

《判例研究》

譲渡制限株式の売買価格決定  
—最高裁第三小法廷決定令和5年5月24日  
裁判所ウェブサイト—

満井美江

I 事実の概要

X1社・X2社(申立人・抗告人・相手方)は、土木工事業等を目的とする株式会社(取締役会設置会社)で、その発行株式の譲渡・取得には、取締役会の承認を受けなければならない旨を定款に定めている。Y1・Y2・Y3(参加人・相手方・抗告人)は、X1社・X2社の株式(以下、「本件株式I」・「本件株式II」)を議決権割合で約18.8%・10.67%保有しており、会社法136・138条に基づき、X1社・X2社に対して訴外A株式会社に譲渡することの承認を求めるとともに、譲渡承認しない場合は、X1社・X2社またはそれらの指定する買取人において買い取るべきことを請求した。X1社・X2社は、Yらに対し、上記譲渡を承認しない旨と、本件株式I・IIを買い取る旨を通知した。

その後、X1社・X2社は、会社法144条2項に基づき、広島地裁福山支部(平成30年5月25日WLJ文献番号2018WLJPCA05256015)(以下、「原々審」という)に対して売買価格の決定を申し立てた。X1社・X2社は、1株当たりの売買価格として、本件株式Iは、類似業種比較法(1,769円)2割・時価純資産法(9,769円)2割・DCF法(1,790円)6割で算定した3,381円、本件株式IIは、類似業種比較法(605円)2割・時価純資産法(5,282円)2割・DCF法(1,967円)6割で算定した2,357円と

主張した。これに対し、Yらは時価純資産法で算定すべきとし、本件株式Ⅰは10,678円、株式Ⅱは5,300円であると主張した。原々審は、企業価値評価を巡って対立している局面において、利害関係者が納得できる収益予想や市場時価がなく、結果的にネットアセット・アプローチの採用しかない場合に該当し、また、時価純資産法による株価はDCF法による株価を大幅に上回っていることから、DCF法は採用できないとし、また、類似業種比較（または比准）法についても、学説の批判や近時の裁判例の動向を鑑みて採用できないため、Yらの主張した時価純資産法による価格を相当とした。

X1社・X2社は、原々審決定を不服として広島高裁（令和3年12月21日 WLJ 文献番号2021WLJPCA12216018）（以下、「原審という」）に即時抗告し、原審では鑑定が実施された。鑑定意見は、収益予測は合理的であって信頼性に疑義を生じさせる点は認められないこと、清算を想定した時価純資産評価額（本件株式Ⅰは1,754円、株式Ⅱは1,814円）はDCF評価額（本件株式Ⅰは5,266円、株式Ⅱは4,514円）より低額となること、継続企業の価値評価にはDCF法の採用が原則であることを挙げ、DCF評価額を採用すべきとした。さらに、非上場株式を売却するために費やす一般的な取引コストの控除分として、DCF法により算定した評価額に、我が国における一般的な減額率である非流動性ディスカウント30%を控除したとしている。原審は、鑑定意見が採用したDCF法が最も合理的な評価方法であり、鑑定意見の評価額の算定過程において不合理な点は見当たらないとし、30%の非流動性ディスカウントの採用についても、本件で非流動性ディスカウントをしないより低い要素やより低い減額率を採用する事情は見当たらないので、不合理とはいえないとし、鑑定意見が採用したDCF法による評価額を認容した。

Yらは、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、許可抗告の申立てをした。

## Ⅱ 決定の要旨

抗告棄却。

1「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というべきである。」

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、相手方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。」

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。」

### Ⅲ 研究

#### 1 本決定の意義

譲渡制限株式の株主は、その所有する株式を他人に譲渡しようとするとき、当該株式会社に対して、当該他人が取得を承認することについて承認するか否かの決定を請求でき(会社法136条)、当該株式会社が承認しない旨を決定したときは、当該株式を自ら買い取るか(140条1項)、買い取る者を指定する(同条4項)ことになる。売買価格については当事者間で協議するが(144条1項)、当事者間で協議が調わない場合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る(同条2項)。裁判所は、「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」て売買価格を決定する(同条3項)。売買価格の決定のために株式会社の価値(企業価値)を評価することになるが、企業価値の評価手法には、公認会計士協会が公表した「企業価値評価ガイドライン」<sup>(1)</sup>(以下、「ガイドライン」という)が示すように、多様なものがある<sup>(2)</sup>。これまでの売買価格決定の裁判例では、事例によって異なる手法が採用されており<sup>(3)</sup>、学説でもさまざまな議論がなされていて、一致した見解はない(詳細後述)<sup>(4)</sup>。

本決定は、譲渡制限株式の売買価格の決定手続きについて非流動性ディスカウントを認めた初めての最高裁決定であり、理論・実務ともに重要な意義がある<sup>(5)</sup>。具体的には「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、DCF法が用いられたとしても、非流動性ディスカウントを行うことができる」というもので、最高裁が譲渡制限株式の売買価格の決定に際していかなる見解に立つものであるのか、この決定の射程はどこまでと捉えるべきであるのかについて、検討の必要がある。特に、本決定でも言及されているが、非上場会社における反対株主の株式買取請求に係る「公正な価格」(会社法785・786条)決定に関する最一小決平成27年3月26日(以下、「平成27年最決」という)では非流動性ディスカウントについて、「収益還元法により算定

された株式の価格について、同評価方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さらに減価を行うことは、相当でない」としており、収益還元法はDCF法と同じインカム・アプローチ(評価対象会社から期待される利益ないしキャッシュ・フローに基づいて価値を評価する方法)であることから、本決定と平成27年最決との関係も問題となる。

## 2 学説・理論・実務

### (1) 売買価格の決定方法

本事案のような少数株主の所有する譲渡制限株式について、裁判所がどのように売買価格を決定すべきかに関する主な学説としては、①原則として配当還元法を算定方法とする説、②株主全体に帰属する企業価値に持株割合を乗じることによって算定される価値とする説(プロ・ラタ価値説)、③売買当事者が十分に合理的な交渉を行ったとした場合の合意価格とする説(仮定的交渉価格説)がある。

まず①説であるが、営利法人である株式会社は、対外的事業活動によって得た利益を、構成員に配当または残余財産として分配することを目的とする団体であり、それ以外の方法で株主が会社から財産上の利益の提供を受けることはないので、株式売買は将来の配当・残余財産に対する期待の売買に他ならず、その算定方法として、配当還元法がもっとも理論的に適合するという理解に基づく<sup>(6)</sup>。①説に対しては、配当還元法を実際に適用するに際し、多額の欠損が生じているために当面において配当できない企業や、配当が見込めない成長企業については株主価値の計算が困難であること<sup>(7)</sup>や、配当が低位安定していたり、支配株主が配当を低く抑えつつ役員報酬等により事実上利益を享受している場合には過小評価されるおそれがある<sup>(8)</sup>、といった難点が指摘されている。

次に②説は、買取人が会社または支配株主となることが多く、そのような買取人がプロ・ラタ価値よりも低い価格で買い取ることができると

すれば、その差額分が支配株主の利得となるため、日ごろから抑圧的経営をするインセンティブが生じる問題があることを指摘し、会社の内部留保を無視して評価する配当還元法によって価格を算定することは違法である<sup>(9)</sup>、とする説である。②説では、算定方法はDCF法が妥当であり<sup>(10)</sup>、非支配株主の保有株式評価においてマイノリティ・ディスカウント<sup>(11)</sup>は行わないことになる。DCF法で算出した支配株主にとっての価値を売買価格とする②説に対しては、少数株主が自分の意思で株式を手放そうとする際に、マイノリティ・ディスカウントを行わず支配権プレミアム<sup>(12)</sup>の分配を強制すべきとの結論は自明でなく、会社が譲渡承認しなかった場合のみにこの要請が働くことは整合性がとれないとする批判<sup>(12)</sup>がある。

③説は、会社法144条は一義的には売買当事者間の協議により売買価格の決定を求めているのであるから、裁判所が行うべき作業は、会社と株主（譲渡承認請求者）が十分な時間をかけ合理的に交渉を行ったとすれば（仮定的交渉）合意されたであろう価格（仮定的交渉価格）を求めること（仮定的交渉アプローチ）である、とするものである。売買価格は、売り手にとっての価値（少数株主の場合、たとえば配当還元法）と買い手にとっての価値（支配権株主の場合、たとえばDCF法）を一定の割合で加重平均して算出する<sup>(13)</sup>。平成以降の裁判例（後述）の特徴として、売主（少数株主）と買主（支配株主）の主張する評価方法を、裁判所の裁量により一定の加重割合で平均するもの（複数手法の併用）が多いことが指摘されており<sup>(14)</sup>、③説は「多くの裁判例に理論的基礎を与えるアプローチ」<sup>(15)</sup>として提唱するものでもある。一方で、かねてより複数手法の併用に対する批判として、「ひとつひとつをとると信頼できない数値をやみくもに複数よせ集めると信頼できる数値になるとは、思われない」ことが指摘<sup>(16)</sup>されている。

会社法144条で裁判所が決定する売買価格は、評価方法が確立していない状況下、客観的あるいは信頼できる企業価値評価に基づく唯一の価

格というよりも、当該会社の状況や両当事者の交渉力・立場によって主張の異なる評価方法・売買値に関し、裁判所がそれらを「一切の事情」として「考慮」し決定する売買価格と解することはできそうであり、当事者も受け入れやすいように思われる。裁判所が複数手法を併用することも認めてよいのではないか。

## (2)非流動性ディスカウント

### ア)ファイナンス理論と実務

ファイナンス理論における非流動性ディスカウントとは、非上場株式の流動性の低さによる売買成立の困難性を評価に反映させるため、評価額の一定割合を減額することをいい、売却に係る取引費用を株式価値から控除する交渉の結果から生じるものなので、理論的な算定によって確定されるのではなく、統計的データから推計するほかない<sup>(17)</sup>というものである。現在のところ、我が国では一般的に利用できるデータは整備されていない<sup>(18)</sup>。減額のやり方としては、理論上、割引率の数値を引き上げる方法と、評価した額(評価額)から減額する方法があり<sup>(19)</sup>、実務では、評価額に30%またはこれを目安に一定割合減額したディスカウント率を適用する後者の方法が多くみられる。30%という数値は、国税庁の財産評価基本通達による類似業種比準方式の減額取り扱いを参考としたもの<sup>(20)</sup>とされている。

近時、非流動性ディスカウントについて、上場・非上場、支配株主・非支配株主の保有という区分により、3つの異なるディスカウント(市場性欠如ディスカウント、閉鎖会社ディスカウント、閉鎖会社少数株主ディスカウント)に分類する見解や、米国の実証研究がある<sup>(21)</sup>。これらのディスカウント率も採用には統計的データを要するが、上記同様、我が国では未整備である。現行の裁判例や実務においても、非流動性ディスカウントをこの分類で扱うものは未だないようであり、議論の段階にある。

## イ)決定方法との関係

売買価格決定方法との関係では、市場性が反映された評価額に対して非流動性ディスカウントが適用される一方、市場性を持たない評価額から減額するのは不合理となるので、市場性が反映されているマーケット・アプローチに基づく評価額に対して非流動性ディスカウントを適用することについては争いがない。一方で、インカム・アプローチに基づく評価額に適用できるかが議論となる。理論上は、インカム・アプローチの適用にあたっては、市場のデータに基づき割引率が算定されるのが一般的であり、この場合は市場における取引価格との比較という要素を含んでいるとも考えられるので、非流動性ディスカウントの適用対象となる<sup>(22)</sup>と理解すべきであろう。前述の②説(プロ・ラタ価値説)でも、閉鎖会社ディスカウントとしての非流動性ディスカウントを否定してはいない<sup>(23)</sup>。

ただし、配当還元法については、インカム・アプローチのひとつではあるものの、この方法による評価額は、非支配株主の享受しうる経済的利益が配当のみであることを前提に、その割引現在価値を求めたもの他にならず、有価証券としての株式価値を示したものではないことから、非流動性ディスカウントの適用からは除かれると解するのが相当<sup>(24)</sup>とされている。

## 3 譲渡制限株式の売買価格決定の裁判例

### (1)評価方法

譲渡制限株式の売買価格決定申立事案で筆者が確認できた公判裁判例(高裁決定のある事案は高裁のみ抽出)は、昭和46年～平成より以前12件・平成以降12件あり、その評価方法は様々で、複数の方法を併用しているものが多い(15件)。概要は【表】<sup>(25)</sup>のとおりである。

【表】

	裁判所	決定日	掲載誌	持株／ 議決権割合	裁判所の採用評価方法(数字は採用%)						
					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
					DCF	収益 還元	配当 還元	類似 会社 比較	類似 業種 比准	取引 事例	純資 産
①	東京高裁	S46.1.19	判タ 261号 343頁	3%		100					
②	東京高裁	S47.4.13	判時667号 78頁	5%							100
③	東京高裁	S51.12.24	判時846号 105頁	17%・13%		50					50
④	名古屋高裁	S54.10.4	判時949号 121頁	0.6%			33		17	33	17
⑤	大阪高裁	S58.1.28	金判685号 16頁	7.8%			50		25		25
⑥	東京高裁	S59.6.14	判時1125号 164頁	42.5%							100
⑦	東京高裁	S59.10.30	判時1136号 141頁	0.08%					50		50
⑧	京都地裁	S62.5.18	判時1247号 130頁	11%		20	20		20		40
⑨	青森地裁	S62.6.3	判時1272号 138頁	16%							100
⑩	福岡高裁	S63.1.21	判タ 662号 207頁	3.3%			100				
⑪	大阪高裁	S62.10.29	別冊商事101号 214頁	33.3%		50					50
⑫	東京高裁	S63.12.12	金判820号 32頁	30%		30					70
⑬	大阪高裁	H1.3.28	判時1324号 140頁	0.06%・0.23% -0.26%			100				
⑭	東京高裁	H1.5.23	判時1318号 125頁	9%		20	60				20
⑮	東京高裁	H2.6.15	金判853号 30頁	0.16%			70				30
⑯	千葉地裁	H3.9.26	判時1412号 140頁	10%			50				50
⑰	札幌高裁	H17.4.26	判タ 1216号 272頁	6.56%	50		25				25
⑱	東京高裁	H20.4.4	判タ 1284号 273頁	40%		100					
⑲	広島地裁	H21.4.22	金判1320号 49頁	26.17%	50		50				
⑳	福岡高裁	H21.5.15	金判1320号 20頁	47%	30						70
㉑	大阪地裁	H25.1.31	判時2185号 142頁	18.9%		80	20				
㉒	東京地裁	H26.9.26	金判1463号 44頁	24.4%	35		30				35
㉓	大阪地裁	H27.7.16	金判1478号 26頁	0.06%			100				
㉔	大阪地裁	H27.7.16	金判1478号 26頁	0.04%							100

採用されている評価方法は、純資産法(17件)と配当還元法(13件)が比較的多く、次いで収益還元法(8件)、類似業種比准法(4件)、平成17年以降にDCF法<sup>(26)</sup>(4件)となっており、取引事例法(1件)と類似会社比較法(0件)はほとんどない。いずれの裁判例においても、裁判所は評価方法の採用・併用について、対象会社の特性(不動産保有の有無、事業活動状況、業況・成長力、収支予想の困難性、配当政策等)や売買当事者の立場(支配株主か非支配株主か、経営参加の可能性等)を斟酌した旨の理由付けを判示している。

平成以降の多くの裁判例に見られる最大の特徴として、売り手の立場と買い手の立場の双方を勘案した上で当該取引にとって適切と考える評価方法を採用している点が指摘<sup>(27)</sup>されている。特に平成17年以降の裁判例は、支配株主か非支配株主かといった双方の立場に基づく価値という考え方を採用し、それぞれの立場ごとに異なる評価方法を採用したとする分析がある。この分析では、裁判所は支配株主か非支配株主か、という単純な2分類ではなく、その程度も含めて判断しており、対象株式が支配株主側に寄った場合はDCF法・収益還元法、非支配株主側に寄った場合は配当還元法が、併用する際に割合が高くなること、純資産価値が株主価値の下限という考え方が根強い可能性<sup>(28)</sup>から、双方の立場において純資産法が比較的考慮されていること、結局のところ事案ごとの色が強く法則性をみることはできないが、売主と買主双方のそれぞれの立場を軸に評価方法の選定や割合を考慮していることなどを指摘<sup>(29)</sup>している。判示では、併用する際の加重平均についての理論的根拠が少なかったり、明示されていなかったりしており、裁判所の裁量によるところが大きい<sup>(30)</sup>。

なお、当事者それぞれが私鑑定を根拠に主張する価格がかけ離れたものになっていることが少なくないため、裁判官が決定手続内での正式鑑定を勧めることにより、解決に誘導できるという東京高裁判事の意見<sup>(31)</sup>がある。本事案の原審でも鑑定が実施されている。

## (2) 非流動性ディスカウントの適用

非流動性ディスカウントの適用が問題となるのは、前述のとおり算定においてインカム・アプローチを採用した場合である。平成17年以降の裁判例では、⑭を除いた7裁判例のいずれもインカム・アプローチを採用している。7裁判例中、非流動性ディスカウントの適用を確認できるのは⑰⑱⑲の3裁判例で、⑰⑱はDCF法・⑲は収益還元法である。ディスカウントのやり方<sup>(32)</sup>は、⑰は不明であるが、⑱⑲は評価した額を減額するディスカウント方法が採られており、そのディスカウント率は、⑲が30%、⑱が15%であった。

前述のとおり一貫した法則性は見出しがたいが、⑰⑱⑲⑳㉑㉒㉓では配当還元法が採用されており、そのいずれの算定においても評価した額を減額する流動性ディスカウントは適用されていないようで、この点は前述の理論と一致している。

## 4 本決定の検討

### (1) 譲渡制限株式の売買価格決定の方法

本決定は「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」としており、平成27年最決のような反対株主の株式買取請求事案とは異なる、「譲渡を希望する株主」の事案であることを明確にしている。ただし、このような事案の場合に、学説で論じられている「どのように決定すべきか」や、採用すべき評価方法についての言及はなく、原々審・原審が採用した評価方法についての検討も行われていない。

原審が採用した鑑定意見の評価方法には、DCF法で算定した評価額にマイノリティ・ディスカウントを行ったとは示されておらず、行っていないとすれば学説②(プロ・ラタ価値説)に近い。しかし、本決定は、「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う

ことができるか」という点のみについて検討を行っているので、プロ・ラタ価値説を採用したと解するのではなく、あくまで価格決定は裁判所の合理的裁量の範囲内にあるとする立場<sup>(33)</sup>にすぎないように思われる。

なお、「当該譲渡制限株式が任意に譲渡される場合と同様に」という文言について、少数派に属する株式であることを理由とする減価（マイノリティ・ディスカウント）を広く許容するものとみる余地があり、このような減価をみとめるべきでない、とする指摘<sup>(34)</sup>がある。しかし、任意に譲渡される場合、非支配株主の保有株式評価にマイノリティ・ディスカウントを行うか否かは自明でなく当事者次第であって、本決定がマイノリティ・ディスカウントについて何等かの判断を示したものとはいえないのではないのか。

## （２）非流動性ディスカウント

非流動性ディスカウントについての本決定の判示は、譲渡制限株式の売買価格の決定において、当該株式に市場性がないことを理由に減価が相当と認められるときは、DCF法であっても非流動性ディスカウントを行うことができる（判旨①）、もっとも算定過程において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、二重の減価となるから相当でない（判旨②）、本件の算定過程においては類似上場会社株式に係る数値が用いられる一方で、市場性がないことが考慮されていないので、非流動性ディスカウントを行える（判旨③）、というものである。

本決定でYらは、平成27年最決を引用し、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うことは法令解釈の誤り及び判例違反がある旨を主張した。同最決は、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「株式の公正な（買取）価格」決定事案で、非流動性ディスカウントについて「収益還元法により算定された株式の価格について、同評価方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さらに減価を行うことは、相当でない」旨を判示したものである。しかし理論上、収益還元法・DCF法を採用した場合の非流動性ディスカウントの適用可否は、算定の際に採用する割引率の要素において流動性が考慮されているか否かによるのであって、常に流動性ディスカウントが否定されるものではない。この点については、すでに学説上異論のないところとなっている<sup>(35)</sup>。本決定の判旨①②は、前述のファイナンス理論をふまえた正確な表現である。判旨②については、平成27年最決に対する学説の上記批判を吸収したものとの評価<sup>(36)</sup>がある。

判旨③は原審の採用した鑑定に関するものである。本決定では、原審の鑑定人が述べた鑑定意見から「相手方（筆者注：X1・X2社）らの将来期待されるフリー・キャッシュ・フローを割り引く際には、相手方らに類似する上場会社の株式に係る数値を用いることとする。」という箇所が引用されている。非上場株式の評価において、割引率として用いられる数値に類似上場会社の株式のデータを用いた場合、評価額から一定割合を減額する非流動性ディスカウントが認められることは前述のとおりである。よって、判旨③も理論をふまえたものといえる<sup>(37)</sup>。ただし、上場会社の株式のデータは「支配権を伴わない株式」のデータであるので、この場合には、支配権プレミアムを含む評価額でもなく、マイノリティ・ディスカウントを含む評価額でもない数値となる可能性がある<sup>(38)</sup>。流動性ディスカウント適用の議論とは別に、この点に関し鑑定意見の割引率の詳細を確認して評価する必要があるかもしれない。

### （３）本決定の射程

非流動性ディスカウントの適用についての本決定判示の射程は、どこまで及ぶと考えるべきか。

本事案で対象となったDCF法以外の評価方法であっても、判旨①②は、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

は非流動性ディスカウントを行えるが、市場性がないことが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二重の減価は相当でない、という一般論を述べており、理論上、市場性を要素に含み得る収益還元法には及ぶと考えるべきであろう。インカム・アプローチが採用される場合一般に及ぶとする見解<sup>(39)</sup>があるが、配当還元法については、前述のとおり流動性ディスカウントの適用からは除かれると解するのが相当であるため、必ずしも及ばないと思われる。

反対株主の株式買取請求事案にも及ぶであろうか。株式買取請求事案の「公正な価格」決定の算定における非流動性ディスカウントの適用可否に関する主な学説としては、①保有株式自体に流動性がないことが原因で価値が低いのであれば減価すべきであって、株主の売却意図の有無は問題にならない(株式買取請求であっても減価しうる)とする見解<sup>(40)</sup>、②本決定の射程は及ばず、いずれの手法を用いるかにかかわらず評価額に対して非流動性ディスカウントを加えることは許されないとする見解<sup>(41)</sup>、③少数株式・支配株式に共通する非流動性ディスカウントは否定されないとする見解<sup>(42)</sup>がある。本決定が明確に平成27年最決を「事案を異にし、本件に適切でない」としていることからすると、買取請求事案で「公正な価格」を決定する際に非流動性ディスカウントの適用が許容されるかは示されていないとよめる。よって、上記見解のいずれにも影響はないように思われる。反対株主の株式買取請求事案における非流動性ディスカウントの扱いについては、別途検討が必要である<sup>(43)</sup>。

(1) 日本公認会計士協会・経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」(平成19年5月16日制定、平成25年7月3日改正)。

- (2) ガイドライン 24～55頁。
- (3) 昭和46年～平成3年の21裁判例を紹介・分析するものとして、日本公認会計士協会・経営研究調査会編『株式等鑑定評価マニュアル Q&A』(商事法務研究会、1995)80～96頁、昭和46年～平成29年の26裁判例を紹介・分析するものとして、税理士法人高野総合会計事務所編『判例分析 会社・株主間紛争の非上場株式評価実務』(中央経済社、2020)48～61、92～141、254～256頁。平成元年～27年の15裁判例を紹介・分析するものとして、藤田友敬「譲渡制限株式の評価方法に関する一視点」松井秀征ほか編『商法学の再構築』98～103頁(有斐閣、2023)。
- (4) 藤田・前掲注(3)95頁、鈴木一功＝田中亘編著『バリュエーションの理論と実務』135頁[田中](日経 BP、2021)。
- (5) 本決定の評釈として、久保田安彦・ジュリ 1588号2頁、同・ジュリ 1591号86頁、石毛和夫・銀行法務21 901号68頁、伊藤雄司・法教516号112頁、浜辺陽一郎・WLJ 判例コラム 300号」(2023WLJCC022)、加藤新太郎・NBL1257号105頁。
- (6) 江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」『会社法の基本問題』(有斐閣、2011)136、163～168頁、神田秀樹『会社法 第25版』123頁(弘文堂、2023)。
- (7) ガイドライン 37頁。
- (8) 藤田・前掲注(3)96～97頁。
- (9) 穴戸善一「紛争解決局面における非公開会社株式の評価」岩原紳作編『現代企業法の展開』(有斐閣、1990)423頁、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15～17頁、鈴木＝田中・前掲注(4)146頁[田中]。
- (10) 鈴木＝田中・前掲注(4)138～139頁[田中]。
- (11) 少数派ディスカウントとも称される。何らかの評価方法(例えばDCF法)によって評価した株式価値に対して、当該株式が少数派株主の保有株式(少数派株式)であることを理由とした減価(ディスカウント)を行うことをいう。鈴木＝田中・前掲注(4)148頁[田中]。
- (12) 藤田・前掲注(3)106頁。浜辺・前掲注(5)6頁も、株主平等原則の趣旨に抵触する疑いを指摘する。
- (13) 藤田・前掲注(3)104～105頁。
- (14) 税理士法人高野総合会計事務所・前掲注(3)54～56頁。特に、平成16

年以降の裁判例は、双方の立場に基づく価値という考え方を採用し、それぞれの立場ごとに異なる評価方法を採用している、と分析している。

- (15) 藤田・前掲注(3)114頁。
- (16) 江頭・前掲注(6)163頁。この批判に対し、併用方式を必ずしも否定しない見解として、①各株価算定方式にはそれぞれ難点があり、複数の方式による価額を単純または加重平均することで難点を緩和したり、完全な支配株式と非支配株式の中間的属性もあることからみて、併用方式の必要性・合理性は認められる(河本一郎・濱岡峰也『非上場株式の評価鑑定集』(成文堂、2014)53頁[濱岡])、②誤差が除去され変数の期待値に近づいていく、という統計学上の知見に基づいていると理解できる場合は、必ずしも不当とはいえない(田中亘「ファイナンスの発想から考える会社法」司法研修所論集2016(第126号)107頁(注14))、③どのような事業・会計が行われていたかや、役員報酬・剰余金配当の傾向を考慮すべきであり、評価方式が経営者のインセンティブや企業会計のあり方に影響を及ぼしうることからすると、1つの算定方式に絞るような正解を予め定められないことはやむを得ない(浜辺・前掲注(5)5頁)、とするものがある。
- (17) プールタス・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、2020)246～247頁。
- (18) 我が国で2009～2015年の間の非上場企業が被買収企業となったM&A事案64件について、非流動性ディスカウントを推定した実証研究があるが、通常の手順のDCF法で算定した値に適用できるものではないことが注意喚起されている。山本剛ほか「日本における非流動性ディスカウントの実態」MARR 258号52頁以下。
- (19) 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」田中亘ほか編著『論究会社法』(有斐閣、2020)263～265頁。
- (20) プールタス・コンサルティング・前掲注(17)247～248頁。
- (21) 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」田中亘ほか編著『論究会社法』(有斐閣、2020)251～253頁、鈴木＝田中・前掲注(4)318～337頁[吉村]。
- (22) プールタス・コンサルティング・前掲注(17)249～250頁。
- (23) 星・前掲注(21)254～255頁。
- (24) プールタス・コンサルティング・前掲注(17)250～251頁。
- (25) ②④は同一裁判例における2社の事案で、③は相応の規模を有し、比

- 較的安定した利益を上げている会社の株式、④は事業活動を全く行っておらず、③の会社株式の保有のみを目的とする資産管理会社の株式が対象である。掲載誌は【表】に記載した雑誌のほか、一部裁判例については日本公認会計士協会・経営研究調査会・前掲注(3)も参照した。
- (26) 平成において DCF 法が採用されはじめた事情として、M&A が盛んになり、法律の世界にも、M&A の場面において使われる基準が浸透してきたことが指摘されている。江頭憲治郎「【講演】裁判における株価の算定—日米比較をまじえて—」『続・会社法の基本問題』95頁(有斐閣、2023)。
- (27) 藤田・前掲注(3)103頁。
- (28) 純資産法(ネットアセット・アプローチ)をこの考え方により意義を認める学説として、江頭憲治郎『株式会社法 第8版』(有斐閣、2021)19頁。
- (29) 税理士法人高野総合会計事務所・前掲注(3)54～56頁。
- (30) 藤田・前掲注(3)103頁、税理士法人高野総合会計事務所・前掲注(3)56頁。浜辺・前掲注(5)6・8頁は、会社法144条2項の「一切の事情」が、不当な剰余金配当・役員報酬や非流動性等を含む様々な事情を考慮することを求めている、と指摘している。
- (31) 加藤新太郎「非上場株式の価格の評価」金判1388号1頁。
- (32) 平成17年以前の裁判例のなかに、評価した額からの減額ではなく、割引率に市場性欠如と譲渡制限によるリスク・プレミアムを上乗せする方法が採用された⑬がある。この裁判例に関しては、リスク・プレミアム数値に理論的根拠が見出しがたい、とする批判がある。江頭憲治郎「判批」ジュリ180号43頁。
- (33) 最高裁(最決昭和48年3月1日(民集27巻2号161頁)・最決平成23年4月19日(金判1366号9頁))は、非訟事件である株式買取価格決定では、その決定は裁判所の合理的な裁量に委ねられているものと解される、と判示している。
- (34) 伊藤・前掲注(5)112頁。学説②の立場を採るものと思われる。
- (35) 星明男「判批」ジュリ1492号108頁、江頭・前掲注(28)19頁、藤田・前掲注(3)110頁、田中・前掲注(16)126頁。
- (36) 藤田・前掲注(3)115～116頁、加藤・前掲(5)108頁。
- (37) 松中学「非流動性ディスカウントと裁判例の理解」商事2345号64頁。
- (38) 江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」『続・会社法の基本問題』50～51頁(有斐閣、2023)。

- (39) 久保田・前掲注(5)ジュリ 1591号91頁。
- (40) 江頭・前掲注(26)98頁。
- (41) 藤田・前掲注(3)116頁、加藤・前掲注(5)108頁。
- (42) 久保田・前掲注(5)ジュリ 1591号90頁。
- (43) 組織再編などの株式買取請求と譲渡制限株式の譲渡承認拒絶では典型的に扱いを変える一方、非流動性ディスカウントの内容が明確な場合、その内容によって別の扱いを許容する見解がある。松中・前掲注(37)65頁。