

Title	非上場会社の株式交付型組織再編における公正な価格
Sub Title	Fair price in the stock issuance type reorganization of 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	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.111, (2016. 12) ,p.205- 237
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	
Genre	Departmental Bulletin Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN10086101-20161215-0205

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.

非上場会社の株式交付型組織再編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
- 三 基本的な考え方
 - (一) 非上場会社のナカリセバ価格とシナジー価格
 - (二) 一方の当事会社が上場会社である場合
 - 1 合併、株式交換及び株式移転
 - 2 吸収分割
 - (三) 当事会社のすべてが非上場会社である場合
 - (四) 公正な組織再編比率
- 四 シナジーの分析
 - (一) シナジーの内容
 - (二) 売上シナジー、コストシナジー及び研究開発シナジーの分配
- (三) 財務シナジーの分配
- (四) 繰越欠損金の節税効果
- (五) 組織再編関連費用
- 五 実質的な買収である場合
- 六 株式持合いによる影響
- 七 債務超過会社との合併
 - (一) 存続会社の株主による買取請求
 - (二) 消滅会社の株主による買取請求
- 八 むすび

一 はじめに

合併、会社分割、株式交換又は株式移転（以下、「組織再編」と総称する。）を行つた場合には、当該組織再編に反対する株主から株式買取請求権が行使される場合がある。この場合の対価として、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」（会社法七八五条一項、七九七条一項、八〇六条一項）と定められた。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^{〔1〕}」と解説されている。本稿では、組織再編がなかったと仮定した価格を「ナカリセバ価格」と表記し、組織再編によるシナジーを織り込んだ価格を「シナジー価格」と表記することとする。

立案担当者の解説のように、上場会社であれば、組織再編計画を公表した直後に、当該組織再編の効果を織り込んだうえで市場価格が形成される。すなわち、組織再編計画の公表により市場価格が上昇する場合には、シナジーを織り込んだうえで市場価格が形成されたと考えられるため、上昇した市場価格をシナジー価格とすることができる。これに対し、市場価格が下落する場合には、組織再編により企業価値が毀損したか、合併比率、分割比率、株式交換比率又は株式移転比率（以下、「組織再編比率」と総称する。）が不利であったと考えられるため、回帰分析により組織再編の影響を排除した市場価格をナカリセバ価格とすることができ^{〔2〕〔3〕}。そのため、組織再編における反対株主の株式買取請求についての株式買取価格決定申立事件（以下、「株式買取価格決定申立事件」という。）でも、市場価格により公正

な価格が算定されている裁判例が多い。⁽⁴⁾

これに対し、非上場会社には市場価格が存在しないため、DCF法等の手法を用いることにより株式価値を算定する必要がある。この場合には、後述三(三)のように、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考慮すべきかどうかという点が問題になる。そして、後述三(四)のように、シナジー価格の算定では、シナジーの総額を算定するとともに、公正な組織再編比率を算定する必要がある。ここでいうシナジーとは、二つ以上の企業又は事業が統合して運営される場合の価値が、それぞれの企業又は事業を単独で運営するよりも大きくなる効果を言う。⁽⁵⁾

しかしながら、マイノリティ・ディスカウント、非流動性ディスカウント及びシナジーの取扱いについては、先行研究及び裁判例が少なく、体系的に整理されているとは言い難い。そのため、後述三では、これらを明らかにすると、裁判所が決定すべき非上場会社の組織再編における公正な価格について検討を行う。さらに、これらの議論を前提として、後述四では、具体的なシナジーを分析するとともに、後述五以降では、実質的な買収である場合、株式持合いによる影響、債務超過会社との合併についてそれぞれ検討を行うこととする。なお、現金交付型組織再編における公正な価格は、株式併合や特別支配株主の株式等売渡請求による少数株主の締出し（以下、「少数株主の締出し」という。）と同様に考えるべきである。⁽⁶⁾そのため、本稿では、株式交付型組織再編に限定して検討を行うものとする。

二 裁判例の傾向

上場会社の株式買収価格決定申立事件は多数公表されているが、非上場会社の事件はほとんど公表されていない。会社法が施行された後の事件として公表されている裁判例のうち確認できたものは道東セイコーフレッシユース事件⁽⁷⁾のみである。また、平成一七年改正前商法の営業譲渡の事件であるがカネボウ事件⁽⁸⁾も公表されている。⁽⁹⁾

カネボウ事件では、「本件の株式買取請求権は、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付けられるものであるから、マイノリティ・デイスカウント（非支配株式であることを理由とした減価）や非流動性デイスカウント（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ないというべきである」と判示された。⁽¹⁰⁾

そして、道東セイコーフレッシュ事件でも、第一審、⁽¹¹⁾抗告審⁽¹²⁾では、非流動性デイスカウントを考慮すべきであるとされたが、許可抗告審では、「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、同評価方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」と判示された。しかし、この判旨だと、株式買取価格決定申立事件であるから非流動性デイスカウントが認められないのか、収益還元法を採用したから非流動性デイスカウントが認められないのか⁽¹³⁾が明らかではない。

さらに、道東セイコーフレッシュ事件の第一審では、シナジীর有無についても争われている。第一審決定では、「非独立当事者間における組織再編行為等においては、少なくとも独立第三者間の合併のように、誰が見てもシナジীর効果を推認できるような明確なものは見受けられない」とした鑑定人の判断を尊重し、ナカリセバ価格により公正な価格を算定している。しかしながら、後述四のように、非独立当事者間における組織再編であっても、シナジীর効果が推認できる場合には、積極的にシナジীর価格に織り込むべきであると考えられる。

このように、非上場会社の組織再編における公正な価格の算定では、マイノリティ・デイスカウント、非流動性デイスカウントのほか、シナジীর算定も論点となる。

三 基本的な考え方

(一) 非上場会社のナカリセバ価格とシナジー価格

前述一のように、現在の会社法では、反対株主からの株式買取価格が「公正な価格」と定められたことに伴い、「ナカリセバ価格」と「シナジー価格」のいずれか高い金額により評価されることになった。

すなわち、非上場会社の公正な価格の算定では、まずはナカリセバ価格の算定が必要となる。ここで問題が生じるのは、非上場会社の組織再編では、税務上の問題が生じないようにするために、財産評価基本通達に定められている「取引所の相場のない株式の評価」の算式により評価した株式価値により組織再編比率が算定されることがあるという点である。⁽¹⁴⁾ なぜなら、財産評価基本通達は租税法の通達であり、会社法とは目的が異なることから、公正な価格の算定においてそのまま使用できない場合が考えられる。さらに、組織再編の当事会社が組織再編比率を決定する際に、それぞれの当事会社の株式価値を同一の手法により算定しているのであれば、両当事会社の株式価値のいずれも割高又は割安である場合が考えられる。そのため、組織再編比率が公正であると認められたとしても、株式価値が公正であると認められない場合もあり得る。このような場合には、組織再編比率に用いられた株式価値をそのままナカリセバ価格とするのではなく、組織再編比率を決定する際の評価方法とは異なる評価方法によりナカリセバ価格を算定する必要がある。⁽¹⁵⁾

さらに、シナジー価格の算定では、公正な組織再編比率により分配されるシナジーの算定が必要になる。すなわち、シナジーの総額を算定するとともに、公正な組織再編比率も算定する必要がある。以下では、一方の当事会社が上場会社である場合と当事会社のすべてが非上場会社である場合に分けたうえで検討を行う。

(二) 一方の当事会社が上場会社である場合

1 合併、株式交換及び株式移転

例えば、吸収合併では、上場会社が存続会社であり、非上場会社が消滅会社であることにより、消滅会社の株主が上場株式である存続会社株式を取得する事案が考えられる。この場合には、吸収合併後に、消滅会社の株主は、非上場会社である消滅会社の株式を保有せずに、上場株式である存続会社株式のみを保有することになる。株式交換も同様に、上場会社が完全親会社であり、非上場会社が完全子会社である場合には、株式交換後に、完全子会社の株主は、上場株式である完全親会社株式のみを保有することになる。そして、新設合併、株式移転でも、一社以上の当事会社を上場会社であり、他の当事会社が非上場会社である場合には、新たに設立される会社を上場会社になる事案が考えられる。このように、いずれも、非上場会社の株主が、組織再編前に保有していた非上場株式を保有せず、組織再編により交付を受けた上場株式のみを保有している事案である。これに対し、吸収分割を行った場合には、分割会社が非上場会社であり、承継会社が上場会社であったとしても、吸収分割後に、分割会社の株主が非上場株式（分割会社株式）を保有し続けているため、異なる検討が必要になる。¹⁶⁾

吸収合併を行った場合には、上場株式である存続会社株式の市場価格が変動することは考えられるが、非上場株式である消滅会社株式には市場価格が存在しない。このような場合には、存続会社株式の市場価格に合併比率を乗じた金額により消滅会社株式の公正な価格を算定すべきであると考えられる。¹⁷⁾なぜなら、消滅会社株式が非上場株式であったとしても、吸収合併によるシナジーは上場株式である存続会社株式の市場価格に反映されるはずである。そして、合併比率が公正であれば、存続会社株式の市場価格が上昇した場合には、その上昇した金額に合併比率を乗じた分だけ、消滅会社株式の株式価値も同様に増加したと考えることができるからである（合併比率の公正性については、

後述三四)において検討する。)

ただし、上場会社同士の合併と異なり、合併比率の算定では、非上場会社である消滅会社の株式価値の算定において、非流動性ディスカウント、サイズ・リスクプレミアムを考慮すべきが問題となる。吸収合併前の消滅会社株式は非上場株式であり、上場株式に比べて流動性が乏しいことから、非流動性ディスカウントを考慮すべきという考え方もあり得るからである。さらに、一般的に非上場会社の方が上場会社に比べて規模が小さいことから、サイズ・リスクプレミアムを考慮すべきであるという考え方もあり得る。

この点については、吸収合併により、消滅会社の株主に対して存続会社株式が交付されることから流動性が高くなる。吸収合併により、規模が拡大することからサイズ・リスクプレミアムは小さくなる。このような非流動性ディスカウント、サイズ・リスクプレミアムの解消による株式価値の増加は、吸収合併により生じるシナジーの一種であると考えられる。そして、後述三四)のように、吸収合併により生じるシナジーは、株式価値の増加に対する貢献度に応じて分配される必要がある。しかし、このような株式価値の増加は、消滅会社が吸収合併前に有していた収益力に対するものであり、存続会社の経営努力によるものとは言い難い。そのため、消滅会社の株主がその全ての分配を受けるべきであると考えられる。¹⁹⁾このように、非流動性ディスカウント、サイズ・リスクプレミアムを加味することにより、一方の当事会社である非上場会社の株式価値を引き下げたうえで合併比率が算定されている場合には、これらを考慮しない合併比率と存続会社株式の市場価格により公正な価格を算定すべきであると考えられる。¹⁹⁾

2 吸収分割

これに対し、承継会社が上場会社であり、分割会社が非上場会社である吸収分割を行った場合にはやや複雑になる。吸収分割により生じるシナジーには、承継会社で生じるシナジーだけでなく、分割会社で生じる負のシナジーの解消

もあるからである。ここでいう負のシナジーとは、吸収分割により生じるシナジーではなく、吸収分割の前に、分割会社において経営資源が非効率に運用されていることにより、規模の不経済又は範囲の不経済が生じている状況をいう²⁰。負のシナジーの解消の具体例としては、店長に相応しい人材が不足していることから、数少ない店長が複数の店舗を同時に管理せざるを得なくなっている場合が考えられる。このような場合には、吸収分割により不採算店舗を切り離すことにより分割会社のフリー・キャッシュ・フローが改善する²¹。そして、分割会社に残った店舗も分割会社で効率的に事業を行うことができるようになった結果、店舗ごとのフリー・キャッシュ・フローが改善する。このような、分割会社のフリー・キャッシュ・フローの改善は、分割会社の株式価値の増加要因となるが、上場株式である承継会社株式の市場価格には何ら反映されていないことから、分割会社に帰属するシナジーとして別途算定する必要があると考えられる。

これに対し、承継会社で生じるシナジーは、承継会社が上場会社であることから、市場価格を参考にすることができる。そして、分割会社の株主に承継会社株式を分配しない場合には、分割会社が承継会社株式を保有したままである。そのため、承継会社の株式価値が増加すれば、分割会社の株式価値も増加するはずである。したがって、吸収分割により分割会社が取得する予定の承継会社株式が五株である場合において、一株当たりの承継会社の市場価格が二〇円上昇したときは、分割会社の株式価値は総額で一〇〇円増加する。そのため、分割会社の発行済株式総数が一〇株である場合には、分割会社の一株当たりの株式価値が一〇円増加したと考えることができる。このように、分割会社株式のシナジー価格を直接的に算定することはできないものの、ナカリセバ価格にシナジーを加算することによりシナジー価格を算定することができる。吸収分割により承継会社の市場価格が上昇しているのであれば、このように算定されたシナジーを考慮して公正な価格を算定すべきであると考えられる。

さらに、分割会社が承継会社株式を分配する場合（会社法七五八条八号ロ）であっても、平成二六年会社法改正によ

り、吸収分割の効力発生日に買取りの効力が生じることになり（会社法七八六条六項）、株式買取請求権行使した分割会社の株主は承継会社株式の分配を受けないことになった。そのため、承継会社株式を分配しない場合と同様の手法により、分割会社株式のナカリセバ価格、シナジー価格をそれぞれ算定することができると考えられる。

これに対し、上場会社と非上場会社が共同新設分割を行った場合には、一方の当事会社である上場会社の市場価格によりシナジーを算定することはできない。シナジーが生じているのは新設会社であり、その株主である上場会社の市場価格が上昇しても、新設会社に移転した事業によるものなのか、上場会社である分割会社に残った事業のものなのかは不明だからである。このような場合には、後述三(三)と同様に、市場価格を参考とせずにシナジー価格を算定すべきであると考えられる。

(三) 当事会社のすべてが非上場会社である場合

組織再編の当事会社のすべてが非上場会社である場合には、市場価格を参考にすることができない。その場合の評価方法として、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がそれぞれ紹介されている。⁽²⁾ いずれの評価方法を採用するにせよ、株式買取請求権を行使する者が少数株主であることから、マイノリティ・ディスカウントを考慮すべきか否かが問題となり、対象となる株式が非上場株式であることから、非流動性ディスカウントを考慮すべきか否かが問題となる。

この点につき、少数株主の縮出しを行った場合には、支配株主が強制的に取得した株式はマイノリティ・ディスカウントや非流動性ディスカウントを加味しない株式価値と同等の価値を有する。このようなマイノリティ・ディスカウント、非流動性ディスカウントの解消による株式価値の増加は支配株主の経営努力によるものとは考えにくく、少

数株主に分配すべき利益であるため、これらを加味しない株式価値で公正な価格を決定すべきであると考えられる⁽²³⁾。そして、組織再編の当事会社が反対株主から株式を買取する場合も同様に、マイノリティ・デイスカウント、非流動性デイスカウントを認めてしまうと、当該当事会社の株式価値が増加してしまうため、反対株主以外の株主が棚ぼたの利益を享受するという問題が生じる⁽²⁴⁾。反対株主が株式買取請求権を行使する場合には、株式を手放さざるを得ない事態に追い込まれた少数株主と多数派株主との間の取引と同視することができることから、少数株主の締出しと同様に考えるべきであると考えられる。

さらに、マイノリティ・デイスカウント、非流動性デイスカウントは、株式の売りにくさを示す要因に過ぎず、会社の企業価値に影響を与えるものではない⁽²⁵⁾。もし、組織再編が行われずに反対株主が残存していれば、会社が生じるフリー・キャッシュ・フローは、将来の剰余金の配当や残余財産の分配を通じて、当該反対株主に分配されていたはずである⁽²⁶⁾。すなわち、これらのデイスカウントを考慮してしまうと、株式を手放さざるを得なくなり、株式買取請求権を行使した反対株主に対して損害を与えてしまうという不合理な結果となる。そのため、反対株主の株式買取請求が行われた場合には、これらのデイスカウントを考慮しない株式価値で公正な価格を決定すべきであると考えられる。

(四) 公正な組織再編比率

前述三(一)のように、非上場会社の組織再編における公正な価格の算定では、シナジীর総額だけでなく、公正な組織再編比率の算定も必要になる。これに対し、実際の組織再編比率は当事者間の交渉により決定されることから、シナジীを考慮せずに組織再編比率が算定されてしまう場合も考えられる。例えば、我が国の吸収合併では、対等合併が多いことから、消滅会社の株主に大きなプレミアムを付けることはそれほど多くはないという指摘がある⁽²⁷⁾。これは、プレミアムを付してしまうと、存続会社の株主が享受すべきシナジীが減額されてしまうからであると推定される。

さらに、グループ内再編であれば、わざわざ分配すべきシナジを算定しなくても、当会社間との交渉が成立してしまふため、ナカリセバ価格により組織再編比率を算定する場合も考えられる。

これに対し、日興コーディアル事件⁽²⁸⁾のように、株式交換の直前に公開買付けが行われる場合には、完全子会社株式にプレミアムが付されることもある。実際に当該事件では、変動幅限定付変動性交換比率方式が用いられており、株式交換比率を算定する際の完全子会社の株式価値を公開買付価格に固定することにより、完全子会社の株主にプレミアムを分配している。このような実質的な買収に該当する場合には、プレミアムを付さざるを得ないからであると考えられる。

このように、実際の組織再編では、シナジを考慮せずに組織再編比率を算定することもあれば、シナジを考慮して組織再編比率を算定することもあり得る。さらに、シナジを考慮したとしても、一方の株主に対して過剰にシナジが分配されることも考えられる。しかし、一方の株主に対して過剰にシナジが分配されたとしても、当会社間との交渉が正のシナジの分配の範囲内で留まるのであれば、組織再編後のそれぞれの株主が保有する株式価値がナカリセバ価格を下回ることはない。すなわち、一方の当会社にとって不利な組織再編比率であったとしても、組織再編を行わない場合に比べて株式価値が高くなるのであれば、このような不利な組織再編比率を受け入れる余地が存在するため、当会社間との交渉ではある程度の柔軟性が存在すると考えられる。

これに対し、公正な価格の算定という観点からは、原則として、それぞれの組織再編の当会社の貢献度（後述四参照）に応じてシナジを分配すべきであると考えられる⁽²⁹⁾。そして、貢献度に応じてシナジが分配されている組織再編比率が公正な組織再編比率であると考えられる。しかし、前述のように、当会社間との交渉では、公正な組織再編比率とは異なる組織再編比率が算定される可能性もある。この点につき、コーエーテクモ事件許可抗告審⁽³⁰⁾では、一般に、相互に特別の資本関係がない会社間において株式移転計画が作成された場合には、それぞれの会社におい

て忠実義務を負う取締役が当該会社及びその株主の利益にかなう計画を作成することが期待できるだけでなく、株主は、株式移転完全子会社の株主としての自らの利益が株式移転によりどのように変化するかなどを考慮した上で、株式移転比率が公正であると判断した場合に株主総会において当該株式移転に賛成するといえるから、株式移転比率が公正なものであるか否かについては、原則として、上記の株主及び取締役の判断を尊重すべきである。」と判示されている⁽³¹⁾。さらに、特別の資本関係がある会社間の組織再編であっても、組織再編比率の形成過程の公正さを審査し、それが公正である場合には、組織再編比率を公正なものとして取り扱うべきであるという見解がある⁽³²⁾。しかし、非上場会社の組織再編では、株主総会を支配している一部の株主と取締役により組織再編比率が決められ、かつ、情報も十分に開示されないような、組織再編比率の形成過程の透明性に疑いがある場合が考えられる。さらに、配当がほとんど行われていない場合には、株式価値よりも役員報酬に対する興味が強いと思われるため、組織再編後に支配株主が取締役に就任するために、株主総会や取締役会が自社にとって不利な組織再編比率を容認することも考えられる。したがって、特別の資本関係がない会社間の組織再編であったとしても組織再編比率が公正なものと推認することはできない。特別の資本関係がある会社間の組織再編であればなおさらである。

また、前述三(一)のように、非上場会社の組織再編では、財産評価基本通達に定められている「取引所の相場のない株式の評価」の算式により評価した株式価値により組織再編比率が算定されることがある。しかし、同通達に定める純資産価額方式を用いた場合には、評価基準日の時価純資産価額に基づいて算定される。そして、のれんを加味するにしても、直前期末三年間の平均利益金額を基礎に算定されるため、組織再編による将来の利益金額の増加は考慮されない(財産評価基本通達一六六項)。さらに、同通達に定める類似業種比準価額方式を用いた場合にも、過去の類似業種の株価や対象企業の配当金額、利益金額、簿価純資産価額により算定されるため、組織再編による将来の配当金額、利益金額、簿価純資産価額の増加は考慮されない(同通達一八〇項)。そのため、同通達の評価方法は、シナジー

を何ら考慮していないという問題がある。

このように、当事会社間の交渉という観点からも、税務上の観点からも、組織再編比率が公正なものとは認められない場合が考えられる。そのため、反対株主が株式買取請求権を行使した場合には、シナジীর総額とその貢献度を分析することにより、別途、公正な価格を算定する必要がある。例えば、吸収合併により、吸収合併後の株式価値が一〇〇増加した場合において、存続会社の貢献度が七〇であり、消滅会社の貢献度が三〇であるときは、その金額をナカリセバ価格に加算すれば、シナジীর価格を算定することが可能になる。しかし、実際に発生したシナジীর原因を厳密につきとめることが困難であることから、吸収合併を行う前に各当事会社が有した企業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⁽³³⁾。これに対し、このような手法は理論的でなく、単なる便法であるという批判も存在する⁽³⁴⁾。いずれにしても、シナジীর原因を厳密につきつめられるのであれば、それに応じてシナジীর価格を算定した方が望ましいという点については否定されるべきではないと考えられる。そのため、以下では、シナジীর具体的な内容について検討を行うこととする。

四 シナジীর分析

(一) シナジীর内容

前述一のように、シナジীরとは、二つ以上の企業又は事業が統合して運営される場合の価値が、それぞれの企業又は事業を単独で運営するよりも大々なる効果を言う。そして、シナジীর価格の算定という観点からは、シナジীরより株式価値が増加するかどうかが重要になる。すなわち、DCF法を前提とすれば、フリー・キャッシュ・フロー

と割引率によって算定されることから、そのいずれかに影響を与える必要がある⁽³⁵⁾。

『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』では、シナジーを売上シナジー、コストシナジー、研究開発シナジー、財務シナジーに分けている⁽³⁶⁾。さらに、同ガイドラインでは、DCF法を前提として、売上シナジー、コストシナジー、研究開発シナジーがフリー・キャッシュ・フローに影響を及ぼす項目であり、財務シナジーが割引率に影響を及ぼす項目であるとしている⁽³⁷⁾。財務シナジーが割引率に影響を及ぼす理由は、財務シナジーの原因が資本調達コストの削減、資本調達余力の増加だからである。このほか、シナジーを事業シナジーと財務シナジーに分けたうえで、財務シナジーに税務上の繰越欠損金の節税効果を加えた解説もある⁽³⁸⁾。DCF法を前提とすると、法人税、住民税及び事業税の支払いはフリー・キャッシュ・フローの減額要因となるため、税務上の繰越欠損金によりこれらの税金の支払いを減らす効果はフリー・キャッシュ・フローに影響を及ぼす項目と考えるべきである。

上場会社の組織再編は多数公表されており、具体的なシナジーが開示されているものもある。これに対し、非上場会社の組織再編のシナジーは不明確であることが多く、どのような目的で組織再編が行われているのかも不明だが、一般的には、①グループ内再編、②下請け、代理店の統合、③上場準備のための規模の拡大が考えられる。いずれの目的で行われるにせよ、裁判所がシナジー価格として採用するためには、シナジーの存在が明確であり、かつ、客観的に金額が算定できることが必要である。

そして、『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』では、売上シナジーとして、クロスセリング、販売チャネル、ブランド効果を掲げている。しかし、①グループ内再編、②下請け、代理店の統合は、新たな顧客やニーズの発掘が困難であるため、売上が増加することはそれほど多くはないと考えられる⁽³⁹⁾。そのため、道東セイコーフレッシュ事件のように、「誰が見てもシナジー効果を推認できるような明確なもの」が存在しないことが多いと考えられる。研究開発シナジーも、①グループ内再編、②下請け、代理店の統合では、その効果を数値化することは難しく、同様の問題

が生じる。

さらに、同ガイドラインでは、コストシナジーとして、営業拠点の統廃合、生産拠点の一部閉鎖、価格交渉力の強化、間接部門費の削減、物流コストの削減が挙げられている。要約すれば、拠点の統廃合によるコスト削減とスケールメリットによるコストの削減がコストシナジーの主たるものであると考えられる。このうち、一般的に、「誰が見てもシナジー効果を推認できるような明確なもの」と認定しやすいものは、拠点の統廃合によるコストの削減であると考えられる。このような拠点の統廃合によるコストの削減は、組織再編に伴うシナジーであると言えるため、これを組織再編の当社会社に分配すべきであると考えられる。

しかし、上場会社であれば、このような複数のシナジーにより株式価値が引き上げられたとしても、市場価格という単一の指標に反映されることから、シナジーの測定は容易である。これに対し、非上場会社には市場価格が存在しないため、シナジーの総額を測定するためには、複数のシナジーを別々に測定したうえで、これらを合算する必要がある。そのため、シナジー価格の算定では、「誰が見てもシナジー効果を推認できるような明確なもの」と言えるものを可能な限り積み上げる必要があると考えられる。

(二) 売上シナジー、コストシナジー及び研究開発シナジーの分配

前述四(一)のように、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・フローの増加か、割引率の減少が必要になる。そして、売上シナジー、コストシナジー及び研究開発シナジーがある場合には、フリー・キャッシュ・フローが増加する。例えば、株式交換を行った場合におけるシナジーによるフリー・キャッシュ・フローの増加は、完全子会社だけに生じるのではなく、完全親会社でも生じる⁽¹⁰⁾。もし、シナジーを織り込んで株式交換比率を算定するのであれば、完全親会社におけるフリー・

キャッシュ・フローの増加は完全親会社株式の株式価値の増加に、完全子会社におけるフリー・キャッシュ・フローの増加は完全子株式の株式価値の増加に繋がるはずである。なお、シナジーによるフリー・キャッシュ・フローの増加は、完全親会社と完全子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、完全親会社と完全子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フリー・キャッシュ・フローに基づいて算定することが、貢献度に応じたシナジーの分配に繋がると考えられる。この場合における取引価額の適正性、帰属すべき収入の適正性は、移転価格税制において積み重ねられた実務を参考にすることができ⁽⁴¹⁾。なぜなら、移転価格税制は、通常の取引価格と異なる価格で取引されている場合において、通常の取引価格である独立企業間価格に引き直して課税する制度であることから、完全親会社と完全子会社の取引価額、帰属すべき収入がそれぞれ適正であったかどうかについて参考にすることができるからである⁽⁴²⁾。これは、株式移転を行った場合についても同様である。

これに対し、合併、会社分割を行った場合には、事業がひとつの会社に統合されてしまうため、それぞれの会社に帰属するフリー・キャッシュ・フローの増加を区別することは困難な場合が考えられる。さらに、株式交換、株式移転に比べて、拠点の統廃合や業務の統廃合が行われやすいため、どちらのフリー・キャッシュ・フローの増加に繋がるのが不明であることも少なくない。

このような場合には、シナジーの原因が特定されていることから、シナジーの原因に応じてそれぞれのシナジーを分配すべきであると考えられる。例えば、拠点の統廃合や業務の統廃合をきっかけとして従業員のリストラが行われる場合には、これらの統廃合により余剰人員が生じたことがリストラの原因となるため、リストラに伴うコスト削減効果は、従業員の数や人件費の割合で分配すべき場合が多いと考えられる。また、スケールメリットがある場合には、取引量の拡大によりコストが削減されるため、対象となる取引金額や数量の割合で分配すべき場合が多いと考えられる。

(三) 財務シナジীর分配

前述四(一)のように、税務上の繰越欠損金の節税効果を除く財務シナジীরある場合には、割引率の減少により株式価値が引き上げられることがある。例えば、消滅会社に資金調達能力が不足している場合には、存続会社の信用力が加味されることにより調達金利が引き下げられることが考えられる。

これは、存続会社の信用力によるもので、消滅会社の株主のみが享受することは妥当とは言えない。しかし、消滅会社の事業が存在するからこそ資金調達が必要になることから、存続会社の株主のみが享受することも妥当とは言えない⁽⁴⁵⁾。そのため、取引目的の株式評価では当事者間の交渉により、両者の期待する価格の間のどこかで落とし所を探ることになると考えられる。これに対し、裁判目的の株式評価では、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を前提とすべきである。そのため、結果として、一対一の割合でシナジীর分配を行うべきであると考えられる⁽⁴⁶⁾。

(四) 繰越欠損金の節税効果

前述四(一)のように、拠点の統廃合によるコストの削減のような分りやすいものを除き、実務上、シナジীর測定が困難である場合も考えられる。これに対し、税務上の繰越欠損金を利用した法人税、住民税及び事業税の節税効果は、過去の決算書から容易に測定することができるため、最も測定しやすいシナジীরであると言える⁽⁴⁶⁾。

まず、株式交換による繰越欠損金の節税効果を検討すると、完全親会社に繰越欠損金がある場合において、完全子会社の課税所得と相殺するために、株式交換後に、当該完全親会社を連結親法人とする連結納税制度を導入するという手法が考えられる。税制適格要件を満たす株式交換を行った場合には、完全子会社の有する資産の含み益に対して

課税されないことから（法人税法六一条の一一第一項四号、同条の一二第一項二号）、連結納税制度を利用した節税が可能だからである。⁽⁴⁷⁾

そして、共同株式移転による繰越欠損金の節税効果を検討すると、完全子会社に繰越欠損金がある場合において、他の完全子会社の課税所得と相殺するために、株式移転後に、完全親会社を連結親法人とする連結納税制度を導入するという手法が考えられる。税制適格要件を満たす株式移転を行った場合には、完全子会社の有する資産の含み益に對して課税されないだけでなく（法人税法六一条の一一第一項一号⁽⁴⁸⁾）、連結親法人を設立した株式移転に係る完全子会社が、株式移転前に有していた繰越欠損金を連結納税制度に持ち込むことができるからである（同法八一条の九第二項一号、三項一号⁽⁴⁹⁾）。

さらに、吸収合併による繰越欠損金の節税効果を検討すると、消滅会社が保有する繰越欠損金を存続会社に引き継がせることにより、将来の課税所得と通算するという手法が考えられる。税制適格要件を満たす適格合併を行った場合には、原則として、消滅会社の繰越欠損金を存続会社に引き継ぐことができるからである（法人税法五七条二項）。とりわけ、グループ内の吸収合併では、グループ外の吸収合併に比べて税制適格要件を容易に満たすことができる（同法二条二二号の八）。さらに、発行済株式総数の五〇%を超える数の株式を直接又は間接に保有する関係が成立してから五年を経過していれば繰越欠損金の引継制限は課されない（同法五七条三項）。そのため、繰越欠損金の節税効果を期待した吸収合併も想定され、それにより生じたフリー・キャッシュ・フローの改善はシナジー価格に織り込むべきであると考えられる。

これらの節税効果は、組織再編によるシナジーであると言えるが、それをどのように分配するのかという点が問題となる。繰越欠損金を有する法人と課税所得が発生する法人の双方が存在しないと節税できないことから、貢献度という点では数値化することができないからである。そのため、前述四(三)の財務シナジーの分配と同様に、一対一の割

合でシナジীর分配を行うべきであると考えられる。なお、消滅会社に繰越欠損金が一〇〇存在し、吸収合併を行わなくても消滅会社の将来収益力により三〇を使用することができる場合において、吸収合併によりその全額を利用することができるときは、消滅会社のナカリセバ価格に繰越欠損金三〇に相当する節税効果を織り込み、繰越欠損金七〇に相当する節税効果をシナジীরとして一対一の割合で分配すべきであると考えられる。⁵⁰⁾

(五) 組織再編関連費用

組織再編を行う場合には、印紙税、登録免許税、不動産取得税などの流通税⁵¹⁾だけでなく、弁護士、公認会計士などの専門家に対する費用が発生することがある。さらに、組織再編により法人税法に規定する資本金等の額が増加する場合には、住民税均等割、事業税資本割が増加することがある。⁵²⁾

このような組織再編関連費用はナカリセバ価格の算定では考慮すべきではない。これに対し、シナジীর価格の算定では、シナジীর享受するための費用であると考えられるため、シナジীর減額要因として捉えるべきである。そして、シナジীর享受するための費用と考えるのであれば、シナジীর分配する貢献度の割合に応じて分配すべきであると考えられる。すなわち、吸収合併により、吸収合併後の株式価値が一〇〇増加し、合併関連費用が一〇発生した場合において、存続会社の貢献度が七〇であり、消滅会社の貢献度が三〇であるときは、存続会社の株主に分配すべきシナジীর六三とし、消滅会社の株主に分配すべきシナジীর二七とすべきであると考えられる。なお、組織再編関連費用は、シナジীর減額要因であることから、反対株主から株式を買い取る発行会社から主張されることが予想されるため、その測定は容易であると考えられる。

五 実質的な買収である場合

前述三四のように、原則として、それぞれの組織再編の当事会社の貢献度に応じてシナジীর分配を行うべきであると考えられる。これに対し、組織再編の実態が買収である場合には、被買収会社の株主に対して、貢献度を超えるプレミアムを支払わざるを得ない場合も考えられる。⁽⁵³⁾このような貢献度を超えるプレミアムを付して組織再編比率を算定した場合には、買収会社の株主が享受するシナジীর貢献度を下回ることになる。そのため、買収会社の株主が株式買取請求権を行使したときに、貢献度に応じたシナジীর買収会社の株主に対して分配すべきかが問題となる。⁽⁵⁴⁾

この点については、競合先が存在するなどの理由により、貢献度を超えるプレミアムを付さないと組織再編が実現できない場合には、買収会社の反対株主に対して貢献度に応じたシナジীর分配すべきではないと考えられる。また、そのように解さないと、被買収会社の株主に対して貢献度を超えるプレミアムが分配され、買収会社の反対株主に対して貢献度に応じたシナジীর分配されるため、残存する買収会社の株主が保有する株式価値が不当に下落する可能性がある。さらに、現実社会において実現不可能な利益を裁判所が反対株主に対して補償することは、棚ぼたの利益を補償するに等しいという問題がある。⁽⁵⁵⁾そのため、当該プレミアムを考慮した組織再編比率に基づいてシナジীর価格を算定し、当該シナジীর価格がナカリセバ価格を上回っている場合には、当該シナジীর価格を公正な価格とすべきであると考えられる。これに対し、組織再編前に買収会社の反対株主が有していた株式価値を補償する必要があることから、シナジীর価格がナカリセバ価格を下回っている場合には、当該ナカリセバ価格を公正な価格とすべきであると考えられる。

なお、シナジীর価格がナカリセバ価格を上回っていたとしても、貢献度を超えるプレミアムの支払いは、組織再編

を実現するための必要最小限度のものであり、それを超える部分の金額は、本来であれば、買収会社の株主が享受すべき部分の金額であると考えられる。そして、特別の資本関係がある会社間の組織再編では、プレミアムを支払わなくても組織再編は実現することから、貢献度を超えるプレミアムの支払いをすべきではないと考えられる。すなわち、裁判所としては、プレミアムの支払いが合理的なものであったかどうかを判断し、合理的なものでなかった場合には、公正な組織再編比率を別途算定する必要があると考えられる。

六 株式持合いによる影響

吸収合併の直前に、存続会社が消滅会社の発行済株式の一部を保有している場合には、当該消滅会社株式に対して合併対価が割り当てられない（会社法七四九条一項三号）。そして、吸収合併の直前に、消滅会社が存続会社の発行済株式の一部を保有している場合には、当該存続会社株式は存続会社に引き継がれた後に自己株式となる。このように、これらの株式の帳簿価額は、吸収合併後の存続会社の簿価純資産価額の減額要因となる。さらに、実務上、両社がお互いの株式を持ち合っている場合も考えられる。このような吸収合併の直前における株式の保有がシナジীর分配に与える影響について検討する。⁽⁵⁶⁾

まず、存続会社株式のナカリセバ価格を二〇〇とし、消滅会社株式のナカリセバ価格を一〇〇とする。そして、存続会社が消滅会社の発行済株式総数の四〇％を保有していたとすると、存続会社株式のナカリセバ価格のうち、消滅会社株式のナカリセバ価格が四〇、それ以外が一六〇となり、存続会社以外の株主が保有する消滅会社株式のナカリセバ価格は六〇となる。

そして、吸収合併により五五のシナジが生じ、そのうち、消滅会社の貢献度が三〇であるとする。その場合、存

続会社以外の株主が保有する消滅会社株式のシナジー価格は七八とすべきである（ $60 + 30 \times 60\%$ ）。そして、存続会社株式のシナジー価格のうち、消滅会社株式の株式価値が五二となり（ $40 + 30 \times 40\%$ ）、それ以外の部分が一八五となるため（ $160 + 25$ ）、存続会社株式のシナジー価格が二三七となる。

このように、存続会社が消滅会社の発行済株式の一部を保有していたとしても、分配すべきシナジーを算定することができる。これは、消滅会社が存続会社の発行済株式の一部を保有していた場合についても同様である。また、新設合併、株式交換、株式移転についても同様の手法により算定することができる。⁽¹⁷⁾ なお、両社がお互いの株式を持ち合っている場合には、存続会社の株式価値の増加が消滅会社の株式価値の増加に繋がり、これにより増加した消滅会社の株式価値の増加が存続会社の株式価値の増加に繋がる。そのため、Excelなどを利用して循環計算を行う必要があると考えられる。

七 債務超過会社との合併

(一) 存続会社の株主による買取請求

債務超過会社を消滅会社とする吸収合併を行った場合には、簡易合併を選択することはできない（会社法七九六条二項）。なお、連結配当制度を採用している場合には特例が認められているが（同施行規則一九五条三項）、連結配当制度を採用することができるのは連結計算書類を作成している会社に限定されている（会社計算規則二条二項五一号）。実際に、非上場会社で連結配当制度を採用している場合は稀であると考えられるため、ほとんどの事案では、簡易合併を選択することはできないと考えられる。そして、債務超過会社を消滅会社とする吸収合併は、存続会社の財務内容

を悪化させるため、吸収合併に反対する株主が株式買取請求権を行使する可能性がある。

もちろん、存続会社から消滅会社に対して貸付けを行っていたり、消滅会社の債務を存続会社が連帯保証を行っていたりする場合が考えられる。このような場合には、存続会社株式のナカリセバ価格の算定では、貸付金の評価を減額したり、連帯保証債務を認識したりすることにより、株式価値を引き下げる必要がある。例えば、消滅会社の債務超過額が一〇〇であり、存続会社が三〇〇の貸付けを行っているのであれば、ナカリセバ価格の算定においても、貸付金のうち回収不能見込額が、存続会社の株式価値を引き下げる要因になる。そのため、吸収合併により存続会社の株式価値が下落したと考えるべきではない。

これに対し、このような貸付けや連帯保証が存在しない場合であっても、ナカリセバ価格の算定において、存続会社の株式価値を引き下げるべきかどうかが問題となる。まず、吸収合併は会社組織の基礎に本質的な変更をもたらすものであり、経営判断の原則の範囲外に存在することから、債務超過の子会社に対する支援を行う必要がないという前提の株式価値によりナカリセバ価格を算定すべきであるという考え方もあり得る。

しかしながら、債務超過の子会社に対して、債権放棄や債務引受けによる経営支援を行う場合には、取締役会決議事項であり（会社法三六二条四項一号）、経営判断の原則により取締役の責任が問われるかどうかが論点となる。⁽⁵⁸⁾そのため、債権放棄や債務引受けによる経営支援を行っても取締役の責任が問われないような事案では、代替的な支援の手法として吸収合併を選択したとしても、子会社の債務超過に相当する金額だけナカリセバ価格を引き下げるべきであるという考え方もあり得る。さらに、上場会社が連結財務諸表を作成する場合には、子会社の債務超過額は少数株主に帰属されず、支配株主の持分に負担させられている（連結財務諸表に関する会計基準二七項）。すなわち、上場株式の市場価格は、子会社の債務超過額を支配株主が負担することを前提に形成されていると考えられる。そして、現在の会社法は、連結配当制度を導入するだけでなく、連結配当制度を採用した場合には、債務超過の子会社との吸収合

併について簡易合併として処理することを認めている。そのため、会社法そのものが連結会計を意識した法体系になっ
てい
ることから、連結財務諸表を作成しておらず、連結配当制度も導入していない非上場会社であっても、子会
社の債務超過額を支配株主が負担することを前提にナカリセバ価格を算定すべきであるという考え方もあり得る。

この点については、子会社が債務超過である場合であっても、必ずしも親会社が支援せざるを得ないわけでもない
ため、子会社の債務超過に相当する金額を当然に取り込んだうえでナカリセバ価格を算定すべきではないと考えられ
る。これに対し、債権放棄や債務引受けによる経営支援を行っても取締役の責任が問われないような事案では、子会
社を支援せざるを得ない事情が認められるため、子会社の債務超過に相当する金額だけナカリセバ価格を引き下げる
べきであると考えられる。なぜなら、子会社の債務超過に相当する金額の債権放棄や債務引受けを行った直後に吸収
合併を行う場合には、吸収合併の時点では債務超過が解消されていることから、ナカリセバ価格を引き下げざるを得
ない。そのため、吸収合併の前に債権放棄や債務引受けを行わずに、吸収合併により子会社の債務超過に相当する金
額が支援されている場合についても、同様に考えるべきだからである。

したがって、このような事情が認められる場合には、債務超過の子会社との合併により株式価値が下落したという
主張を裁判所は認めるべきではないと考えられる。

(二) 消滅会社の株主による買取請求

債務超過会社に対する経営支援を目的として、当該債務超過会社を消滅会社とする吸収合併を行う場合には、当該
債務超過会社のナカリセバ価格は〇円であることが多い。⁽⁵⁹⁾これに対し、債務超過会社との吸収合併によりシナジーが
生じる場合には、当該債務超過会社のシナジー価格がナカリセバ価格を超える場合が考えられる。そのため、消滅会
社の株主が株式買取請求権を行使する事案では、シナジー価格により公正な価格を算定すべき場合が考えられる。こ

の点につき、債務超過会社との吸収合併では、経営支援を行う存続会社がシナジーを独占しても構わないという見解がある。⁽⁶⁰⁾これは、吸収合併を行う前に各当事会社が有した企業価値に比例してシナジーを株主に分配するという考え方からは、消滅会社のナカリセバ価格が〇円であれば、分配を受けるシナジーも〇円にならざるを得ないからであると考えられる。⁽⁶¹⁾

しかし、貢献度に応じてシナジーを分配すべきであるとする本稿の立場からは、消滅会社に分配すべきシナジーがあれば、それを含めて公正な価格を算定すべきであると考えられる。なお、消滅会社の実質債務超過額がマイナス一〇〇円であり、消滅会社に分配すべきシナジーが七〇円である場合には、消滅会社のシナジー価格は〇円となる。このような場合には、存続会社の株式価値を毀損することから、独立当事者間では吸収合併が成立しないように思われる。しかし、存続会社において五〇円のシナジーが生じるのであれば、消滅会社から引き継いだ実質債務超過額を考慮しても二〇円の株式価値の増加がもたらされていることから、独立当事者間であっても吸収合併は成立する。そのため、結果として、消滅会社のシナジー価格が〇円である吸収合併も多いと考えられる。

八 むすび

本稿では、非上場会社が株式交付型組織再編を行った場合における公正な価格について検討を行った。まず、ナカリセバ価格であっても、シナジー価格であっても、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結論づけた。

次に、シナジー価格の算定では、シナジーの総額を算定するとともに、公正な組織再編比率を算定する必要がある。そして、公正な組織再編比率は、それぞれの組織再編の当事会社の貢献度に応じて算定すべきであると結論づけた。

さらに、シナジーがある場合には、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フリー・キャッシュ・フローの増加に基づいて、分配すべきシナジーを算定すべきであると考えられる。ただし、合併や会社分割の場合には、それぞれの会社に帰属するフリー・キャッシュ・フローの増加を区別することが困難な場合も考えられるため、シナジーの原因に応じてそれぞれのシナジーを分配すべきであると考えられる。

今後の裁判例だけでなく、実証研究を重ねながら、さらに研究を深めていきたい。

- (1) 相澤哲ほか『論点解説 新・会社法』六八二頁(商事法務、平成一八年)。
- (2) 東京高決平成二二年一〇月一九日金融・商事判例一三五四号一四頁では、株式交換による企業価値の毀損の影響を除いたナカリセバ価格を回帰分析により算定している。そして、許可抗告審(最三小決平成二三年四月二六日金融・商事判例一三六七号一六頁)でも、回帰分析による補正は裁判所の合理的な裁量の範囲内であると判示されている(ただし、株式交換の効力発生日を基準に公正な価格を算定していることを理由に差戻されている)。
- (3) 組織再編比率が公正でない場合には、組織再編比率が公正である場合に比べ、一方の当事会社の市場価格が高くなり、他方の当事会社の市場価格が低くなるものの、組織再編により生じるシナジーの総額は変わらないため、組織再編により変動する市場価格の総額は変わらないはずである。そのため、公正な組織再編比率により組織再編が行われたと仮定したシナジー価格を算定することも可能であると考えられる。
- (4) 最三小決平成二三年四月二六日前掲注(2)、最三小決平成二三年四月一九日民集六五卷三号一三一頁、最二小決平成二四年二月二九日民集六六卷三号一七八四頁。
- (5) 日本公認会計士協会『企業価値評価ガイドライン(改訂版)』七八頁(日本公認会計士協会出版局、平成二五年)。
- (6) 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、平成二二年)、加藤貴仁「判批」商事法務一八七六号五頁(平成二二年)、佐藤信祐「非上場会社の少数株主の縮出しにおける公正な価格」法学政治学論究一〇六号一三五頁(平成二七年)。
- (7) 最一小決平成二七年三月二六日民集六九卷二号三六五頁。

- (8) 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。なお、最高裁にて平成二二年一月一日付で抗告が棄却されている（日本公認会計士協会前掲注（5）三三四頁）。
- (9) カネボウ事件には、吸収合併に対する株式買取価格決定申立事件（東京地決平成二一年一〇月一九日金融・商事判例一三二九号三〇頁）も公表されているが、営業譲渡を行った後に清算会社となった旧カネボウ株式会社を消滅会社とする吸収合併が行われた事件であり、かなり特殊な事件であるため、本稿では分析の対象から除外する。
- (10) カネボウ事件では、営業譲渡、合併及び会社分割を会社の財産処分として捉え、反対派の少数株主が、会社が清算される場合と同様に、会社の全財産に対する残余財産分配請求権を有すると観念的に捉えることができると判断している。そのため、当該残余財産分配請求権は、事業から生ずると予想される将来キャッシュフローの割引現在価値と一致することから、「少なくとも、合併・会社分割・事業譲渡などの反対株主の株式買取請求権が行使された場合については、非支配株主の株式をDCF法に基づいて算定すべきであると解することには合理性がある。」とする見解がある（弥永真生「判批」私法判例リマックス三八号一〇五頁（平成二一年））。このような見解に立てば、当該割引現在価値に対して、マイノリティ・デイスカウント、非流動性デイスカウントを考慮してしまうと、当該残余財産分配請求権と異なる価格になることから、これらのデイスカウントを考慮すべきではないと考えられる。
- (11) 札幌地決平成二六年六月二三日金融・商事判例一四六六号一五頁。
- (12) 札幌高決平成二六年九月二五日金融・商事判例一四六六号一四頁。
- (13) 収益還元法を採用したことは、非流動性デイスカウントが認められない理由にはならないとする見解として、中村慎二「判批」経営財務三二二〇号二三頁（平成二七年）、滝塚磨「判批」経理情報一四一五号四三頁（平成二七年）、奈良輝久「判批」法の支配一七九号一三八―一三九頁（平成二七年）、星明男「判批」ジュリスト一四九二号（平成二七年度重要判例解説）一〇八頁（平成二八年）、柳明昌「判批」民商法雑誌一五一巻三三三〇二頁（平成二七年）、佐藤信祐「譲渡制限株式の売買価格」法学政治学論究一〇九号一七―一八頁（平成二八年）がある。このうち、中村前掲二三―二四頁、滝前掲四三頁は、反対株主に対して株式買取請求権を認めた制度趣旨を根拠として、株式買取価格決定申立事件では非流動性デイスカントを認めるべきではないとし、奈良前掲一四一頁は、特段の事情がある場合には非流動性デイスカントを認めるべきであるとしている。そして、柳前掲三〇六頁では、「会社の閉鎖性、純然たる投資家としての属性の強弱、支配株主による不当な抑圧の有無などを考慮しつつ、問題となる事実」ことに非流動性デイスカントを許容すべき否かを判断すべきように思

われる。」と指摘されている。

- (14) 佐藤信祐ほか『中小企業のための合併の法律・会計・税務・評価と申告書作成』五八―六三頁(新版、清文社、平成二二年)、朝長英樹ほか『会社合併実務必携』三〇―三五頁(第二版、法令出版、平成二五年)。

- (15) 道東セイコーフレッシュフーズ事件でも、合併の当事会会社が合併比率を決定する際には、財産評価基本通達に定める類似業種比準方式により各当事会会社の株式価値を算定しているものの、裁判所が公正な価格を決定する際には、収益還元法により株式価値を算定している。

- (16) 吸収分割後に、分割会会社が承継会社株式を分配する場合(会社法七五八条八号ロ)であっても、分割会社の株主は、上場会社である承継会社株式だけでなく、非上場会社である分割会社株式も保有するため、吸収合併とは異なる検討が必要である。これに対し、非按分型分割(会社法七五八条八号イ)を行った場合には、分割会社の一部の株主が承継会社株式のみを保有し、分割会社株式を保有しなくなる事案が考えられる。しかし、税務上、承継会社株式を取得した分割会社の株主において、みなし配当課税及び株式譲渡損益課税の問題が生じるため、実務ではほとんど利用されていない(佐藤信祐・岡田貴子『組織再編における事業承継対策』一四八―一五〇頁(清文社、平成二五年))。そのため、本稿では、非按分型分割の事例は想定しないこととする。

- (17) 石塚明人『シナジー分配価格』が採用された株式買取価格決定申立事件における補正株価と「公正な価格」の算定」青山ローフォーラム四巻一号五二頁(注39)(平成二七年)。

- (18) 非流動性ディスカウントにつき、江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』三〇二頁(有斐閣、平成七年)も同様の指摘をされている。

- (19) 吸収合併を行っても依然として規模が小さいことを理由として、吸収合併後にサイズ・リスクプレミアムが存在する可能性がある。しかし、吸収合併後は、存続会社と消滅会社がひとつの会社になることから、それぞれのサイズ・リスクプレミアムも同じ数値になるはずである。そのため、サイズ・リスクプレミアムを加味することにより、存続会社の株式価値が一〇%引き下げられても、消滅会社の株式価値も一〇%引き下げられれば、サイズ・リスクプレミアムを加味する前の合併比率と同じ比率になる。佐藤前掲注(13)二〇頁のように、DCF法等により株式価値を算定する場合において、サイズ・リスクプレミアムを織り込むべきかどうかは議論があり得るが、上場会社を存続会社とする吸収合併を行った後にサイズ・リスクプレミアムが残っている場合には、当該存続会社の市場価格に織り込まれているため、特段の問題はないと考えられる。

- (20) 林宏和「M & Aの意義」森・濱田松本法律事務所編『M & A法大系』一九頁（有斐閣、平成二十七年）。
- (21) この場合には、承継会社で不採算店舗を改善することが期待されることが一般的であるため、承継会社のシナジーも存在すると考えられる。
- (22) 日本公認会計士協会前掲注（5）三九頁。
- (23) 佐藤前掲注（6）一四五—一四七頁。
- (24) 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、支配株主にとつての株式価値は一株当たり一〇円となり、少数株主にとつての株式価値は一株当たり八円となる。そして、発行会社が反対株主から一株八円で一〇株を買い取ると全体の株式価値が九二〇円、自己株式を除く発行済株式総数が九〇株となる。この結果、一株当たりの支配株主にとつての株式価値が約一〇・二円となるため、支配株主が棚ぼたの利益を享受することになる。これに対し、反対株主から一株一〇円で一〇株を買い取ると全体の株式価値が九〇〇円、自己株式を除く発行済株式総数が九〇株となり、買取後の支配株主にとつての株式価値は変わらない。
- (25) 滝前掲注（13）四三頁では、「株式の流動性が低いからといって（株式価値ではなく）企業価値の減価がただちに導かれるものではないことを踏まえると、企業価値の適切な分配機能を発揮させるといふ法の目的を達成するためには、非流動性ディスカウントを考慮すべきではないこととなるのではないか。」と指摘されている。この観点から、マイノリティ・ディスカウントも、少数株主であることを理由とする株式価値の下落は、直ちに企業価値の下落に繋がらないため、同様に取り扱いわれるべきであると考えられる。
- (26) 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五頁（平成二十二年）では、「株式買取請求権制度は、第一義的には、①『部分解散』による株主の退出の機会を保障するものであり、第二義的には、これに加えて、②資本多数決に基づいて忠実義務違反の組織再編行為がなされたことによつて反対株主が被った『損害』の填補を一定の範囲で認める趣旨をも有する、と解すべきである。」とされている。このような株式買取請求権制度を部分解散とする立場に立つても、前掲注（10）のように、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認めるべきではないと考えられる。
- (27) アピームM & Aコンサルティング「高値づかみをしないM & A」八七頁（中央経済社、平成二十四年）。さらに、矢部謙介「株式を対価とした企業再編におけるプレミアムの実証分析」伊藤邦雄編『企業会計研究のダイナミズム』四〇一頁（中央

経済社、平成二四年)では、株式を対価にした場合には現金を対価にした場合に比べてプレミアムが低くなることが指摘されている。

- (28) 東京地決平成二一年三月三十一日金融・商事判例一三一五号二六頁。
- (29) 江頭前掲注(18) 二七二頁。
- (30) 最二小決平成二四年二月二九日民集六六卷三号一七八四頁。
- (31) 同様の見解として、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室三〇四号七九頁(平成一八年)、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の理論(上巻) 江頭憲治郎先生還暦記念』二八九頁(商事法務、平成一九年)がある。さらに、公開買付けを行った後に全部取得条項付種類株式により少数株主を締め出したときの取得価格決定申立事件でも、意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、かつ、一般に公正と認められる手続により公開買付けが行われた場合において、その後公開買付け価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得したときは、特段の事情がない限り、公開買付け価格を取得価格とすることが相当であるとした裁判例として、最一小決平成二八年七月一日金融・商事判例一四九七号八頁、東京高決平成二八年三月二八日金融・商事判例一四九一号三二頁が公表されている。
- (32) 田中前掲注(31) 七九―八〇頁、大井悠紀・石川智也「株式対価型組織再編における株式買取請求権」神田秀樹・武井一浩編『実務に効くM&A・組織再編判例精選』一七六頁(有斐閣、平成二五年)。
- (33) 江頭前掲注(18) 二七二―二七三頁、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)、池永朝昭ほか「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)。
- (34) 白井正和「友好的買収・組織再編と株式買取請求権」田中亘編『数字でわかる会社法』二二―二四頁(有斐閣、平成二五年)。
- (35) 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、ブルータス・コンサルティング「企業価値評価の実務Q&A」二四―二五頁(中央経済社、第三版、平成二六年)、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。
- (36) 日本公認会計士協会前掲注(5) 七八頁。
- (37) 日本公認会計士協会前掲注(5) 七九頁。

- (38) 谷山前掲注(35) 四三七―四三八頁、KPMGFAS『企業価値評価のすべて』三〇頁(日本実業出版社、平成二三年)。
- (39) 道東セイコーフレッシュフーズ事件の第一審では、消滅会社の収入の相当部分を存続会社に依存していたことから、売上増加等のシナジー効果を推測できるほどの大きな変化は見受けられないと判示されている。
- (40) 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)、林前掲注(20) 一七頁。
- (41) 江頭前掲注(18) 四二頁、岡村忠生「税法上の独立当事者間取引と少数株主」森本滋編『企業結合法の総合的研究』八五頁(平成二二年)。ただし、岡村前掲九四―九五頁では、移転価格のポリシーが支配株主の主導で行われることから、少数株主の支配株主への従属性が強くなる可能性も指摘されている。また、神作裕之「親子会社とグループ経営」江頭憲治郎編『株式会社法大系』八〇―八一頁(有斐閣、平成二五年)でも、独立企業間価格の限界について指摘されている。しかしながら、独立企業間価格以外に、取引価額の適正性、帰属すべき収入の適正性に対して参考になる指標がないため、公正な価格の算定では、移転価格税制で積み重ねられた実務を参考にせざるを得ないと考えられる。
- (42) 税理士法人トーマツ「移転価格税制と税務マネジメント」一〇頁(中央経済社、平成二三年)。
- (43) 移転価格税制では、独立企業間価格として、①独立価格比準法、②再販売価格基準法、③原価基準法、④これらに準ずる方法、⑤取引単位営業利益法、⑥取引単位営業利益法に準ずる方法、⑦寄与度利益分割法、⑧比較利益分割法、⑨残余利益分割法がそれぞれ定められている(租税特別措置法六六条の四第二項、同施行令三九条の一二第八項)。
- (44) これは、経済産業省が公表した「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」に記載されている株主と取締役の双方が受けるべき価値に近いものであると考えられる。
- (45) 全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立事件における公正な価格の算定方法であるが、田中亘「MBOにおける『公正な価格』」金融・商事判例二二八号二頁(平成二〇年)では、同様の理由により、企業価値の増加を一对一の割合で分配すべきであると主張されている。
- (46) このほか、資産及び負債の含み損を利用した節税効果もシナジーに含めることができると考えられる。
- (47) 稲見誠一・佐藤信祐「グループ法人税制・連結納税制度における組織再編成の税務詳解」九一―九四、一八二―一八五頁(清文社、平成二四年)。ただし、連結納税制度による節税は法人税のみの節税であり、住民税及び事業税の節税効果は期待できない(佐藤信祐『連結納税制度の有利・不利判定』七〇頁(中央経済社、平成二二年))。

- (48) 稲見・佐藤前掲注(47) 九〇—九一頁。
- (49) 稲見・佐藤前掲注(47) 一〇三—一〇五頁。
- (50) 厳密に計算すれば、DCF法のような時間的価値を考慮する株式価値の算定手法では、早期に繰越欠損金を利用することにより株式価値が高くなる。そのため、吸収合併により、早期に繰越欠損金を利用することができれば、その時間的価値の差額については、シナジーに含まれると考えられる。
- (51) 稲見誠一・佐藤信祐「組織再編・資本等取引の税務Q&A」九三九—九五六頁(中央経済社、平成二四年)、新日本アイ・エヌ「ストアンドヤング税理士法人「組織再編の税務ガイド」」二四二—二四五頁(第三版、中央経済社、平成二二年)。
- (52) 佐藤信祐・松村有紀子「企業買収・グループ内再編の税務」一〇四頁(中央経済社、平成二二年)。
- (53) 実質的な買収による組織再編は、吸収合併、吸収分割又は株式交換といった吸収型の組織再編で行われることが多いと思われるが、新設合併、新設分割又は株式移転といった新設型の組織再編で行うことも可能である。そして、吸収型の組織再編では、被買収会社が消滅会社、分割会社又は完全子会社であることが多いと思われるが、会計上、逆取得に該当する場合のように、被買収会社が存続会社、承継会社又は完全親会社である場合も考えられる(企業結合に関する会計基準二〇項)。
- (54) 簡易組織再編を行った場合には、反対株主は株式買取請求権を有しない。そして、実質的な買収とみなされる組織再編は、事前に株式の買取りがなされていたり、買収会社の規模が明らかに被買収会社よりも大きかったりすることが多く、簡易組織再編の要件を満たす事案も多いと考えられる。これに対し、ここで想定している事案は、簡易組織再編の要件を満たさない事案である。
- (55) 上場会社の事案であるが、加藤前掲注(6) 五頁参照。
- (56) 平成一三年改正前商法が適用されていた時代に同様の検討をしていたものとして、原秀六『合併シナジー分配の法理』五六—六七頁(中央経済社、平成二二年) 参照。
- (57) 吸収分割を行った場合には、承継会社にはシナジーが生じ、分割会社では負のシナジーの解消が生じる場合がある。そのため、吸収合併と同様に株式持合いの影響を考慮する必要があると考えられる。これは、共同新設分割であっても同様である。
- (58) 水島治「経営不振の会社に対する経営支援と取締役の責任」立命館法学二〇〇五年六号二六八—二七二頁(平成一七年)。

- (59) 全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立事件であるが、大阪地決平成二十七年二月二十四日（ウエストロー・ジャパン、文献番号 2015WLJPCA12246003）は、債務超過会社の取得価格を〇円であると決定している。
- (60) 藤田前掲注（31）二九一頁。
- (61) 藤田友敬（発言）証券取引法研究会『新会社法のもとでの株式買取請求権制度』三〇頁（日本証券経済研究所、平成一八年）。

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）

「譲渡制限株式の売買価格」『法学政治学論究』第一〇九号（二〇一六年）

「非上場会社の募集株式の発行等における公正な払込金額」『法学政治学論究』第一一〇号（二〇一六年）