



会社法 144 条 2 項に基づく株式の売買価格決定において 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」と判断された事例（最決令和 5 年 5 月 24 日）

執筆者： 弁護士 山田 裕貴
 弁護士 水田 直希

June 2023

In brief

2023 年 5 月 24 日、最高裁は、非上場会社であり、株式の譲渡について取締役会の承認を要する旨の定款の定めがある会社の株式について、裁判所が会社法 144 条 2 項に基づく株式の売買価格決定を行うに際し、DCF 法によって算定された評価額を基礎として、いわゆる非流動性ディスカウントを行うことができる」との判断を下しました（最高裁令和 5 年 5 月 24 日第三小法廷決定。以下「本最高裁決定」といいます）。

今回のニュースレターでは、本最高裁決定の事案や最高裁の判断理由を解説したうえ、本最高裁決定の与える影響について、概説します。

In detail

1. 事案の概要

本件は、X1 社及び X2 社（いずれも株式会社）が、Y ら（株主）が有する X1 社及び X2 社の譲渡制限株式（以下、X1 社の株式を「本件株式 1」、X2 社の株式を「本件株式 2」といい、合わせて「本件各株式」といいます。）について、会社法 144 条 2 項に基づき売買価格の決定の申立てをしたものです。

X1 社及び X2 社は、いずれも非上場会社であり、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ところ、Y らは、平成 28 年 2 月、会社法 136 条に基づき譲渡承認請求を行いました。

X1 社・X2 社は、同年 3 月、その譲渡を承認しない旨を通知し、同年 4 月、Y らに対し、本件各株式を買い取る旨を通知したうえで、裁判所に対し、株式の売買価格の決定を申し立てました。

(1) 本件で問題となった非流動性ディスカウント

本最高裁決定の原審（令和 3 年 12 月 21 日広島高等裁判所決定平成 30 年（ラ）第 103 号）において、本件各株式の 1 株当たりの売買価格について鑑定が実施され、鑑定人は、次のとおり鑑定意見を述べました。

- ・ 本件各株式の評価方法としては、DCF 法(将来期待されるフリー・キャッシュ・フローを一定の割引率で割り引くことにより株式の現在の価値を算定する方法をいう。)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、本件株式 1 につき 7524 円、本件株式 2 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」といいます。)
- ・ そして、本件各株式の売買価格の算定に当たっては、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(非流動性ディスカウント)**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。そうすると、本件各株式の 1 株当たりの売買価格は、本件株式 1 につき 5266 円、本件株式 2 につき 4514 円となる。
- ・ なお、DCF法によって本件各評価額を算定する過程において、相手方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。

原審は、上記鑑定意見に依拠して、本件各株式について、本件各評価額からの非流動性ディスカウントを行い、本件株式 1 の売買価格を 1 株当たり 5266 円、本件株式 2 の売買価格を 1 株当たり 4514 円と定めたと、Yらが抗告を申し立てました。

(2) 会社法の規定

会社法では、定款変更等(同法 116 条)、事業譲渡等(同法 469 条)、組織再編(同法 785 条、797 条、806 条)時における反対株主の買取請求、株式併合に係る株式買取請求(同法 182 条の 4)、全部取得条項付種類株式の取得・特別支配株主による株式等売渡請求(同法 172 条、179 条の 8)など、裁判所が株式の価格決定を行う場面がいくつか想定されていますが、本件は、譲渡制限株式の売買価格の決定が問題となったものです。

譲渡制限株式の売買価格の決定に関する会社法 144 条の規定は、以下のとおりです。

(売買価格の決定)

第 144 条 第 141 条第 1 項の規定による通知(注・株式会社又は指定買取人による買取りの決定の通知)があった場合には、第 140 条第 1 項第 2 号の対象株式の売買価格は、株式会社と譲渡等承認請求者との協議によって定める。

2 株式会社又は譲渡等承認請求者は、第 141 条第 1 項の規定による通知があった日から 20 日以内に、裁判所に対し、売買価格の決定の申立てをすることができる。

3 裁判所は、前項の決定をするには、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なければならない。

4 第 1 項の規定にかかわらず、第 2 項の期間内に同項の申立てがあったときは、当該申立てにより裁判所が定めた額をもって第 140 条第 1 項第 2 号の対象株式の売買価格とする。

5 第 1 項の規定にかかわらず、第 2 項の期間内に同項の申立てがないとき(当該期間内に第 1 項の協議が調った場合を除く。)は、一株当たり純資産額に第 140 条第 1 項第 2 号の対象株式の数を乗じて得た額をもって当該対象株式の売買価格とする。

6 第 141 条第 2 項の規定による供託をした場合において、第 140 条第 1 項第 2 号の対象株式の売買価格が確定したときは、株式会社は、供託した金銭に相当する額を限度として、売買代金の全部又は一部を支払ったものとみなす。

7 (略)

2. 本最高裁決定の判断

本最高裁決定は、以下のとおり、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し、Yらの抗告を棄却しました。

- ・ 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。
- ・ 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、X1 社・X2 社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。
- ・ 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 卷 2 号 365 頁)(以下「平成 27 年決定」といいます。)は、事案を異にし、本件に適切でない。論旨は採用することができない。

3. 本最高裁決定の判断及び平成 27 年決定との関係

本最高裁決定は、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きの趣旨について、会社が譲渡を承認しない場合に、譲渡を希望する株主が譲渡に代わる投下資本の回収の手段を保障するためのものとしたうえ、当該趣旨からすれば、非流動性ディスカウントを行うことが相当であれば、譲渡制限株式が任意に譲渡されると場合と同様に、これを行うことができると判示したものと考えられます。

この点、平成 27 年決定では、「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(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)を行うことはできない」と判示されています。非流動性ディスカウントの可否について、会社法 785 条 1 項に基づく株式買取請求においてはこれができない一方、本最高裁決定は、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においては、これができると判断したこととなります。

平成 27 年決定は、組織再編(吸収合併)における反対株主の買取請求権(785 条 1 項)が問題となった事案ですが、当該買取請求権の趣旨について、最高裁(最三小決平成 23 年 4 月 19 日・民集 65 卷 3 号 1311 頁)は、「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、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」とにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある」としています。また、会社法 785 条 1 項では、「公正な価格」での買取請求権が規定されているところ、144 条では、「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」するものの、裁判所の決定する売買価格が「公正な価格」であることは要求されていません。

本最高裁決定は、平成 27 年決定との関係性について、たんに「事案を異にし、本件に適切でない」と述べるのみですが、組織再編における反対株主の買取請求権と異なり、譲渡制限株式会社における売買価格決定では、組織再編等のような「株主総会の多数決による会社組織の基礎の本質的変更のような契機もないし、企業価値の適切な分配という要素も認められないため、…(平成 27 年決定の)射程外」(弥永真生「株式買取価格決定において収益還元法を用いる場合の非流動性ディスカウントの可否」(会社法判例速報)・ジュリスト 1483 号 3 頁)と解したものと理解できるように考えられます¹。

今後は、非上場会社において、株主から譲渡承認請求があった場合には、本最高裁決定を踏まえて、非流動性ディスカウントを行うことができるかどうかとも検討したうえで、対応することが必要になると考えられます。

Let's talk

より詳しい情報、または個別案件への取り組みにつきましては、当法人の貴社担当者もしくは下記までお問い合わせください。

PwC 弁護士法人

第一東京弁護士会所属

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-1-1 大手町パークビルディング

電話：03-6212-8001

Email: jp_tax_legal-mbx@pwc.com

www.pwc.com/jp/legal

- PwC ネットワークは、世界 90 カ国に約 3,500 名の弁護士を擁しており、幅広いリーガルサービスを提供しています。PwC 弁護士法人も、グローバルネットワークを有効に活用した法務サービスを提供し、PwC Japan グループ全体のクライアントのニーズに応えていきます。
- PwC Japan グループは、PwC ネットワークの各法人が提供するコンサルティング、会計監査、および税務などの業務とともに、PwC 弁護士法人から、法務サービスを企業のみなさまに提供します。

パートナー 弁護士

山田 裕貴

弁護士

水田 直希

本書は法的助言を目的とするものではなく、プロフェッショナルによるコンサルティングの代替となるものではありません。個別の案件については各案件の状況に応じて弁護士・税理士の助言を求めて頂く必要があります。また、本書における意見に亘る部分は筆者らの個人的見解であり、当弁護士法人の見解ではありません。

© 2023 PwC Legal Japan. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

¹ 同様に譲渡制限株式の売買価格の決定(会社法 144 条 2 項)については平成 27 年決定の射程が及ばないと述べるものとして、山下徹哉「非上場会社の株式買取請求に係る買取価格決定における非流動性ディスカウントの可否: 最小決平 27. 3. 26 を中心に(関西金融法務懇談会報告)」金融法務事情 2059 号 54 頁