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

Title	譲渡制限株式の売買価格
Sub Title	Sales price of share with restriction on transfer
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	2016
Jtitle	法學政治學論究 : 法律・ 政治・ 社会 (Hogaku seijigaku ronkyu : Journal of law and political studies). Vol.109, (2016. 6) ,p.1- 34
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	
Genre	Departmental Bulletin Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN10086101-20160615-0001

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.

譲渡制限株式の売買価格

佐藤信祐

一　はじめに
二　裁判例の傾向と『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』
三　支配権プレミアム等についての学説
四　支配権プレミアム等の分析
㈠　支配権プレミアム等の発生原因
㈡　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
㈢　譲渡人が少数株主であり、買取人が発行会社である場合
㈣　譲渡人が少数株主であり、指定買取人も少数株主である場合
㈤　譲渡人が準支配株主である場合
㈥　小　括
五　非流動性ディスカウント
㈠　裁判例の検討
㈡　私　見
六　サイズ・リスクプレミアム
七　評価方法の選定
㈠　インカム・アプローチ
㈡　マーケット・アプローチ
㈢　ネットアセット・アプローチ
㈣　小　括
八　むすび

一　はじめに

譲渡制限株式の譲渡に係る手続きは、会社法一三六条から一四五条までにおいて定められているが、当事者間で売買価格の合意がなされない場合には、裁判所に対して売買価格の決定の申立てをすることができるとされているだけであり（会社法一四四条二項）、具体的な売買価格の決定方法は定められていない。すなわち、「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（同条三項）、「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。[1] そのため、実際の裁判例では様々な手法により売買価格が算定されており、必ずしも統一された手法は存在しない。

本稿では、会社法一四四条二項に規定する売買価格の決定の申立て（以下、「売買価格の決定の申立て」という。）において、裁判所が決定すべき売買価格について検討を行うものとする。なお、本稿では、譲渡の対象となっている株式を発行している会社を「発行会社」と表記することとする。

二　裁判例の傾向と『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』

我が国における売買価格の決定の申立てに関する裁判例の傾向としては、従来は国税庁が公表している財産評価基本通達（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を重視する傾向が強かったものの、[2] その後の大まかな傾向としては、マーケット・アプローチが比較的よく用いられ、近時はインカム・アプローチのＤＣＦ法の採用が多くなっている。[3]

さらに、最近の裁判例は、経営権の移動に準じて取り扱うことができるかを検討しているものが多い。[4] すなわち、経営権の移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、[5] それ以外の場合において、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、[6] 買い主が支配株主であり、売主が少数株主であるときは、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値を一対一の折衷割合により評価を行うという裁判例が公表されている。[7] このような傾向は、日本公認会計士協会が公表した『株式等鑑定評価マニュアル』に記載されている「株式等鑑定評価の基本事例」の考え方と整合的である。[8]

そして、日本公認会計士協会が『株式等鑑定評価マニュアル』に代わるものとして公表した『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。[9] このうち、インカム・アプローチは、将来の収益獲得能力及び固有の性質並びに市場での取引環境を評価結果に反映させることができるという長所があるものの、恣意性の排除が難しく、客観性に乏しいという短所がある。[10] これに対し、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチは、客観性に優れているという長所があるものの、マーケット・アプローチには類似取引や類似会社が存在しない場合には評価が困難であり、ネットアセット・アプローチには将来の収益獲得能力や市場での取引環境を反映させることができないという短所がある。[11]

このように、いずれの評価方法を採用するにしても、一長一短が存在することから、総合評価の方法として、『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』では、単独法のほか、重複幅併用法や折衷法も紹介されている。[12] 重複幅併用法は、一定の幅をもって算出されたそれぞれの評価結果の重複等を考慮しながら評価結果を導く方法である。そのため、いずれの評価方法においても算定される結果のレンジの範囲にあることから合理性が認められる。これに対し、折衷法は、それぞれの評価結果に一定の折衷割合により加重平均して算出する方法である。そのため、その算定結果に何

の意味もないことや、[14] 折衷割合を調整することにより恣意性を介入させることが可能であることから、[15] 実務の妥協の産物とも言えるものであり、合理的な手法とは言えるものではないと考えられる。

三　支配権プレミアム等についての学説

一般的に、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の差は、支配権プレミアム、マイノリティ・ディスカウントと呼ばれている。具体的には、インカム・アプローチのうち、ＤＣＦ法は会社全体のフリー・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。[16]

そして、マーケット・アプローチのうち、類似上場会社法は、多数の小口取引に基づき形成される類似上場会社の市場価格に倍率を乗じて算定することから、経営権の移動に関する対価は含まれていないため、支配株主にとっての株式価値を評価するためには、支配権プレミアムを加算する必要がある。[17]

さらに、ネットアセット・アプローチは、発行会社が清算を予定していないことから、当分の間、残余財産の分配を受けることができないと考えるのであれば、[18] 支配株主にとっての株式価値を評価する方法であると言えるのかもしれない。しかし、後述するように、清算処分時価による場合には、少数株主にとっての株式価値の最低限を示す評価方法であると考えられる。そして、再調達時価による場合には、継続企業を前提としながらも、将来の収益獲得能力を加味していないため、後述するように参考程度に利用されるべき評価方法であり、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のいずれも厳密には算定されない。そのため、支配権プレミアムやマイノリティ・ディ

スカウントを考慮すべきではないと考えられる。[19]

なお、『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』では、株式評価を取引目的と裁判目的に分類している。すなわち、取引目的の株式評価では意思決定の参考にするために行われるのに対し、[20]裁判目的の株式評価では裁判所に提出される目的で行われる。[21]支配権プレミアム、マイノリティ・ディスカウントは、これらを評価する確立された理論があるわけではないが、[22]実際に慣習として定着しているのであれば、取引目的の株式評価では考慮せざるを得ない。

これに対し、裁判目的の株式評価では、適用される法律の趣旨を考慮しながら価格を決定する必要があると考えられる。具体的には、売買価格の決定の申立てでは、譲渡人が支配株主である場合と少数株主である場合、指定買取人が支配株主である場合と少数株主である場合とがそれぞれ想定される。そのため、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が異なることが考えられる。

この点につき、関俊彦教授は、①譲渡の自由を制限されている株主（譲渡人）を保護する立法であることは明確であること、②実質的には企業内異分子を整理し、譲渡株主と残存株主との間で企業を分割する側面があることを理由として、いずれか高い金額で評価すべきであると主張されていた。[23]

これに対し、江頭憲治郎教授は、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を売買価格とすべきであると主張されていた。そして、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違いが生じる理由として、①フリー・キャッシュ・フローの全額を取得できる可能性の有無、②支配株主における他の事業とのシナジー、③役員報酬を取得できる可能性の有無、④支配株主の方が少数株主よりも保有する株式の流動性が高いなどの理由を挙げられている。[24][25]なお、④の理由については、後述する非流動性ディスカウントとして検討すべきである。

さらに、宍戸善一教授は、交換価値と規範的価値に分けたうえで、少数株主の規範的価値に内部留保を含めるべきであると主張され、その理由として、①内部留保という形で再投資するリスクは少数株主も等しく負担している、②

内部留保を少数株主に分配しない場合には少数株主持分に対応する内部留保を支配株主が手に入れることになる、③内部留保については支配株主と少数株主との間に利益相反が生じることを挙げられていた。[26]

四　支配権プレミアム等の分析

㈠　支配権プレミアム等の発生原因

支配権プレミアム、マイノリティ・ディスカウントの発生原因は、様々なものが考えられる。江頭教授が挙げた理由のうち、①フリー・キャッシュ・フローの全額を取得できる可能性の有無は、前述のように、少数株主にとっての株式価値の評価をＤＣＦ法により行う場合のマイノリティ・ディスカウントを行う理由に合致するものである。そして、②支配株主における他の事業とのシナジーも、Ｍ＆Ａ市場においてシナジーの分析がなされていることを考えると、その存在を否定することは難しい。これに対し、③役員報酬を取得できる可能性の有無は、株主に対して十分な配当をせずに、支配株主が役員報酬として利益を享受するということが、ある程度は可能であるという事実があったとしても、本来であれば少数株主に分配すべき利益を不相当に高額な役員報酬を得ることにより支配株主に移転させることが前提となっているため、裁判目的の株式評価において、マイノリティ・ディスカウントを行う理由にすべきではないと考えられる。[27]

さらに、情報の非対称性も理由のひとつとして考えられる。なぜなら、十分な情報を有していない株主は、情報のすべてを入手している株主に比べてリスクの高い投資を行っている。そのため、不十分な情報しか有していない株主が期待するリターンは大きくなるため、同一のリターンであったとしても、株式価値が低くなるはずである。そのた

め、以下では、①フリー・キャッシュ・フローの全額を取得できる可能性の有無、②支配株主における他の事業とのシナジーに、⑤情報の非対称性を加えた3つの理由について検討を行うこととする。

本稿の立場としては、江頭教授も指摘されているように、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の違いが生じる理由として認められたとしても、裁判所が非訟事件手続において価格を決定する際に尊重すべきものとそうでないものが存在することを前提としている。[28] すなわち、取引目的の株式評価では、実際の売却価値が重視されるべきであるのに対し、裁判目的の株式評価では、売却価値が算定される背景が法律の趣旨に反しているのであれば、売却価値を修正したうえで売買価格を算定する必要があり、必ずしも両者は一致するものではないと考えられるからである。[29]

以下では、譲渡人が少数株主である場合に対して、買取人が支配株主、発行会社、少数株主である場合をそれぞれ検討し、その後、経営権の移動に準じて取り扱うことができる場合として、譲渡人が準支配株主である場合について検討を行う。

(二) 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

1 裁判例の検討

最初に、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ついて検討を行う。ここでは、取引目的の株式評価において、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が異なるということを前提とする。このような場合に、広島地決平成二一年四月二二日（注7参照）では、「株式の売買を相対で行う場合には、通常は、いずれか一方の交渉力が他方を上回るのが一般的であるが、本件は、会社法の規定により株式の買取価格を決定するものであるから、双方対等の立場で評価すべきものであると解される」という理由により、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を一対一の割合で折衷している。譲渡制限株式の譲渡では、売買価格が高くなれば譲渡人が利益を得て、同額が指定買取人の負担になるというゼロ和ゲームが成立する。そのため、売買価格の決定の申立てがなされずに、譲渡人である少数株主と指定買取人である支配株主が交渉を行う場合には、両者の期待する価格の間のどこかで落とし所を探る必要がある。これに対し、売買価格の決定の申立てがなされた場合には、両者が対等の立場で交渉を行い、かつ、交渉力に差がないことが前提となる。そのため、一対一の割合での折衷は一つの解決方法かもしれない[30]。

しかしながら、前述のように、裁判目的の株式評価では、支配権プレミアム、マイノリティ・ディスカウントの発生原因が法律の趣旨に反しているのであれば、これらを修正した価格で売買価格を決定する必要があると考えられる。

2　フリー・キャッシュ・フローの全額を取得できる可能性の有無

まず、前述の三つの理由のうち、①フリー・キャッシュ・フローの全額を取得できる可能性の有無について検討する。すなわち、剰余金が過剰に留保されている場合には、少数株主はフリー・キャッシュ・フローの全額を享受することができないが、支配株主にはそのような懸念は存在しない[31]。そのため、取引目的の株式評価では、配当をコントロールできないことを理由として、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違いが存在するということは否定しない。

しかしながら、支配株主であっても、少数株主であっても、株主の地位に基づいて得ることができる経済的利益は剰余金の配当と残余財産の分配であり、株主平等の原則により、一株当たりの配当金額と残余財産の価額は変わらない（会社法一〇九条一項）。そのため、支配株主が少数株主よりも多くのフリー・キャッシュ・フローを享受しようとしても、株主としての地位に基づいて享受することはできず、役員報酬や関係会社との取引を通じて行うほかはない。

前述の役員報酬と同様に、関係会社との取引で支配株主が利益を享受するということが、ある程度は可能であるという事実があったとしても、本来であれば少数株主に分配すべき利益を、不相当な取引価格により関係会社に移転させることが前提となっているため、裁判目的の株式評価において、マイノリティ・ディスカウントを行う理由にすべきではないと考えられる。

さらに、長期的には、発行会社が取得するフリー・キャッシュ・フローは剰余金の配当として株主に分配されるはずである。そのため、発行会社が取得するフリー・キャッシュ・フローと株主が受け取る配当金額に差異が生じたとしても短期的なものに過ぎない。すなわち、長期的にも少数株主が現実的に受け取ることができないフリー・キャッシュ・フローがあるとすれば、それは発行会社に過剰に留保されているものである。このような十分に配当されていない株式は安い価格でないと取引されないため、取引目的の株式評価では、株式価値が引き下げられてしまうこともやむを得ない。

これに対し、裁判目的の株式評価では、剰余金が過剰に留保されていることを理由として株式価値を引き下げるべきではない。なぜなら、過剰に剰余金を留保することができるのは指定買取人である支配株主であり、自ら配当をコントロールできることを理由として、自ら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からである。

このように、支配株主と少数株主とで株主としての地位に基づいて享受できる経済的利益は変わらないこと、長期的にも少数株主が享受することができないフリー・キャッシュ・フローは発行会社に過剰に留保されているものであることから、①フリー・キャッシュ・フローの全額を取得できる可能性の有無を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理由にすべきではないと考えられる。

3　情報の非対称性

前述のように、⑤情報の非対称性も事実として存在することは否定し難い。そして、情報を十分に有していないということを理由として、例えば、DCF法により評価された株式価値に対して、二〇％のマイノリティ・ディスカウントを行うことを認めるべきかが問題となる。すなわち、DCF法による評価額は支配株主が作成した事業計画に基づいて作成されているものである。そして、その実現可能性についての十分な情報を少数株主が有していないかもしれない。そのため、取引目的の株式評価では、情報の非対称性を理由として株式価値が引き下げられる場合は考えられる。しかし、売買価格の決定の申立てにおいて、情報を十分に有している支配株主が、情報を十分に有していない少数株主から、情報の非対称性を理由として引き下げた株式価値で買い取ることを認めるべきではないと考えられる。なぜなら、支配株主が少数株主に対して情報を十分に提供していれば、情報の非対称性を理由とした株式価値の違いは縮小するからである。そのため、裁判目的の株式評価では、情報の非対称性を理由として、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と考えられる。

4　支配株主における他の事業とのシナジー

前述のように、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の違いとして、②支配株主における他の事業とのシナジーが存在することは否定しがたい。[32] ただし、シナジーによるフリー・キャッシュ・フローの増加は、支配株主である指定買取人で生じることもあるし、発行会社で生じることもある。[33]

例えば、P社がS社の発行済株式の過半数を保有している場合において、P社とS社のいずれにもフリー・キャッシュ・フローの増加が見込まれるものとする。このうち、P社のフリー・キャッシュ・フローの増加はP社株主が享受すべきものであり、S社の少数株主が享受すべきものとは言い難い。[34] これに対し、S社のフリー・キャッシュ・フ

ローの増加は、将来のS社株主の配当請求権や残余財産分配請求権の価値の増加に繋がるため、S社株主において平等に分配されるべきであると考えられる。その結果、P社がS社の発行済株式の過半数を取得したことにより生じるS社のフリー・キャッシュ・フローの増加は、将来的にS社で蓄積されていくため、S社の少数株主にも分配されるべきものである。すなわち、S社の少数株主からP社が追加的にS社株式を買い取る場合には、マイノリティ・ディスカウントを行うことは許されず、すでに増加しているS社のフリー・キャッシュ・フローにより算定された株式価値により買い取るべきであると考えられる。

この点、シナジーが生じる前のS社の株式価値が一株当たり一〇〇円であり、シナジーが生じた後のS社の株式価値が一株当たり一三〇円であったとしても、P社からするとS社の発行済株式の過半数を取得するために一株当たり一五〇円を支払うかもしれない。なぜなら、P社のフリー・キャッシュ・フローの増加により、P社の株式価値が二〇円以上増加することが見込まれれば構わないからである。すなわち、シナジーを原因とした支配権プレミアムの原因がP社のフリー・キャッシュ・フローの増加であったとしても、S社のフリー・キャッシュ・フローだけでS社の株式価値を算定すれば、P社のフリー・キャッシュ・フローの増加による影響は排除できるため、このように算定された数値に対して、さらにマイノリティ・ディスカウントを行うべきでないと考えられる。[35]

このような論拠は、実際のM&Aにおいて、S社に帰属すべきシナジーを買収会社であるP社が享受する事案、すなわち、右記の事例では、一株当たり一二〇円で買収が行われる事案が存在するという批判が考えられる。しかし、M&Aでは交渉や駆け引きでプレミアムが決定されることが多く、買収会社にとって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。[36] ここで挙げた論拠は、裁判所が非訟事件手続において価格を決定する際に考慮すべきかどうかという点であり、少数株主がS社株式を譲渡しなければ、S社に帰属すべきシナジーを享受できていたはずであるから、S社に帰属す

べきシナジーはS社の少数株主が享受すべきであると考えられる。

そのため、裁判目的の株式評価では、シナジーを理由として、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と考えられる。

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、裁判目的の株式評価において、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理由として認められるべきものが存在しないことから、支配株主にとっての株式価値により売買価格を決定すべきであると考えられる。

㈢　譲渡人が少数株主であり、買取人が発行会社である場合

会社法一四〇条一項では、発行会社が自己の株式を買い取ることを原則としている。発行会社が自己の株式を買い取るためには、原則として、株主総会の決議が必要になるが（会社法一四〇条二項）、売買価格の決定の申立ての手続きは何ら変わらないため、買取人が発行会社である場合についても検討を行う必要がある。

発行会社が、時価よりも高い金額又は低い金額で自己の株式を買い取る場合には、株主間贈与があったとみなすことができるため、発行会社の他の株主を買取人とみなしたうえで売買価格の決定をすべきである。そのため、発行会社の他の株主に少数株主が存在する場合において、支配株主にとっての株式価値により自己の株式を買い取ったときに、譲渡人以外の少数株主に損害を与える可能性があるかどうかを追加的に検討する必要がある。

後述するように、本稿では、DCF法により評価を行うべきであるとしたうえで、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は、算定された結果を検証する程度に留めるべきであると考えている。そのため、ここでは、DCF法により算定された支配株主にとっての株式価値で買い取った場合に、他の少数株主が保有している株式のDCF法による評価額が下がるか否かについて検討を行う。例えば、DCF法により評価された全体の株式価値が

一〇〇〇円であり、発行済株式総数を一〇〇株とし、支配株主が七〇株、少数株主（一〇名）が三株ずつ（小計三〇株）保有しているとする。この場合、マイノリティ・ディスカウントを二〇％とすると、支配株主にとっての株式価値は一株当たり一〇円となり、少数株主にとっての株式価値は一株当たり八円（一〇円×八〇％）となる。

そして、一の少数株主から支配株主にとっての株式価値である三〇円（一〇円×三株）で自己の株式を買い取った場合には、当該自己の株式の買取りにより交付される金銭は、発行会社の余剰資金又は借入れにより賄われる。そのため、余剰資金を加算し、有利子負債を減算するＤＣＦ法の評価モデル[37]からすると、余剰資金から支払う場合には加算されるべき余剰資金が三〇円減少し、有利子負債から支払う場合には減算されるべき有利子負債が三〇円増加するため、いずれにしても株式価値が三〇円減少する。なお、借入金の増加は、倒産確率が異常に高くならない限り、支払利息の節税効果などの要因により、割引率を引き下げる効果がある[38]。そのため、結果的に、株式価値を引き上げることもあり得るが、そのこと自体は他の少数株主に損害を与えるものではない。

このように、一の少数株主から支配株主にとっての株式価値である三〇円で買い取ったとしても、会社全体の株式価値は九七〇円であり、発行済株式総数（自己株式を除く）は九七株であることから、他の少数株主にとっての株式価値は一株当たり八円のまま変わらない。すなわち、ＤＣＦ法により評価を行う場合には、少数株主から支配株主にとっての株式価値で買い取ったとしても、倒産確率が異常に高くならない限り、他の少数株主が保有している株式のＤＣＦ法による評価額は下がらないということになる[39]。

そして、前述のように、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により売買価格を決定すべきである。買取人が発行会社である場合には支配株主と同視することができ、かつ、支配株主にとっての株式価値で自己の株式を買い取っても他の少数株主に損害を与えないため、支配株主にとっての株式価値により売買価格を決定すべきであると考えられる。

㈣　譲渡人が少数株主であり、指定買取人も少数株主である場合

譲渡人も指定買取人も少数株主である場合には、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両方が少数株主にとっての株式価値になる。すなわち、売買価格の決定の申立てがなされずに、当事者間の交渉により売買価格を合意するゼロ和ゲームと仮定すると、少数株主にとっての株式価値で売買価格が決定されるはずである。そのため、売買価格の決定の申立てがなされても、マイノリティ・ディスカントを考慮するかは争点となり得ない。したがって、少数株主にとっての株式価値により売買価格を決定すべきであると考えられる。

ただし、指定買取人が少数株主であったとしても、支配株主に協力的な株主である場合には異なる検討が必要になる。なぜなら、当該少数株主が少数株主にとっての株式価値で買い取れるという前提で指定買取人になった可能性はあり得るものの、支配株主の依頼により指定買取人になったという事実は変わらない。そして、非協力的な者を買取人に指定するわけがないことから、指定買取人になった少数株主は支配株主に協力的な株主であることが多く、株主総会における議決権の行使も支配株主に同意した形で行われる可能性が高いと考えられる。このような場合に、少数株主にとっての株式価値で売買価格を決定してしまうと、支配株主が支配株主にとっての株式価値で買い取らなくて済むように、他の少数株主に少数株主にとっての株式価値で買い取ってもらうという選択肢を取締役会に与えてしまうという問題が生じる。

そして、関教授が指摘されたように、企業内異分子を整理し、譲渡株主と残存株主との間で企業を分割する側面があることを考えると、指定買取人が少数株主であったとしても、支配株主に協力的な株主であると認められる場合には、指定買取人を支配株主と同視したうえで、売買価格の決定をすべきである。そのため、少数株主にとっての株式価値により売買価格を決定すべき場合は、支配株主が存在しないような特殊事案[40]に限定すべきであると考えられる。

㈤　譲渡人が準支配株主である場合

譲渡人が支配株主である場合には、経営権の移動に準じて取扱うことができるため、支配権プレミアムを加味した価格で売買価格を決定すべきであり、少数株主にとっての株式価値で売買価格を決定すべきではないということは言うまでもない。これは、共同経営や業務提携のために、経営に影響を与えられるだけの株式を保有している準支配株主が譲渡人である場合も同様であると考えられる。なお、指定買取人が既存の支配株主又は新たな支配株主である場合には、譲渡制限株式の追加取得による新たなシナジー効果や経営改善効果により、譲渡後の株式価値が増加する場合もあるかもしれない。

このような場合であっても、譲渡人である準支配株主は自らの意思で株式を譲渡していることから、譲渡直前の株式価値を保障すれば足りるため、譲渡により増加する支配株主にとっての株式価値により売買価格を算定する必要はないという考え方もあり得る。その一方で、準支配株主が売買価格の決定の申立てを行う場合は、経営権争いや業務提携の解消などのような事情が考えられる。すなわち、関教授が指摘されたように、企業内異分子を整理し、譲渡株主と残存株主との間で企業を分割する側面があることを考えると、譲渡制限株式の譲渡により増加した株式価値を公正に分配する必要があると考えられる。

なお、前述のように、シナジーによるフリー・キャッシュ・フローの増加は、指定買取人で生じることもあるし、発行会社で生じることもあるが、後者のフリー・キャッシュ・フローの増加による株式価値の増加は、残存株主も享受することができることから、その部分については、譲渡人にも分配されるべきである。さらに、当該株式価値の増加を考慮せずに売買価格を決定してしまうと、指定買取人が取得した株式に対して、取得した直後に含み益が生じることになる。そのため、後者のフリー・キャッシュ・フローの増加を加味したうえで株式価値の算定をするべきであ

ると考えられる。

そして、譲渡人が準支配株主であり、指定買取人が少数株主である場合に、少数株主にとっての株式価値で評価することができるかどうかが問題となる。実際には、取引先や従業員などの多数の少数株主に分散させる場合が想定される。このような場合には、関教授が指摘されたように、売買価格の決定の申立ての制度が、譲渡の自由を制限されている株主（譲渡人）を保護する立法であることから、譲渡人が譲渡前に有していた株式価値よりも低い売買価格にすべきではなく、支配株主にとっての株式価値により売買価格を決定すべきであると考えられる。

㈥　小　括

このように、譲渡人と指定買取人の双方が少数株主である場合を除き、支配株主にとっての株式価値を売買価格とすべきであると考えられる。さらに、譲渡人と指定買取人の双方が少数株主であったとしても、指定買取人が支配株主に協力的な株主であると認められる場合には、支配株主にとっての株式価値を売買価格とすべきであると考えられる。

五　非流動性ディスカウント

㈠　裁判例の検討

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、インカム・アプローチやマーケット・アプローチ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。[41]

非流動性ディスカウントを考慮するか否かについて、近時、吸収合併における反対株主の株式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。）であるが、収益還元法を用いる場合に、非流動性ディスカウントを行うことができないとした最一小決平成二七年三月二六日民集六九巻二号三六五頁が公表された。本事件では、「（収益還元法には）、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。」ということが、非流動性ディスカウントが認められない根拠となっている。

本最高裁決定が公表される前でも、東京地決平成二〇年三月一四日金融・商事判例一二八九号八頁は、「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としたものであり、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。」と判示していた。[42]そして、本最高裁決定でも、「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」と判示されていることから、収益還元法を用いる場合に、非流動性ディスカウントが認められないという本最高裁決定の射程は、反対株主の買取請求の事件に限定されたものと解することもできる。しかし、反対株主の買取請求の事件に限定されたものでないとすれば、本稿で検討する売買価格の決定の申立ての事件でも同様に取扱うべきであるという考え方になる。

さらに、本最高裁決定が公表される前にも、非流動性ディスカウントは上場株式との比較がされている手法に限られるとする見解[43]が存在し、売買価格の決定の申立ての事件であっても、収益還元法などのインカム・アプローチを採用した場合には、非流動性ディスカウントが認められないという考え方は成立し得る。

しかしながら、インカム・アプローチにおいて非流動性ディスカウントを加味する手法は、株式の流動性の欠如に対するリスクプレミアムを割引率に織り込む手法と、当該リスクプレミアムを加味せずに計算した後に一定の非流動

性ディスカウントを行う手法が挙げられる。[44] このうち、前者は「市場における取引価格との比較」を加味した手法に該当することに疑いはないが、その代替的な手法として後者の手法を採用したとしても、理論上、算定される計算結果に変わりがないことから、非流動性ディスカウントを考慮することができるかどうかに差異を設けるべきではないと考えられる。

このように、売買価格の決定の申立ての事件において、収益還元法などのインカム・アプローチを採用したという理由だけでは、非流動性ディスカウントが認められないという理由にはならないと考えられる。

㈡　私　見

1　支配株主にとっての株式価値により評価する場合

実務上、取引目的の株式評価において、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、発行会社の生むフリー・キャッシュ・フローを支配していることから、非流動性ディスカウントを考慮しないことがある。[45] 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ディスカウント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を考慮すべきであるという見解もある。[46]

後者の見解は、「Mergerstat Review」と呼ばれるデーターベースにおいて、公開会社の買収事例におけるＰＥＲマルチプルと非公開会社の買収事例におけるＰＥＲマルチプルを比較するデータが公表されており、非公開会社の方が低い数値であることが根拠のひとつとなっている。そして、このような差が生じた理由として、①非公開会社に関する情報が限られており、買い手が積極的になりにくい、②上場企業と比べると財務会計情報の信頼性が劣る、③公開会社に比べて規模が小さいことから事業リスクが大きい、といったものが挙げられている。[47] このうち、③の理由は、

後述するサイズ・リスクプレミアムとして検討すべきであろう。

そして、①及び②の理由は、非上場株式の売りにくさを示す要因であるため、取引目的の株式評価であれば、売り手と買い手との間の交渉により、非流動性ディスカウントが考慮される場合があるのかもしれない。しかし、少数株主にとっての株式価値を評価する場合であっても、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、[48] 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。[49] その一方で、前述のように、支配株主にとっての株式価値を算定する場合には、非流動性ディスカウントを行わないこともある。そのため、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行うべきであるという根拠はそれほど強いものではないと考えられる。

さらに、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ィ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。そのため、裁判目的の株式評価では、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。また、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、フリー・キャッシュ・フローの全額を取得できる可能性の有無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る場合であっても、支配株主にとっての株式価値により評価するときは、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。

2　少数株主にとっての株式価値により評価する場合

前述のように、譲渡人も指定買取人も少数株主である場合には、少数株主にとっての株式価値により評価する必要がある。そして、取引目的の株式評価により少数株主にとっての株式価値を評価する場合には非流動性ディスカウントが考慮されることが多い。

すなわち、売買価格の決定の申立てがなされずに、当事者間の交渉により売買価格を合意するゼロ和ゲームと仮定すると、非流動性ディスカウントを考慮した株式価値で売買価格が決定されるはずである。そのため、売買価格の決定の申立てがなされても、非流動性ディスカウントを考慮するかどうかは争点となり得ない。したがって、裁判目的の株式評価では非流動性ディスカウントを考慮すべきであると考えられる。

六　サイズ・リスクプレミアム

一般的に、時価総額の小さい企業は時価総額の大きい企業よりもリスクプレミアムが大きいことが知られており、このようなリスクプレミアムをサイズ・リスクプレミアムという。[50] ただし、サイズ・リスクプレミアムには理論的な裏付けがないという指摘[51]だけでなく、我が国の株式市場ではサイズ・リスクプレミアムが観察されない又は安定的ではないという実証研究[52]も存在する。そのため、取引目的の株価評価ではサイズ・リスクプレミアムを考慮することができたとしても、裁判目的の株式評価では考慮すべきではないと考えられる。

七　評価方法の選定

㈠　インカム・アプローチ

1　DCF法（フリー・キャッシュ・フロー法）

『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』では、インカム・アプローチに分類される評価方法として五つの評価方法

を紹介しており、その代表的な評価方法がＤＣＦ法である。[53] ＤＣＦ法は、将来の収益獲得能力や固有の事情を考慮した評価方法であることから、支配株主にとっての株式価値を算定するための評価方法として最も理論的な評価方法であると言われている。[54] さらに、他のインカム・アプローチに分類される評価方法である配当還元法と異なり、発行会社の資本構成を考慮することができるという利点もある。そして、負債が無いと仮定した場合のＤＣＦ法による評価額と配当還元法による評価額が一致することから、ＤＣＦ法のほうがより一般的な枠組みであるという指摘もある。[55]

しかし、インカム・アプローチの宿命ともいえるものであるが、恣意性の排除が難しく、客観性に乏しいという短所がある。さらに、「ＤＣＦ法においては、論理的な関数式が成立している。したがって、ＤＣＦ法が理論的であるということは、結論から逆算することが可能ということでもある。[56]」という指摘もある。具体的には、将来の事業計画や割引率を調整することにより、ある程度の限界は存在するとしても、一定の操作が可能であることは否定できない。

そして、事業計画を作成していたとしても、金融機関に提出した事業計画がそのまま利用されることも考えられるが、金融機関に提出される事業計画は借入金の弁済や資金調達のために作成されたものであり、確実に弁済できる借入金の金額を算定するために、将来の企業成長を織り込んでいない可能性も考えられる。

そうなると、ＤＣＦ法をどこまで信頼することができるのかが問題となるが、ＤＣＦ法が最も理論的な評価方法であるということからも全く排除することは妥当ではないため、後述するように、他の評価方法との併用を含めた検討を行うことにより、恣意性を排除していくことが必要になると考えられる。

2　配当還元法

配当還元法としてまず思い浮かぶものは、財産評価基本通達一八八―二項に定められている特例的評価方式であり、

実際の配当額を基礎に計算する評価方法である。この評価方法は、配当をほとんど行っていない場合には極めて低い評価額になってしまうため、何ら合理性は存在しない。[57] 実務上、従業員持株会の会員のような少数株主の間での売買では、当該特例的評価方式により算定された株式価値が用いられることが少なくないが、[58] 租税法の問題を意識した売買価格の算定であり、会社の企業価値を適切に表したものとは言い難いため、裁判目的の株式評価では用いられるべきではないと考えられる。

これに対し、『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』で紹介されている配当還元法は将来の配当の期待値を割り引いて計算する評価方法である。そして、配当成長を予測する評価方法としてゴードン・モデル方式も紹介している。[59] かつては、ゴードン・モデル方式に基づく配当還元法は、配当期待権のみを有する少数株主にとっ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あり、同様の見解を示した裁判例も公表されている。[60] そして、『株式等鑑定評価マニュアル』でも同様の見解が記載されていたが、[61] その後に公表された『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』ではその旨は記載されていない。さらに、前述のように、売買価格の決定の申立ての裁判例ではいくつか見受けられるものの、M&AやMBOの事例ではほとんど利用されていない。

その理由としては、ゴードン・モデル方式は、将来の内部留保を配当の成長率に繋がるようにする計算モデルであり、現在の内部留保を株式価値の算定に反映させていないという意味で致命的な問題が存在するからであると考えられる。[62] そして、ゴードン・モデル方式により現在の内部留保を加味するためには、現時点において配当可能な金額をすべて配当したと仮定して株式評価を行わざるを得ない。このような、将来の内部留保のみを考慮し、現在の内部留保を考慮しないという整合性のない手法であることから、ゴードン・モデル方式を用いるべき積極的な理由は見当たらない。さらに、事業戦略と財務戦略を切り離して考えることができない業種である金融機関に対する株価算定手法として優れているものであるとして紹介する文献も存在し、[63] 一般事業会社に対しては優れた手法とは言えないと考え

られる。

このように、配当還元法は、現在の内部留保を加味するために純資産法と折衷したり、将来の成長を加味するためにゴードン・モデル方式を導入したりすることで、とりあえずの形にしているものの、非上場株式の評価としては課題も多く、非上場株式の評価として利用することは避けるべきであると考えられる。

3　収益還元法（利益還元法）

収益還元法は、将来の予想純利益を一定の割引率で割り引くことにより株式価値を算定する手法である。[64] 収益還元法は、評価対象企業の事業計画がない場合に算定される手法であると説明されることがあり、過去の収益実績に基づいて将来の収益を想定することにより算定されるものである。[65]

このように、収益還元法は、ＤＣＦ法の簡便法ともいうべきものであり、本来であれば利用すべきものではないが、非上場会社には事業計画が存在していなかったり、信憑性が無かったりするものも少なくないため、そのような場合には、利用されるべき手法であるということができる。

(二)　マーケット・アプローチ

『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』では、マーケット・アプローチに分類される評価方法として、市場株価法、類似上場会社法、類似取引法及び取引事例法を紹介している。このうち、市場株価法は上場株式に対してのみに採用することができる手法であり、非上場株式に対しては採用することができない。そして、類似取引法は、類似取引の売買価格と財務数値に関する情報に基づいて算定する手法であるが、[66] 実際には、ほとんど情報が入手できないと考えられ、現実的な手法とは言い難い。さらに、取引事例法も、財産評価基本通達に定めのある特例的評価方式により評

価された株式価値で売買されている取引事例が存在することは想定される。しかし、このような取引事例は、税務上の問題が生じないことを意識して株式価値が算定されていることから、会社の企業価値を適切に表したものではないため、取引事例としては参考にならない。そのため、取引事例法を採用することができる場合は稀であると考えられる。[67]

このように、マーケット・アプローチに分類される評価方法のうち、類似上場会社法のみが現実的に採用され得る評価方法であると考えられるが、類似する上場会社が存在しない場合には算定することができないため、最近の裁判例ではあまり採用されていない。

しかしながら、「類似企業比較法は、ＤＣＦ法において明示的に考慮される将来キャッシュ・フローの予測とその現在価値の算定プロセスを、評価対象企業の財務数値と類似企業のマルチプルを用いて間接的に導くという形に置き換えたものと位置づけることができます。[68]」と説明されることがあり、ＤＣＦ法により算定された結果と類似上場会社法により算定された結果とが著しく異なる場合には、そのいずれかが不適切であるということができる。そのため、ＤＣＦ法と類似上場会社法との重複幅併用法を採用しつつ、相互の算定結果を検証することにより、ＤＣＦ法の問題点である恣意性を弱めることができると考えられる。

このように、類似上場会社法により評価された株式価値にはそれなりの合理性は存在するため、類似企業の選定が困難であるというだけで排除すべきものではないと考えられる。

㈢　ネットアセット・アプローチ

『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』では、ネットアセット・アプローチの手法として、簿価純資産法及び時価純資産法を紹介するとともに、時価純資産法の簡便法としての修正簿価純資産法を紹介している。[69]

このうち、簿価純資産法は、実際の時価と乖離していることが多いことから、検討に値するものは時価純資産法のみである。この場合における時価の考え方として、再調達時価と清算処分時価の二つが考えられる。[70] 株主からしてみると、清算処分時価よりも安い値段でしか株式の譲渡が行えないのであれば、清算をしたうえで、残余財産の分配を受けた方が良いことから、清算処分価値が少数株主にとっての株式価値の最低限になるという程度の意味は存在すると考えられる。[71]

これに対し、再調達時価は、客観性には優れた評価方法であると言えるものの、M&Aの実務において、正ののれん、負ののれんがそれぞれ生じている実態を考えると、算定された株式価値はあくまでも参考程度のものでしかない。そのため、本来であれば適正な評価方法であるとは言い難いものではあるが、その客観性の高さから、中小企業のM&Aにおいて頻繁に利用されている手法でもあり、例えば、信金中央金庫の完全子会社である信金キャピタル株式会社では、HP上において、時価純資産価額に営業権を加算したものを「適正価格」として算出していることを開示している。[72] この主たる理由としては、我が国における裁判外の実務において、DCF法が本格的に普及し始めたのは、平成一〇年頃であり、[73] 未だに、DCF法を理解している実務家がそれほど多くはないからであると推定される。このような状態では、中小企業の経営者に対してDCF法を納得してもらうことが不可能であり、時価純資産価額に営業権を加算した金額を「適正価格」であるとすることが、理論的には問題があるものの、売り手にとっても、買い手にとっても、とりあえずの納得感が得られやすく、M&Aが成立しやすいからであると考えられる。

このように、ネットアセット・アプローチは、将来の収益獲得能力を考慮していないことから、理論的には問題のある手法ではあるものの、その客観性の高さから、実務でも一定の目安となっているという実態を考えると、無視すべきではないと考えられる。そのため、インカム・アプローチによって算定された株式価値が、再調達時価により算定された時価純資産価額に比べてあまりに低額である場合には、インカム・アプローチによって算定された株式価値

の再検証を含めた対応が必要になると考えられる。[74]

㈣　小　括

このように、最も理論的な評価手法がＤＣＦ法であるという点は疑いがないことから、ＤＣＦ法を完全に排除することは妥当ではない。そして、東京高決平成二〇年四月四日（注5参照）は、事業計画案が提出されなかったことから、ＤＣＦ法ではなく、過去の経常利益の実績を基礎にした収益還元法により評価を行っているが、この程度の実務の妥協は許容されるべきかもしれない。

これに対し、ＤＣＦ法が恣意性の高い評価方法であるという点も疑いがない事実である。そして、現在の裁判例では、支配株主にとっ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）、少数株主にとっての株式価値については配当還元法を採用するものの、これら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。[75]

しかしながら、折衷法により算定された数値は何の意味も存在せず、いわば実務との妥協ともいえるものであるため、本来であれば、ＤＣＦ法により算定された結果を検証するために時価純資産法との比較を行い、その差異が合理的に説明可能なものであるかという検討を行う程度に留めるべきであると考えられる。[76]

さらに、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を採用するということも考えられる。重複幅併用法により算定された数値は、ＤＣＦ法のレンジの範囲内にもあることから、ＤＣＦ法により算定された数値との矛盾が生じないからである。

八　むすび

本稿では、売買価格の決定において、譲渡人と指定買取人の双方が少数株主である場合を除き、マイノリティ・ディスカウント、非流動性ディスカウントを認めるべきではないと結論づけた。そして、評価方法の選定では、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。

今後の裁判例に注目しつつ、さらに研究を重ねたい。

（1）小出一郎「第一四四条」江頭憲治郎ほか編『論点体系会社法1―総則、株式会社Ⅰ』四七九頁（第一法規、平成二四年）

（2）江頭憲治郎「判批」江頭憲治郎ほか編『会社法判例百選』四四頁（有斐閣、第二版、平成二三年）

（3）山本爲三郎「第一四四条」山下友信編『会社法コンメンタール3―株式（1）』四一九頁（商事法務、平成二五年）

（4）小出・前掲注（1）四八〇頁では、「近時の裁判例では、売手の立場と買手の立場を区分して議論し、複数の評価手法を採用することを根拠づけようとするものが散見される。」と指摘されている。

（5）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、福岡高決平成二一年五月一五日金融・商事判例一三二〇号二〇頁

（6）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

（7）広島地決平成二一年四月二二日金融・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一二一六号二七二頁

（8）大阪地決平成二五年一月三一日金融・商事判例一四一七号五一頁は、少数株主である申立人が経営に影響を与える可能性

も残されていたという理由により、収益還元法八〇％、配当還元法二〇％の折衷割合で算定している。そして、千葉地決平成三年九月二六日判例時報一四一二号一四〇頁は、譲受人が会社の役員として経営に参加できる可能性があることから、配当のみを期待する一般投資家の場合とはやや異なる面があることを理由として、役員報酬を配当金の変形とした配当還元方式による株式価値と純資産価額方式による株式価値の平均値により算定している。さらに、東京地決平成二六年九月二六日金融・商事判例一四六三号四四頁は、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という理由により、売主にとっての株式価値を配当還元法六〇％、ＤＣＦ法二〇％、純資産法二〇％の折衷割合で算定した後に、買主にとっての株式価値と一対一の折衷割合で算定している。これらは「経営権の移動に準じて取り扱うことができる」場合と「買主が支配株主であり、売主が少数株主である」場合の中間的な裁判例であると言える。

（9）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一一二―一一七頁（平成六年）

（10）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）

（11）日本公認会計士協会・前掲注（10）四〇頁、谷山邦彦『バリュエーションの理論と応用』一七頁（中央経済社、平成二二年）。このほか、プルータス・コンサルティング『企業価値評価の実務Ｑ＆Ａ』五三頁（中央経済社、第三版、平成二六年）、ＫＰＭＧＦＡＳ『図解でわかる企業価値評価のすべて』四二頁（日本実業、平成二三年）では、インカム・アプローチの一つであるＤＣＦ法の短所として、将来フリー・キャッシュ・フローの見積りの不確実性、割引率の設定の困難性により、大幅に誤った評価がなされてしまう危険性が指摘されている。

（12）日本公認会計士協会・前掲注（10）四〇頁、谷山・前掲注（11）一七頁。なお、プルータス・コンサルティング・前掲注（11）五五頁、ＫＰＭＧＦＡＳ・前掲注（11）一七一頁では、マーケット・アプローチに対して、類似取引や類似会社の選定において恣意性が介入しやすい危険性も指摘されている。

（13）日本公認会計士協会・前掲注（10）四四―四六頁

（14）江頭憲治郎『株式会社法』一六頁（注2）（有斐閣、第六版、平成二七年）では、「一つ一つが信頼に値しない数値を複数寄せ集めたからといって、信頼できる数値が算出されるわけのものではない。」と指摘されている。

（15）谷山・前掲注（11）一九頁

（16）ＫＰＭＧＦＡＳ・前掲注（11）一四九―一五〇頁、谷山・前掲注（11）三三四頁

（17）ＫＰＭＧＦＡＳ・前掲注（11）八一―八四頁、谷山・前掲注（11）三三五頁

(18) 広島地決平成二一年四月二二日・前掲注（7）では、「純資産方式によって株価を算定し、またその算定に当たって同方式を考慮することは、結局、株式に現実的な経済的価値以上の価額を付することになる」として、譲渡人の立場から最も合理的な評価方式を配当還元法であると判示している。

(19) ＫＰＭＧＦＡＳ・前掲注（11）一六五頁では、経営支配権の有無によって正味売却価額や再調達時価の水準が変わらないことを理由として、支配権プレミアム、マイノリティ・ディスカウントを考慮すべきではないとされている。これに対し、谷山・前掲注（11）三三五頁では、経営者が再調達又は清算の決定を行えることを理由として、支配株主にとっての株式価値に分類されている。

(20) 日本公認会計士協会・前掲注（10）八二頁。なお、同書では「企業価値評価」と表記されているが、本稿の表現に合わせて「株式評価」と表記した。

(21) 日本公認会計士協会・前掲注（10）一二〇頁

(22) プルータス・コンサルティング・前掲注（11）二二〇頁。なお、安達和人『ビジネスバリュエーション』二七九―二八二頁（中央経済社、平成二三年）では、実証データを用いた支配権プレミアム、マイノリティ・ディスカウントの分析について解説されている。

(23) 関俊彦『株式評価論』二九八―三〇四頁（商事法務、昭和五八年）

(24) 江頭・前掲注（2）四五頁

(25) 鈴木一攻「コントロール・プレミアムに関する考察」証券アナリストジャーナル二〇〇五年七月号七一頁（平成一七年）では、支配権プレミアムの発生原因を、①経営改善に伴う企業のキャッシュ・フローの増加、②企業から大株主にもたらされる個人的便益に分けられている。

(26) 宍戸善一「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』四二三頁（有斐閣、平成二年）

(27) 適正な役員報酬を得ることができる可能性の有無が支配権プレミアムの発生原因になるはずがなく、適正な役員報酬を超える報酬を得ることができる可能性の有無が支配権プレミアムの発生原因になり得る。これは、エージェンシーの問題と関連づけられるものであり、報酬のほか、社用車や豪華な社長室などのような非金銭的便益なども挙げられる（鈴木・前掲注(25) 七一―七二頁）。このような私的便益を法的に問題がない範囲内で支配株主が享受することができたとしても、予測されるフリー・キャッシュ・フローは、支配株主に対して私的便益を享受させた後のフリー・キャッシュ・フローとなる。そ

のため、当該フリー・キャッシュ・フローに基づいて株式価値が算定されたものに対して、さらにマイノリティ・ディスカウントを行うことを許容すべきではないと考えられる。

(28) 江頭憲治郎『会社法の基本問題』一六七頁（有斐閣、平成二三年）

(29) 山本浩二「第18章　株価算定の手法」奈良輝久ほか編『最新M&A判例と実務』三六一頁（判例タイムズ社、平成二一年）でも、裁判目的の株式評価では、立法趣旨や個々の事例の事情をそれぞれ考慮すべきであると指摘されている。

(30) 山本（浩）・前掲注（29）三六一頁では、取引目的の株式評価を前提として、支配株主と少数株主とが独立した対等の立場で交渉したとすれば、理論的にはそれぞれの評価額の中間値で価格が決定されるとの指摘がある。

(31) 江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」吉原和志・山本哲生編『変革期の企業法　関俊彦先生古稀記念』一二七―一二八頁（商事法務、平成二三年）

(32) 山本（浩）・前掲注（29）三五六頁では、TOBやM&A等の取引におけるコントロール・プレミアムの主たる原因をシナジー効果であると説明されている。

(33) 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）、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）

(34) 無論、ここでは、S社からP社に対する利益供与が行われないことを前提にしている。

(35) ここで留意が必要なのは、P社が指定買取人になることにより、新たに支配株主になるのではなく、売買価格の決定の申立てがなされた時点ですでに支配株主である場合を想定しているという点である。そのため、売買価格の決定の申立てがなされた時点で、すでに、S社にはシナジーが生じているのである。

(36) 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）

(37) 谷山・前掲注（11）六二―六九頁、プルータス・コンサルティング・前掲注（11）一三〇―一三二頁、KPMGFAS・前掲注（11）九四―九五頁

(38) Jonathan Berk & Peter DeMarzo, *Corporate finance* 3rd ed., Pearson, pp. 550-552 (2014), Richard A. Brealey et al., *Principles of corporate finance* 11th ed., McGraw Hill, p. 455 (2014)

(39) 極めて稀ではあると思われるが、倒産確率が異常に高くなるような借入金の増加があったとしても、支配株主にとっての株式価値を算定する際の割引率を調整すれば足りる話であり、少数株主にとっての株式価値で評価を行う必要はないと思わ

れる。

(40) 大阪高決平成元年三月二八日・前掲注（6）は、支配株主が存在しない特殊事案に該当する。

(41) 谷山・前掲注（11）三二七頁、プルータス・コンサルティング・前掲注（11）二一六頁

(42) 抗告審（東京高決平成二二年五月二四日金融・商事判例一三四五号一二頁）でも同様の判断がなされている。

(43) 宍戸・前掲注（26）四一七頁（注27）

(44) 中村慎二「株式買取価格の評価における非流動性ディ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）

(45) ＫＰＭＧＦＡＳ・前掲注（11）一四九―一五〇頁、谷山・前掲注（11）三三七頁

(46) 安達・前掲注（22）三三一頁

(47) 安達・前掲注（22）二八六頁

(48) 日本公認会計士協会・前掲注（10）七六頁では、「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。

(49) プルータス・コンサルティング・前掲注（11）二一七頁

(50) プルータス・コンサルティング・前掲注（11）二八〇頁

(51) プルータス・コンサルティング・前掲注（11）二八一―二八二頁

(52) 砂川伸幸・加藤政仁「近年のわが国におけるＣＡＰＭ型サイズプレミアム」神戸大学ディスカッションペーパー二〇一五・〇四号一―四頁（平成二七年）、久保田敬一・竹原均「Fama-French ファクターモデルの有効性の再検証」現代ファイナンス二二号三―二三頁（平成一九年）

(53) 『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』では、調整現在価値法、残余利益法も紹介されている（日本公認会計士協会・前掲注（10）五〇、五二頁）。しかし、資本構成の変化が想定されていない場合には、ＤＣＦ法と調整現在価値法は同じ結果となる。そして、ＤＣＦ法と残余利益法のそれぞれの予測が整合的である限り、両者は同じ結果となる（プルータス・コンサルティング・前掲注（11）一六三、一六六頁）。そのため、本稿では、調整現在価値法と残余利益法をＤＣＦ法の変型版として取り扱うこととする。

(54) 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）。なお、広島地決平成二一年四月二二日・前掲注（7）でも同趣旨の判断がされている。
(55) 石島博『バリュエーションマップ』二二一頁（東洋経済新報社、平成二〇年）
(56) 伊藤・前掲注（54）四一頁
(57) 久保田安彦「判批」商事法務二〇七一号二〇頁
(58) 牧口晴一・齋藤孝一『事業承継に活かす従業員持株会の法務・税務』一四二―一四三頁（中央経済社、第三版、平成二七年）
(59) 日本公認会計士協会・前掲注（10）五四―五五頁
(60) 広島地決平成二一年四月二二日・前掲注（7）、大阪高決平成元年三月二八日・前掲注（6）
(61) 日本公認会計士協会・前掲注（9）一〇八頁
(62) 実際に、広島地決平成二一年四月二二日・前掲注（7）では、ＤＣＦ法による評価額が二三三九円、純資産方式による評価額が四〇五二円であるのに対し、ゴードン・モデル方式による評価額が四一一円であると評価しており、極めて低い評価額になっている。このような違いが生じた理由は、ＤＣＦ法、純資産方式は現在の内部留保が考慮されないことによると思われる。ゴードン・モデル方式では現在の内部留保が考慮されるものの、
(63) ＫＰＭＧＦＡＳ・前掲注（11）一二三―一二四頁
(64) 日本公認会計士協会・前掲注（10）五六頁
(65) ＫＰＭＧＦＡＳ・前掲注（11）一三二―一三三頁
(66) 日本公認会計士協会・前掲注（10）六七頁
(67) 例えば、有利発行に該当するか否かについて争われたアートネイチャー事件（最一小判平成二七年二月一九日民集六九巻一号五一頁）は、上告審では募集株式の発行及び自己株式の処分のいずれも著しく不公正な価額で行われたものには該当しないとされたが、第一審、控訴審では募集株式の発行のみが著しく不公正な価額で行われたものに該当するとされた。そして、第一審、控訴審では、役員や社員持株会等の関係者の間で取引されていた価格と同一の価格により自己株式の処分を行ったことが著しく不公正な価額ではない根拠のひとつとなっている。しかし、当該取引価格は、無配の期間に対して修正を加えているとはいえ、基本的には、財産評価基本通達に定めのある特例的評価方式により算定されたものである。そのた

め、たとえ役員や社員持株会等の関係者の間で取引が成立していたとしても、取引事例としては採用すべきではなかったと考えられる。

(68) プルータス・コンサルティング・前掲注（11）二〇七―二〇八頁

(69) 日本公認会計士協会・前掲注（10）六九頁

(70) 日本公認会計士協会・前掲注（10）七〇頁

(71) 江頭・前掲注（28）一五五頁

(72) http://www.shinkin-vc.co.jp/business/ma/ma_jyoto/santei/579（信金キャピタル株式会社、平成二八年一月二五日最終アクセス日）参照。なお、営業権については、利益に三年程度の持続年数を乗じることにより算出することになる。

(73) 北尾信夫「わが国企業における投資意思決定の実証研究　ＤＣＦ法の普及とコーポレートガバナンスの変化」神戸大学大学院経営学研究科博士論文二―三頁（平成二三年、http://www.lib.kobe-u.ac.jp/repository/thesis/d1/D1005398.pdf〔神戸大学附属図書館、平成二八年一月二五日最終アクセス日〕）

(74) 会計上、負ののれんが計上される事案があることを考えると、ＤＣＦ法により算定された株式価値が再調達時価により算定された時価純資産価額よりも安くなることは十分にあり得る。そのため、再調達時価により算定された時価純資産価額よりも安いという理由だけで、ＤＣＦ法により算定された株式価値に問題があるとすべきではない。しかし、再調達時価により算定された時価純資産価額よりも安くなった理由は存在するはずであり、それが説明できない場合には、ＤＣＦ法の算定過程のどこかで誤った仮定を置いている可能性があると思われる。

(75) 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、平成二一年）

(76) 実務的な対応としては、譲渡人を保護する観点から時価純資産法により算定された金額を保証すべきであると考えられる。すなわち、清算処分時価により算定された時価純資産価額を下回る売買価格であることは許されず、最調達時価により算定された時価純資産価額を下回る売買価格にする場合には、合理的な説明が必要になると考えられる。

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後期博士課程
所属学会　慶應義塾大学大学院法学研究科前期博士課程
専攻領域　なし
主要著作　商法
「非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格」『法学政治学論究』第一〇六号（二〇一五年）