



Newsletter

ATSUMI & SAKAI
www.aplawjapan.com

2024年3月4日

No.FIN_011

インカムアプローチによる株価算定の際の 非流動性ディスカウントについて

最決令和5年5月24日裁時1816号7頁と最決平成27年3月26日民集69巻2号365頁

執筆者：弁護士 [加地 弘典](#)

インカムアプローチによる株価算定の際の非流動性ディスカウントについて

取引相場のない株式の価格算定の考え方は、大きく分けて①発行者が将来生み出すもの（収益・キャッシュフロー・配当等）から算定するインカムアプローチ、②類似する株式取引から算定するマーケットアプローチ及び③発行者の純資産額に注目したネットアセットアプローチに分かれます。

①の考え方に基づく価格算定方法（すなわち、DCF法、収益還元法又は配当還元法）を採用する場合に非流動性ディスカウント（株式に市場流動性がないことを理由とする価格の割引）を行うことの当否に関連して、表記の2つの最高裁判所決定があり、これらの決定の関係性については、複数の解釈があります。以下では、2つの決定の事案及び決定の要旨を紹介するとともに、これらの決定の関係性についての解釈を紹介します。

1. 最決令和5年5月24日裁時1816号7頁・裁判所ウェブサイト

株式会社 X1 の株主 Y1、Y2 及び Y3（以下、あわせて「Yら」といいます。）は、その有する X1 株式について、X1 に対して第三者への譲渡承認請求を行い、株式会社 X2 の株主 Y1 及び Y2 は、その有する X2 株式について、X2 に対して第三者への譲渡承認請求を行いました（X1 及び X2 は、いずれも非上場会社であり、定款に株式の譲渡について取締役会の承認を要する旨の定めがあります。以下、あわせて「Xら」といいます。）

Xらは、これを拒んで、自社での買取を行うこととして会社法 144 条 2 項に基づき裁判所に X1 株式の売買価格決定の申立て（1 事件） X2 株式の価格決定の申立て（2 事件）を行いました。

第 1 審（広島地福山支部決平成 30 年 5 月 25 日刊行物未登載）は、1 事件及び 2 事件のいずれについてもネットアセットアプローチの 1 つである時価純資産法を採用し、X1 株式の売買価格を 1 株当たり 1 万 0678 円、X2 株式の売買価格を 1 株当たり 5,300 円と定める旨の決定をしたところ、これを不服とする X らが即時抗告をしました。

原審（広島高決令和3年12月21日）は、鑑定を実施し、①X1, X2株式の価格決定については時価純資産法を採用すべき場合にあらざ DCF法を採用すべき旨及び②30%の非流動性ディスカウントを行うべき旨を述べた同鑑定を踏まえ、同鑑定のとおり X1株式の売買価格を1株当たり5,266円（DCF法による売買価格7,524円から30%を減価）、X2株式の売買価格を1株当たり4,514円（DCF法による売買価格6,448円から30%を減価）と定めたところ、これを不服としたYらが許可抗告をしました。

Yらは、許可抗告審において、最決平成27年3月26日民集69巻2号365頁（道東セイコーフーズ事件決定）を引用しつつ流動性ディスカウントの適用その他の点を争ったところ、最高裁は、Yらの主張をすべて退け、流動性ディスカウントの適用につき以下の通り判断しました。

「…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。」

「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。」

このように、譲渡制限株式の買取価格の決定の際に、DCF方式で算出された価格に非流動性ディスカウントを行うことが是認されました。以下この決定を決定①とします。

2. 最決平成27年3月26日民集69巻2号365頁・裁判所ウェブサイト

決定①で触れられている最高裁決定平成27年3月26日民集69巻2号365頁・裁判所ウェブサイトは、株式買取請求がなされた場合の非流動性ディスカウントの可否についての最高裁のリーディングケースです。以下この決定を決定②とします。

決定②の事案は、相手方Yを存続会社とし、非上場会社のZ社を消滅会社とする吸収合併に反対した抗告人X（元Z社株主）が、Yに対し、会社法785条1項に基づいてみずから保有するZ株式の買取りを求めたものの協議が調わなかったため、会社法786条2項に基づいて同株式の買取価格決定申立てをしたものです。第1審（札幌地決平成26年6月23日金商1466号15頁）は、裁判所の選任した鑑定人による鑑定が本件株式の買取価格算定方法として利益還元法を採用し、非上場会社の株式が株式市場で容易に現金化でき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2割5分を減価したことは著しく不合理とはいえないとして、本件株式の買取価格を1株80円

としました。これを不服とした X が抗告しました。第 2 審（札幌高決平成 26 年 9 月 25 日金商 1466 号 14 頁）は、「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とはいえないなどとして、第 1 審決定を相当とし抗告を棄却したところ、これを不服とした X が許可抗告しました。最高裁は、以下のように収益還元法による株価算定の後に、非流動性ディスカウントを行うことを是認せず、Z 株式の買取価格を 1 株につき 106 円と決めました。

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、①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。②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。

3. 決定①と決定②の関係について

決定①で問題となった DCF 法も、決定②で問題となった収益還元法も、同じく将来期待されるキャッシュフローや利益に基づいて企業の価値を求めるという考え方による株価算定方法です。¹（以下インカムアプローチによる価格算定方法といいます。）この二つの決定は流動性ディスカウントの可否について、異なる説示をしていることから、その関係について、現在様々な議論が行われています。代表的見解を見解 A、見解 B として紹介します。

4. 見解 A（株主の譲渡希望の有無により場合分けする見解）²

会社法上、裁判所が株式の価値を評価する場面として、代表的には、(i)譲渡制限株式の譲渡の際の売買価格の決定（同法 144 条）と、(ii)合併等の組織再編の際の反対株主の株式買取請求による買取価格の決定（会社法 785 条、786 条等）があります。³

見解 A は、上記(ii)の立場の少数株主は本来株式を処分する意思はなかったものの、その意に反する結果を強制され、会社からの退出を余儀なくされたことを重視します。

そして決定②は上記(ii)の場合についての判断と考えます。

この場合には、少数株主は少数派であるが故に株式を手放さざるを得なくなった以上、手放すことによる非流動性ディスカウントを加味することは妥当でないとしています。

¹ DCF 法は株主や債権者に分配しうるキャッシュフローの期待値を加重平均資本コストで割り引いた現在価値に基づき事業価値を算定する方法です。収益還元法は会計上の利益を一定の割引率で割り引いた現在価値に基づき事業価値を算定する方法とされます。

² 藤田友敬「譲渡制限株式の評価方法に関する一視点」岩原伸作先生・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 年

³ 株式買取請求権には、反対株主に認められる株式買取請求権の他、単元未満株主の株式買取請求権（192 条以下）があります。また反対株主の株式買取請求権には、合併等の組織再編をする場合の他、株式の併合をする場合など、会社が株主の利益に重大な影響を及ぼす様々な行為を行う場合に認められます。ここでは主に、株主がその意思に反する結果を強制された場面での株式買取請求権行使の場合の株価算定を問題としています。

そして同じように、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の価格決定など、株式を強制取得される場面一般で流動性ディスカウントを行うことは許されないと考えられます。⁴

他方、上記(i)の譲渡制限株主の譲渡は、少数株主として譲渡承認請求を拒まれたとしても、自己の意思で売却を望んでいるのであり⁵、会社からの退出を余儀なくされたという事情はありません。

故に上記(i)の場合は上記(ii)について論じた決定②の射程外にあると考えます。そして決定①は上記(i)の場面について非流動性ディスカウントを是認した判断だとするのです。

この見解は、決定②において、上記(ii)の株式買取請求権についての趣旨を述べていることを理由とします。

「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…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、…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（下線部②）」

そして決定①の下記の説示は、上記(i)の場合において、市場性がないことが価格算定に十分に考慮されている場合には、そこからさらに流動性ディスカウントを行うことは二重の減価を行うこととなるので、妥当ではないが、市場性のないことが価格算定に考慮されていないならば、さらに流動性ディスカウントを行うことも許される、という意味だと考えます。

「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。」

5. 見解B（いずれの場合も流動性ディスカウントは許されるとする見解）⁶

これに対して、こうした場合分けを考えず、インカムアプローチによる価格算定の場合に、反対株主の買い取り請求の場合、譲渡制限株式の譲渡の際の価格決定の場合のいずれでも、非流動性ディスカウントは可能であるとする見解があります。

この見解は、決定②では事案の特殊性として、鑑定人の価格算定において非流動性ディスカウントが重ねて行われており、こうした二重のディスカウントを是認しなかったにすぎず、決定①はそのことを明らかにしたと考えます。

道東セイコーフーズ事件では鑑定人は株主資本コスト(割引率=r)について

$$r = (\text{リスクフリー金利}) + (\text{リスクプレミアム} \times \beta) + (\text{サイズプレミアム})$$

と算定しました。

そして得られた現在価値に対して、さらに25%の非流動性ディスカウントが入っていました。

⁴ 弥永真生ジュリスト1473号「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」

⁵ 田中亘「会社法第4版」102頁

⁶ 久保田安彦・ジュリスト1591号86頁、同1588号2頁、伊藤雄司・法学教室516号112頁

サイズプレミアムは、「規模の小さな会社への投資は、規模が大きな会社への投資より一般的に倒産リスクが高く、投資家もより高い投資利回りを求めることから」⁷加算されたものです。

時価総額の小さい会社の株式の取引は薄く、買値と売値の幅が広がりやすいので、サイズプレミアムは実質的に非流動性ディスカウントと同視できるとします。

そう考えると、決定②の事案では収益還元法の算定の中で一部なりといえども非流動性にかかるディスカウントが行われていたと言えそうです。そして、その上、重ねて非流動性ディスカウントを行ったことが不当だったと理解できます。

この見解では、下記に再掲する決定①の説示は、本来は決定②で説くべきことを、改めて説示したということになりそうです。

「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。」

6. 見解A、見解Bの共通点

見解 A、見解 B とも譲渡制限株式のインカムアプローチにおける株価算定において、非流動性ディスカウントが行える余地がある点で異論ありません。

ところが、決定②では以下の説示もあります。

「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。（前記判旨点線下線部①）」

決定②の調査官解説でも「本決定は収益還元法には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ないことをその根拠としているものである。そうすると少なくとも、インカムアプローチにおける他の評価方法（DCF 法および配当還元法）...においては、収益還元法による場合と同様、非流動性ディスカウントを行うことができないと解するのが相当であるように思われる」との記述があります。⁸

これらは、一般論として裁判所はインカムアプローチと流動性ディスカウントは相容れないと説いているようにも読めます。

しかし、この下線部①の説示は決定②当時より、疑問の声が上がっています。

論者により、この説示は(a)端的に最高裁の誤りと断じるもの、(b)見解 A を採って株式買取請求権行使の場合のみに妥当する趣旨と考えるもの、(c)決定②の事案では、収益還元法の計算の中で非流動性を織り込んだ算定を行った以上、そこに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ので、あらためて非流動性ディスカウントを行うことは許されないという意味であるとするもの、があります。

⁷ 札幌地方裁判所 平成24年(ヒ)第34号 株式買取価格決定申立事件 平成26年6月23日(本件の第一審の説示より)

⁸ 平成27年度最高裁判所判例解説民事編150頁

7. まとめ

この二つの判例をまとめると、譲渡制限株式の株価算定に DCF 法等のインカムアプローチを行う場合に流動性ディスカウントを行うことが許されることに異論はありません。他方、株式買い取り請求の場面でインカムアプローチを行う場合に、非流動性を織り込んでいない計算を行った場合には、見解の対立があります。⁹

少数株主のスライズアウトの場面での株価算定では注意が必要と思われます。

さて現時点の決定①の評釈を見る限り、見解 A と見解 B は拮抗しているように思われます。¹⁰見解 B の実質的な理由として、非上場株式については多数派、少数派に限らず上場株式のような流動性はないことも考えると、買い取り請求の場面やスライズアウトの場面で流動性ディスカウントを認めないことは、かえって少数派を不相当に利得させるといえることが挙げられます¹¹。

もっとも見解 B によれば、本来最高裁は決定②において資本還元率の性格を精査すべく破棄差し戻しをするはずですが、しかし最高裁は自判したことを考えると、見解 A のように株式買い取り請求権行使の場面での収益還元法で流動性ディスカウントを是認しなかったとも取れます。

インカムアプローチの難点は、日本の低金利環境では、株価算定が過大に評価されやすい面がありました。他方で、従来から海外の投資家にとって、日本の金利のあまりの低さが日本への投資の妨げとなっていたようです。特に国際的に共通のターゲット利回りを設定している機関投資家にとっては日本への投資は困難だったようです。

2024 年 3 月、日本でも金利が上昇する（リスクフリーレートが上昇する）環境となっています。今後、海外からの日本企業の買収や日本への投資が増加してゆくかもしれません。

以上

決定①全文

https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/103/092103_hanrei.pdf

決定②全文

https://www.courts.go.jp/app/files/hanrei_jp/016/085016_hanrei.pdf

⁹ 株式買い取り請求の場面でインカムアプローチを行う場合、その現在価値算出の過程で非流動性を織り込んだ計算を行った場合にはさらに流動性ディスカウントを行うことは許されないことにも異論はありませんが、これは自明のことと思われる。

¹⁰ 決定①の評釈として、前掲久保田、前掲伊藤、浜辺洋一郎・WLJ 判例コラム第 300 号・石毛和夫・銀行法務 21 第 901 号 69 頁、本村健 他・商事法務第 2343 号 75 頁、松中学・商事法務第 2345 号 61 頁、加藤新太郎・NBL 第 1257 号 105 頁、金融法務事情第 2223 号 49 頁、判例タイムズ第 1514 号 33 頁、金融・商事判例 1684 号 9 頁、吉田新ビジネス法務 2024 年 4 月号 76 頁等があります。

決定②の評釈としては広瀬孝（最高裁判例解説（H27）140 頁、飯田秀総・別冊ジュリスト第 254 号 180 頁、星明男・法学教室第 457 号 92 頁など多数あります。

¹¹ 前掲「会社法第 4 版」696 頁

執筆者

弁護士 [加地 弘典](#) (オブ・カウンセル、第二東京弁護士会)

Email: hirofumi.kaji@apl原因.jp

お問い合わせ先

本ニュースレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

渥美坂井法律事務所・外国法共同事業 ファイナンスプラクティスグループ

Email: fpg@apl原因.jp

当事務所のニュースレターをご希望の方は[ニュースレター配信申込フォーム](#)よりお手続きをお願いいたします。

また、バックナンバーは[こちら](#)よりご覧いただけます。

このニュースレターは、現行の又は予想される規制を網羅的に解説したものではなく、著者が重要だと考える部分に限って、その概要を記載したものです。このニュースレターに記載されている意見は著者個人の意見であり、渥美坂井法律事務所・外国法共同事業（「渥美坂井」）の見解を示すものではありません。著者は明白な誤りを避けるよう合理的な努力は行いましたが、著者も渥美坂井もこのニュースレターの正確性を保証するものではありません。著者も渥美坂井も読者がこのニュースレターに依拠することによって生じる損害を賠償する責任を負いません。取引を行う場合には、このニュースレターに依拠せずに渥美坂井の弁護士にご相談ください。