式評価方式と比較して、一般的に客観化された株式評価方式として定着しているとまでは認められないから、これを株式算定の基礎とするのは相当でないといふべきである。

4 本件における具体的な算定方式

(1) 配当方式の中では、配当還元法とゴードンモデル法のいずれを採用すべきかが問題となる。配当方式のみで株式の評価価格を算定する場合には、企業が獲得した利益のうち配当に回されなかった内部留保額についても、配当の増加を期待できるものとしてこれを加味するゴードンモデル法を採用するのが相当とも思料されるが、上記のとおり、本件では、配当方式、純資産方式及び収益方式の併用方式を採用する以上、配当方式の

中では配当還元法を選択するのが相当である。配当還元法によれば、本件株式価格は600円となる（計算式は、下記のとおりである。）。

(6円(株式の年配当金額)÷10%(割引率))

×(500円(1株当たりの資本金の額)÷50円)

(2) 純資産評価方式の中では、本件においては、資産の含み益の影響を無視することができないため、時価純資産法を採用し、時価純資産法のうち、継続企業を前提とする再調達時価純資産法を用いるのが相当である。

(3) 収益方式の中では、会計上の利益をキャッシュフローとするのではなく、実際の収益をキャッシュフローとするのが、一般には株式の価値を正確に反映することが可能であるから、DCF法(ディスカунテッドキャッシュフロー法)を採用するのが相当である。

(10) 東京地裁平成20年3月14日決定(判タ1266号120頁)

事案の概要

本件会社は、各種繊維工業品、医薬品、化粧品等の製造販売を営む株式会社であり、発行済株式総数は、普通株式2億2641万5057株、A種類株式(議決権のない優先株式)3000万株、B種類株式(議決権のない優先株式)3000万株、C種類株式(議決権を有する利益配当請求権のない株式)1億1513万1500株である。

本件会社は、東証1部上場企業であったが、平成17年6月13日に上場を廃止した。

本件会社は、主要事業として、食品事業、HP事業及び薬品事業の3事業を有していたが、平成18年4月14日、取締役会において、HP事業をX社が出資しているY社に、薬品事業をZ社に、それぞれ営業譲渡する旨の決議をするとともに、食品事業を営む本件会社の子会社の株式をX社に譲渡する旨の決定を行った。

本件会社の株主Aら534名(持株割合は合計約4%)は、上記営業譲渡に反対し、その所有する株式の買取りを請求した。

裁判所の判断

3 本件株式の評価方法

(1) 継続企業としての価値

本件においては、上記のとおり、営業譲渡が行われずに会社がそのまま存続すると仮定した場合における本件会社の株式の価値を評価すべきであるから、基本的に本件会社の継続企業としての価値を評価すべきである。

次に、支配権の移動という観点からの評価が必要か否かを検討する。(中略) Aらがその所有する本件会社の株式を手放したとしても、本件会社における会社の支配権に対して与える影響はほとんど考えられず、本件における買取価格の算定については、支配権の移動という観点から株式価格を表す必要はないというべきである。

以上によれば、本件においては、本件会社の普通株式の価格を算定するに当たっては、

専ら、本件会社の継続企業としての価値を評価するという観点から判断手法を選択すれば十分であり、当該判断を覆すに足りる的確な証拠は存在しない。

(2) ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー方式の相当性

そこで、当該営業譲渡が行われなかったと仮定した場合における本件会社の継続企業としての価値を評価するについて、どのような評価方法が相応しいかについて検討する。

鑑定人〇〇の株式鑑定評価意見書によれば、①収益方式（インカム・アプローチ）は、評価対象会社から将来期待することができる経済的利益を当該利益の変動リスク等を反映した割引率により現在価値に割り引き、株主等価値を算定する方式であること、②収益方式の代表的手法として、ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー方式（以下「DCF 法」という。）があること、③DCF 法は、将来のフリー・キャッシュ・フロー（＝企業の事業活動によって得られた収入から事業活動維持のために必要な投資を差し引いた金額）を見積り、年次ごとに割引率を用いて求めた現在価値の総和を求め、当該現在価値に事業外資産を加算したうえで企業価値を算出し、負債の時価を減算して株式等価値を算出して株主が将来得られると期待できる利益（リターン）を算定する方法であることが認められる。

上記認定事実によれば、本件において、継続企業としての価値の評価に相応しい評価方法は、収益方式の代表的手法である DCF 法ということができ、本件会社の株式価格の評価に当たっては、DCF 法を採用することが相当である。

(3) 他の評価方式について

ア 配当還元方式について

(ア)(イ) 略

(ウ) （中略）本件会社は、本件営業譲渡の当時、産業再生機構の支援を受けている事業再生途上の企業で、配当を行うことができる状況にはなかったこと、本件会社について一般に妥当とされる配当額を求めることは困難であること、事業再生途上の企業は成長性や成長率が必ずしも明確とは言い難いことが認められる。そうだとすると、本件会社の株式を算定するに当たって、実際配当還元法、標準配当法及びゴードンモデル法のいずれの方式も考慮することは相当ではなく、当該判断を覆すに足りる証拠は存在しない。

(エ) 略

イ 取引事例方式について

(ア)(イ) 略

(ウ) （中略）まず最初取引量についてであるが、前記前提事実(2)オ及び(3)によれば、本件公開買付で取引の対象となった株式数は 2181 万 4229 株であるのに対し、本件買取請求に係る株式総数は合計約 677 万株（各申立人の所有株式数は 100 株から 145 万 3100 株）であることが認められる。そうだとすると、本件公開買付が

少数株主を対象としている点において、本件買取請求の対象となっている各申立人の所有株式数との間で類似性があるといえないではない。しかし、全体の取引数量を比較すると、本件公開買付により X社が取得した株式は、各申立人の所有株式の合計の 3 倍以上の量があり、その株式数も各申立人の所有株式の合計に比べて 1500 万株以上も多く、同程度の取引量ということはできないから、前記(イ)bの本件鑑定人の見解に照らし、本件買取請求に関する買取価格を決定するについて本件公開買付の価格を参考とすることは適切とはいえない。

本件会社は、本件公開買付の買付価格の客観性が第三者機関による評価によって担保されていると主張するが、本件鑑定人の判断は十分合理性が認められ、また、上記第三者機関の評価を踏まえた本件公開買付の買付価格が 1 株 162 円であり、本件鑑定人の判断である 1 株 360 円と 2 倍以上の開きがあることからすると、上記第三者機関の評価を参考とした結論が採り得ないことは後記で検討のとおりであるので、この点に関する本件会社の主張も採用することができない。

(エ) 略

ウ 純資産方式

(中略) 本件会社の株式を算定するに当たっては、本件会社の継続企業としての価値を算定する観点から判断する必要があるところ、純資産方式は、上記でみたとおり、事業継続を前提とする会社においてその企業価値を評価する方法ではないから、本件ではこの方式を考慮するのは相当ではないということになる。

エ 類似会社比準方式

(中略) 本件会社は、かつて東京証券取引所第 1 部に株式を上場していた会社であったし、資本金額も 350 億 9998 万 5000 円であり、鑑定基準日現在でも上場会社に匹敵する規模を有している会社とみることができる。そうだとすると、本件において、類似会社比準方式を考慮することもあながち不合理であるとまではいえないではない。しかしながら、前記前提事実(2)で認定したとおり、本件会社は、最近まで産業再生機構の支援を受けていた事業再生途上の会社であって、このような状況にない上場会社とは経営状況が大きく異なり、本件会社と規模の類似する上場会社を勘案・比較することには問題があることが明らかである。そうだとすると、本件ではこの方式を考慮するのは相当ではないことになる。

(4) 小括

以上の検討結果によれば、本件においては、本件会社の株式を算定するに当たっては、継続企業としての価値を評価するという観点から、DCF 法に従って評価するのが相当であり、当該判断を覆すに足りる的確な証拠は存在しない。

4 本件株式の評価

そこで、本件会社の株式の継続企業としての価値について、DCF 法に従って算定する。まず、本件においては、本件会社の株式を DCF 法に従って評価している本件鑑定人の株

式鑑定評価意見書、修正意見書、回答書、補充説明書（これらを合わせて、以下「本件鑑定」という。）があるので、これについて概観する¹⁷。

(1) 鑑定人による評価

本件鑑定は、本件会社の株式について、次の方法により評価していることが認められる。

ア 評価方法

本件会社の株式の鑑定評価方法として、DCF法を採用する。

なお、DCF法によって株価を算定する場合における具体的な算定式は、次のとおりである。

(ア) 1株当たり株式価値

＝事業から得られる将来フリー・キャッシュ・フローの現在価値
÷発行済み株式総数

(イ) 事業から得られる将来フリー・キャッシュ・フローの現在価値

＝（予測期間中のフリー・キャッシュ・フロー
＋予測期間後のフリー・キャッシュ・フロー）×割引率

(ウ) 割引率

＝資本コスト¹⁸×資本／（負債＋資本）
＋負債コスト×（1－実効税率）×負債／（負債＋資本）

(エ) 資本コスト

＝リスクフリー・レート＋ベータ値×株式リスクプレミアム¹⁹
＝リスクフリー・レート
＋ベータ値×（期待収益率－リスクフリー・レート）

イ フリー・キャッシュ・フロー（以下「FCF」という。）の算定

(ア) 事業価値の算定手順（略）

(イ) 本件主要3事業のFCFの算定方法（略）

(ウ) その他の事業のFCFの算定方法（略）

(エ) 予測期間後のFCFの算定方法（略）

(オ) 繰越欠損金の取扱い（略）

ウ 永久成長率（略）

エ 割引率

(ア) リスクフリー・レート

投資が無リスク（リスクフリー）であることを前提とした当該資産の期待率で、

¹⁷ 裁判所は、本件鑑定に対する申立人と本件会社の主張をすべて排斥し、本件鑑定による鑑定結果を採用した。

¹⁸ 本ガイドラインにおける「株主資本コスト」と同義。

¹⁹ 本ガイドラインにおける「エクイティ（マーケット）リスクプレミアム」と同義。

分析対象と期間が一致するゼロクーポンの国債レートを使用する。本件会社は継続企業であることが前提であるから、長期国債利子率を使用し、平成 18 年 4 月 13 日時点の新規発行国債（第 278 回）の利回りである年利 1.875%とする。

(イ) ベータ値

本件会社は非公開会社であること、食品事業、HP 事業及び薬品事業の 3 つの事業部門に分かれて事業展開していることに照らし、ベータ値は、各事業ごとに類似上場会社のベータ値は、食品事業が 0.677、HP 事業が 0.598、薬品事業が 0.521 となる。

(ウ) 株式リスクプレミアム（期待収益率からリスクフリー・レートを差し引いて算出）

株式リスクプレミアムは、投資家が株式市場全体に対して期待するリスクプレミアムで、株式市場へ投資することによりリスクフリー・レートを超えてどれだけ高い投資利回りを期待するかを示すものであり、通常、株式市場全体の収益率とリスクフリー・レートの差として表される。株式リスクプレミアムを算定するには、一般的により長い期間のヒストリカルデータを用いるのが望ましいとされている。本件では、一時的な市場の変動による影響を排除するため、1952 年（昭和 27 年）のデータが異常値と考えられるため、安定したデータであり、かつ、入手可能な長期的なデータとして 1955 年（昭和 30 年）から 2005 年（平成 17 年）までの統計データ（イボットソン社）を使用し、年 8.50%を採用する。

(エ) スモール・ビジネス・プレミアム²⁰

このような概念による減価は考慮しない。

※ 本件鑑定人は、スモール・リスク・プレミアムは売買当事者が価格交渉で使用する調整事項であって、客観的根拠があるわけではないため、鑑定の客観性を担保する観点からこれを採用しなかったことが認められる。

以上のような本件鑑定人の判断は、専門的学識と経験に基づき行なった判断として十分合理性があり、本件鑑定に不合理な点はないというべきである。

(オ) 資本コスト

以上の結果、資本コストは、食品事業で 7.63%、HP 事業で 6.96%、薬品事業で 6.30%となる。

(カ) 負債コスト

本件会社独自のクレジットリスクが反映された負債コストを採用する観点から、リスクフリー・レートである 1.875%に本件会社の親会社である申立外会社の銀行借入金のスプレッドである 3.23%を加算したものを採用する。また、実効税率は基準日における対象会社の税率を基に 40.69%を採用する。以上の結果、負債コストは 3.03%となる。

²⁰ 本ガイドラインにおける「小規模リスクプレミアム」と同義。

(キ) 最適資本構成

資本負債割合は、業界ごとに類似会社の資本負債割合の平均値を算定しその比率に基づいて資本負担割合を算定する。継続企業である本件会社の資本構成は長期的には類似会社の資本負担割合に収斂していくと予想されるため、資本負債割合は事業ごとに類似会社の資本負債割合の平均値を採用する。

(ク) 割引率

したがって、割引率は、撤収事業が 5.105%、食品事業が 6.66%、HP 事業が 6.55%、薬品事業で 6.06%となる。

オ その他の事項

(ア) 非支配株式を理由として減価（マイノリティ・ディスカウント）

このような調整は客観的な根拠があるわけではなく、通常は、売買当事者の価格交渉において使われる調整事項であることを考慮して、マイノリティ・ディスカウントという考え方は採用しない。

(イ) 市場価格のないことを理由とした減価（非流動性ディスカウント）

事業の合併・買収取引に際して非公開会社を評価する場合、当該会社の株式の流動性の欠如を理由とするディスカウントを加味するのが一般的である。しかしながら、株式買取請求権の制度は、多数株主によって会社から離脱することを余儀なくされた少数株主の経済的損失を保護することを目的としたものであり、少数株主は株式売却を意図していないにもかかわらず譲渡を余儀なくされたのであるから、株主が進んで株式を売却することを前提とした非流動性ディスカウントを考慮すべきではない。

(11) 東京高裁平成 20 年 4 月 4 日決定（金判 1295 号 49 頁）

事案の概要
<p>本件会社は、平成 12 年 2 月 8 日に設立された株式会社で、デジタルコンテンツ配信事業を営んでいる。</p> <p>本件会社の発行済株式総数は、6000 株であり、その株主構成は、X 社が 2400 株、Y 社が 3600 株で、本件会社は Y 社の連結子会社である。</p> <p>本件会社は、設立後さほど年数を経過しておらず、不動産等の含み益のある資産を所有しておらず、これまで配当を実施したこともなく、将来配当を実施する予定もない。</p> <p>X 社は、その所有する本件会社の株式 2400 株を譲渡するに際し、平成 19 年 3 月 22 日付け書面をもって同会社に承認を求めたが、同会社はこれを承認せず、Y 社を買取人と指定した（これにより Y 社は、発行済株式 6000 株のすべてを所有することになる。）。</p>
裁判所の判断
<p>(1) 本件会社においては、Y 社が過半数の 3600 株の株式を有し、経営権を有している。他方、本件株式は 2400 株で発行済株式総数の 40%に当たり、その株主は株主総会の特別決</p>

議を拒否できるから、本件会社の経営に一定程度の影響を及ぼすことができ、しかも、X社からY社に本件株式が移動することによって、Y社は本件会社を完全に支配することができることになる。したがって、本件株式については、経営権の移動に準じて取り扱い、この場合に用いられる評価方式である純資産方式、収益還元方式を検討すべきである。また、本件会社では、配当を実施したことがなく、将来配当を行う予定はないのであるから、配当還元方式を採用する基礎に欠けていることが明らかである。

(2) 略

(3) 以上のとおり、本件会社は、創業してさほど年月が経過しておらず、資産に含み益がある不動産等は存在しないこと、ベンチャー企業として成長力が大きく、売上は順調に推移しており、その事業の進展の経緯からすれば、平成18年3月期、平成19年3月期と同様に、その後も同程度の利益が確実に見込まれるものである。以上を考慮すると、純資産方式を採用すると株式価値を過小に評価するおそれがあり、純資産方式は併用することを含め採用するのは相当ではなく、収益還元方式によって評価するのが相当である。

2. 損害賠償請求事件（株主代表訴訟を含む）

(1) 東京地裁平成4年9月1日判決（判時1463号154頁、判タ831号202頁、金判927号9頁）

事案の概要	
<p>本件会社は、資本金900万円、発行済株式総数18万株の株式会社であるが、昭和61年10月13日、取締役会において、額面普通株式30万株を、発行価額50円で発行する旨の決議をし、当該30万株の全部を本件会社の従業員で組織する労働組合に割り当てた。上記新株発行については、商法280条ノ2第2項所定の株主総会の特別決議及び同第1項8号所定の取締役会決議はなされていない。</p> <p>本件会社の株主Aは、上記新株発行は「特ニ有利ナル発行価額」によるものであるにもかかわらず、株主総会の特別決議を経ないでなされた等と主張し、取締役の任務懈怠、労働組合の不法行為を理由に、新株発行により下落したAの株式の価額と新株発行がなかったと仮定した場合に算定されるそれとの差額を損害として、取締役及び労働組合に対して賠償を請求した。</p> <p>なお、Aが所有する株式数は、1万9300株であり、その割合は、上記新株発行前の発行済株式総数に対しては10.7%、新株発行後の発行済株式総数に対しては4%である。</p>	
裁判所の判断	
<p>一 争点1(一)について</p> <p>本件新株発行は、以下のとおり、株主以外の者に対し特に有利な発行価額をもって新株を発行する場合に該当すると認められる。</p> <p>1 商法280条ノ2第1項8号及び第2項の「特ニ有利ナル発行価額」とは、時価を基</p>	

準とする公正な発行価額を特に下廻る価額をいうものであり、この場合の公正な発行価額とは、旧株主に経済的損失を与えることのないように新株主に旧株主と同等の資本的寄与を求めながら、新株発行による資金調達という目的を達成することのできる価額、言い換えれば、資金調達の目的が達せられる限度で旧株主にとって最も有利な価額をいうと解するのが相当である。そして、その公正な発行価額は、一般的には、発行価額決定前の株式価格、売買出来高の実績、会社の資産状態、収益状態、配当状況、発行済株式総数、新たに発行される株式数、予想される新株の消化可能性等の諸事情を総合して、旧株主の利益と資本調達の実現という利益の調和の中に求められるべきものである。ところで、本件会社は株式を公開していないから、その株式は上場株式や店頭登録株式のような市場価額がなく、公正な発行価額を定める決定的な資料はないといわざるをえないが、当裁判所は、本件に関する限り、時価純資産方式を基本にしなが、会社の資産状態、収益状態、配当状況、株式の流通性などの修正要素を加味して、公正な発行価額を決定するのが適切であると考えらる。

2(一) 時価純資産方式は、会社資産を時価に評価替えした上、1株当たりの純資産額をもって株価とするものであり、会社に現存する有形無形の財産ないし会社の実体的価値を示す点で優れた評価方式と考えられる。そして、商法が公正な発行価額での新株発行を原則とする理由が、新株主に旧株主と同等の資本的寄与を求めることにあると解する以上は、公正な発行価額すなわち新株主が提供すべき出資額を判断するに当たって、旧株主の出資提供額ないし実質的持分の現在価値を指し示す時価純資産額を基本にすべきことは当然であり、特に、本件では、本件会社所有不動産の価額高騰による含み資産の増加を株式評価の中に反映させる必要がある。

さらに、取締役らは、昭和60年6月から昭和61年11月にかけてAとの間でA保有株式の譲渡、買取りにつき交渉した際、本件会社の株式が創業以来50円以外の価格で取引されたことはないと知っていたにもかかわらず、Aが提示した時価純資産方式による評価額を基礎に売買価額を決定することにつき、何ら異議を差し挟まずに、専ら、右方式を前提とする買受けの可能性を検討したところ、結局は資金不足を理由に買受けを断念したとの事実が認められ、これによれば、Aはもとより、本件新株発行直前に既に本件会社の発行済株式の40%以上を保有し、最大の株主となっていた労働組合など大多数の本件会社株主は、時価純資産方式の採用には理由があると認識していた事実を推認できるから、右方式による評価は、むしろ、本件会社の実態を反映しているといふことができる。

(二) 非上場株式の評価方法としては、右時価純資産方式のほか、一般に、ア 売買実例方式²¹、イ 配当還元方式、ウ 類似会社比準方式、エ 類似業種比準方式、オ 利益(収益)還元方式、カ 時価純資産方式と配当還元方式の併用方式、キ 時価純資産方式と類似業種比準方式との併用方式等が考えられるが、本件では、以下の理由により

²¹ 本ガイドラインにおける「取引事例方式」と同義。

時価純資産方式に優る評価方式は存しない。

(1)〔売買実例方式について〕

本件会社の株式が創業以来本件新株発行まで 50 円以外の価格で取引されたことがないとしても、右実例のすべてが額面の 1 株 50 円を経済的に合理的な株式価値と認識して取引したのとは認められないし、さらに、取締役らが挙げる売買実例における買主はすべて労働組合であり、かつ、本件会社は労働組合によって実質的に支配される極めて閉鎖性の強い会社であることを併せ考えると、売買価格 50 円による取引実例はいずれも特殊なケースというべきであるから、50 円を公正な発行価額ということとはできず、他に適切な売買実例は見当たらない。

(2)〔配当還元方式、時価純資産方式と配当還元方式との併用方式について〕

取締役らは、配当還元方式の採用を主張し、鑑定人〇〇も、本件新株発行直後の A 保有株式の株式価格については配当還元方式を採用して、右価格を 50 円と鑑定しているが、本件会社は、昭和 43 年から現在に至るまでの 20 余年にわたり無配の状態が続いており、将来における配当額予想を前提とする右方式の採用は困難というべきである。すなわち、無配が継続している場合、右方式は理論的正当性を持たず、定説と呼べるような株価算定方法も存在しない。

また、鑑定人〇〇は、本件新株発行直前の A 保有株式の株式価格については時価純資産方式と配当還元方式との併用方式を採用しているが、本件では配当還元方式の採用が困難であるばかりか、両方式は、依って立つ基盤を異にしており、両方式を併用することは理論的にも正当ではない。

(3)〔類似会社比準方式、類似業種比準方式、時価純資産方式と類似業種比準方式との併用方式について〕

適切な標本会社ないし標本業種が見当たらず、類似会社比準方式、類似業種比準方式及びこれらと他方式との併用方式を採ることはできない。

(4)〔利益還元方式について〕

会社の利益、収益の相当部分は配当に充てられることなく社内に留保されることが多いし、直接株主に利益を与えるものではないから、理論的に正当性があるとは考えられない。

(三) 取締役らは、A が再び経営に参加することは考えられず、時価純資産方式を採用すべき根拠としての経営支配力を欠いている旨主張するが、株式自体の属性としてその性質上当然に経営参加の可能性が否定されるというのではなく、それが A に帰属する限りで経営参加の可能性が乏しいということとどまり、また、本件において、右方式を採用すべき根拠は経営支配力の点に限られないから、時価純資産方式の正当性は否定されない。

(四) したがって、本件では、時価純資産方式を基本的に採用すべきである。

ただし、企業が継続する以上、株式を取得することによって直ちに取得株式割合に応

じた時価純資産を直接的に把握できるという筋合いのものではなく、会社解散による清算の時に初めて具体的持分として現れるにとどまるのであるから、時価純資産方式は、継続企業における株式の評価方式として完全な評価方式ということとはできない。1株当たりの時価純資産額がいかに高額であっても、会社の資産状態、収益状態、配当状況及びそれらの将来の見通しが芳しくなければ、時価純資産方式による株式価額そのままでは新株引受を期待できず、右のような事情を考慮して減額修正することが必要となる。また、投下した資本を回収する手段としては、現実には株式を譲渡するよりほかないから、株式の流通性ないし譲渡可能性の程度も当然考慮しなければならず、この観点からも減額修正（▲70%）を施す必要がある。

(2) 大阪高裁平成 11 年 6 月 17 日判決（判時 1717 号 144 頁、金判 1088 号 38 頁）

事案の概要

本件会社は、タクシー、貸切バス事業を目的として、昭和 33 年に設立された株式会社であり、資本金は 6500 万円、発行済株式総数は 10 万株である。

本件会社は、株主総会の特別決議を経て、昭和 61 年 8 月 20 日、特に有利な発行価額である 1 株 1000 円で、記名式普通額面株式 2 万株を発行した。

本件会社の株主である A らは、上記新株発行は会社支配権の確立を目的としたものであり、取締役の任務懈怠・違法行為に当たるなどと主張し、本件会社の取締役に対して損害賠償の請求をした。

裁判所は、上記新株発行について、取締役としての任務懈怠があり、任務懈怠について悪意又は重過失があることを認定したうえで、損害額の算定について、下記のとおり判示した。

裁判所の判断

(一) 株式の適正価格を算定するに当たっては、通常、配当還元方式・収益還元方式・純資産価額方式・類似業種比準方式が適宜採用されている。

(1) 配当還元方式は、会社支配の目的を有しない少数一般株主には適合するが、特定の第三者割当を予定する場合や、本件会社のように配当が経営者の意思によって左右される会社には適合しない。

(2) 収益還元方式は、将来各期に期待される利益を一定の利回りで還元計算するものであるが、会社の利益の多くは内部留保されることが多く、利益の増加が直ちに株主の収益の増加に結び付くものではない点で、会社の利益のみを基準とする方式は妥当とはいえない。

(3) 純資産価額方式には、帳簿価額による方法と時価による方法とがあり、時価にも会社解散を前提として処分価額と企業継続を前提とする価額とがあるが、新株発行時の適正価額を算出するには、企業継続を前提とした時価を基準として算定するのが相当である。

(4) 類似業種比準方式は、非上場株式の評価方法として広く利用されているが、各業種・

規模・利益・配当額等につき標本となるべき企業の選定に困難が伴う。

従って、本件においては、純資産価額方式と類似業種比準方式の双方を用い、両方式を一定の比率で按分して株価を算定するのが相当と考える。

(二) 証拠及び弁論の全趣旨によれば、次の事実が認められる。

(1) 昭和 59 年 9 月、本件会社が〇〇に対し新株を割り当てた際、同年 3 月期 (第 26 期) の決算に基づき類似業種比準方式に従って算定した株価は 1 株当たり 3907 円であった。

(2) 本件会社の昭和 61 年 3 月期 (第 28 期) の決算に基づき類似業種比準方式に従って算定した株価は 1 株当たり 2617 円であった。

(3) 右昭和 59 年 3 月期の決算に基づき、公認会計士△△作成の鑑定評価書を基礎に時点修正等を行った後の本件会社の評価後純資産は、次のとおり 1 株当たり 9023 円となる。

(ア)～(イ) 略

(4) 取締役らは、純資産価額方式による場合は帳簿価格によるべきで時価に修正評価すべきでないとして主張するが、同方式は会社の実質的価値を評価して株価を算定するものであるから、時価評価が可能な場合にはそれによるのが相当である。右主張は採用できない。

(三) 以上のように、本件会社の昭和 61 年 3 月期の決算を基礎に株価を算定すると、類似業種比準方式では 1 株当たり 2617 円であり、純資産価額方式では 1 株当たり 9023 円となるので、前者を 2、後者を 1 の割合で按分するのが相当と認められ、そうすると、1 株当たりの株価は 4752 円となる。

(3) 大阪地裁平成 15 年 3 月 5 日判決 (判時 1833 号 146 頁、判タ 1152 号 247 頁、金判 1172 号 51 頁)

事案の概要

本件会社は、大正 8 年に設立された殺虫剤等の製造販売業を営む株式会社であり、資本金は 9660 万円、発行済株式総数は 193 万 2000 株、純資産額は 285 円である。

本件会社は、5 万 8000 株 (約 3%) を所有する株主 A から当該株式を代金 10 億 9794 万円 (1 株当たり 1 万 8930 円) で自己株式として買い取ったが、本件会社の株主 B は、当該自己株式の取得は違法なものであるから、自己株式の取得により本件会社に生じた損害について、当該自己株式の取得時の取締役を被告として、株主代表訴訟を提起した。

裁判所は、上記自己株式の取得が違法であり、その当時の取締役に損害賠償責任があることを認定したうえで、損害額について、下記のとおり判示した。

裁判所の判断

(ア) 評価方式は、時価純資産方式による評価額 2、収益還元方式による評価額 1 の各割合で加重平均する併用方式を採用する。

本件自己株式の取引当事者である A 及び本件会社は、共に被告ら〇〇一族が支配権を有

する会社であり、本件自己株式の譲渡は、支配株主間における株式移動にほかならないから、本件自己株式の価格は企業支配株式として評価することが相当であり、評価方式としては、時価純資産方式及び収益還元方式の併用方式によるべきである。そして、本件会社が、その総資産のうち多額の営業に直接関わりのない資産を有しており、かつ、営業用資産とそれ以外の資産とを明確に区分することができないことを勘案すれば、時価純資産方式による評価に重点を置くことが相当であり、時価純資産方式による評価額 2 に対し、収益還元方式による評価額 1 の割合で加重平均することが相当である。

(イ) 時価純資産評価方式による評価額は、1 株当たり 1 万 8857 円である。

(ウ) 収益還元方式による評価額は、1 株当たり 5494 円である。

本件会社では、価格時点当時、投資計画まで含めた利益計画を策定していないため、将来キャッシュフローの予測が極めて困難であることから、ディスカунテッド・キャッシュフロー法 (DCF 法) を採用せず、1 株当たりの予想税引後利益を資本還元率²²で除して 1 株当たりの評価額を算出する収益還元方式を採用する。

まず、1 株当たりの予想税引後利益について、価格時点を含む過去 5 期間の税引前利益から税負担額を控除した額の平均値によって算出すると、375.8 円となる。

次に、資本還元率については、長期利子率に危険負担率 (リスクプレミアム) を加算する方法を採用する。そして、長期利子率を過去 10 年間 (平成 5 年から平成 14 年まで) の長期プライムレートの平均値により 2.63% とし、リスクプレミアムを 4.21% (将来収益が不確実であるリスク 2.63% に市場性を欠くことによるリスク 1.58% を加算したもの) とするのが相当であるので、資本還元率は、6.84% となる。

3. 不公正な価額による新株発行に係る差止仮処分申立事件

- (1) 東京地裁平成 6 年 3 月 28 日決定 (判時 1496 号 123 頁、判タ 872 号 276 頁、資料版商事法務 122 号 168 頁)

事案の概要

本件会社は、ラジオ放送事業等を目的として、昭和 29 年に設立された株式会社であり、資本金は 5 億円、発行済株式総数は 100 万株、株主総数は 279 人である。

本件会社の平成 5 年 3 月期の売上高は約 412 億円に上り、民放ラジオ業界においては、昭和 40 年以来、売上高第 1 位を続けてきている。本件会社の業績は順調で、最近では 1 株当たり 60 円の配当を継続している。

本件会社は、平成 6 年 1 月 26 日、取締役会において、額面普通株式 20 万株を 1 株 1 万 7000 円で発行し、取引金融機関等 20 社に割り当てる旨の決議を行った。その上で、同年 3 月 7 日、上記新株発行について、株主総会の特別決議がなされた。

²² 本ガイドラインにおける「割引率」と同義。

本件会社の発行済株式総数の約 13.1%の株式を有し、筆頭株主であるAは、上記新株発行について、「特ニ有利ナル発行価額」によるものであるとして、新株発行差止仮処分を申し立てた。

裁判所の判断

二 発行価額が特に有利かどうかについて

1 まず、本件新株の公正な発行価額の算定方式として、類似会社比準方式が適当であるかどうかを検討する。

(一) 類似会社比準方式を採用するためには、類似会社が存在すること、その選定が適切に行われることが必要である。あまりに厳密に類似性を要求すると、およそこの方式は採り得ないことになるが、少なくとも業種、規模等の基本的な点において、ほぼ同種で、大きな差がない場合でなければ類似会社として取り扱うべきでないことには異論がなからう。

本件会社は、本件新株の発行価額を決定するにあたっては、中部日本放送、朝日放送、RKB毎日放送を類似会社とする類似会社比準方式に基づく鑑定結果（1万5600円）をひとつの参考数値としていた。しかし、右三社は、同じ放送業であり、企業規模については対比に耐え得ないものではないとしても、本件会社がそれ自体としてはラジオ単営であるのに対し、テレビ単営又はラジオ・テレビ兼営という違いがある。現在では、ラジオ放送とテレビ放送は、事業として、とくにその情報メディアとしての性格や成長性等において相当に異なり、同種といい得るか疑問のようである。現在では、本件会社も右のような理由により右三社を類似会社と主張せず、本件会社に類似会社は存在しないと主張している（なお、このように価額算定の根拠ないし価額の公正さの説明方法を無定見に変更することが好ましいことではないことはいうまでもないが、公正な発行価額自体は客観的に決められるべきことであるから、右の点はここでは問題にしない。）。また、後述のように、本件会社についてはフジテレビジョンという極めて大規模な会社を子会社としている点も、大きな相違点として、類似会社とみることの障害になると考えられる。

(二) それでは、Aの主張するように、フジ・サンケイグループ各社を一体的に企業集団としてとらえて、東京放送、日本テレビ放送網を類似会社とみるべきであろうか。

なるほど、親子会社については連結決算を見なければ全体的な財務状態を的確にとらえることはできない場合は多いであろうし、企業集団というものがひとつの社会的・経済的実体をもつこと、子会社の資産・経営状態が親会社の株価に影響を与えることは否定し難い事実であろう。しかし、親会社と子会社は、別個の法人格を有しているのであるから、計算は会社ごとに行われるわけで、子会社の資産や収益がすべて親会社の資産・収益になるものではないし、親会社が子会社の全株式を保有する場合でないかぎり、親会社が子会社のために子会社の利益を度外視して自由にこれを支配することも困難と思われる。本件の場合、本件会社はフジテレビジョンの株式約51%

を有するにすぎず、また、会社の規模としては、例えば売上高でいえばフジテレビジョンは本件会社の約 7 倍（平成 5 年 3 月決算で約 2700 億円と約 400 億円）であるように、子会社の方が圧倒的な規模の大きさを誇っている関係にある。本件会社がフジテレビジョンの資産・利益を完全に支配しているとみて、フジテレビジョンの資産・利益を本件会社のそれと同一視することは、法的にはもちろん、社会的・経済的な観点からも妥当性を欠く面があると考えられる。前述のように、子会社の資産・経営状態が親会社の株価に影響を与えることは事実であろうが、本件の本件会社とフジテレビジョンのような関係にあるとき、例えば市場において双方の株価にどの程度影響していると考えられるか、明らかにした資料は提出されていない。

したがって、本件会社だけでなくフジテレビジョンやポニーキャニオンを含めて一体的に企業集団としてとらえた上で類似会社比準方式を適用すべきであるとの A の主張は採用できないから、右主張を前提として東京放送、日本テレビ放送網が類似会社であるとする A の主張も採用できない。

放送業で上場されているのは、今までに検討した 5 社以外にはないから、結局、本件会社には類似会社が存在しないことになる。

(三) 略

2 次に、時価純資産方式（A が第一次的に主張するのは、再調達時価純資産方式のようである）ないし収益還元方式又はこれらの加重平均方式を採るべきかどうかを検討する。

(一) 時価純資産方式にせよ、その一類型というべき再調達時価純資産方式にせよ、会社の純資産の価額を直接的な形で株式の価額の算定基礎とするものであって、株式が会社財産に対する持分としての性格を有していること、商法上も株価の算定について会社の資産状態が斟酌すべき事情の例示として挙げられている場合があること（204 条ノ 4 第 2 項）などに照らしても、場合によっては有力な価額算定方式たるべきものと考えられる。例えば、会社が解散・清算することが予定あるいは予想される場合や、小規模会社の圧倒的支配株主のように、株主が会社財産について、いわば煮て食おうが焼いて食おうが自由といった類の完全な支配権を有している場合、あるいは M&A によって会社の支配権を買収しようとする場合などには、適する方式といえるであろう。

しかしながら、そうした支配権を有しない一般の株主にとって、会社が継続する限り、いかに会社が含み資産を保有しているとしても、右含み資産の処分利益（あるいは再調達価格相当の利益）は直接取得あるいは支配する現実的可能性のないものであるから、この場合、時価純資産方式によって株価を算定することは、株式に現実的な経済的価値以上の価額を付することになるのであって、妥当とはいえない。

本件会社の場合、解散・清算することなどおよそ予想されない会社であることは当事者双方が認めるところであり、また、本件新株の割当を受ける者らが本件会社の支

配権を取得することになるものではないことも明らかであるから、本件新株の公正な発行価額を算定するにあたって、時価純資産方式又は再調達時価純資産方式を採用することは適当といえない。

- (二) Aは、非支配株主という概念は、支配株主が存在する場合のものであって、本件会社のように支配株主が存在しない場合、非支配株主であるとの理由で時価純資産方式の採用を否定するのは不当であると主張するが、純資産の価値を直接取得あるいは支配する現実的可能性がないという点は、本件会社のような大会社における持株比率数%といった少数株主一般について、他に支配株主が存在するかどうかに係わりなくいい得ることである。時価純資産方式を採用できない理由は、文字どおり「非」支配株である点にあるのであって、「被」支配株である点にあるのではないと解すべきである。

なお、純資産方式は採用できないが、これによって算定した価額が企業継続を前提として配当還元方式により算定した価額よりも高いときは、会社は株主の利益のために即時に解散されるべきであるから、純資産方式による価額には、株価の最低限を画するという意義があるとする見解もある。しかし、株主が現実的に取得・支配する可能性のある利益を基準と考えて配当還元方式を採りながら、現実的には予定あるいは予想されない解散・清算を前提とするのは、首尾一貫しない態度というべきである。実際にも、多くの裁判例において、純資産方式による価額は最低限のものとして機能してはないのであって、このことは、右のような見解が、株価の現実的価値を考えるにあたって一般的に受け入れられているものではないことを示しているともいえよう。

- (三) 収益還元方式についても、非支配株主にとって直接取得あるいは支配する現実的可能性がない内部留保を株主に帰属する利益と考える点で、純資産方式と同じ問題点を含んでおり、前同様の理由で、本件新株の公正な発行価額を算定する方式としては適切でない。

また、右のような理由で時価純資産方式及び収益還元方式のいずれも本件に適切でない以上、それらの加重平均方式も、当然のこととして、本件に適切ではない。

もっとも、株式が公開される場合、その株価には配当利益だけでなく純資産や内部留保の価額が反映され、その機会に株主はキャピタルゲインを獲得することにはなるであろう（ただし、その場合でも、純資産や内部留保の価額がそのまま株価の上に実現されるものではあるまい。）。したがって、株式の公開が現実の日程に上った場合には、その点を適切に考慮した株価が相当とされるであろう。しかし、このことは時価純資産方式や収益還元方式を採用することとは別のことであるばかりでなく、前述のように、本件会社については株式の公開が現実の日程にまで上っているわけではない。

- 3 以上述べた、類似会社比準方式、時価純資産方式及び収益還元方式が採用し難い理由

の反面として、本件新株の公正な発行価額を算定する方式としては、配当還元方式が適切であるといわざるを得ない。そして、配当還元方式の中でも、ゴードンモデルといわれる方式は、収益の内部留保による将来の配当の増加をも計算の基礎に加える点で、より優れていると考えられる。

もちろん、ゴードンモデル方式による算定価額も、種々の仮定や数値の選択に基づくひとつの理論上の価額にすぎないから、有効性に一定の限界はあろう。資本還元率や再投資率、内部留保率の数値の採り方の妥当性については、本件の場合も、議論の余地があるものと思われる。しかし、本件会社のように、類似会社が存在せず、非上場だが、概ね順調な業績を続け安定した配当を行っている大規模会社の非支配株に関する価額算定方法としては、株主が現実的に期待し得る利益を理論的に算定するものとして、さしあたりその相対的な適切さを肯定すべきである。

「非上場株式の評価の在り方に関する委員会」
委員名簿

(敬称略・50音順)

委員長 岡村 正 日本商工会議所 会頭

委員 池田 隼啓 日本税理士会連合会 会長

品川 芳宣 早稲田大学大学院会計研究科 教授

増田 宏一 日本公認会計士協会 会長

宮崎 誠 日本弁護士連合会 会長

「非上場株式の評価の在り方に関する委員会専門委員会」
委員名簿

(敬称略・50音順)

委員長	品川 芳宣	早稲田大学大学院会計研究科 教授
委員	青山 伸悦	日本商工会議所 理事・産業政策部長
	飯野 一宏	株式会社日本 M&A センター 執行役員・経営企画室長 公認会計士・税理士
	上畠 英明	りそな銀行 個人ソリューション営業室 グループリーダー
	後 宏治	税理士法人 UAP パートナー 公認会計士・税理士
	檜谷 隆夫	檜谷公認会計士事務所 公認会計士・税理士
	小池 正明	日本税理士会連合会 税制審議会専門委員長
	坂上信一郎	日本公認会計士協会 経営研究調査会紛争処理会計専門 部会長
	渋谷 雅弘	東北大学公共政策大学院 院長
	杉山 正義	株式会社タクトコンサルティング 税理士
	鈴木 広典	トキワユナイテッドパートナーズ LLP 代表パートナー 税理士
	鳥飼 重和	鳥飼総合法律事務所 代表弁護士
	野口 真人	株式会社プルータス・コンサルティング 代表取締役 CEO
	平田 統久	三菱 UFJ 信託銀行 プライベートバンキング営業部 オーナーコンサルティング室 室長
	水野 紀子	東北大学大学院法学研究科 教授
	吉岡 毅	吉岡毅法律事務所 弁護士

(事務局)

中嶋 克久 株式会社プルータス・コンサルティング 代表取締役
公認会計士
中小企業庁財務課