#### 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 | 2016  |
| year        |   |
| 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<br>_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 信

祐

裁判例の傾向 はじめに

基本的な考え方 非上場会社のナカリセバ価格とシナジー価格 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 吸収分割

公正な組織再編比率

シナジーの分析

売上シナジー、コストシナジー及び研究開発シナジーの

シナジーの内容

当事会社のすべてが非上場会社である場合

(Ξ) 財務シナジーの分配

(四) (五) 組織再編関連費用 繰越欠損金の節税効果

株式持合いによる影響 実質的な買収である場合

Ŧi.

債務超過会社との合併 存続会社の株主による買取請求 消滅会社の株主による買取請求

むすび

205

#### は じめに

る」と解説されている。本稿では、 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、 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 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。 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 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、 の点につき、 カリセバ其 合併、 会社分割、 、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) 当時の立案担当者は、 株式交換又は株式移転 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、 「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、 (以下、 「組織再編」と総称する。) を行った場合には、 八〇六条一項)と定められた。 とされていたのに対し、 当該組織 組織再 再 組織 編に 「決議 平成 反対 編 織 編

率又は株式移転比率 れに対し、 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、 だうえで市場価格が形成される。 請求についての株式買取価格決定申立事件 0 影響を排除 一案担当者の解説のように、 市場価格が下落する場合には、 した市 (以下、 場価格をナカリセバ価格とすることができる。(②(3) 「組織再編比率」と総称する。) 上場会社であれば、 すなわち、 組織再編により企業価値が毀損したか、 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、 (以下、「株式買取価格決定申立事件」という。) でも、 組織再編計画を公表した直後に、 が不利であっ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。 そのため、 組織再編における反対株主の株 合併比率、 当該組織再編の効果を織り込ん 回帰分析に 分割比率、 市場価格により公正 シナジーを織 より 株式交換比 組 再

取 編

統合して運営される場合の価値が、 定するとともに、 すべきかどうかという点が問題になる。 る必要がある。 これに対 この場合には、 非上場会社には市場価格 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 後述三三のように、 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) そして、後述三四のように、 が存在しないため、 マイノリティ・ディスカウント、 DCF法等の手法を用いることにより株式価値 シナジー価格の算定では、 非流動性ディスカウントを考慮 シナジーの総額を算 を算定す

な価格が算定されている裁判例

が多い。

持合いによる影響、 ける公正な価格は、 前提として、 とで、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 研究及び裁判例が少なく、 、う。) と同様に考えるべきである。 そのため、(6) かしながら、 後述四では、 マイノリティ・ディスカウント、 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、 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 具体的なシナジーを分析するとともに、 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こ 本稿では、 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、 株式交付型組織再編に限定して検討を行うものとする。 後述五以降では、実質的な買収である場合、 (以下、 現金交付型組織再編に 「少数株主の締出し」 先行 株式 を お لح

#### 一 裁判例の傾向

一場会社

の株式買取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

7

件? のみである。 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 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も公表されてい のは道東 セイコ ッ シ ユ フー · ズ 事

る」と判示された。

られるものであるから、 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 シト 、ネボウ事件では、 (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 「本件の株式買取請求権は、 マイノリティ・ディスカウント 少数派の反対株主としては株式を手放したくないにも (非支配株式であることを理由とした減価) や非流動性ディスカ かかか わらず

ジー 効果が推認できる場合には、 正な価格を算定している。 うべきである」と判示された。 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、 されたが、 - 非独立当事者間における組織再編行為等においては、 .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、 が認められない そして、 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、 道東セイコーフレ 道東セイコーフレ 許可抗告審では、 のか、 収益還元法を採用したから非流動性ディスカウントが認められないのかが明らかではない。(四) しかしながら、 ッ 「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、 ッ 積極的にシナジー価格に織り込むべきであると考えられ しかし、この判旨だと、 シュ事件の第一審では、 シュ事件でも、 後述四のように、 第一審儿 シナジーの有無についても争われてい 株式買取価格決定申立事件であるから非流動性ディスカウン 抗告審では、 少なくとも独立第三者間の合併のように、 非独立当事者間における組織再編であっても、 収益還元法によって算定された株式の価格につい 非流動性ディスカウントを考慮すべきであると 退出を選択した株主には ナカリセバ価格により公 る。 第 誰が見てもシナ 相当でないと 一審決定では シナジ 同 企

ディスカウント ように、 0 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・ディスカウント、 Ú か、 シ ナジーの算定も論点となる。 非

流

動性

#### 三 基本的な考え方

#### (--)非上場会社のナカリ 、セバ価格とシナジー 価 格

「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 う点である。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、 のは、 「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 述一のように、 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 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

る必要がある。 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、 又は割安である場合が考えられる。そのため、 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、 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、 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 組織再編比率が公正であると認められたとしても、 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 両当事会社の株式価値のいずれも割高 株式価値が公正

組織再編の当事会社が組織再編比率を決定する際に、

公正な価格の

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。 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、 方の当事会社が上場

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。

シナジ

価格の算定では、

すなわち

1

株式交換及び株式移転

# 二 一方の当事会社が上場会社である

非上場会社であり、 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、 5 が上場会社であり、 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、 様に、上場会社が完全親会社であり、 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。 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、 例えば、 れる。このように、 吸収合併では、上場会社が存続会社であり、 承継会社が上場会社であったとしても、 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が上場会社になる事案が考え いずれも、 非上場会社の株主が、 非上場会社が完全子会社である場合には、 組織再編前に保有していた非上場株式を保有せず、 非上場会社が消滅会社であることにより、 吸収分割後に、 吸収分割を行った場合には、 吸収合併後に、 分割会社の株主が非上場株式 株式交換後に、完全子会社の株 株式移転でも、 消滅会社の株主 一社以上の当事会社 消滅会社 株式交換も 分割会社が 組織 (分割会社 - の株 は、 非上 主は、 主が

あったとしても、 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。(『) 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、 吸収合併を行った場合には、 合併比率が公正であれば、 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、 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 存続会社株式の市場価格が上昇した場合には、 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、 存続会社株式の市場価格に合併比 なぜなら、 その上昇した金額に合併比率を乗じた 消滅会社株式が非上場株式で 非上場 率を乗 じた 株式

株式)を保有し続けているため、

異なる検討が必要になる。

後述三四において検討する。)。

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 は非上場株式であり、 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。 非流動性ディスカウント、 上場会社同士の合併と異なり、 上場株式に比べて流動性が乏しいことから、 サイズ・リスクプレミアムを考慮すべきかが問題となる。 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 非流動性ディスカウントを考慮すべきという考え 吸収合併前の消滅会社 .. の 算定に 株式 お

り、 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。 (空) るべきであると考えられる。このように、(B) る。 するものであり、 じて分配される必要がある。 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、 カウント、 この点については、 吸収合併により、 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、 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、 存続会社の経営努力によるものとは言い難い。そのため、 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 しかし、このような株式価値の増加は、 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 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 消滅会社が吸収合併前に有していた収益力に対 吸収合併により生じるシナジーの一種である 消滅会社の株主がその全ての分配を受け 株式価値の増加に対する貢献度に応 が高 くな

#### 吸収分割

吸収分割により生じるシナジーには、 れ に対し、 承継会社が上場会社であり、 承継会社で生じるシナジーだけでなく、 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 分割会社で生じる負のシナジー -の解消

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。

な、 う<sub>②</sub> 効率的に事業を行うことができるようになった結果、 舗 b 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、 離すことにより分割会社のフリー 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、 あるからである。 分割会社のフリー 負のシナジー の解消の具体例としては、 ここでいう負のシナジーとは、 キャッ シュ・ キャッシュ・フローが改善する。そして、分割会社に残った店舗も分割会社で フロー 店長に相応しい人材が不足していることから、 の改善は、 吸収分割により生じるシナジーではなく、 店舗ごとのフリー・キャッシュ・ 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 規模の不経済又は範囲の不経済が生じている状況 吸収分割により不採算店舗 フ ローが改善する。 数少ない店長が複数 吸収分割の前 を切 分割 の 店

る。 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。 シナジー 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、 株である場合には、 ○円上昇したときは、 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 きる。そして、 これに対し、 そのため、 価格を算定することができる。 分割会社の株主に承継会社株式を分配しない場合には、 承継会社で生じるシナジーは、 承継会社の株式価値が増加すれば、 分割会社の一株当たりの株式価値が一○円増加したと考えることができる。 分割会社の株式価値は総額で一○○円増加する。 吸収分割により承継会社の市場価格が上 承継会社が上場会社であることから、 分割会社の株式価値も増加するはずである。 ナカリセバ価格にシナジーを加算することにより 分割会社が承継会社株式を保有したままであ そのため、 昇しているのであれば、このように 分割会社の発行済株式総数が一〇 市場 価格を参考にすることがで このように、 したがって、 場 価 分割会 吸収 格 が二 分

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

法により、 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、 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)、株式買取請求権を行使した分 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 承継会社株式を分配しない場合と同様

の 市場価格が上昇しても、 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 ベ きであると考えられる。 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、 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、 新設会社に移転した事業によるものなのか、 市場価格を参考とせずにシナジー価格を算定す 上場会社である分割会社に残った事業のものな 一方の当事会社である上場会社の市場 価

# 当事会社のすべてが非上場会社である場合

 $(\Xi)$ 

否 を採用するにせよ、 価方法として、 口 べきか否 1 かが問題となる。 ・チ、②マーケット・アプローチ、 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、 かが問題となり、 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 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、 対象となる株式が非上場株式であることから、 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。 市場価格を参考にすることができない。 非流動性ディスカウントを考慮すべきか マイノリティ・ディスカウントを考慮 (改訂版)』では、 ①インカ いずれの評価方法 その場合の評 ム・ ア ブ

この点につき、 トや非 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、 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。 少数株主の締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 このようなマイノリティ・ディスカ ・ディ スカ

ウ

様に考えるべきであると考えられる。

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。(ミヌ) の利益を享受するという問題が生じる。反対株主が株式買取請求権を行使する場合には、(※) 性ディ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 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も、 組織再編の当事会社が反対株主から株式を買い取る場合も同様に、 マイノリティ・ディスカウント、 株式を手放さざるを得な 非流動

ずである。 社 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 フリー・ 行われた場合には、 の企業価値に影響を与えるものではない。もし、組織再編が行われずに反対株主が残存していれば、会社に生じる(巻) 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 すなわち、 マイノリティ・ディスカウント、 これらのディ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。 これらのディ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 非流動性ディスカウントは、株式の売りにくさを示す要因に過ぎず、 請求 会

#### (四) 公正な組 織 第編 比 率

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ーが減額されてしまうからであると推定される。 ナジー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。 織再編比率の算定も必要になる。これに対し、 前述三一のように、 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。これは、 非上場会社の組織再編における公正な価格の算定では、 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、 例えば、 シナジーの総額だけでなく、 我が国の吸収合併では、対等合併 公正な組

少数株主の締出しと同

存在するため、

当事会社間の交渉ではある程度の柔軟性が存在すると考えられる。

さらに、 まうため、 グ 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。 ループ内再編であれば、 わざわざ分配すべきシナジーを算定しなくても、 当事会社間の交渉が成立してし

えられる。 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、 にプレミアムが付されることもある。 アムを分配している。 これに対し、 日興コーディアル事件のように、 このような実質的な買収に該当する場合には、 実際に当該事件では、 株式交換の直前に公開買付けが行われる場合には、 変動幅限定付変動性交換比率方式が用い プレミアムを付さざるを得ないからであると考 完全子会社の株主にプレ られ 完全子会社 7 おり、 株 3 株 式

織 ナカリセバ価格を下回ることはない。 ナジー して組織再編比率を算定することもあり得る。さらに、 蕳 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 このように、 の交渉が正のシナジーの分配の範囲内で留まるのであれば、 が分配されることも考えられる。 実際の組織再編では、 すなわち、 シナジーを考慮せずに組織再編比率を算定することもあれば、 しかし、 一方の株主に対して過剰にシナジーが分配されたとしても、 一方の当事会社にとって不利な組織再編比率であったとしても シナジーを考慮したとしても、 組織再編後のそれぞれの株主が保有する株式価値 一方の株主に対して過剰 シナジー 当事会 を考慮 に が 組 が シ

参照) 編 再編比率が公正な組織再編比率であると考えられる。 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。 これに対し、 に応じてシナジーを分配すべきであると考えられる。そして、貢献度に応じてシナジーが分配されてい 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、 公正な価格の算定という観点からは、 しかし、 原則として、それぞれの組織再編の当事会社の貢献度 この点につき、 前述のように、 コーエーテクモ事件許可抗告審では、 当事会社間の交渉では、 それぞれの会社にお 公正な組 (後述四 る 織 再

般に、

は、 が 十分に開示されないような、 場会社の組 それが公正 W 取締役に就任するために、 ど行われ 正なものであるか否かについては、 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、 たがって、 る<sup>31</sup> 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、 さらに、 ていない場合には、 織再編では、 である場合には、 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 特別の資本関係がある会社間の組織再編であっても、 株主総会を支配している一 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。(ミン) 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 組織再編比率の形成過程 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、 原則として、 部 上記の株主及び取締役の判断を尊重すべきである。 の透明性に疑いがある場合が考えられる。 の株主と取締役により組織再編比率が決められ、 組織再編比率の形成過程の公正さを審査 比率が公正なものと推認することは 組織再編後に支配 さらに、 株式移転比 」と判示され か ~つ、 かし、 配当 が 情 非上 率 株 ほ 主 が Ð

れな 株式 額 純資産価額方式を用いた場合には、 また、 種 しても、 の評 0 益金 株 (財産評価基本通達一六六項)。 前 価 価 額 P 直 述三一のように、 前 対象企業の配当金額、 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。 簿価純資産価額の増加は考慮されない 期末三年間 !の平均利益金額を基礎に算定されるため、 非上場会社 評価基準 利益金額 さらに、 0) 組 -日の時 織再編では、 同通達に定める類似業種比準 簿価純資産価額により算定されるため、 価純資産価額に基づいて算定される。 (同通達一八〇項)。 財産評価基本通達に定められてい 組織再編による将来の利益金額 そのため、 価額方式を用いた場合にも、 同 通 組 織 そして、 達の評価方法は、 . る しかし、 再編による将来 「取引 0 前 の増加 ń 同 通達 2 の 過 を 相 去 は考慮 に定 シ 加 の配当金 場 ナジ 0 味 0 類 す な め 似 Ź

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。

主

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、

論的でなく、単なる便法であるという批判も存在する。いずれにしても、シナジーの原因を厳密につきつめられるの(メヨ) 分配することで、 れ であれば、それに応じてシナジー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 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 ナカリセバ価格に加算すれば、 分析することにより、 ない場合が考えられる。そのため、 一○○増加した場合において、存続会社の貢献度が七○であり、消滅会社の貢献度が三○であるときは、その金額を る。そのため、以下では、シナジーの具体的な内容について検討を行うこととする。 このように、 当事会社間 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。これに対し、 別途、 この交渉という観点からも、 公正な価格を算定する必要がある。 シナジー価格を算定することが可能になる。 反対株主が株式買取請求権を行使した場合には、シナジーの総額とその貢献度を 税務上の観点からも、 例えば、吸収合併により、 しかし、実際に発生したシナジー 組織再編比率が公正なものとは認 吸収合併後の株式価 このような手法は の原因 主に られ 値

を何ら考慮していないという問題がある。

#### 四 ナジーの分析

#### (-)シナジー 0 內容

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、 は 事業を単 前述一のように、 独で運営するよりも大きくなる効果を言う。そして、 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 シナジー価格の算定という観点からは、 価 値 が、 それぞれ シナジ の企業又 1

フリー

キャッシュ・

フ

П

らす効果は

フリ

.

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。

0

ジー 資 項目であるとしている。 務シナジーに分けている。 支払いは 研究開発シナジーがフリー と割引率によって算定されることから、 本調達余力の増加だからである。 ・に税務上の繰越欠損金の節税効果を加えた解説もある。DCF法を前提とすると、(※) フリー 評価ガイドライン キャッシュ 財務シナジーが割引率に影響を及ぼす理由は、 さらに、 . キャッ フロ (改訂版)』では、 同ガイドラインでは、 1 このほか、 シュ・フローに影響を及ぼす項目であり、 の減額要因となるため、 そのいずれかに影響を与える必要が 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、 シナジーを売上シナジー、 DCF法を前提として、 税務上の繰越欠損金によりこれらの税金の支払いを減 財務シナジーの原因が資本調達コストの削 コストシナジー、 財務シナジーが割引率に影響を及ぼ 売上シナジー、 法人税、 研究開 住民税及び事業税 コストシナジ 発シナジー、 財 務 シナ 減 財

的 目 会社の組織 般的には、 に金額が算定できることが必要である。 H 的で行われるにせよ、 「場会社の組織再編は多数公表されており、 |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 ①グループ内再編、 裁判所がシナジー価格として採用するためには、 ②下請け、 代理店の統合、 具体的なシナジーが開示されているものもある。 ③上場準備のための規模の拡大が考えられる。 シナジーの存在が明確であり、 これに対 か いずれ つ、 非上場 (D

発シナジーも、 ランド効果を掲げている。 ように、 であるため、 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 『企業価値評価ガイドライン (改訂版)』では、 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。(3) ①グループ内再編、 しかし、 ②下請け、 ①グループ内再編、 代理店の統合では、 ②下請け、 売上シナジーとして、 その効果を数値化することは難しく、 代理店の統合は、 そのため、 クロ 道東セイコー 新たな顧客やニーズの スセリング、 ウレ 販売チャ ッ 同様 シ 発掘 ユ ネ 研究開 事 ル 0 蕳 件 が 題 木 ブ 0

を

化 さらに、 間接部門費の削減 同 !ガイドラインでは、 物流コストの削減が挙げられている。要約すれば、 コストシナジーとして、 営業拠点の統廃合、 拠点の統廃合によるコスト削減とス 生産拠点の一 部 閉

鎖

価格交渉力

の

強

が

生じる。

と考えられる。 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、 ル メリット によるコスト このような拠点の統廃合によるコストの削減は、 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。 組織再編に伴うシナジーであると言えるため、 拠点の統廃合によるコスト このうち、 般的に、 · の削 減である 誰 が 漞

を組織再編の当事会社に分配すべきであると考えられる。

ない ある。そのため、 う単一の指標に反映されることから、 の ため、 可 か 能な限り積み上げる必要があると考えられる。 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、 シナジーの総額を測定するためには、 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 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 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 市 場 !が存在 価 格 ī

#### 売上シナジー、 コストシナジー及び研究開発シナジ 1 0

社 ジー 8 合におけるシナジーによるフリー・ には、 でも生じる。 前 述四 及び研究開 フリ のように、 1 もし、 発シナジーがある場合には、 キャッ DCF法により株式価 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、 シ , ユ フロ キャッシュ・フ 1 - の増 加か、 フリー・ 値の算定を行う場合において、 割引率の減少が必要になる。そして、売上シナジー、 р П キャッシュ・フローが の増加は、 完全子会社だけに生じるものではなく、 増加する。 シナジーにより株式価値を引き上げるた 完全親会社におけるフリ 例えば、 株式交換を行っ スト 完全親会 た場 シナ 1

13

ついて参考にすることができるからである。これは、

株式移転を行った場合についても同様である。

税 通 収入の適正 ることが、 キ 0 加 0 かは、 はする制度であることから、(4) 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、 間 増 P の取引 加 ッ 従は完 完全親会社と完全子会社の間 シ ユ 価額 性は、 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、 全子株式の株式価値 フ の適正性、 口 移転価格税制にお 1 <sub>o</sub> 増加 帰属すべき収入の適正性により立証されたフリー・ は完全親会社株式の株式価値の増加に、 完全親会社と完全子会社の取引価額、 :の増加に繋がるはずである。 いて積み重ねられた実務を参考にすることができる。(ヨ) の取引やノウハウの共有を通じて行われることから、 なお、 通常の取引価格である独立企業間価格に引き直して課 帰属すべき収入がそれぞれ適正であったかどうか シナジーによるフリー 完全子会社におけるフリー キャッシュ なぜなら、 完全親会社と完全子会社と • フロ 丰 ヤ ーに基づいて算定す キ ツ シュ ヤ 移転価格税制 ッ シ 帰 フ ユ 温すべ П . フ 1 0 口 1

る 転 に比べて、 のかが不明であることも少なくない。 属するフリー これに対し、 拠点の統廃合や業務の統廃合が行われやすいため、 合併、 ・キャッシュ・ 会社分割を行った場合には、 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。 事業がひとつの会社に統合されてしまうため、 どちらのフリー キャッ さらに、 シュ・ フ それぞれ П 株式交換、 1 0 増 の会社 加に繋が 株 式 移

効果は、 取引量の拡大によりコストが削減されるため、 る場合には、 分配すべきであると考えられる。 このような場合には、 従業員 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、 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。 シナジーの原因が特定されていることから、 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 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 シナジ また、 ーの原因に応じてそれぞれ スケー ・ルメリ リストラに伴うコ ノット が あ 0 る場合には ナジジ スト 削 わ n 減 を

る。

### 三 財務シナジーの分配

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 価値が引き上げられることがある。 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ーがある場合には、 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、 る 割引率の減少により株式 存続会社の信用 力が

ると考えられる。 渉力に差がないことを前提とすべきである。そのため、 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、 言えない。 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、 これは、 そのため、 存続会社の信用力によるものなので、 取引目的の株式評価では当事者間の交渉により、 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。 結果として、 存続会社の株主のみが享受することも妥当とは 対一の割合でシナジーの分配を行うべきであ 両者の期待する価格の間のどこかで落とし所 両者が対等の立場で交渉を行い、 かつ、 しか 交

### 四 繰越欠損金の節税効果

過去の決算書から容易に測定することができるため、 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 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、 最も測定しやすいシナジーであると言える。(サイ) 実務上、 シナジ 0) 測 定が

う手法が考えられる。 会社の課税 株式交換による繰越欠損金の節税効果を検討すると、 所得と相殺するために、 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 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 完全親会社に繰越欠損金がある場合におい て、

三項一号)。

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。

対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)、連結親法人を設立した株式移転に係る完全子会社 他 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 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 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 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 おい て、

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 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)。 がせることにより、 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 とりわけ、 〔同法二条一二号の八〕。さらに、発行済株式総数の五○%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 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 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 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 (同法五七条三項)。 そのため、 繰越欠損金の節税効果

,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、 これらの節税効果は、 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、 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 前述四回の財務シナジーの分配と同様に、一対一の割 間 題

ることができるときは、 合でシナジーの分配を行うべきであると考えられる。 ○に相当する節税効果をシナジーとして一対一 なくても消滅会社の将来収益力により三○を使用することができる場合において、 消滅会社のナカリセバ価格に繰越欠損金三○に相当する節税効果を織り込み、 の割合で分配すべきであると考えられる。(5) なお、 消滅会社に繰越欠損金が一○○存在し、 吸収合併によりその全額を利用 吸収合併を行わ 繰越欠損金七

#### 組織再編関連費用

(Fi)

場合には、 の専門家に対する費用が発生することがある。 組 織再編を行う場合には、 住民税均等割、 事業税資本割が増加することがある。 印紙税、 登録免許税、 さらに、 不動産取得税などの流通税だけでなく、 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 弁護士、 公認会計士など ずる

関連 場合において、 て、 では、 されるため、 きシナジーを六三とし、 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○○増加し、 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。 シナジーを享受するための費用と考えるのであれば、 費用は、 シナジーを享受するための費用であると考えられるため、シナジーの減額要因として捉えるべきである。 その測定は容易であると考えられる。 シナジー 存続会社の貢献度が七〇であり、 の減額要因であることから、 消滅会社の株主に分配すべきシナジーを二七とすべきであると考えられる。 消滅会社の貢献度が三○であるときは、 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 シナジーを分配する貢献度の割合に応じて分配すべきであ これに対し、 合併関連費用が一〇発生 存続会社の株主に分配 シナジー なお、 価 組 格の算定 織 すべ した 編

# 五 実質的な買収である場合

性がある。 か あると考えられる。 を算定し、当該シナジー価格がナカリセバ価格を上回っている場合には、当該シナジー価格を公正な価格とすべきで を補償するに等しいという問題がある。そのため、 して貢献度に応じたシナジーが分配されるため、 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 できない場合には、 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ーを買収会社の株主に対して分配すべきかが問題となる。 算定した場合には、買収会社の株主が享受するシナジーが貢献度を下回ることになる。そのため、買収会社 プレミアムを支払わざるを得ない場合も考えられる。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(83) ると考えられる。これに対し、 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 前述三四 シナジー さらに、 のように、 価格がナカリセバ価格を下回っている場合には、 これに対し、 買収会社の反対株主に対して貢献度に応じたシナジーを分配すべきではないと考えられる。 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、 原則として、 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 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 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ーの分配を行うべきであ 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 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ー 当該ナカリセバ価格を公正な価格とすべきであると 棚ぼたの利 の株主が また、 益

なお、

シナジー

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

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。 裁判所としては、 くても組織再編は実現することから、 を実現するための必要最小限度のものであり、 き部分の金額であると考えられる。 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、 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、 そして、 特別の資本関係がある会社間 それを超える部分の金額は、 本来であれば、 の組織再編では、 合理的なものでなかった場合には 買収会社の株主が享受す プレミアムを支払わな

## 株式持合いによる影響

与える影響について検討する。 これらの 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ーの分配 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、 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、 吸収合併の直前に、 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、 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、 消滅会社が存続会社の発行済 当該消滅会社株式に対して 実務上、 両社が

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

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

セ

続会社株式のシナジー価格のうち、 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(六〇+三〇×六〇%)。そして、 八五となるため(一六〇+二五)、存続会社株式のシナジー価格が二三七となる。 消滅会社株式の株式価値が五二となり (四〇+三〇×四〇%)、それ以外の部 労が

社 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、 設合併、株式交換、 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、 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、 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、 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。なお、(sī) Excel などを利用して循環計算を行う必要が 分配すべきシナジーを算定するこ これにより増加した消滅会 両社がお互いの株式を持ち 新

# 七 債務超過会社との合併

あると考えられる。

# ○ 存続会社の株主による買取請求

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、 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 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、 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、 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 簡易合併を選択することはできない(会社法七九六条 (同施行規則一九五条三項)、 (会社計算規則二条二項五 ほとんどの事案では、 存続会社の財務内容 連結配当制 実

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

超 額 付金のうち回収不能見込額が、 を悪化させるため、 たりする場合が考えられる。 過額が一○○であり、 したり、 連帯保証債務を認識したりすることにより、 存続会社から消滅会社に対して貸付けを行っていたり、 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 存続会社が三○○の貸付けを行っているのであれば、 存続会社の株式価値を引き下げる要因になる。 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、 株式価値を引き下げる必要がある。 消滅会社の債務を存続会社が連帯保 そのため、 ナカリセバ価格の算定にお 吸収合併により存続会社 例えば、 貸付金 消滅 会社の債 の 証 いても、

評価

を

減 務

7

貸

b 社 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。 のであり、 の株式価値を引き下げるべきかどうかが問題となる。 これに対 経営判断の原則の範囲外に存在することから、 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、 まず、 債務超過の子会社に対する支援を行う必要がないとい 吸収合併は会社組織 ナカリセバ価 の基礎に本質的な変更をもたら 格 の算定におい て、 存続会 す

株式価値が下落したと考えるべきではな

た 事 0 主 手法として吸収合併を選択したとしても、 あるという考え方もあり得る。 会社法は、 市 め に帰属されず、 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。 湯価 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、 格 ば、 連結配当制度を導入するだけでなく、 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。 支配株主の持分に負担させられてい さらに、 上場会社が連結財務諸表を作成する場合には、 子会社の債務超過に相当する金額だけナカリセバ価格を引き下げるべ 連結配当制度を採用した場合には、 · る (連結財務諸表に関する会計基準二七項)。 債務超過の子会社との吸収 子会社の債務超過額 すなわち、 代替的な支援の 上場 は少 、きで 数株 その 式

併 なっていることから、 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。 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、 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、 会社法そのものが連結会計を意識した法体系に 子会

ため、 額が支援されている場合についても、 な 合併を行う場合には、 る。 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 、きであると考えられる。 い。そのため、 これに対し、 の点については、 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 吸収合併の前に債権放棄や債務引受けを行わずに、 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 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、 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 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 同様に考えるべきだからである。 吸収合併により子会社の債務超過に相当する金 ナカリセバ価格を引き下げざるを得 ごわれないような事案では、 わけでもな 子会

主張を裁判所は認めるべきではないと考えられ 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

# 消滅会社の株主による買取請求

社 債務超過会社のナカリセバ価格は○円であることが多い。 (®) 生じる場合には、 の株主が株式買取請求権を行使する事案では、 一務超 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。 当 シナジー 「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、 これに対し、 価格により公正な価格を算定すべき場合が考えられる。 債務超過会社との吸収合併によりシナジ そのため、 消 当該 1 が

と考えられる。 が 方からは、消滅会社のナカリセバ価格が○円であれば、分配を受けるシナジーも○円にならざるを得ないからである 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 :ある。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(8)

る。しかし、存続会社において五○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 ため、結果として、 慮しても二○円の株式価値の増加がもたらされていることから、 ○○円であり、 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、 のような場合には、 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七○円である場合には、消滅会社のシナジー価格は○円となる。 消滅会社のシナジー価格が○円である吸収合併も多いと考えられる。 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 独立当事者間であっても吸収合併は成立する。 消滅会社の実質債務超過額がマイナス一 消滅会社に分配すべきシナジー が

#### 八 むすび

慮すべきでないと結論づけた。 次に、 セバ価格であっても、 本稿では、 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。 シナジ 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、 1 価格の算定では、 シナジー価格であっても、 シナジーの総額を算定するとともに、 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 公正な組織再編比率を算定する必要がある。 ナカ

ため、

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 シ ュ • さらに、 フロー シナジーがある場合には、 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。 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・ ただし、 合併や会社分割 キ

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。

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。

- 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)。
- $\widehat{2}$ 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 、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 東京高決平成二二年一○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

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 する市場価格の総額は変わらないはずである。 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、 一価格を算定することも可能であると考えられる。 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 組織再編により変動 他
- 4 最三小決平成二三年四月二六日前揭注(2)、最三小決平成二三年四月一九日民集六五巻三号一三一一頁、 一四年二月二九日民集六六卷三号一七八四頁。 最二小決平成
- 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、 -成二五年
- 6 六号五頁(平成二一年)、佐藤信祐「非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格」法学政治学論究一〇六号一三五 山下友信『会社法コンメンタール4−株式(2)』一○九頁 (平成二七年)。 (商事法務、 平成二一年)、 加藤貴仁「判批」 商事法務一八七
- 7 最一小決平成二七年三月二六日民集六九巻二号三六五

ヤ

ッ

- 9 8 却されている(日本公認会計士協会前掲注 |九号三○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 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。 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 (5) 三三四 買。 (東京地決平成二一年 なお、 最高裁にて平成二二年一二月一日付で抗告が 一〇月一九日金融
- 10 例リマークス三八号一○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・ディ 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 少なくとも、 ディスカウントを考慮すべきではないと考えられる。 カウント、 が行われた事件であり、 カネボウ事件では、 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、 非流動性ディ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、 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 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。 営業譲渡、 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。 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、 (弥永真生 会社 が清算され
- 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 |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 収益還元法を採用したことは、 経営財務三二二〇号二三頁 (平成二七年)、滝琢磨 非流動性ディ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、 判批 経理情報一四一五号四三頁 (平成二七年)、 (平成二七年度重要判例 中村慎 奈良輝久

な抑圧の有無などを考慮しつつ、 ントを認めるべきではないとし、奈良前掲一四一頁は、 の売買価格」 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ィスカ 一〇八頁(平成二八年)、柳明昌「判批」民商法維誌一五一巻三号三〇二頁(平成二七年)、佐藤信祐 法学政治学論究一○九号一七─一八頁(平成二八年)がある。このうち、 そして、 柳前掲三〇六頁では、 問題となる事案ごとに非流動性ディスカウントを許容すべきか否かを判断すべきように思 「会社の閉鎖性、 特段の事情がある場合には非流動性ディスカントを認めるべきであ 純然たる投資家としての属性の強弱、 中村前掲二三—二四頁、 支配株主による不当 「譲渡制限株式 滝前掲四三

頁

- 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 れる。」と指摘されている。
- 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)。
- $\widehat{15}$ り株式価値を算定している。 業種比準方式により各当事会社の株式価値を算定しているものの、 道東セイコーフレッシュフーズ事件でも、 合併の当事会社が合併比率を決定する際には、財産評価基本通達に 裁判所が公正な価格を決定する際には、 収益還元法によ 定 かる
- 16 る。 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 て、 吸収分割後に、 これに対し、 『組織再編における事業承継対策』一四八─一五○頁(清文社、平成二五年))。そのため、本稿では、 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、 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 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 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、 実務ではほとんど利用されていない 分割会社 (佐藤信祐・岡田貴 非按分型分割の事 ゴの株主 は、
- 17 ローフォーラム四巻一号五二頁 石塚明人「『シナジー分配価格』 (注39) (平成二七年)。 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 青

例は想定しないこととする。

18 されている。 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

19

率と同じ比率になる。 スクプレミアムが残っている場合には、 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 )%引き下げられても、 、ムも同じ数値になるはずである。 がある。 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、 しかし、 吸収合併後は、 佐藤前掲注 消滅会社の株式価値も一○%引き下げられれば、 (13) 二○頁のように、 そのため、 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 当該存続会社の市場価格に織り込まれているため、 サイズ・リスクプレミアムを加味することにより、 DCF法等により株式価値を算定する場合において、 吸収合併後にサイズ・リスクプレミアムが存在 サイズ・リスクプレミアムを加味する前の合併比 特段の問題はないと考えられる。 存続会社の株式価値が サイズ・リ する可

(新版、

清文社、

平成二二

- 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、 平成二七年)。
- $\widehat{21}$ すると考えられる。 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
- (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。
- 買い取ると全体の株式価値が九○○円、自己株式を除く発行済株式総数が九○株となり、買取後の支配株主にとっての株式 値が九二〇円、 価値は変わらない。 とっ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○株を買い取ると全体の株式 〇・二円となるため、 イノリティ・ディスカウントを二○%とすると、 DCF法により評価された全体の株式価値が一○○○円であり、発行済株式総数を一○○株とする。 自己株式を除く発行済株式総数が九○株となる。この結果、一株当たりの支配株主にとっての株式価値が約 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○円で一○株を 支配株主にとっての株式価値は一株当たり一○円となり、 この場合、
- 25 扱われるべきであると考えられる。 スカウントも、 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う法の目的を達成するためには、 、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 滝前掲注 <u>13</u> 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、 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 同様に か n
- 26 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って反対株主が被った .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。 神田秀樹 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っても、 「株式買取請求権制度の構造」 『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 商事法務一八七九号五頁(平成二一年)では、 『損害』の塡補を一定の範囲で認める趣旨を 「株式買取請求権制度は、
- 27 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 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、平成二四年)。さらに、 『企業会計研究のダイナミズム』四〇一頁 矢部謙介

れている 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

- (28) 東京地決平成二一年三月三一日金融・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 日金融・商事判例一四九七号八頁、 特段の事情がない限り、 手続により公開買付が行われた場合において、その後に公開買付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、 格決定申立事件でも、 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 -成一九年)がある。 同様の見解として、 さらに、 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 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 公開買付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 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 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。 (上巻) 江頭憲治郎先生還曆記念』二八九頁 「新会社法にお (商事法
- $\widehat{32}$ 浩編 田中前掲注 『実務に効くM&A・組織再編判例精選』 (31) 七九一八〇頁、 大井悠紀・石川智也 一七六頁 (有斐閣、 「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 平成二五年)。
- 33 (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○頁 (平成二〇年)。 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○八頁
- 34 五年)。 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』二一二一二一四頁 (有斐閣 平成
- 35 価値評価の実務Q&A』二四―二五頁(中央経済社、 シナジーにより変動するフリー・キャッシュ・フロ 四四 頁(中央経済社、平成二二年) 第三版、 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 平成二六年)、 谷山邦彦 『バリュエー ションの理論と応用 「企業
- (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(37) 日本公認会計士協会前掲注(5)七九頁

- 39 38 道東セイコーフレッシュフーズ事件の第一審では、 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、 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、 平成二三年)。
- 40 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。 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○頁(平成一六年)、 小山 泰宏  $\overline{\overline{M}}$ & Α 企業評

(20) 一七頁。

七八—七九頁(中央経済社、平成二三年)、林前掲注

- 41 格の算定では、 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、 5 江頭前揭注 (平成二一年)。 独立企業間価格以外に、 18 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 ただし、 四二頁、 岡村前掲九四―九五頁では、 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 取引価額の適正性、 平成二五年) 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、 でも、独立企業間価格の限界について指摘されている。 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 研 公正な しかしな 究 八五
- $\widehat{42}$ 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 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)。 移転価格税制では、 ⑤取引単位営業利益法、 独立企業間価格として、 ⑥取引単位営業利益法に準ずる方法、 ①独立価格比準法、 ②再販売価格基準法、 ⑦寄与度利益分割法、⑧比較利益分割法、 ③原価基準法、 ④これらに準ずる ⑨残余利益
- 44 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。 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  $\widehat{\mathbf{M}}$ BO に関する
- 45 分配すべきであると主張されている 正な価格』」金融・商事判例一二八二号二一頁 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、 (平成二〇年)では、 同様の理由により、 企業価値 田中亘 の増 M B O I 加 を 対 お ける の割合で
- 46 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。
- できない 稲見誠一・佐藤信祐 平成二四年)。 (佐藤信祐 『連結納税制度の有利・不利判定』 『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― 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 七〇頁 (中央経済社、 平成二二年))。 八五

- (49) 稲見・佐藤前掲注(47)一○三─一○五頁。(48) 稲見・佐藤前掲注(47)九○─九一頁。
- $\widehat{50}$ 差額については、 により株式価値が高くなる。そのため、吸収合併により、 シナジーに含まれると考えられる。 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ができれば、 早期に繰越欠損金を利用すること その時間的価値
- 51 ンストアンドヤング税理士法人『組織再編の税務ガイダンス』二四二―二四五頁 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、 (第三版、中央経済社、 平成二四年)、 平成二一年)。 新日本アー
- 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)。
- 54 53 のように、被買収会社が存続会社、 われるが、新設合併、 前に株式の買取りがなされていたり、 三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 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、 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 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 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、 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○項)。 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、 吸収型の組織再 簡易組
- (5) 上場会社の事案であるが、加藤前掲注(6)五頁参照

事案である。

- 56 六—六七頁(中央経済社、平成一二年) 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、 参照 原秀六『合併シナジー 分配の法理 Ŧi.
- 57 吸収分割を行った場合には、 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、 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。 共同新設分割であっても同様であ その
- 58 経営不振の会社に対する経営支援と取締役の責任」 立命館法學二〇〇五年六号二六八一―二七二二頁 (平成一七

- 59 文献番号 2015WLJPCA12246003)は、債務超過会社の取得価格を○円であると決定している。 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、大阪地決平成二七年一二月二四日 (ウエストロー・ジャパン、
- 藤田前掲注(31)二九一頁。

 $\widehat{61}$   $\widehat{60}$ 

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

は、現職 公認会計士佐藤信祐事務所所長

慶應義塾大学大学院法学研究科後期博士課程

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

最終学歴

商は

主要著作「非専攻領域ー商は

究』第一○六号(二○一五年)『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

「譲渡制限株式の売買価格」『法学政治学論究』第一〇九号(二〇一六9』隻「〇プチーニーヨモー

論究』第一一○号(二○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

237