

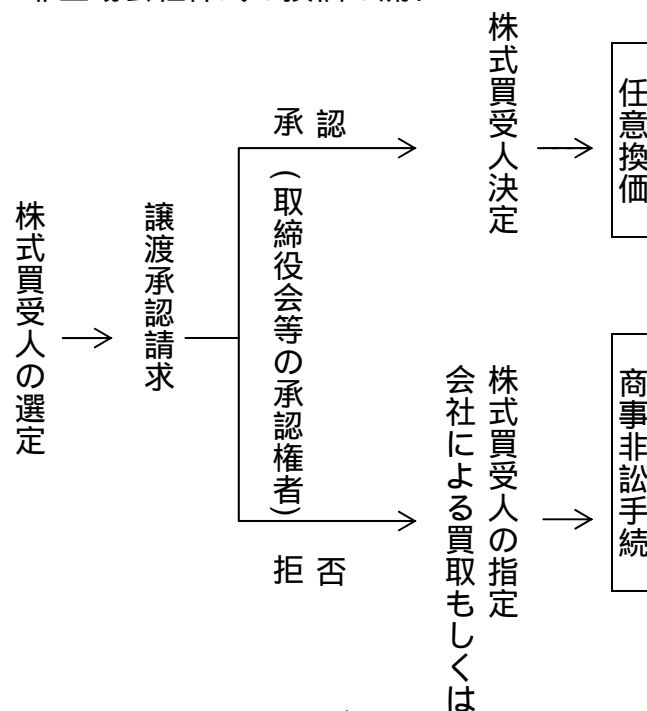
# 非上場株式換価、評価マニュアル

## 1 あらまし

非上場会社の株式を換価する場合、上場会社や店頭登録会社の株式のように公開マーケットの成立している株式と異なり、個別に買主を探し出す必要があります。この場合、非上場会社の株式の買手情報を広い角度で豊富に持っていること、あるいは、これを集めることができることが非常に重要です。また、非上場会社の大多数が、定款に全部または一部の株式の譲渡につき会社の承認を要する旨の規定を置いています。非上場会社のこのような譲渡制限付き株式は、取締役会等の承認権者の承認がなければ、自由に譲渡することが認められない一方、取締役会等の承認権者が承認しない場合には、会社が買い取り、または買受人を指定し、譲渡承認請求株主とその買受人との間で株式売買価格の折り合いがつかない場合には裁判所が商事非訟手続によって売買価格を決定するという手続が設けられています。

このように、非上場会社の譲渡制限付き株式であっても、当該株式を適正価格で譲渡することが制度的に保障されています。以上でおわかりのように、非上場会社の株式の換価は、買手情報を広い角度で多方面から集めることが重要である一方、常に裁判所における商事非訟手続を念頭において進めることが必要な業務です。

### 非上場会社株式の換価の流れ



## 2 手続の全体の流れ

### (1) 買受人の探査

非上場株式には、公開マーケットが存在しませんので、適切な株式買受希望者を個別に探査する必要があり、広い角度で多方面から最適の買手情報を集めることが重要です。

次に、買受希望者との売買交渉が必要となりますが、このような交渉の前提として秘密保持契約等を締結するのが一般です。

### (2) 譲渡承認請求、買受人指定請求

譲渡制限付き株式を譲渡しようとする株主は、会社に対し、特定の買受人への譲渡を承認するか否かの請求、及び承認しない場合には他に買受人を指定するよう請求を行います。

### (3) 会社が譲渡を承認する場合

会社が譲渡を承認するか否かの決定をするには株主総会（取締役会設置会社は取締役会。但し、定款で承認権者を定めることもできます）の決議によります（会社法 139 条 1 項）。

会社が譲渡を承認した場合、譲渡しようとする株主は、当初の買受人と株式売買手続をしていくこととなります。この場合譲渡株式の価値を裏付ける説得力ある評価資料を迅速に作成することが有利に交渉をすすめるために不可欠です。売主が少数株主の場合、評価資料の入手のため法律手続を取る必要のある場合も少なくありません。また会社の所有する特許権などの簿外資産の評価等各種資産の評価のノウハウも重要です。

### (4) 会社が譲渡を承認しない場合

取締役会等の承認権者が株式の譲渡を承認しない場合、会社は譲渡承認請求の日から 2 週間以内（定款で短縮可）に譲渡不承認通知をする必要があります（会社法 139 条 2 項、145 条 1 号）。この期間内に譲渡不承認通知をしなければ、原則として会社は譲渡を承認したものとみなされます（会社法 145 条 1 号）。譲渡不承認の場合、会社自身が買い取るのが原則ですが、他の買受人を指定することもできます。また、定款をもって、予め買受人が定められている場合には、その者が指定買受人となります。

### (5) 会社または指定買受人の買取通知

会社が買受人となる場合、会社は譲渡不承認通知の日から 40 日以内（定款で短縮可）に株主総会の特別決議による承認を受け、かつ、譲渡承認請求株主に対し買取通知をしなければなりません（会社法 140 条 2 項、141 条 1 項、145 条 2 号）。

会社が他の買受人を指定した場合、指定買受人は、譲渡不承認通知の日から10日以内（定款で短縮可）に譲渡承認請求株主に対し、買取通知をしなければなりません（会社法142条、145条2号）。買取通知をするときには、会社または指定買受人は、その会社の帳簿上の純資産額を元にして計算した額を法務局に供託して、供託を証する書面を譲渡承認請求株主に交付する必要があります（会社法141条2項、142条2項）。

これらの手続を怠ると、会社が譲渡を承認したものとみなされます（会社法145条）。

また、譲渡承認請求株主は、会社または指定買受人から買取通知を受けた相手方の承諾を得なければ、譲渡承認請求を撤回することができなくなります（会社法143条）。

一方、株券発行会社の場合、会社または指定買受人から供託を証する書面の交付を受けた譲渡承認請求株主は、交付を受けた日から1週間以内に株券を法務局に供託し、供託した旨を会社または指定買受人に通知しなければなりません（会社法141条3項、142条3項）。

#### (6) 売買価格決定手続

譲渡承認請求株主と会社または指定買受人との間で、売買価格の協議が調わない場合、当事者は会社または指定買受人がした買取通知の日から20日以内に裁判所に対し、売買価格の決定を請求することができます（会社法144条2項、7項）。

裁判所は、当事者双方の意見を聴取した上で、譲渡承認請求の時における「会社の資産状態その他一切の事情」を考慮して、適正な譲渡価額を決定します（会社法144条3項、7項）。

したがって、譲渡人は、自己の希望する価格での譲渡を実現するために自己の価額が理論上根拠のある金額であることを積極的に裁判所に立証していくことが必要となります。このためには、説得力のある正しい主張を行い、また権威ある株価鑑定書、意見書を作成し、資料として提出することなどが必要です。

尚、当事者において上記期間内に売買価格の協議がととのわず、裁判所に対する売買価格決定の申立もしなかったときは、会社の帳簿上の純資産額を元にして計算した額（供託額）が売買価格となります（会社法144条5項、7項）。

### 3 株式の価格の算定方式

株式の価格の算定方式として、純資産価額方式、収益方式、配当還元方式、類似会社（又は類似業種）比準方式、取引先例価格方式、併用方式などがあります。

#### (1) 純資産価額方式

(イ) 純資産価額方式は、企業のストックとしての純資産に着目して、企業の価値及び株価等を算定する方式です。この方式による評価は企業や株式の静的価値を表すものであるといえます。

会社法144条第3項は「裁判所は、前項の決定を為すには、譲渡等承認請求の時における株式会社の資産状態その他一切の事情を考慮しなければならない」と規定しており、譲渡制限株式の売買価格を決定するに当たっては第一に考慮されるべき方式であると考えられます。但し、この方式は、企業の静的評価であり、企業評価に重要な収益力が反映されないという欠点があります。

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があり、後者はさらに、再調達時価純資産方式と、清算処分時価純資産方式とに区分されます。

(ロ) 簿価純資産価額方式は、時価の算出が困難な場合などにおいて、計算が簡便であるとの利点がありますが、簿価純資産が名目資産であるため、地価の高騰などによる名目資本と実質資本の乖離が大きい場合には、適正な株価算定を行うことはできないとされています。

(ハ) 清算処分時価純資産方式は、処分価額を用いる方式で清算処分することを前提としているので、解散を前提としている会社に適する算定方式であるといえます。

(ニ) 再調達時価純資産方式は、同一の事業の継続を前提としており、現時点で事業を開始した場合と同様の価値を算定する方式です。

また、一般に支配株主等が取得する株式等の評価において考慮される方法です。

#### (2) 収益方式

(イ) 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、企業の評価及び株価等を評価する方法です。この方式による評価は企業の動的価値を現し、継続企業を評価する場合、理論的には最も優れた方法であるといえます。その反面、鑑定評価額が将来収益に全面的に依存しており、その根拠が不確実となる欠点が指摘されています。

収益方式は、収益を利益として展開する収益還元方式と収益を資金上の収入として展開するDCF法とに分類されます。

(ロ)収益還元方式は、評価対象会社が将来生み出す収益の現在価値に着目した算定手法です。収益還元方式は、過去の決算数値等から評価対象会社の将来予想収益を推計し、その将来予想収益を資本還元率で現在価値に割り戻すことにより、価格算定を行います。

この方式は、経営支配株主又は経営参加株主にとって適当な算定方式であるとされています。

(ハ)DCF法は、企業が将来獲得するであろうキャッシュフロー（現金収支）を資本還元率で現在価値に還元する方式です。しかし、適正なDCF法に基づく評価を行うためには、その前提となる事業計画が合理的に算定され、客観的に検証可能であることが非常に重要な要素となります。したがって、事業計画が恣意的な要素や証明可能性の低い前提を含んでいる場合には、妥当な算定を行うことは困難であるといえます。

### (3) 配当還元方式

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方式です。

株式の価値を擬制資本と見る点において、基本的に収益還元法と同じ発想に立つといえますが、収益還元方式が会社全体の利益を自己の所得と見る支配株主としての視点に立つのに対し、配当還元方式は、会社の利益ではなく、自己の受取る配当金だけを自己の所得と見る少数株主としての視点に立つ算定方式です。

したがって、配当還元方式は、一般に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に、最も理論的な方法であるとされています。

### (4) 類似会社（又は類似業種）比準方式

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、会社の価値及び株価を鑑定する方式です。しかし、類似性のある会社又は業種の選定が困難な場合が多く、また、類似性の検証が客観的に困難であるとの欠点があります。

### (5) 取引先例価格方式

取引先例価格は、過去の取引事例を基にして株価を算定する方法ですが、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の指摘がな

されています。

#### (6)併用方式

併用方式は、上述した各種方式を一定のルールで組み合わせて、会社の価値及び株価等を鑑定する方式です。株式の有する多面的要素を算定に取り入れるものであり、裁判実務上主流となっている方式です。

支配株式の評価にあつては、時価純資産方式と収益還元方式を加重平均して株価を算定するのが一般的です。

#### 4 判例

(1) 東京高裁 昭 46.1.19 決定 ( 事件番号 : 昭 45(ラ)120 号 )

##### (イ) 事案の概要

対象会社甲社の株式の価格について、原審静岡地裁が A 鑑定 ( 498 円 20 銭 ) と B 鑑定 ( 1,068 円 41 銭 ) の間をとり 750 円と定めたのに対し、当事者双方が抗告した事案

##### (ロ) 対象企業の特性

- ( 業種 ) 我国有数の大手自動車メーカーの静岡県下全域を販売区域とする販売会社
- ( 規模 ) 資本金 450 万円  
赤字が続いており、累積赤字は約 1 億 1,300 万円
- ( その他 ) 赤字続きといいながらも経営首脳部に会社解散の意向は全くなく、メーカーからの要請もあって、10%の配当を実現する五ヶ年計画を建てている。

##### (ハ) 株主構成

- 発行済株式総数 9 万株
- うち 3000 株 ( 全体の 3.3% ) の譲渡

##### (ニ) 採用された算定方式

- 類似会社比較による収益還元法
- ( A 鑑定を採用し、1 株 498 円 20 銭 )

##### (ホ) 算定方式採用理由・要旨

会社の資産については、貸借対照表上の評価額だけでなく、清算価値をも斟酌すべきであるが、このことから解散価値法による評価方法を常に至当するものと解すべきではない。

会社解散の意向がなく、会社再建の 5 ヶ年計画を建てている事実が窺われるので、会社の解散を想定して解散価値法によって株価を算定するのは妥当ではない。

会社の営業状態及び 5 ヶ年計画等を斟酌すると、A 鑑定のとった類似会社比較による収益還元法を採用するのが最も合理的である。

(2) 東京高裁 昭 47.4.13 決定 ( 事件番号 : 昭 45(ラ)488 号 )

(イ) 事案の概要

対象会社甲社の株式の売買価格につき、原審が 1 株 2,500 円と決定したのに対し、指定買受人が抗告した事案

(ロ) 対象企業の特性

(業種) 製品梱包作業請負業  
(規模) 資本金 1,000 万円  
純資産 5,412 万 5,318 円

(ハ) 株主構成

対象株式は 1000 株(全体の 5%)

譲渡人は、対象会社を社長とともに設立した原始株主

(ニ) 採用された算定方式

純資産価額方式を重視(同方式による算定価額は、1 株 2,706 円であるが、結論として 2,500 円とした)。

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

過去の取引事例は偶然の場合であってかつその価格(500 円)が券面額と同一であることの合理性を認めるべきものではなく、また、一般利子率による逆算は抽象的に過ぎて適当でない。

類似業種比較の方法はよるべき資料はない。

本件の如き閉鎖的会社の株式価格においては端的に会社の資産状態そのものを最も重視すべきであって、各株式の化体する会社資産の割合が基本となる。

相手方(譲渡人)は、もと申請外会社にて対象会社甲社の社長のもとで部長として従事していたが、社長兄弟間の内紛の結果甲社が設立された際も、社長に従って常務取締役をしていたが、会社が一応の軌道にのるとともに次第に疎んぜられ、不本意ながら辞任せざるを得なくなった。この点も本件株式の価格を決定するについて事情として相手方に有利に加味さるべきである。



(3) 東京高裁 昭 51.12.24 決定 ( 事件番号 : 昭 51(ラ)831 号 )

(イ) 事案の概要

対象会社甲社の株式の売買価格につき、指定買受人から抗告がなされた事実(1株 647 円が相当と主張)

(ロ) 対象企業の特性

(業種) 輸送用機器のオイルフィルター及びエアクリーナー製造業

(規模) 資本金 1,500 万円

従業員 53 名

(業績) 昭和 49 年 3 月末までの業績は悪く、繰越欠損金が多額、無配状態だが、最近の業績は著しく改善している。

(ハ) 株主構成

相手方(譲渡人) Y<sub>1</sub> 5000 株 (全体の 16.66%)

Y<sub>2</sub> 4000 株 (全体の 13.33%)

抗告人(指定買受人) X 2 万 1000 株 (全体の 70%)

設立当時の株主は Y<sub>1</sub>、Y<sub>2</sub> のみ。その後 X 会社が資本参加。

甲社は、X 会社の全面的協力工場。

(ニ) 採用された算定方式

再調達時価純資産方式 : 収益還元方式 = 1 : 1

(1 株 1,410 円)

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

甲社は、全く配当が実施されていない会社で、配当の予想は困難であり、本件株式の売買当事者が一般投資家でないことからいって配当還元方式を採ることは相当でない。

甲社の業態では適切な類似会社を選定することが困難であることから類似会社比準方式を採用することもできない。

本件は事業継続を前提とする株式の評価をするものであるので、特段の事情のない限り単純に時価純資産方式によることは相当でなく最近の業績が著しく改善しているため、簿価純資産方式も相当でない。

本件株式の評価は、売買当事者が経営支配を目的としており、配当額よりも企業利益そのものに関心をもっているといえるため、収益還元方式は本

件株式の評価に適する。しかし、抗告人は甲社の全株式を取得することになり一切の企業利益は勿論、会社財産も抗告人に帰属するので収益還元方式だけによるのは妥当性を欠き、会社財産の実質的取得の側面から時価純資産価額方式にも相当のウェイトを置き、複合して適用するのが適切である。

時価純資産方式の採用にあたっては、解散を前提とする処分可能価格によるのではなく、最有効利用を前提とした再調達価格によるのが相当といえる。

(4) 名古屋高裁 昭 54.10.4 決定 ( 事件番号 : 昭 54(ラ)109 号 )

(イ) 事案の概要

対象会社甲社の株式の売買価格につき、原審が 1 株 845 円と決定したのに対し、譲渡人が抗告した事案 ( 1 株純資産価格 6,409 円が相当と主張 )

(ロ) 対象企業の特性

( 業種 ) 演芸の公開、不動産の賃貸業

(ハ) 株主構成

株主は、現に稼業する芸妓または芸妓寮主に限定されている。

譲渡人 X の持株 93 株。

指定買受人 Y 組合は、現に稼業する芸妓または芸妓寮主をもって組織された甲社と密接な関係にある団体。

(ニ) 採用された算定方式

$$\left\{ (\text{配当還元方式} + \text{取引先例}) + (\text{時価純資産方式} + \text{類似業種比準方式}) \right. \\ \left. \times \frac{1}{2} \times 0.5 \right\} \times \frac{1}{3} \\ (\text{1 株 845 円})$$

* 配当還元方式	250 円
取引先例	500 円
時価純資産方式	6,409 円
類似業種比準方式	737 円

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

本件は営業の継続を前提として、その売買価格を決定するものであるから、破産や清算の場合の売却価格 ( 清算価格 ) によるべきでないことは明らかである。

時価による財産評価のみによることは本件のような物的会社たる株式会社についてしかもその営業の存続を前提とした場合は、客観的交換価値より遊離し、著しく高価なものとなり相当でない。

商法 204 条の 2 ( 注 : 会社法 136 条、138 条等に相当 ) に規定する株式買取請求は、営業の継続を前提とした投下資本の回収方法であり、その価格は会社の現有純資産、営業成績及び流通価格等に由来する。この観点から株価算定の基礎として一株当りの純資産価格、営業成績 ( 会社の安定性、

将来性、収益力、配当率等）、流通価格（類似業種の市場価格、取引先例価格等）を併用するのが妥当。

相続税財産評価基本通達によれば配当還元方式によることになり、これのみによる評価は相当でないが、無視しえない。

本件株式は非上場で市場性に欠け、市場性に欠ける株式では評価の5割控除を行うのが取扱慣行とされている。

これまで芸妓が廃業して脱退する際は例外なく相手方組合において1株500円で買取ってきており、取引慣行として無視できない。

(5) 広島高裁 昭 55.3.28 決定 ( 事件番号 : 昭 51(ラ)5 号、6 号 )

(イ) 事案の概要

対象会社甲社の株式の売買に関する原審の決定に対し、当事者双方から抗告された事案

(ロ) 対象企業の特徴

(業種) 清酒製造業

(規模) 資本金 500 万円

純資産額約 4 億 4,500 万円

清酒業界では企業規模が大きく、全国的に知名度が高い。

(ハ) 株主構成

譲渡人 8 名の持株比率は 5.73% で経営に関与していない株主 ( 非常勤取締役に就任していた被相続人から相続により取得 ) 。

指定買受人は、甲社の代表取締役で 9.18% の株式を所有する筆頭株主。

取締役 12 名の合計持株比率は 44.68%、監査役 2 名を加えると 46.63% となり、右以外の株主は一審申請人らのグループ ( 譲渡人 ) を除き、零細株主で、同族株主は存在しない。

株主数 237 名

(ニ) 採用された算定方式

類似業種比準方式 ( 但し、比準価額の 85% に減額 )

( 1 株 1 万 6,256 円 )

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

純資産価額方式は、会社といっても個人企業とあまり変わらない小規模の会社の場合、会社を解散して清算する場合または企業支配を目的として株式を取得する場合 ( いわば企業譲渡にも比すべき場合 ) には妥当するが、本件はいずれにも該当しない。

収益還元方式は、会社の収益がすべて株主への配当にまわされるものではないこと、利子率 ( 割引率 ) を決定することが困難であること、将来各期の利益を現在または過去の利益におきかえ、しかもそれが永久に続くものと仮定していることから株価算定方式としては妥当ではない。

会社はかなり高い利益を上げながら増資もせず、資本金を事業規模に比し著しく低額にとどめ配当を一定に抑えて利益の大部分を保留しており、被申請人自身配当を多くしたいと考えており、(配当還元法による)1株200円の価額は各鑑定結果と比較して極端に低く、算定方式として妥当ではない。

客観的交換価値を適正に反映した取引事例はない。

山一方式が国税庁方式よりも合理性があると認められるべき資料はない。

山一方式の市場性の欠如を理由とする50%のディスカウントはいかにも高率にすぎる。

国税庁方式は、係数化が困難であるため比準要素とすることができない株価構成要素があること、現実に取引の市場をもたない株式を上場株式と全く同一視した評価を行なうことは妥当ではなく、評価の安全性を図るため、70%相当額により評価しているが、比準価額に乗すべき係数が一未満になる可能性と一以上になる可能性があり、国税庁方式においては過大評価となることを避けるため、右係数を一未満にしたと解され、前者( )は合理性がなくのみが考慮されるべきである。

(6) 京都地裁 昭 56.7.24 決定 ( 事件番号 : 昭 54(ヒ)53 号、昭 55(ヒ)2 号 )

(イ) 事案の概要

対象会社甲社の元社長らが持株の譲渡承認(1株当たり 9,450 円の買受希望者あり)を求めたところ、会社側が第三者を指定した事案

(ロ) 対象企業の特性

(業種) 業務用化粧品メーカー

(規模) 資本金 1 億 9,200 万円

昭和 34 年設立

借入金がなく、内部留保が多い健全優良企業。

(ハ) 株主構成

創業者の親族 5 名が全体の 53.9%を保有。売主は 2 名で全体の 7.8%を保有。売主 2 名はかつて対象企業甲社の社長、総務部長であったが、創業家一族との経営方針の対立から昭和 54 年 4 月に退社。

買主は対象企業との間にこれまで営業上の関係がなく、経営に關与する意思もないとされる。

(ニ) 採用された算定方式

鑑定意見に依拠

イ. 配当還元方式 9,405 円

ロ. ゴードン・モデル 9,091 円

ハ. 純資産方式(再調達時価。7,853 円)

ニ. 類似業種比準方式 (国税庁方式の 10%減の価格。10,394 円)

ホ. 類似業種比準方式(同)の 20%の価格(9,239 円)の平均 9,196 円と理論的に最も適するイ.とロ.の平均 9,248 円とを勘案して 9,200 円

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

売主側が経営に關与していた事実及び売主の持株について 1 株当たり 9,450 円での買受希望者がある事情を、売主に有利に加味し、対象企業の資産状態、収益状況、収益力、将来の事業の見通し等を総合的に判断すると、配当還元方式を中心とする算定方法が最も合理的。

(7) 大阪高裁 昭 58.1.28 決定 ( 事件番号 : 昭 56(ラ)360 号 )

(イ) 事案の概要

上記(6)事件の抗告審

買主側が抗告

(ロ) 対象企業の特性

上記(6)事件と同じ

(ハ) 株主構成

上記(6)事件と同じ

(ニ) 採用された算定方式

イ. 配当還元方式 : ロ. 純資産方式 : ハ. 類似業種比準方式 = 2 : 1 : 1

尚、イ. はゴードン・モデル 6,451 円、ロ. は再調達時価 7,853 円、ハ. は国税庁方式の 20% 減の価格。9,239 円。

結論として 1 株当たり 7,498 円。

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

本件株式の譲渡は、対象会社の支配、経営を目的としない一般投資家間の譲渡であるから、ゴードン・モデル式による配当還元方式による算定が最適。

買受希望者 A が、売主との間で 1 株当たり 9,450 円で買い受ける合意をした事実、また同 B が 1 株当たり 8,449 円で買受ける意向を示した事情も株価算定の一つの資料としうる。

ゴードン・モデル方式に基づく配当還元方式が最適であり、最重要視すべきとはいえ、一つの理論上の数値にすぎないことも考慮すると、鑑定人 C の鑑定による純資産方式及び類似業種比準方式(20% 減価)も斟酌すべき。



(8) 東京高裁 昭 59.6.14 決定 ( 事件番号 : 昭 59(ラ)31 号 )

(イ) 事案の概要

対象会社甲社の取締役ら 3 名が従業員を引き抜いて独立開業。その後、株式譲渡の承認を甲社に求めたところ、甲社は同社の代表取締役を買受人に指定。原決定(簿価)純資産方式を採用。買受人が抗告。

(ロ) 対象企業の特性

(規模) 資本金 200 万円

発行済株式総数 4000 株

2 店舗を有するが、1 店舗につき従業員 3 名程度。

(ハ) 株主構成

売主 3 名で全体の 42.5%。

買主(同社の代表取締役)の持株数は不明。

(ニ) 採用された算定方式

簿価純資産方式(但し、簿価より返還を求め得ない敷金 150 万円を控除している。)

売渡請求直近の決算期の簿価を採用。

結論として 1 株 3,933 円

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

純資産方式は取引相場のない株式価格算定のための一方式にすぎないが、本件ではその他の方式採用のための基礎的事実関係を認めるべき資料がない。

対象企業の業種、規模、人的構成、株式の支配状況等の事情からも、純資産方式の具体的合理性は肯認できる。

なお、対象企業所有の不動産の簿価額が時価額を超えると認めるに足りる証拠はない。

(9) 東京高裁 昭 59.10.30 決定 ( 事件番号 : 昭 59(ラ)399 号 )

(イ) 事案の概要

対象会社甲社と売主との間で貸金返還訴訟が係属しているところ、売主は自己の持株のうち 20 万 2,334 株を同社に代物弁済として提供し、右事件を和解で解決する前提として別に所有する 2000 株につき本商事非訟を申請し、株価の決定を求める。

(ロ) 対象企業の特性

(業種) 印刷業

(規模) 昭和 24 年設立

資本金 1 億 2,000 万円

発行済株式総数 240 万株

昭和 57 年 12 月 31 日現在の資産(簿価)は、23 億 4,651 万円、

負債(同)は 21 億 4,163 万円。

(その他) 昭和 55 年から 57 年にかけて毎年 675 万円から 904 万円の利益が計上されている。

設立以来配当は全くなし。

(ハ) 株主構成

売主は少なくとも 20 万 4334 株(8.5%)を所有しているようであるが、本件で売買の対象となる株式は 2000 株(0.08%)。

(ニ) 採用された算定方式

イ.純資産方式 : ロ.類似業種比準方式 = 1 : 1

尚、イ.は保有関係会社株式は簿価で、不動産は時価で評価。

ロ.は類似業種比準方式については、財産評価基本通達に基づき指定係数 70%を採用。

上記の観点から算定した価格はイ.266 円、ロ.41 円となり、結論として両者の平均額の 153 円

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

対象会社の資本金、資産額、負債額、売主が価格決定を求める動機等の事情から純資産方式と類似業種比準方式の併用とした原決定は、対象会社が事業継続をする会社であるから、単純に純資産方式に拠ることは相当でな

いことから相当。

対象企業が有する関連会社株式は、同会社の業績が必ずしも良好でなく、同社株式の時価について簿価純資産方式で評価したからといって不当ではない。

対象企業の配当が零であり、将来の配当の予測も困難であるから、本件株式の評価に当たり類似業種比準方式における配当額を零としたものを基準の一つとすることは不当とは言えない。

類似業種比準方式における通達の指定係数 70%は適当。本件においてこれを 85%に変更すべき特段の事情はない。売主と当初の買受希望者との間で 1 株当たり 500 円の売買予約が成立していたとしても、非上場株式については取引市場における需要供給の関係は考慮することができず、偶然の事例にすぎないのであって、本件株式の価格の算定に当たり考慮することはできない。

(10) 京都地裁 昭 62.5.18 決定 ( 事件番号 : 昭 60(ヒ)62 号 )

(イ) 事案の概要

創業家間の内紛に伴い、対象会社甲社及び指定買受人(対象企業の関連会社かつ株主)の元取締役であり、両社代表取締役の実子である売主が持株 110 株の譲渡承認請求。なお、売主は右請求の約 4 か月にも買受人に対しその所有する 115 株を売却している(1 株 43 万 5,225 円)。

(ロ) 対象企業の特徴

(業種) 各種織物製造販売

(規模) 最終貸借対照表による純資産額は 5 億 245 万円。

発行済株式総数 1000 株。

(その他) 京都西陣織物業界の業況が長期低落傾向にある中で昭和 59 年 7 月までは独自の好業績を挙げる。しかし、その後の内紛により業績に顕著な影響(但し、立直りが困難と断ずる程、深刻ではない)。

(ハ) 株主構成

創業一族及び指定買受人(関連会社)で 100%を有する。

売主は対象企業及び指定買受人の元取締役で対象企業の株式 22.5%を所有していたが、うち 11.5%は既に指定買受人に任意で譲渡済み。本件売買価格の決定の対象となる株式は 11%。

(ニ) 採用された算定方式

イ.(簿価)純資産方式 : ロ.類似業種比準方式 : ハ.収益還元方式 : ニ.配当還元方式 = 2 : 1 : 1 : 1

尚、イ.は 51 万 8,388 円、ロ.は 41 万 7,140 円、ハ.は 34 万 8,286 円、ニ.は 14 万 186 円で結論は 38 万 8,500 円

対象企業は同族閉鎖会社であり、当事者双方は経営支配株主といえること、昭和 60 年 5 月に当事者間で 1 株 43 万 5,225 円とする売買が成立したことがあることからすると、純 : 類 : 収 : 配の割合を 2 : 1 : 1 : 1 とした加重平均値を基準とするのが相当。

鑑定人は本件株式の価格は営業の一部の譲渡と考えられ、帳簿価格による純資産方式のみが適当とし、かつ市場性欠如による減価率 20%を減すべき

とするが、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いから、本件において他の方式を排斥するのは適切でなく、また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がないし、減価率の数値の根拠も不明というほかない。

(11) 福岡高裁 昭 63.1.21 決定 ( 事件番号 : 昭 62(ラ)93 号、95 号 )

(イ) 事案の概要

対象会社甲社の元従業員が持株を売却した例

(ロ) 対象企業の特性

(業種) 鮮魚卸売業

(規模) 創業明治 26 年 (昭和 38 年株式会社化)

資本金 1 億 7,600 万円

従業員 185 名

重要な子会社 2 社 (資本金 1,000 万円及び 2,000 万円)

発行済株式総数 35 万 2000 株

株主数 329 名

(その他) 概ね順調な営業成績を挙げており (昭和 56 年以降 4 年間の売上高は 661 億円、698 億円、641 億円、672 億円)、今後とも継続営業を長期にわたって期待できる。1 株当たりの利益配当性向は 11.9%。

(ハ) 株主構成

売主 (対象企業に 25 年間勤務) が 3.3%。その余は不明

(ニ) 採用された算定方式

配当還元方式を基礎に、類似業種比準方式及び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 (鑑定額を採用し、1 株当たり 2,325 円)

尚、鑑定書によればイ.類似業種比準方式 4,547 円、ロ.純資産方式 3,000 円弱、

ハ.配当還元方式 2,325 円、ニ.収益還元方式 4,600 円ないし 6,900 円

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

売主は非支配株主。

営業継続が前提となる本件の場合、純資産方式は適当でなく、配当のみに期待する非支配的一般投資家にふさわしい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べき。

(12) 仙台高裁 昭 63.2.8 決定 ( 事件番号 : 昭 62(ラ)59 号 )

(イ) 事案の概要

譲渡制限株式譲渡の売買価格決定に対し抗告された事案

(ロ) 対象企業の特性

- (業種) 食品関係
- (規模) 発行済株式総数 18 万株  
昭和 53 年以降は配当なし。

(ハ) 株主構成

売主は 30575 株(約 17%)保有。  
その余の株主構成、買主の属性等は不明

(ニ) 採用された算定方式

純資産価額方式  
算定の詳しいプロセスは不明

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

原決定を支持。抗告審では売渡請求の撤回の可否のみが争点となっており、価格については争点となっていない。

(原決定の理由)

利益配当は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确实性に欠けるが、残余財産分配はその範囲が明確である以上は評価が可能。対象会社は無配会社であるから配当還元は適切でなく、また、対象会社の特殊性から同種会社を抽出することも容易でなく、これらの点から鑑定結果が純資産価額方式を採用したことは相当。

(13)東京高裁 昭 63.12.12 決定 ( 事件番号 : 昭 63(ラ)370 号 )

(イ)事案の概要

同族会社甲社における買取請求の事案。売主は父、買受人は長男。

売主は純資産価額方式のみによって価格を算定すべきと主張して抗告(抗告棄却)

(ロ)対象企業の特徴

(業種) 不動産賃貸及び管理業

(規模) 昭和 44 年設立

資本金 500 万円

発行済株式総数 1 万株

資産は建物とその敷地の借地権(価格の合計 29 億 1,970 万 2,000 円)がほとんどで、その営業は右建物を第三者に賃貸するのみ。

(その他) 買主の妻が代表取締役、買主及び買主の長男が取締役、買主の二男が監査役で従業員はいない。

直近 2 年間の年間平均利益額は 92 万 6,000 円。利益配当なし。

(ハ)株主構成

売主(買主の父)30%

買主(売主の長男。対象企業の実業取締役)60%

買主の妻(対象企業の実業取締役)10%

(ニ)採用された算定方式

イ.純資産方式 : ロ.収益還元方式 = 7 : 3

尚イ.は法人税相当額を控除

ロ.は収益還元方式において利益率として 10%を採用

イ.12 万 2,812 円、ロ.926 円であり、これを上記の割合で斟酌すると 8 万 6,246 円となるが、最後にこの価格から市場性の欠如を理由に 30%減価し、結論として 6 万 372 円。

(ホ)算定方式採用理由・要旨

対象会社甲社は、営業利益を確保し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が濃いものであるが、ともかくも 19 年間営業を続けており、今後直ちに解散して清算するものではないから清算を擬制



した純資産の価額方式のみでなく、会社の存続を前提とした算定方式も斟酌すべき。

本件売買価格は、会社が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。

売主が申請外 A との間で 1 株 15 万円での売買を合意していたとしても、その合意価格が客観的、合理的なものと認め得る資料は何もない。

本件の場合、類似会社が存在せず、しかも無配であるから、類似業種比準方式、配当還元方式はいずれも採用し難い。

純資産方式と収益還元方式のうち、本件会社の実態からは会社資産に対する持分の評価として純資産方式を重視するのが相当。

算定された価格から、市場性がなく、譲渡制限があることに鑑み、3割を控除すべきである。

(14) 大阪高裁 平 1.3.28 決定 ( 事件番号 : 昭 61(ラ)407 号 )

(イ) 事案の概要

対象会社甲社の元顧問会計士らが株式の譲渡承認を求める。原決定はゴードン・モデルによる配当還元方式のみを採用して 1 株 2,754 円とした。売主は対象企業が上場基準を満す大会社であるから類似会社または類似業種比準方式を採用すべき、仮にゴードン・モデルを採用するとしてもパラメータの採用が誤りであるなどとして抗告。

(ロ) 対象企業の特性

(業種) 掃除用具レンタル販売等

(規模) 昭和 38 年設立

資本金 18 億 7,852 万 5,000 円

発行済株式総数 375 万 7050 株

株主総数 2069 名

昭和 60 年 3 月 31 日現在の帳簿上の資産合計 457 億 7,300 万円

(その他) 直近 3 年間の利益は年間約 21 億 ~ 25 億円であり、経常利益は年間約 47 億 ~ 55 億円。

(ハ) 株主構成

株主数 2069 名

対象会社の関係会社 2 社 (うち 1 社は本件株式の買主) で計 21.07% を有し、元役員 1 名が約 5% であるほかは全員 1% 以下の零細株主。

その内訳は役員合計 8.43%、従業員合計 24.81%、元従業員合計 12.74%、加盟店合計 23.63% 等である。

本件事件の売主は 0.55%。

対象会社において株式は祈りの経営の福利厚生の機能をもつものと位置付けられ、頻繁な小刻み増資により株主が増えている。

(ニ) 採用された算定方式

配当還元方式のみ(ゴードン・モデル)

尚、原決定とは異なるパラメータを採用したため、株価は原決定から 70% 増の 4,687 円

(ホ)算定方式採用理由・要旨

少なくとも会社の経営支配力を有しない（買主にとって）株式の評価は将来の配当利益を株価決定の原則的要素とすべきである。

他方、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あり、右配当利益により算出される株価が一株当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。

類似業種比準方式は、課税技術上の観点から考案された方式にすぎず、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第2項（注：会社法144条3項に相当）の理念とは異なるし、類似性の検証が不可能で、利益の成長要素が考慮されず、減価率の合理性も疑わしい。

収益還元方式は少なくとも配当政策等企業経営を自由になしえない非支配株主の株価算定には不適切。

本件においては、単純な配当方式は企業の成長予測が反映されず、結局、右利益及び配当の増加傾向を予測するゴードン・モデルが適当。

(15) 東京高裁 平 1.5.23 決定 ( 事件番号 : 昭 63(ラ)726 号、728 号 )

(イ) 事案の概要

対象会社甲社の原始株主であり、専務取締役であった者が株式の譲渡承認を求めた事例。なお、対象企業が指定した買主 3 名はいずれも対象企業の下請企業の代表取締役であり、対象企業に依存して経営を維持している。本件売買にかかる供託金約 1.6 億円も全額対象企業から借り受けたもの。

(ロ) 対象企業の特性

(業種) 紳士用装身具卸売業

(規模) 昭和 47 年設立

資本金 1 億 500 万円

発行済株式総数 21 万株

(その他) 昭和 57 年から 61 年まで每期約 63 億円から 74 億円の売上を有し、約 5,000 万円から 2 億 9,000 万円の税引後当期利益を得た。純資産額も年々上昇し、直近年度で 17.9 億。売上高の半分以上を占める紳士用装身具の卸売業界では売上高第 1 位で安定した経営状態。昭和 47 年から 51 年までは年 3 割、同 58 年までは年 2 割、同 61 年までは年 1 割 5 分の配当実施。

(ハ) 株主構成

対象会社甲社の代表取締役 A 及びその一族が 80% 以上を所有。

売主は 1 万 9000 株(9%)所有。

買主らはかつて各 1250 株を保有していたが、昭和 59 年に A が代表取締役を務める株式会社乙社に 1 株 1,000 円で全て売却している。

(ニ) 採用された算定方式

イ. 配当還元方式 : ロ. (簿価)純資産方式 : ハ. 収益還元方式 = 6 : 2 : 2

尚、イ. 924 円、ロ. 8,284 円、ハ. 2,818 円であり、結論として株価は 2,775 円。

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

対象企業の経営は順調で、近い将来における解散は予想されないこと、買主らが取得する株式が 9% に過ぎないことから買主が対象企業の経営を支配できないことが明らか。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が相当。

しかしながら、将来の配当額の予測は困難であり、しかも対象企業は収益の相当割合を内部に留保している。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得ない。

株式の譲渡制限の定めは会社の利益のため、その限度で株主の自由に制限を加えるものであるから、自由に譲渡した場合に比して不利益を与えることを避けなければならない。

株式を自由譲渡するにあたっては、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が可能であるし、対象企業が売主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みに関心を抱くものでないこと、また、買主とAの関係からは、Aが将来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。

(16) 東京高裁 平 2.6.15 決定 ( 事件番号 : 平 1(ラ)126 号 )

(イ) 事案の概要

譲渡制限株式譲渡の売買価格決定に対し抗告された事案

(ロ) 対象企業の特性

(業種) 不明

(規模) 発行済株式総数 18 万 4800 株

(ハ) 株主構成

売主は 300 株 ( 全体の 0.16% ) 保有

その余の株主構成、買主の属性等は不明

(ニ) 採用された算定方式

イ. 配当還元方式 : ロ. 純資産方式 = 7 : 3

尚、イ. は法人税相当額を控除

各方式による個別の評価額は不明

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

本件譲渡によって対象企業の経営権に消長はないから収益還元方式をとることはできず、名目資産と実質資本との乖離が著しいから簿価純資産方式は妥当ではない。

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には配当還元方式が最も合理的な算定方式だが、株式価格の算定に当たっては、株式が会社の資産を化体したものとの見方に立って算定することが妥当であるから、時価純資産方式を加味して株式の価格を算定すべき。

(17) 千葉地裁 平 3.9.26 決定 ( 事件番号 : 平 2(ヒ)3 号 )

(イ) 事案の概要

対象会社甲社の元専務取締役が持株を譲渡した事案。

(ロ) 対象企業の特性

(業種) 空港関係の貨物運送業

(規模) 昭和 48 年設立

資本金額不明

従業員数約 300 名

発行済株式総数 10 万 4000 株

(その他) 昭和 61 ~ 63 年の年間売上高はそれぞれ 17.4 億、21.75 億、30.5 億円で、税込み利益はそれぞれ 4,300 万、6,000 万、8,100 万円。

配当率はいずれも 15%

設備を拡張して増収を続けており、営業基盤も固い。

(ハ) 株主構成

売主は全体の 10% の持分比率を有する原始株主。会社設立以来 14 年にわたり常務取締役又は専務取締役。

その余の株主構成、買主の属性等は不明。

(ニ) 採用された算定方式

イ. 配当還元方式 : ロ. 純資産方式 = 1 : 1

尚、イ. は売主が支払を受けた役員報酬をも配当金の変形として考慮。

ロ. は法人税相当額を控除せず、土地の価格のみ簿価と時価の乖離が著しいとして鑑定価額に拠った。

イ. 4,196 円、ロ. 5,937 円となり結論として 5,066 円

(ホ) 算定方式採用理由・要旨

発行済株式総数の 10% では会社経営を支配するに足りるものではないが、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、配当のみを期待する一般投資家とはやや異なる面がある。

対象会社甲社の株式については額面金額での売買実例があるが、適切な取引先例であるかは疑わしい。

純資産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、注：会社法 144 条 3 項に相当）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言える。

時価純資産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。

売主が本件株式を純資産価額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解散価値を現実化する可能性は乏しい。