

平成26年（許）第39号

株式買取価格決定に対する抗告棄却決定に対する許可抗告事件

最決平成27年3月26日 第一小法廷決定

文責：山田康平

最高裁は、平成27年3月26日、非上場会社において会社法785条1項に基づく株式買取請求がなされ、裁判所が収益還元法を用いて株式の買取価格を決定する場合に、いわゆる非流動性ディスカウントを行うことはできない旨判示した。

本件は、相手方を存続会社、非上場企業である株式会社A社（以下「A社」という。）を消滅会社とする吸収合併に反対したA社の株主である抗告人が、A社に対し、抗告人の有する株式を公正な価格で買い取るよう請求したが、その価格の決定につき協議が調わないため、抗告人が、会社法786条2項に基づき、価格の決定の申立てをした事案である。

本件の争点は、非上場会社において会社法785条1項に基づく株式買取請求がされ、裁判所が収益還元法を用いて株式の買取価格を決定する場合に、当該会社の株式には市場性がないことを理由とする減価（以下「非流動性ディスカウント」という。）を行うことができるかという点であり、原決定では、非流動性ディスカウントを行うことができると判断していたところ、最高裁は次のように判示した。

[決定要旨]

非流動性ディスカウントは、非上場会社の株式には市場性がなく、上場株式に比べて流動性が低いことを理由として減価をするものであるところ、収益還元法は、当該会社において将来期待される純利益を一定の資本還元率で還元することにより株式の現在の価格を算定するものであって、同評価手法には、類似会社比準法等とは異なり、市場における取引価格との比較という要素は含まれていない。吸収合併等に反対する株主に公正な価格での株式買取請求権が付与された趣旨が、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には企業価値を適切に分配するものであることをも念頭に置くと、収益還元法によって算定された株式の価格について、同評価手法に要素として含まれていない市場における取引価格との比較により更に減価を行うことは、相当でないというべきである。

[解説]

1 非上場株式の評価方法

- (1) 株式買取請求の「公正な価格」の算定方法は定めがなく事案により様々であるが、非上場株式の評価方法としては、(i)インカム・アプローチとしてのDCF方式、配当還元方式、収益還元方式、(ii)コスト・アプローチ（ネットアセット・アプローチ）と

しての純資産方式、(iii)マーケット・アプローチとしての類似上場会社方式、取引先例価格方式があるとされているが（東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社非訟』88頁（判例タイムズ社、2009年）等参照）、理論的にはDCF法が最も合理的な評価方法であるとする立場が有力である（江頭憲治郎『株式会社法〔第5版〕』14頁（有斐閣、2014年）、DCF法を採用した裁判例として、東京高決平成22年5月24日金判1345号12頁参照）。

もっとも、裁判例においては、これらの方式を組み合わせるものが多い（DCF法と純資産方式とを3：7の割合で併用して価格を算定したものとして、福岡高決平成21年5月15日金判1320号20頁、DCF法とゴードン・モデル方式とを1：1で併用したものとして、広島地決平成21年4月22日金判1320号49頁等参照）。

- (2) 本決定は、評価方法として、(i)インカム・アプローチのうちの収益還元方式（将来期待される純利益を一定の資本還元率で還元することにより株式の現在の価格を算定する方法）を用いている。もっとも、本決定は「非上場会社の株式の価格の算定については、様々な評価手法が存在するが、どのような場合にどの評価手法を用いるかについては、裁判所の合理的な裁量に委ねられている」などと述べていることから、非上場株式の評価手法としてどの方法によることが適切かについては何ら判示していないと解される。

2 非流動性ディスカウント

- (1) 非流動性ディスカウントとは、本決定も述べるとおり、「非上場会社の株式には市場性がなく、上場株式に比べて流動性が低いことを理由として減価するものである」。

この非流動性ディスカウントをどのように考慮すべきかについては、裁判例によって判断の分かれていたところである（DCF法によって算定された株式の価格について、非流動性ディスカウントを考慮すべきとしたものとして、前掲・広島地決平成21年4月22日、考慮すべきでないとしたものとして、前掲・東京高決平成22年5月24日等参照）。

- (2) 本決定は、①「収益還元法は、当該会社において将来期待される純利益を一定の資本還元率で還元することにより株式の現在の価格を算定するものであって、同評価手法には」「市場における取引価格との比較という要素は含まれていない」ことに加え、②「吸収合併等に反対する株主に公正な価格での株式買取請求権が付与された趣旨が、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には企業価値を適切に分配するものであること」を理由として、収益還元法によって算定された株式の価格について、非流動性ディスカウントを考慮すべきでない旨判示した。
- (3) まず、上記の理由①について検討するに、確かに、本決定の指摘するとおり、収益還元法は将来の当該会社の収益獲得能力を株式の価値に反映するものであるから、その過程において株式の売却を考慮する余地はなく、市場における取引価格との比較という要素は含まれていない。

しかし、株主が会社から退出する場合、一般には株式を売却する方法によることになるため、収益還元法によって算出された価格のほか、さらに株式の売却を考慮する必要があると考えられることも可能と思われる。

したがって、理由①は理由づけの一部にとどまっているといわざるを得ない。

- (4) 他方、上記の理由②の指摘する株式買取請求権の趣旨は、従来から最高裁が指摘してきたものと共通であり、制度に関する通説的理解であると思われるところ（最判平成23年4月19日民集65巻3号1311頁等参照）、「退出を選択した株主には企業価値を適切に分配する」こととされている。すなわち、会社法は、反対株主に対して、買取請求時における企業価値を享受する権利を保障しており、したがって、反対株主は、市場において株式を売却する方法で退出することと同等に扱われることを余儀なくされるものではない。そうだとすると、反対株主による株式買取請求権の場面において、市場における株式の売却を考慮する余地はないこととなろう。

したがって、本決定においては、理由②について、「…をも念頭に置くと」という表現となっているが、理由②も重要な理由づけとなっているものと考えられる。

- (5) 以上の検討によれば、本決定は、会社法の趣旨に合致した、妥当な判断といえよう。

3 本決定の射程

- (1) まず、本決定の理由①については、将来の当該会社の収益獲得能力を株式の価値に反映させるアプローチであるインカム・アプローチ全体に当てはまるものである。

したがって、本決定によれば、インカム・アプローチによる算出過程においては、非流動性ディスカウントを考慮すべきでないこととなると思われる。

- (2) そして、会社法においては、⑦会社法 116 条 1 項各号に規定する場合、④事業譲渡等を行う場合（会社法 469 条 1 項本文）、⑧組織再編の場合（785 条、797 条、806 条）に反対株主の株式買取請求権が認められている。

本決定の指摘する株式買取請求権の趣旨は、このすべてに共通するものと解されるから、本決定によれば、⑦ないし⑧のいずれの場合においても、インカム・アプローチによって算出された株式の価格から、さらに非流動性ディスカウントを考慮することは相当でないこととなると思われる。反対株主の株式買取請求以外の場面で、非上場株式の価格を算定する場合については、本判決の射程は及ばないものと思われる。

- (3) また、「企業価値を適切に分配する」という観点からすると、非支配株式であることを理由とする減価であるマイノリティ・ディスカウントについても、非上場株式の価格を算定する場面において考慮することは相当でないことと考えられる。

- (4) 非上場株式の価格が反対株主の株式買取請求の場面で問題となることは実務上多くみられることからすると、本決定の影響力は相当に大きいものと思われる。

以 上