

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

― 譲渡制限株式の売買価格決定における

非流動性ディスカウント適用の是非と算定されるべき価値 ―

経営管理研究科 研究員

戸本 幸亮

【要約】

会社法 144 条 2 項に基づく譲渡制限株式の売買価格について、最高裁が初めて法の趣旨を判示し、非流動性ディスカウントの適用を肯定した最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁を取り上げて、① DCF 法による株式価値評価と非流動性ディスカウント適用の是非、② 譲渡制限株式の売買価格決定において算定されるべき価値を検討する。

【キーワード】

譲渡制限株式の売買価格、非流動性ディスカウント、交換価値説、プロ・ラタ価値説、会社法 144 条 2 項

【目次】

I. 事案の概要

II. 本決定の要旨

III. 検討

はじめに

1. DCF 法による株式価値評価と非流動性ディスカウント適用の是非

1-1. DCF 法による価値評価

1-2. 非流動性ディスカウント

1-3. 適用の是非を巡る議論

1-4. 本決定の分析

2. 譲渡制限株式の売買価格決定において算定されるべき価値

2-1. 学説と裁判例

2-2. 本決定と学説の関係

2-3. 交換価値説とプロ・ラタ価値説の間の議論

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

2-4. 私見

I. 事案の概要

本件は、X1 及び X2（以下、総称して「X ら」という。）が、Y らが有する X らの譲渡制限株式（以下、「本件各株式」という。）について、会社法 144 条 2 項に基づき売買価格の決定を申立てた事案である。

X らはいずれも株式の譲渡につき取締役会の承認をする旨の定款の定めがある株式会社であり、Y らが所有する株式の議決権割合は、X1 が約 18.8%、X2 が約 10.67% であった。

X らは、平成 28 年 2 月に本件各株式について Y らから会社法 136 条による譲渡承認請求を受けて、同年 3 月に譲渡を承認しない旨を通知した。X らは、同年 4 月に本件各株式を買い取る旨を通知した上で、会社法 144 条 2 項に基づいて、売買価格の決定申立てを行った。

1. 第 1 審決定

広島地福山支決平成 30 年 5 月 25 日金判 1684 号 26 頁（以下、「第 1 審決定」という。）は、X ら株式はいずれも時価純資産法をとるべきとして、X1 株式を 1 株 10,678 円、X2 株式を同 5,300 円と決定した。

X1 株式について、X1 は税理士法人所属の公認会計士が作成した報告書に基づいて、類似業種比較法 2 割、時価純資産法 2 割、DCF 法 6 割を用いて、1 株 3,381 円（ $\div 1,769 \text{ 円} \times 0.2 + 9,769 \text{ 円} \times 0.2 + 1,790 \text{ 円} \times 0.6$ ）とするのが相当と主張し、Y らは時価純資産法により 1 株 10,678 円とするのが相当と主張したが、裁判所は次の理由で退けて、時価純資産法単独の評価を採用した。

まず、DCF 法について、① 5 年間の NCF の現在価値の合計額をもって評価時点の事業価値であるとしており、継続価値を反映していないこと、② 日本公認会計士協会「企業価値評価ガイドライン」が時価純資産法によって企業価値を評価すべきとした「企業価値評価を巡って対立している局面において、利害関係者を納得させるだけの収益予測や市場時価を得られず、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」、「インカムアプローチ等による評価額よりも時価ベースにおける純資産価値の方が大きい場合」に該当するとして、採用を否定した。

次に、類似業種比較法についても、相続財産評価基本通達が「取引相場のない株式の評価」方法として定める類似業種比準方式によるところ、「学説が強く批判するように、同通達の基準は、それが大量発生的な事象を機械的に処理する目的のものにすぎない、各方式の算定式がどうしてそのような算定式になっているのかが明らかでなく合理性が疑われる、類似業種比準方式については類似業種の選定に困難がともなう、などの問題」があり、「こうした学説の批判を考慮してか、近時の裁判例は、上記の国税庁通達の評価基準に依拠することはせず、その代わりに、評価対象会社の特徴に着目して、様々な評価方法を採用している」とした上で、「本件株式のように市場

価格のない株式の評価について、上記通達に依拠して類似業種比較法により株価を算定することは相当でない」として、採用を否定した。

X2 株式についても、同様の理由で時価純資産法単独の評価を採用した。

2. 原決定

広島高決令和 3 年 12 月 21 日金判 1684 号 21 頁(以下、「原決定」という。)は鑑定に基づいて、評価方法は、割引率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た DCF 法によるべきとし、非上場会社の株式には市場性がないことを理由とする 30% の減価（非流動性ディスカウント）を適用することが相当であるとして、X1 株式は 5,266 円、X2 株式は 4,514 円と決定した。

2-1. 鑑定意見の要旨

原決定が採用した鑑定意見の要旨は次のとおり。

まず、第 1 審決定が時価純資産法を採用したことについて、「その理由は、日本公認会計士協会が策定した企業価値評価ガイドラインが、時価純資産法によって企業価値を評価すべき場合として 4 つを列挙しているところ、本件株式においては、その 4 つにのうち⑦企業価値評価を巡って対立する局面において、利害関係者を納得させるだけの収益予測や市場時価を得られず、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、及び、④インカムアプローチ等による評価額よりも時価ベースにおける純資産価値の方が大きい場合、のいずれにも該当すると判断されたことにある。しかし、上記⑦については、平成 29 年 2 月 1 日付けで X1 の「第 62 期—第 66 期 5 か年経営計画書」及び X2 の「第 35 期—第 39 期 5 か年経営計画書」（いずれも平成 28 年度から平成 32 年度まで。）が作成されているところ、いずれも過去の業績変動を逸脱しない範囲で合理的な収益予測が示されており、その信頼性に疑義を生じさせる点は認められなかった。また、上記④については、Y ら及び原決定が依拠する時価純資産評価額は、事業継続を前提としない清算を想定した金額になっておらず、清算を想定した場合には、DCF 法で評価した場合よりも低額になるから、X らにはいずれも上記④に該当する理由は認められない」とした上で、継続企業の価値評価をする場合、DCF 法を採用するのが原則であり、本件各株式の評価方法としても DCF 法を採用すべきであり、マーケットアプローチは採用すべきではないとした。

DCF 法による評価額は、まず X1 株式について、「① X1 の税引後営業利益が 3,200 万円、減価償却費等を考慮した後のフリーキャッシュフローが 3,200 万円であり、②株主資本コスト、負債資本コスト、株主資本比率を踏まえた加重平均資本コストが 4.153% となり、③企業価値は 10 億 5,500 万円となり、④企業価値から有利子負債等を控除した金額を発行済み株式数（自己株式控除後）で除した金額は 7,524 円となり、⑤この金額に非流動性ディスカウント 30%（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）を控除した残額 5,266 円が X1 株式の 1 株当たりの評価額になる」とした。

〔判例研究〕 最三決令和5年5月24日集民270号113頁

次にX2株式については、「①X2の税引後営業利益が300万円、減価償却費等を考慮した後のフリーキャッシュフローが300万円であり、②株主資本コスト、負債資本コスト、株主資本比率を踏まえた加重平均資本コストが3.666%となり、③企業価値は2億2,600万円となり、④企業価値から有利子負債等を控除した金額を発行済み株式数（自己株式控除後）で除した金額は6,448円になる。⑤この金額に非流動性ディスカウント30%を控除した残額4,514円がX2株式の1株当たりの評価額になる」とした。

2-2. 原決定の判断

原決定は、企業価値評価ガイドラインが、時価純資産法によって企業価値を評価すべきとする場合を、⑦④を含めて示しながらも、ネットアセットアプローチが会社の将来の収益獲得能力を評価額に反映しておらず、継続企業の株式価値評価としては一般的でないなどとして⑦④への該当性を否定して、継続企業価値の評価手法としてDCF法を用いるのが最も合理的であるとした。

さらに、非流動性ディスカウントを適用するのは不合理であるとのYらの主張に対しては、次のように判示して非流動性ディスカウントの適用を肯定した。

「Yらは、最一決平成27年3月26日民集69巻2号365頁や東京地決平成20年3月14日金判1289号8頁において非流動性ディスカウントの適用が否定されたことを根拠に、本件で非流動性ディスカウントを適用するのは不合理であると主張する」。

「しかし、これらの裁判例は、吸収合併等に反対する株主に係る株式買取価格決定申立事件において、当該株主が意図せず株式売却を余儀なくされたことを考慮して、非流動性ディスカウントを適用することを否定したものであり、株式の任意売却をした本件とは事案を異にしており、上記裁判例の射程は本件に及ばない。また、非流動性ディスカウントとして30%を採用したのは、我が国における一般的な減額率を採用したものであるが、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%よりも低い減額率を採用すべき事情が見当たらないのであるから、30%の減額率も不合理とはいえない」。

以上の原決定の決定を不服として、Xらは許可抗告を申立てた。

II. 本決定の要旨

最高裁第一小法廷は、Yらの抗告を棄却して原決定が確定した。

「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、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どうかかわれない」。

「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（最一決平成 27 年 3 月 26 日民集 69 巻 2 号 365 頁）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」。

Ⅲ. 検討

はじめに

本決定は、最高裁における初めての譲渡制限株式の売買価格決定事件であり、DCF 法による算定結果へ非流動性ディスカウントの適用を肯定したこと、譲渡制限株式の売買価格決定の趣旨を判示したことに意義がある。

合併等の組織再編における反対株主の買取請求に際しての買取価格決定（会社法 786 条。以下、「買取価格決定」という。）事件である最一決平成 27 年 3 月 26 日民集 69 巻 2 号 365 頁（セイコーフレッシュフーズ事件。以下、「最決平成 27 年」とする。）が、DCF 法を含む収益還元法による評価への非流動性ディスカウントの適用を否定したことから、裁判目的の価格決定における非流動性ディスカウント適用の適否は議論となっていた。また、売買価格決定において算定すべき価値についても、交換価値説とプロ・ラタ価値説が対立していたところ、最高裁が売買価格決定の趣旨を示したこともあって、これを扱った論考が相次いで公表されている。本稿ではこれらの議論を分析して、私見を述べる。

1. DCF 法による株式価値評価と非流動性ディスカウント適用の是非

会社法の規定に基づいて株式の価格決定の申立てを受けた裁判所は、その制度の趣旨に従い、合理的な裁量によって価格を形成すべきであり、どのような場合にその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が、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決定をすることは許されない（最決平成 27 年）。買取価格決定事件である最決平成 27 年は、非流動性ディスカウントを考慮することが許されない要素と判示したことから、本決定が示した売買価格決定の制度趣旨と非流動性ディ

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

スカウント適用の是非については、検討する意義がある。

1-1. DCF 法による株式価値評価

多くの売買価格決定事件では複数の算定方法を併用した評価を採用しているが¹、本件は DCF 法単独の評価を採用した。原決定は、「DCF 法は、評価対象会社が有する事業の収益力を有効な期間内におけるキャッシュフローによって評価する手法であり、継続企業の価値評価にふさわしい方法とされている」とし、「本件各株式の評価方法としては、インカムアプローチのうち DCF 法が最も合理的であると認められるのであり、これを採用した鑑定意見は相当である」として時価純資産法を採用すべきとした Y らの主張を退けた。

DCF 法とは、株式や不動産等の資産が将来生み出すキャッシュ・フローを予測し、事業のリスクを反映した割引率（加重平均資本コスト；WACC）で割り引いて事業価値（エンタープライズ・バリュー；EV）を求め、これに非事業用資産を加算した上で、有利子負債などの株主以外に帰属する価値を控除して、株主に帰属する価値を求める評価方法である²。

配当還元法による評価が少数株主にとっての価値を評価するとされるのに対して、DCF 法はキャッシュ・フローを支配できることを前提とした評価のため、これによって算定された評価はコントロール・プレミアムを含んだ支配株主にとっての価値とされる³。このため、売買価格決定で少数株主としての価格を算定しようとする場合には、DCF 法で算定した評価に対してマイノリティ・ディスカウントが適用されるべきことになる⁴。

Y らは少数株主といえるが、原決定が採用した鑑定は、（少なくとも明示的には）DCF 法による評価結果にマイノリティ・ディスカウントを適用していない。後述するプロ・ラタ価値説の論者は、売買価格決定において支配株主と少数株主の評価に差があってはならないとするが、必ずしもプロ・ラタ価値説をとらない立場からも、役員報酬への期待等による支配株主と少数株主の価格差は、現実社会にあったとしても法的判断として反映させるべきではないから、非訟事件手続における株式評価においては、支配株主の評価から減価しないことを原則的な取扱いとすべき

¹ 売買価格決定事件の算定方法を整理した先行研究として、昭和 46 年から平成 27 年までの裁判例を纏めた、満井美江「本件判批」国土館法学 56 号（2023）195 頁、平成以降最近までの裁判例を纏めた、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』（有斐閣・2023）99-100 頁、穴戸善一「非公開株式の評価再再論〔上〕」商事 2370 号（2024）7-11 頁がある。

² 池谷誠『論点詳解 係争事案における株式価値評価〈第 2 版〉』（中央経済社・2020）48-49 頁。

³ 谷山邦彦『バリュエーションの理論と応用』（中央経済社・2010）334-335 頁、KPMG FAS『図解でわかる企業価値評価のすべて』（日本実業出版社・2011）149-150 頁。支配株主と少数株主にとっての価値が異なることを明示的に認めた大阪地決平成 25 年 1 月 31 日判時 2185 号 142 頁は、「少数株主にとって重視される配当に着目した評価方法である配当還元法を 20% の割合で考慮した加重平均を行っている。その配慮は合理的なものといえるから、それに重ねて更に少数株主であることを理由とした減額を行うべきではない」とした。

⁴ 鈴木一功＝田中亘編著『バリュエーションの理論と実務』（日本経済新聞出版・2021）148 頁〔田中亘〕。

との有力な主張がなされている⁵。本決定がマイノリティ・ディスカウントに触れなかったのは、原審の鑑定がこれを採用しなかったにすぎないとの理解が正しそうなものの、支配株主と少数株主の価格差を否定する立場と整合的な評価が採用されたといえる。これについては、「2. 譲渡制限株式の売買価格決定において算定されるべき価値」で検討する。

1-2. 非流動性ディスカウント

1-2-1. 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く、これ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、非上場会社の株価は上場会社よりも低く評価される（非流動性ディスカウント）⁶。

非流動性ディスカウントには、次の 3 種類があるとされている。即ち、①基礎評価額を少数株主が保有する上場株式の価値、最終評価額を非上場会社の少数株主にとっての株式の価値とする市場性欠如ディスカウント（discount for lack of marketability; DLOM）、②基礎評価額を上場会社の支配株主にとっての株式の価値、最終評価額を非上場会社の支配株主にとっての株式の価値とする閉鎖会社ディスカウント（private company discount; PCD）、③基礎評価額を非上場会社の支配株主にとっての株式の価値、最終評価額を非上場会社の少数株主にとっての株式の価値とする閉鎖会社少数株主ディスカウント（private company minority discount; PCMD）である⁷。DCF 法によって算定された価格は支配株主にとっての価値、類似会社比準方式による価格は少数株主とされ、これらは上場会社の β やマルチプルから算出するから、非流動性ディスカウントや、これに類似した調整を加えるまでは上場会社としての評価額といえる。

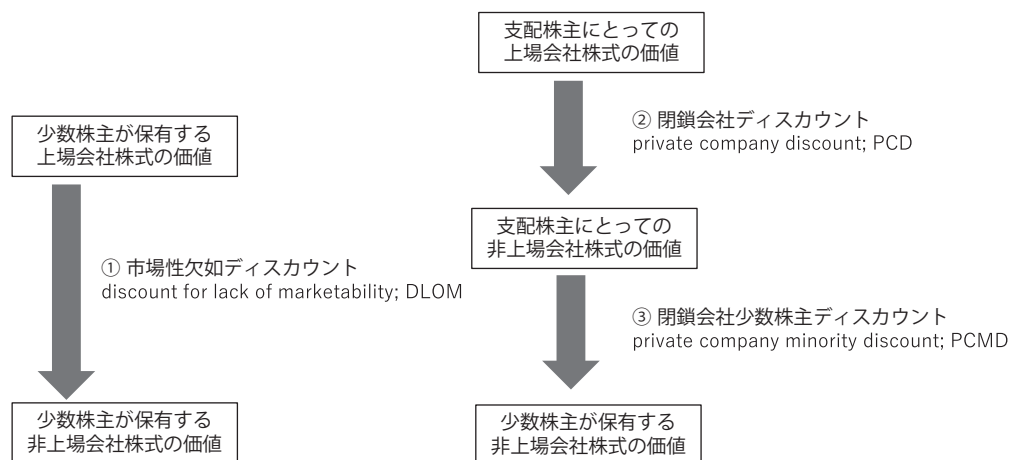
5 江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」『会社法の基本問題』（有斐閣・2011）166-168 頁。佐藤信祐「譲渡制限株式の売買価格」法学政治学論究 109 号（2016）8-12 頁は、これに加えて、情報の非対称性や支配株主における他事業とのシナジーが価格差の原因になっている可能性があるとした上で、裁判目的の評価では差を設けるべきではないとする。

日本公認会計士協会「経営研究超過債研究報告第 32 号 企業価値評価ガイドライン」（2013 年 7 月 3 日最終改正）も、株式評価を取引目的と裁判目的に分類しており、実際の取引で斟酌される要素であっても、裁判目的では採否を斟酌する余地を残している。佐藤・前掲注 55 頁。

6 企業価値評価ガイドライン・前掲注 5）52 頁。配当還元法によって算定された評価結果は、将来の配当収益のみを考慮しており株式の売却を考慮していない価値だから、非流動性ディスカウントを適用する必要はない。穴戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」岩原紳作編『現代企業法の展開』（有斐閣・1990）409-410 頁。

7 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—道東セイコーフレッシュフーズ事件決定を踏まえて」田中亘ほか編『論究会社法—会社判例の理論と実務』（有斐閣・2020）251-252 頁。PCMD は上場会社と非上場会社株式の比較ではなく、マイノリティ・ディスカウントを意味するように思えるが、非上場会社株式においては支配株主に比べて少数株主の方が流動性の制約をさらに受けるという意味で、非流動性ディスカウントの一類型と考えられているとのこと。深澤泰弘「非上場株式の価格決定における非流動性ディスカウントの適用の在り方について—平成 27 年最決と令和 5 年最決を題材に一」月報司法書士 628 号（2024）64 頁。

非流動性ディスカウントの種類



〔*〕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―道東セイコーフレッシュフーズ事件決定を踏まえて」田中亘ほか編『論究会社法―会社判例の理論と実務』（有斐閣・2020）251-252頁を参考に、筆者作成。

本決定は DCF 法を採用したので非流動性ディスカウント適用前の評価は「支配株主にとっての上場会社株式の価値」であるから、本決定における非流動性ディスカウントは PCD のみ又は PCD と PCMD の両方のいずれかと思われるが、本決定と原決定の鑑定は支配株主と少数株主を明示的に区別して評価していないことを考えると、PCD のみを適用して「支配株主にとっての非上場会社の価値」を算定しているように思われる⁸。

もっとも、以上のような概念的な違いはあるとしても、そもそも非流動性ディスカウントを実証的に測定しようとする未上場株式の財務データとセットになった売買価格データが必要であるから、少なくとも我が国には類型毎の非流動性ディスカウントの実証的な減額率が示されている訳ではない⁹。

⁸ Y が少数株主であるために少数株主であることを考慮した価格である可能性もあるとして、DLOM か PCD のいずれか明らかではないとの見方もある。久保田安彦「判批」ジュリ 1591 号（2023）89 頁。また、DLOM とする主張もあるが、これは交換価値説を支持する理由を述べて直ちに「そうすると適用される非流動性ディスカウントは PCD ではなく、DLOM か PCMD ということになる」とした上で、本決定は支配株主と少数株主の流動性の価値の流動性の違いを問題としている訳ではないだろうとして PCMD の可能性を排除して DLOM であろうとしており、PCD の可能性を排除した論理はよく分からなかった（プロ・ラタ価値説は PCD のみを認めるが、プロ・ラタ価値説の否定は直ちには PCD の否定には繋がらないように思われる）。深澤・前掲注 7）68 頁。

⁹ 限られた実証研究として、2009 年から 2015 年にみずほ銀行、みずほコーポレートアドバイザーが、非上場会社が被買収会社となる M&A 完了案件のうち過半数を超える持分が譲渡された 64 件から、非上場会社の支配権を譲渡する際の取引価格と、上場企業の株価に一定のコントロール・プレミアム（31-59%）を加えた値を比較して、EV/EBIT 倍率で 30.7%、EV/EBITDA 倍率で 24.0% の統計的に

1-2-2. 適用の方法

非流動性ディスカウントを適用する場合の方法として、① DCF 法や類似会社比較法において計算された株式価値から一定の割合を減算する方法、② DCF 法の割引率に非流動性に伴う一定の加算（非流動性による割引率のプレミアム）を施す方法があるが¹⁰、原決定の鑑定は、DCF 法によって算出された評価結果に対して 30%減額する①の方法をとった¹¹。

非流動性ディスカウントを適用する他の裁判例も基本的に①の方法によっているが、鑑定も採用した資本資産評価モデル（CAPM）は、資本資産の取引費用がゼロとの仮定から導かれるもので流動性制約は考慮されていないから、譲渡制限株式のような流動性制約のある資産の評価にはこれにより増加する取引費用を反映した割引率を用いる②の方法が正しく、①の方法は理論的ではないとの批判がある¹²。①の方法によると、すぐに売却して多額の配当できるような資産を持つ会社へそうでない会社と同じ減額率を用いると過剰に減額する結果となりそうだが、そうした事案で一般的な水準（30%）より低い減額率（15%）を適用した裁判例もある¹³。

有意な非流動性ディスカウントの中央値が得られたとするものがある。山本剛＝杉本智浩＝鈴木一功「日本における非流動性ディスカウントの実態～取引事例からの考察～」MARR 258 号（2016）52 頁。これはコントロール・プレミアムを加算した上場会社の株価と支配権を伴った非上場会社の株価を比較しているから、PCD を算出しようとした研究と理解できる。

¹⁰ 山本ほか・前掲注 9）52 頁。

¹¹ ①の方法による場合の減額率は 30%が採用されることが多く、財産評価基本通達 180 においても、取引相場のない株式については類似業種比準価額により評価する場合は、算定結果から原則として 30%ディスカウントしたものを評価額とすることが規定されている（中会社は 40%、小会社は 50%減額される）。

¹² 星明男「判批」ジュリ 1492 号（2016）108 頁。池谷・前掲注 2）270 頁は、一般的に DCF 法において非流動性ディスカウントを適用する場合には、流動性リスクに対応する期待収益率を上乗せした割引率（加重平均資本コスト；WACC）を設定して将来キャッシュ・フローを割り引いて適用するとし、久保田安彦「判批」リマックス 48 号（2014）93 頁、山中利晃「判批」ジュリ 1472 号（2014）118 頁も割引率に反映する方法が理論的と指摘する。他方、②の方法が一般的であるとして支持する専門家は、「非流動性ディスカウントは有価証券としての売却の困難性に起因した減額であり、株式価値を構成する個々の要素の減額とは異なる」と説明する。プルータス・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・2018）248 頁。実際の取引データから実証的に値を求めるのであれば、算出方法（取引価格そのもののディスカウントを測定したのか、EV（エンタープライズ・バリュ）に対するディスカウントを測定したのか）に応じて適用方法も定まると思われるが、我が国では実証的に得たデータからではなく、慣行として 30%程度のディスカウントを適用していることが、こうした議論に繋がっていると思われる。

¹³ 大阪地決平成 25 年 1 月 31 日判時 2185 号 142 頁は、「譲渡制限株式の株式については、投下資本回収に制約があることを理由に 30%程度価格の評価が下がるのが一般的である」とした上で、「ただし、対象会社特有の投下資本の回収可能性に係る事情からその事情に応じた減額率を採用することにも合理性がある」として、譲渡制限株式の発行会社に多額の換価が容易な資産があったことに加えて実際に資産の換価を行っているから保有資産の売却で配当額を増加させることも十分可能といえるとして、15%の非流動性ディスカウントを適用した鑑定評価を肯定した。これに対しては、配当による投資回収の可能性といった要素は、非流動性ディスカウントではなく、発行体への影響力からマ

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

1-3. 適用の是非を巡る議論

本決定は、「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」とした。この説示は、前段と後段で同じことを繰り返しているにすぎないようにもとれるが、前段部分は「非上場会社の譲渡制限株式は市場性がなく流動性が低いことから定型的に売買価格が制約（交換価値が減価）される実態があり、株式価格の算定に当たり減価することが相当であるから、そのときは」と読み解くべきと指摘されている¹⁴。

本決定以前に、DCF 法で算定された評価への非流動性ディスカウントの適否を判断した裁判例は、売買価格決定事件、買取価格決定事件のそれぞれにあるが、概ね売買価格決定においてはこれを肯定し、買取価格決定においては否定する結論をとっている。最決平成 27 年が収益還元法一般における非流動性ディスカウントの適用を否定するとも読める判断を下していたことが議論を呼んだが、その後の東京高決平成 29 年 1 月 26 日公判判例集未登載は、原決定と同じく、買取価格と売買価格の違いを指摘して売買価格決定に際しての非流動性ディスカウントの適用を肯定した。

1-3-1. 裁判例

売買価格決定事件においては、評価方法を問わずに非流動性ディスカウントを認める裁判例が複数存在する（広島地判平成 21 年 4 月 22 日金判 1320 号 49 頁（DCF 法へ適用）、大阪地決平成 25 年 1 月 31 日判時 2185 号 142 頁（収益還元法へ 15% 適用）、東京地決平成 26 年 9 月 26 日金判 1463 号 44 頁（DCF 法へ 30% 適用）、東京高決平成 29 年 1 月 26 日公判判例集未登載（収益還元法へ適用）、京都地決令和 5 年 4 月 25 日判例秘書 L07850903（時価純資産法へ 30% 適用））。このうち、京都地決令和 5 年 4 月 25 日判例秘書 L07850903 は、鑑定は「非流動性ディスカウントは、どの程度のディスカウントが妥当か理論的に確立していないこと等から、考慮しないこととした」にもかかわらず、裁判所が「少数株式、支配株式を問わず、非流動性が存在することを理由に株式価値が減価されていると認められる場合には、一律に非流動性ディスカウントをすることは許されるというべきである」とした上で、非上場で会社規模が小さいから「減価率は 3 割とするのが相当」として、積極的に非流動性ディスカウントの適用を判断した¹⁵。

他方、買取価格決定においては、東京地決平成 20 年 3 月 14 日判時 2256 号 11 頁、その抗

イノリティ・ディスカウント適用の是非にかかる要素のはずであり、意義を混同しているのではとの指摘もあるが（河村尚志「判批」リマックス 52 号（2016）109 頁、行澤一人「判批」商事 2120 号（2016）46 頁）、それぞれへ適用すべき減額率に実証的なデータあってきめ細かく適用ができる訳ではなく、後述のサイズ・プレミアムと非流動性ディスカウントの部分的な重複のように、評価要素の重複を除くことも困難なのだから、裁判所の裁量の範囲内として肯定してよいのではないか。

¹⁴ 加藤新太郎「本件判批」NBL1257 号（2024）107 頁。

¹⁵ ただし、鑑定が適用したマイノリティ・ディスカウント（30%）は否定し、結果として鑑定と同額の評価となった。

告審である東京高決平成 22 年 5 月 24 日金判 1345 号 12 頁が、非流動性ディスカウントの適用を否定している。当該抗告審は、評価方法として DCF 法を採用し、「本件株式買取請求権は、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、マイノリティ・ディスカウント（非支配株式であることを理由とした減価）や非流動性ディスカウント（市場価格のないことを理由とした減価）を本件株式価値の評価に当たって行うことは相当ではないというべきである」としてこれを否定した¹⁶。

非流動性ディスカウント適用の是非を初めて最高裁が判断した買取価格決定事件である最決平成 27 年も、非流動性ディスカウントの適用を否定したが、この理由付けが議論を呼んだ。最決平成 27 年は、「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価値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」として、買取価格決定の趣旨に触れながらも、収益還元法の性質も理由として、非流動性ディスカウントの適用を否定した。更に、最高裁の担当調査官が最決平成 27 年の射程について、「本決定は、裁判所が株式の買取価格を決定するに当たり、収益還元法を用いた場合について判断したものであり、他の評価手法を用いた場合については直接的には判断していない。しかしながら、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手法（DCF 法及び配当還元法）や、ネットアセットアプローチにおける評価手法（簿価純資産法及び時価純資産法）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」¹⁷として、収益還元法による評価一般について流動性ディスカウントの適用を否定したように読める解説を行ったこともあり、学説の議論を呼んだ。

しかし、後述の学説の議論を踏まえてか、売買価格決定事件である東京高決平成 29 年 1 月 26 日公判判例集未登載は、売買価格決定には最決平成 27 年の射程は及ばないと判示した。即ち、当該判決は、「譲渡制限株式の売買価格の決定は、譲渡制限株式を他人に譲渡しようとする株主

¹⁶ 申立人は小規模リスクプレミアムを適用すべきと主張したが、この点の判断は示されなかった。

¹⁷ 『最高裁判所判例解説民事篇 平成 27 年度（上）（1 月～6 月分）』（法曹会・2018）150 頁〔廣瀬孝〕。

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

又はこれを株主から取得した株式取得者（譲渡等承認請求者）からの譲渡等承認請求及び不承認の場合における会社又は指定買取人による買取請求に対し、会社が譲渡等承認をしない旨決定するとともに、会社自らの買取りの決定又は指定買取人の指定をした場合に問題となるものであって、譲渡等承認請求者が譲渡制限株式であることを前提として任意に取引をしているのが通常であること、譲渡等承認請求につき不承認とされる場合の会社又は指定買取人による買取請求をするか否かも譲渡等承認請求者の選択に委ねられており、不承認の場合に株式を保有し続けることも可能であること、会社法 116 条 1 項において、発行済株式につき新たに譲渡制限を設ける旨の定款変更が行われる場合の反対株主に対して『公正な価格』による買取請求権が付与されているのに対し、会社法 144 条においては、『売買価格』の決定と定められていることに照らせば、最決平成 27 年の射程は会社法 144 条による譲渡制限株式の売買価格の決定には及ばないと解される」と判示した¹⁸。

1-3-2. 企業価値評価の専門家・学説の見解

1-3-2-1. 否定説

DCF 法による算定結果への非流動性ディスカウントの適用を否定する立場には、算定方法の性質を理由とするものと、売買価格決定の法的性質を理由とするものがある。

算定方法を理由とするものには、事業によるキャッシュ・フローからの利益を考慮して算定しているのであるから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の見解や¹⁹、DCF 法の評価結果はコントロール・プレミアムを含んだ支配株主にとっての評価であり、支配株主は会社自体の売却や資産の売却、キャッシュ・フローの分配もできるので非流動性ディスカウントは適用しないことが多いとする見解もある²⁰。

売買価格決定の法的性質を理由とするものには、取引目的の評価では非流動性ディスカウントが考慮されるとしても、指定買取人が支配株主の場合はキャッシュ・フローを支配できるので、裁判目的の評価である売買価格決定においては非流動性ディスカウントを適用すべきではないとする見解（売り手、指定買取人ともに少数株主の場合は非流動性ディスカウントを適用すべき）²¹や、発行体が上場しているか否かにかかわらず、買取価格決定や売買価格決定の場面では投資者にとっては売却の機会は保証されていて流動性リスクはもはや意味がないのだから、非流動性ディスカウントは適用しないことが合理的であるとするものがある²²。

¹⁸ 引用部分は、弥永真生「判批」ジュリ 1504 号（2017）2 頁によった。

¹⁹ 後藤元「判批」商事 1838 号（2008）16 頁。

²⁰ 谷山・前掲注 3）334・336-337 頁、KPMG FAS・前掲注 3）149-150 頁。

²¹ 佐藤・前掲注 5）19-20 頁。

²² 池谷・前掲注 2）272 頁。

1-3-2-2. 肯定説

DCF 法による算定結果への非流動性ディスカウントを肯定する立場では、定方法を理由とするものには、DCF 法に代表されるインカムアプローチ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ため、原則として非流動性ディスカウントの対象となるとの見解や²³、非公開会社は情報が限定され、会計情報の信頼性も劣り、企業規模も小さいといったディスカウントの要因があることなどから、支配株主にとっての評価である DCF 法においても、流動性ディスカウントを適用すべきとするものがある²⁴。

売買価格決定の法的性質観点からは、近時の学説は、非流動ディスカウントの適用には概ね肯定的である²⁵。プロ・ラタ仮説に立ってマイノリティ・ディスカウントの適用を否定する立場からも、売買価格決定において非流動ディスカウントを認めないとすると、非流動性ディスカウントが適用された価格で株式を取得した後に売買価格決定に持ち込んでディスカウント相当分の利益を得るインセンティブが生じてしまうため、非流動性ディスカウントの適用は許されるべきとする²⁶。

1-4. 最決平成 27 年と本決定の理解

1-4-1. 二重の減価の否定

最決平成 27 年で鑑定が採用した WACC は、評価対象会社の規模が小さいことによる減価のためにサイズ・プレミアムを加算しており、これに加えて非流動ディスカウントを行うと二重にディスカウントした結果になるから、これを禁じるにとどまると解すべきとの見解が現れた²⁷。即ち、鑑定に用いた Ibbotson Associates の提供するサイズ・プレミアムには流動性リスクが既に含まれているため、これに鑑定人が所属する法人の実務を参考に非流動性ディスカウントを行っ

²³ ブルータス・前掲注 12) 250-251 頁。

²⁴ 安達和人「ビジネスバリュエーション」(中央経済社・2011) 286 頁、330-331 頁。

²⁵ 星 (2016)・前掲注 12) 108 頁、久保田安彦＝湯原心一「譲渡制限株式の売買価格—事前の観点を重視して—」[下] 商事 2191 号 (2019) 18 頁、松中学「本件判批」リマークス 69 号 (2024) 81 頁など。江頭憲治郎『株式会社法〔第 9 版〕』(有斐閣・2024) 19 頁は、「取引相場のない株式等は、簡単に譲渡できない分だけ上場会社の株式に比して経済的価値が低く、したがって、割引率として後者株式に関係する数値を用いた場合には、算出された金額をいくらか減価することにより調整すべきである」とし、田中亘『会社法〔第 4 版〕』(東京大学出版会・2023) 696-697 頁は、買取価格決定についても「裁判所が非流動性ディスカウントを否定することは、株式買取請求をした少数派株式を多数派株式よりも高く評価することとなり、少数は株主を不当に利得させる（その結果、不必要な株式買取請求を助長する）ことになりかねない」とする。また、江頭憲治郎「中小企業 M&A が会社法理論に示唆するもの」商事 2364 号 (2024) 6-7 頁は、相談があった中で制約に至るのは 45% にすぎないとする中小企業の M&A のデータに照らして、原則少数株主から支配株主への移転に際して非流動性ディスカウントを適用してよいとするが、M&A で売却が見込める場合は適用すべきでないとする。

²⁶ 久保田＝湯原 (下)・前掲注 25) 19 頁。

²⁷ 星 (2016)・前掲注 12) 108 頁、田中 (2023)・前掲注 25) 696-697 頁、藤田・前掲注 1) 109-111 頁。

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

たことは、流動性リスクを二重に反映していることになるから、こうした場合に限って非流動性ディスカウントの適用は否定されとの主張である²⁸。

最決平成 27 年が、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は含まれていないとして非流動性ディスカウントの適用を否定したのに対して、本決定が、非流動性ディスカウントの適否の基準を「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」であるか否かとした上で、「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」として適用を肯定したことは、最高裁が学説からの指摘を受け止めたものと思われ、最決平成 27 年を実質的に修正するものと理解する立場もある²⁹。

1-4-2. 買取価格決定と売買価格決定の違い

最決平成 27 年の射程については、当該決定が買取請求権の趣旨を「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」とした上で、非流動性ディスカウントの適用を否定したことに照らして、売買価格決定には及ばないとは最決平成 27 年の公表直後から指摘されており³⁰、東京高決平成 29 年 1 月 26 日公判判例集未登載も同じ論理をとる。

本決定は直接には、「所論引用の判例（最決平成 27 年）は、事案を異にし、本件に適切でない」と述べるにとどまるが、「譲渡制限株式の売買価格の決定をする場合」と「当該譲渡制限株式が任意に譲渡される場合」の同質性も指摘していることから、株主の任意の譲渡意思を伴うか否か、即ち買取価格決定は必ずしも株主が譲渡意思を持たない場合であるのに対して、売買価格決定は株主が譲渡の意思を持っている場合との違いで区別しえるとの立場をとっていると指摘されている³¹。

ただし、買取価格決定における非流動性ディスカウントの適用の是非については、学説の意見は分かれている³²。私見としては、流動性がないことによる算定結果からの減価は、少数株主だ

28 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―道東セイコーフレッシュフーズ事件決定を踏まえて」田中亘ほか編『論究会社法―会社判例の理論と実務』（有斐閣・2020）266-267 頁。最決平成 27 年の DCF 法による評価では、株主資本コストの算定においてサイズ・プレミアムを 3.89% 加えて 10.43% としており、これを加えない場合（6.54%）に比べて株主資本コストは大きく上昇している。

29 伊藤雄司「本件判批」法教 516 号（2023）112 頁、松中・前掲注 25）79 頁。

30 弥永真生「判批」ジュリ 1483 号（2015）3 頁。

31 船津浩司「本件判批」ジュリ 1597 号（2024）81 頁。

32 買取価格決定における非流動性ディスカウントの適用に否定的な論考として、宍戸（1990）・前掲注 6）、藤田・前掲注 1）。肯定的な論考として、江頭憲治郎「裁判における株価の算定―日米比較をまじえて―」司法研修所論集 122 号（2012）67-68 頁は、買取価格決定でも非流動性ディスカウントを行わない理由はないとの立場をとる。株主に売却の意思があったかどうかを問題とする東京地決平成 20 年 3 月 14 日判事 2001 号 11 頁に対しては、「株主に売却するつもりがあろうとなかろうと、保有する株式自体、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、株主に売却する意図があるかないかは問題ではない」とし、株式を取得する支配株主が非流動性ディスカウントを適用した低い価格で取得できるならば、支配株主として売却すれば利益を得る帰結となってしまう

けではなく支配株主の株式にも当然及んでいるのだから、譲渡の意思の有無にかかわらず、買取価格決定において非流動性ディスカウントを一律に否定する理由はないと考えている。

1-5. 残された課題

本決定は、売買価格決定において、どのような場合に非流動性ディスカウントを適用することが「相当」であるかは判断しておらず、適用されるべき減額率も判断の対象としていない。これらは裁判所の裁量の範囲の要素と言ってよいだろうが、法律家の検討以前に、企業価値評価の専門家の間でも非流動性ディスカウントが適用されるべき場合やその方法については一致していないため（1-3-2 参照）、実証研究も含めた株式価値評価理論の進展が期待される³³。

2. 譲渡制限株式の売買価格決定において算定されるべき価値

法が合併等の組織再編における反対株主の買取請求に際しての「買取価格」を、「公正な価格」（785 条 1 項等）とした趣旨を最決平成 27 年は、「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企業価値を適切に分配するものである」と説示した。学説も、株主全体に帰属する企業価値に持分割合を乗じることによって算定される価値（プロ・ラタ価値説）を株主に保障することが、会社法の要請である株主平等の原則の趣旨にかない、「公正」といえるとする立場が有力である³⁴。

うとの立場に対しては「日本では、支配株主であってもマーケットは乏しい気もして、後者の理由が成り立つのか、よく分かりません」とする。また、江頭憲治郎「中小企業 M&A が会社法理論に示唆するもの」商事 2364 号（2024）6 頁でも、相談があった中で制約に至るのは 4・5% にすぎないとする中小企業の M&A のデータに照らして、少数株主から支配株主への移転に際して非流動性ディスカウントを適用してよいとする。田中・前掲注 25）696-697 頁も、裁判所が非流動性ディスカウントを否定することは、株式買取請求をした少数派株式を多数派株式よりも高く評価することとなり、少数は株主を不当に利得させる（その結果、不必要な株式買取請求を助長する）ことになりかねないとして、最決平成 27 年がこの意味で非流動性ディスカウントを否定する趣旨であれば適切ではないとする。

³³ なお、米国で非流動性ディスカウントの減額率の決定に際して考慮すべき要因を提示した判決として参照される *Mandelbaum v. Commissioner*, 1995 Tax Ct. Memo LEXIS 256, 36-37 (1995) は、考慮すべき非排他的な要素として、①対象会社の上場株式の価値に対する未公開株式の価値（それがなければ類似会社の公開株式に対する未公開株式の価値）、②対象会社の財務情報の分析、③対象会社の配当能力、配当実績、過去の配当額、④対象会社の特徴、沿革、業界地位、業績見通し、⑤経営者、⑥評価対象株式の支配権の程度、⑦株式譲渡の制限、⑧投資家が売却までに要する期間、⑨対象会社の償還方針（redemption policy）、⑩対象株式の公募を実現するための費用（弁護士費用、監査費用、引受手数料など）をあげたが、どの要素がどの程度影響したかは明らかにせず、最終的には評価結果に対して「30%」の減価率を適用して価格を決定している。

³⁴ 星（2020）・前掲注 7）254 頁、田中（2021）・前掲注 4）134 頁。最決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁も同旨。

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

これに対して最高裁における初めての売買価格決定事件である本決定は、法の趣旨を、「株式会社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」とした。これに従えば、売買価格決定において算定されるべき価値は、通常の株式取引における取引価格（交換価値）と理解するのが相当なように思われる。しかしながら、本決定が是認した原決定の鑑定は、プロ・ラタ価値説と交換価値説によって適否が分かれるマイノリティ・ディスカウント（支配株主にとっての価値と少数株主にとっての価値の差）を考慮していない点からは、結論はプロ・ラタ価値説に近いとも評価できるため、売買価格決定においては如何なる価値が算定されるべきかを検討する。

2-1. 学説と裁判例

2-1-1. 交換価値説

交換価値説は、譲渡制限株式の売買価格決定において算定されるべき価値は、譲渡制限株式が取引される場合における取引価格であるとする³⁵。株式譲渡制限制度における買取りの位置づけは、会社が株式の譲渡を承認しなかった場合に譲渡に代わる投下資本回収の手段を保護するためにあるとする³⁶。また、多くの裁判例が評価手法を決めるに際して当事者の属性に着目し、支配株主の場合は DCF 法や収益還元法を採用し、これに対して少数株主の場合は主に配当還元法が採用される傾向にあるが、これを裁判所が当事者の属性とその間の交渉力に着目して、それに応じた割合で評価方法を按分採用したものと分析する（仮定的交渉アプローチ）³⁷。この立場は、売買価格決定において、支配株主と少数株主の価値に差があり得ること、即ち、マイノリティ・ディスカウントが適用されるべき場合があることを肯定する。

配当還元法を原則とする立場も³⁸、売買価格決定における売り手が少数株主であることが多い実態に鑑みれば、交換価値説に包摂できよう。少数株主にとっての価値を評価する配当還元法をとった大阪地決平成 25 年 1 月 31 日判時 2185 号 142 頁は、「少数株主の企業価値に対する支配は基本的に配当という形でしか及ぶことはないから、その株式価値の評価に当たり、配当に着目した配当還元法をある程度考慮することは不合理ではない。しかも、少数株主は将来配当をコントロールすることができないから、現状の配当が不当に低く抑えられているとしても、その限度における配当を期待するほかない」として、支配権の有無に起因する経済的価値の差を肯定する。

³⁵ 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」民商法雑誌 159 巻 6 号（2024）771 頁。竹中正明＝前田幾男＝関俊彦『非公開株式の評価と税務〔新訂版〕』（商事法務・1987）263 頁〔関俊彦〕、岸田雅雄「会社法および税法における株式の評価」神戸法学年報 3 号（1987）21 頁、藤田・前掲注 1）104-105 頁も交換価値説に立つ。

³⁶ 仲・前掲注 35）787 頁。

³⁷ 仲・前掲注 35）771-774 頁。

³⁸ 江頭（2011）・前掲注 5）163-168 頁。

2-1-2. プロ・ラタ価値説

プロ・ラタ価値説は、株主全体に帰属する企業価値に持分割合を乗じることによって算定される価値（プロ・ラタ価値）を株主に保証すべきとし、売買価格決定と買取価格決定の算定方法に差異を設けるべきではないとする³⁹。この立場は、株主が自らの意思で株式を売却しようとすることはプロ・ラタ価値を下回る価値しか与えなくてもよい理由にならず、支配株主が買取人になる場合が多いところ、交換価値説に基づいてプロ・ラタ価値より低い評価で取得できるとすれば利得を得るため、支配株主に対して抑圧的な経営をするインセンティブを生じさせるという問題があるとして、交換価値説を批判する⁴⁰。

京都地決令和 5 年 4 月 25 日判例秘書 L07850903 は、「時価純資産法を用いた上でマイノリティ・ディスカウントをすると、株主全体に帰属する企業価値に持分割合を乗じることによって算定される価値を評価したことにならず、支配株主が少数株主の持ち分に相当する価値をも獲得できることになる」（下線は筆者）として、マイノリティ・ディスカウントの適用を否定したが⁴¹、売買価格決定においてプロ・ラタ価値説に立つべきことを明確に述べた唯一の裁判例と思われる。ただし、プロ・ラタ価値説の論者は、採用された算定方法から配当還元法が単独で採用された裁判例が平成元年以降は認められず、複数の評価表法を併用した評価をとる裁判例が多いことを捉えて、裁判所はプロ・ラタ価値説と交換価値説のいずれをとっているともいえず、当事者双方が納得しやすい折衷的な価格に収めようとした結果だとする⁴²。

³⁹ 久保田安彦＝湯原心一「譲渡制限株式の売買価格—事前の観点を重視して—〔上〕」2190 号（2019）4 頁では、会社法の理念に反する事態が生じるおそれがあれば通常の株式取引における取引価格（交換価値）をもって譲渡制限株式の売買価格とすることで足りるとするものの、久保田＝湯原（下）・前掲注 25）15-17 頁をみると、価値の差を認めること自体が、支配株主に少数株主を抑圧して持分を売却するインセンティブを与えるとし、これ自体が「会社法の理念に反する事態が生じるおそれ」に当たると考えているようである。これに対して、穴戸善一「非公開株式の評価再再論〔下〕」商事 2371 号（2024）77 頁は、上場会社と同程度の価値の差は認めるとするが、本稿では前者を原則的なプロ・ラタ価値説として論を進める。

⁴⁰ 田中・前掲注 4）135-136 頁。穴戸（1990）・前掲注 6）423 頁、久保田＝湯原（下）・前掲注 25）15-17 頁、伊藤・前掲注 29）112 頁、尾形祥「判批」ジュリ 1587 号（2023）2 頁は、プロ・ラタ価値説を支持する。

⁴¹ 抗告審では、裁判所からプロ・ラタ価値説に対して否定的な見解が示され、売買価格については配当還元法に時価純資産法を加味して幅を持った心証が開示され、これを受けて当事者間で裁判所を介して折衝した結果、1 株当たりの売買価格を 1100 円とする裁判上の和解が成立したとのこと。これは、仮に、実際配当還元法に基づく価格を指定買取人が主張した 1 株当たり 39 円とし、時価純資産法に基づく価格を上記のとおり 1 株当たり 5309 円とした場合、配当還元法 8 割、時価純資産法 2 割で加重平均とした価格と一致すると指摘されている。古家野彰平「売買価格決定申立てにおける譲渡制限株式の売買価格の評価はどうあるべきか（覚書）」古家野法律事務所ウェブサイト <https://koyano-lpc.jp/blog/s_koyano/20240510/>（最終閲覧日 2024 年 10 月 30 日）。

⁴² 穴戸（2024 上）・前掲注 1）12 頁。これに対して藤田・前掲注 1）104 頁、仲・前掲注 35）773 頁は、折衷的な評価方法が採用されるのは、交換価値説を前提として、裁判所が当事者の属性に着目して、両当事者の属性に応じた評価手法を交渉力に応じた割合で採用しているためだとする（仮定的交渉

〔判例研究〕 最三決令和 5 年 5 月 24 日集民 270 号 113 頁

2-2. 本決定と学説の関係

本決定が売買価格決定の趣旨を、「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」と説示した上で、非流動性ディスカウントを認める理由として「当該譲渡制限株式が任意に譲渡される場合と同様に」と述べたことから、最高裁は交換価値説を支持しているように読めるし、これはプロ・ラタ価値説の論者も認めるところである⁴³。

他方、本決定が肯定した原決定鑑定の評価方法をみると、支配権プレミアムを含んでいるはずの DCF 法によって評価された株式価値に対してマイノリティ・ディスカウントを行っていないから、本決定をプロ・ラタ価値が認められた判決と位置づける論者もある⁴⁴。もっとも、原決定の鑑定人がプロ・ラタ価値説を意識した可能性はあったとしても、マイノリティ・ディスカウント適用の是非は原決定で争点となっておらず、本決定が採用した算定方法がマイノリティ・ディスカウント適用の是非について判断を示したものとは言えないであろう⁴⁵。

2-3. 交換価値説とプロ・ラタ価値説の間の議論

2-3-1. 支配株主と少数株主の間の経済的公正の観点

プロ・ラタ価値説の論者は、支配株主と少数株主の 1 株当たりの経済的利益が等しくなることが規範的な要請であり、支配株主が享受する価値で少数株主が売却できることによって、これが実現されるべきとする⁴⁶。これに対して交換価値説の論者は、譲渡制限会社における指定買取人への買取請求は、株主の投下資本回収の代替手段として位置づけられるものであって、支配株主と少数株主の経済的な対立の調整を目的とするものではないとする⁴⁷。こうした交換価値説の主張に対してプロ・ラタ価値説の論者は、利益相反が存在する場合に裁判所の介入が要請されるのは法の原則で、売買価格決定が非訟事件とされているのは事案毎の事情を勘案した上で衡平な決定を行うことを可能とする趣旨だから、少数株主保護機能を否定することには賛成できないとする⁴⁸。

2-3-2. 支配株主のインセンティブの観点

プロ・ラタ価値説の論者は、支配株主が買取人になる場合が多いところ、交換価値説に基づいてプロ・ラタ価値より低い評価で取得できるとすれば利得を得るため、支配株主に対して抑圧的

アプローチ)。

⁴³ 伊藤・前掲注 29) 112 頁、久保田安彦「譲渡制限株式の売買価格—裁判例の分析・評価を中心に—」〔下〕商事 2358 号 (2024) 65 頁。

⁴⁴ 宍戸 (2024 上)・前掲注 1) 12 頁。

⁴⁵ 満井・前掲注 1) 198 頁も同旨。

⁴⁶ 宍戸 (1990)・前掲注 6) 421 頁。

⁴⁷ 仲・前掲注 35) 777 頁。

⁴⁸ 宍戸 (2024 下)・前掲注 39) 79-80 頁。

な経営をするインセンティブを生じさせるとして交換価値説を批判する⁴⁹。これに対して交換価値説の論者は、支配株主は定義に照らして既に経営権を取得して私的に利益を得ている立場にあるのだから、少数株主の追加取得は大きな意味はないのに対して、代金を支払う必要があるとともに個人であれば相続税の課税対象となるから（財産評価基本通達に従えば、基本的には支配株主の持ち分の評価は少数株主のそれより高くなる）、少数株主の抑圧を生じさせるという想定は現実的ではないとする⁵⁰。

2-3-3. 少数株主その他のインセンティブの観点

交換価値説の論者は、プロ・ラタ価値説に対して、通常取引価格（交換価値）より高く売却できるのであれば、関係者に新たなインセンティブを生じさせるとする。即ち、少数株主にとって、交換価値より高いプロ・ラタ価値で売却するために、譲渡請求を承認せずには売買価格決定に持ち込むインセンティブと、支配株主にとっては交換価値より高い価格で取得しなければならないため閉鎖性を維持したくとも承認せざるを得ない場合を生じさせ、また少数株式を交換価値で買い集めて支配株主にプロ・ラタ価値で引き取らせようとする者が現れる可能性などがあるとし、こうしたコストはプロ・ラタ価値説をとらなければ発生しないものであるから、プロ・ラタ価値説の影響が望ましいとは言えないとする⁵¹。

これに対してプロ・ラタ価値説の論者は、閉鎖会社の株主が閉鎖性を維持したければ、上場会社の MBO の場合と同様に、公正な対価（プロ・ラタ価値）を支払うべきと反論する⁵²。

2-4. 私見

会社法は、配当を受ける権利、残余財産の分配を受ける権利である自益権について持ち株数に応じた平等を原則としており⁵³、売買価値説が肯定する支配株主と少数株主にとっての株式の価値の違いはこれに反しているから是正されるべきとするが、現実の非公開会社は必ずしも有限責任となっておらず、支配株主は少数株主にはない責任を負っている場合も多い。例えば、我が国の譲渡制限会社の支配株主は経営者として、取引先や従業員への事実上の責任に加えて、多くの場合に会社の負債に連帯保証を差し入れており、会社が破産した場合には多くの経営者が同時に個人破産するなど、持ち分に比例しない責任も負っている⁵⁴。売買価値説がとる「取引価格」には、

⁴⁹ 田中（2021）・前掲注 4）135-136 頁、久保田＝湯原（下）・前掲注 25）16 頁。

⁵⁰ 仲・前掲注 35）778-779 頁。支配株主が少数株主を抑圧して売却するように仕向ける場面として、株式の分散の回避のために集約したい、単純に排除したいという事情が考えられるが、これは交換価値説をとることから得る支配株主の利得とは関係ないとする。

⁵¹ 仲・前掲注 35）790-799 頁。

⁵² 穴戸（2024 下）・前掲注 39）75-76 頁。

⁵³ 弥永真生『リーガルマインド会社法〔第 15 版〕』（有斐閣・2021）28-29 頁。

⁵⁴ 金融機関の新規融資の 6-7 割に経営者保証が付されており、2020 年度は企業が破産した場合にはその社長の 68.2%が破産開始決定を受け、その大半会社と同時に社長個人が破産開始決定を受けてい

〔判例研究〕 最三決令和5年5月24日集民270号113頁

経営者としての支配株主の責任（債務）とその対価としての経済的利益も織り込みえるところ、プロ・ラタ価値説はこうした要素を評価に織り込むことを否定するから、債務を免れながらも支配株主と同等の経済的利益を得るという不均衡も観念し得る。

また、我が国の譲渡制限会社やこれを取り巻く制度には、少数株主の有する株式の価値が支配株主のそれに比べて低いことを前提としているものもある。例えば、相続時の財産評価を定める財産評価基本通達では、少数株主（非同族株主）が有する取引相場のない株式の評価は特例的な評価方式として配当還元法によることができるとされている（財産評価基本通達178ただし書、188、189）⁵⁵。ここでプロ・ラタ価値説をとると、少数株主は譲渡候補先を整えて譲渡承認を請求して売買価格決定へ持ち込むことで、任意の時期に配当還元法に基づく価値より高い評価で売却する機会を設けることができることになってしまう⁵⁶。そうであれば、少数株主だけに相続時に特例的な財産評価方法を認めることは不平等だから、少数株主の持ち分についても同族株主と同じ原則的な評価方法によるべきとなるであろう。しかし、実際には配当しか得られない相続人が原則的な評価方法に基づく相続税を支払うことは大きな負担となるから、継続保有の意思の有無にかかわらず、相続時の負担を避けるために譲渡制限株式の売却を余儀なくされることが考えられる。支配株主や発行体も、閉鎖性を維持するのであれば、これをプロ・ラタ価値で取得せざるをえない。プロ・ラタ価値説は、存在するかもしれない支配株主による抑圧と不均衡を是正しようとする意図の下に、現状を維持したい少数株主の意思を挫き、支配株主らへも経済的負担を課すという帰結に繋がるおそれがあるといえるのではないか。

ところで、プロ・ラタ価値説論者の近時の見解として、「非公開株式の評価の局面で、裁判所は、閉鎖会社における支配権プレミアムを上場会社の支配権プレミアムと同等のレベルまで調整すべきであるということであり、支配株主に帰属する利益と少数株主に帰属する利益を同じくすべきである（平等分配）ということではない」とするものが現れた⁵⁷。これはコントロール・プレミアムの原資のうち、合理的な役員報酬、シナジー効果、企業価値向上期待から構成される「起業家の取り分」については支配株主のものと認め（少数株主の価値には反映させない）、非公開会社にあつて上場会社にない要素、即ち、留保利益や隠れた留保利益（過大計上された費用や過大な減価償却費）、隠れた利益配当（過大報酬や利益相反取引による会社資産の流用等）から

る。東京商工リサーチ「破産会社の7割で、社長個人も破産へ」（2021年8月16日）<https://www.tsr-net.co.jp/data/detail/1190849_1527.html>（最終閲覧日2024年10月30日）。

⁵⁵ 少数株主である非同族株主の株式評価方法に特例を認めるのは「事業経営への影響の少ない同族株主の一部及び従業員株主などのような少数株主は、単に配当を期待するにとどまるという実質」も考慮したためとされる。北村厚編『財産評価基本通達逐条解説』（大蔵財務協会・2018）691頁。

⁵⁶ 譲渡制限株式の買取りを行う業者はいるし（浜辺陽一郎「譲渡制限株式の売買価格のための考慮すべき『一切の事情』とは～最決令和5年5月24日の事例を素材として～」WLJ判例コラム300号（2023）6頁）、そうでなくとも株主となることを発行体が躊躇うような第三者を買い手として用意すれば、売買価格決定に持ち込むことは難しくないであろう。

⁵⁷ 宍戸（2024下）・前掲注39）77頁。

構成される「隠れたキャッシュフロー」については、少数株主への分配を要求するというものである⁵⁸。有力な主張として、支配株主が所有する株式と少数株主のそれに価格差がある理由が、役員報酬等への期待や会社の経営改善の期待による価格差であれば裁判所は認めるべきではないし、譲受人側で生じる株式取得によるシナジー効果への期待による価格差など合理的と判断できる場合に限って認めるべきとする立場があるが⁵⁹、価格差の要因によっては是非を判断するという点で、これと近いものと思われる。株式価値に影響を与えるような支配株主の専横を伺わせる事実が認定された場合に、裁判所の裁量の下で、必要な範囲の是正機能を売買価格決定が果たすことを求める趣旨であれば、賛成できる。

以上より、理念的には売買価格決定において算定すべき評価は、交換価値説に立って考えるべきである。具体的な算定方法としては、事案に応じた裁判所の広範な裁量を認めた柔軟な評価とし、「隠れたキャッシュフロー」やこれに類する認めるべきではない価値が支配株主の価値に含まれている場合、即ち、株式価値評価の基礎とするキャッシュフローが支配株主の専横などで不当に少なくなっている場合には、裁判所の裁量でこれを調整することで、株式価値の一部を少数株主へ分配することが妥当であろうと考える。

以上

⁵⁸ 矢戸（2024 下）・前掲注 39）76 頁

⁵⁹ 江頭（2011）・前掲注 5）166-168 頁。