博士論文　　平成 29 年度（2017）

非上場株式の評価

慶應義塾大学大学院法学研究科
佐　藤　　信　祐

【目　次】

序　章　はじめに　…… 1

第１章　企業価値評価理論と会社法の違い　…… 3

一　取引目的の株式評価と裁判目的の株式評価　…… 3

二　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　…… 4

三　ＤＣＦ法と類似上場会社法　…… 5

第２章　国税庁方式の問題点　…… 8

第１節　はじめに　…… 8

第２節　国税三法のそれぞれの時価　…… 8

一　低廉譲渡　…… 8

二　第三者割当増資　…… 11

三　組織再編　…… 12

第３節　原則的評価方式の問題点　…… 12

一　類似業種比準方式の問題点　…… 12

二　純資産価額方式の問題点　…… 15

三　折衷方式の問題点　…… 16

第４節　特例的評価方式の問題点　…… 17

第５節　むすび　…… 17

第３章　譲渡制限株式の売買価格　…… 21

第１節　はじめに　…… 21

第２節　裁判例の傾向と『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』　…… 21

第３節　支配権プレミアム等についての学説　…… 22

第４節　支配権プレミアム等の分析　…… 24

一　支配権プレミアム等の発生原因　…… 24

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　…… 25

三　譲渡人が少数株主であり、買取人が発行会社である場合　…… 29

四　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　…… 30

五　譲渡人が準支配株主である場合　…… 31

六　小括　…… 32

第５節　非流動性ディスカウント　…… 32

一　裁判例の検討 …… 33
二　私見 …… 34
第６節　サイズ・リスクプレミアム、小規模ディスカウント …… 35
第７節　評価方法の選定 …… 36
一　インカム・アプローチ …… 36
二　マーケット・アプローチ …… 39
三　ネットアセット・アプローチ …… 40
四　小括 …… 41
第８節　むすび …… 42
第４章　募集株式の発行等における公正な払込金額 …… 49
第１節　はじめに …… 49
第２節　従来の裁判例 …… 50
第３節　損害の認定 …… 51
一　直接損害説と間接損害説 …… 51
二　従来の学説 …… 53
三　私見 …… 54
第４節　差止請求 …… 56
第５節　「特に有利な金額」と「著しく不公正な払込金額」…… 56
第６節　公正な払込金額の算定 …… 57
一　募集株式の消化可能性 …… 57
二　支配権争いがある場合の第三者割当 …… 58
三　資本提携又はM&Ａを目的とした第三者割当 …… 59
四　非流動性ディスカウント …… 61
第７節　少数株主を締め出すための第三者割当 …… 62
第８節　むすび …… 64
第５章　少数株主の締出しにおける公正な価格 …… 69
第１節　はじめに …… 69
第２節　裁判例の傾向 …… 69
一　株式買取価格決定申立事件 …… 69
二　株式取得価格決定申立事件 …… 73

第３節　公正な価格についての一考察 …… 76
一　客観的価値の算定 …… 77
二　少数株主の締出しによる株式価値の増加の可能性 …… 79
三　公正な価格の算定方法 …… 80
四　事前に株式を買い集めた場合の取扱い …… 82
五　買収後に少数株主を締め出した場合の取扱い …… 84
六　株式評価の公平性の確保 …… 87
第４節　むすび …… 88
第６章　株式交付型組織再編における公正な価格 …… 93
第１節　はじめに …… 93
第２節　裁判例の傾向 …… 94
第３節　基本的な考え方 …… 95
一　非上場会社のナカリセバ価格とシナジー価格 …… 95
二　一方の当事会社が上場会社である場合 …… 95
三　当事会社のすべてが非上場会社である場合 …… 98
四　公正な組織再編比率 …… 99
第４節　シナジーの分析 ……102
一　シナジーの内容 ……102
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 ……103
三　財務シナジーの分配 ……104
四　繰越欠損金の節税効果 ……105
五　組織再編関連費用 ……106
第５節　実質的な買収である場合 ……107
第６節　株式持合いによる影響 ……107
第７節　債務超過会社との合併 ……108
一　存続会社の株主による買取請求 ……108
二　消滅会社の株主による買取請求 ……110
第８節　むすび ……111
第７章　組織再編における上場株式の公正な価格 ……117
第１節　はじめに ……117

第２節　市場価格の信頼性と公正な価格の決定　……117
一　効率的資本市場仮説　……117
二　市場価格の信頼性　……119
三　市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強い場合の取扱い　‥121
四　非上場会社の裁判例との整合性　……122
五　小括　……123
第３節　マイノリティ・ディスカウント　……124
一　裁判例　……124
二　買収プレミアムと支配権プレミアムの違い　……125
三　独立当事者間の組織再編　……126
四　上場子会社との組織再編　……127
第４節　非流動性ディスカウント　……128
一　一方の会社の流動性が低い場合　……128
二　両方の会社の流動性が低い場合　……129
第５節　意図的な下落誘導　……129
第６節　債務超過会社　……131
第７節　むすび　……132
終　章　おわりに　……138
補　章　判例評釈　……140
第１節　譲渡制限株式の売買価格について、ＤＣＦ法 0.35、純資産法 0.35、配当還元法 0.3 の割合で算定した事例　……140
第２節　譲渡制限株式の売買価格について、事業会社の株式を配当還元法により算定するとともに、資産管理会社の株式を時価純資産法により算定した事例‥149

【初出一覧】

第３章「譲渡制限株式の売買価格」法学政治学論究 109 号１頁以下（平成 28 年）

第４章「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 110 号 245 頁以下（平成 28 年）

第５章「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 106 号 133 頁以下（平成 27 年）

第６章「非上場会社の株式交付型組織再編における公正な価格」法学政治学論究 111 号 205 頁以下（平成 28 年）

第７章「組織再編における上場株式の公正な価格」法学政治学論究 112 号 239 頁以下（平成 29 年）

補　章

第１節「譲渡制限株式の売買価格について、ＤＣＦ法 0.35、純資産法 0.35、配当還元法 0.3 の割合で算定した事例」法学研究 90 巻４号掲載予定（平成 29 年）

序章　はじめに

会社法上、非上場株式の評価が問題となる場面として、譲渡制限株式の売買価格の決定（会社法 144 条２項）、第三者割当における有利発行の認定（同法 199 条３項）、少数株主の締出しにおける公正な価格の決定（同法 172 条１項、179 条の８第１項、182 条の４第１項）、組織再編[1]における公正な価格の決定（同法 785 条１項、797 条１項、806 条１項）の４つが挙げられる[2]。

実務上、非上場株式の評価業務は、ＦＡＳ業務（ファイナンシャル・アドバイザリーサービス）では公認会計士が、事業承継対策のコンサルティング業務では税理士がそれぞれ行うことが多い。そのため、裁判例でも、公認会計士の鑑定意見書が用いられることがある[3]。さらに、裁判例で取り上げられる取引事例では、国税庁が定める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」による評価方法（以下、「国税庁方式」という。）により評価した株式価値に基づいて売買がされているものもある[4]。

このように、非上場株式の評価は、法学の分野というよりも、会計学の分野に属するもののようにも思われるが、裁判所で争われている以上は法学の視点からの分析が必要である。そして、法学の視点から、この分野を最初に体系的にまとめられたのが関俊彦教授である。

本稿でも、関教授の博士論文である『株式評価論』（商事法務研究会、昭和 58 年）を参考にさせて頂いたが、当時に比べて、会社法の法体系が大きく変わり、株式評価の技法もかなり発達した。私が、公認会計士として、朝日監査法人（現有限責任あずさ監査法人）に入社したのは平成 11 年のときである。当時は、ＤＣＦ法という言葉を認識すらしていない公認会計士がほとんどであったと記憶している。そして、平成 13 年に勝島敏明税理士事務所（現デロイトトーマツ税理士法人）に転職した頃は、上場会社のグループ内における非上場株式の売買ですら、国税庁方式による評価額で行われることが多かった。現在では、ＤＣＦ法による評価が主流であろう。さらに、平成 17 年に独立開業した頃は、ＤＣＦ法による評価が行える公認会計士はかなり貴重な存在であった。現在では、大学院のＭＢＡコースでも教えている内容であり、上場会社の経営企画部でも独自に評価を行っていることもある。このような時代背景もあり、ＤＣＦ法による評価を行う裁判例も公表されるようになってきた。

さらに、後述第６章のように、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た場合の買取価格について、平成 17 年改正前商法では「ナカリセバ価格」により決定されていたのに対し、会社法の施行により「ナカリセバ価格」と「シナジー価格」のいずれ高い金額で決定されることになった。そして、第５章で検討する少数株主の締出しは、会社法が施

行されてから新たに問題となった内容である。

このような法体系の変化と評価技法の発達があったため、上場株式の評価については多くの先行研究が存在する。これに対し、非上場株式の評価については未だ体系的に整理されているとは言い難い。そして、上場株式には市場価格があるものの、非上場株式には市場価格がないことから、異なる視点からの検討も必要である。そのため、本稿では、法体系の変化と評価技法の発達を踏まえたうえで、非上場株式の評価について法的に検討を行う。

まず、第１章では、企業価値評価理論と会社法の違いについて検討を行う。会社法上、非上場株式の評価を行う場合において、企業価値評価理論に委ねるべき部分と適用される法規の趣旨により修正すべき部分とあるからである。そして、第２章では、国税庁方式の問題点について検討を行う。現在の裁判例では、国税庁方式はほとんど利用されていないものの、国税庁方式を準用する形で非上場株式の評価がなされる可能性は否定できないからである。

第３章から第６章では、会社法上、非上場株式の評価が問題となる場面に分けたうえで、当該非上場株式の評価について法的に検討を行う。具体的には、第３章では、譲渡制限株式の売買価格、第４章では、募集株式の発行等における公正な払込金額、第５章では、少数株主の締出しにおける公正な価格、第６章では、株式交付型組織再編における公正な価格についてそれぞれ検討を行う。また、補章では、第３章で検討する譲渡制限株式の売買価格決定申立事件についての判例評釈を行う。

そして、非上場株式の評価について検討を行った結果、新たな問題も発見されている。すなわち、上場株式の評価との整合性の問題であり、具体的には、マイノリティ・ディスカウント、非流動性ディスカントが存在しているなど、市場価格が企業価値を正しく反映していない場合の取扱いである。そのため、第７章では、組織再編における上場株式の公正な価格についても検討を行う。

なお、第３章から第７章、補章第１節は、既発表の論文・判例評釈を加筆・修正したものである。

---

[1] 本稿では、合併、会社分割、株式交換及び株式移転を総称して、「組織再編」という。
[2] このほか、譲渡制限の定めや全部取得条項（少数株主の締出しを目的とするものを除く。）を付する定款変更に伴う株式買取請求（会社法 116 条１項１号、２号）、単元未満株式の買取請求（同法 192 条）、相続人等に対する売渡請求（同法 177 条２項）も問題となり得るが、上記の４つの事案を準用することが可能であり、本稿では検討を行わない。
[3] 最一小決平成 27 年３月 26 日民集 69 巻２号 365 頁、東京地決平成 26 年９月 26 日金融・商事判例 1463 号 44 頁。
[4] 最小一判平成 27 年２月 19 日民集 69 巻１号 51 頁。

第１章　企業価値評価理論と会社法の違い

一　取引目的の株式評価と裁判目的の株式評価

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、株式評価が取引目的の株式評価と裁判目的の株式評価とに分類されている。すなわち、取引目的の株式評価は交渉や意思決定の参考にするために行われるのに対し[1]、裁判目的の株式評価は裁判所に提出する目的で行われる[2]。

このうち、取引目的の株式評価では、ＤＣＦ法などの企業価値評価理論だけでなく、提出先の納得感という要素も入ってくる。例えば、交渉の材料として使われる場合には、相手の納得しやすい落とし所を探るための交渉術の要素が入ってくるため、やや柔軟性の強いものになりがちである。具体的には、お互いが時価純資産法の評価でよいと納得すれば、ＤＣＦ法の方が合理的な株式価値を算定することができたとしても、時価純資産法が採用されても不思議ではない。株式評価業務はサイエンスの世界ではなく、アートの世界[3]であると言われる所以である。

そして、社内意思決定の材料として使われる場合には、株主への説明責任を果たすために行われることが多い。例えば、上場会社が子会社株式を売却する際には、当該子会社株式の売却により当該上場会社の市場価格が増加するか否かが意識される。そのため、当該子会社株式の売却により、当該上場会社のＤＣＦ法による評価額を引き上げられるかどうかが重要になると思われる。

これに対し、裁判目的の株式評価では、適用される法規の趣旨を考慮しながら株式価値が算定される必要がある[4]。無論、裁判目的の株式評価であっても、企業価値評価理論や実務慣行に依拠せざる得ない部分があるのも事実である。なぜなら、実務で行われている株式評価技法を無視したうえで、新たな株式評価技法を生み出すことはできないからである。

しかしながら、例えば、取引目的の株式評価において、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評価することが通例であったとしても、これらのディスカウントが設定されている理由が適用される法規の趣旨に反しているのであれば、その部分は修正される必要がある。さらに、譲渡制限株式の売買価格の決定と組織再編における公正な価格の決定では適用される法規が異なることから、異なる株式価値が算定されたとしても不思議なことではない。

このように、裁判目的の株式評価では、取引目的の株式評価により算定される株式価値とその算定過程を理解するとともに、適用される法規の趣旨に反しているかどうかの判断が

重要になってくる。

二　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

非上場株式の評価を行う場合には、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値のいずれを採用すべきかという問題がある。例えば、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手法であると言われている[5]。これに対し、支配株主は、会社の経営を支配することにより、利益を最大限にすることができるため、少数株主よりも高い価値を有していると考えられる[6]。このように、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は、会社に対する支配の有無であるということが言える。

しかし、株式をどれだけ保有すれば会社の経営を支配することができるかは明らかではない。一般的には、株主総会の議決権の過半数を有することにより会社の経営を支配することができると考えられるが、例えば、20%の株主が議決権を行使しないことが明らかである場合には、41%の株式を保有すれば、会社の経営を支配することができる。そして、すべての株主が議決権を行使する可能性がある場合において、単独では 41%しか保有していないときであっても、10%の株主に同一の内容の議決権を行使することを同意させれば、会社の経営を支配することが可能になる。このような観点から、連結財務諸表に関する会計基準７項では、「他の企業の意思決定機関を支配している企業」として、（１）議決権の過半数を自己の計算において所有している企業、（２）議決権の 40%以上 50%以下を自己の計算において所有している場合において、他の企業の意思決定機関を支配していることが推測される事実が存在する企業、（３）自己の意思と同一の内容の議決権を行使する者が所有している議決権と合わせて他の企業の議決権の過半数を占めている場合において、他の企業の意思決定機関を支配していることが推測される事実が存在する企業を挙げている。このような整理は、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のいずれで評価をするのかについて参考にすることができる。

さらに、意思決定機関を支配することができなかったとしても、財務及び営業又は事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができる場合には、少数株主にとっての株式価値により評価すべきでないことが考えられる。この点につき、持分法に関する会計基準５－２項では、持分法適用関連会社になる場合として、（１）議決権の 20%以上を自己の計算において所有している場合、（２）議決権の 15%以上 20%以下を自己の計算において所有

している場合において、財務及び営業又は事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができることが推測される事実が存在する場合、（３）自己の意思と同一の内容の議決権を行使する者が所有している議決権とを合わせて他の企業の議決権の 100 分の 20 以上を占めている場合であって、財務及び営業又は事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができることが推測される事実が存在する場合を挙げている。

そのため、本稿では、株主総会の議決権の過半数を有する株主その他財務及び事業の方針の決定を支配している株主（会社法２条３号、同法施行規則３条１項）を支配株主とする[7]。次に、一定の議決権を有することにより、財務及び事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができる株主を準支配株主とする[8]。そして、会社の経営に何ら影響を与えず配当期待権しか有さない株主を少数株主とする[9]。

三　ＤＣＦ法と類似上場会社法

（一）ＤＣＦ法（フリー・キャッシュ・フロー法）

結論を先取りすると、後述第３章第７節のように、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は、ＤＣＦ法を中心的な評価方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考えている。そのため、本章では、ＤＣＦ法による評価方法と会社法の論点について概観する。

ＤＣＦ法は、将来のフリー・キャッシュ・フローを割り引いて計算する手法であるため[10]、計算要素として、フリー・キャッシュ・フローと割引率が重要になる。さらに、ＤＣＦ法の計算モデルでは、余剰資金などの非事業用資産を加算し、有利子負債を減算する必要がある[11]。さらに、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る必要がある場合には、上記により算定された株式価値に対して、これらのディスカウントを考慮することになる[12]。

これを会社法に当てはめると、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ること又は考慮しないことが法規の趣旨に反しているかどうかの検証が必要である。そして、割引率に織り込まれるサイズ・リスクプレミアム[13]についても同様の検証が必要である。その他の計算要素については、適用される法規の趣旨により変わるものではないため、企業価値評価理論に委ねられる部分であると考えられる。

（二）類似上場会社法

類似上場会社法は、上場会社の市場価格と比較して非上場株式の評価をする方法であり、倍率法、乗数法とも言われている[14]。この評価方法の特徴は、類似する上場会社を選定したうえで、1株当たりの利益や純資産などの財務数値を比較して倍率を計算し、当該上場会社の市場価格に当該倍率を乗じることにより算定する点にある。さらに、財産評価基本通達180項に定められている類似業種比準方式は、国税庁が公表する業種目及び業種目別株価に基づいて相続税評価額が算定されるが、当該業種目に属する上場会社の市場価格を基礎に業種目別株価が公表されるため、広い意味では、類似上場会社法の一類型であると言える。

ただし、取引目的の株式評価では、非流動性ディスカウントや小規模ディスカウントを考慮するかどうかが論点となる[15]。さらに、類似上場会社法において、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考慮する必要がある[16]。そのため、ＤＣＦ法と同様に、これらのディスカウント、プレミアムを考慮すること又は考慮しないことが法規の趣旨に反しているかどうかの検証が必要になる。その他の計算要素については、適用される法規の趣旨により変わるものではないため、企業価値評価理論に委ねられる部分であると考えられる。

---

1 日本公認会計士協会『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』82頁（日本公認会計士協会出版局、平成25年）。なお、同書では「企業価値評価」と表記されているが、本章の表現に合わせて「株式評価」と表記した。

2 日本公認会計士協会前掲（注１）120頁。

3 安達和人『ビジネスバリュエーション』22頁（中央経済社、平成23年）。

4 山本浩二「株価算定の手法」奈良輝久ほか編『最新M＆A判例と実務』361頁（判例タイムズ社、平成21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いう指摘されている。

5 安達前掲（注３）167-168頁、日本公認会計士協会「株式等鑑定評価マニュアル（その２）」ＪＩＣＰＡジャーナル463号107-108頁（平成６年）。

6 安達前掲（注３）276頁、谷山邦彦『バリュエーションの理論と応用』331-332頁（中央経済社、平成22年）。

7 江頭憲治郎「判批」江頭憲治郎ほか編『会社法判例百選』45頁（有斐閣、第２版、平成23年）では、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値に違いが生じる理由のひとつとして、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挙げられている。

8 高橋義雄「支配株主と少数株主」日本公認会計士協会編『株式等鑑定評価マニュアルＱ＆Ａ』47頁（商事法務研究会、平成７年）では、持株割合が発行済株式総数の２分の１を超える株主を支配株主、それ以外を少数株主としながらも、中間的性格の株主が存在することが指摘されている。

9 裁判例でも、少数株主にとっての株式価値を配当期待権とするものがある（大阪地判昭和47年４月19日判例時報691号74頁、大阪地判昭和48年11月29日判例時報731号85頁、大阪高決平成元年３月28日判例時報1324号140頁、東京地判平成６年３月28日

判例時報 1496 号 123 頁、札幌高決平成 17 年 4 月 26 日判例タイムズ 1216 号 272 頁、広島地決平成 21 年 4 月 22 日金融・商事判例 1320 号 49 頁、大阪地決平成 27 年 7 月 16 日金融・商事判例 1478 号 26 頁)。

[10] 日本公認会計士協会前掲（注１）47 頁。

[11] 谷山前掲（注６）62-69 頁、プルータス・コンサルティング『企業価値評価の実務Ｑ＆Ａ』130-133 頁（中央経済社、第３版、平成 26 年)、ＫＰＭＧＦＡＳ『図解でわかる企業価値評価のすべて』94-95 頁（日本実業出版社、平成 23 年)。

[12] ＫＰＭＧＦＡＳ前掲（注 11）149-150 頁。なお、後述第３章第５節一のように、理論上は割引率に織り込むことも可能である。

[13] プルータス・コンサルティング前掲（注 11）280-284 頁。

[14] 日本公認会計士協会前掲（注１）65 頁。

[15] 日本公認会計士協会前掲（注１）66 頁。

[16] ＫＰＭＧＦＡＳ前掲（注 11）81-84 頁、谷山前掲（注６）335 頁。

第２章　国税庁方式の問題点

第１節　はじめに

かつて、我が国の裁判例では、非上場株式の評価が必要になる場合には、国税庁方式を採用する傾向が強かった[1]。しかし、国税庁方式に対する学界からの批判[2]もあり、現在の裁判例ではほとんど利用されていない（後述第３章第２節参照)。ただし、国税庁方式を準用する形で非上場株式の評価がなされる可能性は否定できない。例えば、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、インカム・アプローチのひとつとして配当還元法[3]、マーケット・アプローチのひとつとして類似上場会社法[4]、ネットアセット・アプローチのひとつとして時価純資産法[5]がそれぞれ紹介されている。そして、国税庁方式を採用する場合には、配当還元法の代替として特例的評価方式、類似上場会社法の代替として類似業種比準方式、時価純資産法の代替として純資産価額方式をそれぞれ採用することが考えられる[6]。

本章では、国税庁方式の問題点を検討することにより、会社法上、国税庁方式を準用する余地があるかどうかにつき、検討を行うこととする。なお、本稿では、評価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。

第２節　国税三法のそれぞれの時価

一　低廉譲渡

（一）概要

租税法では、低廉譲渡が行われた場合の課税関係が問題となる。むろん、M&Aのように、利害の対立する第三者間の売買であれば、租税法上も時価として取り扱うことが一般的である[7]。しかし、親族、従業員、取引先などとの売買であれば、お手盛りによる価額で取引を行うことも考えられるため、低廉譲渡が行われやすい。そのような場合に、租税法上、時価をどのように検討するのかという点が問題となる。そのため、我が国では、財産評価基本通達が定められており、実務においても、当該通達に定める評価方法で売買がされていることが多い。

租税法上、譲渡人、譲受人が自然人であるのか、法人であるのかにより適用される法律が異なる。まず、譲渡人と譲受人の双方が自然人である場合には、取引価額が時価を下回る部分の金額について、譲受人において贈与税が課されるかどうかが問題となる（相続税法７条)。これに対し、譲渡人では取引価額が時価を下回ったとしても、実際の取引価額を収入

金額として譲渡所得税の計算を行う。そして、支配株主から従業員や取引先に対して少数株主にとっての株式価値で譲渡をしたとしても、譲受人である従業員や取引先にとっては少数株主にとっての株式価値が時価であることから、贈与税の問題は生じない[8]。しかし、少数株主に対して譲渡した株式を支配株主が買い戻す場合において、少数株主にとっての株式価値を取引価額としてしまうと、譲受人である支配株主において贈与税が課される[9]。このように、少数株主にとっての株式価値により取得した者又はその相続人から買い戻す場合であっても、支配株主にとっての株式価値を取引価額としないと贈与税が課されてしまうという問題がある。

次に、譲渡人が自然人であり、譲受人が法人である場合には、譲受人である法人で生じる受贈益に対して法人税が課されるかどうかが問題となる（法人税法 22 条２項）。さらに、譲受人が自然人である場合と異なり、時価の２分の１に満たない価額で譲渡を行ったときは、時価で譲渡を行ったものとみなして、譲渡人である自然人において譲渡所得税が課税される（所得税法 59 条１項２号、同施行令 169 条）。

そして、譲渡人が法人であり、譲受人が自然人である場合には、譲受人である自然人で生ずる受贈益に対して所得税が課されるかどうかが問題となる（所得税法 36 条１項）。さらに、譲渡人が自然人である場合と異なり、時価の２分の１以上の価額で譲渡を行ったときであっても、譲渡人である法人における法人税の計算上、時価で譲渡を行ったものとみなして譲渡損益を認識する必要がある（法人税法 22 条２項）

最後に、譲渡人と譲受人の双方が法人である場合には、前述のように、譲受人で生ずる受贈益、譲渡人で生ずるみなし譲渡益に対して、それぞれ法人税が課される。

このように、譲渡人、譲受人が自然人であるのか、法人であるのかにより適用される法律が異なる。これに対し、財産評価基本通達は相続税法の通達であり、法人税法、所得税法の通達ではない。そのため、後述するように、法人税基本通達、所得税基本通達において、それぞれ財産評価基本通達を準用することができる旨が定められている。

（二）相続税法上の時価

まず、財産評価基本通達では、原則的評価方式として同通達 178～187 に定めるとともに、同族株主以外の株主等が取得した株式に対しては同通達 188～188-2 において特例的評価方式を用いることを認めている。このうち、原則的評価方式は支配株主にとっての株式価値を評価する方法であり、特例的評価方式は少数株主にとっての株式価値で評価する方法で

あると言える。そして、支配株主に該当するのか、少数株主に該当するのかは、贈与を受けた側の贈与直後の状態で判定される[10]。なお、同通達 189～189-7 では、「特定の評価会社の株式」として、①比準要素数１の会社の株式、②株式保有特定会社の株式、③土地保有特定会社の株式、④開業後３年未満の会社等の株式、⑤開業前又は休業中の会社の株式、⑥清算中の会社の株式が定められている。

このうち、原則的評価方式は、発行会社の規模に応じて、大会社、中会社及び小会社に区別されており（同通達 178 項）、具体的な評価方法として、類似業種比準方式、純資産価額方式及び折衷方式がそれぞれ定められている（同通達 180～186-3）。

そして、大会社では、類似業種比準方式と純資産価額方式のいずれか低い評価額で評価し、中会社、小会社では、折衷方式と純資産価額方式のいずれか低い評価額で評価することになる（同通達 179）。なお、折衷方式は、類似業種比準方式と純資産価額方式の折衷により算定されるが、規模が大きくなればなるほど、類似業種比準方式の折衷割合が大きくなるように定められている。

（三）法人税法の時価

これに対し、法人税法では、法人税基本通達 2-3-4 により準用される同通達 4-1-5、4-1-6 において譲渡人の取扱いが定められている。なお、譲受人の取扱いを直接的に定めた通達はないが、他に適用する通達もないため、実務上、同通達が準用されている[11]。

法人税基本通達 4-1-5 では、①６か月以内の売買事例があるもの、②公開途上にあるもの、③類似会社のあるもの、④それ以外に分けたうえで、同通達 4-1-6 では、③④の代わりとして、課税上弊害がない限り、財産評価基本通達に定める原則的評価方式、特例的評価方式によって算定することを認めている。ただし、下記の修正を行うことを原則としている。

（１）原則的評価方式による場合には小会社に該当するものとして評価を行う。そのため、折衷方式と純資産価額方式のいずれか低い評価額で評価を行うことになる。なお、折衷割合は１対１となる。

（２）土地又は上場株式を有している場合には、譲渡時の時価による必要がある。そのため、土地の評価において路線価を利用することはできない。

（３）純資産価額方式の評価に当たり、財産評価基本通達 186-2 により計算した評価差額に対する法人税額等に相当する金額を控除することはできない。

（四）所得税法上の時価

これに対し、所得税法では、所得税基本通達 59-6 において譲渡人の取扱いが定められている。具体的に定められている内容は法人税基本通達と変わらないが、原則的評価方式と特例的評価方式のいずれを採用するかどうかは譲渡直前の議決権の数により判定することが定められている。そして、譲受人の取扱いは、同通達 23～35 共-9 に定められているとする考え方[12]と、明確な規定がないとする考え方がある[13]。ただし、両者のいずれの考え方を採用したとしても、財産評価基本通達に定める原則的評価方式、特例的評価方式を準用することを否定していないように思えるため、いずれであっても結論は変わらないと考えられる。

（五）小括

このように、相続税法上の時価と法人税法、所得税法の時価はやや異なっている。さらに、一方で原則的評価方式が採用されながら、他方で特例的評価方式が採用されることがある。このような一物二価の問題があったとしても、課税主体が異なるため、実務上は問題とならない[14]。

しかし、会社法上、譲渡制限株式の売買価格の決定（会社法 144 条２項）では、単一の売買価格を決定する必要があるため、一物二価というわけにはいかない。この点については、第３章で検討することとする。

二　第三者割当増資

有利発行が行われた場合には、株主間贈与の問題を検討する必要がある。低廉譲渡の場合と同様に、租税法上、引受人、既存株主が自然人であるのか、法人であるのかにより適用される法律が異なる。

まず、引受人と既存株主の双方が自然人である場合には、既存株主からの贈与と捉えるのか、発行会社からの収入と捉えるのかが問題となる。この点につき、①給与所得又は退職所得として所得税の課税がされるものは、発行会社からの収入として所得税（給与所得又は退職所得）が課税され、②引受人と既存株主が親族等の関係にあり、かつ、発行会社が同族会社に該当する場合には、既存株主からの贈与として贈与税が課税され、③それ以外の場合には、発行会社からの収入として所得税（一時所得）が課税されるものと解されている[15]。すなわち、所得税法では、引受人と既存株主が親族等の関係にある場合を除き、発行会社からの収入と捉えていることになる。そのため、所得税法が適用される場合には、所得税基本通

達 23～35 共-9 が適用される。なお、同通達 23～35 共-9 が適用される場合には、売買事例がなく、公開途上にないのであれば、類似上場会社法又は時価純資産法が採用されるべきであるが、財産評価基本通達に定める原則的評価方式、特例的評価方式[16]を準用することも否定されていないと考えられる。

そして、引受人が自然人であり、既存株主が法人である場合には、前述の引受人と既存株主が親族等の関係にある場合が想定されないため、すべての事案について、発行会社からの収入として所得税が課税されることになる。さらに、引受人が法人である場合にも、発行会社からの収益として法人税が課税される（法人税法 22 条２項、同施行令 119 条１項４号）。法人税法が適用される場合にも、財産評価基本通達に定める原則的評価方式、特例的評価方式をそれぞれ準用することができる。

このように、贈与税が課税される特殊な場合を除き、基本的には、発行会社から引受人に対する収入又は収益と捉えている点が特徴的である[17]。その結果、引受人が支配株主である場合には、支配株主にとっての株式価値により評価され、引受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により評価されるため、第４章で検討する間接損害説に近い考え方が採用されていると考えられる。

三　組織再編

非上場会社が組織再編を行う場合においても、租税法上の問題が生じないようにするために、国税庁方式により合併比率、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。）が算定されることがある[18]。

しかし、後述第６章第３節四のように、財産評価基本通達は相続税法の通達であることから、相続又は贈与の時点の株式価値を算定することを目的にしているため、組織再編や少数株主の締出しにより株式価値が増加することを想定した通達になっていない。すなわち、第５章での増加価値分配価格、第６章でのシナジー価格を算定する際には、その部分についての修正が必要になると考えられる。

第３節　原則的評価方式の問題点

一　類似業種比準方式の問題点

（一）計算方法

類似業種比準方式は、類似業種の株価並びに１株当たりの配当金額、年利益金額及び簿価

純資産価額を基礎として株式価値を算定する方法である（財産評価基本通達 180）[19]。

そして、非上場会社であることから、大会社であれば 30%、中会社であれば 40%、小会社であれば 50%の非流動性ディスカウントが考慮されている。会社規模によってディスカウント割合が異なるのは、評価会社の規模が小さくなるに従って、上場会社との類似性が希薄になっていくことが顕著になるからである[20]。

（二）問題点

１．過去の学説

このような計算方法に対して、江頭憲治郎教授は、①類似業種を上場会社の中から選定することには相当な困難性がある、②簿価純資産価額を比較することに実質的な意味はないとして批判されている[21]。このうち、前者の批判については、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）』に記載されている類似上場会社法にも存在する問題であるため、後述第３章第７節二で検討することとする。そして、後者の批判については、まさにその通りであり、過去の課税所得の計算の結果としての簿価純資産価額を用いることにそれほどの意味はないと思われる。

そして、関俊彦教授も、簿価純資産価額の計算で時価を考慮していないことや、期間損益思考に基づく分類がされていないことを批判されている[22]。期間損益思考に基づく分類は諸種の準備金、引当金のことであり、賞与引当金、退職給付引当金が負債として認められていないことは、簿価純資産価額だけでなく、純資産価額方式の評価額を引き上げる要因となっている。この点については後述第３節二にて検討を行う。

２．私見

相続税の課税標準の計算というためには、画一性、安定性のためにやむを得ないのかもしれない[23]。しかし、会社法の観点からは、江頭教授、関教授が指摘されたような問題点が挙げられるが、それ以上の問題として、（１）株式価値の引下げの容易性、（２）単体ベースの評価、（３）株価上昇時の歪みという問題も挙げられる。

（１）株式価値の引下げの容易性

事業承継対策の文献を紐解くと、相続税評価額を引き下げるための手法が多く解説されている。簿価純資産価額を引き下げることは難しいため[24]、実務上、配当金額と年利益金額

を引き下げることにより相続税評価額を引き下げることが多い。配当金額を引き下げるためには、配当政策をコントロールすれば良いだけであり、もし、配当をする必要があれば、普通配当に代えて、特別配当や記念配当を行うという方法が考えられる[25]。特別配当や記念配当は、配当金額の計算から除外することができるからである（財産評価基本通達 183(1)）。さらに、年利益金額は、法人税の課税所得を基礎に計算されるため、役員退職慰労金の支払い、不良債権の貸倒処理、不良在庫・固定資産の廃棄処理、含み損のある土地・有価証券の売却、損金性の高い生命保険の活用などにより引き下げることが可能になる[26]。さらに、年利益金額は、直前期末１年間又は直前期末２年間の平均値を使用するため（同通達 183(2)）、一時的に多額の損失を実現させることにより、一時的に相続税評価額を引き下げることが可能になる[27]。このような、一時的に相続税評価額を引き下げたタイミングで生前贈与を行うということは、実務上、事業承継対策として行われている。

これに対し、会社法の観点からは、一時的に相続税評価額を引き下げたタイミングで、第５章で検討する少数株主の締出しを行うということが考えられる。すなわち、国税庁方式により公正な価格を算定することを認めた場合には、支配株主が株式価値を引き下げたタイミングで少数株主を締め出すことを認めてしまうという問題が生じる。このように、会社法の観点からは、類似業種比準方式は株式価値を容易に引き下げることができるという問題が挙げられる。

（２）単体ベースの評価

類似業種比準方式では、総資産に占める株式及び出資（以下、「株式等」という。）の割合が大きい場合に限り、株式保有特定会社としてＳ１＋Ｓ２方式[28]により評価するものの（財産評価基本通達 189-3）、それ以外の場合には、発行会社の配当金額にも年利益金額にも反映されない。さらに、発行会社の簿価純資産価額には、当該株式等の帳簿価額が含まれているものの、当該株式等を発行している会社の利益剰余金は反映されない。そのため、単体ベースで類似業種比準方式の計算を行うことから、例えば、子会社に対して会社分割により利益を移転するだけで年利益金額を引き下げることが可能になる[29]。

このように、容易に相続税評価額を引き下げることができるだけでなく、多数の子会社を有している場合には、割安な評価になりやすいという問題がある。

（３）株価上昇時の歪み

類似業種比準方式は、類似業種の株価を基礎に算定する方法であるが、当該類似業種の株価は、課税時期の属する月以前３か月間の各月の類似業種の株価と類似業種の前年平均株価のいずれか最も低い金額[30]となる（財産評価基本通達 182）。そのため、平成 25 年 12 月が課税時期であるとすると、平成 25 年 10 月の株価、平成 25 年 11 月の株価、平成 25 年 12 月の株価と平成 24 年の平均株価のうち最も低い金額となる。これに対し、平成 26 年 1 月が課税時期であるとすると、平成 25 年 11 月の株価、平成 25 年 12 月の株価、平成 26 年 1 月の株価と平成 25 年の平均株価のうち最も低い金額となる。そのため、平成 24 年 12 月から平成 27 年 6 月までの間に日経平均が急上昇したことから、例えば、平成 25 年に生前贈与することより、その前年である平成 24 年の安い平均株価で評価することができた。

このような株価が上昇局面にある場合に前年の安い平均株価を使用することを認めているのは相続税評価の安定性のためであるが[31]、このような要請は会社法には存在せず、申立人と相手方（又は原告と被告）に対して公平なものである必要がある。そのため、株価が上昇局面において割安な評価がされてしまう現在の類似業種比準方式をそのまま用いることは妥当とは言えないと考えられる。

二　純資産価額方式の問題点

純資産価額方式は時価純資産価額の算定を目的としていることから、これを直接的に批判したものは見当たらなかった。しかし、純資産価額方式により算定される評価額は時価純資産価額とは言い難いという問題が考えられる。

例えば、土地の評価では路線価を利用することが多いが、実勢価格の 70%から 80%に設定されていると言われている[32]。この点につき、前述第２節一のように、法人税法上の評価、所得税法上の評価では路線価を時価に修正する必要があるが、相続税法上の評価がなされている場合には、割安な評価となる。さらに、賃貸建物を建てることにより、借地権、借家権に相当する部分の金額を純資産価額から引き下げることは、相続税対策として一般的に行われている[33]。

そして、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 204、205）、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（同通達 186、相続税法基本通達 14-3）、割高な評価にもなりかねない。

さらに、会計上の繰延税金資産及び負債が純資産価額の計算では認識されず[34]、保有資産

の含み益が含み損を超える場合に認識される「評価差額に対する法人税額等に相当する金額」も、保有資産の含み損が含み益を超える場合には認識されない（財産評価基本通達 186-2）。これに対し、前述第２節一のように、法人税法上の評価、所得税法上の評価がなされる場合には、保有資産の含み益が含み損を超える場合であっても「評価差額に対する法人税額等に相当する金額」は認識されない。そのため、どちらの時価を算定したのかにより、「評価差額に対する法人税額等に相当する金額」の計算方法が異なる。さらに、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、時価純資産価額の算定に繰延税金資産及び負債を認識するものとしている[35]。

このように、時価純資産法において繰延税金資産及び負債をどのように認識するのかは、評価目的によって異なるが、少なくとも、財産評価基本通達における税効果会計の考え方は、清算処分時価による考え方に近いものである。なぜなら、保有資産の含み益が含み損を超える場合には法人税、住民税及び事業税が課税されるが、保有資産の含み損が含み益を超えていたとしても、その後の事業が行われないことから、これらの税金を減らすことはできないからである[36]。そのため、財産評価基本通達における税効果会計の考え方は、再調達時価による時価純資産法で用いることができない[37]。

したがって、財産評価基本通達に定める純資産価額方式についても、時価純資産法としてそのまま用いることには問題があると考えられる。

三　折衷方式の問題点

前述第２節一のように、中会社、小会社では折衷方式を認めている。折衷方式は、類似業種比準方式と純資産価額方式の折衷により算定されることから、類似業種比準方式と純資産価額方式の問題点がそのまま折衷方式の問題点となる。

さらに、折衷割合の問題もある。規模が大きくなれば類似業種比準方式の折衷割合が大きくなる理由は、大会社が上場会社に匹敵する会社であることから、上場株式との整合性の高い類似業種比準方式を重視し、小会社は個人事業に匹敵する会社であることから、株式ではなく会社資産を直接に保有する個人事業との整合性の高い純資産価額方式を重視し、中会社はその中間に属する会社であることから、その整合性を図るために会社規模に応じて折衷割合を変える必要があったためであると言われている[38]。

しかし、その実態を見てみると、従業員数が 100 人を超えていたり、卸売業以外であれば取引金額が 20 億円以上を超えていたりすれば大会社に該当することから、大会社が上場

会社に匹敵する会社であるとは考えにくい[39]。そして、小会社は個人事業に匹敵する会社であるなら、折衷方式を認める必要はなく、純資産価額方式のみで評価を行うべきである。

さらに、単体ベースで会社規模の判定を行うことから、グループ会社と合併することにより会社規模を引き上げ、類似業種比準方式の折衷割合を引き上げるという相続税対策も考えられる[40]。

このように、折衷割合の根拠も実態に合致したものとは言えず、会社法上、国税庁方式による折衷方式を採用すべきではないと考えられる。

第４節　特例的評価方式の問題点

財産評価基本通達 188～188-2 では特例的評価方式が定められており、直前期末以前２年間の配当金額に対して割引率を 10%として計算する評価方法である。この評価方法は、１株当たりの資本金等の額を 50 円に換算したときの１株当たり配当金額が２円 50 銭未満となったもの又は無配のものについては、２円 50 銭の配当を行ったものとして計算することになっているため、１株当たりの資本金等の額の２分の１の金額が下限となる。

このように、特例的評価方式は実際配当還元法に近い評価方法となっているが、配当をほとんど行っていない場合には、１株当たりの資本金等の額の２分の１の金額という極めて低い評価額になるという問題がある[41]。そのため、企業価値を正しく反映したものとは言い難いため、本来であれば、裁判目的の株式評価では用いられるべきではない。

しかしながら、実務上、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[42]。そのため、補章第２節で検討するが、譲渡制限株式の売買価格決定申立事件において、譲渡人も指定買取人のいずれも少数株主である場合には、特例的評価方式で評価する余地はあると考えられる。

第５節　むすび

本章では、国税庁方式の問題点について検討を行った。なぜなら、『企業価値評価ガイドライン』で紹介されている評価方法の代替的な評価方法として国税庁方式が用いられる可能性があるからである。

しかし、国税庁方式は、相続税の課税標準を計算することを目的としているため、画一性、安定性の配慮から、目的適合性よりも客観性を重視した評価方法であると考えられる。そのため、企業価値を正しく反映したものとは言い難く、とりわけ類似業種比準方式は支配株主

による株式価値の引下げが容易であるという問題がある。

このように、国税庁方式は代替的な評価方法としても問題があることから、これを用いることは避けるべきであり、仮に用いるとしても、本章で述べた問題点を修正したうえで用いる必要があると考えられる。

---

1 江頭憲治郎「判批」江頭憲治郎ほか編『会社法判例百選』44 頁（有斐閣、第２版、平成 23 年)。
2 関俊彦『株式評価論』133-135 頁（商事法務研究会、昭和 58 年)、江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」『会社法の基本問題』132-133 頁（有斐閣、平成 23 年)。
3 日本公認会計士協会『企業価値評価ガイドライン（改訂版)』54 頁（日本公認会計士協会出版局、平成 25 年)。
4 日本公認会計士協会前掲（注３）64-67 頁。
5 日本公認会計士協会前掲（注３）69-70 頁。
6 日本公認会計士協会「株式等鑑定評価マニュアル（その２)」ＪＩＣＰＡジャーナル 463 号 106-109 頁（平成６年)。
7 森富幸『取引相場のない株式の税務』125 頁（日本評論社、第３版、平成 27 年)、佐藤信祐・松村有紀子『企業買収・グループ内再編の税務』63 頁（中央経済社、平成 22 年)。
8 森前掲（注７）151 頁、牧口晴一・齋藤孝一『非公開株式譲渡の法務・税務』289 頁（中央経済社、第４版、平成 26 年)。
9 森前掲（注７）152 頁、牧口・齋藤前掲（注８）290-291 頁。
10 香取稔『株式・公社債評価の実務』123-124 頁（大蔵財務協会、平成 27 年)。
11 森前掲（注７）137 頁、牧口・齋藤前掲（注８）238 頁では、いずれも、法人税基本通達 9-1-13、9-1-14 を根拠としているが、本稿では、同通達 2-3-4 により準用される同通達 4-1-5、4-1-6 を根拠としている。ただし、いずれであっても定められている評価方法は変わらない。なお、最三小判平成 18 年１月 24 日判例時報 1923 号 20 頁でも、財産評価基本通達 185 をそのまま採用すると、相続税や贈与税との性質の違いにより課税上の弊害が生ずる場合には、これを解消するために修正を加えた法人税基本通達 9-1-13(4)、9-1-14 を用いることには合理性があるものとしている。
12 牧口・齋藤前掲（注８）289 頁。
13 森前掲（注７）168 頁。
14 これらをまとめたものとして、森前掲（注７）148-170 頁、牧口・齋藤前掲（注８）288-293 頁がある。
15 野原誠『相続税法基本通達逐条解説』147 頁（大蔵財務協会、平成 27 年)。
16 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』70-71 頁（中央経済社、第３版、平成 27 年）では、従業員が配当還元法により第三者割当の引受けを行った場合であっても、贈与税の問題は生じないこととしている。
17 引受人及び発行会社が外国法人である場合には、租税回避が可能となるため、最三小判平成 18 年１月 24 日前掲（注 11）では、既存株主におけるみなし譲渡益課税の認定を行っている。しかし、これは極めて特殊な事案であり、基本的には、既存株主においてみなし譲渡益課税は生じないと考えられる（稲見誠一・佐藤信祐『組織再編における株主課税の実務Ｑ＆Ａ』9-15 頁（中央経済社、平成 20 年))。
18 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』58-63 頁（新版、清文社、平成 22 年)、朝長英樹ほか『会社合併実務必携』30-35 頁（第２版、日本税理士連合会、平成 25 年)。
19 厳密には、１株当たりの資本金等の額を 50 円とした場合の金額として計算を行う。こ

こでいう資本金等の額は、法人税法 2 条 16 号に規定する資本金等の額であるため、会社法上の資本金の額及び資本剰余金の額に必ずしも一致しない。
[20] 谷口裕之『財産評価基本通達逐条解説』582 頁（大蔵財務協会、平成 25 年)。
[21] 江頭前掲（注２）150 頁。なお、江頭教授は、当時、配当金額、年利益金額及び簿価純資産価額の斟酌割合がすべて同一であったことを批判されていたが、平成 12 年 6 月の改正により、配当金額、年利益金額及び簿価純資産価額を１；３；１で斟酌することになった（しかし、平成 29 年度与党税制改正大綱では、１；１；１に戻すこととしている)。さらに、当時の非流動性ディスカウントが 30%であったことから、より大きなディスカウト割合にすべき場合があるとして批判されていたが、この点についても、平成 12 年 6 月の改正で、中会社に対しては 40%、小会社に対しては 50%のディスカウント率となった。
[22] 関前掲（注２）138 頁。なお、前掲（注 21）と同様に、斟酌割合についての批判もされている（関前掲 138-139 頁)。
[23] 関前掲（注２）137 頁、江頭前掲（注２）151 頁。
[24] 株式移転と会社分割を組み合わせることで簿価純資産価額を引き下げる方法として、佐藤信祐・岡田貴子『組織再編による事業承継対策』229-234 頁（清文社、平成 25 年）で解説したが、かなり特殊な手法であり、実際に適用できる会社はそれほど多くは無いと考えられる。
[25] 税理士法人プライスウォーターハウスクーパース『事業承継・相続対策の法律と税務』356-357 頁（税務研究会、第４版、平成 25 年)、坪多晶子『成功する事業承継Ｑ＆Ａ』161 頁（清文社、平成 27 年)。
[26] 税理士法人プライスウォーターハウスクーパース前掲（注 25）358 頁、坪多前掲（注 25）160-161 頁。
[27] ただし、配当金額と年利益金額のいずれも 0 以下となってしまうと、「比準要素数１の会社の株式」に該当し、むしろ相続税評価額が高くなる（財産評価基本通達 189-2)。
[28] 発行会社が保有する株式等及び当該株式等に係る受取配当収入がなかったと仮定して発行会社の株式価値を評価した金額をＳ１とし、発行会社が保有する株式等のみを資産として発行会社の株式価値を評価した金額をＳ２とする方法である。
[29] デロイトトーマツ税理士法人『Ｑ＆Ａ事業承継をめぐる非上場株式の評価と相続税対策』556-557 頁（清文社、第８版、平成 28 年)、税理士法人プライスウォーターハウスクーパース前掲（注 25）421-422 頁、佐藤・岡田前掲（注 24）216-217 頁。
[30] 平成 29 年度与党税制改正大綱では、課税時期の属する月以前２年間平均が加えられている。
[31] 谷口前掲（注 20）597 頁。
[32] 国税不服審判所裁決平成７年１月 31 日裁決事例集 49 号 408 頁、国税不服審判所裁決平成８年２月 29 日裁決事例集 51 号 528 頁。
[33] 坪多前掲（注 25）163 頁。
[34] 尾崎三郎ほか『自社株評価Ｑ＆Ａ』259-260 頁（清文社、第４版、平成 28 年)。
[35] http://www.shinkin-vc.co.jp/business/ma/ma_jyoto/jika/630（信金キャピタル株式会社ＨＰ平成 29 年３月 19 日最終アクセス日）参照。
[36] ただし、将来減算一時差異の認識と保有資産の含み益を相殺していないため、純粋に清算処分時価によるものとは言えない。
[37] 事業の継続を前提としていることを理由として税効果会計の適用を否定したものとして、最小二判昭和 54 年２月 23 日民集 33 巻１号 125 頁、千葉地決平成３年９月 26 日判例時報 1412 号 140 頁、清算処分時価によることを理由として税効果会計の適用を肯定したものとして、東京高決平成２年６月 15 日金融・商事判例 853 号 30 頁、東京地決平成７年４月 27 日判例時報 1541 号 130 頁が挙げられる。しかし、税効果会計が定着した現在では、事業の継続を前提としていたとしても税効果会計の適用が肯定されるべきであると考えられる。なお、継続事業価値によりながらも税効果会計の適用を肯定したものとし

て、大阪地決平成 27 年 7 月 16 日金融・商事判例 1478 号 26 頁がある（補章第 2 節参照）。

[38] 谷口前掲（注 20）575-578 頁。

[39] さらに、平成 29 年度与党税制改正大綱では、評価会社の規模区分の金額等の基準について、大会社及び中会社の適用範囲を総じて拡大することとしている。

[40] デロイトトーマツ税理士法人前掲（注 29）416-417 頁、税理士法人プライスウォーターハウスクーパース前掲（注 25）412 頁、佐藤・岡田前掲（注 24）189-191 頁、坪多前掲（注 25）159 頁。

[41] 久保田安彦「判批」商事法務 2071 号 20 頁（平成 27 年）。そのほか、江頭前掲（注 2）138-139 頁では、①直前期末以前 2 年間という期間の根拠に必然性がない、②無配の期間につき 2 円 50 銭の配当を行ったものとする根拠も不明である、③割引率は経済情勢や会社の状態により異なるはずであるのに画一的に 10%としているといった問題点を挙げられている。

[42] 牧口・斎藤前掲（注 16）36、142-143 頁。

第３章　譲渡制限株式の売買価格

第１節　はじめに

譲渡制限株式の譲渡に係る手続きは、会社法 136 条から 145 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 144 条２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３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。

本章では、譲渡制限株式の売買価格決定申立事件において、裁判所が決定すべき売買価格について検討を行う。

第２節　裁判例の傾向と『企業価値評価ガイドライン（改訂版)』

我が国の株式売買価格決定申立事件における裁判例の傾向として、かつては、国税庁方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、経営権の異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、経営権の異動に準じて取り扱うことができる場合には、支配株主にとっての株式価値により評価を行い[5]、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１対１の折衷割合により評価を行う[7]という裁判例が公表されている[8]。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[9]。

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[10]。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[11]。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[12]。

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[13]。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。

第３節　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（以下、「支配権プレミアム等」という。）と呼ばれている。例えば、インカム・アプローチのひとつである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、支配株主にとっての株式価値を評価する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[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、経営権の異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[18]と考えるのであれば、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、後述第７節三のように、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、後述第７節三の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、支配権プレミアムにより増額したり、マイノリティ・ディスカウントにより減額したり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。前述第１章一のように、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、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。支配権プレミアム等を評価する確立された理論があるわけではないが[20]、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、適用される法規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。そして、譲渡制限株式の売買価格決定の申立てでは、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[21]。

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[22][23]。なお、④の理由については、非流動性ディスカウントとして検討すべきである（後述第５節参照）。

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[24]。

第４節　支配権プレミアム等の分析

前述第１章一のように、裁判目的の株式評価で、支配権プレミアム等を考慮すべきかどうかは、適用される法規の趣旨を考慮しながら検討する必要がある。そして、前述第３節のように、譲渡人が少数株主であり、指定買取人が支配株主又は発行会社である場合には、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が異なることから、支配権プレミアム等を考慮すべきかどうかが問題になることが多い。

一　支配権プレミアム等の発生原因

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、前述第３節のように、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[25]。

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と考えられる。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からである。

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[26]。すなわち、前述第１章一のように、取引目的の株式評価の算定プロセスが法規の趣旨に反しているのであれば、裁判目的の株式評価では、取引目的の株式評価により算定された評価額を修正する必要があり、必ずしも両者は一致するものではないからである。

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、経営権の異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

（一）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 21 年４月 22 日金融・商事判例 1320 号 49 頁では、「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１対１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、１対１の割合での折衷は一つの解決方法かもしれない[27]。

しかしながら、前述第１章一のように、裁判目的の株式評価では、支配権プレミアム等の発生原因が法規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。

（二）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、前述第４節一の３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[28]。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、１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 109 条１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。前述第４節一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。

（三）情報の非対称性

前述第４節一のように、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、20％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算定される。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、株式売買価格決定申立事件において、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。

（四）支配株主における他の事業とのシナジー

前述第４節一のように、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[29]。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[30]。

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[31]。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社株主に対し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１株当たり 100 円であり、シナジーが生じた後のＳ社の株式価値が１株当たり 130 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１株当たり 150 円を支払うかもしれない。なぜなら、Ｐ社が取得したＳ社株式が 100 株であるとすれば、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 2,000 円以上増加することが見込まれてい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[32]。

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、上記の事例では、１株当たり 120 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[33]。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。

三　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 140 条１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 140 条２項)、売買価格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。

後述第７節のように、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 1,000 円であり、発行済株式総数を 100 株とし、支配株主が 70 株、少数株主（10 名）が３株ずつ（小計 30 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 20%とすると、支配株主にとっての株式価値は１株当たり 10 円となり、少数株主にとっての株式価値は１株当たり８円（10 円×80%）となる。

そして、ある少数株主から支配株主にとっての株式価値である 30 円（10 円×３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[34]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 30 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 30 円増加するため、いずれにしても株式価値が 30 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[35]。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、ある少数株主から支配株主にとっての株式価値である 30 円で買い取った

としても、会社全体の株式価値は970円であり、発行済株式総数（自己株式を除く）は97株であることから、他の少数株主にとっての株式価値は1株当たり８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[36]。

そして、前述第４節二のように、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。

四　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、株主総会での議決権の行使において、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特殊事案[37]に限定すべきであると考えられる。

さらに、平成 13 年 6 月の商法改正により、配当可能利益（分配可能額）の範囲内であれば、発行会社の株主総会の決議により自己の株式を買い取ることが可能になった（同改正商法 210 条、会社法 156 条）。そして、会社法 140 条 1 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。また、実務上、売買価格決定の申立てがなされる可能性があることを考えると、そのようなリスクを少数株主に負わせるよりは、発行会社で対応することの方が通常であると思われる。そのため、指定買受人に少数株主になってもらう場合としては、分配可能額が足りなかったり、発行会社の資金調達能力が足りなかったりするような特段の事情がある場合に限られると思われる[38]。その結果、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かなり限られると思われる[39]。

五　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、経営権の異動に準じて取り扱うことができる。そのため、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、前述第４節二（四）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。

六　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、株主総会での議決権の行使において、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や、発行会社が自己の株式を買い取る方が自然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。

第５節　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、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[40]。そして、株式売買価格決定申立事件でも、非流動性ディスカウトを考慮した裁判例が公表されている[41]。

一　裁判例の検討

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、吸収合併における株式買取価格決定申立事件であるが、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 27 年 3 月 26 日民集 69 巻 2 号 365 頁（道東セイコーフレッシュフーズ事件）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 20 年 3 月 14 日金融・商事判例 1289 号 8 頁（カネボウ事件）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、株式買取価格決定申立事件に限定されたものと解することもできる。しかし、株式買取価格決定申立事件に限定されたものでないとすれば、本章で検討する株式売買価格決定申立事件でも同様に取り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、株式売買価格決定申立事件であっても、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、その簡便法として、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、後者の手法を採用したとしても、前者の簡便法に過ぎないことから、算定される計算結果に変わりがないはずである。そのため、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[45]。

このように、株式売買価格決定申立事件において、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。

二　私見

（一）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[46]。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[47]。

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[48]。このうち、③の理由は、サイズ・リスクプレミアムとして検討すべきであろう（後述第６節参照）。

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[49]、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[50]。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、前述第４節二（二）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。このように、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。

（二）少数株主にとっての株式価値により評価する場合

前述第４節四のように、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。

第６節　サイズ・リスクプレミアム、小規模ディスカウント、

インカム・アプローチで使用する割引率は、リスクプレミアムが加味されるため、リスクの高い企業の方が高い割引率になる[51]。そして、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[52]。

そして、マーケット・アプローチにおいて、上記のリスクを加味するためには、規模の大小を考慮せずに算定された株式価値に対して、ディスカウント率を乗じる必要がある。そのため、小規模ディスカウントと称されているが[53]、基本的な考え方はサイズ・リスクプレミアムと同じである。

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[54]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[55]も存在する。そのため、取引目的の株価評価ではサイズ・リスクプレミアムや小規模ディスカウント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[56]。

第７節　評価方法の選定

前述第２節のように、『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・アプローチをそれぞれ紹介している。ここでは、それぞれの評価方法について検討を行うこととする。

一　インカム・アプローチ

（一）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５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[57]。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[58]。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[59]。

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。」[60]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。しかし、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ものの、ＤＣＦ法が最も理論的な評価方法であるということから、全く排除すべきではない。そのため、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、恣意性を排除する必要があると考えられる。

（二）配当還元法

１．特例的評価方式

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 188-2 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。この評価方法には、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という問題点がある[61]。これに対し、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[62]。このような特例的評価方式は、租税法上の問題を意識した評価方法であり、企業価値を正しく反映したものとは言い難い。そのため、本来であれば、裁判目的の株式評価では用いられるべき評価方法ではないと考えられる。

しかしながら、譲渡人も指定買取人も少数株主である場合には、指定買取人である少数株主が買い取った譲渡制限株式を譲渡しようとしても、特例的評価方式でないと譲渡できない場合が考えられる。そのため、特例的評価方式により売買価格の決定を行う余地が考えられる。この点については、補章第２節で検討を行うこととする。

２．ゴードン・モデル方式

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・モデル方式も紹介されている[63]。

配当還元法は、配当期待権しかない少数株主にとっての株式価値を評価する方法であると言われている[64]。さらに、ゴードン・モデル方式に基づく配当還元法は、少数株主にと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[65]。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[66]、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、株式売買価格決定申立事件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[67]。

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問題点が存在するからであると考えられる[68]。もし、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。

そして、ゴードン・モデル方式は、内部留保の寄与により、将来の配当が一定の比率で成長するという、実際にはあり得ない前提を置いているという問題も存在する。なぜなら、実務上、留保された利益が有利子負債の早期返済に充当される場合だけでなく、定期預金やMMFで運用されていたりすることも少なくない。さらに、内部留保された利益を投資に向けたとしても、成長期を過ぎた産業では、今までの投下資本利益率を下回る投資をせざるをえない可能性も考えられる。そのため、実務上、内部留保率と配当の成長率の関連性が強いとは考えにくい。

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[69]、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、少数株主にとっての株式価値を算定する場合には、ゴードン・モデル方式を採用すべきではないと考えられる。

なお、裁判例の傾向として、配当性向が低すぎる場合には、配当還元法はなじまないと考えているように思える[70]。しかし、少数株主にとっての株式価値を算定する場合において、配当性向が適正か否かという点にどれだけの意味があるのかが疑問である。なぜなら、配当性向が低いことを理由として、譲渡人である少数株主が長期的に配当請求権を行使できなかったのであれば、指定買取人である少数株主も長期的に配当請求権を行使できないからである。この点については、補章第２節で検討を行うこととする。

３．支配株主にとっての株式価値

前述のように、配当還元法は、配当期待権しかない少数株主にとっての株式価値を評価

する方法であると言われている。これに対し、江頭教授は、配当が行われるまでは内部留保を享受することができないという点については支配株主も少数株主も変わらないため、支配株主であっても配当還元法を採用すべきであり、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差は、割引率の違いとして捉えるべきであると主張されていた[71]。しかし、支配株主が自然人である場合において、発行会社が配当をしたときは、当該支配株主において配当所得として所得税及び住民税が課税される（所得税法 24 条、地方税法 32 条、313 条）[72]。そのため、ほとんど配当を行わずに利益を留保してしまう非上場会社も少なくない[73]。このような実態を考えると、配当政策により評価額が変わってしまう評価方法は、支配株主にとっての株式価値を算定するための合理的な方法であるとは言い難い。そのため、配当還元法により支配株主にとっての株式価値を算定するためには、配当可能な金額をすべて配当し続けると仮定せざるを得ないと考えられる。しかし、前述第 7 節一（一）のように、そのように算定された評価額は、負債が無いと仮定した場合のＤＣＦ法による評価額と一致する。このように、結局は、ＤＣＦ法の方が一般的な枠組みであるということが言えるため、支配株主にとっての株式価値を算定する場合には、配当還元法を採用すべきではないと考えられる。

（三）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[74]。収益還元法は、発行会社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[75]。

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[76]、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、租税法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、企業価値を正しく反映したものとは言えない[77]。そのため、原則として、取引事例法を採用すべきでないことも多いと考えられる[78]。しかし、前述第７節一（二）のように、特例的評価方式による取引事例があり、かつ、特例的評価方式でないと譲渡することができないと認められる場合には、取引事例法を採用する余地が考えられる。この点については、補章第２節で検討を行うこととする。

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。」[79]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。

三　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[80]。

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２つが考えられる[81]。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[82]。

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[83]。この主たる理由としては、我が国における取引目的の株式評価において、ＤＣＦ法が本格的に普及し始めたのは、平成 10 年頃であり[84]、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[85]。

四　小括

このように、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、最も理論的な方法が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 20 年４月４日金融・商事判例 1295 号 49 頁

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[86]。

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[87]。

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。

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も、ＤＣＦ法により算定された評価額に対して、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を行うことを原則的な取扱いとすべきである。しかし、事案によっては、財産評価基本通達に定めのある特例的評価方式を採用すべき場合もあり得る。この点については、補章第２節で検討を行うこととする。

第８節　むすび

このように、譲渡制限株式の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考えられる。

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考えられる。

[1] 小出一郎「第 144 条」江頭憲治郎ほか編『論点体系会社法１ - 総則、株式会社Ⅰ』479 頁（第一法規、平成 24 年)。
[2] 江頭憲治郎「判批」江頭憲治郎ほか編『会社法判例百選』44 頁（有斐閣、第２版、平成 23 年)。
[3] 山本爲三郎「第 144 条」山下友信編『会社法コンメンタール３ - 株式（１)』419 頁（商事法務、平成 25 年)。
[4] 小出前掲（注１）480 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 20 年４月４日金融・商事判例 1295 号 49 頁、福岡高決平成 21 年５月 15 日金融・商事判例 1320 号 20 頁。
[6] 大阪高決平成元年３月 28 日判例時報 1324 号 140 頁、大阪地決平成 27 年７月 16 日金融・商事判例 1478 号 26 頁。
[7] 札幌高決平成 17 年４月 26 日判例タイムズ 1216 号 272 頁、広島地決平成 21 年４月 22 日金融・商事判例 1320 号 49 頁。
[8] 大阪地決平成 25 年１月 31 日金融・商事判例 1417 号 51 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 80%、配当還元法 20%の折衷割合で算定している。そして、千葉地決平成３年９月 26 日判例時報 1412 号 140 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法による株式価値と時価純資産法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 26 年９月 26 日金融・商事判例 1463 号 44 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 60%、ＤＣＦ法 20%、時価純資産法 20%の折衷割合で算定した後に、買主にとっての株式価値と１対１の折衷割合で算定している（補章第１節参照)。これらは「経営権の異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] 日本公認会計士協会「株式等鑑定評価マニュアル（その２)」ＪＩＣＰＡジャーナル 463 号 112-117 頁（平成６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)』39 頁（日本公認会計士協会出版局、平成 25 年)。
[11] 日本公認会計士協会前掲（注 10）40 頁、谷山邦彦『バリュエーションの理論と応用』17 頁（中央経済社、平成 22 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』53 頁（中央経済社、第３版、平成 26 年)、ＫＰＭＧＦＡＳ『図解でわかる企業価値評価のすべて』42 頁（日本実業出版社、平成 23 年）では、インカム・アプローチの１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）40 頁、谷山前掲（注 11）17 頁。なお、プルータス・コンサルティング前掲（注 11）55 頁、ＫＰＭＧＦＡＳ前掲（注 11）171 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）44-46 頁。
[14] 江頭憲治郎『株式会社法』16 頁（注２）（有斐閣、第６版、平成 27 年）では、「１つ１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）19 頁。

[16] ＫＰＭＧＦＡＳ前掲（注 11）149-150 頁、谷山前掲（注 11）334 頁。
[17] ＫＰＭＧＦＡＳ前掲（注 11）81-84 頁、谷山前掲（注 11）335 頁。
[18] 広島地決平成 21 年 4 月 22 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）165 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、支配権プレミアム等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）335 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] プルータス・コンサルティング前掲（注 11）220 頁。なお、安達和人『ビジネスバリュエーション』279 - 282 頁（中央経済社、平成 23 年）では、実証データを用いた支配権プレミアム等の分析について解説されている。
[21] 関俊彦『株式評価論』298-304 頁（商事法務研究会、昭和 58 年)。
[22] 江頭前掲（注２）45 頁。
[23] 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 2005 年 7 月号 71 頁（平成 17 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。
[24] 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』423 頁（有斐閣、平成２年)。
[25] 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も挙げられる（鈴木前掲（注 23）71 - 72 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。
[26] 江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」『会社法の基本問題』167 頁（有斐閣、平成 23 年)。
[27] 山本浩二「株価算定の手法」奈良輝久ほか編『最新M＆Ａ判例と実務』361 頁（判例タイムズ社、平成 21 年）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。
[28] 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』127-128 頁（商事法務、平成 23 年)。
[29] 山本（浩）前掲（注 27）356 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。
[30] 黒川行治「企業結合に関するのれんの会計の論点」會計 165 巻 5 号 690 頁（平成 16 年)、小山泰宏『M＆Ａ企業評価』78-79 頁（中央経済社、平成 23 年)、林宏和「M＆Ａの意義」森・濱田松本法律事務所編『M＆Ａ法大系』17 頁（有斐閣、平成 27 年)。
[31] 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。
[32] 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。

[33] 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』81 頁（中央経済社、平成 24 年)。
[34] 谷山前掲（注 11）62-69 頁、プルータス・コンサルティング前掲（注 11）130-132 頁、ＫＰＭＧＦＡＳ前掲（注 11）94-95 頁。
[35] Jonathan Berk & Peter DeMarzo, *Corporate finance* 4th ed., Pearson, p.594-596 (2016), Richard A. Brealey et al., *Principles of corporate finance* 12th ed., McGraw Hill, p.467 (2016).
[36] 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。
[37] 大阪高決平成元年３月 28 日前掲（注６）は、支配株主が存在しておらず、かつ、当時の商法により、発行会社が自己の株式を買い取ることができなかったため、特殊事案に該当すると言える。
[38] このほか、①銀行又は保険会社が株主である場合において、発行会社が買い取ることにより発行済株式総数（自己株式を除く。）が減少し、相対的に銀行又は保険会社が保有する比率が増加し、５％ルール、10％ルール（私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律 11 条１項）に抵触する場合、②自然人である譲渡人において発生する所得が譲渡所得ではなく配当所得に分類されることにより（所得税法 25 条１項４号)、当該譲渡人の税負担が増加することを避ける場合、③同族会社等の留保金課税（法人税法 67 条）の適用対象から除外するために支配株主の持分割合を増やすことができない場合が考えられる。
[39] 稲葉威雄「判批」金融・商事判例 1270 号９頁（平成 19 年）では、「会社が買受人を指定できるのだから、むしろ株式は支配株主側に移転するものと考えるべきではないかとも考えられる（非支配株主間の移転と考える必要はない)。」と指摘されている。
[40] 谷山前掲（注 11）327 頁、プルータス・コンサルティング前掲（注 11）216 頁。
[41] 大阪高決平成元年３月 28 日前掲（注６)、大阪地決平成 25 年１月 31 日前掲（注８)、広島地決平成 21 年４月 22 日前掲（注７）参照。なお、財産評価基本通達 188-2 で用いられている割引率（10%）をそのまま採用することにより、実質的に非流動性ディスカウントが加味されていると推測できる裁判例として、東京高決平成 20 年４月４日前掲（注５)、札幌高決平成 17 年４月 26 日前掲（注７)、千葉地決平成３年９月 26 日前掲（注８）もある。
[42] 抗告審（東京高決平成 22 年５月 24 日金融・商事判例 1345 号 12 頁）でも同様の判断がなされている。
[43] 宍戸前掲（注 24）417 頁（注 27)。
[44] 中村慎二「判批」経営財務 3220 号 23 頁（平成 27 年)。
[45] 収益還元法を採用したことは、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、中村前掲（注 44）23 頁、滝琢磨「判批」経理情報 1415 号 43 頁（平成 27 年)、奈良輝久「判批」法の支配 179 号 138-139 頁（平成 27 年)、星明男「判批」ジュリスト 1492 号（平成 27 年度重要判例解説）108 頁（平成 28 年)、柳明昌「判批」民商法雑誌 151 巻３号 302 頁（平成 27 年)、飯田秀総「判批」岩原紳作ほか編『会社法判例百選』185 頁（有斐閣、第３版、平成 28 年)、宮崎裕介「判批」金融・商事判例 1501 号６頁（平成 28 年)、山下徹哉「判批」金融法務事情 2059 号 51 頁（平成 29 年）がある。このうち、中村前掲 23-24 頁、滝前掲 43 頁、飯田前掲 185 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ィスカントを認めるべきではないとし、奈良前掲 141 頁は、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るとしている。これに対し、山下前掲 53 頁では、企業価値自体の減少につながる非流動性ディスカウントは認めるべきであるが、企業価値の適切分配価値と個々の株式の実際の売却可能価格との差額分の非流動性ディスカウントは認めるべきではないとしている。そして、柳前掲 306 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われる。」と指摘されている。

[46] ＫＰＭＧＦＡＳ前掲（注 11）149-150 頁、谷山前掲（注 11）337 頁。

[47] 安達前掲（注 20）331 頁。

[48] 安達前掲（注 20）286 頁。

[49] 日本公認会計士協会前掲（注 10）76 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。

[50] プルータス・コンサルティング前掲（注 11）217 頁。

[51] 谷山前掲（注 11）26-30 頁、プルータス・コンサルティング前掲（注 11）223 頁。

[52] プルータス・コンサルティング前掲（注 11）280 頁。

[53] 日本公認会計士協会前掲（注 10）66 頁。

[54] プルータス・コンサルティング前掲（注 11）281-282 頁。

[55] 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2015・04 号１－４頁（平成 27 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 22 号３－23 頁（平成 19 年）。

[56] サイズ・リスクプレミアムを考慮すべきであるとする見解につき、池谷誠『論点詳解係争事案における株式価値評価』100-107 頁（中央経済社、平成 28 年）参照。

[57] 『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）50、52 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）163、166 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。

[58] 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 1892 号 41 頁（平成 22 年）。なお、広島地決平成 21 年４月 22 日前掲（注７）でも同趣旨の判断がされている。

[59] 石島博『バリュエーション・マップ』221 頁（東洋経済新報社、平成 20 年）。

[60] 伊藤前掲（注 58）41 頁。

[61] 久保田安彦「判批」商事法務 2071 号 20 頁（平成 27 年）。

[62] 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』36、142-143 頁（中央経済社、第３版、平成 27 年）。

[63] 日本公認会計士協会前掲（注 10）54-55 頁。

[64] 谷山前掲（注 11）335 頁、プルータス・コンサルティング前掲（注 11）170 頁、茂腹敏明『非上場株式鑑定ハンドブック』339 頁（中央経済社、平成 21 年）。

[65] 広島地決平成 21 年４月 22 日前掲（注７）、大阪高決平成元年３月 28 日前掲（注６）。

[66] 日本公認会計士協会前掲（注９）108 頁。

[67] 青木茂男「証券市場における株式価値評価」茨城キリスト教大学紀要 48 号 175-176 頁（平成 26 年）、池谷前掲（注 56）21 頁、白井正和ほか『M&Ａにおける第三者委員会の理論と実務』260 頁（商事法務、平成 27 年）。

[68] 実際に、広島地決平成 21 年４月 22 日前掲（注７）では、ＤＣＦ法による評価額が 2,339 円、時価純資産法による評価額が 4,052 円であるのに対し、ゴードン・モデル方式による評価額が 411 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、時価純資産法は現在の内部留保が考慮されるものの、ゴードン・モデル方式で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。

[69] ＫＰＭＧＦＡＳ前掲（注 11）123-124 頁。
[70] 例えば、広島地決平成 21 年４月 22 日前掲（注７）では、上場会社の配当性向と比較したうえで、ゴードン・モデル方式を用いることに不合理はないとしている。これに対し、札幌高決平成 17 年４月 26 日前掲（注７）では、配当性向が低いことを理由として時価純資産法との折衷を行っている。
[71] 江頭前掲（注 26）139-140 頁。
[72] 支配株主が内国法人である場合には、受取配当等の益金不算入が適用されるため、支配株主の税負担を理由として配当性向を低く抑えることは考えにくい。しかし、少数株主に対して配当を支払わずに、内部に余剰資金を留保したいという理由で配当性向が低く抑えられることがある。
[73] 過剰な内部留保に対しては、同族会社等の留保金課税（法人税法 67 条）が適用されるが、グループ法人税制が適用される場合を除き、資本金の額が１億円以下である中小法人は適用対象から除外される。さらに、近年では、法人税の実効税率が引き下げられたことから、税率の高い給与所得に対する所得税をも回避するために、役員報酬を控えめにしながら、退職時に役員退職慰労金で利益を吸い上げる事案が見受けられる。このような実態を考えると、発行会社が支払う配当は企業価値を示す指標としてほとんど役に立たないということが言える。
[74] 日本公認会計士協会前掲（注 10）56 頁。
[75] ＫＰＭＧＦＡＳ前掲（注 11）132-133 頁。
[76] 日本公認会計士協会前掲（注 10）67 頁。
[77] 日本公認会計士協会前掲（注 10）68 頁でも、取引事例法を採用する場合には、利用する取引事例価額そのものが合理的な方法で評価されているかどうかを検討する必要がある旨が指摘されている。これに対し、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 27 年２月 19 日民集 69 巻１号 51 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。また、租税法の分野でも、大阪高判昭和 62 年６月 16 日税務訴訟資料 158 号 642 頁では、同一会社の従業員と同族株主という限定された当事者間の合意に基づく価額は不特定多数の当事者間での自由な取引とは言い難いと判示している。
[78] 租税法の分野であるが、取引事例法を認めた裁判例として、宮崎地判平成５年９月 17 日税務訴訟資料 198 号 1080 頁がある。本裁判例で取引事例法を認めた理由として、①持株会が会員以外の特別な利害関係がない者からも購入していたこと、②持株会の買取価格は、照会があれば、公表され、一般の株主もその価格を知り得る状態であったこと、③持株会が発行会社の筆頭株主となっていたこと、④持株会の取引数は、発行会社株式の取引総数に対して、低くはない一定の割合を占めており、持株会の取引が上記の期間で経常的に行われていたこと、⑤証券会社が類似上場会社法により評価していたこと、⑥新聞紙上に店頭気配値が公表されていたことが挙げられており、かなり特殊な事例であったということが言える。
[79] プルータス・コンサルティング前掲（注 11）207-208 頁。
[80] 日本公認会計士協会前掲（注 10）69 頁。
[81] 日本公認会計士協会前掲（注 10）70 頁。
[82] 江頭前掲（注 26）155 頁、久保田安彦「判批」岩原紳作ほか編『会社法判例百選』43

頁（有斐閣、第３版、平成 28 年)。
[83] 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 29 年３月 19 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。
[84] 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 2-3 頁（平成 23 年、http://www.lib.kobe-u.ac.jp/repository/thesis/d1/D1005398.pdf〔神戸大学附属図書館、平成 29 年３月 19 日最終アクセス日〕)。
[85] 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。
[86] 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』61 頁（有斐閣、平成 21 年)。
[87] 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、再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。

第４章　募集株式の発行等における公正な払込金額

第１節　はじめに

非上場会社は、非公開会社[1]である場合と公開会社（会社法２条５号）である場合が考えられる。そして、会社法上、非公開会社が、第三者割当により募集株式の発行又は自己株式の処分（以下、「募集株式の発行等」という。）をする場合には、原則として、株主総会の特別決議が必要となる（会社法 199 条１項、２項、309 条２項５号）。さらに、有利発行に該当する場合には、取締役は株主総会で有利発行を必要とする理由を説明しなければならない（同法 199 条３項）。そのため、非公開会社である非上場会社では、有利発行に該当するにもかかわらず、有利発行を必要とする理由の説明がなされない場合が考えられる。なお、有利発行とは、公正な払込金額に比して引受人にとって有利性が明らかな場合をいう[2]。

これに対し、公開会社では取締役会決議により第三者割当を行うことができるが、有利発行に該当する場合に限り、株主総会の特別決議によらなければならない（会社法 201 条１項）。そして、非公開会社と同様に、取締役は株主総会で有利発行を必要とする理由を説明しなければならない。そのため、公開会社である非上場会社では、有利発行に該当するにもかかわらず、取締役会決議のみで募集株式の発行等が行われる場合が考えられる。

このように、有利発行に該当するにもかかわらず、これらの手続きが行われない場合があるため、会社法上、第三者割当が行われる前の株主に対する救済手段として、募集株式の発行等をやめることを請求できる制度（以下、「差止請求」という。）が用意されている（会社法 210 条）。そして、第三者割当が行われた後の株主に対する救済手段として、募集株式の発行等の無効の訴えが用意されている。ただし、当該訴訟の提起が、募集株式の発行等の効力が生じた日から６か月以内（非公開会社にあっては、１年以内）に限られているだけでなく（同法 828 条１項２号、３号）、有利発行であることを理由とする募集株式の発行等の無効の訴えが認められない可能性がある[3]。そのため、取締役の損害賠償責任（同法 423 条１項、429 条１項）、通謀引受人の責任（同法 212 条１項１号）がそれぞれ争われた事案も存在する。

そして、上場株式には市場価格があるものの、非上場株式には市場価格がないことから、公正な払込金額をどのように算定するのかという点が問題となるが、この点については、未だ体系的に整理されているとは言い難い。

そのため、本章では、非上場会社の募集株式の発行等において、有利発行の判断基準である公正な払込金額について検討を行う。

第２節　従来の裁判例

前述第１節のように、非上場株式の公正な払込金額をどのように算定するのかは、未だ体系的に整理されているとは言い難い。これに対し、公正な払込金額についての先行研究は、上場会社を想定したものが多く、かつ、市場価格が存在することから、論点が単純になりやすいため、非上場会社の公正な払込金額を検討する際に参考になると考えられる。そのため、本章では、非上場会社の裁判例のみならず、上場会社の裁判例についても触れることとする。

まず、上場株式に対しては、株式を消化し資金調達の目的を達成することの見地からは、多少は引き下げることが可能であるという判例[4]があり、非上場株式に対しても同様に考えることができるかどうかの検討が必要になる。

そして、上場株式に対しては、第三者割当の決定直前に市場価格が高騰した場合に、これを公正な払込金額の算定で排除すべきかどうかという論点があり[5]、後述第６節二のように、この点について争われた裁判例もある。非上場株式には市場価格が存在しないものの、代表取締役への就任による役員報酬や私的便益の期待により、実際の株式価値よりも高い価格で株式の買い集めが行われる場合が考えられる。また、引受人と発行会社との間にシナジーがある場合には、第三者割当の結果として１株当たりの株式価値が増加することも考えられる。そのため、これらの議論をどのように取り扱うかの検討が必要である。

さらに、非上場株式の評価を行う場合には、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値のいずれにより評価すべきかが問題となる。前述第３章第２節のように、類似の事件である譲渡制限株式の売買価格決定申立事件では、経営権の異動に準じて取り扱うことができるかにより評価方法が分かれている。これに対し、非上場会社の有利発行に対する裁判例では、引受人が経営参加を意図しているか否かにより評価方法が分かれている[6]。具体的には、引受人が経営参加を意図している場合には支配株主にとっての株式価値により評価が行われ[7]、一般投資家の立場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が行われている[8][9]。後述第３節一のように、有利発行に該当するか否かを、既存株主に損害が生じているか否かにより判断する立場からは、既存株主が支配株主であった場合には支配株主にとっての株式価値により評価し、既存株主が少数株主であった場合には少数株主にとっての株式価値により評価すべきであると考えられる。

第３節　損害の認定

一　直接損害説と間接損害説

従来の学説では、取締役の損害賠償責任を追及する場合において、有利発行により損害が生じるのは、発行会社とする考え方[10]（以下、「間接損害説」という。）と既存株主とする考え方[11]（以下、「直接損害説」という。）がある。その場合に適用すべき条文は、直接損害説によれば、発行会社に損害が生じていないことから会社法 429 条のみとなり、同法 423 条を適用することはできない。これに対し、間接損害説を採用した場合には、同法 423 条を適用することが原則であるが、間接的とはいえ、既存株主にも損害が生じていることから、同法 429 条を適用することは妨げられない[12]。そして、直接損害説によれば、通謀引受人の責任は、既存株主と引受人との不公平を是正し、既存株主の損失填補を図るために課される特別の責任であると整理される[13]。

また、前述第２節のように、公正な払込金額についての裁判例では、第三者割当後に、引受人が支配株主になるのか、少数株主のままであるのかで評価方法を変えている。間接損害説では、公正な払込金額により同じ株式数の募集株式の発行等をした場合に調達できていた金額との差額が発行会社の損害となり、その結果として、既存株主の間接損害が生じることになる。

具体的には、支配株主に対して募集株式の発行等をする場合には、支配株主からすると、支配株主にとっての株式価値で引き受けることに経済合理性があることから、発行会社は支配株主にとっての株式価値で資金調達を行うことができる。そのため、少数株主にとっての株式価値を払込金額とした場合には、支配株主にとっての株式価値との差額が損害として発行会社に生じることになる。そして、少数株主に対して募集株式の発行等をする場合には、少数株主からすると、支配株主にとっての株式価値で引き受けることに経済合理性がなく、少数株主にとっての株式価値でないと引き受けることができない。そのため、少数株主と発行会社との間の交渉では、少数株主にとっての株式価値を払込金額とすることが落とし所となる。その結果、少数株主にとっての株式価値を払込金額とした場合であっても、発行会社からすると、当該少数株主から可能な限りの資金を調達したと言える。そのため、前述第２節のように、裁判例の傾向[14]では、少数株主に対して募集株式の発行等をする場合において、少数株主にとっての株式価値を払込金額としたとしても、発行会社に損害が生じたとは考えていない。

これに対し、直接損害説では、公正な払込金額に満たない価額で第三者割当が行われた

ことにより、既存株主が保有する株式価値が下落したことを既存株主の損害と考える。そのため、第三者割当前に、既存株主が支配株主であったのか、少数株主であったのかにより評価方法を変えるべきであると考えられる。

まず、既存株主が支配株主である場合について検討を行う。その際に、ＤＣＦ法により支配株主にとっての株式価値を算定することを前提とする。なぜなら、前述第３章第７節一のように、ＤＣＦ法は、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からである。そして、前述第３章第３節のように、ＤＣＦ法は、支配株主にとっての株式価値を評価する方法であると考えられ、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。

すなわち、ＤＣＦ法による時価総額が 1,000 円であり、発行済株式総数が 100 株である場合には、１株当たり 10 円が支配株主にとっての株式価値である。そして、20%のマイノリティ・ディスカウントを行い、少数株主に対して１株当たり８円で 30 株の募集株式の発行等を行った場合には、時価総額が 1,240 円となり、１株当たりの支配株主にとっての株式価値が約 9.5 円に下落することから、既存の支配株主に損害が生じたと考えることができる。さらに、少数株主にとっての株式価値を配当期待権しか有しないことを理由として配当還元法により評価を行った場合には、内部留保が考慮されていないことから、ＤＣＦ法により評価を行った支配株主にとっての株式価値よりも安く評価されてしまうため、第三者割当後には、ＤＣＦ法により評価を行った支配株主にとっての株式価値は引き下げられることになる。以上のように、直接損害説を採用した場合において、既存株主に支配株主が存在するときは、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきであると考えられる。

これに対し、既存の支配株主に対して少数株主にとっての株式価値で募集株式の発行等を行ったとしても、既存の少数株主が有する少数株主にとっての株式価値と同じ払込金額であるため、既存の少数株主において損害が生じていないと考えるべきである。そのため、引受人以外の既存株主のすべて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公正な払込金額とすべきであると考えられる。

このように、直接損害説と間接損害説のいずれを採用するのかにより、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のいずれで評価を行うのかの基本的な考え方が変わってくるということが言える。

二　従来の学説

かつては、間接損害説を採用する見解が支配的であり、明示的に直接損害説が主張され始めたのは最近のことである[15]。間接損害説に対し、直接損害説では発行会社に損害が生じていないと考えている点に違いがある。さらに、直接損害説によれば、既存株主が保有している株式には損害が生じているものの、引受人が新たに引き受けた株式には損害が生じていないことから、すべての株式に間接損害が生じていることを前提とする通常の株主代表訴訟による解決はなじまないとしている[16]。

直接損害説を主張する論者が、発行会社に損害が生じていないと考える理由は、募集株式の発行等が資金調達のために行われるものであるのに対し、発行会社が想定していた必要資金は実際に払い込みが行われた金額であることから、有利発行が行われたとしても、必要資金は調達できているためであると説明される[17]。この点につき、支配権争い局面では資金調達目的が乏しいことから、そのような説明は成り立たないのではないかという批判があった[18]。しかし、支配権争い局面における有利発行のうち、資金調達目的が乏しい場合には、そもそも募集株式の発行等をすべきではなかったことから、公正な払込金額で同数の株式を発行すべきだったとは言い難い[19]。すなわち、募集株式の発行等をしなかった場合との比較により損害が生じたか否かを認定すべきである。その結果、支配権争い局面における有利発行では、募集株式の発行等をしなかった場合に比べて、会社財産が増加していることから、発行会社に損害が生じていると考えることはできない[20]。これに対し、有利発行により既存株主が保有する株式に損害が生じていることから、発行会社ではなく、既存株主に損害が生じたと考えるべきである。

これらの学説に対し、最近では、発行会社に損害が生じたとも、既存株主に損害が生じたとも断定できない場合があるといった主張もなされている[21]。具体的には、取締役のなすべき行為につき、①実際に発行した株式と同数の株式を公正な払込金額で発行することと、②実際に調達した資金と同額の資金を公正な払込金額で調達することに分けたうえで、前者を発行会社の損害、後者を既存株主の損害とする主張である[22]。しかし、募集株式の発行等が資金調達のために行われることから、実際に発行した株式と同数の株式を公正な払込金額で発行することが取締役のなすべき行為であるとは考えにくい[23]。さらに、現行会社法では、クラス・アクションの制度が認められていないことから、少数株主が訴訟費用を支出してまで直接請求を行う動機が乏しい。そのため、発行会社に損害が生じた

とする構成には、少数株主の救済を図ろうとする政策上の考慮が強く働いているように思われる[24]。しかし、立法論ではなく、解釈論であることから、このような政策上の考慮により間接損害説を採用すべきと解すべきではない[25]。発行会社に損害が生じていないのであれば、発行会社に損害が生じているという前提で解決を図ろうとする発想自体が否定されるべきだからである[26]。そのため、有利発行を行ったとしても必要な資金は調達できていることから、発行会社に損害が生じていると考えるべきではなく、直接損害説を採用すべきであると考えられる。

さらに、非上場株式の評価を行う場合には、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値のいずれで評価を行うのかという問題がある。そして、前述第３節一のように、直接損害説と間接損害説のいずれを採用するのかにより、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のいずれで評価を行うのかの基本的な考え方が変わる。従来は、この観点からの検討がなされていないため、本章では、非上場株式の評価という観点から、直接損害説と間接損害説について検討を行うこととする。

三　私見

有利発行に対する諸規制は、公正な払込金額よりも安い金額で募集株式の発行等を行う必要がある場合に、有利発行により既存株主に生じる損害を保護するために設けられた制度である[27]。そのため、非上場株式の評価においても、有利発行に該当するか否かを、既存株主に損害が生じたか否かにより判断すべきであると考えられる[28]。

すなわち、第三者割当後に、引受人が少数株主のままである場合において、少数株主にとっての株式価値を払込金額としたときは、既存の支配株主が保有する株式価値が下落するため、既存の支配株主に損害が生じる。このような場合において、従来の裁判例のように、少数株主にとっての株式価値を公正な払込金額としてしまうと、既存の支配株主に損害が生じているにもかかわらず、有利発行に該当しないという結果になる。そのため、既存株主に支配株主が存在する場合には、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきであると考えられる[29]。ただし、既存株主に、支配株主だけでなく、少数株主も存在している場合には、当該少数株主が保有する株式価値に損害が生じていないため、第三者に対する取締役の責任（会社法 429 条１項）を追及できる既存株主は支配株主のみということになる。

一方、少数株主からすると、支配株主にとっての株式価値で募集株式等を引き受けるイ

ンセンティブは存在しない。しかし、従業員のモチベーションを増加させるための有利発行は現行会社法でも想定されていると考えられる[30]。そして、少数株主にとっての株式価値により募集株式の発行等を行うのであれば、有利発行の手続きに従えば可能である。そのため、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額としても不都合はないと考えられる。

そして、引受人が既存の支配株主である場合には、少数株主にとっての株式価値で第三者割当が行われたとしても、原則として、既存の少数株主に損害は生じない[31]。このような場合において、引受人が支配株主であることを理由として、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額としてしまうと、既存の少数株主に損害が生じていないにもかかわらず、有利発行の手続きが必要になる。そして、当該有利発行の手続きが行われていない場合には、損害の生じていない当該少数株主が、会社に対する取締役の責任（会社法 423 条１項）を追及できることになる。しかしながら、有利発行の諸規制は、既存株主に生じる損害を保護するために設けられた制度である。そのため、既存株主に損害が生じないのであれば、少数株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきであると考えられる。ただし、既存株主に準支配株主が存在している場合には、財務及び事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができることから、当該準支配株主にとっての株式価値は、配当期待権しか有さない少数株主にとっての株式価値とは異なるはずである。そのため、少数株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきではないと考えられる。

このように、既存株主が支配株主なのか、少数株主なのかにより評価方法を変えるべきであることから、非上場株式の評価という観点からも、直接損害説を採用すべきであると考えられる[32]。

さらに、株主割当により募集株式の発行等を行う場合には、公正な払込金額に比して有利性が明らかな場合であっても、有利発行の手続きに従う必要はない（会社法 202 条５項)。これは、既存株主に損害が生じるおそれがないからである[33]。これを前提に、支配株主にとっての株式価値を１株当たり 10 円とし、少数株主にとっての株式価値を１株当たり８円とした場合に、１株当たり９円で株主割当を行う事案を想定する。このような場合には、少数株主からすると募集株式等を引き受ける経済合理性がないものの、支配株主からすると募集株式等を引き受ける経済合理性があるため、支配株主のみが募集株式等を引き受ける可能性が高い。これに対し、１株当たり９円で支配株主に対して第三者割当を行った場合は、少数株主にとっての株式価値を超える金額が払込金額となっていることか

ら、少数株主からすると支配株主が募集株式等を引き受けても何ら損害が生じないため、直接損害説の立場からすれば有利発行に該当しない。しかし、支配株主にとっての株式価値に満たない金額が払込金額となっていることから、間接損害説の立場からは発行会社に損害が生じているため、有利発行に該当する。このように、支配株主にとっての株式価値に満たない金額で株主割当を行った場合と、同金額で支配株主に対して第三者割当を行った場合の比較からも、直接損害説を採用したうえで、有利発行に該当するか否かを既存株主に損害が生じているか否かにより判断すべきであると考えられる。

そのため、本章では、直接損害説に基づいて検討を行うこととする[34]。

第４節　差止請求

会社法 210 条に定める差止請求を行うためには、「株主が不利益を受けるおそれ」が要件とされている。そのため、既存株主が個別具体的に損害を受ける場合のみが該当し、発行会社に損害が生じることで間接的に株主が被る不利益は含まれないとの見解が有力であり[35]、直接損害説に近い考え方が採用されているということができる。

非上場会社において、少数株主にとっての株式価値で募集株式の発行等を行ったとしても、既存の少数株主に損害が生じないため、これらの少数株主に対して差止請求を認めるべきではない。これに対し、既存の支配株主が保有する株式価値が下落することから、引受人が少数株主であったとしても、当該支配株主に損害が生じる。そのため、差止請求の場面でも、直接損害説に基づいて「株主が不利益を受けるおそれ」があるか否かを検討すべきであると考えられる。

第５節　「特に有利な金額」と「著しく不公正な払込金額」

一般的に、会社法 199 条３項に定める「特に有利な金額」と同法 212 条１項１号に定める「著しく不公正な払込金額」は、いずれも公正な払込金額を下回るという意味で変わらないと言われている[36]。これに対し、前者は既存株主の利益保護のために株主総会を要求する基準であり、後者は既存株主から新株主に移転した株主価値を返還させるべきかどうかという基準であることから、特別の事情により実質的に既存株主の利益を害していないのであれば「著しく不公正な払込金額」に該当しないとする余地はあると説明されることがある[37]。具体的には、資本提携による株式価値の増加がある場合において、当該株式価値の増加が有利発行による株式価値の減少よりも大きいときは、既存株主の利益は害され

ていないという主張である[38]。

しかしながら、シナジーによる株式価値の増加は、資本提携を行わなくても、単なる業務提携でもそれなりに生じるはずである。そのため、資本提携によるシナジーで埋め合わせることを前提に、時価よりも安い金額で第三者割当を行った場合には、単なる業務提携よりも既存株主にとって不利になる可能性があるため、有利発行に該当すると考えられる[39]。さらに、このような場合には、実質的にも既存株主の利益を害していると考えられることから、「著しく不公正な払込金額」にも該当すると考えられる[40]。

そのため、「特に有利な金額」も「著しく不公正な払込金額」も同一の解釈を採用すべきであると考えられる。

第６節　公正な払込金額の算定

一　募集株式の消化可能性

前述第２節のように、上場会社の裁判例には、募集株式の発行等を行う場合には、株式を消化し資金調達の目的を達成するために、公正な払込金額を多少は引き下げることができるというものがある。そして、非上場会社の裁判例でも、募集株式の消化可能性を考慮したうえで、公正な払込金額を引き下げたものがある[41]。学説でも、公正な払込金額を、募集株式の発行等が成功する限度において、旧株主にとって最も有利な価額とする見解がある[42]。そして、租税法上も、10%程度の引下げに対しては、受贈益として課税しない旨の通達がある（法人税基本通達２－３－７、所得税基本通達 23～35 共－７）。

このような 10%という水準には理論的な根拠はないとしながらも、「種々の理論や市場心理に裏付けられた業界の実務における経験、実績を織り込んでいるものと想像できることから、一応の目安となる最高限のディスカウント率として、実務上、裁判所の判断の参考になるものといえよう。」という指摘もある[43]。これに対し、上場会社の事例であるが、平成 13 年から平成 17 年までに行われた第三者割当増資の発行価額について、発表日直前五営業日の終値平均に比べて、平均値 4.9%、中央値 7.3%程度のディスカウントが行われており、かつ、有利発行の手続きが行われていなかったという実証研究が存在する[44]。さらに、公募では、ブックビルディング方式の採用により、大幅に割引率が引き下げられているという解説もある[45]。そのため、10%という水準は最大値に過ぎず、上場株式であったとしても、10%の引下げを画一的に認めるべきではなく、それぞれの事案に応じて、ディスカウント率を変えるべきであると考えられる[46]。

また、非上場会社では、既存の支配株主が存在する場合において、少数株主に第三者割当を行うときに、募集株式の消化可能性を考慮しようとすると、少数株主にとっての株式価値まで引き下げざるを得ない。第三者割当前に既存株主が支配株主であったか否かにより公正な払込金額を決定すべきであるとする本稿の立場によれば、このような募集株式の消化可能性を理由とした公正な払込金額の引下げを認めるべきではないと考えられる。

このような立場を採用したとしても、上場株式については、市場価格が日々変動していることから、最終的な払込みの期間までに市場価格が下落することも考えられるため、多少のアローワンスを認めるべき場合は考えられる[47]。しかし、非上場株式には、そのような事情が認められないため、アローワンスを認める必要性は乏しい。

そのため、非上場会社の第三者割当において、募集株式の消化可能性を理由とした引下げを認めるべきではないと考えられる。

二　支配権争いがある場合の第三者割当

前述第２節のように、上場株式に対しては、第三者割当の決定の前に市場価格が高騰した場合に、これを公正な払込金額の算定で排除すべきかどうかという論点がある。投機的な思惑による場合と企業価値を正しく反映している場合とがそれぞれ考えられるからである。

かつての上場会社の裁判例では、資本提携の噂や株式の買い集めを原因とする市場価格の高騰は、企業の客観的価値を正しく反映したものではないことから、公正な払込金額の算定から除外することができるとしていた[48]。しかし、近時は、企業価値を正しく反映している場合には、高騰した市場価格を基礎として公正な払込金額を算定すべきであるとしたものがある[49]。

非上場会社には、そもそも市場価格が存在しないことから、市場価格が高騰するということはあり得ない。しかし、非上場会社においても、買い集めのときの取引価格が企業価値を正しく反映したものかどうかという問題がある。言い換えると、当該取引価格を用いた取引事例法を採用すべきかどうかという議論である。なぜなら、支配権争いが行われている際の第三者割当では、発行会社から株価算定を行う外部専門家に対して、払込金額をなるべく低く抑えたいという意向が伝えられる可能性が否定できないことから、買い集めのときの取引価格の方が企業価値を正しく反映している場合が考えられるからである。

これに対し、支配権争いが行われている場合には、代表取締役への就任による役員報酬

に対する期待や社用車などの私的便益に対する期待により、企業価値を正しく反映した取引価格にならないこともあり得る。例えば、発行済株式総数の過半数を取得し、代表取締役に就任することを目的とした買い集めが行われたとする。その場合に、時価総額が1,000円、発行済株式総数が100株であったとする。理論的には、発行済株式総数の51%を取得するためには510円の支払いで済むはずであるが、役員報酬や私的便益に対する期待から、700円で買い集める場合もあるかもしれない。そして、このような買い集めが行われているときに、発行会社が第三者割当により資金調達を行うこともあり得る。

支配権争いが行われている場合には、このような役員報酬や私的便益は、支配権プレミアムのひとつとしての実態があるかもしれない[50]。しかし、有利発行に該当するかどうかを判断する場合には、役員報酬を発行会社に対する役務の対価として必要な経費[51]、私的便益を発行会社の事業活動において必要な経費としたうえで、支配権プレミアムの算定からは除外すべきであると考えられる。なぜなら、役員報酬や私的便益という形で少数株主に対する経済的利益の侵害を行うことが事実として可能であったとしても、株主としての地位に基づいて享受することができない利益であるため、裁判目的の株式評価では許容すべきではないからである。そのため、役員報酬や私的便益への期待を排除した金額を公正な払込金額とすべきであると考えられる。

このように、非上場株式の買い集めは、理論的な株式価値とは異なる価格で行われることも想定されるため、取引事例法を安易に採用することはできない。その一方で、このような買い集めが企業価値を正しく反映した価格で行われる可能性も否定できない。そして、自社の株式が買い集められているにもかかわらず、異なる価格で第三者割当を行うのであれば、より合理的な評価を行ったことを取締役会が立証すべきであると考えられる。そのため、公正な払込金額の算定では、買い集めのときの取引価格に合理性があるのか否か、発行会社が算定した株式価値と買い集めのときの取引価格のいずれが合理性が高いと言えるのかという点を議論すべきであると考えられる。

三　資本提携又はM&Aを目的とした第三者割当

（一）従来の学説

上場会社が資本提携又はM&Aを目的とした募集株式の発行等を行う場合には、払込金額を算定する前に情報が市場に流れることにより市場価格が高騰してしまう場合が考えられる。そして、前述第6節二のように、高騰した後の市場価格を基礎として公正な払込金

額を算定すべきであるとする見解と、第三者割当が行われた後の持株比率に比例して配分するために高騰する前の市場価格を基礎として公正な払込金額を判断すべきとする見解がある。

まず、高騰した後の市場価格を基礎として公正な払込金額を判断すべきとする見解では、市場価格の高騰が引受人とのシナジーによるものであったとしても、まずは既存株主に帰属しているものであり、これを既存株主から切り離すには、有利発行の手続きに従う必要があることが主張されている[52]。

これに対し、高騰する前の市場価格を基礎として公正な払込金額を判断すべきとする見解は、①高騰する前の市場価格を基礎として払込金額を算定すると、シナジーに伴う株式価値の増加が第三者割当後の持分割合に応じて分配されるのに対し、高騰した後の株式価値を基礎として払込金額を算定してしまうと、既存株主に対してより多く分配されてしまうこと、②既存株主は、第三者割当により一定の割合でシナジーの恩恵を受けていることから、既存株主に損害が生じたとは言い難いことをそれぞれ根拠としている[53]。

非上場会社には市場価格が存在しないものの、資本提携又はM&Aにより、フリー・キャッシュ・フローが増加し、その結果として、株式価値が上昇することもあり得る。そのため、ＤＣＦ法により株式価値を算定する場合において、増加する前のフリー・キャッシュ・フローに基づいて株式価値を算定するのか、増加した後のフリー・キャッシュ・フローに基づいて株式価値を算定するのかという点は問題となる。なお、ネットアセット・アプローチではフリー・キャッシュ・フローを考慮することはできないが、マーケット・アプローチにより株式価値を算定する場合には、予想マルチブルに基づいて算定すれば、フリー・キャッシュ・フローを考慮することができるため[54]、ＤＣＦ法以外の評価方法でも、シナジーを加味した株式価値の算定は可能である。

そのため、非上場会社の公正な払込金額の算定においても、前述の上場会社の議論を参考にすべきであると考えられる。

（二）私見

まず、シナジーの公平な分配という点について検討する。具体的には、時価総額が1,000円、発行済株式総数が100株であり、第三者割当により50株を発行し、500円の払込みを受けるとする。その結果、シナジーが300発生し、時価総額が1,800に増加したと仮定する。その場合、既存株主が保有する株式価値は1,200となり、引受人が保有する株

式価値は 600 となる。このように、第三者割当により発生したシナジーは、持分割合に応じて既存株主と新株主との間で公平に分配されているように思える。

しかし、引受人である会社と発行会社との業務提携が前提となるため、前述第３章第４節二（四）のように、第三者割当によるシナジーが発行会社だけでなく、引受人にも生じることがあり得る。すなわち、上記の事例では、引受人の時価総額が 200 増加することが考えられ、発行会社で生じたシナジーのうち引受人が享受する金額と合計すると 300 のシナジーを享受することになる。すなわち、シナジーが生じる前の株式価値により払込金額を算定した場合には、引受人は、引受人で生じるシナジーと発行会社で生じるシナジーの両方を得ることになり、発行会社の既存株主よりも多くのシナジーを享受することができる。

これに対し、第三者割当を行わない単なる業務提携を行った場合には、業務提携の相手先は当該相手先で生じるシナジーを享受し、発行会社の既存株主は発行会社で生じるシナジーを享受することになる。そのため、資本提携又はM＆Ａを行った場合においても同様に、発行会社の既存株主が発行会社で生じるシナジーのすべてを享受することを原則とすべきであると考えられる。なぜなら、発行会社で生じるシナジーの一部を引受人に享受させた場合には、単なる業務提携よりも既存株主にとって不利になる可能性があるからである。そのため、そのような払込金額で募集株式の発行等を行う場合には、有利発行の手続きに従う必要があると考えられる。したがって、増加した後のフリー・キャッシュ・フローに基づいて公正な払込金額を算定すべきであると考えられる。

その結果、増加する前のフリー・キャッシュ・フローに基づいて払込金額を算定した場合には、既存株主からすれば、第三者割当により一定の割合でシナジーの恩恵を受けているとはいえ、享受すべきシナジーのうち一部が引受人に分配されていることから、既存株主に損害が生じたと考えることができる。そのため、有利発行の手続きが行われていない場合には、当該既存株主は、第三者に対する取締役の責任を追及することができると考えられる。

四　非流動性ディスカウント

前述第３章第５節のように、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には、非流動性ディスカウントを行う場合がある。もし、非流動性ディスカウントを考慮することにより既存株主に対して損害が生じるのであれば、直接損

害説の立場からは、公正な払込金額の算定において、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。

まず、少数株主にとっての株式価値により公正な払込金額を算定する場合を検討する。既存の少数株主が投下した資本を回収するためには、株式を譲渡するか、剰余金の配当を受け取る必要がある。前述第３章第５節のように、非流動性ディスカウントは株式の売りにくさを前提としたディスカウントであるため、既存の少数株主が株式を譲渡することにより投下資本を回収しようとする場合には、非流動性ディスカウントを考慮した金額で譲渡する可能性が高い。さらに、配当還元法を採用する場合には、非流動性ディスカウントが資本還元率の算定で考慮される可能性があり得る。流動性の乏しい非上場株式に対しては、上場株式よりも高い要求収益率になると考えられるため、流動性の欠如を加味した資本還元率を用いることに特段の問題はないと考えられる[55]。そのため、非流動性ディスカウントを考慮して払込金額を算定したとしても、既存の少数株主において何ら損害が生じていないと考えることができる。

次に、支配株主にとっての株式価値により公正な払込金額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している裁判例が存在する[56]。しかし、非流動性ディスカウントは、株式の売りにくさを前提としたディスカウントであり、株式の譲渡を前提としていない支配株主にとっての株式価値の算定にはなじまないと考えられる。すなわち、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、募集株式の発行等が行われなければ、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ていたはずだからである。そのため、非流動性ディスカウントを考慮して払込金額を算定した場合には、既存の支配株主において、非流動性ディスカウントに相当する損害が生じたと考えることができる。

このように、少数株主にとっての株式価値により公正な払込金額を算定する場合には、非流動性ディスカウントを考慮すべきであるのに対し、支配株主にとっての株式価値により公正な払込金額を算定する場合には、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。

第７節　少数株主を締め出すための第三者割当

平成 26 年会社法改正により、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。全部取得条項付種類株式又は株式併合を利用して少数株主を締め出すためには、株主総会の特別決議を要し（会社法 309 条２項、171 条１項、466 条、180 条２項）、株式等売渡請求により少数株主を締め出すためには、発行済株式総数の 90%を支配する必要がある（同法 179 条１項）。そのため、これらの要件を満たすために、第三者割当により持分比率を増加させる可能性が想定される[57]。会社法上、このような第三者割当や少数株主の締出しが認められるかどうかは議論となり得る[58]。しかし、本章では、公正な払込金額を検討していることから、このような第三者割当が行われた場合における株式価値の算定についてのみ検討を行うこととする。

まず、前述第３節三のように、支配株主が持株比率を増やすために第三者割当の引受けを行った場合において、少数株主にとっての株式価値を払込金額としたときであっても、少数株主の締出しを予定していないのであれば、既存の少数株主には何ら損害が生じていないため、有利発行に該当しないと解すべきである。これに対し、少数株主を締め出すことを前提として第三者割当を行った場合には、当該締出しの段階で、取得価格決定の申立て（会社法 172 条）、反対株主の株式買取請求（同法 182 条の４、同条の５）、売買価格決定の申立て（同法 179 条の８）がそれぞれ認められている。

そして、後述第５章第３節のように、非上場会社の少数株主の締出しでは、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「増加価値分配価格」として「客観的価値」に加算すべきであると考えられる。そして、非上場会社の少数株主の締出しでは、マイノリティ・ディスカウントを行うべきではなく、支配株主としての株式価値により評価を行うべきであると考えられる。

このように、第三者割当を行った後に少数株主の締出しが行われる場合において、取得価格決定の申立て等が行われたときは、支配株主にとっての株式価値を公正な価格とすべきである。しかし、少数株主にとっての株式価値により第三者割当が行われてしまうと、少数株主の締出しの段階では、支配株主にとっての株式価値が減少しているという問題が生じる。これを解決するためには、第三者割当と少数株主の締出しが一連の取引と認められる場合には、第三者割当が行われなかったと仮定して公正な価格を決定すべきであると考えられる[59]。

さらに、第三者割当の時点で、少数株主の締出しまで予定されている場合には、第三者割当により１株当たりの支配株主にとっての株式価値が減少することから、少数株主の締

出しにより交付を受ける金銭が減少するため、少数株主であっても損害を受けていると言える。そのため、少数株主にとっての株式価値を払込金額とすることは有利発行に該当すると考えられることから、有利発行の手続きが行われていない場合には、少数株主であっても、第三者に対する取締役の責任、通謀引受人の責任をそれぞれ追及することができると考えられる[60]。

第８節　むすび

本章では、直接損害説が正当だとしたうえで、公正な払込金額の検討を行った。その結果、第三者割当後に、引受人が支配株主になるのか、少数株主のままであるのかではなく、第三者割当前に、既存株主が支配株主であったのか、少数株主であったのかにより公正な払込金額を算定すべきであると結論づけた。

そのため、具体的な公正な払込金額の算定においても、既存株主に損害が生じたか否かという観点から検討を行うべきであると考えられる。そして、資本提携又はM&Aを目的とした第三者割当では、第三者割当を行わない単なる業務提携との比較を行い、既存株主に損害が生じたと認められる場合に、有利発行に該当すると判断すべきであると考えられる。

---

1 会社法２条５号に規定する公開会社に該当しない株式会社をいう。
2 吉本健一「第 199 条」神田秀樹編『会社法コンメンタール５ - 株式（３）』14 頁（商事法務、平成 25 年）、山神理「第 199 条～第 202 条」江頭憲治郎ほか編『論点体系会社法２ - 株式会社Ⅱ』113 頁（第一法規、平成 24 年）。
3 最小二判昭和 40 年 10 月８日民集 19 巻７号 1745 頁、最小二判昭和 46 年７月 16 日判例時報 641 号 97 頁。なお、江頭憲治郎『株式会社法』769 頁（注２）（有斐閣、第６版、平成 27 年）では、現行会社法下では、従前の有限会社の規律に近い閉鎖型のタイプの株式会社については、これらの判例の射程は及ばず、無効原因を限定的に解する必要がないと指摘されている。
4 最三小判昭和 50 年４月８日民集 29 巻４号 350 頁。
5 小林敏明「第 212 条」江頭憲治郎ほか編『論点体系会社法２ - 株式会社Ⅱ』150-151 頁（第一法規、平成 24 年）、吉本前掲（注２）16-17 頁。
6 東京地方裁判所商事研究会『類型別会社訴訟Ⅱ』576 頁（判例タイムズ社、第３版、平成 23 年）、金子勲「非公開株式の評価」判例タイムズ 814 号 75 頁（平成５年）。
7 佐賀地判昭和 51 年４月 30 日判例時報 827 号 107 頁、東京地決昭和 56 年６月 12 日判例時報 1023 号 116 頁、京都地判平成４年８月５日判例時報 1440 号 129 頁、大阪高決平成 11 年６月 17 日判例時報 1717 号 144 頁。
8 大阪地判昭和 47 年４月 19 日判例時報 691 号 74 頁、大阪地判昭和 48 年 11 月 29 日判例時報 731 号 85 頁、東京地判平成６年３月 28 日判例時報 1496 号 123 頁。
9 最近の裁判例として、「客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行価額が決定されていたといえる場合には、その発行価額は、特別の事情のない限り、『特ニ有利ナ

ル発行価額』には当たらないと解するのが相当である。」と判示されたものが公表されている（最一小判平成 27 年２月 19 日民集 69 巻１号 51 頁）。本判決に対しては、取締役の過失が否定されることにより取締役の損害賠償責任も否定され、その事実により、通謀引受人の責任に対しても通謀の事実が否定されることから、有利発行に該当するか否かを論じる必要はなかったという批判がある（鳥山恭一「判批」法学セミナー725 号 119 頁（平成 27 年）、久保田安彦「判批」商事法務 2071 号 23-24 頁（平成 27 年）、黒沼悦郎「判批」金融・商事判例 1471 号 15-16 頁（平成 27 年））。

[10] 河本一郎「商法二六六条ノ三第一項の『第三者』と株主」加藤勝郎ほか編『商法学における論争と省察 - 服部栄三先生古稀記念』254 頁（商事法務研究会、平成２年）、青竹正一「新株の不公正発行と取締役の損害賠償責任（下）」判例タイムズ 998 号 79-80 頁（平成 11 年）、今井宏「判批」竹内昭夫編『新証券・商品取引判例百選』40-41 頁（有斐閣、昭和 63 年）、福島洋尚「新株の有利発行と取締役の責任」南山法学 22 巻１号 33-34 頁（平成 10 年）、龍田節「判批」商事法務 1425 号 37-38 頁（平成８年）、北川徹「判批」ジュリスト 1245 号 210 頁（平成 15 年）。

[11] 吉本健一「新株の有利発行と取締役の責任」『新株発行のメカニズムと法規制』335-340 頁（平成 19 年、中央経済社）、杉田貴洋「新株の有利発行と会社の損害」法学政治学論究 42 号 430-432 頁（平成 11 年）。

[12] 李艶紅「判批」早稲田法学 89 巻４号 206 頁（平成 26 年）は、会社法 429 条により第三者責任を追及した裁判例がほとんどであり、公刊された裁判例において、同法 423 条により会社に対する責任を追及した事件は２件（東京地判平成 12 年７月 27 日判例タイムズ 1056 号 246 頁、東京高判平成 25 年１月 30 日民集 69 巻１号 127 頁）のみであることが指摘されている。そして、杉田貴洋「新株の有利発行（有利募集）を理由とする損害賠償請求訴訟に関する総合的判例研究」尚美学園大学総合政策研究紀要 11 号 80 頁（平成 18 年）は、第三者責任を認めた裁判例であっても、間接損害説によって理論構成が行われていると指摘している。そのため、裁判例の傾向としては、間接損害説であっても会社法 429 条を適用することを否定していないということが言える。これに対し、間接損害説の立場から同条の適用を否定する立場として、河本前掲（注 10）254 頁参照。

[13] 吉本前掲（注 11）342-343 頁。

[14] 前掲（注 12）参照。

[15] 田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任」新堂幸司ほか編『会社法と商事法務』154-157 頁（商事法務、平成 20 年）。

[16] 杉田前掲（注 11）431 頁。

[17] 吉本前掲（注 11）337-340 頁、杉田前掲（注 11）430 頁。

[18] 福島前掲（注 10）33-34 頁。

[19] 伊藤靖史「判批」商事法務 1703 号 44 頁（平成 16 年）、田中前掲（注 15）192-193 頁。

[20] 田中前掲（注 15）178-179 頁。なお、間接損害説を採用する立場からも、支配権争い局面のうち、一定の場合には、既存株主からの直接請求が可能であるとする見解がある（福島前掲（注 10）35 頁、龍田前掲（注 10）38 頁）。

[21] 田中前掲（注 15）194-195 頁。

[22] 田中前掲（注 15）192-198 頁。

[23] 田中前掲（注 15）180-181 頁では、業務提携やM&Ａを目的とした第三者割当を想定したうえで取締役のなすべき行為につき、前者の場合があり得るとしている。しかし、業務提携やM&Ａであればなおさら資金調達目的が乏しいことから、発行会社には損害が生じておらず、既存株主の損害とすべきであると考えられる。

[24] 田中前掲（注 15）175 頁でも、その事実は否定されていない。また、同様の指摘をするものとして、神田秀樹・藤田友敬「株式会社法の特質、多様性、変化」三輪芳郎ほか編『会社法の経済学』472 頁（注 43）（東京大学出版会、平成 10 年）、福島前掲（注 10）

33-34 頁、北川前掲（注 10）210 頁参照。
[25] 伊藤（靖）前掲（注 19）45 頁。
[26] 杉田前掲（注 11）442 頁。
[27] 神田秀樹『会社法』144-145 頁（弘文堂、第 19 版、平成 29 年)、吉本前掲（注２）14 頁、森本滋「第二八〇条の二」上柳克郎ほか編『新版注釈会社法（７）新株の発行』29 頁（有斐閣、昭和 62 年)。
[28] 発行会社に損害が生じたとも、既存株主に損害が生じたとも断定できない場合があるとする考え方を採用すれば、第三者割当後に引受人が支配株主になる場合には、支配株主にとっての株式価値で資金調達ができることから、支配株主にとっての株式価値に満たない金額を払込金額としたときは、発行会社に損害が生じる。そのため、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきである。これに対し、既存株主に支配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満たない金額を払込金額としたときは、当該支配株主に損害が生じる。そのため、引受人が少数株主であっても支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきである。このように、少数株主しか存在しないような会社を除き、支配株主にとっての株式価値が公正な払込金額となる。
[29] このような場合に、間接損害説により支配株主にとっての株式価値で評価を行う余地があるかどうかを検討する。前述のように、少数株主と発行会社との間の交渉では、少数株主にとっての株式価値で払込金額を算定することが落とし所となる。そのため、少数株主を引受人としたことが問題であり、支配株主にとっての株式価値に相当する払込みを行うことができる引受人を見つけるべきであったとしないと、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすることはできない。これに対し、前掲（注８）の裁判例ではこのような理論構成が採用されておらず、少数株主にとっての株式価値を公正な払込金額であるとしている。
[30] 江頭前掲（注３）734 頁（注７）では、有利発行が必要な理由の例示として、「従業員に勤務上の刺激を与えるため」「企業提携を行うため」が挙げられている。また、実務家の立場からも、少数株主に対する第三者割当において、財産評価基本通達に定めのある配当還元法を利用することは、贈与税の観点からは問題がないものの、会社法上は、有利発行に該当するとしているようである（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』68-71 頁〔中央経済社、第３版、平成 27 年〕)。
[31] ただし、第三者割当を行った後に解散を行うような極端な事案では、少数株主が受け取る清算分配金は支配株主と変わらない。その結果、少数株主にとっての株式価値で第三者割当が行われてしまうと、既存の少数株主に対する清算分配金が減少する結果になる。このように、少数株主にとっての株式価値で第三者割当を行った場合において、既存の少数株主に損害が生じることが明らかであるときは、支配株主にとっての株式価値を公正な払込金額とすべきであると考えられる。
[32] 関俊彦『株式評価論』324-325 頁（商事法務研究会、昭和 58 年）では、当時の商法 280 条の２第２項が「株主以外ノ者ニ対シ特ニ有利ナル発行価額ヲ以テ」と規定されていたことを理由として、既存株主の持株価値の希薄化ではなく、むしろ、引受人を有利に扱うか否かの問題であると解している。この主張がなされたのは、当時、直接損害説が主張されていなかったこともひとつの理由であると推定される。
[33] 吉本健一「第 202 条」神田秀樹編『会社法コンメンタール５ - 株式（３)』36 頁（商事法務、平成 25 年)。
[34] 引受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が引受人にとっての価値であることから、不公正な払込金額に該当するという認識がない可能性がある。このような場合には、「通謀」という要件を満たすことができないため、通謀引受人の責任を追及すべきではないと考えられる。
[35] 東京地方裁判所商事研究会前掲（注６）566 頁、山口和男『会社訴訟非訟の実務』669 頁（新日本法規出版、改訂版、平成 16 年)。

[36] 近藤弘二「第二八〇条の一一」上柳克郎ほか編『新版注釈会社法（７）新株の発行』309 頁（有斐閣、昭和 62 年)。
[37] 森本前掲（注 27）68 頁。
[38] 河合伸一（発言）河合伸一ほか著『第三者割当増資 - 企業金融と商法改正２』18 頁（有斐閣、平成３年)。これに対し、事前と事後とで基準を使い分けることを認めれば、事前の問題についても遵守されなくなるという批判がある（杉田貴洋「判批」法学研究 87 巻 11 号 53 頁（平成 26 年))。
[39] 佐賀地判昭和 51 年４月 30 日前掲（注７）は、企業提携の方法として募集株式の発行がなされた事案であり、時価純資産法により算定された 871 円 81 銭、979 円 64 銭よりも安い 580 円の発行価額でも有利発行に該当しないと判示されている。しかし、このような大幅な引下げをしてまで資本提携を行う必要があったか否かは有利発行の手続きによるべきであったと考えられる。
[40] ただし、払込金額が不公正であったかどうかという点と、不公正であったことにつき、取締役と引受人との間に通謀があったかどうかという点は、分けて考えるべきである。
[41] 東京地判昭和 52 年８月 30 日金融・商事判例 533 号 22 頁。
[42] 大森忠夫「第二八〇条の二」大森忠夫ほか編『注釈会社法（５)』52 頁（有斐閣、昭和 43 年)。
[43] 東京地方裁判所商事研究会前掲（注６）574 頁。
[44] 鈴木一攻「M&Ａ取引としての第三者割当増資」M&Ａと資本市場研究会報告書『M&Ａ時代のファンドと株主利益』141-154 頁（日本経済研究センター、平成 20 年)。
[45] 瀬戸英雄「募集株式の発行等」江頭憲治郎ほか編『会社法大系２』233 頁（青森書院、平成 20 年)、吉本前掲（注２）16 頁。
[46] このほか、上場会社を想定したうえで、公募では、募集株式の消化可能性を考慮することができるが、第三者割当では、会社と引受人との相対交渉で引受契約の内容が決まることから、募集株式の消化可能性を考慮してでも第三者割当を行うかどうかは、株主総会に委ねられるべきであるという指摘もある（吉本前掲（注２）16 頁)。
[47] 杉田貴洋「募集株式の発行等における公正な払込金額」法学研究 78 巻９号 5-7 頁（平成 17 年）では、消化可能性による引下げを認める学説と認めない学説の両方を紹介し、「いずれの立場によっても、払込金額決定日から、効力発生日（平成一七年改正前商法二八〇条の九第一項参照）ないし払込期日までに間がある場合、その間の価格変動を考慮して、若干の割引がなされる必要性は認められている。」としたうえで、平成 13 年商法改正以降は、市場性のある株式についての発行価額の公告・通知は、決定方法を示せばよいこととなったため、払込金額決定日から効力発生日までの間隔による引下げの問題は以前に比べて小さくなったと説明されている。そして、吉本前掲（注２）18 頁では、「株価の急激な変動による不安定性を除去するために、一定期間の平均値を考慮することに合理性があるとしても、そこからさらに 10 パーセントものディスカウントを認める合理性は疑わしい」と指摘されている。
[48] 東京高判昭和 48 年７月 27 日判例時報 715 号 100 頁、大阪地決昭和 62 年 11 月 18 日判例時報 1290 号 144 頁、東京地決平成元年９月５日判例時報 1323 号 48 頁、大阪地判平成２年５月２日金融・商事判例 849 号９頁、大阪地決平成２年６月 22 日判例時報 1364 号 100 頁。
[49] 東京地決平成元年７月 25 日判例時報 1317 号 28 頁、東京地決平成 16 年６月１日判例時報 1873 号 159 頁。なお、同様の見解を示す学説として、田中亘「判批」江頭憲治郎ほか編『会社法判例百選』53 頁（有斐閣、第２版、平成 23 年)、吉本健一「会社支配権の価値と新株発行価額の公正性」『新株発行のメカニズムと法規制』231-235 頁（平成 19 年、中央経済社)、松中学「市場価格が高騰している場合の有利発行の判断基準」商事法務 1911 号 27-35 頁（平成 22 年）がある。
[50] 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 2005

年７月号 71 頁（平成 17 年）は、支配権プレミアムのひとつとして、発行会社から支配株主にもたらされる個人的便益を挙げている。

[51] 江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」『会社法の基本問題』167 頁（有斐閣、平成 23 年)。なお、江頭教授は役員報酬に対する期待から形成される取引価格を取引事例として採用することができる場合を想定されている（同書 165-168 頁)。これに対し、本稿では、役員報酬は発行会社に対して役務を提供したことによる適正な対価であり、取引価格に含まれるべきものではないとしている。

[52] 杉田前掲（注 47）37-38 頁。

[53] 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』228-233 頁（有斐閣、平成７年)、藤田友敬「株式会社の企業金融（２)」法学教室 265 号 77-79 頁（平成 14 年)。

[54] プルータス・コンサルティング『企業価値評価の実務Ｑ＆Ａ』196-198 頁（中央経済社、第３版、平成 26 年)。

[55] 河本一郎・濵岡峰也『非上場株式の評価鑑定集』299-300 頁（成文堂、平成 26 年）の事案は、流動性の欠如を理由として資本還元率を引き上げた事案である。

[56] 東京地判昭和 56 年６月 12 日判例時報 1023 号 116 頁、東京地判平成４年９月１日判例時報 1463 号 154 頁。

[57] 三笘裕ほか「株式等売渡請求制度の概要とトップ・アップ・オプションの活用可能性」経理情報 1328 号 29-31 頁（平成 24 年)、石綿学ほか「トップ・アップ・オプションの法的枠組みと我が国への導入可能性（上)」金融・商事判例 1481 号７頁（平成 28 年)。

[58] 具体的には、募集株式の発行等が著しく不公正な方法により行われる場合に該当する可能性がある（会社法 210 条２号)。そして、全部取得条項付種類株式又は株式併合を利用して少数株主が締め出される場合には、特別利害関係者による議決権の行使により著しく不当な決議がなされたとして株主総会決議の取消しの訴えが可能になる場合もあり得る（会社法 831 条１項３号、三笘ほか前掲（注 57）31 頁)。さらに、株式等売渡請求制度を利用して少数株主が締め出される場合も、特別支配株主による売渡株式等の取得の無効の訴えが可能になる場合もあり得る（会社法 846 条の２)。

[59] カネボウ事件（東京地決平成 21 年 10 月 19 日金融・商事判例 1329 号 30 頁）では、営業譲渡から２年６か月も経過した後の吸収合併であることから、営業譲渡と吸収合併の一連性は否定されている。なお、本事件では、営業譲渡の時点で反対株主の株式買取請求（平成 17 年改正前産業活力再生特別措置法 12 条の３第３項、平成 17 年改正前商法 245 条の３、同条の５）をすることができたことも、一連性を否定する理由として挙げられている。これに対し、募集株式の発行等では、反対株主の株式買取請求が認められていないことから、少数株主に優位に解釈し、第三者割当と少数株主の締出しに一連性が無かったという反証がない限り、一連の取引として取り扱うべきであると考えられる。

[60] 上場会社と異なり、開示の少ない非上場会社では、締出しが行われてから一連のストラクチャーが発覚する可能性が高いと思われるため、差止請求の議論が生じることは稀であると考えられる。

第５章　少数株主の締出しにおける公正な価格

第１節　はじめに

平成 26 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 27 年５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、株式等売渡請求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 19 年９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 26 年改正会社法は、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、本章では、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。

第２節　裁判例の傾向

本章は、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、本章では、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。

一　株式買取価格決定申立事件

（一）公正な価格

本章では、全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立事件を検討する前に、組織再編における株式買取価格決定申立事件を検討することとする。後述第２節二（一）のように、株式取得価格決定申立事件における「取得価格」を株式買取価格決定申立事件における「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 17 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 17 年改正前商法 408 条の 3 第 1 項)」とされていたのに対し、平成 17 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 785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 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、組織再編により市場価格が下落した場合には、組織再編がなかったものと仮定した場合の価格となり、組織再編によりシナジーが生じて市場価格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。

（二）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、後述第 7 章第 2 節一のように、組織再編による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。

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[8]。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[9]。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[10]。

このように、例えば、吸収合併を行う場合において、存続会社株式を交付するときは、合併比率さえ正しければ、存続会社の株式価値の上昇に伴い、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存続会社の株式価値が上昇したとしても、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[11]。このような金銭を交付する組織再編は、租税法上の問題があるため、ほとんど行われておらず[12]、結果として、そのような場合における株式買取価格決定申立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、後述第２節二の株式取得価格決定申立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[13]が挙げられる。本事件では、公開買付価格と株式交換比率の算定における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。」[14]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、２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、後述第２節二の株式取得価格決定申立事件で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[15]。とりわけ、非上場会社の少数株主の締出しでは、国税庁方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[16]では、公開買付価格が 1,110 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 1 か月間の出来高加重平均値である 967 円を公正な価格とした。また、三洋電機事件[17]でも、公開買付価格が 138 円であったのに対し、公開買付けから約 8 か月が経過していたことから、裁判所は、買取請求日前 1 か月間の終値の平均値である 117 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、公開買付価格を公正な価格と決定すべき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、その後の市場価格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[18]。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市場価格が下落したことが、日興コーディアル事件と判断が分かれた理由のひとつであると考えられる[19]。

二　株式取得価格決定申立事件

（一）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[20]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、強制的に株式を剥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[21]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、株式買取価格決定申立事件と同様に、株式取得価格決定申立事件でも、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、株式買取価格決定申立事件と異なり、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、発行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[22]。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１対１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、１対１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。」[23]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。

（二）裁判例で検討されている論点

１．増加価値分配価格を 20%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」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。後述するように、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 20%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[24]及びサイバードホールディングス事件[25]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総数の 90%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正しく反映している[26]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[27]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[28]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。後述第３節一（一）のように、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 20%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[29]、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[30]が見られるようになった。さらに、セレブリックス事件[31]では、市場株価法とＤＣＦ法を１対１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[32]、グッドマンジャパン事件[33]では、ＭＢＯの実施によって増大が期待される価値を１対１で分配すべきとしている。このようなＤＣＦ法により公正な価格を算定する裁判例は、非上場株式の公正な価格の算定においても参考にすることができると考えられる。

しかし、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、「ＭＢＯを前提とした株式価値」と「ＭＢＯを前提としない株式価値」が異なるため、その差額を計算することは可能である。

そして、セレブリックス事件の第一審決定[34]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市場価格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市場価格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。

３．公開買付価格により公正な価格を算定した裁判例

これらに対し、最近の裁判例では、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は、特段の事情がない限り、公開買付価格を取得価格と決定すべきであるとする裁判例[35]が公表されるようになった。しかし、後述第３節六のように、非上場会社において同様の手続きを要請することは困難であり、裁判所としては、具体的な株式価値の算定過程を検証すべきであると考えられる。

第３節　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、株式買取価格決定申立事件及び株式取得価格決定申立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、株式買取価格決定申立事件では、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、株式取得価格決定申立事件では、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かについて検討を行うこととする。

一　客観的価値の算定

（一）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。前述第３章第３節のように、ＤＣＦ法により株式価値を算定する場合には、ＤＣＦ法が支配株主にとっての株式価値を評価する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。

このようなマイノリティ・ディスカントを、譲渡制限株式の売買価格決定申立事件で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、前述第３章第３節のように、譲渡人が少数株主である場合に、譲渡人にとっての株式価値と指定買取人にとっての株式価値のいずれか高い金額で評価すべきとする見解と、少数株主にとっての株式価値で評価すべきとする見解が存在していた。

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。

（二）非流動性ディスカウント

前述第３章第５節一のように、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ため、株式価値の算定において、非流動性ディスカウントを考慮することがある。

しかし、前述第３章第５節二のように、支配株主にとっての株式価値を算定する場合において、非流動性ディスカウントを行う必要はないという見解と、少数株主にとっての株式価値を算定する場合に比べて割引率を低く設定しても構わないものの、非流動性ディスカウントは必要であるという見解もある。そのため、少数株主の締出しにおいても、非流動性ディスカウントを行うべきかどうかについての検討が必要になる。

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[36]。

支配株主が株式を譲渡する場合において、流動性の欠如により、このような違いが生じると仮定したとしても、本章で想定している少数株主の締出しを行った場合には、支配株主が発行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、発行会社の生むフリー・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。

したがって、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[37]。

（三）評価方法の選定

前述第３章第７節では、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ものの、恣意性が高く、客観性に乏しいという短所があることから、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。

そのため、本章では、ＤＣＦ法を前提に検討を行うこととする。

二　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[38]。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[39]。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社の発行済株式総数の 70%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

100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30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80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、株式買取価格決定申立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。

三　公正な価格の算定方法

前述第３節一のように、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ができる。

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法による評価額を０円とし、公開買付けを実施した場合のＤＣＦ法による評価額を1,071円から1,213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。しかし、このような支配株主である経営者の交代は、買収者がファンドである場合や後述五のように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場合も多く、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のかもしれない[40]。

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、前述二のように、シナジーが認められる場合を除き、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、株式取得価格決定申立事件の裁判例では、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価格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では、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 20%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[41]。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１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。

四　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、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公正な価格の下限として取り扱われ、株式取得価格決定申立事件でも、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市場価格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公正な価格の決定が行われており、公開買付価格を公正な価格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、当該買い集めのときの買取価格を公正な価格の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[42]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と考えられる。また、会社法 156 条から 159 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、租税法上の問題が生じないように、国税庁方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。しかし、前述第２章第３節二のように、財産評価基本通達に定められている純資産価額方式は、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、国税庁方式を採用したときは、前述第２章第３節二のように、時価純資産法よりも割高な評価がなされることがある。そして、前述第３章第７節三のように、国税庁方式を採用しない場合であっても、清算処分時価による時価純資産法が採用されるときは、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、再調達時価による時価純資産法が採用されるときは、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。

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

限として取り扱う必要もない。

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、支配株主や発行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、当該買い集めのときの買取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、新しい支配株主と発行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[43]。このうち、金銭により少数株主を締め出したことによる割引率の減少はＬＢＯファイナンスに伴う負債比率の増加によって達成することができる[44]。すなわち、

新しい支配株主が買収を行わなくても、発行会社の資本政策により達成することができるため、この部分についてはシナジーとして想定すべきではないと考えられる[45]。これに対し、新しい支配株主の信用力により発行会社の調達金利が引き下げられる事案も考えられる。このような事案では、負債比率の増加を伴わずに割引率が引き下げられることができる。このようなシナジーは株式交付型組織再編の方が想定しやすいため、第6章で検討することとする[46]。

そのため、本章では、フリー・キャッシュ・フローの増加により株式価値が増加する事案を想定することとする。なお、前述第3章第4節二（四）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、被買収会社である発行会社だけに生じるものではなく、買収会社である支配株主でも生じる。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、支配株主のフリー・キャッシュ・フローの増加は、発行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、発行会社のフリー・キャッシュ・フローの増加を加味した株式価値が1株当たり130円、支配株主のフリー・キャッシュ・フローの増加が100円である場合において、買収プレミアムとして100円まで加算したとしても、支配株主に損失は生じない。そのため、1株当たり130円の株式価値であったとしても、150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、発行会社の株式価値は130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150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150円で買い取り、公開買付けに準ずる手続きにより130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[47]、公正な価格を130円としても特段の問題はないと考えられる[48]。

これに対し、発行会社のフリー・キャッシュ・フローの増加を加味する前の株式価値が1株当たり100円であり、増加を加味した後の株式価値が1株当たり130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120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100円の株式価値しかなかったことか

ら、120 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 100 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 130 円とすべきか、120 円とすべきかが問題となる。すなわち、客観的価値が 100 円であるのに対し、増加価値分配価格を 30 円とすべきか、20 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、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 30 円のうち、その半額である 15 円を超える 20 円が分配されていることから、増加価値分配価格を 20 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、新たな支配株主と発行会社との間にシナジーが生じる場合には、株式買取価格決定申立事件を参考にすべきであろう。すなわち、発行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 130 円に増加するのであれば、増加価値分配価格を 30 円とすべきであるという結論になる[49]。

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、発行会社のフリー・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[50]。

例えば、吸収合併を行う場合において、存続会社株式の時価総額が 90 であり、消滅会社株式の時価総額が 10 であるときは、吸収合併を行った後の消滅会社の株主が、合併後の発行済株式総数のうち 10%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 10%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[51]。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市場価格が上昇することから、市場価格の上昇により増加したと推定される株式価値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、支配株主と発行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、支配株主と発行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、後述第６章第４節のように、支配株主と発行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。

六　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を通じた株主利益の配慮の２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、上場株式の取得価格決定申立事件では、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[52]。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 171 条の３、179 条の７、182 条の３）や無効・取消しの訴え（同法 831 条、846 条の２）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、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、裁判所が公正な価格を決定する際には、公認会計士が作成する鑑定意見書に委ねざるを得ない。そのため、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。

第４節　むすび

以上のように、非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格の決定において、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考えられる。そのため、配当還元法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。

---

[1] 山下友信『会社法コンメンタール４ - 株式（２）』109 頁（商事法務、平成 21 年）、加藤貴仁「判批」商事法務 1876 号５頁（平成 21 年）。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（最三小決平成 21 年５月 29 日金融・商事判例 1326 号 35 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] 相澤哲ほか『論点解説　新・会社法』682 頁（商事法務、平成 18 年）。

[3] 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号６頁（平成 21 年）でも、同様の説明がされている。これに対し、反対株主のうち、組織再編を行うこと自体に反対した者に対しては、ナカリセバ価格のみを補償し、組織再編を行うこと自体には賛成である

が、組織再編比率が不公正であると考えて株式買取請求をした者に対しては、シナジー価格のみを補償すべきであるとする見解として、黒沼悦郎「株式買取請求権に関する一省察」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の進路　江頭憲治郎先生古希記念』417 頁（有斐閣、平成 29 年）がある。

[4] 最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁。

[5] 最三小決平成 23 年 4 月 26 日判例時報 2120 号 126 頁。

[6] 最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁。

[7] 柳明昌「第 785 条」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）』115-116 頁（商事法務、平成 22 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、「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。市場価格を公正な価格と考えることができない場合については、第 7 章で検討を行う。

[8] 鳥山恭一「判批」金融・商事判例 1391 号 4 頁（平成 24 年)。

[9] 鳥山前掲（注８） 4 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』173 頁（有斐閣、平成 25 年)、谷川達也「株式買取請求における公正な価格（第三者型)」岩原紳作・小松岳志編『会社法施行５年理論と実務の現状と課題』114-115 頁（有斐閣、平成 23 年)。

[10] 鳥山前掲（注８） 4 頁、谷川前掲（注９）114 頁。ただし、大井・石川前掲（注９）173 頁では、シナジー等の要因により発行会社の企業価値の増加が生じているものをシナジー価格とし、企業価値の増加が生じていないものをナカリセバ価格としている。

[11] 鳥山恭一「判批」金融・商事判例 1358 号 15 頁（平成 23 年)。

[12] 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～』381-382 頁（大蔵財務協会、第３版、平成 28 年）参照。ただし、平成 29 年度税制改正により、平成 29 年 10 月 1 日以降に行われる組織再編、少数株主の締出しについて、以下のように取り扱われることになったため、同書 374-380 頁で指摘されていた租税法上の問題は解決されたということが言える。

「⑤　吸収合併及び株式交換に係る適格要件のうち対価に関する要件について、合併法人又は株式交換完全親法人が被合併法人又は株式交換完全子法人の発行済株式の３分の２以上を有する場合におけるその他の株主に対して交付する対価を除外して判定することとする。

⑥　全部取得条項付種類株式の端数処理、株式併合の端数処理及び株式等売渡請求による完全子法人化について、株式交換と同様に、組織再編税制の一環として位置づけ、次の措置を講ずる。

イ　企業グループ内の株式交換と同様の要件を満たさない場合におけるその完全子法人となった法人を、非適格株式交換等に係る完全子法人等の有する資産の時価評価制度等の対象に加える。

ロ　企業グループ内の株式交換と同様の適格要件を満たす場合におけるその完全子法人となった法人を連結納税の開始又は連結納税グループへの加入に伴う資産の時価評価課税の対象から除外するとともに、その完全子法人となった法人の連結納税の開始等の前に生じた欠損金額をその個別所得金額を限度として、連結納税制度の下での繰越控除の対象に加える。

⑦　非適格株式交換等に係る完全子法人等の有する資産の時価評価制度及び連結納税の開始又は連結納税グループへの加入に伴う資産の時価評価制度について、時価評価の対象となる資産から、帳簿価額が 1,000 万円未満の資産を除外する。（平成 29 年度与党税制改正大綱 70-71 頁より抜粋)」

[13] 東京地決平成 21 年 3 月 31 日金融・商事判例 1315 号 26 頁。

[14] 相澤ほか前掲（注２）682 頁。

[15] 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 84 巻 3 号 135 頁（平成 23 年）参照。
[16] 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日判例時報 2152 号 139 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 29 年 3 月 19 日最終アクセス日））。
[17] 大阪地決平成 24 年 4 月 27 日金融・商事判例 1396 号 43 頁。
[18] 鳥山恭一「判批」法学セミナー701 号 117 頁（平成 25 年）。
[19] 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。
[20] 東京高決平成 20 年 9 月 12 日金融・商事判例 1301 号 28 頁。
[21] 最三小決 21 年 5 月 29 日前掲（注 1）。
[22] 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。
[23] 加藤貴仁「判批」商事法務 1877 号 27 頁（平成 21 年）。
[24] 最三小決平成 22 年 2 月 23 日資料版商事法務 312 号 123 頁。
[25] 東京高決平成 22 年 10 月 27 日資料版商事法務 322 号 174 頁。
[26] 若松亮「判批」判例タイムズ 1279 号 33 頁（平成 20 年）。
[27] 太田洋「判批」商事法務 1848 号 11 頁（平成 20 年）。
[28] 大阪高決平成 21 年 9 月 1 日資料版商事法務 307 号 200 頁。
[29] 太田前掲（注 27）11 頁。
[30] オープンループ事件（札幌高決平成 22 年 9 月 16 日金融・商事判例 1353 号 64 頁）、ホリプロ事件（東京高決平成 25 年 10 月 8 日金融・商事判例 1429 号 56 頁）。
[31] 東京高決平成 25 年 11 月 8 日公刊物未登載（中村信男「判批」金融・商事判例 1438 号 7 頁（平成 26 年））。
[32] 大阪地決平成 24 年 4 月 13 日金融・商事判例 1391 号 52 頁。
[33] 東京地決平成 25 年 7 月 31 日資料版商事法務 358 号 148 頁。
[34] 東京地決平成 25 年 9 月 17 日資料版商事法務 355 号 23 頁。
[35] 最小一決平成 28 年 7 月 1 日金融・商事判例 1497 号 8 頁、東京高決平成 28 年 3 月 28 日金融・商事判例 1491 号 32 頁。
[36] 安達和人『ビジネスバリュエーション』331 頁（中央経済社、平成 23 年）。
[37] 前述第 3 章第 5 節一のように、株式買取価格決定申立事件である道東セイコーフレッシュフーズ事件（最一小決平成 27 年 3 月 26 日民集 69 巻 2 号 365 頁）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」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。そのため、類似会社比準法（類似上場会社法）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ということが言える。この点については、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、カネボウ事件（東京地決平成 20 年 3 月 14 日金融・商事判例 1289 号 8 頁）でも、「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。
[38] 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 46 号 41-44 頁（平成 23 年）、河西卓弥ほか「買収プレミアムの源泉は何か？」WIAS

Discussion Paper 2010-007 号 2-6 頁（平成 23 年）が挙げられる。
[39] 牧口晴一・齊藤孝一『中小企業の事業承継』218 頁（清文社、7 訂版、平成 28 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。
[40] 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 1 対 1 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 1282 号 21 頁（平成 20 年））。
[41] 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』81 頁（中央経済社、平成 24 年）。
[42] 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。本章では、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。
[43] 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『企業価値評価の実務Q＆A』24-25 頁（中央経済社、第 3 版、平成 26 年）、谷山邦彦『バリュエーションの理論と応用』437-441 頁（中央経済社、平成 22 年）参照。
[44] Jonathan Berk & Peter DeMarzo, *Corporate finance* 4th ed., Pearson, p.594-596 (2016), Richard A. Brealey et al., *Principles of corporate finance* 12th ed., McGraw Hill, p.467 (2016).
[45] 買収後に少数株主を締め出す場合には、新しい支配株主において、発行会社の株式価値に相当するキャッシュアウトが生じる。当該キャッシュアウトが有利子負債により行われる場合には、支配株主の負債比率が増加し、支配株主の割引率が引き下げられる可能性もある。そして、当該支配株主の割引率の引下げにより、発行会社の割引率も引き下げられることもあるかもしれない。しかし、このような支配株主の割引率の引下げは、当該支配株主の資本政策により達成することができるため、シナジーとして想定すべきではないと考えられる。
[46] 前掲（注 45）と異なり、買収後に少数株主を締め出す場合には、当該支配株主の余剰資金により行われる場合も考えられる。このような場合には、当該支配株主の余剰資金により、株式の買取代金を支払うだけでなく、発行会社の有利子負債をも返済してしまう可能性もあり得る。そして、支配株主から発行会社へ支払われた有利子負債の返済原資は実質的な資本であるため、割引率をどのように算定するのかは議論があり得る。もし、資本と考えるのであれば、割引率が引き上げられてしまう可能性もあるからである。このように、買収後の少数株主の締出しによる割引率の変動は、資本政策によるところが多いため、負のシナジーとして想定すべきでない場合も多いと考えられる。
[47] 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 27 条の 2）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。
[48] 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、150 円と 130 円との差額である 20 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り、支配権プレミアムに該当するものとは言い難い。すなわち、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定された買収プレミアムであり、少数株主に対して公平に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、あくまでも発行会社のフリー・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は分配する必要はないと考えられる。

[49] 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、発行会社のフリー・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、完全親会社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、完全親会社の株主が保有する完全親会社の株式価値が増加するが、これは、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、完全子会社の株主が保有する完全子会社の株式価値も増加するが、これは、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、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うえで交換比率を算定するのであれば、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、発行会社のフリー・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。

[50] 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』272-273 頁（有斐閣、平成 7 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 1267 号 108 頁（平成 16 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 1282 号 10 頁（平成 20 年）。

[51] 原秀六『合併シナジー分配の法理』52-56 頁（中央経済社、平成 12 年）。

[52] 白井正和「ＭＢＯにおける利益相反回避措置の検証」商事法務 2031 号 9 頁（平成 26 年）。

第６章　株式交付型組織再編における公正な価格

第１節　はじめに

組織再編が行われた場合には、当該組織再編に反対する株主は、発行会社に対して「公正な価格」で買い取ることを請求することができる（会社法 785 条１項、797 条１項、806 条１項）。そして、前述第５章第２節一のように、公正な価格は、ナカリセバ価格とシナジー価格のうち、いずれか高い金額により算定される。

そして、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。そのため、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。

さらに、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、組織再編比率が不利であったと考えられる。このような場合には、組織再編計画が公表された後の市場価格は組織再編の影響を受けているため、組織再編計画が公表される前の市場価格をナカリセバ価格とするという考え方もあり得る。しかし、組織再編計画が公表されてから反対株主が株式買取請求権を行使[1]するまでには一定の期間があることから、組織再編がなかった場合であっても、市場価格が変動していた可能性もある。そのため、回帰分析により組織再編の影響を排除してナカリセバ価格を算定した裁判例が公表されている[23]。このように、上場株式の買取価格決定申立事件では、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、後述第３節三のように、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、後述第３節四のように、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、後述第３節では、これらを明らかにすることで、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、これらの議論を前提として、

後述第４節では、具体的なシナジーを分析するとともに、後述第５節以降では、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、前述第５章第２節一のように、現金交付型組織再編における公正な価格は、少数株主の締出しと同様に考えるべきである。そのため、本章では、株式交付型組織再編に限定して検討を行う。

第２節　裁判例の傾向

上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ュフーズ事件[6]のみである。また、平成 17 年改正前商法の営業譲渡の事件であるがカネボウ事件[7]も公表されている[8]。

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・ディスカウント（非支配株式であることを理由とした減価）や非流動性ディスカウント（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[9]。

そして、道東セイコーフレッシュ事件でも、第一審[10]、抗告審[11]では、非流動性ディ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も念頭に置くと、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ィ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ィスカウントが認められないのかが明らかではない（前述第３章第５節一参照)。

さらに、道東セイコーフレッシュ事件の第一審では、シナジーの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、誰が見てもシナジー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、後述第４節のように、非独立当事者間における組織再編であっても、シナジー効果が推認できる場合には、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・ディスカウント、非流動性ディスカウントのほか、シナジーの算定も論点となる。

第３節　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

前述第１節のように、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、前述第２章第２節三のように、非上場会社の組織再編では、租税法上の問題が生じないようにするために、国税庁方式により評価した株式価値に基づいて組織再編比率が算定されることがあるという点である。なぜなら、国税庁方式により評価した株式価値は、租税法上の問題が生じないことのみを目的としており、会社法上の論点を何ら検討していないことから、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からである。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[12]、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。

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[13]。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

（一）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が上場会社であり、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が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[14]。

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[15]。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（合併比率の公正性は、後述第３節四で検討する。）。

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かが問題となる。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、後述第３節四のように、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[16]。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[17]。

（二）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[18]。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[19]。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5株である場合において、1株当たりの承継会社の市場価格が20円上昇したときは、分割会社の株式価値は総額で100円増加する。そのため、分割会社の発行済株式総数が10株である場合には、分割会社の1株当たりの株式価値が10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758条8号ロ）であっても、平成26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786条6項）、株式買取請求権を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、後述第3節三と同様に、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。前述第3章第2節のように、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。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・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。前述第５章第３節一のように、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。そして、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、非流動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の利益を享受するという問題が生じる[20]。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も、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・ディスカウント、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、会社の企業価値に影響を与えるものではない[21]。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[22]。すなわち、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。

四　公正な組織再編比率

前述第３節一のように、非上場会社の組織再編における公正な価格の算定では、シナジーの総額だけでなく、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。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[23]。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ー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ーを算定しなくても、当事会社間の交渉が成立してしまうため、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[24]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、シナジーを考慮せずに組織再編比率を算定することもあれば、シナジー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、シナジーを考慮したとしても、一方の株主に対して過剰にシナジー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ーが分配されたとしても、当事会社間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、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、一方の当事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。

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事会社の貢献度（後述第４節参照）に応じてシナジーを分配すべきであると考えられる[25]。そして、貢献度に応じてシナジー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、当事会社間の交渉では、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[26]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[27]。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[28]。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、前述第２章第２節三のように、非上場会社の組織再編では、国税庁方式により評価した株式価値に基づいて組織再編比率が算定されることがある。しかし、財産評価基本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３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 166 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 180 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、会社法と租税法における株式評価の目的の違いという観点からも、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、シナジーの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 100 増加した場合において、存続会社の貢献度が 70 であり、消滅会社の貢献度が 30 であるときは、その金額をナカリセバ価格に加算すれば、シナジー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ーの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[29]。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[30]。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れる。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。

第４節　シナジーの分析

一　シナジーの内容

前述第１節のように、シナジーとは、２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。そして、シナジー価格の算定という観点からは、シナジーに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[31]。

『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[32]。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[33]。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、財務シナジーに租税法上の繰越欠損金の節税効果を加えた解説もある[34]。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、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[35]。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事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

前述第４節一のように、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、第３章第４節二（四）のように、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ものではなく、完全親会社にも生じる。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の間の取引やノウハウの共有を通じて行われる。そのため、貢献度に応じてシナジーを分配するためには、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べきであると考えられる。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る[36]。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[37]、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[38]。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か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　財務シナジーの分配

前述第４節一のように、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、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なので、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[39]。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、１対１の割合でシナジーの分配を行うべきであると考えられる[40]。

四　繰越欠損金の節税効果

前述第４節一のように、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、シナジーの測定が困難である場合も考えられる。これに対し、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ーであると言える[41]。

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 61 条の 11 第１項４号、同条の 12 第１項２号)、連結納税制度を利用した節税が可能だからである[42]。

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対して課税されないだけでなく（法人税法 61 条の 11 第１項１号）[43]、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 81 条の９第２項１号、３項１号）[44]。

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 57 条２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２条 12 号の８)。さらに、発行済株式総数の 50%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５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 57 条３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、前述第４節三の財務シナジーの分配と同様に、１対１の割合でシナジーの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 100 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 30 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 30 に相当する節税効果を織り込み、繰越欠損金 70 に相当する節税効果をシナジーとして１対１の割合で分配すべきであると考えられる[45]。

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[46]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[47]。

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、シナジー価格の算定では、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。そして、シナジーを享受するための費用と考えるのであれば、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 100 増加し、合併関連費用が 10 発生した場合において、存続会社の貢献度が 70 であり、消滅会社の貢献度が 30 であるときは、存続会社の株主に分配すべきシナジーを 63 とし、消滅会社の株主に分配すべきシナジーを 27 とすべきであると考えられる。なお、組織再編関連費用は、シナジーの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。

第５節　実質的な買収である場合

前述第３節四のように、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ーの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[48]。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ーが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[49]。

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ーを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ーが分配されるため、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[50]。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ー価格を算定し、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、シナジー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が実現することから、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。

第６節　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 749 条 1 項 3 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ーの分配に与える影響について検討する[51]。

まず、存続会社株式のナカリセバ価格を 200 とし、消滅会社株式のナカリセバ価格を 100 とする。そして、存続会社が消滅会社の発行済株式総数の 40%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 40、それ以外が 160 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 60 となる。

そして、吸収合併により 55 のシナジーが生じ、そのうち、消滅会社の貢献度が 30 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 78 とすべきである（60＋30×60%）。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 52 となり（40＋30×40%）、それ以外の部分が 185 となるため（160＋25）、存続会社株式のシナジー価格が 237 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[52]。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。

第 7 節　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 796 条 2 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 195 条 3 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２条２項 51 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 100 であり、存続会社が 300 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 362 条４項１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[53]。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 27 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０円であることが多い[54]。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[55]。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０円であれば、分配を受けるシナジーも０円にならざるを得ないからであると考えられる[56]。

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△100 円であり、消滅会社に分配すべきシナジーが 70 円である場合には、消滅会社のシナジー価格は０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 50 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、存続会社株式の株式価値が 20 円増加していることから、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 0 円である吸収合併も多いと考えられる。

第８節　むすび

本章では、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と結論づけた。

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べきであるとした。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。

---

[1] 算定基準日を株式買取請求権の行使日とする裁判例として、最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁、最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁、最三小決平成 23 年 4 月 26 日金融・商事判例 1367 号 16 頁参照。

[2] 東京高決平成 22 年 10 月 19 日金融・商事判例 1354 号 14 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 23 年 4 月 26 日前掲（注 1））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）。なお、全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立事件では、回帰分析を利用した客観的価値の算定を否定した事件として、最小一決平成 28 年 7 月 1 日金融・商事判例 1497 号 8 頁、東京高決平成 28 年 3 月 28 日金融・商事判例 1491 号 32 頁が公表されている。具体的には、これらの事件の原決定（東京高決平成 27 年 10 月 14 日金融・商事判例 1497 号 17 頁、東京地決平成 27 年 3 月 25 日金融・商事判例 1467 号 34 頁）で、回帰分析により客観的価値を算定し、当該客観的価値に増加価値分配価格を加算することにより取得価格の決定を行ったのに対し、手続きの公平性に問題がない場合には、当事者間の合意が尊重されるべきであることを理由として、そのような回帰分析の利用を否定している。そして、池谷誠「我が国訴訟における回帰分析の利用と課題」商事法務 2110 号 27 頁（平成 28 年）でも、手続きの公平性に問題がない場合には、株式買取価格決定申立事件においても回帰分析の利用が否定され

る可能性が指摘されている。しかし、組織再編により企業価値が毀損されている場合には、手続きの公平性に問題がなかったとは言えないため、当事者間の合意が尊重されるべきとは考えにくく、回帰分析によりナカリセバ価格を算定することは、裁判所の合理的な裁量の範囲内であると考えられる。

[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。なお、同様の指摘をするものとして、藤田友敬「株式買取請求権をめぐる諸問題」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の進路　江頭憲治郎先生古希記念』457 頁（有斐閣、平成 29 年）参照。

[4] 前掲（注１）。

[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）』78 頁（日本公認会計士協会出版局、平成 25 年）。

[6] 最一小決平成 27 年３月 26 日民集 69 巻２号 365 頁。

[7] 東京高決平成 22 年５月 24 日金融・商事判例 1345 号 12 頁。なお、最高裁にて平成 22 年 12 月１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）334 頁）。

[8] 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 21 年 10 月 19 日金融・商事判例 1329 号 30 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。

[9] 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」私法判例リマークス 38 号 105 頁（平成 21 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・ディスカウント、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、これらのディスカウントを考慮すべきではないと考えられる。

[10] 札幌地決平成 26 年６月 23 日金融・商事判例 1466 号 15 頁。

[11] 札幌高決平成 26 年９月 25 日金融・商事判例 1466 号 14 頁。

[12] 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定める類似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、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。

[13] 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』282 頁（商事法務、平成 19 年）では、組織再編比率の設定が不利な場合に、シナジーの再分配機能が働く可能性を示唆している。さらに、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号６頁（平成 21 年）でも、シナジーの分配が公正でないために、公正な場合との差額として生ずる株式価値の毀損という損害を填補するものを『シナジー分配』事例としている。

[14] 吸収分割後に、分割会社が承継会社株式を分配する場合（会社法 758 条８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 758 条８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、租税法上、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』148-150 頁（清文社、平成 25 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。

15 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 4 巻 1 号 52 頁（注 39）（平成 27 年）。

16 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』302 頁（有斐閣、平成 7 年）も同様の指摘をされている。

17 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 10%引き下げられても、消滅会社の株式価値も 10%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。前述第 3 章第 6 節のように、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。

18 林宏和「M&Aの意義」森・濱田松本法律事務所編『M&A法大系』19 頁（有斐閣、平成 27 年）。

19 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。

20 例えば、ＤＣＦ法により評価された全体の株式価値が 1,000 円であり、発行済株式総数を 100 株とする。この場合、マイノリティ・ディスカウントを 20%とすると、支配株主にとっての株式価値は 1 株当たり 10 円となり、少数株主にとっての株式価値は 1 株当たり 8 円となる。そして、発行会社が反対株主から 1 株 8 円で 10 株を買い取ると全体の株式価値が 920 円、自己株式を除く発行済株式総数が 90 株となる。この結果、1 株当たりの支配株主にとっての株式価値が約 10.2 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 1 株 10 円で 10 株を買い取ると全体の株式価値が 900 円、自己株式を除く発行済株式総数が 90 株となり、買取後の支配株主にとっての株式価値は変わらない。

21 滝琢磨「判批」経理情報 1415 号 43 頁（平成 27 年）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う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、同様に取り扱われるべきであると考えられる。

22 神田前掲（注 13）5 頁では、「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っ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っても、前掲（注 9）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。

23 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』87 頁（中央経済社、

平成 24 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』401 頁（中央経済社、平成 24 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。

[24] 東京地決平成 21 年 3 月 31 日金融・商事判例 1315 号 26 頁。

[25] 江頭前掲（注 16）272 頁。

[26] 最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁。

[27] 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 304 号 79 頁（平成 18 年)、藤田前掲（注 13）289 頁がある。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株式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、特段の事情がない限り、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 28 年 7 月 1 日金融・商事判例 1497 号 8 頁、東京高決平成 28 年 3 月 28 日金融・商事判例 1491 号 32 頁が公表されている。

[28] 田中前掲（注 27）79-80 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』176 頁（有斐閣、平成 25 年)。

[29] 江頭前掲（注 16）272-273 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 1267 号 108 頁（平成 16 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 1282 号 10 頁（平成 20 年)。

[30] 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』212-214 頁（有斐閣、平成 25 年)。

[31] 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『企業価値評価の実務Ｑ＆Ａ』24-25 頁（中央経済社、第 3 版、平成 26 年)、谷山邦彦『バリュエーションの理論と応用』437-441 頁（中央経済社、平成 22 年）参照。

[32] 日本公認会計士協会前掲（注５）78 頁。

[33] 日本公認会計士協会前掲（注５）79 頁。

[34] 谷山前掲（注 31）437-438 頁、ＫＰＭＧＦＡＳ『図解でわかる企業価値評価のすべて』30 頁（日本実業出版社、平成 23 年)。

[35] 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。

[36] 江頭前掲（注 16）42 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』85 頁（商事法務、平成 21 年)。ただし、岡村前掲 94-95 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』80-81 頁（有斐閣、平成 25 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。

[37] 税理士法人トーマツ『移転価格税制と税務マネジメント』10 頁（中央経済社、平成 23 年)。

[38] 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 66 条の 4 第 2 項、同施行令 39 条の 12 第 8 項）。
[39] 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。
[40] 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 1282 号 21 頁（平成 20 年）では、同様の理由により、企業価値の増加を 1 対 1 の割合で分配すべきであると主張されている。
[41] 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。
[42] 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』91-94、182-185 頁（清文社、平成 24 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』70 頁（中央経済社、平成 22 年））。
[43] 稲見・佐藤前掲（注 42）90-91 頁。
[44] 稲見・佐藤前掲（注 42）103-105 頁。
[45] 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。
[46] 稲見誠一・佐藤信祐『組織再編・資本等取引の税務Ｑ＆Ａ』939-956 頁（中央経済社、平成 24 年）、新日本アー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』242-245 頁（第 3 版、中央経済社、平成 21 年）。
[47] 佐藤信祐・松村有紀子『企業買収・グループ内再編の税務』104 頁（中央経済社、平成 22 年）。
[48] 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 20 項）。
[49] 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。
[50] 上場会社の事案であるが、加藤貴仁「判批」商事法務 1876 号 5 頁（平成 21 年）参照。
[51] 平成 13 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』56-67 頁（中央経済社、平成 12 年）参照。
[52] 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。
[53] 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」立命館法學 2005 年 6 号 2681-2722 頁（平成 17 年）。
[54] 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 27 年 12 月 24 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 0 円であると決定している。

[55] 藤田前掲（注 13）291 頁。
[56] 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』30 頁（日本証券経済研究所、平成 18 年)。

第７章　組織再編における上場株式の公正な価格

第１節　はじめに

組織再編が行われた場合には、当該組織再編に反対する株主が株式買取請求権を行使する場合がある（会社法 785 条１項、797 条１項、806 条１項）。そして、株式の買取価格につき、当事者間で協議が調わないときは、裁判所に対し、株式買取価格決定の申立てをすることができる（同法 786 条２項、798 条２項、807 条２項）。前述第５章第２節一のように、我が国における上場株式の買取価格決定申立事件の裁判例では、市場価格により公正な価格が決定されているものがほとんどである。

これに対し、デラウェア州の裁判例では、市場価格に対する不信が存在し、上場株式についてもＤＣＦ法が主流であるという指摘もある[1]。言い換えると、我が国の裁判例では、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説が成り立つと考えているのに対し、デラウェア州の裁判例では、そうは考えていないということが言える[2]。そのため、我が国の裁判例は、市場価格を信頼し過ぎであるという指摘もある[3]。また、上場株式であっても、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、企業評価理論（ＤＣＦ法等）によらざるを得ないという指摘もある[4]。そして、コーエーテクモ事件許可抗告審[5]の須藤裁判官の補足意見でも市場価格を基礎資料として参照することの合理性を認めていながらも、市場価格が企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情が認められる場合には、市場価格を基礎資料として用いるべきではないことも指摘されている。

しかしながら、企業評価理論を用いるにしても、市場価格よりも合理的な価格を算定することができるかは疑問がある。なぜなら、最も合理的な評価方法と言われているＤＣＦ法では、恣意性の高さが指摘されているからである[6]。

本章では、市場価格を信頼すべきでない場合があるという視点から、上場株式の買取価格決定申立事件において、裁判所が決定すべき公正な価格について検討を行う。

第２節　市場価格の信頼性と公正な価格の決定

一　効率的資本市場仮説

効率的資本市場仮説とは、市場価格が入手可能な情報をすべて反映しているという仮説である[7]。そして、効率的資本市場仮説には、ウィーク型、セミ・ストロング型、ストロング型の３段階がある。このうち、ウィーク型とは、過去の価格の情報が市場価格に反映されているという仮説である[8]。これに対し、セミ・ストロング型とは、すべての公開情報が市

場価格に反映されているという仮説であり、ストロング型とは、非公開情報をも含めたすべての情報が市場価格に反映されているという仮説である[9]。

ストロング型の効率的資本市場仮説が成立する場合には、インサイダー情報を持っていたとしても、それを使って利益を得ることはできない。しかし、我が国の資本市場において、ストロング型の効率的資本市場仮説が成立しているとは考えにくく、実際に、それを証明した実証研究を発見することはできなかった。これに対し、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説であれば、公開された情報のみが市場価格に反映されることから、これが成立する可能性は十分に考えられる。そして、我が国の資本市場では、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説が完全には成立していないものの、おおむね情報を正しく反映しているという見解がある[10]。

公正な価格の決定において、市場価格が企業価値を完全に反映することまで求めるのであれば、非公開情報を含めたうえで市場価格が形成される必要があるため、ストロング型の効率的資本市場仮説が成り立つ必要がある。しかし、本稿の基本的な立場として、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説が成り立てば十分であると考えている。なぜなら、ＤＣＦ法や類似上場会社法を採用するにしても、会社から提供された資料を基礎に株式価値を算定せざるを得ないため、非公開情報まで含めて公正な価格を算定することはできないからである。

ただし、効率的資本市場仮説には、公開情報が速やかに市場価格に反映されるに過ぎないという立場と、公開情報が反映されることにより市場価格が企業価値を正しく反映するという立場がある[11]。なぜなら、公開情報が速やかに市場価格に反映されたとしても、後述第２節四のように、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が認められる場合には、市場価格が企業価値を正しく反映しなくなるからである。

もし、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説が正しいとすれば、組織再編計画を公表する前には組織再編による影響が市場価格に反映されずに、組織再編計画を公表した直後に市場価格に反映されるはずである。そのため、組織再編計画の公表直後の市場価格はシナジーを含んだ価格であるということが言える。これに対し、買収プレミアムの存在により、組織再編計画を公表する前の市場価格による比率と異なる組織再編比率が採用される場合がある。その結果、組織再編計画を公表した直後からアービトラージ取引が行われる[12]。そのため、組織再編計画公表後は、買収プレミアムをも考慮した市場価格が形成されるということが言える。

このように、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説が成立し、かつ、市場価格が企業価値を正しく反映していると考えるのであれば、組織再編により企業価値が毀損している場合及び組織再編比率が不公正である場合を除き、市場価格は組織再編によるシナジーを含んだ価格であるということが言える。

二　市場価格の信頼性

前述第２節一のように、我が国の資本市場では、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説が完全には成立していないものの、おおむね情報を正しく反映しているという見解がある。そして、多くの投資家は、発行会社の将来性を予測して投資を行うことから、投資家が投資の意思決定をする場合には、投資家が予想する将来フリー・キャッシュ・フローに比べて、市場価格が割高であるのか、割安であるのかを検討すると考えられる[13]。そのため、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説が成立し、かつ、市場価格が企業価値を正しく反映していることが明らかである場合には、ＤＣＦ法や類似上場会社法により株式価値を算定するまでもなく、市場価格を公正な価格とすべきであるのかもしれない。さらに、前述第１節のように、最も合理的な評価方法であると言われているＤＣＦ法では、恣意性の高さが指摘されていることから、客観性という観点からも、市場価格の方が優れていると言える。しかし、実際には、市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強い場合も考えられる。そして、そのような疑いが弱い場合であっても、唯一無二の企業価値を算定することはできないため[14]、「市場価格が企業価値を正しく反映していることが明らかである」と断言できる状況は存在しない。

この点につき、前述第５章第２節一のように、我が国における株式買取価格決定申立事件の裁判例では、市場価格により公正な価格が算定されており、市場価格に疑いを持つ裁判例を発見することはできなかった[15]。しかし、日本のM&Ａ実務では、市場株価法のみで株式価値を評価することは稀であり、ＤＣＦ法や類似上場会社法も用いられているという指摘がある[16]。そして、企業価値評価の専門家の立場からは、恣意性が高いという理由だけでＤＣＦ法により算出される本源的価値を簡単に排除し、市場価格を常に正しいものとする裁判例の傾向に対する疑問が指摘されている[17]。さらに、法学者の立場からも、裁判所は、裁判費用の効率化のために簡易な手法として採用しているに過ぎないことから、当事者が市場価格を歪んでいることを示す証拠とともに、より信頼性の高いＤＣＦ法や類似上場会社法の算定結果を提出した場合には、裁判所がＤＣＦ法や類似上場会社法の算定結果を公正

な価格として採用する余地はあるとの指摘がある[18]。

また、一般的に、市場価格が企業価値を正しく反映していると言えたとしても、単なる仮説に過ぎないため、個別事案では、市場価格が企業価値を正しく反映しているという検証を何ら行わずに、市場価格をそのまま公正な価格として決定すべきではない[19]。これに対し、前述のように、日本のM&A実務では、市場株価法のみで株式価値を評価することは稀であり、DCF法や類似上場会社法も用いられている。そのため、組織再編比率を算定する際に用いられたDCF法や類似上場会社法と市場株価法との間の整合性を確かめることが可能である。すなわち、両者の間に整合性があれば、組織再編比率を算定した時点では、DCF法や類似上場会社法により、市場価格が企業価値を正しく反映していたことが検証されているということが言える。そして、組織再編比率を算定した時点で、市場価格が企業価値を正しく反映していたのであれば、組織再編計画を公表した後に市場価格が変動したとしても、組織再編により変動した企業価値が正しく反映された市場価格が形成される可能性が高いと考えられる。

なお、組織再編比率の算定において市場株価法を採用する場合には、組織再編計画が公表される前の市場価格により算定せざるを得ないため、当該市場価格はシナジーを含んでいない価格ということが言える。そのため、組織再編比率の算定において、シナジーを考慮せずにDCF法や類似上場会社法により株式価値の評価を行っているときに、組織再編計画公表後にシナジーにより市場価格が上昇し、DCF法や類似上場会社法による評価額のレンジを上回ったとしても、シナジーを考慮しないレンジを上回ったに過ぎないため、特段の問題はないと考えられる。

これに対し、市場価格が下落し、DCF法や類似上場会社法による評価額のレンジを下回った場合には、投資家が予想する将来キャッシュ・フローが悪化したことにより、DCF法や類似上場会社法による評価額も下落したと考えられるため、組織再編により企業価値が毀損したということができる。このような場合には、ナカリセバ価格により公正な価格を決定すべきであると考えられる。

このように、安易に市場価格を信頼するのは危険かもしれないが、DCF法や類似上場会社法により市場価格の妥当性が検証されている場合には、市場価格を信頼することに対して、一応の公正性は担保されていると考えられる。このような場合には、手続きの公正性に問題がある場合、DCF法や類似上場会社法の算定過程に明らかな誤りがある場合を除き、裁判所は、市場価格を公正な価格とすべきであると考えられる。なぜなら、これらの評価額

は、株主総会及び取締役会に開示されたうえで、組織再編比率を算定する際の基礎となっている。そして、市場価格の妥当性が検証されているのであれば、市場価格を公正な価格とすることに不都合はない。そのため、手続きの公正性に問題がある場合、ＤＣＦ法や類似上場会社法の算定過程に明らかな誤りがある場合を除き、これらの情報を用いて組織再編比率を決定した株主及び取締役の判断を尊重すべきであると考えられる。このように、市場価格により公正な価格を算定する場合には、ＤＣＦ法や類似上場会社法により市場価格の妥当性を常に検証するという手続きが必要になると考えられる。

三　市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強い場合の取扱い

これに対し、情報が速やかに市場価格に反映されない場合や、情報が速やかに市場価格に反映されているものの、何らかの理由で市場価格が企業価値を正しく反映していない場合も考えられる。このような、市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強い場合に、市場価格をそのまま公正な価格として決定すべきかどうかが問題となる。

具体的に、市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強い場合として、吉村一男氏は、①株式の取引量やフォローしているアナリストの数が少ない場合、②発行会社の市場価格が個別の情報や全般的な情報に反応しない場合、③相場操縦や重要な事実の不開示がある場合、④発行会社の財務的なファクターや割引率が同業他社と同じであるにもかかわらず、市場価格が同業他社と乖離している場合を挙げられている[20]。このうち、④については、類似上場会社法と併用することにより市場株価法の検証が可能であるため、それ以外の内容について検討を行う。

吉村氏が挙げられた理由のうち、①については、後述第２節四、第４節のように、非流動性ディスカウントにより市場価格が企業価値を正しく反映していない場合として説明することができる。そして、②については、市場の流動性が乏しい場合や相場操縦がある場合がほとんどであると思われるため、実質的には、①③と重複する場合が多いと思われる。さらに、③については、後述第５節のように、意図的な下落誘導が認められる場合が典型的な事案として想定される。そのほか、吉村氏が挙げられた理由以外にも、後述第２節四、第３節のように、エージェンシーコストや情報の非対称性により、マイノリティ・ディスカウントにより市場価格が企業価値を正しく反映していない場合が考えられる。

このような市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強い場合には、市場価格により公正な価格を決定することには慎重であるべきである。なぜなら、反対株主の株式買

取請求には、組織再編に反対する株主の退出権を保障するという側面が存在する[21]。そのため、シナジー価格を算定する場合において、組織再編比率の前提となる株式価値が企業価値を正しく反映していないときは、当該組織再編比率に反対する株主に対して、企業価値を正しく反映した株式価値を保障すべきだからである[22]。さらに、ナカリセバ価格を算定する場合であっても、企業価値を正しく反映した株式価値が市場価格よりも高いと考えて投資していた反対株主に対しては、将来の市場価格が上昇するという期待権を保障すべきであると考えられるため、企業価値を正しく反映した株式価値を公正な価格とすべきであると考えられる。

そして、ＤＣＦ法や類似上場会社法は、意図的に評価額を調整することが可能であるという問題がある[23]。そのため、市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強い場合には、当該市場価格と整合的であるように、ＤＣＦ法や類似上場会社法による評価額を調整する動機が働きやすいということが言える。このような場合には、ＤＣＦ法や類似上場会社法により市場価格の妥当性が検証されていたとしても、市場価格を信頼すべきでないと考えられる。そのため、市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強い場合には、裁判所は、ＤＣＦ法や類似上場会社法の算定過程に誤りがあるか否かについても検討を行い、場合によっては、市場価格と異なる価格を公正な価格とすべきであると考えられる。

四　非上場会社の裁判例との整合性

前述第６章第２節のように、非上場会社の株式買取価格決定申立事件では、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でないとする裁判例が公表されている[24]。そして、上場会社であっても、マイノリティ・ディスカウント、非流動性ディスカウントにより、本来の企業価値に比べて市場価格が過小評価されている場合があり得る。そのため、非上場会社の裁判例との整合性を考えれば、上場会社であっても、マイノリティ・ディスカウント、非流動性ディスカウントにより、市場価格が過小評価されている場合には、これらの影響を排除した株式価値により公正な価格を決定すべきということが言える。

このうち、マイノリティ・ディスカウントは、上場株式が少数株主間の取引であることから、本来の企業価値に比べて過小評価されるために生じるものである[25]。前述第２節三のように、市場価格が企業価値を正しく反映していない場合には、株式買取価格決定申立事件において市場価格をそのまま公正な価格とすべきではないと考えられる。しかしながら、後述第３節のように、すべての事案においてマイノリティ・ディスカウントが生じていると考え

るのではなく、マイノリティ・ディスカウントにより市場価格が過小評価されている疑いが強い場合にだけ、ＤＣＦ法や類似上場会社法により公正な価格を決定すべきであると考えられる。

そして、非流動性ディスカウントは、上場株式であっても流動性の乏しい場合に生じるものである。なぜなら、日本証券取引所の上場廃止基準のうち流通株式比率による基準が、当該比率が５％未満である場合に限定されている結果として（有価証券上場規程601条２項、603条２項）、流通株式比率が低い上場会社が存在するからである。このような流動性の乏しい上場株式には、理論的には期待リターンが高くなるために、非流動性ディスカウントが生じると言われている[26]。さらに、企業価値評価の専門家の立場からも、このような非流動性ディスカウントの存在があり得ることが指定されている[27][28]。

これを会社法の議論に当てはめてみると、非流動性ディスカウントが観察される場合には、市場価格が企業価値を正しく反映していないということが言える。このような場合には、市場価格をそのまま公正な価格とすべきではないと考えられる。しかしながら、非流動性ディスカウントは、流動性の欠如により、本来の企業価値よりも過小評価されることにより生じるため、非流動性ディスカウントを理由として、市場価格を修正する場合には、流動性が乏しいというだけでなく、当該流動性の欠如により、市場価格が過小評価されていることを立証する必要があると考えられる（非流動性ディスカウントにより市場価格を修正すべき場合として、後述第４節参照）。

このように、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理由として、市場価格を修正すべき事案は限られていることから、ほとんどの事案では、ＤＣＦ法や類似上場会社法により市場価格の妥当性を検証することにより、市場価格を公正な価格として決定することができると考えられる。これに対し、マイノリティ・ディスカウント、非流動性ディスカウントにより市場価格が過小評価されている疑いが強い場合には、裁判所は、ＤＣＦ法や類似上場会社法の算定過程に誤りがあるか否かについても検討すべきであると考えられる。このように解した場合には、非上場会社における株式買取価格決定申立事件の裁判例との整合性の観点からも問題がないということが言える。

五　小括

このように、市場価格の方がＤＣＦ法や類似上場会社法よりも客観性が高いことから、市場価格により公正な価格を決定することには問題がないと考えられる。しかしながら、市場

価格が企業価値を正しく反映しない場合もあり得るため、市場価格により公正な価格を算定する場合には、ＤＣＦ法や類似上場会社法により市場価格の妥当性を常に検証すべきであると考えられる。これに対し、市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強い場合には、ＤＣＦ法や類似上場会社法による評価額を調整する動機が働きやすいことから、裁判所は、ＤＣＦ法や類似上場会社法の算定過程に誤りがあるか否かについても検討を行い、場合によっては、市場価格と異なる価格を公正な価格とすべきであると考えられる。

そのため、市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いがある場合として、一般的に想定し得るものについてそれぞれ検討が必要になろう。以下では、マイノリティ・ディスカウントが認められる場合（後述第３節参照）、非流動性ディスカウントが認められる場合（後述第４節参照）、意図的な下落誘導が認められる場合（後述第５節参照）、債務超過である場合（後述第６節参照）をそれぞれ検討する。

第３節　マイノリティ・ディスカウント

一　裁判例

デラウェア州の裁判例では、市場価格がマイノリティ・ディスカウントを含んだ価格であることから、マイノリティ・ディスカウントを修正した価格を買取価格としたものが公表されている[29][30]。そして、アメリカ法律協会（American Law Institute, ALI）が、平成６年に公表した「Principles of Corporate Governance：Analysis and Recommendations」の 7.22 条 a 項では、公正な価格の決定において、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ないことが規定されている。

我が国では、楽天対ＴＢＳ事件[31]の第一審[32]、抗告審[33]において、申立人の発行済株式総数の約 20%の株式を有していることから支配権プレミアムを加味すべきであるという抗告人の主張が認められなかった裁判例が公表されている。当該事件のように、支配権プレミアムを、シナジーや私的便益の享受により本来の企業価値よりも高い利益を享受できることを理由として発生するものと考えると、反対株主がそのような利益を享受していたとは認められないことから、支配権プレミアムを加味すべきではないと考えられる。

これに対し、マイノリティ・ディスカントを、エージェンシーコストや情報の非対称性により、市場価格が本来の企業価値よりも過小評価されているために発生するものと考えるのであれば[34]、一般の少数株主に対しても、マイノリティ・ディスカウントを修正した価格を公正な価格として決定すべきであると考えられる。

二　買収プレミアムと支配権プレミアムの違い

ここでは、株式買取価格決定申立事件において、マイノリティ・ディスカウントの修正を行うべきかどうかを議論する前に、新たな支配株主が買収に際して支払うプレミアムを買収プレミアムとし、組織再編後の支配株主の下で生じる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を支配権プレミアム（又はその反対の意味でのマイノリティ・ディスカウント）[35]として明確に区別したいと思う。

これを明確に区別する理由は、一般的に買収プレミアムには、エージェンシーコストや情報の非対称性によるアンダーバリューの解消と、経営者の交代やシナジーによる企業価値の増加が含まれるからである[36]。例えば、公開買付けを行った後に、株式併合や株式等売渡請求により少数株主を締め出す場合に、一般的に支払われる買収プレミアムを 50 とする。そして、買収プレミアムの内訳のうち、エージェンシーコストや情報の非対称性によるアンダーバリューの解消を 20 とし、経営者の交代やシナジーによる企業価値の増加を 30 とする。

これに対し、独立当事者間の株式交付型組織再編の場合には、事前に公開買付けを行わないときであっても、組織再編計画の公表により、経営者の交代やシナジーによる影響（30）は速やかに市場価格に反映される。しかしながら、組織再編計画が公表されたとしても、エージェンシーコストや情報の非対称性によるアンダーバリュー（20）は解消されない。なぜなら、組織再編計画が公表された後の少数株主からすれば、エージェンシーコストや情報の非対称性は残っているからである。そのため、マイノリティ・ディスカウントの修正を行う場合には、後者を理由として過小評価されている市場価格を修正したうえで公正な価格を決定する必要があるかという点のみが問題となる。

このように、マイノリティ・ディスカウントを修正するにしても、経営者の交代やシナジーによる企業価値の増加による影響を除外した支配権プレミアムの水準に留めるべきであると考えられる。そして、デラウェア州の裁判例では、M&Aにおいて観察される一般的な買収プレミアムの水準からシナジー部分を控除することにより、一般的な支配権プレミアムの水準を算定したものが公表されている[37]。さらに、そのようなマイノリティ・ディスカウントが存在するとすれば、被買収会社だけでなく、買収会社にも存在しているはずであるため、いずれの会社に対してもマイノリティ・ディスカウントの修正についての議論が生じ得る。

しかしながら、買収プレミアムと異なり、支配権プレミアムの一般的な水準を実証することは極めて困難である。なぜなら、すべての上場会社の理論株価と市場価格との差額を算定する必要があるからである。もちろん、M&Aの事案のみを取り出し、買収価格と市場価格を比較したうえで、市場価格の過小評価がM&Aの原因になっていることを実証することは可能かもしれない。しかし、市場価格が過小評価されたことによりM&Aの対象になった会社を参考にして、通常の組織再編を行う会社の支配権プレミアムを算定すべきではないと考えられる。なぜなら、一般的な支配権プレミアムは、M&Aを誘発するほど市場価格が過小評価されていないことから、市場価格が過小評価されたことによりM&Aの対象になった会社よりも低い水準になるはずだからである[38]。そのため、M&Aにおいて観察される一般的な買収プレミアムからシナジー部分を控除したとしても、一般的な支配権プレミアムの水準を算定することはできないと考えられる。

三　独立当事者間の組織再編

前述第６章第３節四のように、独立当事者間の組織再編において、組織再編比率が公正かどうかは、原則として、取締役及び株主の判断を尊重するというのが判例の立場である。そして、本稿で想定するマイノリティ・ディスカウントは、すべての会社に同一水準のディスカウント率が生じるものではない。なぜなら、マイノリティ・ディスカウントの原因であるエージェンシーコストや情報の非対称性は、業種や会社によって異なるからである。そのため、組織再編比率の算定過程において、マイノリティ・ディスカウトが排除されていたのであれば、その点については、取締役及び株主の判断を尊重すべきであると考えられる。

そして、独立当事者間の組織再編では、ＤＣＦ法や類似上場会社法により支配株主にとっての株式価値を算定し、そのレンジの中に市場価格が入っていれば、市場価格にマイノリティ・ディスカウントが含まれていない、ないしは軽微であるということが言える。また、独立当事者間の組織再編であることから、ＤＣＦ法や類似上場会社法による評価額の算定において、マイノリティ・ディスカウントを考慮しない評価額が市場価格の近似値になるように調整されてしまうことは稀であると考えられる。

さらに、株式取得価格決定申立事件におけるレックス・ホールディングス事件[39]のように、ＴＯＢに際してのプレミアムの平均値を用いて、市場価格に対して 20%を加算するような安易な修正を認めるべきではない。なぜなら、20%のプレミアムを得るために多数の反対株主が生じる可能性があり、株主総会の決議を歪めかねないからである。そして、反対株主が、

市場価格に 20%のプレミアムを付して被買収会社に買い取らせた後に、新たに市場価格により買収会社株式を買い戻すことも可能になるという問題もある[40]。

そのため、市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが弱い場合には、ＤＣＦ法や類似上場会社法により市場価格の妥当性が検証されている限りにおいて、マイノリティ・ディスカウントを修正する必要はないと考えられる。

四　上場子会社との組織再編

これに対し、市場価格が過小評価されている場合には、過小評価された市場価格を前提として行われる組織再編に反対するという少数株主の立場も尊重されるべきであると考えられる。マイノリティ・ディスカウントにより市場価格が過小評価されている典型例として、上場子会社との組織再編が考えられる。

上場子会社との組織再編では、独立当事者間の組織再編に比べて、当該上場子会社の株主に対して十分なシナジーが分配されない可能性がある。十分なシナジーが分配されない場合として、まず、親会社が上場子会社の株主から搾取するために低い買収価格を設定する場合が考えられる[41]。このような場合には、組織再編比率が公正であったと考えることはできないため、組織再編計画公表後の市場価格をそのまま公正な価格とすべきではない。これに対し、実際には、シナジーを時価総額の割合に応じて分配することにより、一見、公平の要請が保たれているように見える場合も多いと思われる[42]。

しかし、シナジーを時価総額の割合に応じて分配したとしても、組織再編前における上場子会社の市場価格にマイノリティ・ディスカウントが強く生じている場合には、上場子会社の市場価格が過小評価されているということが言える[43]。そのため、市場株価法により算定された組織再編比率を公正な組織再編比率とすべきではないと考えられる。さらに、上場子会社のパフォーマンスについての実証研究では、親会社やグループ会社との取引関係が強い上場子会社ほど売上総利益が低いことから、親会社が上場子会社に対して取引関係を通じた富の収奪を行っている可能性があるというものが公表されている[44]。このような上場子会社については、投資家からの評価が低く、追加的な富の収奪に対する懸念から市場価格が過小評価される可能性が考えられる。さらに、現段階で生じている富の収奪については、組織再編により解消されることから、シナジーとして上場子会社の株主に分配されるべきであると考えられる。

このように、上場子会社との組織再編では、時価総額の比率に応じてシナジーを分配する

ことが公平ではない可能性があるため、市場価格が過小評価されている可能性について検討する必要があると考えられる。さらに、ＤＣＦ法や類似上場会社法を用いるにしても、その算定過程では、組織再編によるシナジーとして、売上総利益が改善する可能性を考慮する必要があると考えられる。

第４節　非流動性ディスカウント

一　一方の会社の流動性が低い場合

吸収合併を行った場合において、両方の会社の流動性が十分にあれば、消滅会社株式の市場価格は、存続会社株式の市場価格に合併比率を乗じた金額の近似値になるはずである。これに対し、消滅会社株式の流動性が不十分である場合には、合併比率に鞘寄せされる形で消滅会社株式の市場価格が形成されないことが考えられる。このような場合には、存続会社株式の市場価格により消滅会社株式の補正株価を算定すべきであるという考え方がある[45]。なぜなら、流動性の高い存続会社株式の市場価格の方がシナジーを正しく反映していると言えるからである。そのため、流動性の低い株式の公正な価格は、流動性の高い株式の市場価格に合併比率を乗じることにより算定すべきであると考えられる。これは、他の組織再編を行った場合も同様である。

このような場合において、合併比率を市場株価法により算定しているときは、消滅会社の市場価格に、非流動性ディスカウントが含まれている可能性があるという問題がある。これに対し、吸収合併により、流動性の低かった消滅会社株式が流動性の高い存続会社株式に代わるため、非流動性ディスカウントが解消されたと考えることができる。このような非流動性ディスカントの解消による市場価格の上昇は、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るため、シナジーとして消滅会社の株主が享受すべきであると考えられる[46]。これに対し、前述第６章第３節四のように、独立当事者間の取引であれば、原則として、合併比率を公正なものと捉えることができるのかもしれない。しかし、流動性の低い会社では、一部の株主により株主総会が支配されていることから、それ以外の株主の意見が全く反映されない可能性がある。さらに、株主総会を支配している一部の株主からすると、吸収合併後の役員への就任や存続会社との取引の継続のために、非流動性ディスカウントの解消によるシナジーを合併比率の算定において主張しない可能性がある。その結果、合併比率が公正であるとは言えない場合も十分に考えられる。そのため、裁判所は、合併比率の公正性を判断する際に、ＤＣＦ法や類似上場会社法の算定過程に誤りがあるか否かについ

ても検討すべきであると考えられる。

なお、合併比率が公正であったとしても、合併比率の算定基準日以降の市場価格の変動は、流動性の高い株式の方が企業価値を正しく反映していることは否定できない。そのため、流動性の低い会社の公正な価格は、流動性の高い株式に対して合併比率を乗じることにより算定すべきであると考えられる。

二　両方の会社の流動性が低い場合

さらに、両方の会社の流動性が低い場合も考えられる。このような場合には、市場価格が企業価値を正しく反映しているとは言えないため、市場価格をそのまま公正な価格とすべきではない。しかし、流動性の程度はそれぞれの法人によって異なることから、安易に市場価格に20%を加算するような修正を認めるべきではないと考えられる。

そのため、流動性の欠如により、市場価格が過小評価されている疑いが強い場合には、非流動性ディスカウントを考慮しないＤＣＦ法又は類似上場会社法により公正な価格を算定すべきであると考えられる。なお、類似上場会社法による株式価値を算定する場合には、流動性の高い上場会社を類似会社として選択すべきであるが、結果として、類似会社が見つからない場合が考えられる。このような場合には、非流動性ディスカウントを考慮しないＤＣＦ法により公正な価格を算定すべきであると考えられる。そして、裁判所としても、その算定過程について検証を行うべきであると考えられる。

第５節　意図的な下落誘導

上場廃止になるという噂が流れたり、業績予想の下方修正や保守的な会計処理[47]が行われたりする場合には、市場価格が大幅に下落することがあるため、市場価格が企業価値を正しく反映していない可能性が考えられる。

まず、上場廃止になるという噂が流れたことによる市場価格の大幅な下落は、投資家の過剰反応によるものであり、企業価値を正しく反映したものではない可能性がある。市場価格が企業価値を正しく反映していない場合には、その影響を排除して公正な価格を算定する必要がある。そして、過剰反応ではないにしても、上場廃止により株式を譲渡しにくくなるため、投資家が非流動性ディスカウトを考慮し、市場価格が下落した可能性もある。このような非流動性ディスカウントに伴う市場価格の下落があったとしても、他の上場会社との組織再編により非流動性ディスカウントは解消される。前述第４節一のように、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、上場廃止になるという噂が流れた会社の株主が享受すべきシナジーと考えられるため、下落の影響を排除して公正な価格を算定すべきであると考えられる。

これに対し、株式取得価格決定申立事件であるが、レックス・ホールディングス事件の抗告審では、業績予想の下方修正により市場価格が引き下げられた後にＭＢＯが行われたことから、当該下方修正が公表された平成 18 年８月 21 日よりも前の期間を含めた同年５月 10 日から 11 月９日（公開買付公表日の前日）までの終値の平均値を客観的価値として算定されている[48]。しかし、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説によれば、下方修正が公表される前の市場価格は非公開情報が考慮されていないことから、下方修正が公表された後の市場価格の方が企業価値を正しく反映していると考えられる[49]。このような場合に、下方修正が公表される前の市場価格が企業価値を正しく反映しておらず、下方修正が公表された後の市場価格が意図的な下落誘導の影響を受けていると考えるのであれば、ＤＣＦ法で用いられた事業計画が開示されていない当該事件では、下方修正が公表された後の期間だけでなく、下方修正が公表される前の期間をも含めた平均値を用いる他に合理的な方法がなかったのかもしれない[50]。

しかしながら、下方修正の公表により市場価格が引き下げられたとしても、投資家の過剰反応は長くは続かないため、第一審が採用した始点である平成 18 年 10 月 10 日には意図的な下落誘導の影響は排除され、企業価値を正しく反映した市場価格になっていることも考えられる[51]。実際に、当該事件では、下方修正の公表により市場価格が下落したものの、平成 18 年９月 26 日には上昇に転じている。当該事件では、ＤＣＦ法で用いられた事業計画が開示されなかったため、やむを得ないが、意図的な下落誘導により市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いがあるのであれば、ＤＣＦ法の算定過程に誤りがあるか否かについても検討を行うべきであり[52]、下方修正が公表される前の市場価格を使用すべきではないと考えられる。

株式買取価格決定申立事件でも、事前に公開買付けが行われる場合には、なるべく安い金額で買収しようとするために、同様のことが生じる可能性がある。そして、事前に公開買付けが行われない場合であっても、市場価格が過小評価されている会社を完全子会社とする株式交換により、完全親会社の企業価値を高めるという行為も考えられる。このような場合には、被買収会社株式のシナジー価格だけでなく、ナカリセバ価格についても過小評価されていると言える。さらに、株式交換比率を有利にするために、完全親会社が利益操作を行い、

自社の市場価格を引き上げることも考えられる[53]。このような場合において、市場株価法により組織再編比率が算定されているときは、被買収会社の株主にとって不利な組織再編比率であるということが言える。そのため、このような行為が行われている場合において、市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強いときは、市場価格を参考にせずに公正な価格を算定すべきであると考えられる。

第６節　債務超過会社

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、シナジーを存続会社の株主が独占しても構わないが、ナカリセバ価格による救済は認められているという見解がある[54]。前述第６章第７節二のように、吸収合併を行う前に各当事会社が有してい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、消滅会社の企業価値が０円であれば、分配を受けるシナジーも０円にならざるを得ないからである。

しかし、企業価値は０円であるものの、市場価格が０円を超えているということは、市場価格が企業価値を正しく反映していない投機的な価格であるということが言える。この点につき、株式取得価格決定申立事件では、ＤＣＦ法による評価額を０円とし、市場株価法による評価額を 1,314 円から 1,497 円とし、その平均値である 703 円を客観的価値とした裁判例が公表されている[55]。当該事件では、公開買付けを実施した場合のＤＣＦ法による評価額を 1,071 円から 1,213 円とし、市場株価法による評価額を 1,314 円から 1,497 円とし、その平均値である 1,274 円が公開買付けを実施した場合の価格であるとしている。ただし、第三者委員会の議論を踏まえて、公開買付価格が 1,310 円に引き上げられたため、公正な価格を 1,310 円としている。そのため、株式買取価格決定申立事件に当てはめれば、ナカリセバ価格を市場価格と異なる価格により評価したうえで、シナジーも分配しているということが言える。

当該事件では、２期連続債務超過により、上場廃止になる可能性があるだけでなく、民事再生手続の検討も行っていたことから、市場価格が企業価値を正しく反映したものとは言い難いということが前提になっている。そうであれば、客観的価値を０円とすべきであるが、潜在的な収益力や今後の業績見通しに対する投資家の評価に照らして、０円とすることは相当ではないとしている。

結果として、公開買付けの公表日の市場価格は 1,233 円となっているため、公開買付価格はその金額を上回っているが、ナカリセバ価格を市場価格よりも大幅に引き下げた極めて

珍しい決定であるということが言える。

一般論として、債務超過会社であっても市場価格が０円になるわけではなく、それなりの市場価格が付されることがある。これは、債務超過会社であったとしても、投資家がそれなりの企業価値を認めている可能性があるためである。その一方で、第三者による救済に対する期待や投機的な意図も含まれているため、現在の企業価値を正しく反映したものとは言い難い場合もある。

そのため、投機的意図により市場価格が高騰したと認められる場合には、市場価格をナカリセバ価格とする必要はないと考えられる[56]。これに対し、債務超過会社であったとしても、存続会社とのシナジーや経営者の交代による企業価値の向上が認められるからこそ消滅会社の株主に対して存続会社株式が割り当てられることから、シナジーを存続会社が独占しても構わないということにはならない。そのため、シナジーを消滅会社の株主に分配する必要があると考えられる。

このような理論構成は、結果として、公正な価格が市場価格を下回る可能性があるという批判が考えられる。シナジー価格が市場価格を下回っている可能性は否定できないからである。そして、債務超過会社の場合には、ＤＣＦ法による評価額が０円になるように、評価額を調整する動機が働きやすい。そのため、市場株価法による合併比率よりも消滅会社の株主にとって不利な合併比率が採用された場合には、裁判所は、ＤＣＦ法の算定過程に誤りがあるか否かについても検討すべきであると考えられる。

これに対し、合併比率が市場株価法により算定されている場合において、市場価格を下回る価格を買取価格としたときは、消滅会社の株主に対して強圧的な効果を与える可能性がある。このような場合には、市場価格が実際の株式価値を上回っていたとしても、市場株価法に基づく合併比率の算定は、存続会社が買収プレミアムを加味したうえで消滅会社を買収した場合[57]と同視することができるため、実際の合併比率に基づいて形成された市場価格を公正な価格とすべきであると考えられる[58]。

第７節　むすび

このように、本章では、市場価格により公正な価格を算定する場合には、ＤＣＦ法や類似上場会社法により市場価格の妥当性を常に検証すべきであると結論づけた。そして、市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強い場合には、裁判所は、ＤＣＦ法や類似上場会社法の算定過程に誤りがあるか否かについても検討を行い、場合によっては、市場価格と

異なる価格を公正な価格とすべきであると結論づけた。

そして、マイノリティ・ディスカウント、非流動性ディスカウトにより、市場価格が過小評価されている場合も、市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強い場合に含まれると考えられる。しかし、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理由として、市場価格を修正すべき事案は限られていると思われる。そのため、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の平均値を用いた安易な修正は行うべきではないと考えられる。

さらに、市場価格が意図的に下落されている場合、債務超過会社の市場価格が投機的意図により高騰していると認められる場合も、市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いが強い場合に含まれると考えられる。

---

1 池谷誠『論点詳解　係争事案における株式価値評価』128 頁（中央経済社、平成 28 年)、江頭憲治郎「裁判における株価の算定」司法研修所論集 122 号 45 頁（平成 24 年)。
2 江頭前掲（注１）45 頁。
3 江頭前掲（注１）59 頁。
4 柳明昌「第 785 条」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)』115 頁（商事法務、平成 22 年)。
5 最二小決平成 24 年２月 29 日民集 66 巻３号 1784 頁。
6 日本公認会計士協会『企業価値評価ガイドライン（改訂版)』40 頁（日本公認会計士協会出版局、平成 25 年)、谷山邦彦『バリュエーションの理論と応用』17 頁（中央経済社、平成 22 年)、プルータス・コンサルティング『企業価値評価の実務Ｑ＆Ａ』53 頁（中央経済社、第３版、平成 26 年)、ＫＰＭＧＦＡＳ『図解でわかる企業価値評価のすべて』42 頁（日本実業出版社、平成 23 年)。
7 Stephen A. Ross et al., *Corporate finance* 11th ed., McGraw Hill 433（2015）.
8 *Id*, at 436-437.
9 *Id*, at 437-438.
10 井上光太郎・加藤英明『M＆Ａと株価』201 頁（東洋経済新報社、平成 18 年)。
11 池谷前掲（注１）183 頁。
12 アービトラージ取引とは、組織再編比率に基づく理論株価と比較して割高な株式を空売りし、同時に割安な株式を買い建てる取引をいう（井上・加藤前掲（注 10）156 頁)。我が国における実証研究では、組織再編による影響はその翌日までに市場価格に反映されるものの、個別銘柄の流動性が乏しい場合や空売りが制約される場合には、組織再編比率に基づく理論株価と市場価格との差は長期的にも解消されないことを示すものがある（井上・加藤前掲（注 10）182 頁)。
13 石島博『バリュエーション・マップ』262 頁（東洋経済、平成 20 年)。
14 ＤＣＦ法を用いても、唯一無二の企業価値を算定することはできない（鈴木一攻『企業価値評価（実践編)』２頁（中央経済社、平成 16 年))。
15 ただし、前述第４章第６節二のように、第三者割当の有利発行該当性については、資本提携の噂や株式の買い集めを原因とする市場価格の高騰が、企業の客観的価値を正しく反映したものではないことから、公正な払込金額の算定から除外できるとした裁判例が公表されている。
16 岡田光（発言）江頭憲治郎ほか「ＭＢＯ取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考

える（上)」ビジネス法務 11 巻 6 号 39-40 頁（平成 23 年)、青木茂男「証券市場における株式価値評価」茨城キリスト教大学紀要 48 号 174 頁（平成 26 年)、池谷前掲（注１）21 頁、白井正和ほか『M&Aにおける第三者委員会の理論と実務』260 頁（商事法務、平成 27 年)。

[17] 岡田前掲（注 16）41-42 頁。

[18] 飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事法務 2076 号 41 頁、44 頁（平成 28 年)。

[19] 池谷前掲（注１）188 頁では、「市場が一般的に効率的であるとしても、個別の株式の取引につき効率的でないことはありうる。」と指摘されている。

[20] 吉村一男「株式評価の世界地図 - 買取価格決定における株式価値の利用（下)」ビジネス法務 16 巻 6 号 146-147 頁（平成 28 年）参照。

[21] 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号 5 頁（平成 21 年）参照。また、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』276 頁（商事法務、平成 19 年）でも、会社法施行により経営者あるいは多数株主の行う決定に対するチェック機能が前面に出てきたとしながらも、平成 17 年改正前商法における株主の地位に大きな影響を与える重要な決定が行われた場合の投下資本の回収という側面が、会社法施行後も機能していることについては否定していない。

[22] 湯原心一『証券市場における情報開示の理論』113-114 頁（弘文堂、平成 28 年）では、本源的価値をシナジー価格の下限とすべきである旨が指摘されている。

[23] 例えば、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 1892 号 41 頁（平成 22 年）では、「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。」と指摘されている。このような調整により、ＤＣＦ法の算定過程に誤りが生じているかどうかは、専門的見地により判断されるものである。これに対し、バリュエーションの専門家が、公正価値評価についての意見書を裁判所に提出するだけでなく、重要な論争に加わるようになっていることから（池谷前掲（注１）はじめに１頁)、裁判所としても、ＤＣＦ法や類上場会社法の算定過程に誤りがあるか否かについて判断すべきであると考えられる。

[24] ただし、道東セイコーフレッシュフーズ事件（最一小決平成 27 年 3 月 26 日民集 69 巻２号 365 頁）では、マイノリティ・ディスカウントを考慮せずに公正な価格を決定することについて争われなかったため、非流動性ディスカウントについてのみ判示されている。

[25] 池谷前掲（注１）129 頁。

[26] 太田亘ほか『株式市場の流動性と投資家行動』193 頁（中央経済社、平成 23 年)。

[27] 岡田前掲（注 16）42 頁。

[28] しかし、アメリカの証券市場に対する実証研究では非流動性ディスカウントが観察されることが示されているが、同様の理論を日本の証券市場に当てはめてみても、有意な結果が得られなかったという実証研究が公表されている（太田ほか前掲（注 26）209 頁、231 頁)。これに対し、中国市場では、非流動性ディスカウントが観察されたという実証研究として、陽晨「株式市場の流動性が株価に与える影響」立命館経済学 63 巻 1 号 72-96 頁（平成 26 年）がある。

[29] Borruso v. Communications Telesystems International.,753 A.2d 451 (Del. Ch. 1999).

[30] デラウェア州の裁判例をまとめたものとして、飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』106-154 頁（商事法務、平成 25 年)、池谷前掲（注１）128-134 頁参照。

[31] 最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁。

[32] 東京地決平成 22 年 3 月 5 日民集 65 巻 3 号 1346 頁。

[33] 東京高決平成 22 年 7 月 7 日民集 65 巻 3 号 1386 頁。

[34] 市場価格とマイノリティ・ディスカウントの関係をまとめたものして、飯田前掲（注30）182-188頁参照。
[35] ナカリセバ価格を算定する際には、組織再編前の支配株主の下で生じる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支配権プレミアムとなる。
[36] 池谷前掲（注１）224頁、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2005年7月号71頁（平成17年)。
[37] 前掲（注29)。なお、デラウェア州の裁判例では、我が国の裁判例と異なり、シナジーを除外して買取価格を決定していることや、争われている事案の多くが現金交付型組織再編であることから、参考にすることはできないものもあり得る。ただし、買収プレミアムからシナジーに相当する部分を除外してマイノリティ・ディスカウントを修正するという考え方については参考にすることができると考えられる。
[38] 池谷前掲（注１）230-231頁。
[39] 東京高決平成20年9月12日金融・商事判例1301号28頁（最小三決平成21年5月29日金融・商事判例1326号35頁で抗告棄却)。その他にも、ＴＯＢに際してのプレミアムの平均値を用いた裁判例として、サンスター事件（大阪高決平成21年9月1日資料版商事法務307号200頁、最三小決平成22年2月23日資料版商事法務312号123頁で抗告棄却)、サイバードホールディングス事件（東京高決平成22年10月27日資料版商事法務322号174頁）参照。
[40] 飯田前掲（注30）190頁（注325）では、買収会社の株主について同様の指摘をされているが、株式交付型組織再編では、被買収会社の株主についても同様の問題が生じると思われる。
[41] 飯田前掲（注30）86-87頁では、時価総額の比率に応じてシナジーが分配されていることから、このような搾取を発見することができなかったという実証研究が公表されている。これに対し、阿萬弘行「完全子会社化における買収価格の決定要因」平成18年度貯蓄・金融・経済研究論文集64-80頁（平成19年)、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』401-417頁（中央経済社、平成24年）では、資本関係のない会社に対する企業買収に比べて、資本関係のある会社に対する企業買収では、買収プレミアムが少ない傾向にあることを示した実証研究が公表されている。
[42] 吸収合併前の時価総額に比例してシナジーを分配することで、一応は公平の要請が保たれるという主張として、江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』272-273頁（有斐閣、平成7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1267号108頁（平成16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1282号10頁（平成20年）がある。
[43] 非上場子会社が上場する旨を公表した場合に、親会社の株価がプラスに反応するという実証研究がある（大坪稔『日本企業のグループ再編』149-183頁（中央経済社、平成23年))。そして、当該実証研究では、上場直後の親会社の直接持株比率が50%を超えている場合には親会社株価はプラスに反応し、50%以下の場合にはマイナスに反応したことが示されている（大坪前掲174頁)。そのため、親会社の株価がプラスに反応する理由として、親会社が子会社から富の収奪を行うことを投資家が予想したと考えることもできる。このような場合には、親会社が子会社から富の収奪を行うことを投資家が懸念していることから、上場子会社の市場価格が過小評価されている可能性がある。
[44] 大坪前掲（注43）207-208頁。
[45] 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4巻1号52頁（注39）（平成27年)。
[46] 江頭前掲（注42）302頁。
[47] 保守主義の原則は、過度の保守主義に該当しない限り、企業会計原則においても推奨さ

れているため、会計監査で認められている範囲内で保守的な会計処理を行い、市場価格を下落させることは考えられる。

[48] また、サンスター事件（前掲（注 39））でも、業績の下方修正が問題となっている。

[49] 第一審（東京地決平成 19 年 12 月 19 日金融・商事判例 1283 号 22 頁）では、下方修正の影響を受けていない平成 18 年８月 21 日以前の市場価格は企業の客観的価値を反映していないとして、平成 18 年 10 月 10 日から同年 11 月９日までの終値の平均値を客観的価値として採用している。

[50] 若松亮「判批」判例タイムズ 1279 号 30 頁（平成 20 年）。

[51] 当該事件に限定すれば、一部の特別損失にのみ着目して市場価格が過剰に下落したと東京高裁が判断したことに対し、抗告許可申立書では、売上高や経常利益が大幅に減少したことが原因であると主張している（別冊商事法務編集部『ＭＢＯに係る株式取得価格決定申立事件の検討』82 頁（商事法務、平成 22 年））。また、実証研究でも、特別損益を開示しても、投資家はそれを排除した経常的な利益を推測している旨が指摘されている（薄井彰『会計制度の経済分析』385 頁（中央経済社、平成 27 年））。そのため、投資家が特別損失の計上に対して過剰反応したとしても、その効果は短期的であった可能性がある。そして、売上高や経常利益の減少に反応したとしても、下方修正された業績に応じて市場価格が調整されたと考えることができる。市場株価法とＤＣＦ法に整合性があれば、将来フリー・キャッシュ・フローの予測には一時的な特別損益よりも経常利益の方が重視されることから、このような投資家の行動は当然のことであると考えられる。

[52] 同じように業績の下方修正が問題となったサンスター事件（前掲（注 39））では、「評価分析に使用した情報の正確性及び完全性に関する検証、一般に公正妥当と認められる監査基準に準拠した監査手続を含む一切の監査、検証手続を実施していない」「将来情報（財務予測）は相手方の経営陣の責任の下に作成されたものであり、ＫＰＭＧは財務予測の実現可能性に関しては責任を負わない」という文言が付されていたことや、抗告人に対して裁判所のほかに公表をしない約束の下にその写しを提供したという経緯があったということを理由として、抗告人に対して作成されたＫＰＭＧ評価書を必ずしも信用を措くことはできないと一蹴している。この点につき、ＫＰＭＧ評価書に記載されているこれらの文言が、公認会計士協会が公表している「企業価値評価ガイドライン」に従ったものであることから、企業価値の評価実務からも大きく乖離しているという批判もある（十市崇「判批」商事法務 1881 号 17 頁（平成 21 年））。直近の市場価格が企業価値を正しく反映していない疑いがあるのであれば、ＫＰＭＧ評価書の内容について検証を行うべきであったと考えられる。

[53] 当然のことであるが、会計監査で認められる範囲内での利益操作を前提としている。このような利益操作が行われている可能性について行った実証研究として、浅野敬志ほか「企業再編における利益管理行動と株価効果」証券経済学会年報 42 号 253-259 頁（平成 19 年）、北川教央「再編企業による利益調整行動と市場の評価」六甲台論集（経営学編）53 巻４号 61-80 頁（平成 21 年）、高橋邦丸「買収対価の支払手段と利益調整」管理会計学 16 巻２号 53-68 頁（平成 20 年）が公表されている。

[54] 藤田前掲（注 21）291 頁。

[55] セレブリックス事件（東京高決平成 25 年 11 月８日公刊物未登載〔中村信男「判批」金融・商事判例 1438 号７頁（平成 26 年）〕、原審は、東京地決平成 25 年９月 17 日資料版商事法務 355 号 233 頁）。

[56] 藤田前掲（注 21）308 頁（注 90）では、全部取得条項付種類株式による少数株主の締出しが、実質債務超過か否かを問わず、反対株主に株式買取請求権を付与することで多数決によって既存株主を一掃することができる一般的な制度として設計されたことから、ナカリセバ価格を保障しなくてもよいとすることには無理があるとしながらも、100％減資を行わない限り、倒産手続に入ることが確実であるといった事情まで認定できれば、ナカリセバ価格を０円であると解することは可能であるとしている。このほか、債務超過が客

観的に認定できる場合には0円で良いとする見解もある（山下友信「第172条」山下友信編『会社法コンメンタール4 - 株式（2）』106頁（商事法務、平成21年)）。本稿の立場としては、株式交付型組織再編と同様に、実質債務超過会社であったとしても、株式取得価格決定申立事件における公正な価格は増加価値分配価格を考慮すべきであると考えている。そして、結果として、増加価値分配価格を考慮しても0円である場合には、市場価格を下回る0円を公正な価格とすべきであると考えられる。

[57] 事前に公開買付けを行った場合には、特段の事情がある場合を除き、公正な価格は公開買付価格を下回らないとした裁判例として、日興コーディアル事件（東京地決平成21年3月31日金融・商事判例1315号26頁）がある（第5章第2節一（二）参照)。

[58] 例えば、市場価格が120円であり、シナジーを加味した消滅会社株式の評価額が100円である場合には、存続会社の株主は20円の損害を被るように思えるが、存続会社の株主が20円を超えるシナジーを享受することができれば、存続会社の株主には損害が生じない。存続会社としては、それを予測したうえで合併比率を算定したわけであるから、消滅会社の反対株主が株式買取請求権を行使したとしても、公正な価格は市場価格を下回るべきではないと考えられる。

終章　おわりに

本稿では、非上場株式の評価について検討を行った。第３章から第６章のいずれにおいても、シナジーの発生をフリー・キャッシュ・フローの増加に関連させるとともに、シナジーが、一方の法人だけでなく、他方の法人にも生じるものとして分析を行った。そのことにより、会社法上の評価におけるシナジーの位置づけを明確にすることができたと考えられる。

このうち、第３章では、譲渡制限株式の売買価格決定申立事件において、裁判所が決定すべき売買価格について検討した。まず、譲渡人及び指定買取人の両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により評価すべきであり、マイノリティ・ディスカウントを考慮すべきではないと結論づけた。

そして、支配株主にとっての株式価値で評価する場合には、株式の売りにくさを示す要因である非流動性ディスカウントはなじまないことから、非流動性ディスカウントを考慮すべきではないとした。これに対し、少数株主にとっての株式価値で評価する場合には非流動性ディスカウントを考慮すべきであると結論づけた。

具体的な評価方法については、将来の収益獲得能力を考慮しているだけでなく、配当還元法と異なり、資本構成を考慮することができることから、ＤＣＦ法が最も合理的な方法であると結論づけた。ただし、ＤＣＦ法は恣意性の高い評価方法であることから、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も行うべきであると考えた。ただし、補章第２節のように、少数株主にとっての株式価値により評価を行う場合には、財産評価基本通達に定めのある特例的評価方式を採用すべき場合もあり得ると思われる。

第４章では、募集株式の発行等を行った場合に、有利発行に該当するか否かの判断基準となる公正な払込金額について検討を行った。そして、直接損害説が正当だとしたうえで、第三者割当前に、既存株主が支配株主であったのか、少数株主であったのかにより、公正な払込金額を算定すべきであると結論づけた。

第５章では、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った。少数株主の締出しを行った場合には、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り株式価値が向上するが、このような株式価値の向上は少数株主に分配されるべき性質のものであることから、これらのディスカウントを考慮せずに公正な価格を算定すべきであると結論づけた。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。

また、上場会社と異なり、事前に相対取引で株式を買い集めることも考えられ、かつ、一部の株主に対して株式を手放すインセンティブとして高い買取価格を設定することも考えられる。そのため、当該買取価格を公正な価格として取り扱うのは慎重であるべきと考えた。

第６章では、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た場合において、裁判所が決定すべき公正な価格について検討した。まず、非上場会社が組織再編の当事会社となる場合であっても、他の当事会社が上場会社である場合が考えられる。この場合には、組織再編を行った後の当該上場会社の市場価格の変動によりシナジーを測定することができると考えられる。

これに対し、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。その場合には、第３章で検討した評価方法により評価を行う必要がある。そして、第５章と同様に、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ではないと結論づけた。

さらに、第７章では、上場株式の評価と非上場株式の評価の整合性を意識したうえで、市場価格を信頼すべきでない場合について検討を行った。その結果、マイノリティ・ディスカウント、非流動性ディスカウントにより市場価格が過小評価されている疑いが強い場合には、裁判所は、ＤＣＦ法や類似上場会社法の算定過程についても検証を行い、場合によっては、市場価格と異なる価格を公正な価格とすべきであると結論づけた。

本稿では、公認会計士が現場で行っている株式評価を意識したうえで、会社法の理論で受け入れられるものと、そうでないものを区別することを念頭に置いた。そのため、経済学、会計学の要素を織り込んだものとなっている。これは、隣接諸研究領域との関連が多いためであり[1]、さらに深い研究が行える余地がある。判例研究のみならず、実証研究を重ねながら、研究を深めていきたい。

---

[1] 関俊彦『株式評価論』358 頁（商事法務研究会、昭和 58 年）。

補章　判例評釈

第１節　譲渡制限株式の売買価格について、ＤＣＦ法 0.35、純資産法 0.35、配当還元法 0.3 の割合で算定した事例（東京地裁平成 26 年９月 26 日決定、平成 24 年（ヒ）第 63 号株式売買価格決定申立事件、同第 68 号株式売買価格決定申立事件、１株 693 円と決定　確定、金融・商事判例 1463 号 44 頁）

〔判示事項〕

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

２．売主の立場からの相当な評価方式と買主の立場からの相当な評価方式を１対１で反映させ、ＤＣＦ法 0.35、純資産法 0.35、配当還元法 0.3 の割合で加重平均して求めた価格により、非上場株式の価格とするのが相当である。

〔参照条文〕

会社法 144 条２項

〔事　実〕

Ａは、明治 31 年９月 24 日に設立された旅客運送業、貸船営業等を目的とする株式会社である。本件当時、Ａの定款には、発行するすべての株式の譲渡による取得について、取締役会の承認を要する旨が定められていた。

申立人Ｘ１は、Ａの発行する普通株式 15 万株の株式を有する株主であった。そして、申立人Ｘ２は、昭和 61 年３月 13 日に設立された有価証券の売買等を目的とする株式会社であり、同じくＡの発行する普通株式 15 万株の株式を有する株主であった。これらを合計すると、Ａの議決権のうち 24.4％を保有していたことになるが、Ａの代表取締役であるＢが 39.1％の議決権を保有し、親族であるＣ（Ａの取締役）の保有株式と併せると 52.9％の議決権を保有していたことから、Ｘ１及びＸ２（以下、「Ｘ１ら」という。）にＡに対する支配権があったわけではない。

Ｘ１らは、Ａに対し、平成 24 年１月 22 日、それぞれが有するＡの普通株式について、Ｄへの譲渡を承認すること、及びその承認が得られない場合にはＡ又はその指定買取人が上記株式を買い取ることを求めた。

Aは、X１らに対し、平成24年２月１日、Dへの譲渡を承認しない旨及び本件株式の全部を買い取る者としてYを指定する旨をそれぞれ通知した。Yは、平成22年２月８日に設立され、産業用製品の市場拡大に貢献することを目的とする一般社団法人であった。

X１らは、平成24年２月21日、裁判所に対し、本件株式の売買価格の決定を申し立て、Yは、同月23日、裁判所に対し、本件株式の売買価格の決定を申し立てた。本件では、X１らは、E監査法人が作成した「株式価値に関する報告書」を、Yは、公認会計士Fが作成した「株式評価報告書」をそれぞれ提出するとともに、裁判所の選任した鑑定人であるGが鑑定書を提出している。

〔決定要旨〕

１株693円と決定。

１．買主の立場からの相当な評価方式

「Aは、明治31年に設立された企業であり、第58期から第62期までの事業年度において安定した水準の売上高があり、利益を上げていることが明らかであり、本件全資料によっても、Aの事業継続性について疑義が生じるような事実は認められず、Aが清算に至るという事態は想定されない。

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

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

そこで、本件株式の評価にあたっては、収益方式とともに会社の静的価値に着目した評価方法である純資産方式も考慮すべきである。もっとも、上記のとおり、Aの事業継続性について疑義が生じるような事実は認められないのであるから、継続企業を前提とする再調達時価方式を採るべきである。」

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

（買主の立場から）「本件株式の価格は、継続企業としての価値を求める収益方式の一つで

あるＤＣＦ法と、企業の静的価値を求める純資産法を併用し、各方式によって算出された価格を 0.5 対 0.5 の割合で加重平均して求めた価格とするのが相当である。」

２．売主の立場からの相当な評価方式

「Ｘ１らは、Ａの単なる一般株主ともいえず、支配株主と一般株主の中間的な立場に位置する株主と認められる。したがって、売主の立場からする本件株式の評価方式は、一般株主が保有する株式の評価に適切な評価方法である配当還元法とともに、上記買主の立場からする本件株式の評価方法であるＤＣＦ法及び純資産法を併用すべきであり、各方式によって算出された価格を、配当還元法 0.6、ＤＣＦ法 0.2、純資産法 0.2 の割合で加重平均して求めた価格をもって本件株式の価格とするのが相当である。」

３．ＤＣＦ法による評価

「本件鑑定の結果によれば、Rf＝0.98％、ERP＝4.80％、SRP＝1.71％、ベータ値＝0.405 と認められる。

したがって、株主資本コストは、4.634％と認められる。」

「以上によれば、WACC は 2.57％（小数点３位以下を四捨五入した。）と認められる（4.634％×47.12％＋1.15％×（1 - 36.83％）×52.88％＝2.5676％）」

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

本件鑑定の結果によれば、流動性ディスカウント（原文ママ）は 30％とするのが相当である。」

４．配当還元法による評価

「Ａは平成 15 年３月期から継続して一株当たり年 7.5 円の配当を実施していることが認められ、今後も同じ配当政策を採るとのことである。

したがって、Ａの将来の一株当たりの年間予想配当額は、7.5 円と認められる。」

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

５．売買価格

「以上のとおり、Aの一株当たりの株式価値は、ＤＣＦ法によれば 845 円、純資産法によれば 997 円、配当還元法によれば 162 円と認められる。上記…で述べたとおり、本件では、売主の立場からの相当な評価方式と買主の立場からの評価方式を１対１で反映させ、ＤＣＦ法 0.35、純資産法 0.35、配当還元法 0.3 の割合で加重平均して求めた価格をもって本件株式の売買価格とするのが相当であるから、本件譲渡承認請求時におけるＡの一株当たりの売買価格は 693 円と認めるのが相当である」

〔研　究〕

理由づけ、結論ともに反対

１．本件は、会社法 144 条２項に規定する売買価格決定の申立てがなされたことにより、裁判所が売買価格の決定を行った事件である。同条３項では、「資産状態その他一切の事情」を考慮することとしているものの、「資産状態」は単なる例示に過ぎず、裁判所の裁量により様々な事情を考慮して売買価格を決定する必要があると解されている[1]。そのため、過去の裁判例でも、様々な手法により売買価格が算定されている。

前述第３章第２節のように、最近の裁判例では、経営権の異動に準じて取り扱うことができる場合には、支配株主にとっての株式価値により評価を行い、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、買主が支配株主であり、売主が少数株主であるときは、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値を１対１の折衷割合により評価を行うという傾向が見受けられる。

本件は、買主を支配株主と同視するとともに、売主を「支配株主と一般株主の中間的な立場に位置する株主」としていることから、支配株主にとっての株式価値の折衷割合を増加させている。すなわち、経営権の異動に準じて取り扱うことができる場合と少数株主から支配株主への譲渡に該当する場合の中間に位置づけられる裁判例であり、類似の裁判例として、大阪地決平成 25 年１月 31 日金融・商事判例 1417 号 51 頁が挙げられる。

日本公認会計士協会が公表した『企業価値評価ガイドライン（改訂版）』では、具体的な評価方法として、①インカム・アプローチ、②マーケット・アプローチ、③ネットアセット・アプローチに分類されている[2]。本件では、買主にとっての株式価値をインカム・アプローチであるＤＣＦ法とネットアセット・アプローチである時価純資産法により算定している。最近の裁判例では、支配株主にと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）を採用しながらも、これによって得られる株式価値に違和感がある場合には、時価純資産法との併用を行うという傾向がみられることからも[3]、本件における裁判所の判断は、最近の裁判例と整合的であると言える。

さらに、少数株主にとっての株式価値を配当還元法により評価を行っている。この点についても、配当還元法は配当期待権しか有さない少数株主にとっての株式価値を示すものであるという最近の裁判例の傾向と整合的であるということが言える[4]。

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

これに対し、Ｘ１らの議決権比率が 24.4%であり、代表取締役及びその親族が有する52.9%を下回っていることから、売主であるＸ１らが支配株主であるとは認められなかった。しかし、上場会社が投資を行う際には、持分法適用会社になるかどうかを意識するところ、24.4%を有していれば持分法適用会社になることから（持分法に関する会計基準５－２項）、売主が上場会社であれば、本件株式譲渡に伴って、連結財務諸表からＡが離脱することになる。持分法が適用されている間は、当該持分法適用会社の損益のうち持分比率に対応する部分の金額が連結財務諸表に取り込まれることから、支配株主が取り込むべき１株当たりの損益と同じだけの損益を取り込むことができる。そして、会計上、持分法適用会社の損益のうち持分比率に対応する部分の金額が連結財務諸表に取り込まれるのは、財務及び事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができるためである。すなわち、非上場会社のように、連結財務諸表を作成していないような場合であっても、財務及び事業の方針の決定に対して重要な影響を与えることができることに変わりはない。したがって、売主が「支配株主と一般株主の中間的な立場に位置する株主」である場合には、配当還元法との折衷を行うべきではなく、支配株主にとっての株式価値と同じ評価を行うべきであると考えられる。

前述第３章第３節のように、学説では、少数株主から支配株主への譲渡に該当する場合において、譲渡人にとっての株式価値と指定買取人にとっての株式価値のいずれか高い金額で評価すべきとする見解と、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が存在する。そして、前述第３章４節二では、譲渡人が少数株主であり、指定買取人が支配株主である場合には、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評価すべきであると結論づけた。この立場によれば、売主が「支配株主と一般株主の中間的な立場に位置する株主」ではなく、少数株主であったとしても、支配株主にとっての株式価値により評価すべきであったと言える。

３．本件では、ＤＣＦ法の算定において 30%の非流動性ディスカウントを行っている。これに対し、配当還元法では、ＤＣＦ法の算定で用いた資本還元率（4.634%）をそのまま用いているため、非流動性ディスカウントは考慮していない。

まず、ＤＣＦ法の算定において非流動性ディスカウントを行うべきかどうかという点について検討する。本件では、支配株主にとっての株式価値の評価のために、ＤＣＦ法の算定を行っている。前述第３章第５節のように、取引目的の株式評価では、ＤＣＦ法により支配株主にとっての株式価値を算定する場合には、非流動性ディスカウントを考慮しないことが一般的であるとする見解と少数株主にとっての株式価値を算定する場合に比べてディスカウント率を低く設定しても構わないものの非流動性ディスカウントを考慮すべきであるという見解がある。すなわち、後者の見解を採用したとしても、本件では、支配株主にとっての株式価値を算定していることから、非流動性ディスカウントを採用するにしても、30%というディスカウント率は高すぎるのではないかという問題がある。

さらに、本件では、配当還元法の算定において非流動性ディスカウントが考慮されていない。本来、ＤＣＦ法を採用する場合には、株式の流動性の欠如によるリスクプレミアムを割引率の計算に織り込む必要があるが、実務上は、簡便性を考慮して、当該リスクプレミアムを加味せずに計算した後に一定の非流動性ディスカウントを考慮する方法が用いられている[5]。すなわち、ＤＣＦ法を採用する場合において非流動性ディスカウントを考慮するのであれば、理論上は、株式の流動性の欠如によるリスクプレミアムを割引率の計算に織り込んだのと同じ結果になるため、配当還元法を採用する場合においても、株式の流動性の欠如によるリスクプレミアムを資本還元率の計算に織り込むべきである。そのため、本決定が採用した評価方法には整合性という観点からの問題がある。

このように、本決定の判断には細かな点でも問題が見受けられるが、それ以前の問題として、非流動性ディスカウントを考慮すべきだったのかという点が挙げられる。この点につき、かつて、前述第３章第５節では、支配株主にとっての株式価値により評価すべき場合には、非流動性ディスカウントを考慮すべきではないと結論づけた。この立場によれば、ＤＣＦ法

による評価額は30%ほど引き上げられることになる。

４．本件では、株主資本コストの算定において、1.71%のサイズ・リスクプレミアム（ＳＲＰ）が考慮されている。しかし、前述第３章第６節のように、サイズ・リスクプレミアムの根拠はそれほど明確なものではなく、原則として、サイズ・リスクプレミアムを考慮すべきではないと考えられる。これに対し、本件では、申立人、相手方法人のいずれもサイズ・リスクプレミアムを考慮することについては争わず、数値のみを争っているため、サイズ・リスクプレミアムを考慮すべきかどうかは争点になっていない。しかし、従業員数も38名で、事業モデルも客船を２地点間において定期的に運航することにより運送収入を得るというビジネスであることから、中途半端に複数の地点を運航するビジネスよりは安定した利益を期待することができると考えられる[6]。そのため、申立人らは、サイズ・リスクプレミアムを考慮すべきでないと主張することもできたと考えられる。

５．本件では、支配株主にとっての株式価値を算定する際に、ＤＣＦ法と時価純資産法を0.5対0.5の割合で折衷している。これは、Ａの企業規模が小さく、事業リスクがあることが理由である。しかし、時価純資産法は、評価対象会社の継続割合が低いと考えられる場合に折衷割合が引き上げられるべきものとして説明されている[7]。これに対し、本件では、事業継続性に疑義がないにもかかわらず、事業リスクがあることを理由として時価純資産法の折衷が行われており、時価純資産法の折衷割合が高すぎる疑いがある。そして、裁判所はＤＣＦ法による評価額を845円、時価純資産法による評価額を997円としており、時価純資産法の方が高い評価額となっている。

前述第３章第７節では、支配株主にとっての株式価値を算定する際には、ＤＣＦ法を中心的な手法であるとしながらも、ＤＣＦ法により算定された結果を検証するために、類似上場会社法との重複幅併用法や時価純資産法との比較を行うべきであると結論づけた。ＤＣＦ法が最も理論的な評価方法であると言われているのに対し、恣意性の排除が難しいという短所があることから、他の評価方法との併用により恣意性を防止すべきだからである。そして、本決定のように、事業リスクが高いと判断するのであれば、企業の将来性に対する不確実性が高くなるため、ＤＣＦ法における割引率の算定では、個別企業リスクプレミアムを考慮することを検討すべきである[8]。なぜなら、リスクの高い投資を行っている場合には、リスクの低い投資に比べて、投資家は高いリターンを要求するからである。そのため、個別企業リスクプレミアムを考慮した場合には、割引率が引き上げられることから、ＤＣＦ法による評価額は引き下げられる。しかし、個別企業リスクプレミアムの問題点として、客観的な

手法により合理的な数値を求めることが困難であることが挙げられている[9]。そのため、実務上、時価純資産法との折衷を行わざるを得ない場合があることは理解できる。

しかし、本決定では、ＤＣＦ法よりも時価純資産法の方が高い評価額となっている。その結果、時価純資産法との折衷により、個別企業リスクプレミアムを考慮しないＤＣＦ法よりも高い評価額を売買価格として決定している。これに対し、個別企業リスクプレミアムを考慮したＤＣＦ法による評価額は、個別企業リスクプレミアムを考慮しないＤＣＦ法による評価額よりも低い金額になるはずである。すなわち、事業リスクが高いことを理由として、個別企業リスクプレミアムを考慮しないＤＣＦ法よりも高い評価額にすることは、リスクの高い投資に対しては、高いリターンを要求するというＤＣＦ法における割引率の考え方と相反するものである。

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

６．前述のように、本件では配当還元法を採用すべきではなかったと考えられる。もし、配当還元法を採用することが妥当であったとした場合、本件では、１株当たり年 7.5 円の配当実績をそのまま採用しているため、蛇足ではあるが、これが妥当であるかを検討する。

前述第３章第７節一（二）のように、配当還元法を採用する場合には、内部留保を考慮するためにゴードン・モデル方式を採用すべきであるとする裁判例が公表されている。しかし、本件で対象になっているＡは、収益性が衰退していることから、内部留保が配当の成長に繋がるというゴードン・モデル方式の前提になじまない。さらに、Ａの方針として、今後も、１株当たり年 7.5 円の配当政策を採用するものと本決定が認定していることから、実際配当還元法を採用することは、特段の問題はないと考えられる。

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

---

[1] 小出一郎「第 144 条」江頭憲治郎ほか編『論点体系会社法１ - 総則、株式会社Ⅰ』479 頁（第一法規、平成 24 年)。
[2] 日本公認会計士協会『企業価値評価ガイドライン（改訂版)』39 頁（日本公認会計士協会出版局、平成 25 年)。
[3] 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』61 頁（有斐閣、平成 21 年)。
[4] 第１章（注９）参照。

[5] 中村慎二「判批」経営財務 3220 号 23 頁（平成 27 年)。
[6] 佐藤信祐ほか『建設業のための組織再編』20-21 頁（清文社、平成 24 年）
[7] 日本公認会計士協会前掲（注２）80 頁。
[8] 池谷誠『論点詳解　係争事案における株式価値評価』109-115 頁（中央経済社、平成 28 年)。
[9] 池谷前掲（注８）110 頁。

第２節　譲渡制限株式の売買価格について、事業会社の株式を配当還元法により算定するとともに、資産管理会社の株式を時価純資産法により算定した事例（大阪地裁平成 27 年７月 16 日決定、平成 25 年（ヒ）第 134 号株式売買価格決定申立事件、同第 135 号株式売買価格決定申立事件、同第 136 号株式売買価格決定申立事件、Ａの株式について１株 2,195 円と決定、Ｂの株式について１株 1,298 円と決定、確定、金融・商事判例 1478 号 26 頁）

〔判示事項〕

１．Ａ株式の評価については、将来において予測される配当額を現在の価値に引き直して株式価値を算定する配当還元法を採用するのが相当である。

２．Ｂ株式の評価については、Ａ株式の時価を基準とした時価純資産法によって評価することが相当である。

〔参照条文〕

会社法 144 条２項

〔事　実〕

Ａは、昭和 37 年１月に設立され、フレキシブルチューブの製造、販売等を目的とする非上場の株式会社である。本件当時、Ａの定款には、株式を譲渡するには取締役会の承認を要する旨が定められていた。Ｂは、昭和 59 年４月に企業の経営に関する相談及び指導等を目的として設立された有限会社（特例有限会社）であり、Ａ株式 37,660 株（持分比率 19.21％、議決権比率 23.4％）を保有していた。なお、平成 25 年３月時点のＢの資本金は 2,346 万円、利益剰余金は△815 万円である。

Ｙは、かつてＡの取締役及び監査役を務めていた、Ａ及びＢの株主である。Ｙは、両社の株式について両社に対する譲渡承認請求をした平成 25 年 11 月 16 日時点において、Ａ株式 3,500 株（持分比率 1.79％、議決権比率 2.17％）及びＢ株式 50 株（持分比率、議決権比率とも 0.21％）を保有していた。

Ｙは、平成 25 年 11 月 16 日、Ａに対し、その保有するＡ株式のうち 100 株について、Ｃへの譲渡を承認すること、及びその承認が得られない場合にはＡ又はその指定買取人が同株式を買い取ることを求めた。さらに、同日、Ｙは、Ｂに対し、その保有するＢ株式のうち 10 株について、Ｃへの譲渡を承認すること、及びその承認が得られない場合にはＢ又はそ

の指定買取人が同株式を買い取ることを求めた。

Ａ及びＢは、平成 25 年 11 月 29 日、Ｃへの譲渡を承認しない旨及び本件株式の全部を買い取る者としてＸを指定する旨をそれぞれ通知した。Ｘは、非上場の会社を対象とした株式投資を行う投資事業有限責任組合（投資ファンド）である。Ｘは、本件売買の対象となるＡ株式をすでに 2,600 株保有している。

Ｘは、平成 25 年 12 月 21 日、裁判所に対し、Ａ株式及びＢ株式の売買価格の決定を申し立て、Ｙは、同月 24 日、裁判所に対し、Ｂ株式の売買価格の決定を申し立てた。なお、本件では、Ｘの依頼に基づき、Ｄが株式評価報告書を作成している。

〔決定要旨〕

Ａの株式について１株 2,195 円と決定、Ｂの株式について１株 1,298 円と決定。

１．Ａの株式について

「Ｙは、ＸとＡとの間には、Ｘが将来的に本件Ａ株式をＡ又はその指示する者に転売する旨の合意があるから、本件売買は支配株主を買主とする売買であるなどと主張するようであるが、ＸとＡとの間にそのような合意があることを認めるに足りる証拠はない。」

「①Ａが、相応の規模を有し、比較的安定した利益を上げている会社であって、今後も事業活動を継続していくことが予想されること、②本件売買は非支配株主間のものであって、売買される株式数が議決権総数に占める割合も極めて小さく、買主であるＸは、本件株式の取得により直ちにＡの経営支配権を得ることができないことはもちろん、他の株主から株式を取得してＡの経営支配権を獲得することも現実的には極めて困難な状態にあること、すなわち、売主であるＹ及び買主であるＸがいずれも、配当の取得を主な利益ないし目的とせざるを得ない地位にあり、本件売買は、実質的には、将来の配当に対する期待を売買するのと同視できることなどを総合すると、本件Ａ株式の評価については、将来において予測される配当額を現在の価値に引き直して株式価値を算定する配当還元法を採用するのが最も合理的かつ相当というべきである。」

「Ａの配当性向は４％ないし５％と相対的にも低水準であるため、これをそのまま予想配当性向とすることは相当でない。そこで、予想配当性向としては、①業界平均として、同業種である非鉄金属・金属製品工業の上場会社のうち、直近５年間において黒字で有配の 19 社（括弧内省略）の５年間の平均値である 19.5％を、②上場会社平均として、平成 24 年の

生命保険協会調査に基づく東証１部上場会社の５年間平均値である 33.0％を、それぞれ採用する。」

２．Ｂの株式について

「Ｂは、事業活動を全く行っておらず、実質的にはＡ株式の保有のみを目的とするいわゆる資産管理会社であり、その総資産の大部分はＡ株式である。したがって、Ｂの株主は、実質的には同社の保有するＡ株式を間接的に保有しているといえ、Ｂ株式の価値はＡ株式の価値によって決定されるものと考えられる。したがって、本件Ｂ株式の価値は、Ａ株式の時価を基準とした時価純資産法によって評価することが相当である。」

「ＢがＡに対する投資を回収するためには、Ａ株式を譲渡するよりほかなく、Ｂの株主は、譲渡益課税後のＢの手取額から配分を受けることとなるから、株式譲渡までの含み益に対する課税分はＢが負担することになる。したがって、譲渡価格の基礎となる時価純資産額を算定するに当たっては、含み益に関する税効果を考慮することが相当である。」

〔研　究〕

理由づけ、結論ともに反対

１．本件は、会社法 144 条２項に規定する売買価格決定の申立てがなされたことにより、裁判所が売買価格の決定を行った事件である。なお、Ｂは特例有限会社であるため、会社法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律９条１項により、Ｂの定款には、その発行する全部の株式の内容として、株式を譲渡により取得することについて会社の承認を要する旨の定めがあるものとみなされている。

前述第３章第２節のように、最近の裁判例では、経営権の異動に準じて取り扱うことができる場合には、支配株主にとっての株式価値により評価を行い、買主が支配株主であり、売主が少数株主であるときは、支配株主にとっての株式価値と少数株主にとっての株式価値を１対１の折衷割合により評価を行うという傾向が見受けられる。これに対し、本件は、買主と売主の双方が少数株主であるかなり珍しい事案であり、類似の裁判例として、大阪高決平成元年３月 28 日判例時報 1324 号 140 頁が挙げられる。

本件のように、買主と売主の双方が少数株主である場合には、買主にとっての主観的価値と売主にとっての主観的価値の双方が少数株主にとっての株式価値ということになる。そ

のため、買主と売主の双方が少数株主であると認められるのであれば、前述第３章第４節四にあるように、少数株主にとっての株式価値により評価を行うべきであると考えられる。

２．本件では、買主であるＸはすでにＡ株式 2,600 株を保有しているものの、本件売買の対象となる株式（100 株）と合計しても、議決権比率のうち 1.68%に過ぎない。そのため、表見上は、買主であるＸは少数株主であるということが言える。しかし、東京地決平成 26 年 9 月 26 日金融・商事判例 1463 号 44 頁（補章第１節参照）では、発行会社が買主を買取人であると指定したこと、当該買主がその経営陣かつ支配株主から資料の提供を受けて裁判を遂行していると認められることから、支配株主と一体の立場に立つ買主であると評価すべきであると裁判所が判断している。そのため、本件でも、株主総会での議決権の行使において、支配株主にとって協力的な株主であれば支配株主と同視する余地は考えられる。

さらに、平成 13 年６月の商法改正により、配当可能利益（分配可能額）の範囲内であれば、発行会社の株主総会の決議により自己の株式を買い取ることが可能になった（同改正商法 210 条、会社法 156 条）。そして、会社法 140 条１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。しかし、Ｂの利益剰余金はマイナスであり分配可能額がないため、Ｂが自己の株式を買い取ることはできない。これに対し、Ａに分配可能額があったかどうかは判決文からは不明である。

もし、分配可能額が存在していれば、Ａが自己の株式を買い取ることにより、このような売買価格を争わなければならない手間を少数株主に負わせることは避けられたはずであるし、それが通常の株主対策であると考えられる。そして、Ｂと同様に分配可能額が十分になかったとしても、Ｂが保有するＡ株式は 37,660 株（持分比率 19.21%、議決権比率 23.4%）に過ぎず、親子関係は成立していない。そのため、Ａ株式をＢが買い取り、Ｂ株式をＡが買い取ることも可能であったということが言える。

しかし、本件では、Ａ及びＢがＹに通知したわずか１週間後にＸが裁判所に対して売買価格決定の申立てを行っている。そのため、売買価格を争わなければならない手間を少数株主に負わせないようにするという配慮は感じられず、通常の株主対策とはやや異なる。

また、裁判所は、ＸとＡとの間に、将来的にＡ株式をＡ又はその指示する者に転売する旨の合意があることを認めるに足りる証拠はないとして、買主を支配株主と同視することに否定的な態度を示している。Ｙがこのような疑いを持った理由としては、Ｘが非上場会社を対象とした株式投資を行う投資事業有限責任組合であり、一般的に数年での投資回収

を予定しているからであると考えられる。もちろん、そのような合意があったことを立証するのは困難であり、このような主張が認められるべきではない。しかし、本件で問題とすべきは、そのような合意があったか否かではなく、株主総会での議決権の行使において、買主であるXが支配株主にとって協力的な株主であったかどうかという点であると考えられる。なぜならば、前述第3章第4節四にあるように、支配株主を指定買取人に指定せずに、少数株主を指定買取人に指定することで売買価格を引き下げるという選択肢を与えるべきではないからである。そのため、取締役会が少数株主を指定買取人に指定した場合には、特段の理由がない限り、支配株主にとっての株式価値により評価を行うべきであり、少なくとも、本件では少数株主にとっての株式価値により評価を行う根拠としては不十分であったと考えられる。

さらに、本件では、売主であるYはAの取締役及び監査役を務めていたこともあり、純粋な少数株主と同視することができない側面もある。すなわち、譲渡制限株式の譲渡についての制度は、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考慮すると[1]、本件は、売主の立場からしても支配株主にとっての株式価値により評価すべきであったと考えられる。

3．このように、本件では、少数株主にとっての株式価値により評価を行うべきではないが、仮に少数株主にとっての株式価値により評価を行うべきであるとしたうえで、本件で採用された評価方法が妥当であったか検討を行うこととする。

本件では、Aの配当性向が4％ないし5％と相対的にも低水準であることを理由として、予想配当性向として、①同業種である非鉄金属・金属製品工業の上場会社の平均値である19.5%、②東証1部上場会社の5年間平均値である 33.0%を採用し、これらによって求められた配当還元法に基づく評価額の中間値を採用している。配当還元法に対する批判として、会社の内部利益を考慮していないという点が挙げられているが[2]、広島地決平成21年4月22日金融・商事判例1320号49頁は、「配当の状況及び配当政策の影響を受けやすい」という欠点を挙げながらも「国内取引所に上場している全銘柄の配当性向に照らしても特に不合理とは考えられない」ことを理由として、ゴードン・モデル方式を用いることを認めている。さらに、大阪高決平成元年3月28日判例時報1324号140頁では、解体価値よりもゴードン・モデル方式の方が高い評価額になることを理由として、ゴードン・モデル方式の採用を認めている。このように、配当還元法を用いた過去の裁判例では、不当に内部留保を蓄積していないことが配当還元法を採用する前提になっているということが言える。本

件では、ゴードン・モデル方式は用いられていないが、上記のように、上場会社の配当性向を予想配当性向として用いることにより、不当に内部留保が行われなかったと仮定した配当還元法による評価額を算定しようとしており、過去の裁判例と整合的であるということが言える。

しかし、本件のようにＡの配当性向が低水準である場合において、「あるべき配当性向」を算定することにどれだけの意味があるのであろうか。そもそも、譲渡制限株式の売買価格は当事者間で協議することが原則であり（会社法 144 条１項）、当事者間で決めることができないからこそ裁判所に対して売買価格決定の申立てがなされるのである。すなわち、裁判所としては、当事者間の交渉により合意される価格を探っていくべきであり、交渉の土台に出てくることが想定し難い価格を持ち出すべきではないと考えられる。

当事者間の交渉を想定すれば、配当還元法を主張する当事者としては、実際配当還元法を主張するであろう。なぜなら、支配株主によって配当性向が低水準に抑えられていた場合において、株主総会決議により配当性向を引き上げることは、買主である申立人も売主である利害関係参加人もできないからである。すなわち、買主が支配株主である場合と異なり、買主が少数株主である場合には、引き下げられた配当性向に基づいた配当請求権しか有さない。そのため、当事者間の交渉において、「あるべき配当性向」というバーチャルな話が持ち出されることは想定し難い。

そう考えると、配当還元法により評価を行うのであれば、実際配当還元法を用いるべきであり、財産評価基本通達 188-2 に定められている特例的評価方式はそのひとつの手法であると考えられる。この点については、支配株主によって不当に配当が抑えられている場合の問題点についての指摘が考えられようが、仮に不当に配当が抑えられていたとしても、それは買主である申立人にとっても何ら変わらない。実際配当還元法を否定する論者は、売主である少数株主から他の株主へ不当に株式価値が移転されるべきではないと考えていると思われる。しかし、不当に株式価値が移転しているような実態があるとすれば、それは、①指定買取人が支配株主に協力的な株主である場合、②株式公開やM＆Ａが想定されており、指定買取人がキャピタルゲインを得る機会がある場合である。このうち、前者であれば、支配株主にとっての株式価値により評価すべきであり、後者であれば、株式公開やM＆Ａで想定される価格を基礎に評価すべきであり、「あるべき配当性向」という概念を持ち出すべきではないと考えられる。

４．本件では、Ｂが資産管理会社であることを理由として、Ｂ株式を時価純資産法により評

価を行っている。具体的には、保有している資産のほとんどがA株式であることから、Bが保有するA株式を配当還元法により評価したうえで、B株式を時価純資産法により評価を行っている。

このような裁判所の判断は是認できるが、問題となるのは、A株式の含み益に対する税効果を考慮しているという点である。過去の裁判例でも、事業の継続を前提としていることを理由として税効果会計の適用を否定したものとして、最小二判昭和54年2月23日民集33巻1号125頁、千葉地決平成3年9月26日判例時報1412号140頁、清算処分時価によることを理由として税効果会計の適用を肯定したものとして、東京高決平成2年6月15日金融・商事判例853号30頁、東京地決平成7年4月27日判例時報1541号130頁が挙げられる。本件では、事業の継続を前提としながらも税効果を考慮しており、税効果会計が浸透した最近の状況を反映したものとして評価できる。

しかし、株式の含み益に対する税効果については、受取配当等の益金不算入を考慮すべきであったと考えられる。当時の法人税法では、発行済株式（自己株式を除く。）のうち25%以上を有していれば、関係法人株式等として受取配当金から負債利子を控除した金額について受取配当等の益金不算入を適用することが可能であった（平成27年改正前法人税法23条4項2号、6項）[3]。

本件では、25%に満たないが、それでも受取配当から負債利子を控除した金額の50%については受取配当等の益金不算入を適用することが可能である（同項3号）。もし、BがAのグループ会社でなければ、「Bに対する投資を回収するためには、A株式を譲渡するよりほかなく」という裁判所の判断は是認できる。しかし、グループ会社であることを考えると、自己株式の取得（法人税法24条1項4号）など、受取配当等の益金不算入を適用することができるストラクチャーを選択することが可能であり、そのような節税を考慮すると、時価純資産法で考慮すべき税効果の金額は小さくなったと考えられる。

5．以上のとおり、本件は支配株主にとっての株式価値により評価すべきであるため、配当還元法により評価を行った判旨の考え方には賛成できない。さらに、B株式を評価するに当たっては、A株式に対する税効果を考慮する際に受取配当等の益金不算入について考慮すべきであったため、判旨の考え方には賛成できない。

---

[1] 関俊彦『株式評価論』303-304頁（商事法務研究会、昭和58年）。
[2] 久保田安彦「判批」商事法務2071号20頁（平成27年）。
[3] ただし、現行法上は、発行済株式（自己株式を除く。）のうち、3分の1を超える数の株

式を有している場合に限り、受取配当金から負債利子を控除した金額について受取配当等の益金不算入を適用することが可能である（法人税法 23 条 1 項、6 項)。

1頁10行目

誤	正
裁判例で取り上げられる取引事例では、	裁判で争われた事案では、新株発行の前に、

2頁（注4）

誤	正
最小一判平成27年2月19日民集69巻1号51頁	最小一判平成27年2月19日民集69巻1号51頁参照