



令和4年（許）第8号 株式売買価格決定に対する 抗告審の変更決定に対する許可抗告事件

令和5年5月24日最高裁判所第三小法廷決定

岩田合同法律事務所
監修：弁護士 [青木 晋治](#)
文責：弁護士 [豊田 康興](#)

【決定要旨】

会社法144条2項に基づく譲渡制限株式の売買価格の決定の手続において裁判所が上記売買価格を定める場合に、上記譲渡制限株式の評価額の算定過程において上記譲渡制限株式に市場性がないことが考慮されていることはうかがわれないなど判示の事情のもとにおいては、DCF法によって算定された上記評価額から非流動性ディスカウント（非上場会社の株式には市場性がないことを理由とする減価）を行うことができる。

【事案の概要等】

1 事案の概要

本件は、非上場会社の譲渡制限株式の売買価格の決定が問題となった事案である。具体的には、譲渡制限株式の株主ら（抗告人ら）は、非上場会社（相手方ら）に対し、その所有する譲渡制限株式を第三者へ譲渡するにあたり、その承認を求めた。しかし、非上場会社は、これを拒否し、自ら当該株式を買い取ることを前提に、会社法144条2項に基づき、裁判所に当該株式の売買価格の決定を申し立てた。

2 事実関係の概要

X1・X2（申立人・抗告人・相手方）はいずれも、土木工事業等を営む取締役会設置会社であり、その定款には発行する全部の株式について譲渡制限の定めが置かれている。他方、Y1・

Y2・Y3(利害関係参加人・相手方・抗告人)は、X1の元代表取締役であった亡Aの妻とその長男・二男であり、3名合計で、X1の議決権割合の約18.8%、X2の議決権割合の約10.67%を保有している。

Yらは、平成28年2月、X社らに対して、会社法136条及び138条に基づき、その保有するX1株式の全部(以下、「本件X1株式」という。)とX2株式の全部(以下、「本件X2株式」といい、本件X1株式と併せて「本件各株式」という。)につき、それぞれX1・X2に対し、Bに譲渡することの承認を求めるとともに、承認しない場合はX1・X2またはその指定買取人が買い取ることを請求した。これに対し、X1・X2はいずれも、譲渡を承認しない旨の株主総会決議をした上で、Yらに対し、本件X1株式・本件X2株式をそれぞれX1・X2が買い取る旨の通知をした。

その後、X1・X2はそれぞれ裁判所に対し、会社法144条2項に基づき本件各株式の売買価格の決定を申し立てた。

Xらは、時価純資産法と類似業種比準法による算定値を掛け合わせて得られる株価が妥当とし、DCF法による株価を60%、時価純資産法と類似業種比較法による株価を各々20%を掛け合わせて(類似業種比較法に基づく算定値×0.2+時価純資産法に基づく算定値×0.2+DCF法に基づく算定値×0.6)、本件X1株式の売買価格は1株当たり3381円、本件X2株式の売買価格は1株当たり2357円が相当と主張した。これに対して、Yらは、時価純資産法により本件X1株式の売買価格は1株当たり1万678円、本件X2株式の売買価格は1株当たり5300円が相当と主張した。

【訴訟の経過】

1 原々決定(広島地福山支決平成30・5・25〔2018WLJPCA05250615〕)

原々決定は、日本公認会計士協会が策定した「企業価値評価ガイドライン」(経営研究調査会研究報告第32号、平成19年5月16日公表、平成25年7月3日改正。以下、「企業価値評価ガイドライン」という。)により、時価純資産法により企業価値を評価すべきとして、Yらの主張を認め、時価純資産法を採用した上で、本件X1株式の売買価格を1株当たり1万678円、本件X2株式の売買価格を1株当たり5300円と定めた。これに対してXらが抗告した。

2 原決定(広島高決令3・12・21〔2021WLJPCA12216018〕)

抗告審においては、本件各株式の1株当たりの売買価格について、裁判所の依頼による鑑定が実施され、「本件各株式の評価方法としては、DCF法を用いるのが相当である。DCF法によって本件各株式の1株当たりの評価額を算定すると、本件X1株式につき7524円、本件X2株式につき6448円となる(以下、上記のとおり算定された本件各株式の評価額を「本件各評価額」という。)。そして、本件各株式の売買価格の算定にあたっては、本件各株式のいずれについても、非上場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。)として、本件各評価額から30%の減価を行うのが相

当である。」という鑑定意見が出された。

そのうえで、抗告審は、鑑定意見で示された DCF 法による具体的な算出過程において不合理な点は見当たらないとして、鑑定意見に全面的に依拠し、本件 X1 株式の 1 株当たりの評価額を 5 2 6 6 円、本件株式 X2 株式の 1 株当たりの評価額を 4 5 1 4 円とした。

なお、Y らは最一決平成 2 7・3・2 6 民集 6 9 卷 2 号 3 6 5 頁（セイコーフレッシュフーズ事件。以下、「平成 2 7 年決定」という。）等で非流動性ディスカウントの適用が否定されたことを根拠に、本件で非流動性ディスカウントを適用することは不合理である旨主張したが、抗告審はその主張を認めなかった。

そこで、Y らが「DCF 法によって算定された本件各評価額から非流動性ディスカウントを行った原決定の判断には、法令解釈の誤りおよび判例違反がある」として許可抗告の申立てをし、当該抗告は許可された。

【本決定】

抗告棄却。

判示 1 「会社法 1 4 4 条 2 項に基づく譲渡制限株式の売買価格の決定の手続は、株式会社が譲渡制限株式の譲渡を承認しない場合に、譲渡を希望する株主に当該譲渡に代わる投下資本の回収の手段を保障するために設けられたものである。そうすると、上記手続により譲渡制限株式の売買価格の決定をする場合において、当該譲渡制限株式に市場性がないことを理由に減価を行うことが相当と認められるときは、当該譲渡制限株式が任意に譲渡される場合と同様に、非流動性ディスカウントを行うことができるものと解される。このことは、上記譲渡制限株式の評価方法として DCF 法が用いられたとしても変わるところがないというべきである。」

判示 2 「もっとも、譲渡制限株式の評価額の算定過程において当該譲渡制限株式に市場性がないことが既に十分に考慮されている場合には、当該評価額から更に非流動性ディスカウントを行うことは、市場性がないことを理由とする二重の減価を行うこととなるから、相当ではない。しかし、前記事実関係によれば、本件各評価額の算定過程においては X らに類似する上場会社の株式に係る数値が用いられる一方で、本件各株式に市場性がないことが考慮されていることはうかがわれない。」「したがって、DCF 法によって算定された本件各評価額から非流動性ディスカウントを行うことができると解するのが相当である。」

判示 3 「以上と同旨の原審の判断は、正当として是認することができる。所論引用の判例（最高裁平成 2 6 年（許）第 3 9 号同 2 7 年 3 月 2 6 日第一小法廷決定・民集 6 9 卷 2 号 3 6 5 頁）は、事案を異にし、本件に適切でない。」

【解説】

1 非上場会社の株式の評価と非流動性ディスカウント

(1) 株式の評価方法

上場会社の株式については市場の株価という一定の算定基準が存在する一方、非上場会社の株式については株価が存在しない。そこで、非上場会社の株式の評価にあたっては、一般に、次の各評価手法のいずれかが事案に応じて採られることになる。

ア インカム・アプローチ

これは、投資家に分配される対象会社のキャッシュフローを資本コストで割り引き、それと等価な現在の価格に還元することによって、企業価値の前提となる対象会社の事業の価値を評価する手法である¹。具体的には、①将来収支予測に基づき算出される将来フリーキャッシュフロー（現金の流れ）を所定の割引率で割り戻す「DCF (Discounted Cash Flow) 法」、②予測純利益を資本還元率により還元する「収益還元法」、③実際の配当金額又は予測配当金額を資本還元率により還元する「配当還元法」などがある²。

イ マーケット・アプローチ

上場している同業他社や当該会社の過去の取引事例などと比較して株式価値を評価する方法である。具体的には、①類似する上場会社等の市場での株式の取引価格を元に評価する類似会社比較法、②同業者における過去の類似取引における取引価格を参照する取引事例法などがある³。

ウ アセット・アプローチ

対象会社の貸借対照表上の純資産に着目して株式価値を算定する方法である。具体的には、①会計上の純資産価額で評価する簿価純資産法、②時価に換算して算出した純資産価額で評価する時価純資産法などがある⁴。

(2) 非流動性ディスカウント

非流動性ディスカウントとは、非上場会社の株式の場合には、市場性がなく、上場会社の株式と比較して流動性が低いことから、その価値を上場会社より低く評価することをいう。実務上は20～30%との数値が用いられていると言われており、米国では35～50%とするデータがある⁵。

私人間の取引に際して行う「取引目的の評価」の場合に非流動性ディスカウントが許されることについては、特段の異論はない。他方、本決定や平成27年決定のような「裁判目的の評価」の場合には、非流動性ディスカウントを行うことができるかが問題と

¹ 西村あさひ法律事務所「M&A法大全（下）〔全訂版〕」（商事法務、2019）67～68頁

² 廣瀬孝・最高裁判所判例解説民事篇平成27年度（上）145頁

³ 前掲注1・87～88頁

⁴ 前掲注2・146頁

⁵ 飯田秀聡「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素」111頁（商事法務、2013）

なる⁶。

2 最高裁平成27年決定について

本判決を分析するにあたっては、まず本判決も判示3にて触れている最高裁平成27年決定の判示事項を確認する必要がある。

平成27年決定は、本判決とは異なり、吸収合併の際の会社法786条2項に基づく反対株主の株式買取請求権による「公正な価格」の決定として株式の価格の算定が問題となった事案であった。

同決定は、非上場会社の株式の価格の算定において、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が、一定の評価手法を合理的であるとして、当該評価手法により株式の価格の算定を行うこととした場合に、その評価手法の内容、性格等からして、考慮することが相当でないと認められる要素を考慮して価格を決定することは許されない、と判示したうえで、

「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、吸収合併等の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、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。」と判示した。

このように、実線部において一般的な説示が行われたところ、この説示を受けて、収益還元法を採用した以上は非流動性ディスカウントをできないとする見解や、同じインカムアプローチであるDCF法を用いた場合でも非流動性ディスカウントをできないとする見解が主張されるに至った⁷。

しかし、このような見解に対しては、そもそも収益還元法やDCF法による非上場会社の株式評価の計算過程においては、類似する上場会社の数値を用いることが一般的であり（企業価値評価ガイドライン(改訂版)参照）、現に平成27年決定で用いられた収益還元法の計算過程においても、類似する上場会社の数値が用いられていたのであるから、同決定の収益還元法の計算過程には、実線部にいう「市場における取引価格との比較」という要素が含まれている以上、実線部の説示を上記見解のように形式的に解釈するのは誤解である、という批判がされた⁸。

そのうえで、同決定の事案では、収益還元法による算定の段階で会社の規模が比較的小さいことを考慮して比較的高い資本還元率(割引率)が用いられていたところ、会社の規模と株式の流動性には強い相関があるため、収益還元法による算定の段階で実質的な非流動性ディ

⁶ 前掲注2・146～148頁

⁷ 吉村一男「M&Aにおける株主価値と裁判における公正な価格」法学教室458号108頁

⁸ 判例タイムズ1514号34頁

スカウントをしたとみることもできることから、同決定は、収益還元法を用いた場合の非流動性ディスカウント自体を禁じたのではなく、二重に非流動性ディスカウントをすることを禁じたものと理解すべき、という見解が有力に主張されている⁹。

3 本決定について

(1) 判示1について

判示1は、譲渡制限株式の売買価格決定手続の趣旨は、株式会社が譲渡制限株式の譲渡を承認しない場合に、譲渡を希望する株主に譲渡に代わる投下資本の回収の手段を保障するものであり、通常の売買取引と同様の実質があることから、会社法144条2項に基づく譲渡制限株式の価格決定の場面では、相当と認められる場合には、非流動性ディスカウントをすることも認められることを判示したものと解される。

また、この判示1は、平成27年決定が、前記点線部において、付随的な理由として考慮するとどまるも、会社法786条2項の趣旨を踏まえて前記実線部のとおり説示を行ったことを受け、本決定の事案は、平成27年決定のように株主が譲渡を希望していない反対株主の株式買取請求の場面とは事案が異なる（判示3）ため、非流動性ディスカウントの当否について本決定と平成27年決定で結論を異にしても、両者が不整合であることにはならないとする趣旨を意図したものと見ることができる¹⁰。

(2) 判示2について

次に、本決定は、判示2において、譲渡制限株式の評価額の算定過程において当該譲渡制限株式に市場性がないことが既に十分に考慮されている場合には、当該評価額から更に非流動性ディスカウントを行うことは、市場性がないことを理由とする二重の減価を行うこととなるから、相当ではないと判示している。

平成27年決定の判示につき、前記有力説のとおり、二重の非流動性ディスカウントをすることを禁じたものと理解すれば、本決定のこの判示部分は、本件では、非流動性ディスカウントをしても二重の減価をすることにはならないのに対し、平成27年決定の事案では、二重の減価をすることになるため、非流動性ディスカウントの当否について本決定と平成27年決定で結論を異にしても、両者が不整合であることにはならないことを示しているとみることができる¹¹。

⁹ 柳明昌〔判批〕民商151巻3号(2014)302頁、星明男「株式買取請求手続における非流動性ディスカウントの可否」田中亘ほか編『論究会社法』(有斐閣、2020)249頁、プルータス・コンサルティング編『企業価値評価の実務Q&A〔第4版〕』(中央経済社、2018年)247頁、吉村一男「M&Aにおける株主価値と裁判における公正な価格」田中亘ほか編『論究会社法』(有斐閣、2020)266頁、飯田秀聡「会社法判例百選〔第4版〕」(2021)181頁、鈴木一功＝田中亘編著『バリュエーションの理論と実務』(日本経済新聞出版、2021)149頁～150頁〔田中〕など。

¹⁰ 久保田安彦「譲渡制限株式の売買価格の決定手続における非流動性ディスカウントの可否」ジュリスト1591号90頁

¹¹ 前掲注10・91頁

そのうえで、本決定は、①原決定が DCF 法を採用したこと、及び、②DCF 法によって算定された株式評価額につき、その評価額の算定過程において類似する上場会社の株式に係る数値が用いられていたことを踏まえて、非流動性ディスカウントをすることが許される旨を判示している。これは、DCF 法が採用される場合は、どのように割引率を設定するかによって算定される株式評価額が大きく変動するところ、通常、譲渡制限株式を含む非上場株式に係る割引率は、評価対象会社と類似する上場会社の株式に係る数値を参照して設定されるが、譲渡制限株式は、上場会社の株式と比べると、流動性が低い分だけ株主が期待する収益率(株主の期待収益率)が高いため、割引率も高くなる(それによって株式評価額は逆に小さくなる)にもかかわらず、譲渡制限株式につき、上場会社の株式に係る数値を参照して割引率を設定すると、本来設定されるべき割引率よりも低い割引率によって高い株式評価額が算出されることになるから、その分を減すべき、という考え方に基づいていると思われ、妥当な結論といえる¹²。

4 本決定の射程

平成27年決定が出されたあと、上記のとおり様々な見解が主張されるに至り、本決定の事案のような譲渡制限株式の買取価格の決定手続においても、非流動性ディスカウントが認められるか不透明な状況にあったところ、本決定は、最高裁として初めて、譲渡制限株式の買取価格の決定手続において非流動性ディスカウントを行う余地がある旨判示した点に意義があると思われる。

本決定は、事例判断ではあるが、今後、会社法144条2項に基づく譲渡制限株式の買取価格の決定手続において、本決定の DCF 法や、収益還元法などのその他のインカムアプローチが採用された事例については、本決定と同様の考え方がとられるものと思われる¹³。

他方で、平成27年決定のような、非上場会社の組織再編に反対する株主が株式買取請求をした場合の価格決定手続において非流動性ディスカウントが認められるかについては、依然として議論があると思われる。平成27年決定も点線部にて考慮していたが、反対株主の株式買取請求の場面では、その制度趣旨からして、いずれの株式評価方法を採用するかにかかわらず、非流動性ディスカウントを否定すべきという考え方も有力である¹⁴一方、非流動性ディスカウントを否定する根拠に株式買取請求権の趣旨を持ち出すこと自体に疑問がある、として、株式買取請求の場面でも、本決定のようにインカムアプローチが採用されており、その評価額の算定過程において株式に市場性がないことが考慮されていることがうかがわれぬ場合には、非流動性ディスカウントが認められるべきである、という考え方もあり¹⁵、見解が分かれているところ、この点については、今後最高裁がどのような判断をするのか動向が注目される。

¹² 江頭憲治郎「株式会社法〔第8版〕」(有斐閣、2021)19頁注8参照

¹³ 前掲注10・91頁、前掲注8・35頁。

¹⁴ 藤田友敬「譲渡制限株式の評価方法に関する一視点」岩原紳作先生・山下友信先生・神田秀樹先生古稀記念『商法学の再構築』(有斐閣、2023)111頁注49、115頁～116頁

¹⁵ 前掲注10・91頁

【監修】



青木 晋治（弁護士）

Tel: 03-3214-6241

saoki@iwatagodo.com

慶應義塾大学法科大学院修了、2008年弁護士登録。
訴訟・紛争解決、危機管理、ジェネラルコーポレート、
株主総会対応を得意とする。

【文責】



豊田 康興（弁護士）

yasuoki.toyoda@iwatagodo.com

東京大学法科大学院修了、2023年弁護士登録。
コーポレート案件など、企業法務全般の業務を取り扱う。

岩田合同法律事務所

1902年(明治35年)、故・岩田宙造弁護士により創立。一貫して企業法務の分野を歩んでいる我が国において最も歴史のある法律事務所の一つです。創立当初より、我が国を代表する企業等の法律顧問として多数の企業法務案件に関与しております。日本人弁護士約100名が所属するほか日本語対応も可能な中国法弁護士、フランス法弁護士、米国弁護士経験を有する米国人コンサルタント等も所属しております。

〒100-6315 千代田区丸の内二丁目4番1号 丸の内ビルディング 15階

岩田合同法律事務所 広報: newsmail@iwatagodo.com

※本ニュースメールは一般的な情報提供を目的としたものであり、法的アドバイスではありません。また、その性質上、法令の条文や出展を意図的に省略している場合があります、また情報としての網羅性を保証するものではありません。個別具体的な案件については、必ず弁護士にご相談ください。