

譲渡制限株式の売買価格の決定と非流動性ディスカウント**【文献種別】** 決定／最高裁判所第三小法廷**【裁判年月日】** 令和5年5月24日**【事件番号】** 令和4年（許）第8号**【事件名】** 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**【裁判結果】** 棄却**【参照法令】** 会社法144条2項**【掲載誌】** 裁判集民270号113頁、裁時1816号7頁、判時2582号95頁、判タ1514号33頁、金判1684号9頁、金判1687号12頁、金法2223号49頁

◆ LEX/DB 文献番号 25572868

早稲田大学教授 川島いづみ

事実の概要

X₁社とX₂社（申立人・抗告人・相手方）は、土木事業等を目的とする全株式譲渡制限会社（取締役会設置会社）である（まとめて「X₁ら」という。）。本件は、X₁らが、Y₁・Y₂・Y₃（利害関係参加人・相手方・抗告人。まとめて「Y₁ら」という。）が保有するX₁社株式と、Y₁・Y₂が保有するX₂社株式について、会社法144条2項に基づき売買価格の決定を申し立てた事案である。Y₁はX₁社の元代表取締役である亡Aの妻であり、Y₂とY₃はその長男と二男であって、Y₁らが保有するX₁社株式の合計の議決権割合は18.8%、Y₁・Y₂が保有するX₂社株式の合計の議決権割合は10.67%である。X₁らは、平成28年2月、本件各株式についてY₁らからの譲渡承認請求を受け、その譲渡を承認しない旨を通知した上で、同年4月原々審に対して売買価格の決定を申し立てた。

原々審決定（広島地福山支決平30・5・25金判1684号26頁）は、時価純資産法により、X₁社株式の評価額を1株1万0687円、X₂社株式の評価額を1株5300円と定めた。これに対して、原審決定（広島高決令3・12・21金判1684号21頁）は、同審で実施した鑑定の結果に依拠し、X₁社株式について、DCF法による評価額に非流動性ディスカウントとして30%を控除した額を採用して1株当たり5266円とし、X₂社株式についても同様に1株当たり4514円とした。

Y₁らは、最決平27・3・26が非流動性ディスカウントを否定したことを根拠に、DCF法によって算定された評価額から非流動性ディスカウント

を行った原審の判断には、法令解釈の誤り及び判例違反があるとして抗告した。

決定の要旨

「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…。

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、相手方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解するのが相当である。」

「所論引用の判例（最高裁平成26年（許）第39号同27年3月26日第一小法廷決定・民集69巻2号365頁）は、事案を異にし、本件に適切でない。」

判例の解説

一 はじめに

本件は、全株式譲渡制限会社において、会社が、会社法144条2項（以下、会社法について条項のみ記載）に基づく譲渡制限株式の売買価格の決定を裁判所に求めた事案である。本決定は、同条項に基づく譲渡制限株式の売買価格の決定において、非流動性ディスカウントを行うことを最高裁として初めて認めたものである。最高裁は、当該株式に市場性がないことを理由に非流動性ディスカウントを行うことが相当と認められるときは、任意譲渡の場合と同様に、非流動性ディスカウントを行うことができ、このことはDCF法が用いられた場合も変わらないが、評価過程において既に当該株式に市場性がないことが十分に考慮されている場合には、二重の減価を行うことはできないと判示して、抗告を棄却している。譲渡制限株式の売買価格の決定に関する事例判断ではあるが、理論的にも、また実務的にも、影響の大きい決定である¹⁾といえる。

本決定は、また、最決平27・3・26（以下「最決平27」という。）に言及し、事案を異にする旨を述べていることから、本決定と最決平27との関係・整合性も問題となる。いずれにしても、本決定は、明確性に欠けるきらいがある。

二 会社法144条2項による価格決定と株式の評価方法

株式譲渡制限を定める会社の株主（または株式取得者）には、株式譲渡による投下資本回収の機会が保障され、会社はその者による譲渡を承認しない場合には、会社または会社の指定買取人が当該株式を買い取る制度が設けられている。そして、その売買価格について両当事者間の協議が整わないときは、会社または譲渡等承認請求者は、裁判所に対して売買価格の決定を申し立てることができ（144条2項）、裁判所は、その決定に当たり、譲渡等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なければならない（同条3

項）、とされている。

譲渡制限株式の評価方法には様々なものがあるが、大別すると、会社資産の価値に着目するネットアセットアプローチ（純資産法。簿価純資産法と時価純資産法に大別される。）、剰余金の配当請求権に着目するインカムアプローチ（配当還元法、収益還元法、DCF法等）、株式の市場価格を参照するマーケットアプローチがある。マーケットアプローチは、譲渡制限株式には上場株式のような市場価格が存在しないため、類似する業種の上場会社の株価を参考にする方法であり、類似会社比準法とも呼ばれる²⁾。

かつては、裁判所が定める譲渡制限株式の売買価格には、国税庁の相続税財産評価基本通達（昭和39年4月25日直資56直審（資）17）が定める評価基準が大きな影響を及ぼしていたといわれる。近時の裁判例は、評価対象会社の特徴や売主の立場・買主の立場を勘案して、複数の評価方法を併用して売買価格を決定している。裁判例には、インカムアプローチとネットアセットアプローチの併用が多くみられる³⁾。また、DCF法または収益還元法による評価において、非流動性ディスカウントを行う例がみられる⁴⁾。

三 譲渡制限株式の売買価格の決定と非流動性ディスカウントの可否

前述のように、従来の裁判例には非流動性ディスカウントを行う例がみられるが、こうした非流動性ディスカウントには、四で述べるように、DCF法や収益還元法において上場会社の数値を利用して算定を行った結果を補正するために行われるものと、こうした数値の補正とは別に、独立して行われるものがあると考えられる。ここでは、後者を念頭に置いて、その可否に関する見解を概観しておく。

理論的には、株主全体に帰属すべき企業価値の1株当たりの価値を計算すべきとする見解があるが、学説における従来の見解は、株主に投下資本回収の機会を保障するという制度趣旨から非流動性ディスカウントが許容されることを導き出すものである⁵⁾。この立場では、そこで算定すべき価格は、株式の交換価値であり、流動性を欠く株式の取引実態を反映させるために、非流動性ディスカウント（市場性の欠如に基づく減額）を行う合理性を認める余地がある、とされる⁶⁾。144

条による譲渡制限株式の売買には、反対株主の株式買取請求権とは異なり、会社組織の基礎的変更やそれに伴う保有株式売却の強制はなく、会社からの退出を選択した株主に企業価値を適切に配分する制度ではないので、取引実態を反映した非流動性ディスカウントを行うこと自体は、妥当であると考えられやすい。逆に非流動性ディスカウントができないとすれば、むしろ少数株主にインセンティブのゆがみ（市場価格に比べ高額で売却できる機会の提供による売却インセンティブの増大）が生じてしまう可能性が大きいと指摘する見解もある⁷⁾。

とはいえ、市場性の欠如に伴う減額を常に行うべきかは、別の問題である。本決定も、裁判所の裁量という趣旨で述べているのであり、また、本決定が是認した原決定も、「本件で」非流動性ディスカウントをしないでよい要素や30%より低い減額率を採用すべき事情は見当たらないと述べた上で結論を導いており、定型的に減額すべきものと捉えているわけではない⁸⁾。なお、学説には、閉鎖会社ディスカウント（支配株式について評価額を算出する際に行われる非流動性ディスカウント）のみを許容すべきとする見解もある⁹⁾。

他方で、株式を売却する意思の有無（任意性）を問題としない学説もある。買取価格の決定では、株式自体の価値が問題なのであり、株主に売却する意図があるか否かは関係がないとして、非流動性ディスカウントを肯定する見解である¹⁰⁾。

四 本決定の検討

本決定は、第1に、譲渡制限株式が任意に譲渡される場合には非流動性ディスカウントが行われるという認識を前提として、そのような任意の譲渡に代わる制度である譲渡制限株式の売買価格決定手続においても、相当と認められる場合には、非流動性ディスカウントを行うことができることを明らかにした決定であるといえることができる¹¹⁾。もっとも、「相当と認められる場合」が何を指すのかは明確でない。

第2に、本決定は、譲渡制限株式の評価額算定過程で当該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更に非流動性ディスカウントを行うことは、二重の減額となって相当でない旨を述べるが、この点については、株価の算定において当該会社に類似する上場会社の株式に係る

数値が用いられており、かつ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ないとき、すなわち、譲渡制限株式の価格算定において、上場会社の株式に係る数値を用いた点を補正するための措置が講じられていない場合には、非流動性ディスカウントが許される旨を判示したものである、と考えられる¹²⁾。第2の点は、最決平27との関係が問題となる部分である。

最決平27は、吸収合併に反対する株主の株式買取請求についての価格決定（786条2項）に関する事案であるが、この株式買取請求制度が反対株主に「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企業価値を適切に分配するものであること」を念頭に置き、収益還元法で算定された株式価格について、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」と述べて、収益還元法を用いて株式の買取価格を決定する際に「非流動性ディスカウントを行うことはできないと解するのが相当」と判示している。これに対しては、最決平27の事案にいう「収益還元法」の割引率には、上場会社の投資収益率及び β 値が用いられ、流動性の存在を前提とした価格が算出されており、したがって、そこから非流動性を考慮した減価を行うことを否定する判旨は誤りである、との指摘¹³⁾にみられるように、学説からの批判が強い¹⁴⁾。

もっとも、最決平27には、割引率の調整のための非流動性ディスカウントを否定する趣旨はなく、むしろ、収益還元法による継続企業価値の算定が完結した後、さらに非流動性ディスカウントを行うことはできない旨を述べたものと理解すべきともいわれており¹⁵⁾、この理解が適切であると思われる¹⁶⁾。本決定は、このことを明確にするために、「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」に言及するとともに、「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」二重の減額となり相当でない旨を判示したものと受け取ることもできよう¹⁷⁾。

また、本決定のいう「事案を異にする」とは、最決平27とは異なり、本件が任意譲渡を発端とすることから、任意性の有無で事案を区別する趣旨であるとも考えられる¹⁸⁾。この点については、任意の意思の有無がなぜ非流動性ディスカウント

の可否を分けることになるかの実質的な論拠は明らかでないとの指摘¹⁹⁾もある。譲渡制限株式会社には、取引所市場のような市場がないため、任意売却の機会に乏しく、買主を探すコストがかかると想定されるので、その売却により得られる対価が低額に抑えられるとの理解が、一般的に存在するということであろうか。もっとも、この点も事案によるといえる。最近の中小M&Aでは、時価純資産法より相当高い額が買収価格として決定される例が少なくないこと等から、M&A市場で売れる会社の株式は、支配株主が取得すれば流動性が生ずるので、少数株主の持株を評価する場合であっても「非流動性ディスカウント」はすべきでないことが主張されている²⁰⁾。

五 おわりに——本決定の射程

最後に、本決定の射程を確認する。本決定の判示は、譲渡制限株式の売買価格の決定の場合に関するものであって、反対株主の株式買取請求における売買価格の決定には妥当しない、との理解もある²¹⁾。この理解からは、最決平27との整合性は問題とならない。

しかしながら、本決定は、144条2項の売買価格決定を念頭に置きつつ、株式価値の評価の過程で、評価対象会社に類似する上場会社の株式に係る数値が用いられており、かつ、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ないときは、非流動性ディスカウントが許される旨も判示している。これが前述のような数値の補正を意味するのであれば、この点の判示の射程は、DCF法が採用された事案ばかりでなく、インカムアプローチが採用される場合一般（インカムアプローチの計算において入手しうる上場会社の数値を使い、これを補正するために非流動性ディスカウントをする場合）に及ぶと解される。そして、このような趣旨からの非流動性ディスカウント（例えば、β値の是正のような、割引率の修正の場合の非流動性ディスカウント）については、反対株主の株式買取請求権における買取価格決定の場面でも妥当することになり、本決定のこの部分の射程は、反対株主の株式買取請求に係る「公正な価格」を決定する場面を含め、株式評価が問題となる場面一般に及ぶと解することもできる²²⁾。

このことを勘案して、実務的な見地からは、株式の評価に係る鑑定書等において、評価対象株式

の市場性の欠如の考慮を、株価算定過程のどの箇所で行ったのかを明確にすることが必要になる、と指摘されている²³⁾。

●——注

- 1) 加藤新太郎「判批」NBL1257号(2024年)107頁、船津浩司「判批」ジュリ1597号(2024年)80頁。
- 2) 評価方法の説明として、田中亘編著『数字でわかる会社法〔第2版〕』(有斐閣、2021年)16頁以下〔久保田安彦〕。
- 3) 山下友信編『会社法コンメンタール3—株式(1)』(商事法務、2013年)419～420頁〔山本爲三郎、仲卓真「譲渡制限株式の売買価格決定における『売買価格』の解釈」民商159巻6号(2024年)771～774頁。
- 4) 川島いづみ「判批」商事2080号(2015年)27～28頁。
- 5) 穴戸善一「紛争解決局面における非公開会社の評価」『現代企業法の展開』(有斐閣、1990年)407頁以下。
- 6) 飯田秀総『会社法判例百選〔第4版〕』(有斐閣、2021年)181頁は、その具体例として、大阪地決平25・1・31判時2185号142頁、東京地決平26・9・26金判1463号44頁をあげる。
- 7) 久保田安彦＝湯原心一「譲渡制限株式の売買価格(下)」商事2191号(2019年)18～20頁。
- 8) 船津・前掲注1)81頁。
- 9) 久保田安彦「判批」ジュリ1591号(2023年)89頁脚注6。
- 10) 江頭憲治郎「裁判における株価の算定」司研122号(2013年)(江頭憲治郎『統・会社法の基本問題』(有斐閣、2023年)69頁以下所収)67頁。
- 11) 仲卓真「令和五年度会社法関係重要判例の分析(上)」商事2364号(2024年)21頁。
- 12) 久保田・前掲注9)91頁。
- 13) 江頭憲治郎『株式会社法〔第9版〕』(有斐閣、2024年)19頁。
- 14) 例えば、秋坂朝則「判批」新・判例解説 Watch(法七増刊)18号(2016年)101～102頁。
- 15) 飯田・前掲注6)181頁。
- 16) 川島・前掲注4)28～29頁。
- 17) 伊藤雄司「判批」法教516号(2023年)112頁は、決定の「もっとも」以下は最決平27を実質的に変更しようとしているととることもできるとする。
- 18) 藤田友敬「譲渡制限株式の評価方法に関する一視点」『商法学の再構築』(有斐閣、2023年)116頁、船津・前掲注1)81頁。
- 19) 船津・前掲注1)81頁。
- 20) 江頭憲治郎「中小M&Aが会社法理論に示唆するもの」商事2364号(2024年)7頁。
- 21) 仲・前掲注11)21頁。
- 22) 久保田・前掲注9)91頁、鈴木一功＝田中亘編著『バリュエーションの理論と実務』(日本経済新聞社、2021年)152頁。
- 23) 加藤・前掲注1)107頁。