

報告番号	甲 乙 第	号	氏 名	佐 藤 信 祐
主 論 文 題 名： 非上場株式の評価				
(内容の要旨)				
一 研究の目的				
<p>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）、少数株主の縮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。</p> <p>本稿では、上記の4つの事案に分けたうえで、非上場株式の評価について検討を行った。なお、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、非流動性ディスカウ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った。</p>				
二 論文の構成				
<p>本稿では、第1章で企業価値評価理論と会社法の違い、第2章で国税庁方式の問題点について検討したうえで、第3章以下で、上記の4つの事案についての検討を行っている。</p> <p>第1章では、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）』に従い、株式評価を取引目的の株式評価と裁判目的の株式評価とに分類した。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、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。このような分類をした理由は、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を算定する必要があるものの、企業価値評価理論や実務慣行に依拠せざるを得ない部分もあるからである。</p> <p>第2章では、国税庁方式の問題点について検討した。なぜなら、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がそれぞれ採用されることが考えられるからである。</p> <p>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した。</p>				

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した。

さらに、サイズ・リスクプレミアムは、理論的な裏付けがないことやその存在を否定する実証研究もあることから、考慮すべきではないとした。

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した。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した。そして、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、配当還元法により評価を行う余地があるとした。

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。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（以下、「間接損害説」という。）と既存株主とする考え方（以下、「直接損害説」という。）がある。この点につき、非上場株式の評価という観点からは、間接損害説を採用すると、少数株主が引受人となる場合には、少数株主にとっての株式価値により評価が行われてしまう。その結果、支配株主である既存株主で経済的損失が生じたとしても、有利発行には該当しなくなってしまうため、直接損害説を採用すべきであるとした。

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。まず、上場会社の裁判例を参考したうえで、非上場会社の少数株主の締出しにおける公正な価格の算定でも、客観的価値に増加価値分配価格を加算する必要があるとした。また、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した。

さらに、DCF法により公正な価格を算定する場合において、少数株主の締出しによりフリー・キャッシュ・フローが増加し、その結果として、株式価値が向上するときは、当該増加したフリー・キャッシュ・フローに基づいて公正な価格を算定することができると考えた。その結果、少数株主を締め出す前の株式価値と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ため、この差額である「少数株主の締出しによって増大が期待される価値」を算定することが可能になる。このように算定された「少数株主の締出しによって増大が期待される価値」から増加価値分配価格を算定することができる。

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であると考えた。

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、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も算定する必要がある。この場合における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した。そして、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した。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があるため、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した。これに対し、実質的な買収である場合には、貢献度を超えたシナジーが被買収会社の株主に分配されるが、買収会社の株主が株式買取請求権を行使したとしても、貢献度に応じたシナジーを分配すべきではないとした。

第7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った。

もし、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場合には、市場価格を公正な価格とすべきであると考えられる。また、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、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生じている場合のように、市場価格が企業価値を正しく反映していないことが考えられる。

そのため、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結論づけた。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、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。

なお、補章第1節では、東京地決平成26年9月26日金融・商事判例1463号44頁、第2節では、大阪地決平成27年7月16日金融・商事判例1478号26頁の判例評釈を行っている。これらは、第3章で検討した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である。

以上