ANDERSON MŌRI & TOMOTSUNE

Dispute Resolution Group Newsletter

アンダーソン・毛利・友常法律事務所
紛争解決グループ

判例紹介

「非上場会社の株式の買取価格決定における収益還元法と非流動性ディスカウント」
最高裁判所第一小法廷平成 27 年３月 27 日決定
（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）

要旨

- 最高裁判所は、平成 27 年３月 27 日、株式買取価格決定申立てに関する許可抗告事件において、裁判所が収益還元法を用いて非上場会社の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ができないとの判断を示した。
- 非上場会社の株式の買取価格については、様々な評価方法があり、実務的には、そのうちの１つ又は複数の組み合わせにより価格が決定されているが、収益還元法の下では株式の非流動性を減価要素として考慮することができないことを裁判所が示したことは、裁判所外で行われる収益還元法による株式の買取価格の決定にも影響を与える。
- また、上記決定と同様に、特定の株式価格評価方法の下で考慮することができない要素が他にはないかという問題が、今後クローズアップされる可能性がある。

事案概要

本件は、非上場会社である株式会社Ａ（Ａ社）を吸収合併消滅株式会社とする吸収合併に反対したＡ社の株主が、会社法 785 条１項に基づき、Ａ社に対し、自己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、会社法 786 条２項に基づき、裁判所に対して価格の決定の申立てをした事案である。

判旨

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。

コメント

日本の会社法上、株式会社間の吸収合併がなされる場合、その合併に反対する消滅会社の株主は、消滅会社に対し、自己の有する株式を「公正な価格」で買い取ることを請求できる（785 条１項）。これは、合併により会社の基礎に変更が生じるため、株主に投下資本の回収の機会を与えるもので、株式が市場性を持たない場合には特に重要な意味を持つ。

反対株主は、合併を決議する株主総会・種類株主総会において議決権を行使できる場合には、合併に反対する旨を予め会社に通知するとともに、総会において反対の議決権行使をしなければならない（785 条２項）。株式買取請求は、合併の効力発生日の 20 日前から前日までの間に行う必要があり（785 条５項）、それにより、会社には請求に係る株式を「公正な価格」で買い取る義務が生じる。

具体的な買取価格については、請求をした株主と会社の間の協議で決められるが、合併の効力発生日から 30 日以内に協議が整わないときは、株主又は会社は、その期間満了日後 30 日以内に、裁判所に対し、価格の決定の申立てをすることができる（786 条２項）。この申立事件は非訟事件となり、会社の本店所在地を管轄する地方裁判所が管轄する（868 条１項）。

裁判所は、このような価格決定の申立てを受けた場合、請求に係る株式の「公正な価格」（785 条１項）を決定するが、これは、必ずしも「会社が合併をしなければ当該株式が有したであ

ろう価格」とは限らず、「合併によるシナジーを反映した価格」である必要があるとされる。

対象株式が市場性のある株式である場合、合併に先行して公開買付けが行われているときは、その公開買付価格がシナジーを織り込んだ「公正な価格」と推定される。公開買付けが先行していないときは、当該合併が企業価値や株主価値を毀損しなかったと認められるのであれば、買取請求日における市場価格が「公正な価格」と考えられる（毀損したと認められるのであれば、「会社が合併をしなければ買取請求日にみられたであろう市場価格」が「公正な価格」と考えられる。）。決定に難を伴う場合はあるも、対象株式に市場性があれば、その市場価格が決定の基礎となる。

しかし、対象株式に市場性がない場合、価格決定の基礎となる市場価格がない。そのため、このような株式が買取請求の対象となった場合、裁判所は、様々な評価方法を利用して買取価格を決定している。そこで用いられる評価方法としては、収益還元法、配当還元法、類似会社比準法、DCF 法などが挙げられ、これらのいずれかが単独で利用されることもあるが、複数の評価方法により算出された価格を加重平均した数値を採用する例もあり、価格決定の方法については、未だ流動的である。また、前述の「合併によるシナジー」をどのように価格に反映するかという問題も、対象株式に市場性がない場合には解決がいっそう困難である。

本件で問題となった評価方法は、収益還元法（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方法）である。原審（札幌高等裁判所）は、A社株式の評価において収益還元法を用いつつも、「A社の株式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から、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はできない」として、株式に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）を行うことができると判断した。

しかし、本決定は、上記原審の判断を覆し、判旨のとおり判断した。その理由は、「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」から、というものである。

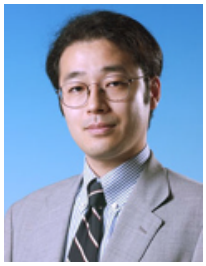
収益還元法は会社が将来生み出すと期待される純利益を基礎に株式価値を算定するもので、株式に市場性があることを前提とする評価方法ではないことからすると、株式の市場性の欠如を理由に減価することはできないという本決定は、その点に焦点を当てれば合理性は認められよう。しかし、実務的には、複数の評価方法により算出された価格を加重平均した数値を採用する例もあり、例えば収益還元法と類似会社比準法を組み合わせた場合、後者には非流動性ディスカウントをする余地があるとすれば、結果的に収益還元法と非流動性ディスカウントが同じ株式の価格評価において混在して用いられることも考えられ、株式価格決定方法の理論的な整理には未だ難が残っている。

本決定は裁判所が「公正な価格」を決定する際の方法について判断を示したが、「公正な価格」が買取価格になるべきことは、会社と株主の協議により買取価格が決定される場合も同じであるから、本決定の判断は、裁判所外で行われる収益還元法による価格評価にも影響する。

また、本決定が、収益還元法の下で株式の非流動性を減価要素として考慮することができないことを示したように、特定の評価方法の下では考慮することができない他の要素がないかという問題が今後クローズアップされる可能性がある。

＊　　＊　　＊

報告者



日下部 真治
Shinji Kusakabe
shinji.kusakabe@amt-law.com
Tel: 03-6888-1062
Fax: 03-6888-3062
http://www.amt-law.com/professional/profile/SJK

ANDERSON MŌRI & TOMOTSUNE

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒107-0051 東京都港区
元赤坂一丁目 2 番 7 号　赤坂 K タワー
Akasaka K-Tower, 2-7
Motoakasaka 1-chome
Minato-ku, Tokyo 107-0051 Japan
http://www.amt-law.com/

（ニュースレターの配信又は配信停止をご希望の場合は、下記アドレスにご連絡ください。）
DRG-newsletter@amt-law.com

本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。
This newsletter is published as a general service to clients and friends and does not constitute legal advice.

過去に発行されたニュースレターは、当事務所のウェブサイトに掲載されております。
http://www.amt-law.com/bulletins3.html

Previous issues of our newsletters are available on the website of Anderson Mori & Tomotsune.
http://www.amt-law.com/en/bulletins4.html