慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格
Sub Title	Fair price in squeeze-out transactions in unlisted companies
Author	佐藤, 信祐(Sato, Shinsuke)
Publisher	慶應義塾大学大学院法学研究科内『法学政治学論究』刊行会
Publication year	2015
Jtitle	法學政治學論究 : 法律・ 政治・ 社会 (Hogaku seijigaku ronkyu : Journal of law and political studies). Vol.106, (2015. 9) ,p.133- 165
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	
Genre	Departmental Bulletin Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN10086101-20150915-0133

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格

佐藤信祐

一　はじめに
二　裁判例の傾向
㈠　反対株主の買取請求
1　公正な価格
2　裁判例で検討されている論点
㈡　取得価格決定の申立て
1　取得価格
2　裁判例で検討されている論点
⑴　増加価値分配価格を二〇％相当額とした裁判例
⑵　ＤＣＦ法により公正な価格を算定した裁判例
三　公正な価格についての一考察
㈠　客観的価値の算定
1　マイノリティ・ディスカウント
2　非流動性ディスカウント
3　評価方法の選定
㈡　少数株主の締出しによる株式価値の増加の可能性
㈢　公正な価格の算定方法
㈣　事前に株式を買い集めた場合の取扱い
㈤　買収後に少数株主を締め出した場合の取扱い
㈥　株式評価の公平性の確保
四　むすび

一　はじめに

平成二六年の通常国会において、会社法の一部を改正する法律が成立し、平成二七年五月に施行された。会社法の改正内容は多岐に渡るが、少数株主の締出しのための手法として全部取得条項付種類株式を利用した手法、株式併合を利用した手法がそれぞれ整備されるとともに、特別支配株主の株式等売渡請求（以下、「株式等売渡請求」という。）が導入されたという点は注目に値する。

会社法改正前から、このような少数株主の締出しは、少数株主を保護するために、手続きの公平性と価格の公正性を担保すべきであるとされており、経済産業省が平成一九年九月に公表した「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（ＭＢＯ）に関する指針」（以下、「ＭＢＯ指針」という。）でもその旨が指摘されている。

平成二六年の会社法改正は手続きの公平性をより明確にするものと考えられ、これまでの全部取得条項付種類株式を利用した手法だけでなく、株式併合又は株式等売渡請求を利用した手法により、少数株主の締出しが行われることが予想される。

これに対し、価格の公正性は、市場価格が存在する上場会社においてすら裁判で争われていることから、非上場会社では、その価格の算定が困難であることは容易に想像できる。そのため、本稿では、非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格について検討を行うものとする。

二　裁判例の傾向

本稿は、非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格について検討を行うことを目的としている。しかしながら、少数株主の締出しの事案は、上場会社では多数存在するものの、非上場会社ではほとんど存在しない。そのため、本稿では、上場会社の裁判例を検討したうえで、非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格について検討を行うこととする。

㈠　反対株主の買取請求

1　公正な価格

本稿では、全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立ての事件（以下、「取得価格決定申立ての事件」という。）を検討する前に、組織再編行為における反対株主の買取請求に対する株式買取価格決定申立ての事件（以下、「反対株主の買取請求の事件」という。）を検討することとする。後述するように、取得価格決定申立ての事件での「取得価格」について、反対株主の買取請求の事件における「公正な価格」と同様に解している裁判例が多く、その理由としては、現金交付型株式交換と取引実態が実質的に変わらないからである。(1)

株式買取請求権が行使された場合の対価として、平成一七年改正前商法では「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格（平成一七年改正前商法四〇八条の三第一項）」とされていたのに対し、平成一七年に制定された会社法では単に「公正な価格」と定められた（会社法七八五条一項、七九七条一項、八〇六条一項）。この点につき、当時の立案担当者は、「通常であれば、株式買取請求権の効力発生時における時価が基準となり、組織再編行為等により株価が下落

した場合には、組織再編行為等がなかったものと仮定した場合の価格となり、組織再編行為等によりシナジー効果が生じて株価が上昇した場合には、そのシナジーを織り込んだ価格となるものと解される[2]」と解説されている[3]。

このように、「公正な価格」は、組織再編行為により株価が下落した場合には、組織再編行為がなかったものと仮定した場合の価格となり、組織再編行為によりシナジー効果が生じて株価が上昇した場合には、そのシナジーを織り込んだ価格となる。本稿では、前者を「ナカリセバ価格」、後者を「シナジー価格」と表記することとする。

2　裁判例で検討されている論点

実際の上場会社の裁判例では、市場価格の存在する上場会社ならではの論点もあるが、非上場会社でも、「ナカリセバ価格」「シナジー価格」をどのように捉えているかという点については参考にすることができる。この点につき、三つの最高裁決定、すなわち、楽天対ＴＢＳ事件[4]、インテリジェンス事件[5]及びコーエーテクモ事件[6]では、「ナカリセバ価格」「シナジー価格」に対する第三者機関の株式評価は参考程度に利用されており、最終的には、市場価格を基礎に算定している。そして、その他の下級審でも同様の判断を行っている裁判例がほとんどである[7]。なぜならば、組織再編行為によりシナジーが認められるのであれば、組織再編計画を公表した直後には、当該シナジーを織り込んだうえで市場価格が形成されるからである。言い換えると、シナジーの経済的価値は組織再編行為を行った後の株価だけでなく、組織再編計画を公表してから効力発生日の直前までの株価にも反映されると考えられる。そのため、裁判所としても、組織再編行為によりマイナスのシナジーが発生するか否か、組織再編の対価の比率が公正ではないと認められる特段の事情が存在するか否かということのみを検討すれば足り、通常は、シナジー価格を別途算定する必要はないからである。

すなわち、「ナカリセバ価格」と「シナジー価格」を比較したとしても、企業価値又は株式価値が増加した場合には、「シナジー価格」が市場価格となり、「ナカリセバ価格」はシナジーの発生を確認するものでしかない。そのため、

裁判例のほとんどは、まず、企業価値又は株式価値が毀損しているか否かを判断し、毀損していると認められる場合に「ナカリセバ価格」を「公正な価格」としている。そして、毀損していないと認められる場合には、組織再編の対価の比率が公正ではないと認められる特段の事情が存在するか否かを判断し、そのような特段の事情が認められなければ、市場価格を「シナジー価格」としている。[8]

このように、例えば、吸収合併を行う場合において、吸収合併存続会社の株式を交付するときは、合併比率さえ正しければ、吸収合併存続会社の株式価値の上昇に伴い、吸収合併消滅会社の株式価値が上昇するということが期待できる。これに対し、金銭を交付するときは、組織再編計画の公表により吸収合併存続会社の株式価値が上昇したとしても、吸収合併消滅会社の株主に対して交付される金銭の時価は上昇しないことから、組織再編行為によるシナジーそのものの経済的価値を評価することが必要になる。[9] このような金銭を交付する組織再編行為は、税務上の問題があるため、ほとんど行われておらず、[10] 結果として、そのような場合における反対株主の買取請求の事件の裁判例は公表されていない。そのため、少数株主の締出しの裁判例は、後述する取得価格決定の申立ての事件のみが公表されているというのが実態である。

さらに、組織再編行為を行う前に公開買付けが行われている事件として、日興コーディアル事件[11]が挙げられる。本事件では、公開買付価格と株式交換における株式交換比率の算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が同じ価格であったことから、裁判所は、「株式買取価格決定の際の『公正な価格』は、原則として、当該公開買付価格及び当該基準価格を下回ることはないと解するのが相当である。」と判示した。これは、「組織再編行為前に、その前提として、株式の公開買付けが行われた場合には、その買付価格は、組織再編行為のシナジーを織り込んだ価格であると推認されるから、公開買付けの成功により、買付者が支配プレミアムを取得したため、株価が下落したとしても、『公正な価格』は、通常、その買付価格より下回ることはないものと解される。[12]」とした立案担当者の解説と整合性が

ある。さらに、本事件では、二段階買収における強圧性の問題についても指摘されており、後述する取得価格決定の申立てにおいても同様の論点が存在する。

たしかに、公開買付価格は、対象となる会社の企業価値又は株式価値に基づいて算定されることから、反証のない限り、公開買付けのプレミアムを含めて公正な価格を算定すべきである。これに対し、公開買付けと株式交換が一連のものであると認められない場合には異なる判断をすべき場合が考えられる。[13] とりわけ、非上場会社の少数株主の締出しでは、財産評価基本通達（昭和三九年直資五六直審（資）一七）に定められている「取引所の相場のない株式の評価」の算式により評価した価格で買い取るなど、時価とは異なる価格で買い集めがなされる可能性も十分に考えられる。さらに、買い集めるためのインセンティブとして、特定の株主からのみ時価よりも高い価格で買い取る場合も十分に考えられることから、買い集めた価格が同一の価格ではないこともあり得る。そのため、非上場会社の少数株主の締出しにおいて、少数株主の締出しを行う前の株式の買取価格を公正な価格とすることについては、慎重な判断が必要になると考えられる。

これに対し、パナソニック電工事件[14]では、公開買付価格が一一一〇円であったのに対し、「パナソニック電工の企業価値は、東日本大震災の発生により、少なからぬ影響を受け、そのために市場株価が低下したとみることができる」として、裁判所は、株式買取請求日の直前一か月間の出来高加重平均値である九六七円を公正な価格とした。また、三洋電機事件[15]でも、公開買付価格が一三八円であったのに対し、公開買付けから約八か月が経過していたことから、裁判所は、買取請求日前一か月間の終値の平均値である一一七円を公正な価格とした。公開買付けを行った後に、東日本大震災により企業価値が減少したのであれば、公開買付価格が公正な価格ではないという反証になるため、裁判所の判断に異論はない。

このように、事前に株式を買い集めたとしても、その後の株価の変動が合理的なものであれば、必ずしも買い集め

た価格に縛られることはないという意味で、非上場会社の少数株主の締出しにおいても参考にすることができる。その一方で、パナソニック電工事件及び三洋電機事件は、公開買付価格が公表された時点で株式交換が行われるかどうかが確定しておらず、株式交換比率が明らかでなかったことから、当該公開買付価格が、当該株式交換によって申立人に分配されるべき企業価値の増加分が未だ具体化していない時点のものであったということが前提となっている。すなわち、公開買付けと株式交換が一連の取引であるとは認められなかったことから、公開買付けの強圧性に配慮する必要がなかったという判断がなされたことも否定できない。

そして、パナソニック電工事件では、市場株価の下落の原因として、「市場全体の動向等の一般的な要因」を窺わせる事情がなく、「株式交換完全親会社となる申立人固有の要因」「パナソニック電工固有の要因」であったことから、「本件株式交換比率が公表された以降に形成されたパナソニック電工の日々の市場株価は、本件株式交換の具体的内容を織り込んで形成されたシナジー分配価格であったと認めるのが相当である。」としており、三洋電機事件も、決定文に記載されていないものの同様の事情が認められる。[16] このように、市場全体の動向ではなく、東日本大震災によって具体的に被害を受けたことによって株価が下落したことが、日興コーディアル事件との判断が分かれた理由のひとつでもあると考えられる。[17] 市場全体の動向は、個別の会社の企業価値又は株式価値を説明するものではないことから、このような裁判所の判断は当然のことといえる。

(二) 取得価格決定の申立て

1 取得価格

取得価格決定の申立てについて最初に争われたレックス・ホールディングス事件の抗告審決定[18]では、本規定の制度趣旨を「その対価に不服のある株主に、裁判所に対して自らが保有する株式の取得価格の決定を求める申立権を認め、

強制的に株式を剝奪されることになる株主の保護を図ること」とした。そして、価格決定の具体的な方法については、「取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」により算定するものとした。これに対し、上場株式は、将来の業績見通し・収益力が反映された投資家の期待により形成されることから、ダブルカウントになるのではないかという懸念がある。この点については、特別抗告・許可抗告審決定[19]における田原裁判官の補足意見において、「強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」は「ＭＢＯの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分」の価額（以下、「増加価値分配価格」という。）と同義であると指摘されている。そして、その後の裁判例でも、当該補足意見に近い解釈が採用されていることから、このような整理の仕方には特段の争いがないと考えられ、非上場株式に対しても同様の整理を行うべきであると考えられる。

このように、反対株主の買取請求の事件と同様に、取得価格決定の申立てでも、ＭＢＯの実施により上昇した株式価値に基づいて「取得価格」を算定している。しかし、ＭＢＯ指針で指摘されているように、「相乗効果（いわゆるシナジー）は発生しない」ことを前提としていることから、シナジー部分を「増加価値分配価格」と表現しているという点が異なる。さらに、前述の株式交付型組織再編と異なり、少数株主が金銭により強制的に排除されることを前提としていることから、対象会社が上場会社であったとしても、増加価値分配価格を捕捉する必要があるという特徴がある。

なお、ＭＢＯ指針では、ＭＢＯに際して実現される価値を、①ＭＢＯを行わなければ実現できない価値と、②ＭＢＯを行わなくても実現可能な価値の二つに整理している。そして、後者については、締め出される少数株主が受け取るべきものであるとしたのに対し、前者については、締め出す支配株主が受け取るべき部分と締め出される少数株主が受け取るべき部分の双方が含まれるものと整理している[20]。これに対し、前述のレックス・ホールディングス事件で

は、前者のすべてが少数株主に分配されるかのようにも受け取られかねない表現がなされており、やや適切ではない。そして、少数株主に分配する方法については、「裁判所には、ＭＢＯによる企業価値増加分を客観的に算定することに専念させ、分配の方法については、ある程度の割り切りが必要ではないであろうか。分配の方法として、学説では、組織再編の当事者の企業価値に応じて比例配分する見解、買収者と買収者以外の株主との間で一対一の割合で配分する見解が挙げられている。もちろん、企業価値に応じた比例配分、一対一による配分はデフォルトルールと解するべきであり、合理的な理由が主張立証された場合には、乖離が認められるべきである。[21]」という意見もあり、分配の方法についての統一見解が存在しないという実態もある。

このように、「ＭＢＯの実施によって増大が期待される価値」をどのように算定するのかという点についても問題になるが、「ＭＢＯの実施によって増大が期待される価値」をどのように締め出される少数株主に分配するのかという点についても問題となる。

2　裁判例で検討されている論点

(1)　増加価値分配価格を二〇％相当額とした裁判例

前述のように、レックス・ホールディングス事件では、「公正な価格」が「客観的価値」と「増加価値分配価格」の二つに分けられており、その後の裁判例でも同様の考え方が採用されている。この場合における客観的価値とは、取得日に株式を売却した場合に実現される価値のことをいい、増加価値分配価格とは、ＭＢＯの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受すべき部分の価格をいう。実際の裁判例では、客観的価値に増加価値分配価格を加算するものと公正な価格を直接に算定するものとがある。

まず、増加価値分配価格を二〇％相当額とした裁判例として、レックス・ホールディングス事件、サンスター事件[22]及びサイバードホールディングス事件[23]が挙げられる。このうち、レックス・ホールディングス事件は、多数の株主が

公開買付けに応じ、旧レックスの発行済株式の総数の九〇％を超える数の株式を取得するに至ったにもかかわらず、公開買付価格を公正な価格と推認することができないとした。そのため、ＭＢＯが適正な手続で行われており、かつ、株主のインフォームド・コンセントが確保されているのであれば、他のＭＢＯ事案におけるプレミアムよりも公開買付価格の方が株価上昇に対する株主一般の期待を適正に反映している[24]といった批判や、公開買付価格が独立当事者間価格と評価することができるかどうかの検討をまず行うべきであったという批判[25]が存在する。

上場株式についてはこのような主張も分からなくはないが、非上場株式については、流動性に乏しいことから容易に売却することができず、かつ、財務情報の開示が十分になされていないことから、多少の不満があっても売却に応じる可能性も否定できない。そのため、多数の株主が応募したことを理由として、買付価格や買付価格の設定に当たって考慮されたプレミアムが合理的であり、正当であったと推認することはできない。

そして、サンスター事件の抗告審[26]では、公正な価格の算定において、「株式の客観的価値に加え、(1)ＭＢＯにより支配権を強化することのできる経営者側が支配権を手に入れるため追加的に支払う取得対価（支配プレミアム）、(2)株主が全部取得条項を付されて株式を強制的に取得されることにより投資機会を失い（スクイーズアウト）、あるいは投資の流動性を奪われる対価として支払われる金銭（スクイーズアウトプレミアム）」を考慮すべきであるとしている。後述するように、少数株主の締出しにより解消されるマイノリティ・ディスカウントは、支配株主と少数株主の双方に分配されるべきものとは言い難く、少数株主に分配されるべきものであることから、判旨に異論はない。

ただし、これらのいずれの事件も増加価値分配価格を二〇％相当額としているという問題がある。後述するように、その後の事件でも、ＭＢＯを実施した他社プレミアムの平均値を意識しているものが多いが、個別の案件ごとに大きく異なるプレミアムに対して、このような杓子定規な判断を行うことは不合理であり[27]、公正な価格を算定するための望ましい手法であるとは言い難いからである。

(2) ＤＣＦ法により公正な価格を算定した裁判例

その後の事件では、ＤＣＦ法により公正な価格を算定する裁判例[28]が見られるようになった。さらに、セレブリックス事件[29]では、市場株価法とＤＣＦ法を一対一の比重で平均することにより客観的価値を算定し、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件[30]、グッドマンジャパン事件[31]では、ＭＢＯの実施によって増大が期待される価値を一対一で分配すべきとしている。

これに対し、非上場株式には市場価格が存在しないことから、非上場会社の少数株主の締出しにおける「客観的価値」を算定する場合には、「ＭＢＯを前提としない株式価値」を算定するほかない。実際に、ＤＣＦ法により株式価値を算定する場合において、ＭＢＯを前提としたフリー・キャッシュ・フローがＭＢＯを前提としないフリー・キャッシュ・フローよりも大きいのであれば、両者の株式価値が異なるため、その差額を計算することは可能である。これに対し、ＭＢＯを前提としたフリー・キャッシュ・フローとＭＢＯを前提としないフリー・キャッシュ・フローが変わらないのであれば、両者の株式価値が変わらないため、ＭＢＯの実施によって増大が期待される価値を一対一で分配するという考え方を採用することはできない。

そして、セレブリックス事件の第一審決定[32]は、増加価値分配価格の算定にあたって、「本件ＭＢＯの目的や実施後の事業計画から予測される収益力や業績についての見通しのほか、本件買付価格が、経営者と株主との利益相反関係に十分に配慮し、これを抑制するための適切な措置が講じられた上で、株主の利益を踏まえた真摯な交渉を経て決定されたか否か、本件公開買付けが適切な情報開示がされた上で株主の多数の賛成を得て成立したか否か、さらに、本件公開買付けに近接した時期に実施された他社の事例におけるプレミアム率等を総合的に考慮するのが相当である。」としており、ＭＢＯ事案のプレミアムの平均値を意識していることが分かる。また、他の裁判例でも、ＭＢＯを実施した他社のプレミアムの平均値により、ＤＣＦ法により算定された増加価値分配額の妥当性の検証をしている

ものが多い。

しかしながら、このようなプレミアムの平均値は、単なる市場価格からの乖離によるものである。実際に、情報の非対称性や一時的な業績の悪化により株価が下落している可能性を考えると、ＭＢＯの実施により増加する株式価値だけが含まれているものとは言い難く、このようなプレミアムの平均値にどれだけの意味があるのかは疑問である。さらに、非上場株式には市場価格が存在しないことから、客観的価値の算定が適正に行われている限り、情報の非対称性や一時的な業績の悪化による株価の下落は排除されているため、このようなプレミアムの平均値については何ら意味をなさない。

なお、最近の裁判例として、ジュピターテレコム事件[33]のように、客観的価値の算定に回帰分析の手法等を採用したものも存在するが、市場価格の存在しない非上場会社では参考にすることができない。

このように、ＤＣＦ法により公正な価格を算定する裁判例が増えているという点については、非上場会社の少数株主の締出しでも参考にすることができるが、それ以外の点を参考にする際には、慎重な判断が必要になる。

三　公正な価格についての一考察

このように、上場会社の裁判例では、反対株主の買取請求の事件及び取得価格決定の申立ての事件のいずれも公正な価格により買い取ることを要求している。そして、反対株主の買取請求の事件では、ナカリセバ価格よりも、シナジー価格の方が高い場合には、シナジー価格を公正な価格としており、取得価格決定の申立ての事件では、客観的価値に増加価値分配価格を加算した金額を公正な価格としている。

これに対し、非上場株式には市場価格が存在しないことから、上場会社の裁判例をそのまま非上場会社の事案に当

てはめることはできない。ここでは、非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格をどのように算定すべきであるかについて検討を行うこととする。

(一) 客観的価値の算定

1 マイノリティ・ディスカウント

客観的価値を算定するにあたっては、まず、マイノリティ・ディスカウントを考慮すべきかどうかという点が問題となる。例えば、DCF法により株式価値を算定する場合であっても、DCF法が会社全体のフリー・キャッシュ・フロー及び非事業用資産の処分権を有する者にとっての価値を前提とするものであることから、支配権プレミアムが加味された評価方法であると考えられる。そのため、少数株主にとっての株式価値を評価するためには、マイノリティ・ディスカウントを考慮する必要がある。(34)

このようなマイノリティ・ディスカントを、会社法一四四条（平成一七年改正前商法二〇四条の四）に規定する譲渡制限株式の売買価格決定の申立てにおいて考慮すべきかどうかについては、従来から議論されていた。具体的には、譲渡人にとっての株式価値と指定買受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(35)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(36)が存在していた。

このうち、前者の説を採用すれば、少数株主の締出しにおける客観的価値を支配株主にとっての株式価値により評価すべきということになり、後者の説を採用すれば、少数株主にとっての株式価値により評価すべきということになる。

これに対し、少数株主の締出しにより支配株主が強制的に取得した株式は、締出し後には、支配株主にとっての株式価値を有することになる。このような少数株主にとっての株式価値から支配株主にとっての株式価値に変わったこ

とによる株式価値の向上は、支配株主の経営努力によるものとは言い難い。そのため、支配株主と少数株主の双方に分配されるものとは言い難く、少数株主に分配されるべき性質のものであると考えられる。その結果、客観的価値の算定においてマイノリティ・ディスカウントを考慮したとしても、増加価値分配価格には減額されたマイノリティ・ディスカウントが含まれることから、最終的な公正な価格はマイノリティ・ディスカウントを行う前の価格となる。

このように、いずれの説を採用したとしても、支配株主にとっての株式価値で締め出す必要があるという結論になる。

2　非流動性ディスカウント

非上場株式は上場株式に比べて流動性が低く、売買成立の困難性や追加的な取引コストの発生が考えられる。そのため、例えば、DCF法により株式価値を算定する場合であっても、一定割合のディスカウントを行うことが多く、このようなディスカウントを非流動性ディスカウントという[37]。非流動性ディスカウントを理論的に算定することは困難であり[38]、当事者間の交渉により、結果的にディスカウント割合が算定されるものと説明されることもある[39]。

なお、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は、対象会社の生むフリー・キャッシュ・フローを支配していることから、実務でも、非流動性ディスカウントを行わないことがある[40]。これに対し、少数株主にとっての株式価値を算定する場合に比べて割引率を低く設定しても構わないものの、支配株主にとっての株式価値を算定する場合であっても非流動性ディスカウントは必要であるという見解もある[41]。そのため、少数株主の締出しにおいて、非流動性ディスカウントを行うべきかどうかについて検討が必要になる。

支配株主にとっての株式価値の算定において、非流動性ディスカウントが必要であるという見解は、その根拠として、①売却時の売りやすさ、②売却に要するコスト、③売却時の価格、④売却代金に関わるリスク、⑤保有中の担保能力を掲げている[42]。支配株主が株式を譲渡する場合であっても、流動性の欠如により、このような違いが生じる可能

性は存在するのかもしれない。

しかし、本稿で想定している少数株主の締出しを行った場合には、支配株主が対象会社の発行済株式のすべてを保有することになる。すなわち、少数株主の締出しを行った後に、支配株主が保有する株式を売却しようとするのであれば、少数株主との交渉は不要になるため、比較的、容易に買い手を見つけることが可能になる。そのため、上場会社の支配株主が保有する上場株式を譲渡する場合と比較しても、流動性が乏しいとは言い難い。その結果、非上場会社の支配株主が、少数株主を締め出した後に当該非上場株式を譲渡する場合には、非流動性ディスカウントを行わないで株式価値の算定を行う可能性も十分に考えられる。さらに、少数株主の締出しを行うことにより、対象会社の生むフリー・キャッシュ・フローを完全に支配することを考えると、少数株主が存在する場合と異なり、当該フリー・キャッシュ・フローにより算定された株式価値に対して非流動性ディスカウントを行うべきではないと考えられる。

このように、少数株主を締め出したことより、非流動性ディスカウントが解消され、株式価値が増加したとしても、当該株式価値の増加は、支配株主の経営努力によるものとは言い難い。そのため、支配株主と少数株主の双方に分配されるものとは言い難く、少数株主に分配されるべき性質のものであると考えられる。

このように、非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格の算定においては、非流動性ディスカウントを考慮すべきではないと考えられる。[43]

3　評価方法の選定

具体的に株式価値を評価する手法として、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、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をそれぞれ紹介している。[44] DCF法はインカム・アプローチの手法のひとつであり、支配株主としての株式価値を算定するための手法として最も理論的な評価手法であることは疑いがない。[45] これに対し、DCF法は将来の事業計画や割引率を調整す

ることにより、一定の操作が可能であることから、恣意性が高く、客観性に乏しいという短所がある。[46] そのため、マーケット・アプローチとの重複幅併用法やネット・アセットアプローチとの折衷法を採用するという選択肢も考えられるが、いずれにしても、ＤＣＦ法が最も理論的な評価方法であることは否定できないため、本稿では、ＤＣＦ法を前提に検討を行うこととする。

㈡　少数株主の締出しによる株式価値の増加の可能性

ＭＢＯを行った場合に株式価値が増加する理由はいくつか考えられるが、①エージェンシー・コストの削減、②有利子負債の節税効果、③アンダーバリューの解消、④従業員からの富の移転（リストラによる利益）、⑤上場維持コストの削減などが挙げられることが多い。[47] これらは、上場会社のＭＢＯならではの理由であり、非上場会社の少数株主の締出しにおいて、このような理由により株式価値が増加するとは考えにくい。

そして、ＭＢＯ指針では、ＭＢＯを行わなければ実現できない価値として、一般株主が存在しなくなることによるコスト削減効果（一般株主との利害調整コスト・開示コスト等の削減）、インセンティブ構造が変化したことに伴う人的な資本を拠出する取締役等の努力により創出される価値等が含まれるものとされている。しかし、非上場会社の開示コストは上場会社に比べると極めて少額である。そして、利害調整コストに至っては、極めて感情的なものであり、少数株主に分配すべき価値とは言い難い。[48] さらに、インセンティブ構造が変化したことに伴う人的な資本を拠出する取締役等の努力により創出される価値については、非上場会社の支配株主からすると、少数株主が存在したからといって、経営努力を怠けるとは考えにくいため、客観的に算定することは困難である。

ＭＢＯ指針では、ＭＢＯを行う取締役等が他の法人を支配している場面は想定していないため、「企業結合等の場合のような相乗効果（いわゆるシナジー）は発生しない。」としている。これに対し、支配株主が他の法人を支配して

いるような場合には、少数株主を締め出すことにより、シナジーが増加する場合が考えられる。例えば、P社がS社の発行済株式の総数の七〇％のみを支配していた場合において、十分なシナジーを得ることができれば一〇〇の利益がS社に生じるものの、少数株主にシナジーのうち三〇が分配されてしまうことから、P社が発行済株式の全部を支配する他のグループ会社との間で八〇のシナジーしか得ることができない取引を行っているような事案が考えられる。このような場合には、少数株主を締め出すことにより、支配株主がシナジーの全部を享受することができるようになるため、他のグループ会社で行っていた業務をS社で行わせることにより、最大限のシナジーが生じるような取引を行う場合が考えられる。このような少数株主の締出しによるシナジーの増加は、反対株主の買取請求の事件に対する裁判例を参考にすれば、いわゆるシナジー価格を構成するものといえることから、支配株主が独占すべき価値ではなく、少数株主に対しても分配されるべき価値であると考えられる。

これに対し、MBOを行わなくても実現可能な価値は、上場会社と異なり、市場価格が存在しないことから、客観的価値の算定が適正であれば、ほとんど存在しない。なぜなら、MBO指針では、MBOを行わなくても実現可能な価値として、多額の含み益を有する遊休資産の売却により得られる利益や、MBOを行わなくても実現可能な事業提携を例示しているが、いずれも、DCF法におけるフリー・キャッシュ・フローの算定で考慮されるべきものである。すなわち、非上場会社における少数株主の締出しでは、MBOを行わなくても実現可能な価値をすべて織り込んだうえで、客観的価値の算定が行われることから、増加価値分配価格の算定において、MBOを行わなくても実現可能な価値を考慮する必要はないと考えられる。

㈢　公正な価格の算定方法

前述のように、少数株主の締出しにおける公正な価格の算定において、マイノリティ・ディスカウントや非流動性

ディスカウントを考慮すべきではないと考えられる。

そして、ＤＣＦ法は将来のフリー・キャッシュ・フローに基づいて株式価値を算定する手法であることから、少数株主を締め出すことにより増加したフリー・キャッシュ・フローに基づいて株式価値を算定することも可能である。

このように、理論上は、少数株主を締め出す前の株式価値と少数株主を締め出した後の株式価値の双方を算定することが可能である。そして、セレブリックス事件でも、公開買付けを実施しなかった場合のＤＣＦ法の評価額を〇円とし、公開買付けを実施した場合のＤＣＦ法の評価額を一〇七一円から一二一三円としている。

そのため、少数株主を締め出す前の株式価値と少数株主を締め出した後の株式価値の差額を「少数株主の締出しによって増大が期待される価値」としたうえで、そのうち、少数株主が享受して然るべき部分を算定すべきであると考えられる。

このような理論構成は、少数株主を締め出すことによりフリー・キャッシュ・フローが増加し、かつ、その算定が容易であるという前提に基づいている。実際に、フリー・キャッシュ・フローの増加が見込まれ、かつ、容易に算定することができるためには、経営者が交代することによる経営改善効果が必要になる。そのため、支配株主である経営者が交代した後に、少数株主を締め出す場合のみが該当すると考えられる。しかし、このような支配株主の交代は、買収者がファンドである場合や後述するシナジーが認められる場合を除き、新たな支配株主に資金調達能力が不足していることが多い。その結果、少数株主の締出しにまで至らない可能性が高く、少数株主を締め出すことによりフリー・キャッシュ・フローの増加が見込まれる事案は極めて稀であると考えられる。(49)

これに対し、既存の支配株主が少数株主を締め出す場合には、フリー・キャッシュ・フローの増加を容易に算定できないものの、機動的な会社経営を行うことができるというメリットがある場合も少なくないと想定される。このようなメリットは、極めて感情的なものであり、「少数株主の締出しによって増大が期待される価値」を明確に数値化

することができない。そのため、客観的価値の算定において、少数株主が存在せず、機動的な会社経営を行うことができるという前提で算定すべきであることから、結果的に増加価値分配価格は存在しないという結論になる。そのため、既存の支配株主が少数株主を締め出す場合には、客観的価値がそのまま公正な価格になる場合が多いと考えられる。

なお、取得価格決定の申立ての裁判例では、そのほとんどにおいて、ＭＢＯを実施した他社のプレミアムの平均値により、ＤＣＦ法により算定された増加価値分配額の妥当性の検証をしている。そのため、非上場会社の少数株主の締出しにおける増加価値分配価格の算定においても、当該プレミアムの平均値により検証をすべきではないかという考え方もあり得る。また、サンスター事件及びサイバードホールディングス事件のように、非上場会社の少数株主の締出しにおいては、公認会計士が提出した鑑定評価書や第三者委員会の独立性に疑義が問われる場合が多いと考えられるため、これらと同様にプレミアムを二〇％として算定すべきではないかという考え方もあり得る。

しかしながら、上場会社と異なり、客観的価値の算定を市場価格に基づいて行っているわけではないことから、公認会計士が提出した鑑定評価書や第三者委員会の独立性に疑義があるのであれば、そもそもの客観的価値に疑義が生じるため、客観的価値にプレミアム率を乗じるやり方を採用することはできない。さらに、Ｍ＆Ａにおけるプレミアムは、買収会社にとっては支配権プレミアムや買収プレミアムとしての意味があったとしても、売り手にとっては、単なる株式を手放すことに対するインセンティブに過ぎないという指摘もある。[50] これに対し、上場株式に対する市場価格の形成では、非効率的に資産が運用されているという理由により、ＰＢＲが一倍以下であるようなものも少なくない。さらに、このような市場価格が割安に設定されているような上場会社がＭ＆ＡやＭＢＯの対象になりやすいという側面があるということを考えると、上場会社のＭ＆ＡやＭＢＯのプレミアムを参考にしてしまうと、かなり高率なプレミアムになるという問題がある。これに対し、非上場株式の客観的価値をＤＣＦ法により算定すべきであると

する本稿の立場によれば、その計算過程が適正である限り、客観的価値が割安になることは考えにくいため、このようなプレミアムを参考にすべきではないと考えられる。

すなわち、このような荒っぽいプレミアムの算定をするまでもなく、少数株主を締め出す前の株式価値と少数株主を締め出した後の株式価値の双方が適正に算定されている限り、「客観的価値」「増加価値分配価格」「公正な価格」のすべてが適正に算定されることから、その公正性をどのように確保するのかという点のみを問題とすべきであると考えられる。

㈣　事前に株式を買い集めた場合の取扱い

日興コーディアル事件では、株式交換の前に、株式交換完全子会社となる会社の株式に対して公開買付けが行われたことから、当該公開買付価格が株式買取価格決定の下限として取り扱われ、取得価格決定の申立ての事件でも、その考え方は踏襲されている。

これに対し、公開買付け後に東日本大震災により株価が下落した事件であるパナソニック電工事件及び三洋電機事件では、公開買付価格よりも安い価格による株式買取価格の決定が行われており、公開買付価格を株式買取価格決定の下限として取り扱わない個別の事情があれば容認される余地を残している。

ＭＢＯ指針では、「公開買付けにより大多数の株式を取得した場合には、特段の事情がない限り、完全子会社化（スクイーズアウト）を行うこと。また、公開買付け後に完全子会社化（スクイーズアウト）を行う場合の価格は、特段の事情がない限り、公開買付価格と同一の価格を基準とすると共に、その旨を開示資料等において明らかにしておくこと」とされている。この趣旨については、「いずれの工夫も、少数の零細な株主が不安定な地位におかれることを防止することにより、株主の適切な判断機会を確保する趣旨である。」と説明されている。

このような趣旨に鑑みれば、非上場会社の少数株主の締出しを行う前に、支配株主が相対取引で株式の買い集めを行う場合には、特段の事情がない限り、その金額を下限とすべきであるという考え方は十分に考えられる。さらに、少数株主の締出しの手続の透明性を高めるために、上場会社の公開買付けに準ずる手続きを採用する事案[51]では、少数株主に対する強圧性の問題が生じることから、その要請はより高まることになると考えられる。また、会社法一五六条から一五九条に規定する自己株式の取得においても、取得価格が開示されていることから、同様であると考えられる。

これに対し、相対取引による非上場株式の買取価格は、税務上の問題が生じないように、財産評価基本通達に定められている「取引相場のない株式の評価」に定める算式により評価した価格で買い取る事案も少なくないと考えられる。財産評価基本通達に定められている純資産価額方式では、不良債権であっても、法的整理等に至らない場合には、券面額で評価がなされたり（財産評価基本通達二〇四、二〇五項）、賞与引当金、退職給付引当金、債務保証損失引当金のような負債性引当金の計上が認められなかったりするため（財産評価基本通達一八六項、相続税法基本通達一四―三項）、時価純資産法による評価額としては適正なものとは言い難い。

さらに、相対取引による非上場株式の買取価格は、交渉によって決められることから、他の株主から安い価格で買い取れるのであれば、特定の株主から高い価格で買い取ったとしても、全体としての買取総額は変わらない。そのため、なかなか株式を手放してくれない特定の株主から買い取る場合についてのみ、株式を手放すことに対するインセンティブとして高い買取価格を設定することも容易に想定されるため、相対取引による株式の買取価格からは公正な価格を推定することはできない。

また、一部の株主から配当還元法により評価される安い価格で買い取り、一部の株主から時価純資産法により評価される高い価格で買い取るような場合が考えられる。このような場合において、財産評価基本通達に定められている

「取引相場のない株式の評価」に定める純資産価額方式を採用したときは、前述のように、時価純資産法としての評価額としては適正なものとは言い難い。さらに、財産評価基本通達によらない場合であっても、時価純資産法による評価が清算処分時価によりなされるときは、株式価値の最低限を示す指標として適切ではあるものの、再調達時価により評価がなされるときは、ＤＣＦ法による評価額を上回る可能性もあることから、必ずしも、株式価値の最低限を示す指標としては適切ではない。(52)

このような事情に鑑みれば、相対取引により株式の買い集めが行われる場合には、その買取価格を公正な価格と考えることもできない。さらに、当初から買い集めの対象となっていない株主に対しては、そもそも強圧的な効果が存在していないため、公正な価格の下限として取り扱うべきかどうかについては慎重にあるべきであると考えられる。

なお、パナソニック電工事件及び三洋電機事件では、東日本大震災という特殊事情があり、市場価格が極端に下落したことを原因として、公開買付価格よりも安い価格による株式買取価格の決定が行われている。

これを非上場会社の事案に当てはめると、東日本大震災のような天災だけでなく、主要顧客が倒産したことにより、将来のフリー・キャッシュ・フローが極端に悪化するような場合が考えられる。このような場合には、ＤＣＦ法の算定要素であるフリー・キャッシュ・フローが下落することから、その結果として、ＤＣＦ法による評価額が急激に下落することが考えられる。しかしながら、そもそも急激にフリー・キャッシュ・フローが下落しているときに、支配株主や対象会社から資金流出をするような少数株主の締出しを行うこと自体が不自然であることから、明確な証拠が存在する場合を除き、そのような主張を裁判所は容認すべきではない。そのため、公開買付けに準ずる手続きにより株式を買い集めた場合には、事前に買い集めた価格を公正な価格の下限として取り扱うべきであると考えられる。

すなわち、非上場会社における少数株主の締出しを行う前に、相対取引により株式を買い集めた場合には、買取価格を公正な価格の下限とする必要はないものの、公開買付けに準ずる手続きにより株式を買い集めた場合には、公正

な価格の下限とする必要があると考えられる。そのため、公開買付けに準ずる手続きにより株式を買い集めた場合において、公正な価格の下限にならない場面としては、株式の買い集めから少数株主の締出しまで長期間が経過している場合に限定すべきであると考えられる。

(五) 買収後に少数株主を締め出した場合の取扱い

さらに、既存の支配株主が少数株主を締め出す場合だけでなく、買収後に新しい支配株主が少数株主を締め出す場合も考えられる。後者の場合に、新たに検討しなければならない点は、支配株主と対象会社との間に存在するシナジーをどのように少数株主に分配するのかという点である。

実際に、DCF法により株式価値の算定を行う場合において、シナジーにより株式価値を引き上げるためには、フリー・キャッシュ・フローを増加させるか、割引率を減少させる必要がある。[53] このうち、割引率の減少による株式価値の増加は、負債・資本比率の変動により達成できるものも多いため、シナジーによる株式価値の増加を考える場合には、フリー・キャッシュ・フローの増加を想定すべきである。そして、このようなシナジーによるフリー・キャッシュ・フローの増加は、被買収会社だけに生じるものではなく、買収会社でも生じると考えられる。[54] 例えば、酒類卸売業者が居酒屋を買収するような事案を考えると、買収後に、買収した居酒屋に対する酒類卸売業者の売上げが期待できるため、シナジーによるフリー・キャッシュ・フローの増加が買収会社にも生じるということは容易に想像できる。

このようなシナジーによるフリー・キャッシュ・フローの増加のうち、買収会社である支配株主のフリー・キャッシュ・フローの増加は、対象会社の株式価値を増加させる要因ではないため、本来であれば、少数株主に分配する必要がないものである。それにもかかわらず、対象会社のフリー・キャッシュ・フローの増加を加味した株式価値が一

株当たり一三〇円である場合において、買収会社である支配株主のフリー・キャッシュ・フローの増加が一〇〇円であるときは、支配権プレミアムとして一〇〇円まで加算しても、支配株主に損失は生じない。そのため、一株当たり一三〇円の株式価値であったとしても、一五〇円で買い集めを行った後に、少数株主を締め出すような場合が考えられる。このような場合には、対象会社の株式価値は一三〇円であるものの、少数株主に対する強圧的な効果を考慮すると、少数株主を締め出すときの価格は一五〇円とすべきである。これに対し、相対取引により旧支配株主から一五〇円で買い取り、公開買付けに準ずる手続きにより一三〇円で少数株主から買い取った後に、少数株主を締め出すのであれば、少数株主に対する強圧的な効果は存在しないことから、[55]公正な価格を一三〇円としても、特段の問題はないと考えられる。[56]

これに対し、被買収会社である対象会社のフリー・キャッシュ・フローの増加を加味する前の株式価値が一株当たり一〇〇円であり、増加を加味した後の株式価値が一株当たり一三〇円である場合において、公開買付けに準ずる手続きにより一二〇円で買い取る事案も想定される。なぜなら、少数株主からすると、買収会社が現れなければ一〇〇円の株式価値しかなかったことから、一二〇円で売却することに納得するからである。さらに、非上場株式は換金可能性が乏しいため、支配株主にとっての株式価値である一〇〇円未満であったとしても、多くの少数株主が売却に応じることも考えられる。このような場合において、締め出される少数株主が取得価格決定の申立てを行ったときは、裁判所としては、公正な価格を一三〇円とすべきか、一二〇円とすべきかが問題となる。すなわち、客観的価値が一〇〇円であるのに対し、増加価値分配価格を三〇円とすべきか、二〇円とすべきかという問題である。

この点については、ＭＢＯ指針を参考にすれば、客観的価値を超える価値は、Ｍ＆Ａと少数株主の締出しを行わなければ実現できない価値であるという点については疑いがない。そのため、新たな支配株主と少数株主の双方が受けるべき価値であるとしたうえで、増加する株式価値である三〇円のうち、その半額である一五円を超える二〇円が分

配されているわけであることから、増加価値分配価格を二〇円とすることも考えられる。しかしながら、ＭＢＯ指針はシナジーが生じない事案を前提としたものであり、新たな支配株主と少数株主との間においてシナジーが生じる場合には、反対株主の買取請求の事件を参考にすべきであろう。すなわち、対象会社におけるフリー・キャッシュ・フローの増加により株式価値が一三〇円に増加するのであれば、増加価値分配価格を三〇円とすべきであるという結論になる。[57]

なお、このような理論構成は、支配株主のフリー・キャッシュ・フローの増加と、対象会社のフリー・キャッシュ・フローの増加を明確に分けることができる場合を前提としており、実際にはその混合型であることがほとんどであると考えられる。そのため、組織再編行為におけるシナジーの分配については、発生したシナジーの原因を厳密につきとめることが困難であるという理由から、組織再編行為を行う前の株式価値に比例して株主に分配することで、一応は公平の要請が保たれるという主張がなされることがある。[58]

例えば、吸収合併を行う場合において、吸収合併存続会社の株式の時価総額が九〇であり、吸収合併消滅会社の株式の時価総額が一〇であるときは、吸収合併を行った後の吸収合併消滅会社の株主が、合併後の発行済株式の総数のうち一〇％の株式を保有することになる。そのため、シナジーのうち、吸収合併を行う前の株式価値の比率である一〇％に相当する部分について分配を受けるのであれば、一応は公平の要請が保たれるという主張は分からなくはない。[59]しかしながら、これは単なる簡便法であり、発生したシナジーの原因を厳密につきとめることができるのであれば、その方が望ましいことは言うまでもない。

さらに、上場株式を前提とすれば、組織再編計画の公表により株価が上昇することから、増加した株価をどのように分配すべきであったのかという議論になるのに対し、非上場株式に対してＤＣＦ法により株式評価を行うのであれば、シナジーを織り込んだフリー・キャッシュ・フローの見積りが適正であったのかという点を問題とすべきである

と考えられる。また、少数株主の締出しでは、合併を行った場合と異なり、支配株主と対象会社がひとつの法人になるわけではないため、締出し後のフリー・キャッシュ・フローを別々に算定するということも可能である。そして、シナジーの分配は、支配株主と対象会社との間の取引やノウハウの共有を通じて行われることから、支配株主と対象会社との間の取引価額の適正性、帰属すべき収入の適正性により立証された将来のフリー・キャッシュ・フローに基づいて算定すべきであり、いわゆる割り切りとして株式価値の割合で分配するといった手法は望ましくないと考えられる。

㈥　株式評価の公平性の確保

ＭＢＯ指針では、ＭＢＯを行う上で尊重されるべき原則として、企業価値の向上と公正な手続きを通じた株主利益の配慮の二つを掲げた上で、その実現のために、透明性・合理性確保のための仕組みが必要であるとしている。具体的には、①株主の適切な判断機会の確保、②意思決定過程における恣意性の排除、③価格の適正性を担保する客観的状況の確保を挙げている。

また、上場会社に対する取得価格決定の申立ての事件では、透明性の確保や強圧性の排除が争われているものが多いが、最終的には取得価格をどのように算定するのかという点が問題となる。

この点につき、白井正和准教授は、米国の判例を紹介したうえで、ＭＢＯの場面で第三者委員会が有効に機能していると評価されるためには、①取引に重大な利害関係を有しない独立取締役によって構成され、②当該取引に関して十分に情報を得るためのすべての合理的な手順を踏み、③独立した財務及び法務に関するアドバイザーと直接に連絡を取ることができ、④当該取引の審査、分析及び交渉の過程において積極的な役割を果たしていることが望ましいと指摘されている[60]。しかしながら、非上場会社の少数株主の締出しにおいて、公認会計士の鑑定意見書を入手すること

は可能であっても、第三者委員会を設置したり、異なる専門家による鑑定意見書を入手したりするということは、過剰なコストを課すことになり、現実的とは言い難い。

さらに、市場価格の存在する上場株式と異なり、市場価格の存在しない非上場株式に対しては、公認会計士が作成した鑑定意見書を検証することによって公正な価格を算定していく必要がある。もし、それを全く信用しない形で価格決定を行うのであれば、裁判所が鑑定補助人を選任した上で価格決定を行うほかない。すなわち、鑑定意見書を作成する公認会計士や第三者委員会の独立性に疑義があるとしたところで、差止請求（会社法一七一条の三、一七九条の七、一八二条の三）や無効・取消しの訴え（会社法八三一条、八四六条の二）ができるような事案でもない限り、最終的には、何らかの形で価格決定を行わざるを得ない。その一方で、上場株式に比べて流動性が乏しく、かつ、財務情報の開示が十分になされていない非上場株式に対しては、多少の不満がある価格であったとしても売却に応じる可能性も否定できない。そのため、少数株主の締出しを行う前の株式の買い集めで多数の株主が応じたという事実関係や、これらの株主が適正な意思決定をするために透明性が確保されていたり、強圧性を排除する仕組みが十分に機能していたりしたという事実関係があったとしても、それだけでは、買取価格を公正な価格と推定するための論拠としては不十分であり、公認会計士が作成した鑑定意見書の検証が不要ということにはならない。

その結果、現実的には、ＭＢＯ指針にあるように、透明性の確保や強圧性を排除する仕組みは作っていく必要があるものの、最終的な公正な価格の算定においては、公認会計士が作成する鑑定意見書に委ねざるを得ないため、裁判所の役割としては、その検証を行っていくということにならざるを得ないと考えられる。

四　むすび

以上のように、本稿では、非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格について、マイノリティ・ディスカウント及び非流動性ディスカウントを考慮すべきでないと結論づけた。さらに、ＤＣＦ法を採用する場合において、少数株主の締出しにより、フリー・キャッシュ・フローの増加が見込まれるときは、それにより増加する株式価値を考慮したうえで公正な価格を算定すべきであるとした。そのため、配当還元方式のような低廉な価格で締め出すことはできないと考えられる。

今後の裁判例に注目しつつ、さらに研究を重ねたい。

（1）　山下友信『会社法コンメンタール4――株式（2）』一〇九頁（商事法務、平成二一年）、加藤貴仁「判批」商事法務一八七六号五頁（平成二一年）など。また、レックス・ホールディングス事件の特別抗告・許可抗告審（最高裁平成二一年五月二九日決定・金判一三二六号三五頁）における田原裁判官の補足意見でも、同趣旨の記載がある。

（2）　相澤哲・葉玉匡美・郡谷大輔『論点解説　新・会社法』六八二頁（商事法務、平成一八年）。

（3）　神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務一八七九号六頁（平成二一年）でも、同様の説明がされている。

（4）　最高裁平成二三年四月一九日決定・民集六五巻三号一三一一頁。

（5）　最高裁平成二三年四月二六日決定・判時二一二〇号一二六頁。

（6）　最高裁平成二四年二月二九日決定・民集六六巻三号一七八四頁。

（7）　柳明昌「第785条反対株主の買取請求」森本滋編『会社法コンメンタール18――組織変更、合併、会社分割、株式交換等（2）』一一五―一一六頁（商事法務、平成二二年）では、東京証券取引所第一部に上場された銘柄である株式は、市場価格によって評価することを原則としながらも、「取引相場のある株式であっても、そこで形成される価格を公正な価格と

考えることができない場合には、企業価値評価理論（ＤＣＦ法）等によらざるを得ないであろう。」と解説されている。

（8）鳥山恭一「判批」金判一三九一号四頁（平成二四年）。

（9）鳥山恭一「判批」金判一三五八号一五頁（平成二三年）。

（10）太田洋『Ｍ＆Ａ・企業組織再編のスキームと税務――Ｍ＆Ａを巡る戦略的プランニングの最先端――』三〇四頁（大蔵財務協会、第二版、平成二六年）。

（11）東京地裁平成二一年三月三一日決定・金判一三一五号二六頁。

（12）相澤哲・葉玉匡美・郡谷大輔前掲書（注（2））六八二頁。

（13）公開買付けと組織再編が一連のものとは認められない場合の基準が明確にされていないと指摘するものとして、岡田昌也「判批」法学研究八四巻三号一三五頁（平成二三年）参照。

（14）大阪地裁平成二四年二月一〇日決定・判時二一五二号一三九頁。なお、大阪高裁では抗告及び附帯抗告が棄却されている（http://www.ac-law.jp/ac-report/2408-1.pdf（朝日中央綜合法律経済事務所、平成二七年五月五日最終アクセス日））。

（15）大阪地裁平成二四年四月二七日決定・金判一三九六号四三頁。

（16）鳥山恭一「判批」法学セミナー七〇一号一一七頁（平成二五年）。

（17）例えば、類似上場会社法を採用する場合において、類似会社として選定した上場会社の株価が下落したということを理由にすることはできないと考えられる。

（18）東京高裁平成二〇年九月一二日決定・金判一三〇一号二八頁。

（19）最高裁平成二一年五月二九日決定・金判一三二六号三五頁。

（20）ＭＢＯ指針では、「締め出す支配株主」を「取締役」と、「締め出される少数株主」を「株主」と表記している。

（21）加藤貴仁「判批」商事法務一八七七号二七頁（平成二一年）。

（22）最高裁平成二二年二月二三日決定・資料版商事法務三一二号一二三頁。

（23）東京高裁平成二二年一〇月二七日決定・資料版商事法務三二二号一七四頁。

（24）若松亮「判批」判例タイムズ一二七九号三三頁（平成二〇年）。

（25）太田洋「判批」商事法務一八四八号一一頁（平成二〇年）。

（26）大阪高裁平成二一年九月一日決定・資料版商事法務三〇七号二〇〇頁。

(27) 太田洋前掲（注（25））一一頁。
(28) オープンループ事件（札幌高裁平成二二年九月一六日決定・金判一三五三号六四頁）、ホリプロ事件（東京高裁平成二五年一〇月八日決定・金判一四二九号五六頁）など。
(29) 東京高裁平成二五年一一月八日決定・公刊物未登載（中村信男「判批」金判一四三八号七頁（平成二六年））。
(30) 大阪地裁平成二四年四月一三日決定・金判一三九一号五二頁。
(31) 東京地裁平成二五年七月三一日決定・資料版商事法務三五八号一四八頁。
(32) 東京地裁平成二五年九月一七日決定・資料版商事法務三五五号二三頁。
(33) 東京地裁平成二七年三月四日決定・公刊物未登載（商事法務二〇六三号九四―九五頁（平成二七年））。
(34) 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、平成二三年）。
(35) 関俊彦『株式評価論』二九八頁（商事法務、昭和五八年）。
(36) 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）。
(37) プルータス・コンサルティング『企業価値評価の実務Ｑ＆Ａ』二一六頁（中央経済社、第三版、平成二六年）。
(38) 日本公認会計士協会『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』七六頁（日本公認会計士協会出版局、平成二五年）では、「我が国において、非上場会社の評価においては、どの程度の非流動性ディスカウントを見込むべきかに関して合意された水準があるわけではないが、評価の際には類似取引等を参考に考慮する必要がある。」と説明されている。
(39) プルータス・コンサルティング前掲書（注（37））二一七頁。
(40) ＫＰＭＧＦＡＳ前掲書（注（34））一四九―一五〇頁。
(41) 安達和人『ビジネスバリュエーション』三三一頁（中央経済社、平成二三年）。
(42) 安達和人前掲書（注（41））三三一頁。
(43) 最高裁平成二七年三月二六日決定（http://www.courts.go.jp/app/hanrei_jp/search2（裁判所、平成二七年五月五日最終アクセス日））では、反対株主の買取請求において、収益還元法により株式の買取価格を決定した事件につき、類似会社比準法等とは異なり、市場価格との比較という要素が含まれていないことを理由として、非流動性ディスカウントを考慮すべきではないとしている。そのため、類似会社比準法等で評価した場合の取扱いについては判断がなされていないことから、本判決だけでは非流動性ディスカントを考慮すべきか否かについて判断することはできない。この点については、本稿で述べ

たように、少数株主の締出しにより生じる非流動性ディスカントの解消は、支配株主の経営努力によるものではないため、類似会社比準法等で評価する場合であっても、非流動性ディスカウントを考慮すべきではないと考えられる。なお、本稿とは異なる視点ではあるが、カネボウ株式買取価格決定申立事件の東京地裁平成二〇年三月一四日決定では、「株式買取請求権の制度は、多数株主によって会社から離脱することを余儀なくされた少数株主の経済的損失を保護することを目的にしたものであり、少数株主は株式売却を意図していないにもかかわらず譲渡を余儀なくされたものであるから、株主が進んで株式を売却することを前提とした非流動性ディスカウントを考慮すべきではない。」としている。

(44) 日本公認会計士協会前掲書（注（38））三九頁。

(45) 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）。

(46) 日本公認会計士協会前掲書（注（38））四〇頁。

(47) ＭＢＯプレミアムの発生原因については、様々な仮説とそれを立証するための実証研究があるが、未だに明確に解明されていないというのが実態である。現在までの仮説をまとめたものとして、野瀬義明・伊藤彰敏「株式非公開化の決定要因」証券経済学会年報四六号四一―四四頁（平成二三年）、河西卓弥・齋藤隆志・川本真哉「買収プレミアムの源泉は何か？」WIAS Discussion Paper No.2010-007 二―六頁（平成二三年）などが挙げられる。

(48) 牧口晴一・齊藤孝一『中小企業の事業承継』二一八頁（清文社、五訂版、平成二五年）では、「中小企業の株主代表訴訟はそのほとんどが親族間の争いや非同族の役員・従業員からです。犬も食わない夫婦喧嘩の成れの果てなどのお家騒動や嫌がらせですから、新聞沙汰にもなりません。」と指摘されている。

(49) 極めて稀であるとはいえ、シナジーが生じなかったとしても、少数株主を締め出すことにより、フリー・キャッシュ・フローが増加する場合もあり得るため、その場合における増加価値分配価格を検討する。この場合には、シナジーが存在しないことから、少数株主の締出しを行う前の株式価値の割合で分配するという手法を採用することができない。さらに、フリー・キャッシュ・フローの増加に対する貢献度を分析し、合理的に分配することは、そもそもシナジーが存在しないことから困難であると考えられる。そのため、少数株主の締出しにより増加する株式価値を支配株主と少数株主とで一対一で分配する手法を採用すべきであると考えられる（田中亘「ＭＢＯにおける『公正な価格』」金融・商事判例一二八二号二一頁（平成二〇年））。

(50) アビームＭ＆Ａコンサルティング『高値づかみをしないＭ＆Ａ』八一頁（中央経済社、平成二四年）。

(51) 会社法上、特にこのような手続きは明示されていないものの、実務上は、すべての少数株主から効率的に株式を買い集めるために、唯一の買取価格を公表することも考えられる。本稿においては、このような手続きを「公開買付けに準ずる手続き」として定義することとする。

(52) 日本公認会計士協会前掲書（注（38））四三頁。

(53) シナジーにより変動するフリー・キャッシュ・フローと割引率の考え方について、プルータス・コンサルティング前掲書（注（37））二四―二五頁、谷山邦彦『バリュエーションの理論と応用』四三七―四四一頁（中央経済社、平成二二年）参照。

(54) 異なる観点からであるが、黒川行治「企業結合に関するのれんの会計の論点」會計一六五巻五号六九〇頁（平成一六年）では、買収後に発生するのれんとして、被買収会社だけでなく、買収会社にも生じる場合や、買収会社と被買収会社の双方に生じることがあると説明されている。さらに、小山泰宏『M&A企業評価』七八―七九頁（中央経済社、平成二三年）では、企業価値評価においてシナジーを織り込んでフリー・キャッシュ・フローを算定するときに、買収会社で増加する場合と、被買収会社で増加する場合と、双方で増加する場合とに分けたうえで、異なる割引率を適用すべきことを主張されている。

(55) このような旧支配株主からの買取価格と少数株主からの買取価格に差異を設けることは、上場株式については、義務的公開買付け（金融商品取引法二七条の二）に該当するため不可能である。これに対し、非上場株式については、このような取引が可能であるため、強圧的な効果については排除し得る。

(56) このような理論構成は、支配権プレミアムを公平に少数株主に分配すべきであるとする立場からの批判が想定される。しかしながら、支配権プレミアムの内訳を考えれば、一五〇円と一三〇円との差額である二〇円は支配株主のフリー・キャッシュ・フローの増加によるものである。そのため、本来であれば旧支配株主へ支払う必要のないものであるものの、支配株式を譲渡するインセンティブとして旧支配株主と新支配株主との間の交渉で決まったものであり、少数株主へ分配すべきものとは言い難い。支配権プレミアムを少数株主に対しても公平に分配すべきではあると考えられるが、あくまでも対象会社のフリー・キャッシュ・フローの増加の範囲内で行われるべきものであり、新たな支配株主のフリー・キャッシュ・フローの増加についてまでも分配する必要はないと考えられる。

(57) この点については、新たな支配株主が現れなければシナジーが生じないことから、対象会社のフリー・キャッシュ・フローの増加は、新たな支配株主と少数株主の双方が受けるべき価値であるという批判が考えられる。しかしながら、株式交

換完全親会社の株式を交付する株式交換を行った場合には、シナジーにより、株式交換完全親会社の株主が保有する株式交換完全親会社の株式価値が増加するが、これは、株式交換完全親会社のフリー・キャッシュ・フローの増加に相当するものであると考えられる。これに対し、シナジーにより、株式交換完全子会社の株主が保有する株式交換完全子会社の株式価値も増加するが、これは、株式交換完全子会社のフリー・キャッシュ・フローの増加に相当するものであると考えられる。すなわち、株式交換完全親会社にとって有利な交換比率ではなく、対等の関係により決定された交換比率であり、かつ、株式交換後のシナジーを織り込んだ上で交換比率を算定するのであれば、株式交換完全子会社のフリー・キャッシュ・フローの増加は少数株主に分配されることになる。そのため、少数株主の締出しを行う場合においても、対象会社のフリー・キャッシュ・フローの増加は、少数株主に分配されるべきものであると考えられる。

(58) 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』二七二―二七三頁（有斐閣、平成七年）、藤田友敬「企業再編対価の柔軟化・子会社の定義」ジュリスト一二六七号一〇八頁（平成一六年）、池永朝昭・小舘浩樹・十市崇「ＭＢＯ（マネージメント・バイアウト）における株主権」金融・商事判例一二八二号一〇頁（平成二〇年）。

(59) 原秀六『合併シナジー分配の法理』五二―五六頁（中央経済社、平成一二年）。

(60) 白井正和「ＭＢＯにおける利益相反回避措置の検証」商事法務二〇三一号九頁（平成二六年）。

佐藤　信祐（さとう　しんすけ）
所属・現職　公認会計士佐藤信祐事務所所長
最終学歴　慶應義塾大学大学院法学研究科前期博士課程
所属学会　なし
専攻領域　商法