

# 非公開企業の株式評価におけるDCF方式定着化への課題

——判例にみる税法優位の現実——

*The Problems to be Solved in order for the Discounted-Cash-Flow Method to Take Root in Appraisal of Shares of Closed Company : Predominance of Tax Law in Judicial Precedents*

安達 巧\*

## 目次

|     |                      |
|-----|----------------------|
| I   | はじめに                 |
| II  | 非公開企業の株式評価方式         |
| 1.  | 法人税〔法〕における評価方式       |
| 2.  | 相続税〔法〕における評価方式       |
| 3.  | 所得税〔法〕における評価方式       |
| 4.  | その他の評価方式             |
| III | 判例にみる非公開企業の株式評価の法的判断 |
| 1.  | 判例の概況                |
| 2.  | 判例の紹介                |
| 3.  | 検討                   |
| IV  | 結びに代えて               |

## I はじめに

1998年11月に投資組合事業有限責任組合法が施行され、わが国においても新規産業やベンチャー企業の育成を支援する環境が従来よりは整いつつある。新法の施行により中堅ベンチャーキャピタルの立ち上げや外資系ベンチャーキャピタルの日本進出が相次ぎ<sup>1)</sup>、こうしたベンチャーキャピタルから資金援助を受けた新興企業の株式公開も散見されるようになった<sup>2)</sup>。また、一時は時価総額で東京三菱銀行や野村証券をも凌ぐまでに成長したソフトバンク<sup>3)</sup>は積極的なM&A（買収・合併）により事業規模を拡大してきたことで有名であり、必要な経営資源を一気に手中にできるM&A<sup>4)</sup>は、今後、あらゆる規模の会社が活用すると予想される<sup>5)</sup>。

さらに、有力な商法学者も「平成九年の独占禁止法改正によりいわゆる純粋持株会社が解禁され、これに伴う商法・税法等の整備が進めば、今後、持株会社形態により結合企業が営まれる例が増えると予想されるが、持株会社の株主や債権者にとって連結財務諸表は不可欠の情報開示手段となる」<sup>6)</sup>と指摘されており、今後は、事業拡大のみならず事業再編の視点からもM&Aが経営戦略の重要な選択肢になってくると思われる。

\*ADACHI, Takumi [情報システム学科]

周知の通り、M&Aの交渉において最大の関心事となるのは買収価額である。しかしながら、買収価額は最終的には交渉により決定するため、交渉時点での企業価値<sup>7)</sup> = 買収価額になるとは限らない。また、産業構造やビジネスモデルが変化する中で<sup>8)</sup>、事業そのもの(人・アイデアを含む)を評価する観点为企业評価<sup>9)</sup>の過程においても要請されている。M&Aの実現により「売り手」側の株式が「買い手」側に移る以上、「売り手」側の株式評価額が買収価額の基礎となることは明かだが、「売り手」が非公開会社の場合には客観的な評価が容易でない<sup>10)</sup>。

法人税法が非上場株式の売買価格について規定していないこともあって、実務上は、「評価損を計上する場合の期末の時価」に関する法人税基本通達に基づいて売買価格の決定をなしているという<sup>11)</sup>。しかし、「基本通達は、……課税に固有な目的の下に成立したものであり、他への流用に適さない要素を含む」<sup>12)</sup>ことは従来から指摘されており、基本通達に定める方式よりも理論的に優れた非公開株式の評価方式が存在するのであれば、その採用を促すと同時に、制度面での補填を早急に施す必要があると思われる。

筆者は、急成長するようなベンチャー企業の未公開株式を含む非公開会社の株式価値<sup>13)</sup>を評価すべき局面が今後は更に増大し、それ故に、評価目的によって相違しない株式価値算定方式を確立し法的枠組みとしても採用することが求められているとの認識を有している<sup>14)</sup>。こうした認識の下、本稿は、非公開株式の法的評価の側面につき、経営財務論の立場からの問題提起をなす一助となることを意図している。紙面の制約上、株式評価に関するこれまでの判例を概観することに主眼を置き稿を進めるが、判例においては、優れた株式評価方式として経営財務論的には一般化しているディスカунテッド・キャッシュフロー方式(discounted-cash-flow method: 企業評価の世界では株価に最も重要な影響を与える要因として定説化<sup>15)</sup>している将来キャッシュフローを用いた方式で、以下、DCF方式と略記)が検討すらされていない点は注目すべきだと思われる。なお、DCF方式については、判例の検討の折に簡単に紹介するが、DCF方式の採用を定着させるための方策等は別稿に譲る。

## II 非公開企業の株式評価方式

### 1. 法人税〔法〕における評価方式

法人税法では、有価証券を上場有価証券、非上場有価証券、企業支配株式の3つに分類し、さらに、そのうちの非上場有価証券を気配相場のある株式<sup>16)</sup>と気配相場のない株式とに区分

する。しかしながら、非上場有価証券の売買価額に関する規定は条分の上では存在していない。したがって、気配相場のない株式の期末時価については、原則として、次の区分に応じ次によるとの通達が出されている（法人税基本通達91-1-4）。

- (イ) 売買実例があるもの——当該事業年度終了の日前6ヶ月間において、売買の行われたもののうち適正と認められる価額
- (ロ) 公開途上にある株式（証券取引所が財務大臣に対して株式の上場の承認申請を行うことを明らかにした日から上場の日の前日までのその株式、及び日本証券業協会が株式を登録銘柄として登録することを明らかにした日から登録の日の前日までのその株式）——証券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
- (ハ) 売買実例のないものでその株式を発行する法人と事業の種類、規模、収益の状況が類似する他の法人の株式の価格があるもの（(ロ)に該当するものを除く）——当該価格に比準して推定した価額
- (ニ) (イ)から(ハ)までに該当しないもの——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金額

なお、売買実例のない株式については、上記(イ)及び(ロ)に該当するものを除き、法人が相続税財産評価に関する基本通達（以下、財産評価基本通達）の178から189-6まで〈取引相場のない株式の評価〉の例によって算定した価額によっては（同通達の178と179については、図表1及び図表2を参照）、課税上弊害がない限り、次によることを条件としてこれを認めることとされている（法人税基本通達91-1-5）。

- a 当該株式の価額につき財産評価基本通達179の例により算定する場合（同通達189-2の(1)において同通達179に準じて算定する場合を含む）において、当該法人が当該株式の発行会社にとって同通達188の(2)に定める「中心的な同族会社」に該当するときは、当該発行会社は常に同通達178に定める「小会社」に該当するものとしてその例によること。
- b 当該株式の発行会社が土地（土地の上に存する権利を含む）又は証券取引所に上場されている有価証券を有しているときは、同通達185の本文に定める「一株当たりの純資産価額（相続税評価額によって計算した金額）」の計算に当たり、これらの資産については当該事業年度終了の時ににおける価額によること。

図表1 取引相場のない株式の評価の区分（財産評価基本通達178）

| 規模区分 |  | 総資産額（帳簿価額によって計算した金額）及び従業員数 | 直前期末以前1年間における取引金額          |                     |
|------|--|----------------------------|----------------------------|---------------------|
| 大会社  | 従業員数が100人以上の会社又は右のいずれか1に該当する会社               | 棚卸業                        | 20億円以上（従業員数が50人以下の会社を除く）   | 80億円以上              |
|      |  | 小売・サービス業                   | 10億円以上（従業員数が50人以下の会社を除く）   | 20億円以上              |
|      |  | 棚卸業、小売・サービス業以外             | 10億円以上（従業員数が50人以下の会社を除く）   | 20億円以上              |
| 中会社  | 従業員数が100人未満の会社で右のいずれか1に該当する会社（大会社に該当する場合を除く） | 棚卸業                        | 7,000万円以上（従業員数が5人以下の会社を除く） | 2億円以上<br>80億円未満     |
|      |  | 小売・サービス業                   | 4,000万円以上（従業員数が5人以下の会社を除く） | 6,000万円以上<br>20億円未満 |
|      |  | 棚卸業、小売・サービス業以外             | 5,000万円以上（従業員数が5人以下の会社を除く） | 8,000万円以上<br>20億円未満 |
| 小会社  | 従業員数が100人未満の会社で右のいずれにも該当する会社                 | 棚卸業                        | 7,000万円未満又は従業員数が5人以下       | 2億円未満               |
|      |  | 小売・サービス業                   | 4,000万円未満又は従業員数が5人以下       | 6,000万円未満           |
|      |  | 棚卸業、小売・サービス業以外             | 5,000万円未満又は従業員数が5人以下       | 8,000万円未満           |

図表2 取引相場のない株式の評価の原則（財産評価基本通達179）

- (1) 大会社——類似業種比準価額。ただし、1株当たりの純資産価額（相続税評価額によって計算した金額）により評価することもできる。
- (2) 中会社——類似業種比準価額×L+1株当たりの純資産価額×(1-L)にて算定。  
 なお、類似業種比準価額に代えて1株当たりの純資産価額（相続税評価額によって計算した金額）により計算することもできる。また、算式中の「L」は類似業種比準方式の折衷割合であり、会社の規模により0.90の会社（中会社の大）、0.75の会社（中会社の中）、0.60の会社（中会社の小）がある。
- (3) 小会社——1株当たりの純資産価額（相続税評価額によって計算した金額）。ただし、「L」を0.50として(2)の定めにより評価することもできる。

## 2. 相続税〔法〕における評価方式

相続税法第22条は、「相場、遺贈、又は贈与に因り取得した財産の価額は、当該財産の取得の時における時価により」と規定し、財産の価額は時価によって評価するという時価主義の原則を定める。その上で、「時価」の意義については財産評価基本通達1-2において次のように規定する。

「財産の価額は、時価によるものとし、時価とは、課税時期（相続、遺贈又は贈与に因り財産を取得した日又は法の規定により相続、遺贈又は贈与に因り取得したものとみなされた財産のその取得の日をいう。以下、同じ。）において、それぞれの財産の現況に応じ、不特定多数の当事者間で自由な取引が行われる場合に通常成立すると認められる価額をいい、その価額は、この通達の定めによって評価した価額による。」

ただ、上場株式であれば、市場が形成されているために時価の把握もさほど困難ではないが、非公開株式の場合は株式評価のための時価把握は極めて難しいと考えられる。したがって、既述した財産評価基本通達の178から189-6までに定める方式により株式評価額が決定される。

## 3. 所得税〔法〕における評価方式

所得税法には、非公開株式の売買価額に関する明確な条文は存在しない。だが、所得税基本通達23-35共-9には「純資産価額等を斟酌して取引されると認められる価額」とあることから、法人税法と同じ扱いになると理解され、実務上もそのようになされているようである<sup>17)</sup>。

以上から明らかなように、純資産価額方式、類似業種比準方式、配当還元方式の3方式が税法を意識した評価方式といえる。

## 4. その他の評価方式

前述の評価方式の他には、会社のフローに着目した収益還元方式とDCF方式が実務上は用いられている<sup>18)</sup>。両者の違いは、収益還元方式が収益を利益として展開するのに対し、DCF方式は収益を資金上の収入として展開する点にある。収益還元方式による株価は次の算式により求められる。

株価＝将来の予想年間配当÷資本還元率÷発行済株式総数

なお、DCF方式の概要は後述する。

### Ⅲ 判例にみる非公開企業の株式評価の法的判断

#### 1. 判例の概況

株式評価に関する主要な判例を判決日順に並べたものが図表3及び図表4である。筆者は判例体系CD-ROMを基に検索したが、判例集等に未掲載のものなどは抽出できないため必ずしも関係判例を網羅しているわけではない。また、評価方法ごとに分類するよりも、株式の評価が問題となった法的局面ごとに分類するほうが新しい類似の問題に対処するときの参考のためにも有益との見解もあるようだが<sup>19)</sup>、「裁判所は、株式の評価を、すでに確立している評価基準によって行わざるを得なかった」<sup>20)</sup>との批判的指摘も存在することに鑑みれば、法的局面にのみ焦点を合わせた分類が望ましいのかは疑問である。したがって、筆者は、特に法的局面ごとの分類に拘泥することなく図表3及び図表4を作成している。

#### 2. 判例の紹介

図表3から明らかな通り、判例では税法を意識して財産評価基本通達に基づいた評価方式の採用（単独方式及び併用方式を含む）が多いが、非公開株式の評価に関する判例のうちの一つについては収益還元方式を用いている。以下では、収益還元方式を用いた判例のうち異なる高等裁判所が下した最近の判例二つ（図表3及び図表4における21番と32番の判例）を紹介するが、いずれも、収益還元方式を用いているとはいえ、実際には直近五年間の最低レベルの純利益を割引率10%で割って無限数列の和の現在価値を求める等の方法でしか株価を算定していない。また、将来の利益を予想するような作業も、将来のキャッシュ・フローを予測するDCF方式的な作業も裁判所は実施しておらず、客観性の立証が困難といわれる<sup>21)</sup>収益方式の採用には裁判所は消極的と考えられる。

##### (1) 南紡績株式会社事件<sup>22)</sup>

###### ① 事実の概要

南紡績株式会社（以下、Y社）は非上場非公開の同族会社であり、Y会社代表取締役Aの義弟にあたるX<sub>1</sub>は、Y会社の発行済株式総数200万株のうち6万440株を所有する株主であると同時にY社取締役でもあった。X<sub>1</sub>はY会社及び関連会社の経営方針に関してAと意見が対立してY社の取締役を昭和55年8月に辞任したが、辞任後の同年10月にY会社から株式譲渡制限に関する定款変更を目的とする株主総会召集通知を受け取った。X<sub>1</sub>は、Y社株主であるX<sub>2</sub>（所有株式数は8万1400株）、X<sub>3</sub>（所有株式数は1万9670株）とともに総会期日前に書面にて譲渡制限

図表3 非公開株式の評価方式に関する判例一覧（判決順）

| 番号 | 事件の概要        | 判決日           | 採用された評価方式 |      |      |      |   |  |
|----|--------------|---------------|-----------|------|------|------|---|--|
|    |              |               | 純資産       | 配当還元 | 類似比準 | 収益還元 | 他 |  |
| 1  | 損害賠償請求(株式会社) | S. 39. 5. 15  | ○         |      |      |      |   |  |
| 2  | 株式買取価格決定(協組) | S. 46. 1. 19  |           |      | ○    |      |   |  |
| 3  | 持分払戻請求       | S. 44. 12. 11 | ○         |      |      |      |   |  |
| 4  | ｼﾞ 株式売買価格決定  | S. 46. 1. 19  |           |      | △    |      |   |  |
| 5  | ｼﾞ 株式売買価格申請  | S. 47. 4. 13  | ○         |      |      |      |   |  |
| 6  | 株式買取価格決定     | S. 47. 4. 15  |           |      |      |      | × |  |
| 7  | 新株発行差止仮処分異議  | S. 47. 4. 19  |           | 対比   |      |      |   |  |
| 8  | 新株発行差止仮処分異議  | S. 48. 11. 29 |           |      |      |      | × |  |
| 9  | 株式価格決定非訟申請   | S. 50. 3. 31  | 1         |      | 1    |      |   |  |
| 10 | 新株発行差止仮処分申請  | S. 51. 4. 30  | 対比        |      |      |      |   |  |
| 11 | ｼﾞ 株式価格決定申請  | S. 51. 12. 24 | 1         |      |      | 1    |   |  |
| 12 | 新株発行差止仮処分申請  | S. 52. 8. 30  |           |      | 対比   |      |   |  |
| 13 | 出資持分払戻請求(企組) | S. 54. 2. 23  | ○         |      |      |      |   |  |
| 14 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | S. 50. 10. 4  | 4         | 4    | 1    |      | 1 |  |
| 15 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | S. 55. 3. 28  |           |      | ○    |      |   |  |
| 16 | 持分払戻請求控訴(合資) | S. 55. 5. 20  | ○         |      |      |      |   |  |
| 17 | 損害賠償請求       | S. 55. 6. 12  | 対比        |      |      |      |   |  |
| 18 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | S. 58. 1. 28  | 1         | 2    | 1    |      |   |  |
| 19 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | S. 59. 6. 14  | ○         |      |      |      |   |  |
| 20 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | S. 59. 10. 30 | 1         |      | 1    |      |   |  |
| 21 | 株式買取価格決定申請   | S. 60. 6. 18  | 4         | 3    |      | 3    |   |  |
| 22 | 株式買取価格決定申請   | S. 60. 6. 18  | 3         | 4    |      | 3    |   |  |
| 23 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | S. 62. 5. 18  | 2         | 1    | 1    | 1    |   |  |
| 24 | 持分払戻請求(合資会社) | S. 62. 9. 29  | ○         |      |      |      |   |  |
| 25 | 新株発行無効請求     | S. 62. 12. 17 |           |      |      |      | × |  |
| 26 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | S. 63. 1. 21  |           | ○    |      |      |   |  |
| 27 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | S. 63. 1. 29  | 4         |      |      | 6    |   |  |
| 28 | 株式売買決定       | S. 63. 2. 8   | ○         |      |      |      |   |  |
| 29 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | S. 63. 12. 12 | 7         |      |      | 3    |   |  |
| 30 | 株券引渡請求       | H. 1. 2. 3    |           |      |      |      | ○ |  |
| 31 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | H. 1. 3. 28   |           | ○    |      |      |   |  |
| 32 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | H. 1. 5. 23   | 2         | 6    |      | 2    |   |  |
| 33 | 損害賠償等請求      | H. 2. 2. 28   |           |      |      |      | × |  |
| 34 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | H. 2. 6. 15   | 3         | 7    |      |      |   |  |
| 35 | 株券発行請求控訴     | H. 3. 5. 30   |           |      |      |      | ○ |  |
| 36 | ｼﾞ 株式売買価格決定  | H. 3. 9. 26   | 1         | 1    |      |      |   |  |
| 37 | 株主権確認請求      | H. 4. 4. 17   |           | 選    |      |      | 選 |  |
| 38 | 株主権確認請求控訴    | H. 5. 6. 29   |           | 選    |      |      | 選 |  |
| 39 | 新株発行差止仮処分命令  | H. 6. 3. 28   |           | 対比   |      |      |   |  |

図表4 判例一覧（図表3）の収録文献等

| 番号 | 裁判所・判決日・判決収録文献 |             |                                   |
|----|----------------|-------------|-----------------------------------|
| 1  | 東京地判           | 昭和39年5月15日  | 下民集15巻5号1078頁                     |
| 2  | 大阪地判           | 昭和43年9月26日  | 下民集19巻9・10号568頁                   |
| 3  | 最判             | 昭和43年9月26日  | 民集23巻12号2447頁(下級審:名古屋地裁、名古屋高裁)    |
| 4  | 東京高判           | 昭和46年1月19日  | 判時618号77頁(原審:静岡地裁)                |
| 5  | 東京高判           | 昭和47年4月13日  | 判時667号78頁(原審:横浜地裁)                |
| 6  | 東京高判           | 昭和47年4月15日  | 判夕279号338頁(原審:東京地裁)               |
| 7  | 大阪地判           | 昭和47年4月19日  | 判時691号74頁                         |
| 8  | 大阪地判           | 昭和48年11月29日 | 判時731号85頁                         |
| 9  | 高松高判           | 昭和50年3月31日  | 判時787号109頁(原審:高松地裁)               |
| 10 | 佐賀地判           | 昭和51年4月30日  | 判時827号107頁                        |
| 11 | 東京高判           | 昭和51年12月24日 | 判時846号105頁(原審:横浜地裁)               |
| 12 | 東京地判           | 昭和52年8月30日  | 金融・商事判例533号22頁                    |
| 13 | 最判             | 昭和54年2月23日  | 民集33巻1号125頁(下級審:東京高裁、前橋地裁)        |
| 14 | 名古屋高判          | 昭和54年10月4日  | 判時949号121頁(原審:名古屋地裁)              |
| 15 | 広島高判           | 昭和55年3月28日  | 「株式評価判例の分析」[関(1987)]335頁(原審:広島地裁) |
| 16 | 名古屋高判          | 昭和55年5月20日  | 判時975号110頁(原審:名古屋地裁)              |
| 17 | 東京地判           | 昭和56年6月12日  | 判時1023号116頁                       |
| 18 | 大阪高判           | 昭和58年1月28日  | 金融・商事判例685号16頁(原審:京都地裁)           |
| 19 | 東京高判           | 昭和59年6月14日  | 判時1125号164頁(原審:東京地裁)              |
| 20 | 東京高判           | 昭和59年10月30日 | 判時1136号141頁(原審:東京地裁)              |
| 21 | 大阪高判           | 昭和60年6月18日  | 判時1176号132頁(原審:大阪地裁)              |
| 22 | 大阪高判           | 昭和60年6月18日  | 別冊商事法務101号208頁(原審:大阪地裁)           |
| 23 | 京都地判           | 昭和62年5月18日  | 判時1247号130頁                       |
| 24 | 名古屋地判          | 昭和62年9月29日  | 判時1264号128頁                       |
| 25 | 京都地判           | 昭和62年12月17日 | 金融・商事判例794号27頁                    |
| 26 | 福岡高判           | 昭和63年1月21日  | 判夕622号207頁(原審:福岡地裁)               |
| 27 | 最判             | 昭和63年1月29日  | 別冊商事法務101号214頁(下級審:大阪高裁、大阪地裁)     |
| 28 | 仙台高判           | 昭和63年2月8日   | 判時1272号136頁(原審:青森地裁)              |
| 29 | 東京高判           | 昭和63年12月12日 | 金融・商事判例820号32頁(原審:東京地裁)           |
| 30 | 京都地判           | 平成元年2月3日    | 判時1325号140頁                       |
| 31 | 大阪高判           | 平成元年3月28日   | 判時1324号140頁(原審:大阪地裁)              |
| 32 | 東京高判           | 平成元年5月23日   | 判時1318号125頁(原審:東京地裁)              |
| 33 | 大阪地判           | 平成2年2月28日   | 判夕737号219頁                        |
| 34 | 東京高判           | 平成2年6月15日   | 金融・商事判例853号30頁(原審:東京地裁)           |
| 35 | 名古屋高判          | 平成3年5月30日   | 判夕770号242頁                        |
| 36 | 千葉地判           | 平成3年9月26日   | 判時1412号140頁                       |
| 37 | 東京地判           | 平成4年4月17日   | 判時1451号157頁                       |
| 38 | 東京高判           | 平成5年6月29日   | 判時1465号146頁(原審:東京地裁一上記37番)        |
| 39 | 東京地判           | 平成6年3月28日   | 判時1496号123頁                       |



[注 (図表3に関して)]

- ・「事件の概要」欄における「ジ」印は、譲渡制限株式会社であることを示す。
- ・21番と22番は裁判官も含めて人間関係が同じで同時進行の事件である。
- ・38番は37番の控訴審である。
- ・抗告事件は4、6、9、11、14、18、19、20、21、22、26、28、29、31、34の各番号。
- ・「採用された評価方式」欄における数字は、併用割合（ないし加重平均割合）を示す。
- ・3番の△は、類似会社比較方式が採用されたことを示す。
- ・14番の「他」は取引先例方式、30番の「他」は額面金額、35番は取得価格（額面金額）。
- ・「他」欄に「×」印を付した事件では、判旨において評価方式の明記なし。
- ・37番及び38番における「選」は、配当還元方式と額面金額のいずれか高い方を選択の意。

に反対の意思を通知し、総会の場合においても定款変更反対した。だが、定款変更決議が同年10月27日開催の株主総会にて決議され、株式の譲渡については取締役会の承認を要することとなった。この決議を不満とするX<sub>1</sub>～X<sub>3</sub>は、同年11月1日に、三者の所有株式全部にあたる16万1510株の買取請求を書面にてY会社に対して請求したものの、株主総会決議の日から60日以内には株式買取価格についてY会社との間で協議が整わなかった。よって、X<sub>1</sub>～X<sub>3</sub>は商法245条の3第3項に基づき、裁判所に対して買取価格の決定を求めた。

## ② 判旨

取引相場のない株式の評価方式には、①収益還元方式②配当還元方式③純資産価格方式④類似業種比準方式⑤売買実例価格方式の5方式があり、③についてはその価額の求め方により帳簿価額、再取得価額又は清算処分価額の3つが考えられる。

原審の鑑定は、「他の方式と併用する場合の③のウエイトを10パーセントとしている。しかし、営業を継続している会社の場合でも、株主は潜在的には残余財産分配請求権を有しているのであり、純資産価値の大なることが事業の経営に利益に働くとは解するのは当然のことであるし、前記事実関係を考慮すれば、右ウエイトは10パーセントに止めるべきではない。」

「④の類似業種比準方式は、相続税及び贈与税の課税上における株式の価額評価に関し、国税庁の基本通達に基づき類似した業種の平均値と比較して、特定の算式により算出する方法であるが、元来課税目的の株式評価であるから評価の簡便性・画一性が要求され、そのため商法349条1項の求める『公正なる価格』と異なった評価となることが避けられず、比準要素となる類似業種の標本会社が相手方のような同族会社で事業の内容も単純な場合と類似性があるのか極めて疑問であるばかりでなく、公表されている算式のうち減価要素として0.7を乗ずる数値の根拠が明らかでない。したがって、本件の場合に右方式を併用するのは相当でない。」

⑤の売買実例価格方式の採用については、「一上場会社の取引価額の一定割合に限定すること自体正当な株式の評価をしている訳ではないことが窺われるし、……売買例の買受人はそのほとんどが相手方の代表取締役であるAであることからすれば、右売買例は政策的な考慮か市場性のないことからする便宜的な方策として代金額が定められたもので、客観的交換価値を適正に反映しているものではないと認められる。したがって、右売買実例価格方式を併用するのは相当ではない。」

「他方、株式価格が本来擬制資本の価格であることからして、試算価格がゼロとなる場合で

あっても、①の収益還元方式による価格と②の配当還元方式による価格は無視されるべきでない。」

「なお、商法349条に基づく株式買取請求は、元来譲渡自由であった株式を譲渡制限の決議がなければ有したであろう公正な価格で買い取ることを請求するものであるから、その株式の取得事情、取得価額の如何は問うところではなく、X<sub>1</sub>らがたとえ右株式を無償で取得していたとしても買取価格に影響を与えるものではないと解すべきである。」

以上の理由により、①収益還元方式、②配当還元方式、③純資産価額方式（清算処分価額による）3方式の併用により本件株式の買取価格を定める。なお、認定した事実関係を総合して判断すれば本来均等割合とするのが公平とみられるが、業績好転の見込みが少ないことを考慮して③の方式に若干のウエイトを置くこととし、①及び②につき30パーセント、③につき40パーセントとするのが相当である。

①及び②の方式ではいずれも0円となり、結果的に、1株当たり純資産価額1264円に40%を乗じた505円を本件株式一株の買取価格とする。

## (2) サンイーグル装身具株式会社事件<sup>23)</sup>

### ① 事実の概要

サンイーグル装身具株式会社（以下、A社）は、株式譲渡制限の定めのある非上場会社であり、代表取締役B及びその一族が総株式の80%超を保有している。A社株式の約9%を保有するYは、商法204条の3に基づいて持株全部の譲渡につき先買権者としてA社より指定されたX<sub>1</sub>～X<sub>3</sub>と売買価格を協議した。しかし、協議が不調に終わったため、X<sub>1</sub>～X<sub>3</sub>は裁判所に対して商法204条の4に基づく売買価格の決定を申請した。原審では、売買価格の決定につき、配当還元方式を7、純資産価額方式及び収益還元方式を各1.5の割合で併用して算定するのが相当であるとした。だが、X<sub>1</sub>～X<sub>3</sub>及びYの双方が原審の決定を不服として控訴した。

### ② 判旨

「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、……基本的には配当還元方式を採用するのが相当」とする。しかしながら、①将来の一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、過去の配当額に依拠せざるを得ないこと、②A社では収益を社内留保に回して配当額を低く押さえてきたことがうかがわれ、しかも、配当額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が高いこと、③支配株主の恣意的な配当額決定は許されないばかりか、支配株主の意思が不変

とは言えないのであり、会社の資産、収益の内容、程度を勘案する必要があること、を理由に挙げ、「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」とする。

さらに、3方式の併用割合については、①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、A社がY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、②A社とX<sub>1</sub>～X<sub>3</sub>との関係からすると、Bが将来において本件株式を取得する可能性が少なくないことが推認されること、を斟酌し、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とするのが相当と判断する。

したがって、本件株式の1株当たりの価格は2775円（円未満四捨五入）と算出される（なお、配当還元方式では924円、簿価純資産方式では8284円、収益還元方式では2818円である）。また、Yの主張する類似会社比準方式は、適切な類似会社を上場企業の中から選択することは困難であるから採用が相当でない。

### 3. 検討

#### (1) 総説

南紡績株式会社事件及びサンイーグル装身具株式会社事件の両事件は、判決に至る過程で複数の株式売買価格算定方式（評価方式）を掲げ、それらを併用して加重平均により価格決定をなしている点で共通する。その理由として、必ずしも評価方式が確立されていないために単独の評価方式に拠ったのではリスクが伴うこと、理論値に拠ると買受人たる会社が資金繰りに窮して倒産の虞があること、等の現実的な必要性が指摘されている<sup>24)</sup>。また、余りに多数派寄りの、あるいは、余りに少数派寄りの決定を防ぐという点で意味があるとも述べられている<sup>25)</sup>。いずれにせよ、加重平均による併用方式は、「論理的には全く根拠のない方法」<sup>26)</sup>であり、「結論のみ重視し、理論的理由づけを行っていない」<sup>27)</sup>との批判が存在する。

わが国では、「相続税基本通達の呪縛が極めて強く」<sup>28)</sup>、相続税法上の評価は明示的<sup>29)</sup>という利点もあって、税法の物差しを使いたがる<sup>30)</sup>傾向にあると指摘されるが、M&A案件の国際化がますます進む企業環境等を考慮すれば、「税目的上利用される国税庁方式よりも、できるだけより理論的に評価方式を決定していくことが望ましい」<sup>31)</sup>時期はとうに過ぎ、もはや理論的評価方式の確立が急務の課題となったといえよう。そうだとすれば、税法を意識した

純資産価額方式、類似業種比準方式、配当還元方式の3方式よりも理論的に優れた評価方式が存在するならば、この3方式に拘泥すべきではないと思われる。また、裁判所が採用しないDCF方式が実務ではなぜ有力な評価方式として用いられるのか<sup>32)</sup>、DCF方式を法的側面からも検討することは今後の重要な課題であろうと考える。

## (2) 採用されないDCF方式

### ① DCF方式の概要

DCF方式は、「最も合理的に企業価値（上場、非上場を問わず）を算定するのに用いられる方法」<sup>33)</sup>であるとされている。DCF方式は、企業のフローとしてのキャッシュ獲得能力に注目し、これを尺度として株式価値を算定する方法である。DCF方式では、より恣意性の働く余地のある会計上の収益・利益<sup>34)</sup>ではなく、より堅実なキャッシュフローをもって当該企業を購入するもののリターンとし、これをその事業に特有な各種のリスクを考慮した割引率で現在価値へ引き直すという方法を用いる<sup>35)</sup>。

### ② DCF方式の特徴

DCF方式は、キャッシュ・フローの時間価値を考慮に入れる点で理論的に優れているとの評価を得ている。その反面、将来の予想利益や割引率が、予想を立てる人間の主観や予想時点での環境等にも大きな影響を受けてしまい、算定過程での不確実な要素の混入を完全には排除できない。また、DCF方式の実務での普及については、投資決意が計量困難な諸要因をも重視すること、経済性だけでなく流動性をきわめて重視すること、投資の結果期待される経済効果予測の不確実性が利子要因導入の重要性を相対的に低くすることなどの理由により、必ずしも十分ではないとも説明されている<sup>36)</sup>。

しかしながら、DCF方式が企業評価に際して最も合理的な方法であるとの見解は有力であり、そうしたDCF方式を裁判所の検討対象にすらしていないという点は非常に興味深い。

## IV 結びに代えて

関教授の指摘する通り、「株式評価論は経営学、会計学等に負うところが大きい」<sup>37)</sup>のが現実である。「経営財務論で株式評価が論じられるのは、いかに経営をしていくか、いかに投資決定をするか、という将来を志向した立場において」<sup>38)</sup>であるから、「法的株式評価の局面のうち、将来を志向しない局面を考える場合に、将来を志向する背景をもつ経営財務論上の評

価方法を生かすことができるかという疑問が生じる」<sup>39)</sup>のも無理はないのかもしれない。

しかしながら、そうした疑問を肯定してしまうと、同一の株式を同じ時点で評価する際に、評価目的が異なれば評価額が相違しても良いのかという新たな疑問が生じてくる。一物一価の法則<sup>40)</sup>は完全競争市場が前提であるが、需要と供給の関係により価格が決定するとの原則は、M&Aにおける買収価額決定交渉等においても有効に働いていると考えられる。そうした価額（M&Aの時価等）は一定の経済的合理性を有すると認められるため、M&Aの時価等が課税目的から定められた税務上の時価と乖離する場合に（乖離する場合が通常であろう）その差について寄付金や贈与などの認定課税を受けるのであれば、議論の余地があるものと思われる。

法務省は商法の抜本改正を50年ぶりに実施しつつあり、その背景には、急速に進む経済のグローバル化への対応があると報じられている<sup>41)</sup>。一足先に連結財務諸表の主要財務諸表化だけでなく連結キャッシュフロー計算書の開示をも決めた証券取引法改正からもうかがえることだが、わが国でもようやくキャッシュフロー重視の考え方が定着しつつある。DCF方式の株式評価方式としての理論的側面については別稿で検討する所存だが、仮にDCF方式が他の方式よりも理論的に優れているとの結論が明確になれば、その採用と定着を促す法的枠組みを構築する必要があるだろう。

#### [注]

- 1) 『週刊エコノミスト 臨時増刊』2000年4月15日号、毎日新聞社、pp.116-117には、民間ベンチャーキャピタルのうち有力なものだけでも71社が列挙されている。
- 2) 例えば、1998年3月に設立された株式会社サイバーエージェントは、会社設立から僅か2年後の2000年3月に東証マザーズに株式を上場している。
- 3) 東証1部上場企業の2000年3月29日現在における時価総額ランキングでは、ソフトバンクは1,007百億円で6位、東京三菱銀行は726百億円で7位、野村證券は647百億円で8位である。また、同ランキングの上位3社は、首位がNTTドコモの4,184百億円、2位がNTTの2,628百億円、3位がトヨタ自動車の2,016百億円である。（日本経済新聞2000年3月30日付朝刊22面。）
- 4) M&Aが企業の成長戦略として重視されるのは、次の3点がメリットとして挙げられる

からだと指摘されている。(森信・川口・湊 (1999)、p.111。)

- ①時間を買うことができる。
  - ②集団の人材スカウトができる
  - ③投資額を最小にすることができる
- 5) 企業のM&A仲介市場で常に上位を占めるゴールドマン・サックス証券のマネージング・ディレクターである服部氏は、服部 (2000) において、1999年を「日本の『M&A元年』」と表現した上で、「今後日本の経営者はより一層『株主価値増大』という使命達成に向けM&Aを日常的に検討するようになるだろう」と述べる。
- 6) 近藤・吉原・黒沼 (1999)、p.284。なお、証券取引法上は連結財務諸表による情報開示が既に制度化されているが、商法上は未だ連結計算書類による情報開示が制度化されていない。
- 7) 企業価値について、神戸大学会計学研究室 (1997) では次のように説明されている。  
「企業が全体としてもっている資本としての価値をいう。一定の目的のために人的・物的資源を有機的に結びつけて組織化したものが企業であるから、企業全体としての価値が、企業を構成する個々の財の価値の総額以上とならなければ、企業としての存在意義はないであろう。ここに、企業価値という独自の概念が生じることになる。(以下、省略)」  
(神戸大学会計学研究室 (1997)、p.266。)
- 8) 世界的なコンサルティング・ファームとして有名なアーサーアンダーセン (現アクセンチュア) は、「百年に一度か二度の、経済構造の変化の波が押し寄せている」との認識を示した上で、「新しい企業価値の創出やビジネスモデルの出現は、これまでのものの見方を一変させるような場面に私達に与えている」と指摘する。〔日本経済新聞2000年4月15日付朝刊34面 (全面広告)。〕
- 9) 企業評価について、金森・荒・森口 (1998) では次のように説明されている。  
「営業譲渡、合併、組織変更、再生などの場合に、企業全体の価値を測定すること。評価方法としては、将来の予想利益を一定の利率で資本還元して求める収益還元価値法がよく用いられるが、このほかに株式市価法や資産価値法などを加味して総合的に評価する方法もある。」(金森・荒・森口 (1998)、p.201。)
- 10) 龍田 (2000)、p.195。
- 11) 監査法人トーマツ (2000)、p.127。

- 12) 関 (1983)、p.133。
- 13) 株式価値について、金森・荒・森口 (1998) では次のように説明されている。

「株式の市場価値のこと。株式価値は、株価×発行済株式総数で計算される。株式価値は負債価値とともに企業の総市場価値を表している。株式価値の評価は、キャッシュ・フローおよび資本コストによって明らかにされる。」(金森・荒・森口 (1998)、p.154。)
- 14) 1999年10月1日に施行された改正商法において、新しく株式交換・株式移転制度が導入されたが、企業再編を促す法律制度が着々と整備されつつある状況も、筆者にこうした認識を持たせる要因となっている。なお、株式交換・株式移転について解説した論攷は既に多数存在するが、代表的なものとして、岸田 (1999)、pp.146-159。
- 15) アーサーアンダーセン (1999)、p.29。
- 16) 気配相場のある株式とは、証券業協会において店頭売買登録銘柄として登録されている株式 (日本銀行出資証券を含む) 及び店頭管理登録銘柄として指定されている株式のことである。
- 17) 監査法人トーマツ (2000)、p.127。
- 18) 森信・川口・湊 (1999)、pp.101-104。田中 (1999)、p.135。監査法人トーマツ (2000)、pp.128-131。等。
- 19) 関 (1987)、p.241。
- 20) 関 (1983)、p.133。
- 21) 田中 (1999)、p.135。
- 22) 大阪高判昭和60年6月18日 判例時報1176号132頁。
- 23) 東京高判平成元年5月23日 判例時報1318号125頁。
- 24) 森 (1990b)、p.118。
- 25)26) 宍戸 (1988)、p.99。
- 27) 森 (1990a)、p.100。
- 28) 宍戸 (1988)、p.110。
- 29)30) 監査法人トーマツ (2000)、p.127。
- 31) 森 (1990b)、p.118。
- 32) DCF法は企業評価の有力な方法の一つに必ずと言っていいほど挙げられている。

森信・川口・湊 (1999)、pp.101-104。田中 (1999)、p.135。監査法人トーマツ (2000)、



pp.128-131。等。

- 33) アーサーアンダーセン (1999)、p.128。
- 34) 例えば、わが国の「企業会計原則」の「第三 貸借対照表原則」の「五」では、「有形固定資産は、当該資産の耐用期間にわたり、定額法、定率法等の一定の減価償却の方法によって……」と、複数の減価償却方法を認めている。どの減価償却方法を採用するかは経営者の判断に任されており、会計上の収益や利益の数値は、ある程度の恣意性が働いた結果といえることができる。
- 35) アーサーアンダーセン (1999)、p.28。
- 36) 神戸大学会計学研究室 (1997)、pp.912-913。
- 37) 関 (1983)、p.141。
- 38)39) 関 (1983)、p.143。
- 40) ある特定時点では同一財には一つの価格しか成立しないということを指す。(金森・荒・森口 (1998)、p.31。)
- 41) 自社株保有の解禁やストックオプションの制限撤廃など検討課題の一部は既の実現している。企業の意思決定を迅速化し経営効率を高めることを目的として、取締役会改革を柱とする商法改正案も平成14年の通常国会に提出される予定である。

#### [参考文献]

- アーサーアンダーセン (1999)：アーサーアンダーセン『株主価値重視の企業戦略 —SVAの考え方と実践—』東洋経済新報社、1999年。
- 金森・荒・森口 (1998) 金森久雄・荒憲治郎・森口親司『経済辞典 (第3版)』有斐閣、1998年。
- 監査法人トーマツ (2000)：監査法人トーマツ トータルサービス部『入門マネジメント&ストラテジー よく分かるM&A』日本実業出版社、2000年。
- 神戸大学会計学研究室 (1997)：神戸大学会計学研究室編『会計学辞典 [第5版]』同文館出版、1997年。
- 岸田 (1999)：岸田雅雄「②株式交換③株式移転」判例タイムズ1012号、1999年。
- 近藤・吉原・黒沼 (1999)：近藤光男・吉原和志・黒沼悦郎『証券取引法入門〈新訂版〉』商

事法務研究会、1999年。

宍戸（1988）：宍戸善一「株式買取請求に基づく非公開株式の価格の決定」ジュリスト913号、1988年。

関（1983）：関俊彦『株式評価論』商事法務研究会、1983年。

関（1987）：関俊彦「株式評価判例の分析」『非公開株式の評価と税務〔新訂版〕』商事法務研究会、1987年。

龍田（2000）：龍田節『会社法〔第七版〕』有斐閣、2000年

田中（1999）：田中敬二「資本政策に係る非公開株式評価の考え方」判例タイムズ1012号、1999年。

服部（2000）：服部暢達「敵対的買収、多様な対策を 一商法、抜本改革急げー」日本経済新聞2000年4月13日付朝刊「経済教室」。

森（1990a）：森淳二郎「非上場会社の譲渡制限株式の売買価格の算定方式」法学セミナー421号、1990年。

森（1990b）：森淳二郎「譲渡制限株式の売買価格が三評価方式の併用により決定された事例」法学セミナー435号、1990年。

森信・川口・湊（1999）：森信静治・川口義信・湊雄二『M&Aの戦略と法務』日本経済新聞社、1999年。

※各判例については、[注]にて表示済みのため、本欄では記載を割愛した。