

# 会社法上の 非上場株式の 価格決定プロセス

竹川 靖之

目 次	目 次
1 はじめに ..... 21	4 株式の価格算定方法 ..... 25
2 会社法における価格決定の局面 ..... 21	(1) 株式の価格算定方法 ..... 25
(1) 株主側のイニシアチブで価格が争 われる類型 ..... 21	(2) インカム・アプローチ（収益方式） ..... 25
イ 譲渡制限株式の買取請求 ..... 21	イ DCF法 ..... 26
ロ 単元未滿株式の買取請求と売渡 請求 ..... 21	ロ 配当還元法 ..... 26
(2) 発行会社（又は特別支配株主）の イニシアチブにより価格が争われる 局面 ..... 22	(3) マーケット・アプローチ（比準方 式） ..... 27
イ 相続人等に対する売渡請求 ..... 22	イ 類似上場会社法 ..... 27
ロ 特別支配株主による売渡請求 ..... 22	ロ 取引事例法 ..... 27
(3) 反対株主による株式買取請求 ..... 22	(4) ネットアセット・アプローチ（純 資産方式） ..... 28
イ 一定の定款変更についての反対 株主による株式買取請求 ..... 22	イ 簿価純資産法 ..... 28
ロ 組織再編行為等についての反対 株主による株式買取請求 ..... 23	ロ 時価純資産法 ..... 28
(4) その他の場合 ..... 23	(5) 財産評価基本通達による評価 ..... 28
3 価格決定の手続 ..... 23	5 価格決定に関する裁判例 ..... 29
(1) 価格決定の手続 ..... 23	(1) 総評 ..... 29
(2) 譲渡制限株式の買取請求の場合の プロセス ..... 23	(2) 裁判例の傾向と着目すべき事例 ..... 30
(3) 組織再編行為等の反対株主による 株式買取請求の場合のプロセス ..... 24	(3) 反対株主の買取請求の場合 ..... 30
(4) 裁判所での手続 ..... 24	6 むすびに ..... 31
	(1) 事前の対策 ..... 31
	イ 配当実績の形成 ..... 31
	ロ 合意の形成 ..... 32
	(2) 事後の対策 ..... 32

## 1 はじめに

上場株式の価格は、日々、証券取引市場を通じて客観的な取引価格が決められる。一方、非上場株式については、日常的な流通が想定されておらず、継続的に価格が決定される機会がないため、株式の価格について指標とすべき取引相場が存在しない。

非上場株式のこの特徴は、その流通頻度の低さゆえに、意識される機会が多くはないが、いざ株式が移転する場面等で価格が争われた場合には、一定の算定方法を用いて価値を算定する必要に迫られる。この点、非上場株式の価格を算定する方法としては、後述するように種々の評価法が提唱されているが、いかなる場面でも妥当するいわば万能の物差しと言うべき評価法は存在しない。株式は、複合的な性質を有するため、どの側面に焦点を当てるかによって、その経済的価値は大きく異なるのである。

税務上は、財産評価基本通達等により、同族概念等を用いて、妥当する算定方法について一定の交通整理がなされている。しかし、本稿で取り上げる、株式買取請求をはじめとする会社法に基づく価格決定の場面では、算定方法の具体的な指標となる法令の定めは存在せず、裁判所が「合目的の見地に立って裁量権を行使」（最判昭和48.3.1民集27巻2号161頁）して価格を決定するものとされている。

また、一定の算定方法を選択するにしても、当該算定方法のもとで用いる資料や具体的数値の如何によっては、算定結果が大きく乖離することがありうる。このため、裁判所を通じた非上場株式の価格決定の手續において、結論の予測を行うことは困難

が伴い、発行会社をはじめ当事者にとって重大なリスクとなっている。

本稿では、会社法上、株式の価格決定について裁判所への申立てが認められる場合のプロセスと、各種の算定方式について整理するとともに、非上場株式の価格が争われた代表的な判例を紹介して上記のリスクについて解説する。

## 2 会社法における株式の価格決定の局面

### (1) 株主側のイニシアチブで価格が争われる類型

#### イ 譲渡制限株式の買取請求

譲渡制限株式（会社法107①一）の譲渡について、発行会社がこれを承認しなかった場合、株主の投下資本回収の機会を保障するため、発行会社または発行会社が指定する者（以下「指定買取人」という。）が当該株式を買い取らなければならない（同法140）。この際の株式の売買価格は、発行会社または指定買取人と当該株式の株主（または株式の譲受人）との協議により決することができるが（同法144①⑦）、協議が調わない場合、裁判所に対し価格決定の申立てをすることができる（同法144②）。

#### ロ 単元未満株式の買取請求と売渡請求

単元未満株式は、定款の定めにより譲渡が制限され得るほか（会社法189②③）、そのような定款の定めが無いとしても、事実上、譲渡が困難であることから、投下資本回収の機会を保障するため、単元未満株主は会社に対し保有する単元未満株式の買取りを請求することができることとされている（同法192①）。この際の株式の価格についても、市場価格が存在する場合を除き、

協議により決することができるが、協議が調わない場合には裁判所に対し価格決定の申立てをすることができる（同法193①②）。

また、発行会社は、単元未満株主が、単元未満状態を解消するだけの株式を売り渡すよう発行会社に請求することができる旨の定款の定めを設けることができ、この定めに基づき、株主が売渡しを請求した場合の株式の価格決定のプロセスについても、上記の買取請求の場合と同様である。

## (2) 発行会社（又は特別支配株主）のインシアチブにより価格が争われる局面

### イ 相続人等に対する売渡請求

株式会社は、相続その他の一般承継により当該株式会社の株式（譲渡制限株式に限る）を取得した者に対して、当該株式を発行会社に売り渡すことを請求することができる旨を定款で定めることができる（会社法174）。この場合の価格についても、発行会社と当該株主との間の協議で決するほか、裁判所に対し価格決定の申立てをすることができる（同法177①②）。

### ロ 特別支配株主による売渡請求

特別支配株主（原則として、総株主の議決権の9割以上を保有する者）は、発行会社の株主に対して、保有する株式の全部を自らに売り渡すよう請求することができる（会社法179）。この場合の売買価格（又はその算定方法）について、まずは特別支配株主が取締役会（取締役会非設置会社においては取締役の過半数の一致）の承認を得て決定するが（同法179の2①二、179の3①）、売渡しを強制される少数株主として

は、価格に不服がある場合、裁判所に価格の決定を申し立てることができる（同法179の8）。

### (3) 反対株主による株式買取請求

一定の定款変更や組織再編行為等について、当該行為の承認に係る株主総会において反対票を投じた株主や、議決権を行使することができない株主（合わせて以下「反対株主」という。）には、発行会社に対する株式の買取請求権が認められている。

#### イ 一定の定款変更についての反対株主による株式買取請求

株式の内容として、譲渡制限の定めを設ける場合、反対株主に株式の買取請求権が認められる（会社法116①）。このうち、株式の全部の内容として譲渡制限の定めを設ける場合には、全部の株式が買取請求の対象となる（同法116①一）。また、ある種類株式の内容として譲渡制限株式を設ける場合は、当該種類株式に加えて、譲渡制限株式を対価として交付される取得請求権付株式および取得条項付種類株式が買取請求の対象となる（同条同項二、同法111②各号）。これらにより、保有する株式の自由な譲渡が制限されることによる株主の損害を回避する趣旨とされている\*1。

また、ある種類の株式の内容として、全部取得条項を付する定款変更を行う場合も、当該種類株式の株主が保有していた財産（種類株式）を強制的に他の財産に変えるという重大な効果を伴うことから、反対株主に買取請求権が認められている（同法116①二、111②一）。

\*1 山下友信編『会社法コメンタール3』199頁〔柳〕（商事法務2013年）

上記の株式の内容に関する定款変更のほかに、種類株主に損害を及ぼすおそれのある一定の行為（株式併合・分割、無償割当て、単元株式数に関する定款変更等）について、会社法上原則として必要とされる種類株主総会を廃除する定款の定めがある場合についても、当該種類株主に買取請求権が認められている\*2（同法116①三）。

これらの定款変更の場合についても、発行会社と株主との間で株式の買取価格の協議が調わない場合、裁判所に価格の決定を申し立てることができる（同法117②）。

#### □ 組織再編行為等についての反対株主による株式買取請求

発行会社が組織再編行為や事業譲渡・譲受等を行う場合も、投下資本の回収の機会を確保すべく、反対株主には株式の買取請求権が認められている（会社法469①、785①、797①、806①）。

また、株式併合を行うに際して、併合比率によって端数となる株式が生じる場合に、反対株主が保有する端数となる株式の全部について買取請求権が認められている（同法182の4①）。同制度は、平成26年の会社法改正において、株式併合によるスクイズアウトを認めるうえで、株主保護の仕組みの一環として導入された\*3。

これらの場合についても、株式の価格について協議が調わない場合、裁判所に価格の決定を申し立てることができる。

#### (4) その他の場合

以上に整理した類型は、いずれも、会社法上、裁判所への価格決定の申立てが認められているものであるが、これらの他にも、株式の価格が訴訟における争点とされ、算定方法が争われる場合はあり得る。例えば、会社が保有する、非上場の他社株式を違法に処分するなどした代表取締役に対し、損害賠償を求める株主代表訴訟が係属し、当該株式の処分による損害の前提として、他社株式の株価が争われるような場合である\*4。

### 3 価格決定の手続

#### (1) 価格決定の手続

上記のとおり、会社法上、株式の価格決定の申立てが認められる場合は多岐にわたるが、このうち、実際に直面する可能性が高いものとしては譲渡制限株式の買取請求と、組織再編行為等の反対株主による株式買取請求である。以下では、これらの手続の流れを整理し、裁判所での手続についても概説する。

#### (2) 譲渡制限株式の買取請求の場合のプロセス

株主が譲渡制限株式を譲渡した場合、当該株主又は株式の取得者は発行会社に対し譲渡承認請求を行う（会社法136、137、138）。発行会社は、譲渡承認請求の日から

\*2 種類株主に損害を及ぼすおそれのある一定の行為について、会社法は原則として種類株主総会による承認を要求しており（同法322①）、いわば種類株主に一定の拒否権を与えている。ここでの種類株主総会については、定款で排除することが可能とされるが（同法322②）、かかる定款の定めによって拒否権を喪失する株主に対する一種の代償として、買取請求権が与えられる（前出\*1 203頁）。

\*3 岩原伸作編『会社法コメンタール補巻』261頁〔飯田〕（商事法務2019年）

なお、スクイズアウトの手段として株式併合を用いる場合の手続については本誌別稿 小池史織「所在不明株主等への対応」において概説している。

\*4 大阪地裁平成25年1月25日判決（判時2186号93頁）などがこれにあたる。

2週間以内に不承認の通知をしなければならない（2週間以内に通知を行わなかった場合、譲渡に承認したものとみなされてしまう点に注意が必要である（同法145一））。続いて発行会社は、譲渡不承認の通知の日から40日以内<sup>\*5</sup>に、法定の供託金額<sup>\*6</sup>を本店所在地の供託所に供託し（同法141②）、譲渡承認請求者に対し、供託を証する書面を交付するとともに会社による買取りの通知（同法140①、141①）を行わなければならない（40日以内に通知を行わなかった場合にも譲渡に承認したものとみなされる（同法145二））。会社と譲渡承認請求者は、随時、価格について協議を行うことができるが、協議が調わない場合には、会社による買取り通知の日から20日以内に、両者は裁判所に対し価格決定の申立てを行うことができる（同法144②）。

### (3) 組織再編行為等の反対株主による株式買取請求の場合のプロセス

組織再編行為を行う場合、会社は、効力発生日の20日前までに、組織再編行為を行う旨等を通知・公告し、株主に買取請求権を行使する機会を与えなければならない（会社法785③④、797③④）。株式の買取請求を望む株主は、株主総会に先立ち、組織再編行為に反対する旨を通知し、実際に株主総会において当該議案に反対することで、

効力発生日の前日までに会社に株式の買取りを請求することができる<sup>\*7</sup>（同法785①、797⑤）。買取請求を受けた会社は株主との間で買い取る株式の価格について協議を行い、効力発生日から30日以内に協議が調わない場合は、30日間が満了した日からさらに30日以内に、両者は、裁判所に対し価格決定の申立てを行うことができる（同法786②、798②）。

### (4) 裁判所での手続

会社又は株主が裁判所に申し立てることにより、株式売買価格決定申立事件（反対株主の買取請求の場合は株式買取価格決定申立事件、以下、「価格決定の手続」として総称する。）が係属する。価格決定の手続は、会社非訟事件に分類され、他の法令に別段の定めがある場合を除き、非訟事件手続法、会社非訟事件等手続規則および会社法第7編第3章の規定が適用される。これにより、民事訴訟法が適用される通常の訴訟手続とは、手続上の規律を異にするが、本稿では細部の解説には立ち入らず、実務上重要と思われる解説に留める。

価格決定の手続においては、後述するように、いかなる評価法を適用するか、また、その評価法にいかなる数値を用いるかが重要な争点となる。そのため当事者（厳密には、申立人と参加人であるが、ここでは株

<sup>\*5</sup> 発行会社は、自社ではなく指定買取人による買取りを選択することもできるが（同法140④）、この場合、指定買取人による買取りの通知を譲渡不承認の通知の日から10日以内に行わなければならない（同法145二）。

<sup>\*6</sup> 一株当たり純資産額に、買い取る株式数を乗じた額の供託が必要となる（同法141②）ため、会社の負担は大きい。本文中で述べたとおり、会社は買い取るか否かの決定から、供託、通知と、短期間に重要なアクションをこなさなければならないが、譲渡承認請求は株主側の都合でいつでもなされ得るものである。敵対的な株主等、潜在的に買取請求を行う可能性の高い株主がいる場合には、迅速な対応が必要になることに留意しておくべきである。

<sup>\*7</sup> 事前の反対の通知を受けた会社としては、株主からの買取請求を回避するために、組織再編行為にかかる議案を撤回する（あるいは、十分な議決権を有する場合は否決してしまう）という選択肢が取り得る。学説上、招集通知を発した後の議案の撤回一般については議論のあるところであるが、反対株主による株式買取請求権が組織再編行為の効力発生を前提とするものである以上、有効な決議なしに買取請求は行い得ないものと思われる。

主と会社とを想定する。)は、専門家に依頼して、価格を算定する鑑定書を証拠提出することが多い。また、裁判所も、専門委員や、鑑定人を選任し、中立公正な立場に立つ専門家からの意見聴取や証拠調べを行う。

裁判所は、事件が裁判をするに熟したときは、終局決定を行う。決定以外にも、和解、調停、取下げ、による終局がある。価格決定の手の裁判例の少なさから見るに、和解により終局する事件も多いものと思われる。

## 4 株式の価格算定方法

### (1) 株式の価格算定方法

非上場株式の価格の算定にあたっては、企業価値評価の手法が用いられる。平成25年7月に日本公認会計士協会より、経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」が公表されており、同ガイドラインは裁判目的における企業価値評価業務に関する検討も行っており、実務上、一定の指針となっている。本稿でも、同ガイドラインに依拠しつつ、インカム・アプローチ(収益方式)、マーケット・アプローチ(比準方式)、ネットアセット・アプローチ(純資産方式)の三つのアプローチと、各アプローチの評価法(算定方法)のうち代表的なものについて概説する\*8。各アプローチと評価法の分類は図表1のとおりである。

図表1 企業評価アプローチと評価法

評価アプローチ	評価法
インカム・アプローチ	フリー・キャッシュ・フロー法(DCF法) 調整現在価値法 残余利益法 その他 配当還元法 利益還元法(収益還元法)
マーケット・アプローチ	市場株価法 類似上場会社法(倍率法、乗数法) 類似取引法 取引事例法(取引事例価額法)
ネットアセット・アプローチ	簿価純資産法 時価純資産法(修正簿価純資産法) その他

### (2) インカム・アプローチ(収益方式)

インカム・アプローチとは、評価対象である企業が将来生み出すと期待される利益ないしキャッシュ・フローに基づいて価値を評価する方法である。このうち、利益を用いる代表的な手法としては利益(収益)還元法があり、キャッシュ・フローを用いる代表的な手法としてはフリー・キャッシュ・フロー法(DCF(ディスカунテッド・キャッシュ・フロー)法とも呼ばれ、本稿では以下、こちらの呼称を用いる。)や配当還元法がある。これらのインカム・アプローチの三つの評価法は、後述のとおり、近時の裁判例でも多く採用されている。

インカム・アプローチは、一般的には評価対象企業等が有する将来の収益獲得能力や固有の性質を価値に反映させやすいアプ

\*8 各算定方法の詳細については本誌2019年冬号 成清紘介・青木裕太郎「M&Aにおける企業価値評価」において解説しているのでそちらも参照されたい。

ローチと言われているが、同アプローチは一般的に継続企業を前提としていることから、評価対象企業の事業継続性に疑義があるようなケースには適さない。

## イ DCF法

DCF法は、評価対象企業が将来生み出すと予想されるフリー・キャッシュ・フローを、株主資本と負債の加重平均資本コスト（WACC）で割り引くことにより算出される現在価値をもって、企業価値とする手法であり、以下の式により算定される。

$$V_0 = \frac{FCF_1}{(1+k_w)} + \frac{FCF_2}{(1+k_w)^2} + \frac{FCF_3}{(1+k_w)^3} + \dots$$

$V_0$  : 評価時点（第1期首）の事業価値  
 $FCF_t$  : t期のフリー・キャッシュ・フローの期待値  
 $k_w$  : 加重平均資本コスト

ここでのフリー・キャッシュ・フローの見積りに際しては、企業が継続することを前提として、将来無期限にわたるキャッシュ・フローを正確に予測することは不可能

である。そのため、ある時点以降のキャッシュ・フローについては単純な仮定（毎期のキャッシュ・フローを一定としたり、インフレ率で成長すると仮定する等）をおいたうえで、その時点における終値を計算する。また、加重平均資本コストの算定にあたって用いられる株主資本コスト、負債コスト、負債・資本構成といった要素も、様々な仮定を基に推定していく性質のものである\*9。

このように、DCF法は、将来価値を織り込むことができ、評価対象の固有の性質を反映しやすいという理論的な優位性があるが、その一方で、計算に用いる数値は仮定によるものであり、恣意性が混入する危険があることから、客観性に劣る。実際の裁判においても、DCF法を採用するとして、いかなる数値を用いるかという点が争点になり得る。

図表2 三つの評価アプローチの一般的な特徴\*10

項目	インカム	マーケット	ネットアセット
客観性	△	◎	◎
市場での取引環境の反映	○	◎	△
将来の収益獲得能力の反映	◎	○	△
固有の性質の反映	◎	△	○

◎：優れている ○：やや優れている △：問題となるケースもある

## ロ 配当還元法

配当還元法とは、株主に直接的に帰属す

るキャッシュ・フロー（配当金）を株主の要求収益率（株主資本コスト）で割り引く

\*9 経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」38頁以下において、インカム・アプローチを適用する際の留意点が整理されている。

\*10 本図表は、前出\*10「企業価値評価ガイドライン」より引用している。各項目の厳密な意味と留意点については、同ガイドライン27頁を参照されたい。

ことにより算出する現在価値をもって、株主価値を直接算定する手法であり、以下の式により算定される。また、この算定式に企業の成長に伴う配当成長を織り込む方法もあり、ゴードン・モデル方式と呼ばれる\*11。

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_3}{(1+k_e)^3} + \dots$$

$V_0$ ：評価時点（第1期首）の事業価値

$D_t$ ：t期末の配当金の期待値

$k_e$ ：株主資本コスト

非上場株式について、譲渡益は通常期待しがたく、実際に株主が期待できるリターンは、剰余金の配当や残余財産の分配というかたちで会社から受ける給付のみであることが多く、その点において配当還元法による評価に一定の合理性が認められる。しかし、社内留保が過大に行われることも多く、そのような会社の場合、配当還元法による評価は過小評価になりがちであるとの指摘もある\*12。

後述するように、近時の裁判例においても配当還元法を用いる事例は多いが、その多くは配当以外の利益を想定しがたい非支配株主の取引であることを前提としている。

### (3) マーケット・アプローチ（比準方式）

マーケット・アプローチとは、上場している同業他社や類似取引事例など、類似する企業、事業ないし取引事例と比較することによって、評価対象の価値を相対的に評

価する手法である。

#### イ 類似上場会社法

類似上場会社法とは、上場会社の市場株価と比較して非上場会社の株式を評価する手法であり、倍率法（マルチプル法）や、乗数法とも呼ばれる。財産評価基本通達が示す類似業種比準法（同通達179、180）は類似上場会社法に類するものであると言える。

#### ロ 取引事例法

取引事例法とは、評価対象会社の株式について過去に売買がある場合に、その取引価額を基に株式の評価をする方法である。

非上場の会社においては、株式の流動性が低いとはいえ、一定の取引実績を有するケースが多い。そして、その取引の内容としては、親族や、役員、従業員といった会社の関係者間において、額面価格等、従前からの取引価格を踏襲するなどして比較的低額で行われるものが多いと思われる。株式の買取りを強いられる会社としては、このような取引実績を根拠に、取引事例法の適用を望むことが考えられる。しかし、過去から固定化された取引価格は、現状の企業価値の実態と乖離していることが多い。裁判所としては、過去の取引実績に依拠するには、当該過去の取引価格そのものの算定の合理性を要求しており、単純に一定の金額での取引が過去に連続していたという事象のみをもって取引事例法を採用すること

\*11 ゴードン・モデル方式が採用された裁判例として、大阪高裁平成元年3月28日決定（判タ712号229頁）、広島地裁平成21年4月22日決定（金商1320号49頁）がある。

\*12 江頭憲治郎『株式会社法 第8版』（有斐閣2021年）16頁

は考えがたい\*13。

#### (4) ネットアセット・アプローチ（純資産方式）

ネットアセット・アプローチは、コスト・アプローチとも呼ばれ、企業の純資産に基づいて評価する手法である。いずれも適正な帳簿作成を前提としたうえで、帳簿価額または帳簿価額に一定の時価調整を加えた純資産をもって株主価値とする評価手法であり、裁判例においても旧来より多用されている手法の一つである\*14。

##### イ 簿価純資産法

簿価純資産法とは、会計上の純資産額に基づいて一株当たり純資産の額を計算する方法である。会計上の帳簿価額を基礎としているため、客観性の点では優れているが、継続企業を前提とした帳簿価額の場合、各資産の時価と簿価は通常乖離していることが考えられる。

##### ロ 時価純資産法

時価純資産法とは、貸借対照表の資産負債を時価で評価し直して、時価純資産額を算出し、一株当たりの純資産額をもって株主価値とする方法である。全ての資産負債を厳密に時価評価することは実務的に困難であるから、主要資産の含み損益のみを時価評価することも多く、修正簿価純資産法と呼ぶこともある。

#### (5) 財産評価基本通達による評価

以上に述べた企業価値評価の手法のほか、財産評価基本通達による評価方法が広く知られており、同通達に基づく評価に関しては本誌でも度々取り上げているところである。同通達による相続税法上の株式の評価は、会社規模や同族等の株主の状況等による区分けに応じて、「純資産価額」、「類似業種比準価額」、「配当還元価額」の三種類のいずれかによって算定される（財産評価基本通達178、179、188、188-2）。同通達による評価方法は、課税実務で用いられることは勿論のこと、株式の取引の際にも、指標としての公平性や、低額・高額譲渡であるとの税務リスクを回避する観点から用いられることも多い。

過去の裁判例では、これの影響を受けたものも見られるが（名古屋高決昭和54.10.4判時949号121頁、東京高決昭和59.10.30判時1136号141頁等）、近時の裁判例ではほぼ採用されていない。税法評価は、課税の公平性や安全性の見地から、大量発生的事象を機械的に処理することを念頭に設定されているところ、裁判所は、様々な事情を考慮して合目的に株価を算定するとの姿勢を示しており、その点で税法評価の画一性が適さないものとみなされているように思われる\*15。

\*13 古い裁判例では、額面での取引実績を「従来からの慣行」として取引事例法を一部採用したケースもあるが（名古屋高裁昭和54年10月4日決定（判時949号121頁））、近時の裁判例では、取引事例法を用いるには「比較する取引事例の、(1)取引量が同程度であること、(2)取引時点が比較的直近であり、その間に経営・業績等に大きな変化がないこと、(3)取引が独立した第三者間で行われ、取引件数がある程度あること」という三つの条件を満たすことが必要である旨を示したケースがある（東京地裁平成26年9月26日（金商1463号44頁））。

\*14 日本公認会計士協会 経営研究調査会研究報告41号「事例に見る企業価値評価上の論点—紛争の予防及び解決の見地から—」（平成22年7月22日制定、平成25年11月6日改正）は、「株式価値は一般株主保護の観点から1株当たり純資産を下回ることはないという、主として法曹界からの見解についても勘案する必要がある」としている。

\*15 前出\*12 15頁、税理士法人高野総合会計事務所編『判例分析 会社株主間紛争の非上場株式評価実務』（中央経済社2020年）44頁

## 5 価格決定に関する裁判例

### (1) 総評

以下（図表3）は、平成期以降、譲渡制限株式の買取請求がなされて価格が争われた事例と、組織再編等の反対株主による買

取請求がなされて価格が争われた事例について、採用した評価方法の割合を示して整理した表である\*16（反対株主による買取請求のケース4件については着色している。なお、各裁判例の掲載文献については、本稿文末の脚注に列記した\*23。）。

図表3 近時の裁判例の評価法の採用割合

番号	判決年月日	裁判所	類型	持株割合	純資産法	配当還元法	収益還元法	DCF法	取引事例法	類似業種比準法
①	H29.1.26	東京高裁	譲渡制限	不明			100%			
②	H28.9.14	東京高裁	株式交換 反対	0.025%				100%		
③	H27.11.12	東京地裁	譲渡制限	18.2%		100%				
④	H27.7.16	大阪地裁	譲渡制限	0.04%	100%					
⑤	H27.7.16	大阪地裁	譲渡制限	0.06%		100%				
⑥	H27.3.26	最高裁	吸収合併 反対	9.6%			100%			
⑦	H26.9.26	東京地裁	譲渡制限	24.41%	35%	30%		35%		
⑧	H25.1.31	大阪地裁	譲渡制限	18.9%		20%	80%			
⑨	H22.5.24	東京高裁	営業譲渡 反対	1%以下				100%		
⑩	H21.10.19	東京地裁	吸収合併 反対	1%以下	100%					
⑪	H21.5.15	福岡高裁	譲渡制限	47%	70%			30%		
⑫	H21.4.22	広島地裁	譲渡制限	26.17%		50%		50%		
⑬	H20.4.4	東京高裁	譲渡制限	40%			100%			
⑭	H17.4.26	札幌高裁	譲渡制限	6.56%	25%	25%		50%		
⑮	H3.9.26	千葉地裁	譲渡制限	10%	50%	50%				
⑯	H2.6.15	東京高裁	譲渡制限	0.16%	30%	70%				
⑰	H1.5.23	東京高裁	譲渡制限	9%	20%	60%	20%			
⑱	H1.3.28	大阪高裁	譲渡制限	0.006% 0.23% 0.26%		100%				

\*16 前出\*15 税理士法人高野総合会計事務所編 55、66頁

本表を一見すると解るように、近時の裁判例では取引事例法や類似業種比準法は用いられておらず<sup>\*17</sup>、純資産法、配当還元法、収益還元法、DCF法が折衷、または単独で用いられる傾向にある。

## (2) 裁判例の傾向と着目すべき事例

上記の各裁判例のうち、配当還元法を50%以上採用している事例(③⑤⑫⑮⑯⑰⑱)に着目し、その分析を行ったところ、一定の傾向が見られた。

これら7つの事例のうち、③<sup>\*18</sup>を除く6つについて、裁判所は、いずれも売買の当事者が支配株主ではないことに着目し、株式を保有していることによる利益が、基本的には配当の受領以外に想定しがたい状況にあることを根拠としている。

例えば、配当還元法を100%採用した⑮の事例は、「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」とし、清算等の可能性がある場合には資産価値(解体価値)を算定要素とすべき場合を示しつつも、本件ではそのような可能性はないとして、配当還元法のみを採用している。

また、配当還元法の割合を50%に留めた事例では、買受人は支配株主ではないとしても、発行会社の役員であることなどから、経営に参画する可能性のあることを認定した事例(⑮)、売主については非支配株主として配当還元法が妥当するが、買主

(発行会社及び発行会社代表取締役)は配当のみを期待する立場にはなくDCF法が妥当するとして両社を折衷した事例(⑫)がある。

このように、売買の当事者が支配株主であるか否かにより、配当還元法の採用割合が変化するという傾向を見て取ることができる。ここでの「支配株主」か否かは基本的には議決権の割合により判断されている。しかし、留意すべきは、議決権が過半数に至らないとしても、役員であることや、会社の状況、人的関係、他の株主の状況(支配的な株主の有無)といった事情を丁寧に認定する事例もあり、単純な議決権割合のみでなく、事案ごとの個別事情により左右される可能性が十分にあり得る。また、例えば、⑭の事例では、売主が非支配株主であることを認定しつつも、売主に妥当する評価法は配当還元法と純資産法の折衷であるとし、買主たる発行会社に妥当する評価法はDCF法であるとして、配当還元法の割合を25%に抑える判断を下しており、裁判所が折衷法を採用する場合の割合の判断については、裁量によるものと言わざるを得ず、その傾向を一般化するまでには至らない。

## (3) 反対株主の買取請求の場合

上記の配当還元法を採用した事例は、いずれも譲渡制限株式の買取請求の事例であり、反対株主の買取請求の事例(②⑥⑨⑩)ではいずれも配当還元法は採用されて

<sup>\*17</sup> ⑪の事例において、過去に一定額で株式の取引が行われた事実について「一応斟酌すべき事情」としつつ、実際の価格算定においては純資産法：DCF法＝7：3としている。

<sup>\*18</sup> ③の事例は、従業員持株会との間で、配当還元価額(または額面価格)での取引を合意していたことを認定し、かかる合意を前提として価格を決定するという特殊な事例であった。

いない。この点、⑨の事例において、「本件のような営業譲渡や合併……などの場合において、株式買取請求権が認められるのは、……株式を手放さざるを得ない事態に追い込まれるということに対する補償措置として位置付けられるものである。そして、本件のような営業譲渡や合併……は、会社の財産処分としてこれを捉えることができるから、少数派の反対株主は、会社が清算される場合と同様、会社の全財産に対する残余財産分配請求権を有すると観念的には捉えることができる。その価値は、清算に際し事業が一体として譲渡される場合を想定した譲渡価値、すなわち、その事業から生ずると予想される将来のキャッシュフローの割引現在価格に一致すると考えるのが合理的である。これに対し、配当還元方式は、将来予想される配当の割引現在価値にだけ着目していくもので、残余の部分は支配株主に帰属することになるから、相当性を欠く」として配当還元法を排斥して、DCF法を単独で適用している。ここでの判示を敷衍すると、少なくとも会社の財産処分と捉えることのできる組織再編の反対株主による買取請求の類型一般について、譲渡承認の類型とは異なり、配当還元法ではなくDCF法等が妥当するとの理解を導き得るだろう。もっとも、同事例では、発行会社が事業再生中で、配当を行える状況になかったことも併せて認定されたうえで、評価法が選択されている。また、反対株主の買取請求の事例で配当還元法を用い

なかった上記⑨以外の3件では、そもそも当事者が配当還元法の適用を主張していない。そのため、事件類型（反対株主の買取請求）が評価法に影響を与えるという裁判例の傾向を直ちに一般化することはできないだろう<sup>\*19</sup>。

## 6 | むすびに

以上に解説したとおり、非上場株式の価格決定に係る裁判例について、一定の傾向らしきものはうかがえるが、一般化するほどの事例の蓄積を見ないと言わざるを得ない。その点において、非上場株式の価格決定の手續における、結論の不透明性という意味での当事者のリスクは未だに高い。以下、抜本的な解決とは言えないが、考えられる対応策とその留意点を検討し、本稿のむすびとする。

### (1) 事前の対策

#### イ 配当実績の形成

株式の買取りを強いられる発行会社としては、一般的に算定額が低額になる配当還元法の適用を期待することが多い。しかし、非上場株式の発行会社では配当を実施しない会社も多く存在するところ、裁判例では、配当実績がないために配当還元法が排斥された事例もある。その意味で、積極的な対策というわけではないが、一定額の配当実績を形成しておくことは、配当還元法が排斥されてしまう可能性を抑えることに資する。但し、ひとえに配当還元法といっても、

<sup>\*19</sup> 評価法の採用そのものではないが、①の事例では、非流動性ディスカウントを行うべきか否かについて、これを行った反対株主の買取請求にかかる最高裁の事例（⑥）の射程は、譲渡制限株式の買取請求の事例である本件には及ばないとして、事件類型により扱いを異にするべき考えを示しているが、かかる考えが一般化されるかについては、裁判例の蓄積が待たれる。

実際の配当額が算定に用いられるとは限らないことに留意が必要である。すなわち、上記のとおり、内部留保が多い会社において実際配当を基に配当還元法を用いる手法は、再投資分を評価額にしない点で過小評価との批判もあり\*20、近時の裁判例では実際配当額ではなく、他社平均配当性向を用いて予想配当額を算出する手法を採用したのものあり（図表3⑤の事例）、その場合は配当還元法を用いても相対的に低額な算定結果とはならない場合があり得る。

#### □ 合意の形成

図表3の③の事例では、会社と株主（従業員持株会）との間で、事前に株式の売買価格について合意があったことを認定し、当該合意に基づく価格をもって、売買価格とする決定が下されている。同事例は、特殊な事実関係のもとで黙示的な合意を認定した事例ではあるが、合意した価格が裁判所の決定額に用いられ得ることを示した裁判例として意義を有する。株主の間で、旧来から一定額での株式の取引が慣習化しているような会社は多いが、既に述べたように、そのような経緯のみから取引事例法の適用を導くのは難しい。一方で、株主と敵対化する前に上記の慣習をもとに株主との間で株式の売買価格を合意するところまで至れたならば、仮にその後裁判所に係属したとしても、合意を根拠に価格を低く抑えられる可能性がある。

#### (2) 事後の対策

先に解説したとおり、譲渡制限株式の買取りの事例において、裁判所は、買主と売主の立場を考慮して価格を決定する傾向があり、非支配株主が当事者となる場合には、配当のみを期待すべき立場にあるとして配当還元法の割合を高める向きがある。これに対し、発行会社が買い取る場合には、配当のみを期待すべき立場にはないとして、配当還元法以外の割合が高められた事例もある。そこで、支配株主ではない指定買取人の協力が得られる場合、会社が買い取る場合と比して低い評価法の採用が見込めるように思われる。但し、高額の負担となり得る指定買取人の地位を依頼できる関係性を有する時点で、経営者等との一定の人的関係性を有することが想定され、そのような場合に、潜在的に経営に関与し得るとして、配当還元法の適用が否定されるおそれがあることに留意が必要である。

以上

#### 竹川 靖之

(たけかわ・やすゆき)

野村資産承継研究所 客員研究員

- ◆**経歴** 2016年弁護士登録  
企業法務を中心に弁護士業務に従事したのち、株式会社野村資産承継研究所 主任研究員を経て現職。  
(現在は弁護士登録抹消)
- ◆**現職** 税理士法人竹川会計事務所

\*20 前出\*13、及び、星明男「譲渡制限株式の評価」ジュリスト1503号113頁参照