

株式買取価格決定における 収益還元法の採用と非流動性ディスカウント

— セイコーフレッシュフーズ事件 —

南 健 悟

最高裁平成27年3月26日第一小法廷決定（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，破棄自判，民集69巻2号365頁，裁時1625号1頁，判時2256号88頁，判タ1413号95頁，金法2026号76頁，資料版商事375号141頁，金判1470号8頁）

【事実の概要】

本件は，相手方Yを吸収合併存続株式会社，株式会社A社（道東SFF）を吸収合併消滅株式会社とする吸収合併（以下「本件吸収合併」という。）に反対したA社の株主であるXが，A社に対して，X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，X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。

A社は，平成24年6月当時，発行済株式総数338万7000株の非上場会社であり，株式の譲渡につき取締役会の承認を要する旨の定款の定めがあった。A社は，平成24年6月6日，Yとの間で，効力発生日を同年10月1日として本件吸収合併をする旨の合併契約を締結した。平成24年8月8日に開催されたA社の株主総会において，上記契約を承認する旨の決議がされた。A社の株式32万5950株を有するXは，上記株主総会に先立ち，本件吸収合併に反対する旨をA社に通知した上，上記株主総会において本件吸収合併に反対し，同年9月12日，A社に対し，上記株式を公正な価格で買い取ることを請求した。平成24年10月1日，本件吸収合併の効力が発生し，A社はYに吸収合併された。そこで，Xは，同年11月21日，原々審に対し，上記株式の買取価格の決定を申し立てた。

そこで、鑑定人のB公認会計士は、原々審において、次のとおり鑑定意見を述べた。

すなわち、本件では収益還元法を用いるのが相当であるところ、A社において将来期待される純利益を予測し、その現在価値を合計すると、約3億6158万3000円となる。そして、非上場会社の株式は上場会社の株式のように株式市場で容易に現金化することが困難であるため、非流動性ディスカウントとして上記金額から25%の減価を行い、その結果を発行済株式の総数338万7000株で除すると、A社の株式の公正な買取価格は、1株につき80円となるとした。

原々審（札幌地決平成26年6月23日民集69巻2号382頁）は、本件における株価の算定に当たって、収益還元法（利益還元法）による評価については、当事者双方から特段の異論は出されておらず、また合理的であるとした上で、非流動性ディスカウント25%の適否について、次のように判示した。すなわち、「本件で算定しなければならないのは、本件株式の有する価値ではなく、買取価格である。それぞれの立場の者がそれぞれの価値観で抱く価値とは異なり、売り手と買い手がいて始めて形成される価格を算定するに当たっては、たとえ、本件のように市場において売買がなされる場面でなかったとしても、価格のつきやすさ、売れやすさということも考慮せざるを得ない。／そして、前記のとおり、本件株式が譲渡制限付株式である上、これを取得しても会社支配権を取得することが困難な少数株式であることを考慮すると、本件株式の買取価格を算定するに当たって、相当程度の非流動性ディスカウントをすることはやむを得ないというべきである。」として、本件株式の1株当たりの買取価格は、Bによる鑑定により、80円と定めるのが相当であるとした。X抗告。

これに対して、原審（札幌高決平成26年9月25日民集69巻2号403頁）は次のように判示して、Xの抗告を棄却した。すなわち、「吸収合併に反対した株主に『公正な価格』で株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、吸収合併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、吸収合併がされなかったとした場合と経済

的に同等の状況を確認し、さらに、吸収合併によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとする事により、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある。以上のことからすると、裁判所による買取価格の決定は、客観的に定まっている過去のある一定時点の株価を確認するものではなく、裁判所において、上記の趣旨に従い、『公正な価格』を形成するものであり、また、会社法が価格決定の基準について格別の規定を置いていないことからすると、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（最高裁昭和48年3月1日第一小法廷決定・民集27巻2号161頁参照）。そして、上記趣旨に照らせば、吸収合併によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合には、吸収合併契約を承認する旨の株主総会の決議されることがなければその株式を有したであろう価格（ナカリセバ価格）を算定し、これをもって『公正な価格』を定めるべきである（最高裁平成23年4月19日第三小法廷決定・民集65巻3号1311頁参照）。／そこで判断すると、吸収合併という組織再編行為に反対しただけで、積極的に保有する株式を売却したという意思を有していたわけではない反対株主の株式買取価格の算定は、株式売却意思を有する者と購入意思を有する者との間における通常の売買取引における価格形成と異なる面があり、非上場会社について非流動性ディスカウントを行うのが通常であるというだけでは、直ちに本件においてもこれを行うべきであるとはいえない。／しかしながら、吸収合併に反対して会社からの退出を選択した株主には、吸収合併がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確認すべきところ（前記最高裁平成23年4月19日第三小法廷決定参照）、A社の株式は譲渡制限付株式であって、株主数も少なく、取引事例も乏しいのであるから、その換価は困難であり、このことは株式の経済的価値自体に影響を与えているというべきである。したがって、『公正な価格』の算定に際し、株式の換価の困難性を考慮することが裁判所の合理的な裁量を超えるものということとはできない。」とし、1株当たりの買取価格を原々審と同様に80円とした。X許可抗告。

【判旨】

原決定破棄，原々決定取消し，破棄自判。

「会社法786条2項に基づき株式の価格の決定の申立てを受けた裁判所は，吸収合併等に反対する株主に対し株式買取請求権が付与された趣旨に従い，その合理的な裁量によって公正な価格を形成すべきものであるところ（最高裁平成22年（許）第30号同23年4月19日第三小法廷決定・民集65巻3号1311頁参照），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と解すべきである。しかしながら，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おいて，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いうべきである。

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。

したがって，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，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である。」

「A社において将来期待される純利益の現在価値の合計は約3億6158万3000

円であり、発行済株式の総数は338万7000株であるから、株式の買取価格は原告人の主張するとおり1株につき106円となるものというべきである。」

【評釈】

1. 本決定の意義

本件は、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、非流動性ディスカウントの可否が争われた事案である。買取価格の決定において非流動性ディスカウントを認めるか否かは、本件原々審及び原審は認めるとした一方、従来の裁判例には否定する裁判例¹⁾も存在し、下級審裁判例は分かれていた。このような状況の下、本決定は、吸収合併により消滅する会社の少数派株主が、本件合併に反対し、株式を買い取るよう求めた事案において、買取価格につき協議が整わなかったことから、裁判所に対して買取価格を決定するよう求めた非訟事件において、収益還元法により買取価格を算定した場合には、非流動性ディスカウントすることは認められないと判断した初の最高裁決定として重要な意義を有するものである。

2. 株式買取請求権制度の趣旨

本決定においては、まず、最決平成23年4月19日を引用しつつ、株式買取請求権制度の趣旨に従い、裁判所の合理的な裁量によって公正な価格を形成すべきであるとし、本件において非流動性ディスカウントを否定する根拠として、株主総会の多数決による会社組織の基礎に本質的変更を認める反面、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企業価値を適切に分配するものであることを挙げる。

そもそも株式買取請求権制度の趣旨については、周知の通り、平成17年改正

1) 東京高決平成22年5月24日金判1345号12頁〔カネボウ株式買取価格申立事件原告審決定〕及び同決定の原決定である東京地決平成20年3月14日金判1289号8頁。

前商法と会社法とでは変容したといわれている。すなわち、合併に反対する株主の株式買取請求に関して、平成17年改正前商法408条ノ3第1項における株式買取請求価格は、「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」として、いわゆる「ナカリセバ価格」によるものとされていた²⁾。しかし、会社法785条1項は、「自己の有する株式を公正な価格で買い取ることを請求することができる」と規定され。立案担当官によれば、これは、「ナカリセバ価格」ではなく、合併による企業価値の増加を適切に反映した公正な価格による株式の買取りを求めることを認めるものと説明される³⁾。つまり、組織再編がシナジーの発生等を通じて企業価値を増加させるときは、反対株主に対して、増加した企業価値の公正な分配分をも保障する趣旨といわれる⁴⁾。そして、株式買取請求権制度の機能については、第一に、企業再編によるシナジーの再分配機能、第二に、企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証機能の二つの機能が認められることになった⁵⁾。このような趣旨の変容により、合併による企業価値の増加を適切に反映した公正な価格による株式の買取りを求めることも認め⁶⁾、合併により、一方で、シナジーその他の企業価値が増加する場合には、シナジーを反映した価格を、他方、企業価値が増大しない場合には、「ナカリセバ価格」が公正な価格になるとされた⁷⁾。この点、最決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁は、会社法における株式買取請求権制度の趣旨について「吸

2) 平成17年改正前商法においては、合併が企業価値を高める場合には、企業再編による生じたシナジーの分配の仕方については介入しなかったとされる（藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（上巻）』（商事法務、2007年）275頁）。

3) 相澤哲『一問一答 新・会社法（改訂版）』（商事法務、2009年）210頁。

4) 伊藤靖史ほか『会社法（第3版）』（田中亘）（有斐閣、2015年）408頁。

5) 前掲註2・藤田282頁。なお、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事1879号（2009年）5頁は「株式買取請求権制度は、第一義的には、①「部分解散」による株主の退出の機会を保障するものであり、第二義的には、これに加えて、②資本多数決に基づいて忠実義務違反の組織再編行為がなされたことによって反対株主が被った『損害』の填補を一定の範囲で認める趣旨をも有する」と指摘する。

6) 前掲註3・相澤210頁、川島いずみ「反対株主の株式買取請求権」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、2013年）189頁以下も参照。

7) 江頭憲治郎『株式会社法（第6版）』（有斐閣、2015年）872頁、841頁を参照。

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、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確保し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある。」と判示されており、また本決定においても引用されている。ただし、既に先行評釈においても指摘されているように⁸⁾、本件では企業価値を生じない場合であるとされるにもかかわらず、公正な価格での買取請求権が付与された趣旨を、反対株主に退出の機会を与え企業価値の適切な分配をするものとして、他方で、さまざまな評価手法が存在する非上場会社株式の価格決定について、どのような場合にどのような評価手法を用いるかは裁判所の合理的な裁量に委ねられていると解すべきであると述べていることから、「ナカリセバ価格」と「シナジー等分配価格」を区別せず、反対株主に退出の機会を提供し、企業価値の適切な分配をすることが制度趣旨であると捉えているものと考えられる。そして、このことは少なくとも非上場会社については、あまり異論のないところではないかと指摘されている。

3. 株式買取価格の決定と非流動性ディスカウントの可否

(1) 株式買取価格の決定の性質

本件で問題とされている非流動性ディスカウントとは、上場会社の株式と比較して、非上場会社の株式の流動性は低いことから、非上場会社の株式を換金しようとするときには追加的なコストがかかるため、非上場会社の株価が上場会社よりも低く評価されることをいう⁹⁾。本決定では、「非上場会社の株式には

8) 川島いずみ「本件判批」商事2080号(2015年)25頁～26頁。

9) 日本公認会計士協会編『企業価値評価ガイドライン(改訂版)』(日本公認会計士協会出版局, 2013年)76頁。なお、合併、買取等の際には加味することが一般的であると指摘される(同377頁)。

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」と判示しており、その文言からは、同内容のものであると思われる¹⁰⁾。

本件では、吸収合併により消滅する会社の少数派株主が、吸収合併に反対して、Yに対して株式の買取りを求め、買取価格の協議を行ったが、その協議が整わなかったことから、本件価格決定の申立てを行ったものである。そのため、反対株主の株式買取請求における買取価格の決定申立てでは、売買価格が問題とされるのではなく、企業価値の適切な分配が問題となる。つまり、譲渡制限付株式の売買価格の決定申立てのように、「特定の株主の保有する株式の価格」を決定するのではなく、事業計画に基づく「企業価値の持分割合に応じた価値」を「公正な価格」として評価の対象とするものといえよう¹¹⁾。この点、本件原々決定は「本件で算定しなければならないのは、本件株式の有する価値ではなく、買取価格である。それぞれの立場の者がそれぞれの価値観で抱く価値とは異なり、売り手と買い手がいて始めて形成される価格を算定するに当たっては、たとえ、本件のように市場において売買がなされる場面ではなかったとしても、価格のつきやすさ、売れやすさということも考慮せざるを得ない。」と判示し、非流動性ディスカウントを認めている。これは、本決定が前提とする反対株主の株式買取請求権制度の趣旨とは異なる前提を採用しており¹²⁾、また、収益還元法は、Yの事業によって生じる収益を考慮しており、非流動性ディスカウントは株式の譲渡の場面で問題となるものであることから、このことを根拠に、株式の譲渡時に問題となる非流動性ディスカウントを肯定することは妥当とはいえないように思われる¹³⁾。

10) 前掲註8・川島26頁。

11) 柳明昌「組織再編に係る株式買取請求権における『公正な価格』」浜田道代＝岩原紳作編『会社法の争点』（有斐閣，2009年）205頁参照。前掲8・川島26頁，秋坂朝則「本件判批」新・判例解説Watch商法No.80（2015年）3頁参照。

12) 前掲註8・川島26頁。

13) 後藤元「カネボウ株式買取価格決定申立事件の検討（下）」商事1838号（2008年）16頁は、東京高決平成22年5月24日に対する検討において、同事件では会社の事業によるキャッシュフローからの利益を考慮されており、株式の譲渡時に問題となる非流動性ディスカウントを認める必要はないと指摘する。なお、宍戸善一「紛

確かに、従来、非上場会社においては、買取価格の決定も、譲渡制限付株式の売買価格の決定も、同じく株主間の利害調整という観点から行うべきであるとする立場からも、裁判例が少なかったこともあり、後者に関する判例も参考とされてきたとの指摘もある¹⁴⁾。しかしながら、こと非流動性ディスカウントの可否という論点においては、上述したように区別して考える必要があると思われる。その意味において、従来、会社法144条2項に基づく譲渡制限付株式の売買価格の決定の申立てに係る事案においては、非流動性ディスカウントを肯定するものもみられるが¹⁵⁾、このことをもって、従来多くの裁判例において、株式価格の決定につき非流動性ディスカウントが認められてきたと一概にいうことはできないであろう。

(2) 収益還元法と非流動性ディスカウント

次に、本決定では非流動性ディスカウントについて「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おいて、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。」とした上で、「収益還元法は、……類似会社比準法とは異なり、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」と述べ、「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」として否定する。すなわち、ここでは、収益還元法には、市場における

争解決局面における非公開株式の評価」岩原紳作編『平出慶道先生還暦記念 現代企業法の展開』（有斐閣、1990年）410頁参照。

14) 上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫編『新版注釈会社法(5)株式会社の機関(1)』〔宍戸善一〕（有斐閣、1986年）290頁参照、前掲註8・川島30頁。

15) 広島地決平成21年4月22日金判1320号49頁（DCF方式とゴードンモデル方式を一对一で折衷することにした決定した際に、非流動性ディスカウントを肯定した事案）、大阪地決平成25年1月31日判時2185号142頁（配当還元法20%、収益還元法80%の割合で価格を決定するに当たり、鑑定人のした非流動性ディスカウントにつきこれを肯定した事案）、東京地決平成26年9月26日金判1463号44頁（DCF方式0.35、純資産法0.35、配当還元法0.3の割合で加重平均して求めた価格を買取価格とした際に、非流動性ディスカウントを肯定した事案）。

取引価格との比較という要素が含まれていないことから、非流動性ディスカウントを認めるべきではないとする。

このような本決定の判示と前記東京高決平成22年5月24日〔カネボウ株式買取価格決定申立事件抗告審決定〕とを比較すると、本決定の特徴が現れるように思われる。すなわち、同決定においては、DCF方式により非上場株式の買取価格を決定するに当たっては、「本件の株式買取請求権は、少数派の反対株主としては株式を手放したくないにもかかわらずそれ以上不利益を被らないため株式を手放さざるを得ない事態に追い込まれることに対する補償措置として位置づけられるものであるから、……非流動性ディスカウントを本件株式価値の評価に当たって行うことは相当でない」と述べて、非流動性ディスカウントを否定している。そうすると、一つの考え方として、あくまで非流動性ディスカウントは株式の譲渡時に問題となるものであり、同事件が述べているような補償措置としての株式買取請求権制度を根拠に、非流動性ディスカウントを認めるべきではないという結論もあったようにも思われる。もともと非公開会社においては、支配株主による少数株主の圧迫が生じやすく、特に内部紛争発生後、多数派は、利益配当を抑制し、他方少数派は会社の利益を得られない一方、だからといって、非公開会社の少数派持分などを買ってくれる者がいないことから、多数派が少数派の持分をただ同前で買い取る状況に追い込まれる事情がある。そして、経済的不公正が生じる最大の原因は、非公開会社の少数株主の投下資本の回収が極めて困難であることが背景にあるとされる¹⁶⁾。こういったことに鑑みれば、反対株主の株式買取請求権制度は、反対株主に対するある種の救済とも考えられ、法的な価値判断として¹⁷⁾、収益還元法により非上場株式を評価するに当たり、カネボウ事件で述べられているような「少数派の反対株主としては株式を手放したくないにもかかわらずそれ以上不利益を被らないた

16) 前掲註13・宍戸399頁。

17) 中東正文「東京高決平成22年5月24日判批」金判1290号（2008年）27頁は、非流動性ディスカウントを考慮するか否かは、株式買取請求権制度の趣旨から検証されるべき法的な価値判断であるとする。

め株式を手放さざるを得ない事態に追い込まれることに対する補償措置」として株式買取請求権制度を捉えて、非流動性ディスカウントを否定することもできたとも考えられる¹⁸⁾¹⁹⁾。

しかしながら、本決定では、そのような理由に加え、「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おいて、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」とした上で、「収益還元法は、……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」と述べており、一方で、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という株式買取請求権制度の趣旨に触れつつも、他方で、収益還元法の要素という点についても指摘しているのである。したがって、本決定は、株式買取請求権制度の趣旨だけではなく、収益還元法の要素という観点も加味していることがわかる²⁰⁾。

18) おそらくその背後には、少数株式につき流動性がないことを理由に減価すると支配株主が儲けてしまうことがあるのではないかと推測される（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」吉原和志＝山本哲生編『関俊彦先生古稀記念 変革期の企業法』（商事法務、2011年）141頁註40参照）。なお、少数派株式のディスカウントを認めることを多数派への棚ぼたとみるか、それを認めないことを少数派への棚ぼたとみるかの争いだと指摘するものとして、前掲註11・柳205頁。滝琢磨「本件判批」経理情報1415号（2015年）43頁は「企業価値の適切な分配機能を発揮させるという法の目的を達成するためには、非流動性ディスカウントを考慮すべきではない」と述べる。他方で、前掲・江頭141頁註40では、日本の中小企業では、支配株式にも流動性が乏しいとすると、支配株式であれ少数株式であれ、評価の際、流動性に欠けることを理由とする減価を行うべきことになると指摘する。

19) アメリカ法においては、株式買取請求においては、企業全体の価値を評価してそれを持株数に比例的に分配すべきだという発想から、市場性欠如のディスカウント（非流動性ディスカウント）をしてはいけないという判断があるとされる（飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務、2013年）111頁）。それと比較すると、本決定は株式買取価格の決定で利用される算定方法の要素にも着目している点で異なるように思われる。

20) 弥永真生「本件判批」ジュリ1483号（2015年）3頁は、本決定はカネボウ事件決定で示されたような価値判断に基づくものと位置づけることができると指摘するが、本文の意味において、やや異なる判断がなされているのではないだろうか。

一般的に、企業価値を評価の手法については、①インカム・アプローチ、②マーケット・アプローチ、③ネット・アセット・アプローチが存在する。本件では、その中でも、①インカム・アプローチである収益還元法が採用されている²¹⁾。収益還元法とは、直接に会社の価値を求める方法の一つで、会社が毎年算出する価値として損益計算書上の「税引後利益」に着目し、それが継続的に算出されることを想定し、他方において、一般的な市場金利の下で同額の利息が同様に毎年得られるとすれば元金はいくらになるかを算出し、会社の価値はそうにして算出された元金の額と一致すると考えるものである²²⁾。そして、収益還元法に基づき企業価値を算出するに当たっては、割引率の決定が一つの問題となる。本件における鑑定では、割引率の計算で用いられる株主資本コストを算定に当たり、リスクフリーレート0.774%、マーケットリスクプレミアム²³⁾5.5%、 β 値²⁴⁾1.049パーセント、サイズプレミアム3.89%とした上で、株主資本コストを10.43%として算定している。そして、本件では、これに加

21) 従来の多くの判例においては、そもそも企業価値の評価手法をいずれの方法によるのか、という点が争点とされていたが、本件においては、収益還元法により評価すること自体は特段争われていないし、また、そもそも法は価格決定を裁判所の裁量に委ねられており（最決昭和48年3月1日判時700号119頁参照）、本件でもそのことが確認されている（前掲註11・秋坂2頁参照）。

22) 柴田和史「非上場株式の評価」前掲註12・浜田＝岩原編60頁。

$$V_0 = \frac{NI_1}{(1+r)} + \frac{NI_2}{(1+r)^2} + \frac{NI_3}{(1+r)^3} + \dots$$

$$= \frac{NI_1}{(1+r)} + \frac{NI_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{NI_n}{(1+r)^n} + \frac{TV}{(1+r)^n}$$

(NI_t : t期の純利益, r : 割引率, TV : $n+1$ 期以降の純利益を n 期末時点で割引いた価値)

により、表される基本式に従い算出される（前掲註9・日本公認会計士協会編56頁）。なお、収益還元方式には、課税後純利益のうち、内部留保として会社に留保された金額は、株主に対して直接に経済的利益をもたらすものではないこと、すなわち、株主の財産的利益と会社自体の財産的利益には相違があることを看過している欠陥があると指摘されている（江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」同『会社法の基本問題』（有斐閣、2011年）143頁〔初出1983年〕）。

23) 株式市場全体の利回りとリスクフリーレートとの差。

24) 株式市場の変動に対する株価の感応度。

えて、株主価値の計算において非流動性ディスカウントを行うべきかどうかが争われている。

この点、確かに、非流動性ディスカウントがなされるのは、流動性のあるもの（上場株式）との比較がなされる場合、すなわち、類似会社（業種）比準方式を採った場合に限られるとの指摘がある²⁵⁾。通常、類似会社（業種）比準方式により企業価値を算定する場合には、類似する上場会社の市場株価と比較して非上場会社の株式を評価する方法であることから²⁶⁾、上場会社の市場株価には流動性が認められる一方、非上場会社については流動性が認められず、過大に評価されることになることから、その分を非流動性ディスカウントすることになる。本決定においても、「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」ことを、非流動性ディスカウントを認めないことの根拠としている。

しかし、もともと収益還元法自体、割引率を、類似企業の値を参考として決定する場合には、インカム・アプローチではなく、マーケット・アプローチにおける類似上場会社法に対応するものと考えられている²⁷⁾。したがって、収益還元法での資本還元率やDCF法での割引率での割引率が上場株式に関するデータを参照して設定される場合には、現実よりも低い割引率によって高い価格が算出されていることになるから、その分を減じる（非流動性ディスカウントを加える）ことには合理性が認められると考えられるという見解もある²⁸⁾。そして、企業価値算定のために用いる割引率には非流動性によるリスクを反映

25) 前掲註13・宍戸417頁註27、前掲註20・弥永3頁は、「非流動性ディスカウントは上場株式に関係する数値を用いて価格決定を行う場合に限られるというのが広く受け入れられた見解」と指摘する。

26) 前掲註9・日本公認会計士協会編64頁～65頁。

27) 前掲註9・日本公認会計士協会編56頁。

28) 久保田安彦「大阪地決平成25年1月31日判批」リマークス48号（2014年）93頁、前掲註7・江頭19頁参照、前掲註8・川島28頁参照。

すべきであるのに、それが行われていないのであれば、その調整のための減価を行うことは、企業価値の適切な分配を行うためにも、否定されるべきではないとも指摘される²⁹⁾。つまり、収益還元法により非上場株式の価格を算定するに当たって、非流動性ディスカウントを認めるべきか否かの対立は、前述したような組織再編に反対する株主の株式買取請求権制度の趣旨に加えて、収益還元法の要素との関係をどのように考えるのか、ということも論点となろう。このような指摘を踏まえると、非上場会社の株式の価値を算定するに当たり、収益還元法を採用したとしても、上場会社の株式とを比較するという要素が存在する以上、非流動性ディスカウントを認める必要がある場合も想定されることになる。したがって、前述したように、収益還元法の要素として、上場会社との比較という要素が含まれ得る可能性があるにもかかわらず、本決定が、単純に「収益還元法は、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」というのは、一般的な収益還元法の捉え方として、些か疑問の余地がある³⁰⁾。そうすると、本件における収益還元法について、上場会社との比較要素があったのか否かというのが問題となるように思われる。少なくとも、本決定においては、本件で採用した収益還元法においては上場会社との比較という要素はないことを前提にしているように思われる。本件において、割引率の修正のために、さらに非流動性に基づく減価を加える必要があった事例といえるのか、一概に判断しにくい³¹⁾。また、もともと収益還元法が上場株式との比較を要素として内在しているとしても、理論的には、資本還元率や割引率の数値を修正することでディスカウントすべきであると考えられる一方、どれほど修正すべきかについては確立した見解がない上に、同数値を少し修正ただけで評価額が大きく変動しうるとも指摘されている³²⁾。そうなると、実際に、どの程度ディスカウントすべきかを判断することは困難を伴うという問題があ

29) 前掲註8・川島29頁、前掲註11・秋坂4頁。

30) 前掲註11・秋坂4頁。

31) 前掲註8・川島29頁。

32) 前掲註27・久保田93頁。

る³³⁾³⁴⁾。

4. 本件とマイノリティ・ディスカウントの是非

最後に、本決定においては争点とされておらず、また直接的には判例評釈においては蛇足であると思われるが、最後に、マイノリティ・ディスカウントとの関係について簡単に付言しておく。ここにいうマイノリティ・ディスカウントとは、支配株式を取得する者は、それに市場価格より高い対価を支払っても経済的に引き合うと考えており、同人がそのように市場価格に上乘せする額と同額の支配権プレミア得含みの価格より市場価格が安い当該差額のことをいう³⁵⁾。この点、原々決定は「本件株式が譲渡制限付株式である上、これを取得しても会社支配権を取得することが困難な少数株式であることを考慮する」として、会社支配権を取得することが困難な株式であることも非流動性ディスカウントを認める根拠の一つとして挙げている。しかしながら、まず非流動性ディスカウントは前述したように、譲渡制限付株式のように非上場株式であることを理由とするディスカウントとして認められるものであって、会社支配権を取得することの困難性から認められるマイノリティ・ディスカウントとは性質が異なる。したがって、非流動性ディスカウントを認める根拠として持ち出した点は疑問がある。

しかし、ひとまず、非流動性ディスカウントのほか、本件ではマイノリティ・ディスカウントも認められるという意味であれば、どうであろうか。この点、買取対象会社の株式の市場価格がない場合には、「支配権プレミアムを含む評価額」が算出される方式を使うときはそのままの額、「マイノリティ・ディスカウントを含む評価額」が算出される方式を使うときは当該算出額に20%程度

33) あくまで推測の域を出ないが、本決定が、一般的に収益還元法の要素として類似上場企業との比較という要素があるにもかかわらず、本決定のような判示をした理由には、現実問題として非流動性ディスカウントをすることが困難であるということがあるのかもしれない。

34) 前掲註8・川島29頁。

35) 前掲註18・江頭117頁。

のプレミアムを上乗せした額を「支配権プレミアムを含む評価額」と解すべきであるという見解がある³⁶⁾。前提として、本件との関係では射程の範囲外であると思われるものの、本決定と前記カネボウ事件抗告審決定とを比較する限り³⁷⁾、実際に支配権プレミアムを含む評価額が算出されるようなケースであれば、マイノリティ・ディスカウントをすべきことになる可能性は否定されていないように思われる。

5. 本決定の射程

最後に、本決定の射程についてであるが、本決定は、第一に、吸収合併に反対する株主による株式買取請求の事案である以上、前述したように、譲渡制限付株式の売買価格決定の申立て（144条）等には、射程が及ばないと思われる。他方で、全部取得条項付種類株式の全部取得の場合の価格決定や特別支配株主の株式等売渡請求の場合の価格決定の申立には、射程が及ぶと考えられるものの³⁸⁾、本決定の理由からすると、価格決定で利用される算出方法によっては、非流動性ディスカウントが認められる可能性は否定されないのではなかろうか。次に、本件では、あくまで収益還元法により株式価格を算定されている場合であって、他の方式により算定する場合に非流動性ディスカウントをすべきかについては別問題として考えられるであろう³⁹⁾。ただし、他のインカム・アプローチについても、本件と同様の考え方が採用される可能性は少なくないと

36) 前掲註18・江頭133頁。

37) つまり、カネボウ事件抗告審決定においては、株式買取請求権制度の趣旨から直截にマイノリティ・ディスカウントも否定したが、本決定では類似の上場会社株式との比較要素という観点も加味している以上、マイノリティ・ディスカウントまでも否定される可能性はなくはないように思われる。

38) 前掲註8・川島30頁。前掲註20・弥永3頁は「反対株主の株式買取請求を行うかどうかはその株主の判断に委ねられているのに対し、特別支配株主による株式等売渡請求や全部取得条項付種類株式の全部取得の場合には株式の売渡し・移転が強制されるのだから、なおさら、非流動性ディスカウントを行うことは不当であるといえるからである」と述べる。

39) 少なくとも、本決定においては、「類似会社比準法等とは異なり」と判示している以上、本決定の射程外ということになろう（前掲註8・川島30頁）。

も指摘されるが⁴⁰⁾、上述したように、類似の上場企業との比較という要素についても言及していることに鑑みれば、たとえ、裁判所がインカム・アプローチを採用した場合であったとしても、当該算定において類似の上場企業との比較要素が見られるのであれば、理論上は、非流動性ディスカウントは否定されるわけではないようにも思われる。

※なお、本判例評釈は、平成27年度小樽商科大学地域志向型教育・研究プロジェクト「北海道法学教育プロジェクト：地域のリーダーを育成するための法教育」の助成の成果の一部である。

※脱稿後、河村尚志「本件判批」リマークス52号（2016年）106頁、松中学「本件判批」判例セレクト2015〔Ⅱ〕24頁に接した。なお、本件評釈として、中村慎二「本件判批」経営財務3221号（2015年）14頁等も参照。

40) 前掲註8・川島30頁。