

裁判例における株式評価の実態

— 株式評価理論の深化を目指して —

青 木 茂 男

要 旨

株式価値の評価法は多様であり、株式価値の評価を巡って裁判での係争も多い。本論文は裁判例における株式評価を検討して、裁判ではどのような評価方法が支持されているか、支持される評価法はどのように変遷しているか、理論的發展を遂げているDCF法は裁判所ではどのように扱われているか、上場株式と非上場株式ではどのような点が評価の争点になっているか、具体的な裁判のケースではどのようなようになっているか、税務を巡る裁判での争点は何か、などを検討する。会計や財務の研究者による株式評価についての裁判例の研究はほとんど見かけない。本論文は裁判例を検討することによって、株式評価理論の深化を目指すものである。

1. はじめに

株式価値の評価法は多様である。筆者は「企業価値評価法の多様性—三菱地所(株)のケースを手がかりとして—」において三菱地所の例をとりあげて諸方法を適用して1株当たり株式価値を算出した。^{注1)} 14の手法を用いて算出した結果は、最高値1,745.5円、最低値0円、中位数375円と評価法による開きは大きい。「企業評価は確固たるサイエンスとアートそのものであり、真実はその間にある」(Damodaran, 2006,p.2.)といわれる所以でもある。

しかし、利害が対立する経済社会では、幅ではなくて特定の数値を探り出さなければならない。利害対立の典型は裁判例であるが、裁判にあっては多様な評価手法が原告、被告から提示される。非上場株式のみならず、株価が市場で成立する上場株式においてさえもどの時点の株価を採用すべきかで係争になる。

裁判例においては、評価手法が時代とともに変化したのか、評価目的によって評価法が異なるのか、地裁と高裁では評価法が異なるのか、係争内容で評価法が異なるのか、どの評価法がよく用いられるのか、ファイナンス理論と裁判例は異なるのか、などの疑問が生じる。株式価値評価の諸手法については理論的に多くの説明がなされているが、現実の社会では理論だけでは対応できない問題が生じる。本稿では評価法の裁判における適用を検討し、評価手法の現実社会における活用および問題点を明らかにする。

2. 検討方法

1) 資料

裁判例は(株)TKCのデータ・ベース「LEX/DBインターネット」で検索した。検索対象期間は昭和40年以降、検索絞り込みは、株価、上場、評価、価格の4つのキーワードに合致

する裁判例。検索結果は地裁，高裁，最高裁合わせて71例，925頁である。このうち，本論文では株式評価法に直接関係すると思われる27例を検討した。71例がキーワードにヒットしたが，検索のキーワードにマッチしただけであって，昭和40年以降の裁判例の全てとはいえない。文献では，検索されなかった裁判例を文献で目にするところがある。この他，税務裁判に関して株価，評価，価格，相続税または贈与税のキーワード全てに合致する裁判例を検索した。検索結果は69例，1,213頁であった。

2) 株式価値評価理論と裁判における評価法の比較検討

本論文では，多様な株式価値評価法が裁判例ではどのように適用されているのかを検討する。評価理論では議論されない論点が裁判の場で対立することもあるが，裁判において対立する問題点を明らかにすることにより，評価理論の深化を目指すものである。

3. 裁判における株式価値評価の特徴

1) 裁判での争点

株式を上場と非上場とに分類すると，上場企業ではとりわけ合併・分割・MBOなど企業組織再編に反対する株主の買取請求価格，第三者割当増資を巡る争いが多い。争いの背景には，経営者側と株主の主導権争い，投資利回りの上昇を目指す投資ファンドの戦略などもみられる。裁判では，上場株式は市場株価で評価されるが，企業再編の公表で株価が下落した場合に，どの時点の株価を評価すべきか，など評価時点が主な争点になる。非上場株式では譲渡制限付株式買取請求に伴う買取価格の争いが多い。上場株式が市場株価で評価されるのに対して，非上場株式では純資産法，配当還元法，類似業種比準法，DCF法など多様である。評価理論で取り上げられる，調整現在価値法，残余利益法（割引超過利益法），利益還元法（収益還元法）や^{注2)}，M&Aで多用されるIRR，回収期間法，倍率法などは裁判では用いられない（Reed et al.,1999, pp.91-98.）。調整現在価値法は評価理論においても一般的でなく，複雑であること，利益還元法はDCF法の特別なケースに過ぎないこと，IRR・回収期間法・倍率法は株式価値を直接的に求めるものではないこと，などが理由であろう。残余利益法は理論的であり評価理論では一般的であるが，裁判例では使用されない。これは，残余利益法による評価額の2つの構成要素である簿価純資産と超過利益の割引現在価値のうち，評価額の大部分は簿価純資産が占めるので，残余利益法を使わなくても純資産法で間に合うこと，また，後述するように裁判例の純資産法では簿価ではなく時価が用いられるので，簿価純資産を使う残余利益法はなじまないであろう（青木，2006）。

株式価値評価については相続税（含贈与税），所得税，法人税などを巡る裁判も多いが，税務の裁判では財産評価通達の適用・事実認識に限られており，本源的な株式価値に関する係争ではない。しかし，株式価値評価の理論ではあまり議論されない，税務に特有の議論もある。

2) 株式の評価者（鑑定人）

裁判で争われる株式価値は裁判官が算定するわけではない。裁判官は当事者が主張した

評価法や評価額を判断するだけである。本論文で検討した裁判例ではすべて評価書（鑑定書）が裁判所に提出されている。評価書の作成者は、1990年頃までは学者・研究者の評価もみられたが、平成に入ると証券会社、コンサルタント会社、公認会計士、税理士など実務家が主流になってきた。評価法も、昭和40年代までは配当還元法、純資産法、収益還元法などが中心であったが、T.コーブランド（Copeland）の*Valuation*（1990）以降、DCF法による評価法が急速に発展したこともあって、DCF法が多く採用されるようになった。評価者である実務家はファイナンス理論を理解しており、法律の世界とはいえ、CAPM、リスク・プレミアム、ベータなどファイナンスの用語が評価書のなかで頻繁に用いられている。会計・ファイナンスの実証研究で用いられる株価の回帰分析やリアル・オプションまでもが裁判で取り上げられている。その意味では、本論文は裁判例の研究ではあるが、株式価値評価の具体的適用上の問題点整理でもある。

4. 上場株式と非上場株式の評価

1) 上場株式

上場株式の評価ではほとんどの場合に市場の株価が用いられるが、どの時点の株価あるいはどの期間の平均株価を採用するかを巡って係争になる。組織再編の公表、業績の下方修正発表などとともに市場株価は大きく変動する。裁判で争点になるのは評価法ではなく、どの時点の株価を採用するかである。非上場株式では評価法が争点になると対照的である。

「図表1」に見るように、合併等発表日、買い取り請求日など一時点の価格と一定期間の平均価格を取る場合とがある。16件のうち、一時点の株価をとったのが4件、発表前1ヶ月平均が6件、6ヶ月平均が2件、その他公開買付価格2件であり、平均株価をとる裁判例が多い。市場株価はいろいろな要素で大きく変動するし、「情報は古いアパートの水道管より漏れがひどい」といわれるように情報の漏れの可能性もあるから、一時点よりも一定期間の平均が望ましいと考えられる。

平均株価の場合、1990年頃までは株価の単純平均が主流であったが、平成に入ると出来高を加味した加重平均が用いられるようになった。単純平均株価でなく加重平均株価を使うということは、出来高の多い日の株価のウェイトを大きくして、出来高の少ない日の株価のウェイトを小さくするということである。株価は市場で多数の参加者によって決定されるのであるから、出来高を加味した加重平均が必ずしも単純平均よりも合理的とはいえない。単純平均株価でなく加重平均株価を用いた理由の説明は判決文には見られない。

MBOにおいては4件のうち2件で株価にプレミアムを上乗せしている。また、上場株式については裁判の申立人は投資ファンドが圧倒的に多い。投資ファンドは投資利回りの向上のための機会を逃すまいと努力するのであろう。

2) 非上場株式

イ) 裁判例

山田（2008）は非上場株式の株価算定の裁判32例（昭和46年～平成17年）を例示している。これに筆者がその後の裁判例6件を追加して38例とし、非上場株式の評価方式を「図

「図表1」 裁判例における上場株式の価格決定 (件数)

株式交換・ 株式移転	株式交換計画発表前1ヶ月の株価平均	1
	株式交換計画発表前1ヶ月の株価平均を回帰式(独立変数:ジャスダック)で修正	1
	株式交換効力発生前1ヶ月終値の出来高加重平均	1
	公開買付価格(公開買付け株式交換)	1
	株式移転発表前1ヶ月平均株価	1
MBO	MBO発表前6ヶ月平均株価に20%の加算	1
	MBO発表前1ヶ月平均株価に14%の加算	1
	MBOによる公開買付価格	1
	株式取得日から上場廃止前日7日間の平均価格	1
合併	買取請求日の終値	2
	買取効力発生日の直近の終値	1
	合併発表前6ヶ月平均終値	1
その他	新株発行決議直前日の終値	1
	時価より高い基準価格で自己株取得	1
	株式分割効力発生前1ヶ月の平均株価	1
合 計		16

地裁と高裁のが同一判決の場合は高裁のみを記載した。

対象期間：昭和58年～平成22年

(株TKCデータ・ベース「LEX/DBインターネット」より作成)

表2」のようにまとめた。

多くの裁判では複数の評価法が採用されており、38の裁判例に対して延65の評価法があるから1件当たり1.7の評価法が採用されたことになる。複数の評価法が多いことを意味する。1つの評価法では一方の当事者に有利な評価に偏り勝ちであるし、絶対的に正しい評価法はないのであるから、多様な評価法から複数の評価法を採用して調整した方が対立している当事者を納得させやすい。裁判は当事者間の利害対立の調整の場でもあるから、理論的正当性だけでなく対立している当事者が納得できることが重要である。複数の評価法が採用される理由であろう。「図表2」には示さなかったが、評価方法の併用については、38裁判例のうち22例では2つ以上の方法を併用して調整しており、16例は1つだけの方法で評価している。

評価理論で取り上げられる調整現在価値法、残余利益法は理論的すぎて理解が困難なためか採用されていない。倍率法も採用されていないが、客観的であることが重要な裁判には倍率法は馴染まないのかも知れない。非上場株式の評価であるため、市場株価法が採用されないのは当然ではあるが、事例の選択が容易でない取引事例法も1件と少ない。

アプローチで区分すると、フローに基づくインカム・アプローチ30件が最も多く採用されているが、個別の評価方法で区分すると純資産法22件が最も多く、次いで配当還元法17件(成長率を加味した方法5件を含む)が多い。純資産法は企業が継続する場合ではなく清算する場合に適しているといわれるが、継続企業にもよく適用されている。純資産法は会計学の知識がなくても理解しやすい、客観的である、比較的小規模の企業が多い非上場

「図表 2」 裁判例における非上場株式（含出資）の評価法（38裁判例）（件数）

インカム・アプローチ	DCF法	4
	配当還元法	12
	配当還元法（成長率加味）	5
	収益還元法	9
	（小 計）	30
マーケット・アプローチ	類似会社比準法	10
	類似業種比準法（相続税評価通達）	2
	取引事例法	1
	（小 計）	13
ネットアセット・アプローチ	簿価純資産法・時価純資産法	22
	（小 計）	22
合 計		65

・対象期間：昭和43年～平成22年

・純資産法：裁判例では簿価と時価の区別が明白でないことがあるため、合算した。

山田（2008）に筆者が追加修正

企業は有機的構成体としての無形価値や知的無形資産が比較的少ないから純資産法でも係争当事者が納得しやすい、などの理由から採用が多いものと考えられる。純資産法については簿価か時価かは参照した論文からは明確ではないし、判決文をみても必ずしも明らかでないので、「図表 2」では時価と簿価を合算して表示した。係争事件において簿価と時価に乖離があれば時価を採用するのは当然であろうし^{注3)}、簿価よりも時価のほうが当事者が納得しやすいであろう。配当還元法は企業の経営に参加できない非支配株主にとっての評価法であるといわれるが、裁判所に提訴するのは支配株主よりも非支配株主が多いため、この方法が17件と多い結果になっている。

「図表 3」でみると、平成に入ってからDCF法が急速に採用されているが、これとともに収益還元法が減少している。収益還元法はDCF法のうち、運転資本の増減がなく、かつ設備投資額と減価償却額が等しい場合の特殊な例である（青木，2008，445頁）。収益還元法よりもDCF法が理論的に正しく、一般性があるから、DCF法の増加とともに収益還元法が減少したのは必然であろう。DCF法の普及は株式評価理論の発展によるところが大きい。

ロ) DCF法の問題点

DCF法は裁判でも急速に採用されるようになった。3) 具体的な裁判例で述べるカネボウのケースでもDCF法が採用されている。しかし、DCF法はキャッシュ・フローの予測と割引率の適用において恣意性が入り込む余地があるという批判がある。評価法の選択を巡って法曹人の立場から伊藤（2010）は次のように指摘する。

DCF法は結論たる評価額が先あって、それに合わせてキャッシュフローや割引率を当てはめる可能性がある。したがって、裁判所がDCF法を単独で用いるのは妥当ではないので、他の方法と併用すべきである。また、特殊な会社の株式について、a) 上場廃止になっ

「図表3」 裁判例における非上場株式（含出資）評価法の変遷（38裁判例）（件数）

判決年	インカム・アプローチ					マーケット・アプローチ				ネットア セット・ア プローチ	合計	裁判例 数	1 件 当たり 評価法
	DCF法	配 当 還 元 法	配 当 還 元 法 (成長率 加味)	収 益 還 元 法	計	類 似 社 比 準 法	類 似 種 比 準 法 (相続税評 価通達)	取 引 事 例	計	純資産 法			
1980年まで	0	3	0	2	5	5	2		7	4	16	12	1.33
1990年まで	0	6	2	5	13	4	0		4	10	27	13	2.08
2000年まで	1	1	1	0	3	1	0		1	4	8	5	1.60
2010年まで	3	2	2	2	9	0	0	1	1	4	14	8	1.75
合 計	4	12	5	9	30	10	2	1	13	22	65	38	1.71

- ・2000年まで、2010年までは裁判例件数が少ないが、データベースを検索したキーワードの影響も考えられる。この件数は検索した件数であって、裁判例の全てとは限らない。
- ・その他の注は「図表2」と同じ。

た株式は、客観性の観点からDCF法よりも上場廃止前の市場価格を検討すべきである^{注4)}、b)ベンチャー企業の株式は、DCF法だけの評価法によってもよいが、客観的に成長性が不明確な場合には、DCF法と時価純資産法を併用すべきである、c)持ち株会社の株式は、中核子会社の株式はDCF法と時価純資産法、多数のその他の子会社は手間とコストを考慮して時価純資産法で評価し全てを合算すべきである、としている。

伊藤は、DCF法は理論的であるからこの方法を誰も否定しにくいとしながらも、予測と割引率の恣意性の視点から、全面的にDCF法を採用することに対する懸念を示し、客観的である時価純資産法との併用を支持している。DCF法が前提としている永久のキャッシュ・フローは予測困難であるから、恣意性を懸念するのは当然であろう。

しかし、伊藤は時価純資産法において、時価をどのように評価べきかについては述べていない。のれんやブランド価値など無形固定資産は時価が把握しにくく市場での取引も少ないから、時価純資産法とはいっても簡単ではない。キャッシュ・フロー予測の恣意性については伊藤が指摘するとおりであるが、割引率についてはファイナンス理論において多くの研究者が認めるCAPM（資本資産評価モデル）、WACC（加重平均資本コスト）の理論が広く受け入れられているので恣意性の余地は少ない^{注5)}など伊藤の主張にも検討の余地がある。

DCF法は、投資意思決定など自社だけで使用するのであれば、恣意性は問題にならないし、モンテカルロ・シミュレーションなど確率分布を組み合わせて幅を持った額で評価をすることも可能である（青木、2007）。しかし、対立相手が存在する裁判では恣意性が入り込んだ理論的正当性よりも客観性がより重視され、評価額も幅ではなく特定の金額でなければならない。

ハ) 時価純資産法

裁判例では時価純資産法も多く用いられる。データベースには裁判で使用された株式評価書は収録されていないから時価がどのように算出されたかは明らかではない。しかし、

時価が用いられるのは貸借対照表資産項目のうち、有価証券、土地のみであり、その他の資産は簿価であるものと思われる。有形固定資産については、再調達時価か売却時価かの疑問が生じるが、現実的には使用中の個別性が強い有形固定資産について再調達時価あるいは売却時価を求めるのは困難であろう。判決文でこの問題に触れているものは見当たらないところから推測すると、簿価が用いられているものと思われる。また、のれん、ブランド価値など無形資産の評価は企業評価にとって重要ではあるが、判決文にこれらについて触れているものは見当たらない。客観性を重視する裁判では、貸借対照表に計上されていない無形資産を評価することは当事者の理解をえられないのであろう。

3) 2つの裁判例

継続企業として地裁、高裁ともにDCF法を採用、清算企業として地裁が純資産法を採用した例としてカネボウ(株)、そして地裁と高裁の判断が異なり、地裁が純資産法、高裁がDCF法と他の方法を併用した例として(株)ホスピカを取り上げる。カネボウ(株)の判決文はDCF法以外の諸評価法を採用しなかった理由を挙げており、裁判所の考えが示されている。(株)ホスピカの裁判では地裁がDCF法を不確実性が高いとして排除し、高裁がDCF法を無視できないとしてDCF法と純資産法を併用した。

1) カネボウ(株)

近年の株式評価の裁判例ではカネボウ(株)が有名であり、この裁判例についての論評も多い。裁判所は公認会計士による評価書のDCF法によっており、地裁、高裁ともにDCF法を採用した。以下、裁判例を紹介し申立人、裁判所の評価法についての主張を検討する。

カネボウ(株)は上場会社であったが平成16年に産業再生機構に支援を要請して上場廃止になった。その過程で長期にわたる粉飾も露呈し、最終的には、化粧品や食品部門などは営業譲渡し、抜け殻の本体は下記ii)に示すように吸収合併・清算された。

下記i)は営業譲渡に反対する株主の株式買取請求価格についての裁判例であり、ii)は清算のための合併に反対する株主の清算時価格についての高裁での裁判例である。i)については東京地裁、東京高裁ともにDCF法のみを採用し、他の方法を退けた。ii)については高裁では清算価値による時価純資産方式を採用した。

i) 営業譲渡(東京地裁平成18年(ヒ)第256号外、平成20年3月14日民事第8部決定)

申立人である株主は、営業譲渡であるから継続企業としての評価を求め、成長を加味した配当還元法、取引事例比較法の併用を求めた。判決では、a) 配当還元方式については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ない、b) 取引事例比較法については、比較対象が取引量が評価対象と同程度である、取引時点が近くその間に経営・業績に大きな変化がない、取引が独立した第三者間で行われたことが必要である、などの条件を満たした比較対象がない、c) 類似会社比準方式については事業再生途上の企業と上場会社を比較するのは適切でない、d) 純資産方式については継続企業には適していない、との理由でDCF法のみを採用した。

筆者の見たところ、公認会計士による評価書でのDCF法は、キャッシュ・フローの予測、資本コストの算出など最近の理論を十分に反映したのものとなっている。

判決後、株主は東京高裁に控訴した（東京高裁平成20年（ラ）第637号、平成22年5月24日第9民事部決定）。申立人の株主は、DCF法は少数株主にとっては合理性を欠くとの理由で、取引事例法、配当還元法を適用を求めたが、高裁は、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DCF法が適切であるとされた。配当還元法は配当できる状況にないので適切ではない、時価純資産方式は継続企業としての価値を評価するには適切でない、類似会社比準方式は事業再生途上の企業には適切でない、取引事例法は適切な取引事例がない、などの理由からいずれも却下した。

高裁は抜け殻の旧カネボウではなく、営業譲渡する前のカネボウと一体として評価したことになる。

ii) 清算のための合併

旧カネボウはファンド会社に吸収合併されて吸収合併消滅会社となった。合併に反対する申立人の株主は、優良部門を営業譲渡した後の抜け殻であるから、i) 営業譲渡でのDCF法による株価を基礎として値上がり期待権20%~60%を加えた株価を主張した。吸収合併するファンド側は、清算価値による時価純資産方式を主張し、裁判所もファンド側を支持した。

評価方法については申立人、被告ともにDCF法は継続企業、純資産法は清算企業に適用すべきであるとして評価方法については申立人、被告ともに意見の相違はないが、企業の状況認識の相違、すなわち清算過程にある企業か、継続企業か、それらを実質的に判断するか表面的な現状で判断するか、などが争点になっている。どのような状態の企業にどの評価方法を適用すべきかについての対立はなく、企業は現在どのような状況にあるか、についての認識の相違が対立点である。主張の根底には双方が有利な評価額を引出したいとの意図があるのは当然だが、企業の状況に対して適用すべき評価方法は定着しているために、裁判での対立点は企業状況の認識の相違にある。

2) (株)ホスピカ（福岡地方裁判所平成18年（ヒ）第76号、平成20年4月8日決定）

ホスピカ（株式譲渡制限付）の株主は、買取請求の株価をDCF法を基本にして純資産法および収益還元法を加味することを主張した。ホスピカ側は相続税法の財産評価通達による類似業種比準価格法と純資産価額法を主張したが、地裁では類似会社比較法や取引事例法は類似会社や取引事例が見つからないとして排除した。また、継続企業であるがDCF法は不安定性が高いとしてやはり排除し、客観性が高く裁判で多く採用されてきた純資産法によった。ただ、業績変動が激しかったので2時点の平均をとって評価した。

株主は高裁に控訴したが、高裁ではDCF法は不確実性があるが全面的に無視することはできないとして、DCF法0.3、純資産法0.7のウェイトをつけた（福岡高等裁判所平成20年（ラ）第145号、平成21年5月15日第2民事部決定）。

地裁で排除したDCF法を高裁では無視できないとして、ウェイトは低いが採用した。

4) 株価上昇の期待権

全部取得条項付種類株式が発行されることがある。株主の同意なしに会社はその株式を取得できる制度であり、株主は強制的に株式を買上げられるわけであるから、株価上昇の期待権をどのように判断するかで対立する。

ここでは(株)レックスホールディングの裁判例を取り上げる（東京地裁平成19年（ヒ）第122号外，平成19年12月19日民事第8部決定）。

全部取得条項付種類株式の取得価格決定について、裁判所は、株式の強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価格をも考慮することが相当であるとして、値上がりの期待権を認めている。しかし、裁判所は、朝日ビジネスソリューション(株)「株価算定書」が指摘する、ブラック・ショールズモデルを適用したオプション価格による期待権は、株価は価格下落のリスクがあるのにオプションモデルには価格下落のリスクがないのでこのモデルの適用は妥当ではない、との理由で専門的知見を反映した具体的な金額を算出することはできない、としている。その上で裁判所は公開買付のプレミアム分を上限として期待権を認めた。値上がりの期待権を認めつつも、専門的知見を反映した具体的な金額を算出することはできないとして金額は算出しなかった。裁判所のこの判決文に対して、期待権を認めたことを評価する文献もある（金融・商事判例，2008）。

この事件は高裁に控訴され、高裁でも「強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価額をも考慮するのが相当である」として期待権を認めた。評価については公開買付事例19例の平均的なプレミアムを使って20%とした。地裁は当案件の公開買付プレミアムを上限として評価したが、高裁はそのほぼ2倍にあたる一般的なプレミアムを認定した（東京高裁平成20年（ラ）代80号，平成20年9月12日第5民事部決定。）。もっとも、高裁は期待権を理論的に算出したのではなく、公開買付事例の平均をとったにすぎない。

株式価値評価に関しては、DCF法や配当還元法などインカム・アプローチにおいて成長を加味した評価法があるが、株価上昇に対する期待権が議論されることはない。裁判と評価理論の違いである。

5. 株式評価をめぐる税務訴訟

非上場株式の評価について、相続税法（贈与税を含む）では相続税財産評価通達の適用に関して、また法人税法、所得税法では低廉譲渡を巡って、国家と納税者の間に多くの裁判例がある。

1) 相続税

相続税法では株式評価法を相続税財産評価通達に委ねているが、財産評価基本通達6では「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。」旨定めている。

税務当局は事案が納税者の租税回避であると判断すると、納税者間の公平という論理で、財産評価通達に定められた方法を形式的には適用はせず、通達に定められた方法ではあるが通達の形式的な適用とは別の方式で株式を評価する。

財産評価通達に定める方式のうち、配当還元方式は評価額が最も低くなることが多いか

ら、多くのケースでは納税者が配当還元方式を主張するのに対して、課税当局は課税上の最高の評価額である純資産価格を主張する（財産評価通達では株式の評価額は純資産価格を超えることはないものと定められている）。財産評価通達では評価方法が明確に定められているから、裁判では通達に定める評価法のどれを適用すべきかが争点になり、通達で定めていない評価法であるDCF法、収益還元法、類似会社比準法の適用が主張されることはない。

相続税についての裁判では、評価方法については財産基本通達に定める方法以外には係争の余地はないが、租税回避行為に対する認識の相違から財産基本通達のどの方法によるのか、で争いになる。また、相続税法第22条（評価の原則）では「相続、遺贈又は贈与によ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」と定められているので、財産評価基本通達における純資産法の純資産価額は裁判例では簿価ではなく時価純資産価額がとられることが多い。

2) 法人税、所得税

法人税および所得税では、株式の譲渡は適正価格による譲渡が原則となっているため、非上場株式の低額な譲渡で係争になる。

非上場有価証券の評価について、法人税法基本通達9-1-13「上場有価証券等以外の株式の価格」は、売買実例のあるものの適正価格、あるいは純資産価額、と定めている。例外として、同9-1-14「上場有価証券等以外の株式の価格の特例」で財産評価基本通達によっているときは、課税上弊害がない限りこれを認めるとしている。

所得税基本通達20-35共-9「株式等を取得する権利の価額」においてもほぼ同様な規定となっている。

法人税法基本通達9-1-13に定める「売買実例」は通常は少ないので、所得税、法人税に関する裁判上の争いでは、①純資産価額によって評価するのか、または財産評価基本通達で定める評価方法によるのか、②財産評価基本通達を適用する場合に「課税上弊害がない限り」の状況の認識をどうするか、③評価益部分から法人税等相当額を控除すべきか（最高裁平成14年（行ヒ）第122号、平成17年11月8日判決では控除すべしとの判示がなされている（川田（2005））、などが争点になる。③の法人税相当額を控除する理由については「個人が株式の所有を通じて会社の資産を間接的に所有している場合と個人事業主として直接に事業用資産を所有する場合とは、その所有形態の差異によりその処分性等に差があるものと認められるので、両者の評価上の均衡を図ろうとする配慮に基づくものである」（東京地方裁判所平成12年（行ウ）第90号、平成16年3月2日民事第3部判決）と説明されている。^{注6)}

税務の裁判では適用する評価方法が限定されているので、裁判において適正価格の算定のためにDCF法が用いられることはないし、複数の評価方法を求めてそれをウェイトづけするということもない。

6. おわりに

裁判における株式価値評価の実態は会計や財務理論における評価と大きな差はない。

DCF法にとどまらず回帰分析、リアル・オプションまでもが取り上げられることがある。上場株式は市場株価で評価されているが、どの時点の株価かが争点になっている。非上場株式は純資産法、配当還元方式の採用が多いが、残余利益法、調整現在価値法、倍率法は採用されたことはない。評価法は当事者を納得させるため複数の評価法が併用されている。近年はDCF法が増えてきたが、キャッシュ・フロー予測の恣意性のゆえに裁判所は慎重な側面もある。税務訴訟では通達等で認められていないDCF法、収益還元法、類似会社比準法の適用が主張されることはないが、認められた評価法のいずれを適用するかで、租税回避行為を背後に意識しながら争われる。

注

- 注1) 株主価値（1株当たり株式価値×株数）に負債価値を加えたものが企業価値であるから、株主価値を評価することと企業価値を評価することとは実質的には同義である。
- 注2) 各方法の詳細は青木（2010）参照のこと。
- 注3) 法律学者は簿価よりも時価を採用すべきとする説が多い（金子，1993）
- 注4) ダイワボウ情報システム(株)の評価に当って、裁判所はDCF法を採用せずに株式取得日から上場廃止前日7日間の平均価格を採用した（大阪地方裁判所平成21年（ヒ）第31号、平成22年3月30日第4民事部決定）。伊藤（2010）はカネボウのケースで裁判所がDCF法のみを採用したことについても、DCF法を選択する前に上場廃止前の取引相場をまず検討すべきであった、と批判している。また、ホスピカのケースについては、裁判所はDCF法0.3、純資産価格法0.7の併用したことについて評価している。
- 注5) CAPMについてはFamaらの3ファクターモデルなどからの批判もある（Fama, et al., 1992）。
- 注6) 同様の説明は税務の専門書でもなされている（渡邊・森若，2006，448頁）

本稿は科学研究費補助金（基盤研究(C)課題番号22530490）の助成を受けた研究成果の一部である。ここに記して感謝いたしたい。

参考文献

- Copeland, Tom, Tim Koller, Jack Murrin(1990), *Valuation*, McKinsey & Company.
- Damodaran, Aswath(2006), *Damodaran on Valuation*, 2nd Edition, 2006.
- Reed, S.Stanley, Lajoux, Alexander Reed(1999), *The Art of M&A*, Third Edition, McGraw-Hill.
- Fama, E., K.R. French, 1992, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *The Journal of Finance*, Vol.47, No2, Jun., pp. 427-465.
- 青木茂男（2006）「DCF法と割引超過利益法の比較検討—株価説明力の視点から—」『会計プロフェッション』No.1, 青山学院大学大学院会計プロフェッション研究学会, 39-57頁
- （2007）「モンテカルロ・シミュレーションによる株主価値の計測」『会計プロフェッション』No.2, 青山学院大学大学院会計プロフェッション研究学会, 43-57頁。
- （2008）『要説経営分析 3訂版』, 森山書店。
- （2010）「企業価値評価法の多様性—三菱地所(株)のケースを手がかりとして—」茨城キリスト教大学紀要, 第44号, 187-203頁,
- 伊藤達哉（2010）「取引相場のない株式評価方法選択のあり方—感度分析に優れたDCF法の問題点を中心として—」『商事法務』No.1892, 2010, 3, 5, 40-47頁。
- 金子勲（1993）「非公開会社株式の評価」『判例タイムズ』No.814, 1993, 6, 15, 69-76頁。
- 川田剛（2005）「非上場株売買における適正時価（法人税等相当額控除の可否）が争われた事例」

- 『ジュリスト』No.1303, 2005.12.15, 175-177頁。
- 金融・商事判例 (2008), 「会社法172条1項により裁判所が決定すべき, 全部取得条項付株式の取得価格について, 取得日における当該株式の客観的な時価に加えて強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額も考慮した公正な価格であるとされた事例—レックス株式取得価格決定申立事件—」『金融・商事判例』No.1283, 2008. 2. 1, 22-32頁。
- 山田純 (2008) 「M&Aをめぐる株価紛争の概観」『判例タイムズ』No.1279, 2008.12. 1, 5-13頁。
- 渡邊定義, 森若代志雄 (2006) 『相続税・贈与税 体系 基礎から学ぶ「財産評価」』, 大蔵財務協会

Valuation theories in judicial precedents in Japan

Sigeo Aoki

As stock valuation methods became diverse and multiple, cases of disputes in court increased. This paper aims to deepen the valuation theory by reviewing various judicial precedents in Japan through the following key questions: Which valuation methods are supported in disputes? How have such supports changed over the years? What is the level of acceptance of the DCF method in cases of disputes? What are the differences in dealing with stock valuation between listed and non listed stocks? How are stocks valued in recent judicial precedents? What are the issues concerning taxation? The paper also contributes to an area of accounting and finance which lacks researches of the valuation methods in judicial precedents in Japan.