

Title	組織再編における上場株式の公正な価格
Sub Title	Fair price of listed stock in the reorganization
Author	佐藤, 信祐(Sato, Shinsuke)
Publisher	慶應義塾大学大学院法学研究科内『法学政治学論究』刊行会
Publication year	2017
Jtitle	法學政治學論究：法律・政治・社会 (Hogaku seijigaku ronkyu : Journal of law and political studies). Vol.112, (2017. 3) ,p.239- 271
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	
Genre	Departmental Bulletin Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN10086101-20170315-0239

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

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

組織再編における上場株式の公正な価格

佐藤信祐

- 一 はじめに
- 二 公正な価格
- 三 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
 - (二) 市場価格の信頼性
 - (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
- 四 非上場会社の裁判例との整合性
 - (五) 小 括
- 四 マイノリティ・ディスカウント
 - (一) 裁判例
 - (二) 買収プレミアムと支配権プレミアムの違い
 - (三) 独立当事者間の組織再編
- 五 上場子会社との組織再編
 - (一) 非流動性ディスカウント
 - (二) 一方の会社の流動性が低い場合
 - (三) 両方の会社の流動性が低い場合
 - 六 意図的な下落誘導
 - 七 債務超過会社
 - 八 むすび

一 はじめに

合併、会社分割、株式交換又は株式移転（以下、「組織再編」と総称する。）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（会社法七八五条一項、七九七条一項、八〇六条一項）。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（同法七八六条二項、七九八条二項、八〇七条二項）。後述二のように、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るながらも、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⁾

本稿では、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。

二 公正な価格

反対株主からの株式の買取価格については、平成一七年改正前商法では「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（平成一七年改正前商法四〇八条の三第一項）とされていたのに対し、平成一七年に制定された会社法では単に「公正な価格」（会社法七八五条一項、七九七条一項、八〇六条一項）と定められた。この点につき、当時の立案担当者は、「通常であれば、株式買取請求権の効力発生時における時価が基準となり、組織再編行為等により株価が下落した場合には、組織再編行為等がなかったものと仮定した場合の価格となり、組織再編行為等によりシナジー効果が生じて株価が上昇した場合には、そのシナジーを織り込んだ価格となるものと解される」と解説されている。本稿では、組織再編がなかったものと仮定した価格を「ナカリセバ価格」と表記し、組織再編によるシナジーを織り込んだ価格を「シナジー価格」と表記することとする。

市場価格により公正な価格を算定するのであれば、ナカリセバ価格は組織再編がなかったと仮定した市場価格となる。そして、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する⁽⁸⁾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⁽⁹⁾。

そして、組織再編によるシナジーが認められる場合には、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、組織再編比率が公正であれば、立案担当者の解説のように、組織再編計画が公表された後の市場価格によりシナジー価格を算定することができる。したがって、シナジーが認められる場合には、組織再編比率の公正性について判断する必要がある。この点につき、独立当事者間の組織再編では、当事者間の交渉により組織再編比率が決定されていることから、株主及び取締役の判断を尊重し、原則として、組織再編比率を公正なものと取り扱うべきであるというのが、現在の判例の立場である。⁽¹⁰⁾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が公正であれば、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。⁽¹¹⁾

市場価格が企業価値を正しく反映しているのであれば、市場価格によりナカリセバ価格及びシナジー価格を算定することができる。そのため、裁判所は、組織再編により企業価値が毀損したか否か、組織再編比率が公正ではないと認められる特段の事情があるか否かのみを検討すれば足りる。⁽¹²⁾また、市場価格がランダムに変動していることを考えると、瞬間的には必ずしも企業価値を正しく反映したものとはいえない場合があるため、株式買取請求権が行使された時点の市場価格により算定するのではなく、一定期間の平均値を用いることも裁判所の裁量の範囲内であると思われる。⁽¹³⁾

三 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。⁽¹⁴⁾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、ストロング型の三段階がある。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。⁽¹⁵⁾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。⁽¹⁶⁾

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。⁽¹⁷⁾

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。⁽¹⁸⁾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、後述三四のように、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言える。これに対し、買収プレミアムが存在により、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⁽¹⁹⁾。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られるのであれば、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

前述三(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⁽²⁰⁾。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、前述一のように、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、⁽²¹⁾「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、前述二のように、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。⁽²²⁾しかし、日本のM&A実務では、市場市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。⁽²³⁾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。⁽²⁴⁾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。⁽²⁵⁾

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。⁽²⁶⁾これに対し、前述のように、日本のM&A実務では、市場市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るDCF法や類似上場会社法と市場市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市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えることができる。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。

(二) 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対象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対象会社の財務的なフア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。⁽²⁷⁾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市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、後述三四、五のように、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、後述六のように、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、後述三四、四のように、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。⁽²⁸⁾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。⁽²⁹⁾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。⁽³⁰⁾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

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。⁽³¹⁾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であると言える。

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⁽³²⁾。前述三(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、後述四(一)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（有価証券上場規程六〇一条二項、六〇三条二項）、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⁽³³⁾。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⁽³⁴⁾⁽³⁵⁾。

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（非流動性デイスカウントにより市場価格を修正すべき場合として、後述五参照）。

このように、マイノリティ・デイスカウント、非流動性デイスカウントを理由として、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・デイスカウント、非流動性デイ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る。以下では、マイノリティ・デイスカウントが認められる場合（後述四参照）、非流動性デイスカウントが認められる場合（後述五参照）、意図的な下落誘導が認められる場合（後述六参照）、債務超過である場合（後述七参照）をそれぞれ検討する。

四 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⁽³⁶⁾⁽³⁷⁾。そして、アメリカ法律協会 (American Law Institute, ALI) が、平成六年に公表した「Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations」の七・二二条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⁽³⁸⁾の第一審、抗告審⁽³⁹⁾において、申立人の発行済株式総数の約二〇%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原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するために発生するものと考ええると、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・ディスカウントを、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、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⁽⁴¹⁾。

(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）⁽⁴³⁾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。⁽⁴⁴⁾例えば、公開買付けを行った後に、株式併合や特別支配株主の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五〇とする。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二〇とし、経営者の交代やシナジーによる企業価値の増加を三〇とする。

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（三〇）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（二〇）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。⁽⁴⁴⁾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。⁽⁴⁵⁾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

前述二のように、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・ディスカウン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つ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、市場価格にはマイノリティ・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⁽⁴⁶⁾のように、TOBに際してのプレミアムの平均値を用いて、市場価格に対して二〇%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、二〇%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、市場価格に二〇%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⁽⁴⁷⁾。

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、親会社为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。⁽⁴⁸⁾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す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。⁽⁴⁹⁾

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。⁽⁵⁰⁾そのため、市場市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、親会社为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。⁽⁵¹⁾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。

五 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⁽⁵²⁾ある。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、流動性の低い会社の公正な価格は、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、合併比率を市場市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ウ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。⁽⁵³⁾これに対し、前述二のように、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、安易に市場価格に二〇%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。

六 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⁽⁵⁴⁾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ントを考慮し、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。前述五(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⁽⁵⁵⁾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一八年八月二一日よりも前の期間を含めた同年五月一〇日から一月九日(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。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⁽⁵⁶⁾。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⁽⁵⁷⁾。

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一八年一〇月一〇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⁽⁵⁸⁾。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、平成一八年九月二六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、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⁽⁵⁹⁾。

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株式交換完全子会社とする株式交換により、株式交換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、被買取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、株式交換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⁽⁶⁰⁾。このような場合において、市場市価法により組織再編比率が算定されているときは、被買取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、公正な価格を算定すべきであると考えられる。

七 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⁽⁶¹⁾。これは、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〇円であれば、分配を受けるシナジーも〇円にならざるを得ないからであると考えられる⁽⁶²⁾。

しかし、企業価値は〇円であるものの、市場価格が〇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法による評価額を〇円とし、市場市価法による評価額を一三一四円から一四九七円とし、その平均値である七〇三円を客観的価値とした裁判例が公表されている⁽⁶³⁾。当該事件では、公開買付けを実施した場合のDCF法による評価額を一〇七一円から一二一三円とし、市場市価法による評価額を一三一四円から一四九七円とし、その平均値である一二七四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、公開買付価格が一三一〇円に引き上げられたため、公正な価格を一三一〇円としている。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、二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、客観的価値を〇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、〇

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一二三三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〇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。⁶⁴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法による評価額が〇円になるように、評価額を調整する動機が働きやすい。そのため、市場市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、合併比率が市場市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、市場市価法に基づく合併比率の算定は、存続会社を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と同視することができると、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。⁽⁶⁵⁾

八 むすび

このように、本稿では、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した。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すべきであるとした。

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ントにより、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。

今後の裁判例だけでなく、実証研究を重ねながら、さらに研究を深めていきたい。

(1) 池谷誠『論点詳解 係争事案における株式価値評価』一二八頁(中央経済社、平成二八年)、江頭憲治郎「裁判における

株価の算定」司法研修所論集一二二号四五頁（平成二四年）。

(2) 江頭前掲注(1) 四五頁。

(3) 江頭前掲注(1) 五九頁。

(4) 柳明昌「第七八五条」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)』一一五頁（商事法務、平成二三年）。

(5) 最二小決平成二四年二月二九日民集六六卷三号一七八四頁。

(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）』四〇頁（日本公認会計士協会出版局、平成二五年）、谷山邦彦『バリュエーションの理論と応用』一七頁（中央経済社、平成二二年）、ブルータス・コンサルティング『企業価値評価の実務Q&A』五三頁（中央経済社、第三版、平成二六年）、KPMGFAS『図解でわかる企業価値評価のすべて』四二頁（日本実業、平成二三年）。

(7) 相澤哲ほか『論点解説 新・会社法』六八二頁（商事法務、平成一八年）。

(8) 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、最三小決平成二三年四月一九日民集六五卷三号一三一頁、最三小決平成二三年四月二六日金融・商事判例一三六七号一六頁、最二小決平成二四年二月二九日前掲注(5) 参照。

(9) 東京高決平成二二年一〇月一九日金融・商事判例一三五四号一四頁参照。この許可抗告審（最三小決平成二三年四月二六日前掲注(8)）は、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原決定を差戻したが、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。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、最一小決平成二八年七月一日金融・商事判例一四九七号八頁、東京高決平成二八年三月二八日金融・商事判例一四九一号三二頁が公表されている。具体的には、これらの事件の原決定（東京高決平成二七年一〇月一日金融・商事判例一四九七号一七頁、東京地決平成二七年三月二五日金融・商事判例一四六七号三四頁）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」商事法務二一〇号二七頁（平成二八年）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、回歸分析によりナカ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。

- (10) 最二小決平成二四年二月二九日前掲注(5)。また、同一の見解として、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室三〇四号七九頁(平成一八年)、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎・藤田友敬編『企業法の理論(上巻) 江頭憲治郎先生還暦記念』二八九頁(商事法務、平成一九年)がある。
- (11) 田中前掲注(10)七九・八〇頁、大井悠紀・石川智也「株式対価型組織再編における株式買取請求権」神田秀樹・武井一浩編『実務に効くM & A・組織再編判例精選』一七六頁(有斐閣、平成二五年)。
- (12) 島山恭一「判批」金融・商事判例一三九一号四頁(平成二四年)。
- (13) 池谷前掲注(1)一三五頁では、①ピンポイントの時点の株価を参照すべきとする立場は、効率的資本市場仮説をより重視する立場であり、②一定期間の平均的な株価を参照すべきという立場は、効率的資本市場仮説が成立するとしても、市場は完全には効率的ではなく、企業の本源的価値を常に反映しているとは限らないことから、平均値を用いることにより、投機的な取引等の影響をなるべく平準化すべきとする立場であると説明されている。なお、一定期間の平均値を用いた裁判例として、東京地決平成二二年一月一五日金融・商事判例一三五七号三二頁、東京高決平成二三年三月一日金融・商事判例一三八八号二四頁参照。
- (14) Stephen A. Ross et al., *Corporate finance* 11th ed., McGraw Hill 433 (2015).
- (15) *Id.* at 436-437.
- (16) *Id.* at 437-438.
- (17) 井上光太郎・加藤英明『M & Aと株価』二〇一頁(東洋経済新報社、平成一八年)。
- (18) 池谷前掲注(1)一八三頁。
- (19) 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(17)一五六頁)。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(17)一八二頁)。
- (20) 石島博『バリュエーション・マップ』二六二頁(東洋経済、平成二〇年)。

- (21) 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）』二頁（中央経済社、平成一六年））。
- (22) ただし、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（東京高判昭和四八年七月二七日判例時報七一五号一〇〇頁、大阪地決昭和六二年一月一八日判例時報一二九〇号一四四頁、東京地決平成元年九月五日判例時報一三二三号四八頁、大阪地判平成二年五月二日金融・商事判例八四九号九頁、大阪地決平成二年六月二二日判例時報一三六四号一〇〇頁）。
- (23) 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』一卷六号三九一四〇頁（平成二三年）、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』四八号一七四頁（平成二六年）、池谷前掲注（1）二頁、白井正和ほか『M&Aにおける第三者委員会の理論と実務』二六〇頁（商事法務、平成二七年）。
- (24) 岡田前掲注（23）四一―四二頁。
- (25) 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』二〇七六号四一頁、四四頁（平成二八年）。
- (26) 池谷前掲注（1）一八八頁では、「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。
- (27) 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』一六巻六号一四六―一四七頁（平成二八年）参照。
- (28) 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」『商事法務』一八七九号五頁（平成二一年）参照。また、藤田前掲注（10）二七六頁でも、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、平成一七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。
- (29) 湯原心一『証券市場における情報開示の理論』一一三―一四頁（弘文堂、平成二八年）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。

- (30) 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」商事法務一八九二号四一頁（平成二二年）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、バリュー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くことから（池谷前掲注（1））はじめに一言、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。
- (31) 東京高決平成二二年五月二四日金融・商事判例一三四五号一頁（最高裁平成二二年一月一日抗告棄却（日本公認会計士協会前掲注（6）三三四頁））、第一小決平成二七年三月二六日民集六九卷二号三六五頁。なお、第一小決平成二七年三月二六日では、マイノリティ・デイ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き、争われていなかったため、非流動性デイスカウントについてのみ判示されている。
- (32) 池谷前掲注（1）一二九頁。
- (33) 太田亘ほか『株式市場の流動性と投資家行動』一九三頁（中央経済社、平成二三年）。
- (34) 岡田前掲注（23）四二頁。
- (35) 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イ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（33）二〇九頁、二三一頁）。これに対し、中国市場では、非流動性デイ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」立命館経済学六三卷一七二―九六頁（平成二六年）がある。
- (36) Borruso v. Communications Telesystems International, 753 A.2d 451 (Del. Ch. 1999).
- (37) 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』一〇六一―五四頁（商事法務、平成二五年）、池谷前掲注（1）二八―一三四頁参照。
- (38) 第三小決平成二三年四月一九日前掲注（8）。
- (39) 東京地決平成二二年三月五日民集六五卷三三三―三四六頁。
- (40) 東京高決平成二二年七月七日民集六五卷三三三―三八六頁。
- (41) 市場価格とマイノリティ・デイスカウントの関係をまとめたものとして、飯田前掲注（37）一八二―一八八頁参照。

- (42) 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つての株式価値と少数株主にとつての株式価値の違いが支配権プレミアムとなる。
- (43) 池谷前掲注(1) 二二四頁、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二〇〇五年七月号七一頁(平成一七年)。
- (44) 前掲注(36)。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、参考にはできないものもあり得る。ただし、買取プレミアムからシナジ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なることができると考えられる。
- (45) 池谷前掲注(1) 二三〇―二三一頁。
- (46) 東京高決平成二〇年九月二二日金融・商事判例一三〇一号二八頁(最小三決平成二二年五月二九日金融・商事判例一三二六号三五頁で抗告棄却)。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(大阪高決平成二二年九月一日資料版商事法務三〇七号二〇〇頁(最小三決平成二二年二月二三日資料版商事法務三一二号一二三頁で抗告棄却))、サイバードホールディングス事件(東京高決平成二二年一〇月二七日資料版商事法務三二二号一七四頁)参照。
- (47) 飯田前掲注(37) 一九〇頁(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。
- (48) 飯田前掲注(37) 八六―八七頁では、時価総額の比率に応じてシナジ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取価格の決定要因」平成一八年度貯蓄・金融・経済研究論文集六四一―八〇頁(平成一九年)、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』四〇一―四一七頁(中央経済社、平成二四年)では、資本関係のない会社に対する企業買取に比べて、資本関係のある会社に対する企業買取では、買取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。
- (49) 吸収合併前の時価総額に比例してシナジを分配することで、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』二七二―二七三頁(有斐閣、平成七年)、藤田友敬「企業再編対価の柔軟化・子会社の定

義」ジュリスト一二六七号一〇八頁(平成一六年)、池永朝昭ほか「MBO(マネージメント・バイアウト)における株主権」金融・商事判例一二八二号一〇頁(平成二〇年)がある。

(50) 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』一四九一―一八三頁(中央経済社、平成二三年))。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五〇%を超えている場合には親会社株価はプラスに反応し、五〇%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(大坪前掲一七四頁)。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。

(51) 大坪前掲注(50) 二〇七―二〇八頁。

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

(53) 江頭前掲注(49) 三〇二頁。

(54) 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。

(55) 東京高決平成二〇年九月一二日前掲注(46)。他にも、業績の下方修正が問題となった事件として、大阪高決平成二一年九月一日前掲注(46)がある。

(56) 第一審(東京地決平成一九年一二月一九日金融・商事判例一二八三号二二頁)では、下方修正の影響を受けていない平成一八年八月二一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、平成一八年一〇月一〇日から同年一月九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。

(57) 若松亮「判批」判例タイムズ一二七九号三〇頁(平成二〇年)。

(58) 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』八二頁(商事法務、平成二二年))。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』三八五頁(中央

経済社、平成二十七年）。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依拠して市場価格が調整されたと考えることができる。市場市価法と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。

(59) 同じように業績の下方修正が問題となった大阪高決平成二十一年九月一日前掲注(46)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、原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、原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」商事法務一八八一号一七頁(平成二十一年))。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。

(60) 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」証券経済学会年報四二号二五三―二五九頁(平成一九年)、北川教史「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)五三卷四号六一―八〇頁(平成二十一年)、高橋邦丸「買収対価の支払手段と利益調整」管理会計学一六巻二号五三―六八頁(平成二〇年)が公表されている。

(61) 藤田前掲注(10) 二九一頁。

(62) 藤田友敬(発言)証券取引法研究会「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」三〇頁(日本証券経済研究所、平成一八年)。

(63) 東京高決平成二五年一月八日公刊物未登載(中村信男「判批」金融・商事判例一四三八号七頁(平成二六年))。原審は、東京地決平成二五年九月一七日資料版商事法務三五五号二三頁。

(64) 藤田前掲注(10) 三〇八頁(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、一〇〇%減資を行わないう限り、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、ナカリセバ価格を〇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〇円で良いとする見解もある(山下友信「第一七二条」山下友信編『会社法コンメンタール4——株式(2)』一〇六頁(商事法務、平成二十一年))。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〇円である場合には、市場価格を下回る〇円を公正な価格とすべきであると考えられる。

(65) 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、東京地決平成二十一年三月三十一日金融・商事判例一三一五号二六頁参照。

(66) 例えば、市場価格が一二〇円であり、シナジーを加味した消滅会社株式の評価額が一〇〇円である場合には、存続会社の株主は二〇円の損害を被るように思えるが、存続会社の株主が二〇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。

佐藤 信祐（さとう しんすけ）

所属・現職 公認会計士佐藤信祐事務所所長

慶應義塾大学大学院法学研究科後期博士課程

最終学歴 慶應義塾大学大学院法学研究科前期博士課程

所属学会 なし

専攻領域 商法

主要著作 「譲渡制限株式の売買価格」『法学政治学論究』第一〇九号（二〇一六年）

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

「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』第一一一号（二〇一六年）