

判例研究

譲渡制限株式の売買価格について、DCF法○・

〔商法 五七四〕 三五、純資産法○・三五、配当還元法○・三の割合

で算定した事例

東京地裁平成二六年九月二六日決定
平成二四年(イ)第六三号株式会社売買価格決定申立事件
第六八号株式会社売買価格決定申立事件 確定
金融・商事判例一四六三号四四頁

〔判示事項〕

一 企業規模が小さく、事業リスクがある場合には、非上場株式の評価において、一定の収益や配当が永続することとを前提とする収益方式のみによることは相当ではない。

二 売主の立場からの相当な評価方式と買主の立場からの相当な評価方式を一对一で反映させ、DCF法○・三五、純資産法○・三五、配当還元法○・三の割合で加重平均して求めた価格により、非上場株式の価格とするのが相当である。

〔参照条文〕

会社法一四四条二項

〔事実〕

Aは、明治三二年九月二四日に設立された旅客運送業、貸船営業等を目的とする株式会社である。本件当時、Aの定款には、発行するすべての株式の譲渡による取得について、取締役会の承認を要する旨が定められていた。

申立人X₁は、Aの発行する普通株式一五万株の株式を有する株主であった。そして、申立人X₂は、昭和六一年三月

一三日に設立された有価証券の売買等を目的とする株式会社であり、同じくAの発行する普通株式一五万株の株式を有する株主であった。これらを合計すると、Aの議決権のうち二四・四％を保有していたことになるが、Aの代表取締役であるBが三九・一％の議決権を保有し、親族であるC（Aの取締役）の保有株式と併せると五二・九％の議決権を保有していたことから、X₁及びX₂（以下、「X₁ら」という。）にAに対する支配権があったわけではない。

X₁らは、Aに対し、平成二四年一月二二日、それぞれが有するAの普通株式について、Dへの譲渡を承認すること、及びその承認が得られない場合にはA又はその指定買取人が上記株式を買い取ることを求めた。

Aは、X₁らに対し、平成二四年二月一日、Dへの譲渡を承認しない旨及び本件株式の全部を買い取る者としてYを指定する旨をそれぞれ通知した。Yは、平成二二年二月八日に設立され、産業用製品の市場拡大に貢献することを目的とする一般社団法人であった。

X₁らは、平成二四年二月二一日、裁判所に対し、本件株式の売買価格の決定を申し立て、Yは、同月二三日、裁判所に対し、本件株式の売買価格の決定を申し立てた。本件では、X₁らは、E監査法人が作成した「株式価値に関する

報告書」を、Yは、公認会計士Fが作成した「株式評価報告書」をそれぞれ提出するとともに、裁判所の選任した鑑定人であるGが鑑定書を提出している。

〔決定要旨〕

一株六九三円と決定。

一 買主の立場からの相当な評価方式

「Aは、明治三十一年に設立された企業であり、第五八期から第六二期までの事業年度において安定した水準の売上高があり、利益を上げていることが明らかであり、本件全資料によっても、Aの事業継続性について疑義が生じるような事実は認められず、Aが清算に至るといふ事態は想定されない。

したがって、本件株式の評価にあたっては、継続企業を評価する際に用いられる収益方式を第一次的に採るべきである。」

「企業規模や事業リスクのあるAの株価の算定方式として、一定の収益や配当が永続することを前提とする収益方式のみによることは相当ではない。

そこで、本件株式の評価にあたっては、収益方式とともに会社の静的価値に着目した評価方法である純資産方式も

考慮すべきである。もつとも、上記のとおり、Aの事業継続性について疑義が生じるような事実が認められないのであるから、継続企業を前提とする再調達時価方式を採用すべきである。」

「本件株式の買主であるYは、Aが買取人として指定した法人であるし、その経営陣かつ支配株主から資料の提供を受けて本件事件を遂行していると認められるのであるから、Aの支配株主と一体の立場に立つ買主であると評価すべきであり、その立場からする本件株式の評価方式は、支配株主の保有する株式についての評価方式を適用するのが相当である。」

(買主の立場から)「本件株式の価格は、継続企業としての価値を求める収益方式の一つであるDCF法と、企業の静的価値を求める純資産法を併用し、各方式によって算出された価格を〇・五対〇・五の割合で加重平均して求めた価格とするのが相当である。」

二 売主の立場からの相当な評価方式

「Xらは、Aの単なる一般株主ともいえず、支配株主と一般株主の中間的な立場に位置する株主と認められる。したがって、売主の立場からする本件株式の評価方式は、一般

株主が保有する株式の評価に適切な評価方法である配当還元法とともに、上記買主の立場からする本件株式の評価方法であるDCF法及び純資産法を併用すべきであり、各方式によって算出された価格を、配当還元法〇・六、DCF法〇・二、純資産法〇・二の割合で加重平均して求めた価格をもって本件株式の価格とするのが相当である。」

三 DCF法による評価

「本件鑑定の結果によれば、 $Rf \parallel 〇 \cdot 九八\%$ 、 $ERP \parallel 四 \cdot 八〇\%$ 、 $SRP \parallel 一 \cdot 七\%$ 、ベータ値 $\parallel 〇 \cdot 四〇五$ と認められる。

したがって、株主資本コストは、 $四 \cdot 六三四\%$ と認められる。」

「以上によれば、 $WACC$ は $二 \cdot 五七\%$ (小数点三位以下を四捨五入した。)と認められる($四 \cdot 六三四\% \times 四七 \cdot 一二\% + 一 \cdot 一五\% \times (一 \cdot 一三六 \cdot 八三\%) \times 五二 \cdot 八八\% \parallel 二 \cdot 五六七六\%$)」

「Aの株式は非上場株式であるところ、非上場株式は流動性を欠くことから、これを考慮した割引を行うべきである。

本件鑑定の結果によれば、流動性ディスカウント(原文ママ)は $三〇\%$ とするのが相当である。」

四 配当還元法による評価

「Aは平成一五年三月期から継続して一株当たり年七・五円の配当を実施していることが認められ、今後も同じ配当政策を採るとのことである。」

したがって、Aの将来の一株当たりの年間予想配当額は、七・五円と認められる。」

「資本還元率は、DCF法による割引率を算定する際に用いた株主資本コストを用いるのが相当である。」

五 売買価格

「以上のとおり、Aの一株当たりの株式価値は、DCF法によれば八四五円、純資産法によれば九九七円、配当還元法によれば一六二円と認められる。上記……で述べたとおり、本件では、売主の立場からの相当な評価方式と買主の立場からの評価方式を一对一で反映させ、DCF法〇・三五、純資産法〇・三五、配当還元法〇・三の割合で加重平均して求めた価格をもって本件株式の売買価格とするのが相当であるから、本件譲渡承認請求時におけるAの一株当たりの売買価格は六九三円と認めるのが相当である」

〔研究〕

理由づけ、結論ともに反対

一 本件は、会社法一四四条二項に規定する売買価格決定の申立てがなされたことにより、裁判所が売買価格の決定を行った事件である。同条三項では、「資産状態その他一切の事情」を考慮することとしているものの、「資産状態」は単なる例示に過ぎず、裁判所の裁量により様々な事情を考慮して売買価格を決定する必要があると解されている（小出一郎「第一四四条」江頭憲治郎ほか編『論点体系会社法』——総則、株式会社I』四七九頁（第一法規、平成二四年））。そのため、過去の裁判例でも、様々な手法により売買価格が算定されている。

最近の裁判例では、経営権の異動に準じて取り扱うことができる場合には、支配株主にとっての株式価値により評価を行い（東京高決平成二〇年四月四日金融・商事判例一二九五号四九頁、福岡高決平成二二年五月一日金融・商事判例一三二〇号二〇頁）、買主と売主の双方が少数株主であるときは、少数株主にとっての株式価値により評価を行い（大阪高決平成元年三月二八日判例時報一三二四号一四〇頁、大阪地決平成二七年七月一六日金融・商事判例一四七八号二六頁）、買主が支配株主であり、売主が少数株

主であるときは、支配株主にとつての株式価値と少数株主にとつての株式価値を一对一の折衷割合により評価を行う（広島地決平成二二年四月二二日金融・商事判例一三二〇号四九頁、札幌高決平成一七年四月二六日判例タイムズ二二一六号二七二頁）という傾向が見受けられる。

本件は、買主を支配株主と同視するとともに、売主を「支配株主と一般株主の中間的な立場に位置する株主」としていることから、支配株主にとつての株式価値の折衷割合を増加させている。すなわち、経営権の異動に準じて取り扱うことができる場合と少数株主から支配株主への譲渡に該当する場合の中間に位置づけられる裁判例であり、類例の裁判例として、大阪地決平成二五年一月三二日金融・商事判例一四一七号五一頁が挙げられる。

日本公認会計士協会が公表した『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』では、具体的な評価方法として、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・アプローチに分類されている（日本公認会計士協会『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』三九頁（日本公認会計士協会出版局、平成二五年））。本件では、買主にとつての株式価値をインカム・アプローチであるDCF法とネットアセット・アプローチである時価純資産法によ

り算定している。最近の裁判例では、支配株主にとつての株式価値についてはDCF法（又はその代替としての収益還元法）を採用しながらも、これによって得られる株式価値に違和感がある場合には、時価純資産法との併用を行うという傾向がみられることから（柴田和史「非上場株式の評価」浜田道代・岩原伸作編『会社法の争点』六一頁（有斐閣、平成二二年））、本件における裁判所の判断は、最近の裁判例と整合的であると言える。

さらに、少数株主にとつての株式価値を配当還元法により評価を行っている。この点についても、配当還元法は配当期待権しか有さない少数株主にとつての株式価値を示すものであるという最近の裁判例の傾向と整合的であるということが言える。

二 前述のように、本決定は、指定買取人を支配株主と一体の立場に立つ株主であるとしている。買取人として指定しただけでは判断し難いが、資料の提供まで受けていることからすれば、支配株主に協力的な株主であると考えられ、買主が支配株主と一体の立場に立っていると評価する本決定の判断は相当であると考えられる。

これに対し、X₁らの議決権比率が二四・四％であり、代

表取締役及びその親族が有する五二・九%を下回っていることから、売主であるXらが支配株主であるとは認められなかった。しかし、上場会社が投資を行う際には、持分法適用会社になるかどうかを意識するところ、二四・四%を有していれば持分法適用会社になることから(持分法に関する会計基準五二項)、売主が上場会社であれば、本件株式譲渡に伴って、連結財務諸表からAが離脱することになる。持分法が適用されている間は、当該持分法適用会社の損益のうち持分比率に対応する部分の金額が連結財務諸表に取り込まれることから、支配株主が取り込むべき一株当たりの損益と同じだけの損益を取り込むことができる。そして、会計上、持分法適用会社の損益のうち持分比率に対応する部分の金額が連結財務諸表に取り込まれるのは、財務及び事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができるためである。すなわち、非上場会社のように、連結財務諸表を作成していないような場合であっても、財務及び事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができることに変わりはない。したがって、売主が「支配株主と一般株主の中間的な立場に位置する株主」である場合には、配当還元法との折衷を行うべきではなく、支配株主にとっての株式価値と同じ評価を行うべきであると考え

られる。

一方、学説では、少数株主から支配株主への譲渡に該当する場合において、譲渡人にとっての株式価値と指定買取人にとっての株式価値のいずれか高い金額で評価すべきとする見解(関俊彦『株式評価論』二九八頁(商事法務研究会、昭和五八年))と、譲渡人が少数株主である場合には少数株主にとっての株式価値で評価すべきとする見解(江頭憲治郎「判批」江頭憲治郎ほか編『会社法判例百選』四五頁(有斐閣、第二版、平成二三年))が存在する。

この点につき、拙稿「譲渡制限株式の売買価格」(法学政治学論究一〇九号六一二頁(平成二八年))では、譲渡人が少数株主であり、指定買取人が支配株主である場合には、支配株主にとっての株式価値により評価すべきであると結論づけた。一般的に、少数株主にとっての株式価値が支配株主にとっての株式価値よりも低い評価額になる原因として、支配株主と異なり持分比率に応じたフリー・キャッシュ・フローのすべてを取得できない可能性や、支配株主に比べて情報を十分に入手できない可能性が挙げられる。しかし、これらは、支配株主が配当性向を低めに抑えたり、情報を十分に開示しなかったりすることが原因であることから、これらを理由として、支配株主が買い取る株式価値

を引き下げることを認めるべきではない。そして、少数株主にとっての株式価値が支配株主にとっての株式価値よりも低い評価額になる原因として、支配株主と発行会社の間で生じるシナジーも挙げられる。しかし、支配株主で生じるフリー・キャッシュ・フローの増加はともかくとして、発行会社において生じるフリー・キャッシュ・フローの増加は、少数株主も平等に分配されるべきものである。なぜなら、DCF法による評価額は、シナジーにより引き上げられた発行会社のフリー・キャッシュ・フローに基づいて算定されるが、当該フリー・キャッシュ・フローから生み出される配当や残余財産については、少数株主も平等に享受することができるからである。このように、譲渡人が少数株主であり、指定買取人が支配株主である場合には、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値に差異を設けるべきではないことから、支配株主にとっての株式価値により評価すべきであると考えられる。この立場によれば、売主が「支配株主と一般株主の中間的な立場に位置する株主」ではなく、少数株主であったとしても、支配株主にとっての株式価値により評価すべきであったと言える。

三 本件では、DCF法の算定において三〇%の非流動性ディスカウントを行っている。これに対し、配当還元法では、DCF法の算定で用いた資本還元率（四・六三四%）をそのまま用いているため、非流動性ディスカウントは考慮してはいない。

まず、DCF法の算定において非流動性ディスカウントを行うべきかどうかという点について検討する。本件では、支配株主にとっての株式価値の評価のために、DCF法の算定を行っている。取引目的の株式評価では、DCF法により支配株主にとっての株式価値を算定する場合において、非流動性ディスカウントを考慮しないことが一般的であるとする見解（KPMGFAS『図解でわかる企業価値評価のすべて』一四九―一五〇頁（日本実業出版社、平成二三年）、谷山邦彦『バリュエーションの理論と応用』三三七頁（中央経済社、平成二二年））と少数株主にとっての株式価値を算定する場合に比べてディスカウント率を低く設定しても構わないものの非流動性ディスカウントを考慮すべきであるという見解（安達和人『ビジネスバリュエーション』三三二頁（中央経済社、平成二三年））がある。すなわち、後者の見解を採用したとしても、本件では、支配株主にとっての株式価値を算定していることから、非流

動性デイスカウントを採用するにしても、三〇%というデイスカウント率は高すぎるのではないかという問題がある。

さらに、本件では、配当還元法の算定において非流動性デイスカウントが考慮されていない。本来、DCF法を採用する場合には、株式の流動性の欠如によるリスクプレミアムを割引率の計算に織り込む必要があるが、実務上は、簡便性を考慮して、当該リスクプレミアムを加味せずに計算した後、一定の非流動性デイスカウントを考慮する方法が用いられている（中村慎二「株式買取価格の評価における非流動性デイスカウントの考慮の可否」経営財務三二二〇号二三頁（平成二七年））。すなわち、DCF法を採用する場合において非流動性デイスカウントを考慮するのであれば、理論上は、株式の流動性の欠如によるリスクプレミアムを割引率の計算に織り込んだのと同じ結果になるため、配当還元法を採用する場合においても、株式の流動性の欠如によるリスクプレミアムを資本還元率の計算に織り込むべきである。そのため、本決定が採用した評価方法には整合性という観点から問題がある。

このように、本決定の判断には細かな点でも問題が見受けられるが、それ以前の問題として、非流動性デイスカウ

ントを考慮すべきだったのかという点が挙げられる。この点につき、かつて、私見では、支配株主にとっての株式価値により評価すべき場合には、非流動性デイスカウントを考慮すべきではないと結論づけた（佐藤前掲一八一―一九頁）。なぜなら、支配株主はフリー・キャッシュ・フローを支配していることから、譲渡をしなければ非流動性デイスカウントを考慮する前のフリー・キャッシュ・フローを享受することができるからである。そして、前述のように、譲渡人が少数株主である場合において、指定買取人が支配株主であるときは、少数株主が支配株主と異なり、持分比率に応じたフリー・キャッシュ・フローのすべてを取得できない可能性があることは売買価格を引き下げる理由にはならない。そのため、譲渡人が少数株主であり、指定買取人が支配株主であるときであっても、非流動性デイスカウントを考慮すべきではないと考えるべきである。この立場によれば、DCF法による評価額は三〇%ほど引き上げられることになる。

四 本件では、株主資本コストの算定において、一・七％のサイズ・リスクプレミアム（SRP）が考慮されている。しかし、サイズ・リスクプレミアムの根拠はそれほ

ど明確なものではなく、原則として、サイズ・リスクプレミアムを考慮すべきではないと考えられる（佐藤前掲二〇頁）。これに対し、本件では、申立人、相手方法人のいずれもサイズ・リスクプレミアムを考慮することについては争わず、数値のみを争っているため、サイズ・リスクプレミアムを考慮すべきかどうかは争点になっていない。しかし、従業員数も三八名で、事業モデルも客船を二地点間において定期的に運航することにより運送収入を得るというビジネスであることから、中途半端に複数の地点を運航するビジネスよりは安定した利益を期待することができると考えられる（佐藤信祐ほか『建設業のための組織再編』二〇一二頁（清文社、平成二四年））。そのため、申立人らは、サイズ・リスクプレミアムを考慮すべきでないと主張することもできたと考えられる。

五 本件では、支配株主にとつての株式価値を算定する際に、DCF法と時価純資産法を〇・五対〇・五の割合で折衷している。これは、Aの企業規模が小さく、事業リスクがあることが理由である。しかし、時価純資産法は、評価対象会社の継続割合が低いと考えられる場合に折衷割合が引き上げられるべきものとして説明されている（日本公認

会計士協会前掲八〇頁）。これに対し、本件では、事業継続性に疑義がないにもかかわらず、事業リスクがあることを理由として時価純資産法の折衷が行われており、時価純資産法の折衷割合が高すぎる疑いがある。そして、裁判所はDCF法による評価額を八四五円、時価純資産法による評価額を九九七円としており、時価純資産法の方が高い評価額となっている。

かつて、私見では、支配株主にとつての株式価値を算定する際には、DCF法を中心的な手法であるとしながらも、DCF法により算定された結果を検証するために、類似上場会社法との重複幅併用法や時価純資産法との比較を行うべきであると結論づけた（佐藤前掲二〇一二六頁）。DCF法が最も理論的な評価方法であると言われているのに対し（伊藤達哉「取引相場のない株式の評価方法選択のあり方」商事法務一八九二号四一頁（平成二二年））、前掲広島地決平成二二年四月二二日）、恣意性の排除が難しいという短所があることから（前掲日本公認会計士協会四〇頁、前掲谷山一七頁）、他の評価方法との併用により恣意性を防止すべきだからである。そして、本決定のように、事業リスクが高いと判断するのであれば、企業の将来性に対する不確実性が高くなるため、DCF法における割引率の算

定では、個別企業リスクプレミアムを考慮することを検討すべきである（池谷誠『論点詳解 係争事案における株式価値評価』一〇九一一五頁（中央経済社、平成二八年））。

なぜなら、リスクの高い投資を行っている場合には、リスクの低い投資に比べて、投資家は高いリターンを要求するからである。そのため、個別企業リスクプレミアムを考慮した場合には、割引率が引き上げられることから、DCF法による評価額は引き下げられる。しかし、個別企業リスクプレミアムの問題点として、客観的な手法により合理的な数値を求めることが困難であることが挙げられている（池谷前掲二一〇頁）。そのため、実務上、時価純資産法との折衷を行わざるを得ない場合があることは理解できる。

しかし、本決定では、DCF法よりも時価純資産法の方が高い評価額となっている。その結果、時価純資産法との折衷により、個別企業リスクプレミアムを考慮しないDCF法よりも高い評価額を売買価格として決定している。これに対し、個別企業リスクプレミアムを考慮したDCF法による評価額は、個別企業リスクプレミアムを考慮しないDCF法による評価額よりも低い金額になるはずである。すなわち、事業リスクが高いことを理由として、個別企業リスクプレミアムを考慮しないDCF法よりも高い評価額

にすることは、リスクの高い投資に対しては、高いリターンを要求するというDCF法における割引率の考え方と相反するものである。

このように、時価純資産法との折衷を行うにしても、企業規模が小さく、事業リスクがあることを理由とすべきではなかったと考えられる。

六 前述のように、本件では配当還元法を採用すべきではなかったと考えられる。もし、配当還元法を採用することが妥当であったとした場合、本件では、一株当たり年七・五円の配当実績をそのまま採用しているため、蛇足ではあるが、これが妥当であるかを検討する。

実際に、配当還元法を採用する場合には、内部留保を考慮するためにゴードン・モデル方式を採用すべきであるとする裁判例が公表されている（前掲大阪高決平成元年三月二八日、前掲広島地決平成二二年四月二二日）。さらに、『株式等鑑定評価マニュアル』では、ゴードン・モデル方式に基づく配当還元法は、少数株主にとつての株式価値を算定するための最も理論的な評価方法であるとする見解が記載されていた（日本公認会計協会「株式等鑑定評価マニュアル（その2）」JICPAジャーナル四六三号一〇

八頁（平成六年）。しかし、本件で対象になっているAは、収益性が衰退していることから、内部留保が配当の成長に繋がるといふゴードン・モデル方式の前提になじまない。さらに、Aの方針として、今後も、一株当たり年七・五円の配当政策を採用するものと本決定が認定していることから、実際配当還元法を採用することは、特段の問題はないと考えられる。

七 以上のとおり、本件は支配株主にとつての株式価値により評価すべきであるため、配当還元法との折衷を行った本決定の考え方には賛成できない。さらに、企業規模が小さく、事業リスクがあることを理由として時価純資産法との折衷を行いながら、逆に高い評価額となっているため、時価純資産法との折衷を行った本決定の考え方には賛成できない。

佐藤 信祐