

会社による株式取得にさいしての「公正な取得価格」にかかわる3つの裁判例

齊藤武 西尾幸夫 岩崎恵一 武久征治
外為法研究会（編）

はじめに

1. 株式会社が自己株式を買取るについては、株主側からする買取請求による場合と会社側からする買取要求による場合がある。この双方にあって論点となるのは、会社が組織再編をなしあるいは上場廃止となったことにもなつて株式価格が変動し、株主と会社の間で買取価格に相違が生ずる場合に、「公正な価格」をどのように決定するかということである。本稿は、上記の論点につき言及した3つの裁判例を取り上げる。

2. 1990年代初頭のバブル崩壊は、それまで膨張を続けてきた日本企業の経営を直撃し、経営方針の転換・組織再編を迫った。それまでの優良企業にあつても、財務悪化、倒産が相次ぎ、上場が廃止される会社も少なくはなかった。この状況下にあつて、会社は、経営の合理化により自己防衛を図るために合併や営業譲渡による適正規模化や、会社の非公開化のために普通株式の全部取得条項付種類株式への転換などを目指した。

会社のこのような経営・組織上の、そしてまた株主権の改変は、直接・間接に株主の権利をも大きく変化させるものとなる。それは、かかる改変につきそれに賛同し得ない株主が自己の権利を守るためにする要求と、改変によって会社存続を図ろうとする会社の要求との対立となつて現れ、株

主総会決議や取締役会決議をめぐる対立となる。そしてそれは、最終的には、しばしば、株式を会社が買い取る価格をめぐって争われることになる。本稿は、このような株式買取価格において現れる論点に焦点を当てるものである。

それは次のような事例に示される。たとえば、ある公開会社がMBOの一環としてTOBにより株式を買付け、残余の部分を全部取得条項付種類株式として取得する場合に、株主は、会社側が決定した株式価格を承認せざるを得ないのであろうか、さもなくば公正な価格による買い付けの要請ができるのであろうか。公正な価格はどのようにして算定するのか、の論点が生ずる。他方、ある会社が株主総会において規模縮小のために営業譲渡を決議したがこれに反対する株主が株式買取請求をなした場合、公正な株式価格はどのように算定するのか等の論点が生ずる。

3. 上記の論点を検討するために、次の3つの裁判例を素材とした。

その1は、「レックス・ホールディングス全部取得条項付種類株式の取得価格」（「レックス・ホールディングス事件」）である。事案は大略、次のようである。旧レックス株式会社（ジャスダック上場）の経営者は、友好関係にある別会社（ファンド会社）と協議の上で、旧レックスの株式をこの別会社が公開買付け（TOB）をなすこととした。この買付けが90%超となった後、旧レックスは株主総会・種類株主総会を開催し、普通株式を全部取得条項付種類株式とすることを決議し、その上で、この株式1株を別会社株式0.00004547株と交換すること決議した。そこで、この決議に反対する株主が株式の公正価格を求めた事案である。判決は、全部取得条項付種類株式の価格を、「客観的価値＋今後の上昇についての期待価格」とし、決議を上回る株式価格を示したものである。

その2は、「MBOに際しての全部取得条項付種類株式の取得価格について、手続の透明性の欠如および強圧性から、取得価格を公開買付の買取り

価格より高く算定した事例」(「サンスター事件」)である。事案は大略、次のようである。サンスター株式会社(大阪証券取引所1部上場、平成16年7月、創業一族による事実上のMBO成立により、上場廃止)の株式につき、創業一族が支配する別会社がMBOの一環としてのTOBによって株式のほとんどを買取った。その後サンスターは株主総会で、全部取得条項付種類株式の発行を決議し、株主に買取りを告げた。そこで、この決議に反対する株主が、株式の買取価格の決定を求めた事案である。決定は、「公開買付けを発表した1年前の株価」に近似する価格を示した。

その3は、「旧商法245条ノ2の営業譲渡に反対する株主による株式買取請求時の「公正ナル価格」の算定にあたって、DCF法による評価が相当であるとした事例」(「カネボウ事件」)である。事案は大略次のようである。カネボウ株式会社(平成17年6月に有価証券報告書虚偽記載により上場廃止)は事業不振により3000億円超の債務超過となっており、この間には粉飾決算も認められた。かかる状況の中で、化粧品事業部門を別会社(カネボウブチック株式会社、のち、カネボウ化粧品に商号変更)に営業譲渡した。ここにこの営業譲渡に反対する株主が、カネボウ株式会社に対し株式買取請求を行ったが買取価格の協議が整わなかった。そこで株主が裁判所に買取価格の決定を求めたものである。決定につき、裁判所は、旧商法245条ノ5第3項にいう「公正なる価格」は、基本的に会社の継続会社としての価値を基に判断すべきであり、本件では、DCF法が妥当であるとした。

以下、上記の裁判例の検討によって、株主の株式買取請求による株主の権利保護が買取価格の決定にさいしてどのように保護されているかを見てみよう。

4. 執筆の担当は、次のとおりである。

はじめに

・・・・・・・・・・武久征治

会社による株式取得にさいしての「公正な取得価格」にかかわる3つの裁判例

レックス・ホールディングス事件	．．．．．	齊藤 武
サンスター事件	．．．．．	西尾幸夫
カネボウ事件	．．．．．	岩崎恵一

レックス・ホールディングス全部取得条項付種類株式の取得価格

最三小決¹⁾ 平成21・5・29、平成20年（ク）第1037号株式取得価格決定に対する抗告審の変更決定に対する特別抗告事件、同年（許）第48号株式取得価格決定に対する抗告審の変更決定に対する許可抗告事件、抗告棄却
(金判1326号35頁)

齊 藤 武

一 事 実

1. 判示事項²⁾

①全部取得条項付種類株式の取得価格について、当該株式の取得日における公正な価格すなわち当該株式の客観的価値に加えて、強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価値をも考慮するのが相当であるとされた事例

②直近6か月間の市場株価の終値の平均値が、株式の客観的価値であるとされた事例

③株価の上昇に対する期待の評価額について、20パーセントが相当であるとされた事例

2. 事実の経緯

(1) 当事者

旧レックスは、昭和62年6月27日に設立され、フランチャイズシステムによる飲食店、コンビニエンスストア及びスーパーマーケットの経営等を営む会社の株式を所有することにより当該会社の事業活動を支配・管理す
(龍法 '11) 43 - 4, 404 (1856)

ることなどを目的とする株式会社である。平成19年4月27日現在、旧レックスの資本金は96億6975万6658円、発行可能株式総数は60万株、発行済株式の総数は26万4360株であり、旧レックスは、その発行する株式を平成12年以降平成19年4月29日の上場廃止に至るまで株式会社ジャスダック証券取引所に上場していた。

申立人らは旧レックスの全部取得条項付株式を所有していた株主である。

(2) 本件申立てに至る経緯

ア アドバンテッジパートナーズ有限責任事業組合により運営される投資事業有限責任組合アドバンテッジパートナーズエム・ビー・アイファンド三号が100%出資するAP8は、平成18年11月10日、旧レックスの普通株式1株につき23万円を買付価格とする公開買付けを実施する旨を公表した。

旧レックスは、同日、「公開買付けの賛同に関するお知らせ」と題するプレス・リリースにおいて、①本件公開買付けがMBOの一環として行われる取引であって、AP8が旧レックスの取締役会の賛同の下、友好的に旧レックス株式を取得してその支配権を取得するために本件公開買付けを行うこと及び②本件公開買付けが成立した場合、旧レックスの代表取締役であったNは、AP8に33.40%を直接出資することを予定し、本件公開買付けがMBOの一環であることを明らかにし、また、旧レックスは、AP8による本件公開買付けの買付価格23万円について、AP8が旧レックスの普通株式の市場価格、財務状況及び将来収益等の諸要素を総合的に勘案して決定したものであって、平成18年11月9日までの過去1か月間の株式会社ジャスダック証券取引所における売買価格（市場株価）の終値の単純平均値20万2000円に対して13・9%のプレミアムを加えた価格であると説明した。

このプレス・リリースにおいて、本件公開買付けが成立した後に、①会社を種類株式発行会社に変更すること、②発行済みの全ての普通株式に全部取得条項を付すこと、③当該株式の全部取得と引換えに別個の普通株式

を交付することを株主総会において付議する予定であり、当該議案全てが承認された場合、普通株式の一株に満たない端数しか受け取れない株主に對して、当該端数の合計数に相当する普通株式を売却することによって得られる金銭が交付されること、その売却金額については、本件公開買付けの買付価格を基準として算定する予定であることを公表した。

また、旧レックスは、平成19年2月26日に公表した「特別損失の発生並びに平成18年12月期通期（連結・個別）業績予想の修正及び平成19年12月期の業績予想に関するお知らせ」と題するプレス・リリースにおいて、上記売却金額については、本件公開買付けの買付価格である1株当たり23万円を基準として算定された金額となる予定であると発表した。

イ AP8は、平成18年11月11日から同年12月12日まで間、本件公開買付けを実施し、旧レックスの発行済株式総数91・51%の株式を所有するに至った。

ウ 旧レックスは、平成19年3月28日に、定時株主総会及び普通株主による種類株主総会をそれぞれ開催し、本件定時総会において下記①から③までの議案、本件種類株主総会において下記②の議案はいずれも可決された。

①旧レックスの定款の一部を変更し、種類株式を発行する旨の定めを新設し、平成19年3月28日現在において発行済の旧レックス株式の呼称を普通株式とするという定款の定めを設ける旨の定款変更議案

②上記①による変更後の旧レックスの定款の一部を追加変更し、旧レックスの普通株式に、旧レックスが株主総会の特別決議によってその全部を取得する全部取得条項を付し、その呼称を全部取得条項付株式に変更するとともに、全部取得条項付株式1株と引き換えに、平成19年3月28日現在において発行済の旧レックスの普通株式と同じ内容を有する新たな普通株式0・00004547株を交付するという定款の定めを設ける旨の定款変更議案

③旧レックスが、別途定める基準日の最終の旧レックスの株主名簿に

記載又は記録された株主の有する全部取得条項付株式を、平成19年5月9日付けで取得し、これと引き換えに、全部取得条項付株式1株に対し、0・00004547株の割合にて新たな普通株式を交付する旨の議案

(3) 第1審（東京地裁平成19年（ヒ）第109号、同第122号、平成19・12・19決定、金判1283号22頁）

申立人³⁾の主張は次の通り。平成19年5月9日時点における本件株式の客観的交換価値を算定するに当たっては、平成18年11月10日までの過去1年間のうち、通常の形態における取引以外の要因の影響が認められる同年8月21日以降を除外した期間の市場株価終値の平均価格（40万2669円）を基礎とする必要がある。本件株式の客観的価値である40万2669円に30%を乗じた額である12万800円をもって期待権の対価と評価することができる。したがって、本件株式の取得価格は1株当たり50万円を下らない。

相手方の主張は次の通り。市場株価方式（1株当たり20万1000円又は19万3000円）、純資産方式（1株当たり7万5000円から7万7000円）および類似会社比準（1株当たり4000円又は5000円）を併用し、それぞれ対等の割合で考慮すべきである。

第1審決定は、平成18年8月21日以前の旧レックス株式の株価は、同日に行われた業績の下方修正等の発表を反映していないから、平成18年11月9日を含むそれ以前の同年8月22日までの間の一定期間の株価の終値の平均値をもって、平成19年5月9日における本件株式の客観的な時価とし、取得の価格を23万円と定めるのが相当である。旧レックスによる平成18年12月期業績予想についての下方修正の発表は作為的なものとはいえない、とした。

地裁決定に対し、申立人⁴⁾が即時抗告をした。

(4) 第2審（東京高裁平成20年（ラ）第80号、平成20・9・12決定、金判1301号28頁）

①「公正な価格を定めるに当たっては、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をも考慮するのが相当である。」

②株式の客観的算定方式については、「一般に、株式市場においては、投資家による一定の投機的思惑の影響を受けつつも、各企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどを考慮した企業の客観的価値が株価に反映されているということができ、本件取得日と上場廃止日がわずか11日しか離れていない本件株式の評価に当たっては、異常な価各形成がされた場合など、市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別の事情のない限り、本件取得日に近接した一定期間の市場株価を基本として、その平均値をもって本件株式の客観的価値とみるのが相当である。」

③平均値算定の基礎となる期間については、「平成18年8月21日プレス・リリース後本件公開買付けの公表前の市場株価の動向と売買の状況を勘案すると、本件において、市場株価の平均値を算定する基礎となる期間を短期に設定することは相当とはいえないものということができ、本件公開買付けが公表された平成18年11月10日の直前日からさかのぼって6か月間の市場株価を単純平均することによって、本件取得日における本件株式の客観的価値を算定するのが相当である。そうすると、本件取得日における本件株式の客観的価値は、平成18年5月10日から同年11月9日までの終値の平均値である28万0805円と認めることができる。」

④株価の上昇に対する期待の評価については、「抗告人らの度重なる要請にもかかわらず、相手方は、その事業計画を提出しないし、また、AP8が旧レックスについてデューデイリジェンスを実施した上で作成した株価算定評価書を検討すれば、その性質上、事業計画を踏まえた株価算定の過程が明らかになることが容易に推認できるにもかかわらず、株価算定評価書の提出もしないのであって、本件においては、一件記録に基づき、MBOに際して実現される価値を検討した上で、株価の上昇に対する評価

額を決することは困難といわざるを得ず、当裁判所としては、一件記録に表われた疎明資料に基づき、本件MBOに近接した時期においてMBOを実施した各社の例などを参考にして、その裁量により、本件株式の株価上昇に対する評価額を決定するよりほかはない。」

⑤相手方は、13・9パーセントという「プレミアムを設定した具体的な根拠については特に主張立証をせず、事業計画書や株価算定評価書の提出もしないのであって、このことをも考慮するならば」、平成12年から平成17年までの間に日本企業を対象とした公開買付けの事例（119例）を参照し、「本件株式の客観的価値（28万0805円）に、20パーセントを加算した額（33万6966円）をもって、株価の上昇に対する評価額を考慮した本件株式の取得価格と認めるのが相当である。」

地裁決定を変更する高裁決定に対し、相手方が特別抗告の提起と許可抗告の申立てをした。

二 決定要旨、抗告棄却

原決定に所論の法令違反・判例違反はないとして、抗告棄却。

本件最決には田原裁判官の補足意見がある。

三 研 究

1. はじめに

この事件は、ジャスダック証券市場の上場会社（本件会社）について、会社経営陣の主導により進められたMBOの一環として、経営陣と友好関係にある第三者（ファンド）による公開買付けが行われ、同ファンドが発行済株式総数の91・51%を取得した後、本件会社の株主総会・種類株主総会において、株式（旧普通株式）に全部取得条項を付して全部取得条項付

種類株式とし、その全部取得条項付種類株式を1株当たり0・00004547株の割合をもってする新たな普通株式の交付により取得する旨が決議されたところ、複数の株主がこの決議に反対し、株主であったこれらの者が申立人（〈即時抗告の〉抗告人・〈特別抗告・許可抗告の〉相手方）となり、本件会社を相手方（〈即時抗告の〉相手方・〈特別抗告・許可抗告の〉抗告人）として、会社法172条に基づき全部取得条項付種類株式の取得に係る価格の決定の申立てをした事件についての裁判である。最高裁は、会社法172条1項に係る取得価格の決定方法について高裁として初めて判断した本件原審決定を是として抗告を棄却した。

この事件の特徴は、①全部取得条項付種類株式の買取価格の決定申立てであること、②もとは普通株式であったものが後に全部取得条項付種類株式に変更されたこと、③企業再編としてはMBO手法により、当時の会社経営陣の主導により進められたこと、④1株当たり0・00004547株の割合をもってする新たな普通株式の交付による全部取得条項付種類株式の取得により、一般株主は1に満たない端数として処理されることにある。

原審決定は、①全部取得条項付種類株式の取得価格の基準日は当該株式の取得日（平成19年5月9日）とする、②基準日における公正な価格は、株式の客観的価値に加えて、強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価値をも考慮する、③株式の客観的価値は、市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別の事情のない限り、取得日に近接した一定期間の市場株価を基本としてその単純平均値とする、④平均値算定の基礎となる期間については、プレス・リリース後本件公開買付けの公表前の市場株価の動向と売買の状況を勘案すると、算定期間を短期に設定することは相当とはいえず、公開買付けが公表された日（この公表日は平成18年11月10日。公開買付け開始日は平成18年11月11日。）の直前日からさかのぼって6か月間とする、⑤株価の上昇に対する期待の評価額は、本件会社が事業計画書や株価算定評価書の提出もしないことを（龍法 '11）43 - 4, 410（1862）

も考慮して20パーセントが相当であると説示して、取得価格を決定した⁵⁾。

2. 取得対価の意義

全部取得条項付種類株式の取得の対価は「金銭等」である（171条1項柱書）。「金銭等」とは、金銭その他の財産をいう（151条柱書かつこ書）。全部取得条項付種類株式の取得決議に反対した株主は、裁判所に対し取得の価格の決定の申立てができる（172条）。本件は、この価格決定の申立て事件である。なお、本件でも問題となり得た定款変更についての反対株主の株式買取請求は、「公正な価格」での買取りと明記されている（116条1項2号・108条1項7号）。

3. 取得価格の決定

（1）公正な価格を定める基準日

モノの値打ちは時と共に変化するから、公正な価格を定める基準日が先ず問題となる。本件最決が是とした原審決定は、会社による全部取得条項付株式の取得日を基準日とする。

「公正な価格」の決定が求められるのは、会社法172だけではなく、株式買取請求の場合（116条・469条・470条・785条・797条・806条）・新株予約権買取請求の場合（118条1項・777条1項・787条1項・808条1項）も同様である。一般に「公正な価格」が問題となる場合、「基準日」をいつとするかについては諸説がある。

- ①買取請求期間満了時⁶⁾
- ②反対株主の買取請求権行使日⁷⁾
- ③組織再編行為の承認決議日⁸⁾
- ④組織再編行為の効力発生日⁹⁾

（2）基準時における株式の公正な価格の算定の基礎

原審決定は、①市場株価を基礎として、②直近6か月間の市場株価の終

値の平均値を算定の基礎とした。この考え方のほかにも、①市場株価の終値¹⁰⁾、②近接した1か月の株価の終値の出来高加重平均をもって算定した価格¹¹⁾を基礎とする見解などがある。

(3) シナジー効果

本件高裁決定では、株式の客観的価値に加えて「正のシナジー効果」分がプレミアとして上乗せされた。本件にいう20%が妥当な数字どうかは即断できない¹²⁾。本件とは別に、組織再編に伴って企業価値が毀損された場合には、「負のシナジー効果」が問題となる¹³⁾。

これら「取得価格の決定」問題は、事例の集積を待ちつつ、「公正な価格」の決定が求められる場合を一定の類型に分け、その類型ごとの分析が必要と思われる。

4. まとめ

(1) 田原裁判官の補足意見の中から、本稿との関係で重要と思われる点を拾うと、①全部取得条項付種類株式の取得価格（公正な価格）を算定する上での考慮要素は、必ずしも株式買取請求権行使の場合と一致するとは限らない、②全部取得条項付種類株式の取得価格決定の制度は、MBOに伴いその保有株式を強制的に取得されることになる反対株主等の有する経済的価値を補償するもので、取得価格は、MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、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とを、合算して算定すべきものと解することが相当である、③裁判所が取得価格を決定するに際しては、当該MBOにおいて透明性が確保されているか否かとの観点をも踏まえた上で、その関連証拠を評価することが求められる、④原決定は、相手方からの度重なる要請にもかかわらず、抗告人が、MBO後の事業計画や、公開買付者において旧レックスにつきデューディリジェンスを実施した上で作成した株価算定評価書を提出しなかったことを踏まえ、本件MBOに近接し

た時期においてMBOを実施した各社の事例を参考に、本件株式の価値に、本件MBOにおいて強制取得の対象となる株主に付加して支払われるべき価値部分として、その20%を加算し、これをもって取得価格と定めるのが相当であるとした、その取得価格の算定方法に裁量権の逸脱は認められない、と説示されていることである。

(2) 株式の買取りについては、会社の経営陣と対象株主との間に、会社情報に関し、情報へのアクセスを含め、情報の質量ともの情報格差が存在するであろうから、情報開示と情報の透明性が求められる。このことに係わって、取締役の責任問題の生ずることが考えられるが、本稿の対象外とした。

(3) 「公正な価格」の決定手続は非訟事件手続によるが、この手続の過程において、決定申立てに係る申立人・相手方のどちらに何をどの順番で疎明させるべきかという問題¹⁴⁾がある。この問題については別の機会に述べる。

注

- 1) 裁判所は価格決定の裁判をするためには株主及び株式会社の陳述を聴かなければならず(会社870条4号)、陳述聴取の方法としては通常は審問が行われ、数個の事件が係属しているときには、特段の事情がない限り、一般的には審問及び裁判は併合して行われている(東京地法裁判所商事研究会・類型別会社非訟111頁、判例タイムズ社、2009年)。

裁判は理由を付した決定による(会社871条)。決定に対しては即時抗告が認められる(会社872条4号)。即時抗告には執行停止の効力が認められている(会社873条)。

特別抗告の不服申立期間は5日間である(民訴336条2項)。許可抗告の申立期間は、裁判の告知を受けた日から5日間(民訴337条6項・336条2項)。許可抗告の申立先に関しては、高等裁判所あての抗告許可申立書を高等裁判所に提出。特別抗告の申立先に関しては、最高裁判所あての特別抗告状を原裁判所に提出。

- 2) 平成20年(ク)第1037号事件については、本件抗告理由は違憲をいうが民訴法336条1項に規定する事由に該当せず、平成20年(許)第48号事件については、所論の点に関する原審の判断はその裁量の範囲内にあるものとして是認でき、原決定に所論の判例違反はい、として本件抗告が棄却されている。そこで、こ

ここでは原審決定（東京高決平成20・9・12金判1301号28頁）から判示事項を示す。

- 3) 第1事件及び第2事件の相手方は、株式会社旧レックス・ホールディングス承継人株式会社レックス・ホールディングス。

第1事件及び第2事件の申立人らが所有する株式合計は、846株。平成19年4月27日現在、旧レックスの発行済株式総数は26万4360株。

- 4) 東京地裁平成19年（ヒ）第109事件申立人及び同第122事件申立人Aは、第1審決定に対し即時抗告をせず、また、同第122事件申立人Bは抗告を取り下げた。抗告人らが所有する株式合計は784株。

- 5) 本事件の諸論点については、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討―「公正な価格」の算定における裁判所の役割―」（上中下）商事法務1875号～1877号（2009年）参照。

- 6) 契約の成立時点における目的物の価値を基準に決めるのが自然で、基本的に買取請求権行使時に接した時期と解するのが相当であるが、買取価格の決定の申立ての場合には、反対株主平等の観点から同一の時点とすべきであり、投機的行為が制限される買取請求期間満了時を基準日とするのが相当である（吸収分割の786条2項に基づく買取価格の決定の申立て事件。東京高決平成22・7・7判時2087号3頁・楽天対TBS株式買取価格決定申立事件抗告審決定〔許可抗告の申立ては許可〕）。

- 7) 組織再編行為後も反対株主は株式買取請求権を行使しない限りは当該会社等の株式を保有し続けるような場合には、株式買取請求権行使時が買取価格の算定基準時であり、反対株主が自ら退出を選択した時点である株式買取請求権の行使時をもってするのが公平、もっとも、反対株主が複数存在し、異なる時点で請求したような場合には、算定基準日を、買取請求期間の満了日とすると、か、買取りの効力発生日とすることも考えられる（神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務1879号11頁）、とされる。

- 8) これには、株式買取請求の趣旨は、反対株主に公正な価格保障で会社から退出する権利を与えることにあり、組織再編の承認決議時の株価を保障するものではないし、また、吸収分割の決議時から買取請求満了日までの間に、株価が下落すれば株式を会社買い取らせ、上昇すれば株式を市場で売却する権利を反対株主に付与することになる、という指摘（前掲注6東京高決）がある。

- 9) これには、吸収分割の場合には、株式買取りの効力の発生は、当該株式の代金支払時に生ずることとなる（会社786条5項）ところ、吸収分割の場合に、公正な価格を定める基準日を分割の効力発生日とする合理的な根拠は見当たらない、という指摘（前掲注6東京高決）がある。

- 10) 原則として、市場価格を算定の基礎に用いることが相当であり、株価操作を目的とする不正な手段を用いた取引がされた等、通常の形態の取引以外の要因によって市場価格が影響され、それが企業の客観的価値を反映しないなどの特段の事由も見当たらないから、補正するまでもなく、基準時における株式の市

- 場株価（終値）が買取価格としての「公正な価格」である（前掲注6東京高決）。
- 11) 東京地決平成22・3・31金判1344号36頁（テクモ株式買取価格決定申立事件）
 - 12) 「企業価値評価の専門家ですら、提供される情報の検証、将来予測数値の現実性や会計情報の背後にある経済事実に責任を負うことは困難であり、いくら公正中立であっても依頼者の意図から完全に独立ではあり得ない。だからこそ、手続保障の専門家である裁判所が専門外の価値評価を行うことに意義がある。」（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40頁・45頁）といわれる一方で、「一般的にいえば、取引当事者と比して価値評価の能力やインセンティブの乏しい司法機関が経済取引について一種の価格統制を行うことは効率性の観点からは望ましいとは限らない」（井上光太郎＝中山龍太郎＝増井陽子「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか—実証分析からの示唆—」商事法務1918号4頁・13頁）といわれる。もっとも、「ことレックスHD高裁決定についてみれば、MBOにおいて、構造的な利益相反問題が存在し、売り手株主側の交渉ポジションが元々弱いこととあわせて、効率性を損なわない範囲で、取引の公正性（効率性に悪影響を与えない範囲で利得が当事者間で平準化されることは望ましい）を高めることに寄与したという評価は可能であろう。」（同前文献13頁・17頁）と評価・分析されている。
 - 13) 株式交換完全子会社の株主による株式買取請求に係る「公正な価格」につき、業界全体の動向その他を踏まえた補正を回帰分析の手法を用いて行い、株式交換がなければ有していたであろう株式の客観的が決定された事例として、東京高決平成22・10・19金判1354号14頁がある。
 - 14) 中東正文「株式買取請求権と非訟事件手続」法政論集223号233頁以下（2008年）参照。

（以 上）

MBOに際しての全部取得条項付種類株式の取得価格について、手続の透明性の欠如および強圧性から、取得価格を公開買付の買取り価格より高く算定した事例

大阪高決平成21年9月1日 株式取得価格決定に対する抗告事件
原決定変更、特別抗告後、取下げ・許可抗告不許可
(資料版商事307号200頁、判タ1316号219頁)

西 尾 幸 夫

一 事 実

1. 判示事項

本件は、サンスター株式会社（以下、サンスター）が、株主総会決議によって、全部取得条項付株式のすべてを取得すること、及び全部取得条項付株式1株と引換えに、450万株未満の株主から1株当たり650円の金銭を対価にて取得できる旨を定めた取得条項付種類株式1株を交付することを定めたのに対し、サンスターの株主である申立人らが、会社法172条1項に基づく株式取得価格の決定を求めた事件である。

2. 事実の経緯

相手方であるサンスターの株式は「創業一族による事実上のMBOが成立」したことにより、平成19年7月26日付けで上場（大阪証券取引所1部）廃止となっている。

申立人・抗告人（以下、X1・X2、ただし、抗告人はX1のみ）であるX1は、平成19年2月16日にサンスター株式1000株を手数料込みで64万9662円で取得したもの、乙事件申立人X2は、SSA株式会社（以下、SSA）による（龍法 '11）43 - 4, 416（1868）

株式公開買付け公表後、平成19年3月31日までの間にサンスター株式1万株を取得したものであり、いずれも本件決議まではサンスターの株主であった。

平成19年2月14日、スイス法人Sunster SA（以下、「SSA（スイス）」）の100%子会社であるSSAが、サンスター株式の公開買付け（買付期間は平成19年2月15日から3月15日まで、買付価格は1株650円）を発表した。

本件公開買付けの公表では、本件公開買付けは、サンスターの筆頭株主STAR LECS株式会社（SSAと共同で議決権行使を合意している特別関係者である。以下、SLJ。）以外の発行済全株式を取得しようとする目的のものであって、経営陣によるMBOの一環として行われた。同日、サンスターが本件公開買付けに賛同する意見を表明した。また、同日、サンスターが平成19年3月期の期末配当予想を従来の5円から無配に修正した。

同年5月18日付で、サンスターが、全部取得条項付株式等の発行のための定款変更及びその取得に関するお知らせを通知した。申立人らは、いずれもこれに反対の通知をした。同年6月25日開催のサンスターの株主総会において、まずサンスターが種類株式発行会社となり、本件取得条項付株式（第1種種類株式）を発行する旨の第一の定款変更、つぎにサンスターの普通株式に全部取得条項を付す旨の定めを新設し、この全部取得条項付株式の内容として、株主総会の決議によって全部取得条項付株式の全部を取得する場合において、全部取得条項付株式1株と引換えに、本件取得条項付株式1株を交付する旨の第二の定款変更を行い、その効力発生日を平成19年8月1日とし、特別決議によって、本件決議（取得日を同日として全部取得条項付株式のすべてを取得し、全部取得条項付株式1株と引換えに本件取得条項付株式1株を交付する決議）がされた。同日、普通株主による種類株主総会が開催され、第二の定款変更が可決された。申立人らは、いずれも上記決議に反対した。同年7月26日、サンスターの株式は上場廃止となった。同年8月1日、全部取得条項付株式の全部取得の効力が発生

し、第1種種類株式（本件取得条項付株式）が交付された。同年8月17日、サンスターの取締役会が定めた本件取得条項付株式の取得日であり、同日、SSA、SLJ、従業員持株会以外の株主の本件取得条項付株式が取得された。

原決定（大阪地裁平成20年9月11日決定）は公正な価格を650円が相当とした。

二 決定の要旨

まず、会社法172条1項による全部取得条項付株式の取得価格決定の申立においては、「当該株式の取得の効果が生じる本件取得日における公正な価格をもってその取得価格と決定」すべきであり、「市場価格の決定については、継続的な一定期間の平均値を算定するなどして、評価の精度を高めるべきこと」から、「上場廃止の日に近接する一定期間の市場価格の平均値」とすべきこととなしながらかも、サンスターが買取り価格650円の公開買付を同意したことから、2月14日以降の「株価は、その買取価格に束縛されて形成されたものであり、その当時の相手方の株式について客観的な価値を体现しているとはいいがたい。」とした。そして、「MBOを計画する経営者は、株主に対してはその利益を図るべき善管注意義務がありながら、MBOが実施された際、あるいはその後の再上場を行う際に、自己の利益を最大化するため、対抗的公開買付けを仕掛けられない範囲で、自社の株価をできる限り安値に誘導するよう作為を行うことは見やすい道理であるから（平成18年11月10日に相手方が発表した業績についての本件下方修正も、その理由が簡略で必ずしも説得力があるとはいえず、株価に対する影響もなかったといえることから、株主に対する利益配当を回避し、株価の「安値誘導」を画策する工作の1つではないかと疑われる。相手方は、企業成長を一次的に鈍化させた上で抜本的改革を断行しようとし

たと説明するものと思われるが、それだけでは株主に対する説得として不十分である。)、相手方については、MBOの準備を開始したと考えられる時期から、公開買付けを公表した時点までの期間における株価については、特段の事情のない限り、原則として、企業価値を把握する指標として排除すべきものと思料される。」とし、結果として、「公開買付けを発表した1年前の株価に近似する700円と認めるのを相当とする」とした。

つぎに、プレミアムについて、公開買付けにおける株式の公正な価格を算定するにあたっては、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（スクイズアウトプレミアム）が考慮されるべきところ、公開買付けの実務においても市場の直近価格を上回った買付価格が設定されているのが一般的」であるが、MBO実施に際して作成された株価算定の評価書は、「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」というものであり、また、同評価書は相手方により非公開とされており、相手方はX1・X2に対し裁判所のほかには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もあって、その基礎となるべき資料については必ずしも信用を措くことはできず、同評価書を分析して相手方の株式について上記プレミアムを計算することはできないから、上記プレミアムは合理的な資料により裁判所の裁量によって決められるべきものとなる。」として、平成18年1月以降に実施された他のMBOの事例（41件）におけるプレミアムが約20パーセントとしていることを考慮し、これを20パーセントと

するのを相当とするとした。

さらに、相手方においては買付価格の算定に当たり参考とした唯一の前述の評価書を公表していないこと、SSAにおいては、公開買付けの開始を株主に知らせる通知書に、「公開買付けに応じない株主については、端株しか受け取れない場合、これが売却されるが、その価格は同会社の定めた本件公開買付価格と異なることがあり得ること、当該株主が株式買取請求権を行使し価格決定の申立てを行っても、端株しか保有しない株主について、裁判所がこれを認めるか否かは必ずしも明らかではないこと、裁判所の定める買取価格及び取得価格は公開買付けの買付価格と異なることがあること、公開買付けに応じない株主は、その後の必要手続等に関しては、自らの責任において弁護士等に確認し、判断されたいことが記載されていて」「強圧的な効果」に該当しかねない表現が用いられていること、本件公開買付けを発表した後に配当をゼロとし、スクイズアウトの方式を意図的に変更して、反対株主について、当初には予定しなかったみなし配当所得による課税の不利益を課していること、本件公開買付けに対しては対抗的なTOBが実施されようとしていたことがあることからすると、多数の株主が本件公開買付けに応じたとはいえ、その価格が公正な価格であることを承認した上のことであるということにはならない、とした。

三 研 究

(1) 会社法172条1項は、全部取得条項付種類株式の取得の決議において定められた対価に不服の反対株主が、裁判所に対し、取得価格の決定の申立てをすることができることを定めており、強制的に株式を取得されることに反対の株主の有する経済的価値を補償することで株主保護をはかっている。

本決定と同じくMBOに関係した全部取得条項付種類株式の取得価格をめぐる争われた事件としては、レックスホールディングス事件（東京地（龍法 '11）43 - 4, 420（1872）

決平成19年12月19日・東京高決平成20年9月12日・最高裁決定平成21年5月29日)およびサイバーホールディングス事件(東京地決平成平成21年9月18日)がある。さらに、本決定でも挙げられているように、企業価値研究会による平成19年8月2日の「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)に関する報告書」(以下、MBO報告書とする)¹⁾およびそれを受けて作成されたと思われる経済産業省による同年9月4日の「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指針とする)²⁾が注目される。

本決定を含めた上の3つの決定およびMBO報告書・指針に共通の認識として次のことが挙げられる。まず、MBOにおいては、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、自ら株主から自社の株式を取得することとなり、必然的に取締役についての利益相反的構造が生じること、そして株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間に大きな情報の非対称性も存在することである³⁾。そして、構造的利益相反性を前提に、それを独立当事者間取引にできるだけ近づけるためには、とりわけ適正な情報の開示と公正な(公開買取り)価格決定が必要だとされている。とりわけ、後者との関係では、強圧性の存在しないこと(換言すれば、強圧性があれば、その公正性が疑われる)が求められている。さらに、価格決定に際しては、MBOを行わなくても実現できる価値(本決定のいう客観的価値)のほかに、MBOを行うことによって実現される価値(本決定のいうプレミアム)について、後者のプレミアムは株主もその均等に与りうるものとしている。

(2) レックスホールディングス事件最高裁の決定における田原睦夫の補足意見は、①MBO報告書において、公開買付けに応じない株主は、普通株式の1株に満たない端数しか受け取れないところ、当該株主が株式買取請求権を行使し価格決定の申立てを行っても、裁判所がこれを認めるか否かは

必ずしも明らかではない旨を伝えるといった強圧性を示す記載がなされていたこと、②業績予想の下方修正がMBOの実現を念頭に置いた意図的なものであること、③公開買付者が実施した株価算定評価書を提出しなかったことを主な理由として、本件株価および20%のプレミアム部分を認めた原決定の正当性を是認しており、本決定は、レックスホールディング事件の高裁決定および当該補足意見に沿った形で価格を算定したといえよう。

本件において、公開買付けの開始を株主に知らせる通知書において、(a) 公開買付けに応じない株主は端株しか受け取れなくなり、その売却代金のいかんにより公開買付け価格と異なる可能性のあり、当該株主による株式買取請求権の行使が認められないおそれもあること、さらに行使が認められても、公開買付け価格と異なることがあり得ることが示されており、上の①に相当するものといえる。また、(b) 業績評価の下方修正と公開買付け公表後の配当ゼロとする旨の公表が上げられ、さらに、(c) 株価算定評価書の信頼性の欠如が指摘されているが、これも上の②と③に対応する。本件ではさらに、(d) 個人株主にとって税法上不利になるスキーズアウト方式をとられたことも強圧性を示す1つの要素と捉えられている。

問題は、本決定が強圧性を示すものとしたこれら要素が、原審の決定では、必ずしも強圧性を示すものとして捉えられていないことである。

まず、(a) との関係で、本件通知書においては、その内容が決まっておらず、レックスホールディングス事件やサイバーホールディング事件の場合のように、全部取得条項付種類株式だけを利用して、端株が生じることもあり得たこと、また少数派を排除するための株式併合の可能性もあることを示したにすぎず、これが強圧的要素（公開買付けに応じなければ、買付け価格より低価で売却せざるを得なくなるという威嚇効果）をどれだけ含むか、微妙であろう⁴⁾。また、(b) に関して、業績予測の下方修正（の公表）は、原決定が述べているように、大阪証券取引所の規則上必要な開

示であること、本件下方修正が公開買付公表前の3ヶ月前であること、本件下方修正によって市場株価に大きな変動がなかったことからして、果たして株価の安値誘導といえるのか、微妙である⁵⁾。また、今期の配当はゼロになるとの公開買付け開始後の言明も微妙であるが、配当の多寡が株価に影響することを考えれば、無配という要素は一見して強圧的要素を含むかもしれない。ただし、これも会社の事業実態からしてやむを得ない経営判断の結果として無配の宣告があるならば、それを直ちに、強圧的要素だと判断することも難しいであろう。(c)について、本決定によれば、本評価書はその基礎となるべき資料について必ずしも信用をおけないとしているが、この評価書が金商法27条の3第2項（公開買付府令13条1項8号）の「買付け等の価格の算定に当たり参考とした第三者による評価書」に当たらず、これとは別に買収者であるSSAが株価算定評価書を開示したのかどうかは明かではない⁶⁾。(d)について、本件の原決定は、この課税の関係は例えば当該株式の買付価格により、また株主が法人か個人か等個々の株主の事情により異なるから、これをもってスキーズアウトの方式の変更に強圧性はあるとはいえないとする。

最後に、株式価値の確定において、本決定は、株式取得の効果が生じる取得日における公正な価格を当時の市場価格に求めるており、このことは妥当だとしても、MBOを開始したと考えられる時期以降の株価を一切排除することは適切か問題となりうる。また業績の下方修正などの安値誘導に繋がる強圧的要素があるとして公開開始の1年前の株価を株式の客観的価値としているが、なぜ1年前なのか必ずしも明かに示されていない⁷⁾。さらに、サンスターの経営者など関係者以外の株主のうち87%弱の株主が公開買付に応じたという事実を買付価格の適正性との関係でどのように判断するのかという問題も取り上げられていない⁸⁾。

以上のように、構造的な利益相反性をかかえるMBO手続を強圧性の観点からどのように評価すべきかは事実認識の問題でもあるが、本件決定

は、強圧性の要素をなくすためには、どのような手続が必要かという問題をあらためて提起しているものといえる。

注

- 1) <http://www.meti.go.jp/press/20070802008/MBO.pdf>
- 2) <http://www.meti.go.jp/press/20070904004/MBO-shishin.pdf> なお、本報告書・指針の公表は本件事件発生後であるが、いずれの決定でも重要な参考資料と位置づけられている。
- 3) MBO報告書4頁、加藤貴仁「レックス・ホールディング事件最高裁決定の検討（中）」商事1876号5頁、十市崇「レックス・ホールディング事件最高裁決定とMBO実務への影響（下）」金商1326号5頁。
- 4) 十市崇「サンスター事件大阪高裁決定の検討（下）」商事1881号14頁、北川徹「平成21年度会社関係重要判例（上）」商事1905号7頁。
- 5) 十市・前注（4）15頁。ちなみに、レックス高裁決定において、旧レックスが平成18年8月21日に公表した「同年12月期の業績予想の下方修正は、企業会計上の裁量の範囲内の会計処理に基づくものとはいえ、既に、この段階において、相当程度の確実性をもって具体化していた本件MBOの実現を念頭において、特別損失の計上に当たって、決算内容を下方に誘導することを意図した会計処理がされたことは否定できない。」とされたが、加藤貴仁「レックス・ホールディング事件最高裁決定の検討（中）」商事1876号12頁は、レックスホールディングス事件において企業会計に基づく会計処理の一環として下方修正がなされたことについて、金商法または金融証券取引所が定める義務に従ってなされる業績下方修正であること、経営環境の変化を適切に反映していること、会計監査人の指摘を受けての対応であるといった事情が存在する場合には、公開買付けの関連で業績下方修正を問題とすることは困難であろうとされる。また、サーバーホールディングス事件においても、のれんの減損処理等が行われ、業績下降修正がなされたが、減損処理等は、「会計基準に基づく適正な処理であり、本件MBOとは無関係に行われたものである」とされた。
- 6) 加藤・前注（5）10頁。
- 7) 十市・前注（4）13頁。
- 8) MBO指針では、対抗的な買付けの機会を確保されているにもかかわらず当該期間に対抗買付けがなされなければ、価格の適正性を担保することになっている（MBO指針16、17頁）が、加藤・前注（5）12頁は、そのためには、対抗提案の積極的な勧誘が必要だとしている。

旧商法245条ノ2の営業譲渡に反対する株主による株式買取請求時の「公正ナル価格」の算定にあたって、DCF法による評価が相当であるとした事例

(カネボウ株式買取価格決定申立事件抗告審決定)、東京高決平成22・5・24、金融・商事判例1345号12頁、平成20年(ラ)第637号各株式買取価格決定に対する抗告事件、抗告棄却、〔許可抗告・特別抗告〕(原審：東京地決平成20・3・14、金融・商事判例1289号8頁)

岩 崎 恵 一

一 事 実

1. 判示事項

(1) 産業活力再生特別措置法の事業再構築計画の認定を受けた株式会社において、営業譲渡に反対する株主が株式買取請求権を行使した場合の旧商法245条ノ2の「公正ナル価格」の評価方法は、DCF法によるのが相当である。

2. 事実の経緯

(1) Y社(カネボウ株式会社、東証1部等に上場、明治20年に設立された繊維の名門会社で、化粧品、薬品、食品等の事業を多角的に経営していた。)は、事業不振から629億円の債務超過に陥り、平成16年3月10日には産業活力再生特別措置法に基づき産業再生機構に支援を要請した。産業再生機構が支援を決定した事業再生計画では、Y社は化粧品事業部門を営業譲渡し、それ以外の事業部門を分社化する方向で検討するとされ、Y社は、平成16年5月7日にカネボウブティック株式会社(Y社の100%子会社、そ

の後、株式会社カネボウ化粧品に商号変更)に化粧品事業を3,800億円で営業譲渡した。

(2) ところが、産業再生機構が精査したところ、Y社は3,251億円(連結ベースで3,575億円)の債務超過であることが判明したため、平成16年5月31日には、抜本的な再建策である新事業計画により支援することとし、①金融機関はY社に対する債権995億円を放棄する、②産業再生機構は金融機関のY社に対する債権5,556億円を時価1,108億円で買取る、③Y社は資本金313億円を1億円に減資(99.7%)して法定準備金187億円と合わせた500億円を資本の欠損填補に充当するとともに、10株を1株に株式併合する、④Y社は500億円の第三者割当増資(三井住友銀行にA・B種類株式6,000万株(1株500円、計300億円)、産業再生機構にC種類株式5,263,150株(1株380円、約200億円))を行う、④Y社は200億円の第三者割当増資(カネボウ化粧品にC種類株式6,250万株(1株320円))を行う、⑤Y社は不採算事業の営業譲渡を行う、などの施策が実施に移された。

この間に、Y社は、粉飾決算がなされたとして過年度(平成11年度から平成15年度)の決算修正を発表したところ、有価証券報告書の虚偽記載を理由に平成17年6月13日に上場廃止となった(同月10日の最終株価は1株360円であった。)

(3) 産業再生機構は、新事業再生計画の進捗に伴い支援を終了することとし、平成17年8月にY社が策定した5カ年計画に基づき競争入札による支援者を募った結果、平成18年1月31日にはその所有するY社発行のC種類株式5,263万1,500株全部(1株201円)をトリニティ・インベストメント株式会社(以下、T社という。アドバンテッジパートナーズ有限責任事業組合、株式会社MSKパートナーズ、ユニゾン・キャピタル株式会社の3投資会社が運営)に、またカネボウ化粧品も、平成18年2月21日にC種類株式6,250万株(1株201円)をT社に譲渡した¹⁾。これにより、T社はY社の議決権数の69%を所有することとなった。なお、Y社は、平成18年1月31日にカネ

ボウ化粧品発行の普通株式全部8万6,000株を花王株式会社に譲渡した。

(4) T社は、平成18年2月22日から3月28日まで、Y社発行の普通株式に対して公開買付け(1株162円)を行い、買付予定株式総数5,099万6,669株のうち2,181万4,229株を買付け、Y社議決権株式数の82%を取得するに至った。

(5) Y社は、平成18年4月14日開催の取締役会において、ホームプロダクツ事業をカネボウホームプロダクツ株式会社(T社の持株親会社が出資)に、薬品事業をカネボウ製薬株式会社(T社の持株親会社が出資)に、それぞれ同年5月1日をもって営業譲渡する旨を決議し、同日には電磁的方法により公告した。

しかし、営業譲渡に反対する株主X(100株から145万3,100株を有する5グループからなる534人、合計677万株)は、Y社に対しY社株式の買取請求を行ったが、買取価格の協議が整わず、東京地方裁判所に価格決定の申立てをした(申立価格は950円、1,392円、1,578円、なお、Y社は162円を主張)。

(6) その後、Y社は、平成19年6月28日の株主総会で解散決議を行い清算手続(海岸ベルマネジメント株式会社に商号変更)に入ったが、平成20年11月11日にはT社に吸収合併され、普通株式には1株130円の合併交付金が交付された²⁾。

二 決定要旨

(1) 営業譲渡に反対した株主が旧商法245条ノ2第1項の「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」で買取請求できる制度は、反対株主に投下資本を回収する途を保障するものである。

本件の「公正ナル価格」は、営業譲渡が行われず会社がそのまま存続すると仮定した場合に形成されたと想定される株式の客観的交換価値(営業

譲渡がされたことにより生ずるシナジー部分（営業譲渡から生ずる相乗効果）は含まない。）と解され、基本的に会社の継続会社としての価値を基に評価すべきことになる。

(3) 非上場会社の企業価値の評価方法には、大きく3つの方法があるが、本件では、インカム・アプローチの代表的手法であるDCF法により評価することが一番妥当である。株式買取請求権での株価評価にあたり、期待プレミアムの上乗せ、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相当ではない。

(4) 鑑定人は、DCF法に従って評価しているが、将来キャッシュ・フローの算定基礎となる事業計画に5ヵ年計画を採用したこと、また株式リスクプレミアム、永久成長率、負債コストなどに採用した数値等などにつき、鑑定人の判断に著しく不合理があるとはいえない。したがって、買取価格は鑑定評価どおり1株360円とするのが相当である。

(5) 鑑定費用の負担については、本案の裁判に対する抗告に理由がないときは、費用の裁判に対する不服の申立ては許されない（最一判昭和29・1・28民集8巻1号308頁等参照）、原審決定の鑑定費用の負担については判断しない。

三 研 究

1. 反対株主の株式買取請求権制度

本件のように会社が営業の全部又は重要な一部を譲渡する場合には、株主総会の特別決議を要するが（旧商法245条1項）、営業譲渡に反対する株主は、株主総会に先立ち書面で反対の意思を通知し、かつ、総会で反対したうえで、書面をもって会社に対して自己の有する株式を「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」をもって買い取るべき旨を請求することができる（245条ノ2）。

（龍法 '11）43 - 4. 428（1880）

反対株主の株式買取請求権は、会社の基礎の変更等の行為に反対する株主が投下資本の回収を図る制度であり、少数派が株式を譲渡して会社から離脱することが困難な閉鎖型の会社においては、特に存在意義が大きいといわれるが³⁾、会社法の制定により、企業再編に反対する株主に救済を与える性格があり、経営者、多数株主が行う決定に対するチェック機能が前面に出てくるとの主張がなされている⁴⁾。事実、株式買取請求権は、営業譲渡そのものに反対するか、対価等に不満がある少数派株主の救済策として利用されるほか⁵⁾、株式処分の方法⁶⁾、節税対策といった目的にも利用されているが、「公正な価格」の評価・決定に裁判所が関与することにより、組織再編行為に伴う対価の額・比率の適正性を牽制チェックする機能を果たしている。

株式買取請求権は、株主の「権利行使により、会社の承諾を要することなく、法律上当然に会社と株主との間の売買契約が成立したと同様の法律関係が生じるが、その際買取価格までもが具体的に定まるものではなく」⁷⁾、会社買い取るべき義務が生ずる形成権である⁸⁾。

2. 買取請求手続

営業譲渡に反対する株主は、買取請求書面を決議の日より20日以内に提出し（旧商法245条ノ3第1項）、会社との協議により買取価格が決定したときには、会社から90日以内にその支払いを受けるが、もし決議の日から60日以内に会社との協議が整わないときは、株主は期間経過後30日以内に裁判所に対し買取価格の決定を請求することができる。また、会社は、裁判所の決定価格に決議の日から90日経過後の法定利息を支払わなければならない（同条4、5項）⁹⁾。

本件では、産業活力再生特別措置法12条の3第2・3項により営業譲渡が取締役会で承認決議され、電磁的方法により公告されたので、反対株主は、公告日（平成18年4月14日）から2週間以内（4月28日まで）に反対の

意思表示を通知しなければならず、同じく20日以内（5月18日まで）に書面で株式買取請求を行い、公告開始から2週間経過後60日以内に会社との価格協議が不調に終わったので、その期間経過後30日以内（7月27日まで）に株式買取価格決定の申立てをしなければならなかった。

申立適格について、原審は、請求株数が不明、反対通知がない、期限遅れ等を理由に手続違反として、申立者の一部を却下している。多数の株主を一律に公平に取り扱わなければならないので、手続期限は止むをえぬとしても、公告に気付かない株主も少なからずあり、株主への個別通知制度が必要と思われる。会社法においても、株式会社は事業譲渡等の効力発生日の20日前までに株主へ通知しなければならないが（469条1項）、公開会社は公告に代えることができるので（同条2項2号）、略式事業譲渡等では同様の問題が生ずるおそれがある。

なお、Y社は、株式買取価格決定手続中に交付金合併により消滅会社となったので、買取請求をした株主の株式は無効となったが、本決定では、株式売買契約上の買主の地位は、当然に承継され、存続会社のT社は、Y社の株式買取価格決定手続上の地位も受け継ぐと判断している。

3. 非訟手続による買取価格の決定

裁判所が株式買取価格を非訟事件手続法に基づき決定することについて¹⁰⁾、最高裁は、「他の株主、会社債権者等の利害にも影響するところが少なくないこと、株価は変動の可能性が高いものであるから、とくに手続の迅速処理が必要とされること等を考えると、価格の決定に当たっては、裁判所は、監督的、後見的役割が期待されている・・・具体的事件につき、当事者の主張・立証に拘束されることなく、職権により諸般の事情を斟酌して迅速に買い取り価格を決定することが要請されるのであって、その決定の性質は、裁判所が私人間の紛争に介入して、後見的立場から合目的の見地に立って裁量権を行使し、権利の具体的内容を形成するもの」と

して、合意との判断をしている¹¹⁾。しかし、非訟事件手続においても、申立人の評価を尊重すべきとして当事者主義に立つべきことが主張されている¹²⁾。

4. 公正な価格

営業譲渡時の買取価格は、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（旧商法245条ノ2）である。本決定では、明確にシナジー効果による価格部分を否定しているが、条文の文言から見て妥当と考える。ところが、会社法では、合併等の再編行為によるシナジー効果を含めるために、買取価格は単に「公正な価格」と改められている（469条1項）ので¹³⁾、事業譲渡等におけるシナジーの帰属が問題となる。

学説には、「シナジーを事業の結合から生ずる価値と理解するならば、正に事業譲渡は事業の結合を実現する手段であり、正のシナジーが発生する場合、理論的には事業価値等に応じてシナジーの配分を必要とする・・・事業全部の譲受であるが、受け手の株主は事業の結合から生ずるシナジーの配分を受けることができるから、受け手の事業価値を毀損するような譲受に対し「譲受けがなければ有したであろう価格」を保障する」と肯定する説¹⁴⁾、「一般に事業譲渡は、譲受会社側が譲受人発行の株式を取得する形でシナジーの配分に預かる取引ではない（この点で合併等とは異なる）。もっとも、譲渡会社・譲受人間で独立当事者取引が行われれば、前者が幾ばくかのシナジーの配分を受ける価格が実現するはずだとの考え方もあり得る」とする説がある¹⁵⁾。

事業譲渡の場合を考えると、譲受人から対価を取得するのは譲渡会社であって株主ではないし、通常は金銭である対価が「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と相違したとしても、その差額は譲渡会社に帰属する。仮に譲渡会社が譲受人の株式を取得することがあるとしても、株主はその株式を直接取得しないので（譲渡会社が株主に当該株式を現物配

当や残余財産の分配として引き渡したとしても)、譲渡会社の反対株主に譲受人のシナジー効果が帰属することはない。また、事業全部の譲受けの場合も同様で、シナジー効果の分配は考慮する必要はないと考える。

5. 株価の評価方法

(1) 株価の評価方法の選択

株式の価値については、上場会社では、自由な売買により形成される市場価格をベースに評価を行うことができ、現にそれに基づき価格決定がなされている¹⁶⁾。しかし、非上場会社の場合には、市場価格がないので、以下のような評価方法を選択して算出する株価を単独又は併用して決定することになる¹⁷⁾。

①インカム・アプローチ：評価対象会社から将来期待することができる経済的利益を当該利益の変動リスク等を反映した割引率により現在価値に割り引き、株式の価値を算定する収益方法で、aフリー・キャッシュ・フロー法、b調整現在価値法、c残余利益法、dその他（配当還元法、利益還元法）がある。

②マーケット・アプローチ：評価会社と業種・規模・収益等が類似する企業や類似業種の資産や利益等の複数の比準要素を比較し比準割合を計算し、これに基準となる株価を乗じて評価する方法で、a市場株価法、b類似上場会社法（倍率法、乗数法）、c類似取引法、d取引事例法（取引事例価額法）がある。

③ネットアセット・アプローチ：評価会社の純資産を直接評価して企業価値を算定する方法で、a簿価純資産法、b時価純資産法（修正簿価純資産法）がある。

株式買取請求権に関する株価の決定事例には、高松高決昭和50・3・31判例タイムズ325号220頁（純資産法・類似会社比準法（1対1））、大阪高決昭和60・6・18判例時報1176号132頁（配当還元法・収益還元法・純資産法（龍法 '11）43 - 4, 432 (1884)

(3対3対4))、最高判昭和63・1・29別冊商事法務101号214頁(収益還元法・純資産法(1対1))があるが、いずれも評価方法を併用して買取価格を決定している¹⁸⁾。

(2) 本決定での株価評価

本決定は、①aのうちのDCF方式を採用し、買取価格を1株360円と決定した。すなわち、営業譲渡に反対する株主に株式買取請求権が認められるのは、「反対する株主に投下資本を回収する途を保障するもの」と位置付けたうえで、営業譲渡での「公正ナル価格」とは、営業譲渡が行われず会社がそのまま存続すると仮定した場合に形成されたと想定される株式の客観的交換価値(営業譲渡がされたことにより生ずるシナジー部分(営業譲渡から生ずる相乗効果)は含まない。)であり・・・基本的に継続企業としての価値を基に評価すべき」とした上で、本件のような営業譲渡は「会社の財産処分としてこれを捉えることができるから、少数派の反対株主は、会社が清算される場合と同様、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は捉えることができるところ、その価値は、清算に際し事業が一体として譲渡される場合を想定した譲渡価値、すなわち、その事業から生ずると予想される将来のキャッシュフローの割引現在価値に一致すると考えるのが合理的である」として、「インカム・アプローチの代表的手法であるDCF法(将来のキャッシュフロー(企業に事業活動によって得られた収入から事業活動維持のために必要な投資を差し引いた金額)を見積り、年次ごとに割引率を用いて現在価値の総和を求め、当該現在価値に事業外資産の価値を加算し、負債の時価を減算して企業価値を算出し、株主が将来得られると期待できる利益(リターン)を算出する方法)により評価することが一番妥当である」とした。

そして、他の評価方法については、以下のとおりいずれも排除した。

(1) 配当還元方式は、「将来予想される配当の割引現在価値だけに注目していくもので、残余の部分は支配株主に帰属することになるので相当性を

欠くし・・・産業再生機構の支援を受けていた事業再生途上の企業であって、配当を受けることができる状況にはない」など適切に適用する前提を欠いている。

(2) 時価純資産方式は、「清算が予定されている企業の株式価格の算定には適するが、継続企業としての価値を評価するには不適當（せいぜい評価の下限としての意味を有する程度のものというべきである）」であり相当でない。

(3) 取引事例方式も、本件での公開買付け価格（1株162円）は、「買付予定株式総数に対して、応募株式の総数は予定の42.3%にとどまったのであって、その買付価格については、買付予定株式を所有する多数の株主からその妥当性に疑問を持たれていた・・・公開買付けの予定価格は、本件鑑定と同じ、DCF法により、本件5ヵ年計画に依拠して算定されたにもかかわらず大きく異なる・・・産業再生機構・カネボウ化粧品がトリニティ社に譲渡したC種類株式の譲渡価格（1株201円）は、産業再生機構の援助の下に再建手続を行っていたという特殊な事情のもの」であり、適切な取引事例と捉えるには疑問があるし、「しかも産業再生機構に対し発行したC種類株式は1株380円であり、カネボウ化粧品に対し発行したC種類株式は1株320円であり、上場廃止の終値は1株360円であった事実もある」ので相当ではない。

また、今後の株価上昇に対する期待権を評価した期待プレミアムの上乗せは、DCF法が「現在の株式価値は将来の株式が生み出すであろう価値を織り込んで評価している」として相当でないと否認し、ディスカウントについても、「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に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する減価）や、非流動性ディスカウント（市場価格がな

（龍法 '11）43 - 4, 434（1886）

いことを理由とした減価)を本件株式価値の評価にあたって行うことは相当ではない」として認めなかった。

そして、DCF法により株式買取価格を評価・算定した鑑定の相当性について、「鑑定は、裁判所の判断の補助として、特別の学識経験を有する者から専門的知識や経験則を報告させるものであり、裁判所は、必ずしも鑑定の結果に拘束されるものではない」としつつ、裁判所が鑑定結果の採否を判断するにあたり「鑑定が前提とした事実には誤りがないか、前提とした資料の選択や専門的知識に基づく判断の過程に著しく合理性を欠く点がないかといった観点から検討する」として、鑑定は「当事者の了解の下、評価の前提となる資料等の大枠を定めた上」で、「将来のキャッシュ・フローの算定基礎となる事業計画として本件5ヵ年計画を採用したこと」、「株式リスクプレミアム、永久成長率、負債コストの数値等については、鑑定人が鑑定の趣旨、目的等を考慮して、専門的知識と経験に基づき採用したものであり、いずれも会計理論、専門的経験則、統計等に照らすとそれなりの根拠を有することを否定しがたいものである」から、資料の選択や判断の過程に著しく不合理な点があるとは認められないとして、原審と同様、鑑定人の評価を採用し、1株360円と決定した。

(3) 私見

1) DCF法の採用について

インカム・アプローチは、「一般的に企業が将来獲得することが期待される利益やキャッシュ・フローに基づいて評価することから、将来の収益獲得能力や固有の性質を評価結果に反映させる点で優れているといえる。また、市場での取引環境の反映については割引率等を通じて一定の反映がなされるといえよう。一方でフリー・キャッシュ・フロー法などを前提とすると、事業計画等の将来情報に対する恣意性の排除が難しいことも多く、客観性が問題となるケースもある」と指摘されている¹⁹⁾。非上場会社における取引目的の鑑定評価では、支配株主は会社経営に関与できるの

で、その支配株式はDCF等の会社全体を評価する方法を適用し、非支配株式については支配株式による評価では売却できないという背景事実から、非支配株主は配当を受動的に受け取るだけとして配当還元法が適用されるが、裁判目的の評価では、支配株式と非支配株式とでは法的持分の価値は変わらないとして、配当還元法は限定的に解されるが、適用される法律の立法趣旨や個々の事情によっては、支配株式と非支配株式のどちらかの評価額あるいは高い方で決定されることもあろうともいわれる²⁰⁾。

本件の場合には、DCF法のみが採用されているが、競争入札によるスポンサー募集のためY社が産業再生機構に提出した5ヵ年計画を算定の基礎として比較的恣意性の入り込みにくい客観的な資料となり得ると裁判所が判断したものと考えられ²¹⁾、また公開買付け価格もみずほ証券が評価したDCF法により算定されており比較検討できることを考慮すると、DCF法の採用は妥当であったと評価できよう²²⁾。

本決定では、鑑定人の鑑定評価どおりの買取価格を認めている²³⁾。具体的な数値の妥当性については、ファイナンス理論、鑑定実務等に依拠するしかないが、しかし、将来キャッシュ・フローの予測値・予測期間、割引率などは、いずれも予測・推定に基づく仮定条件が算定の前提となっていることから、株主・会社双方の不服の主張からも一義的な価格算定が容易でないことが窺われる。DCF法を採用できるのは、少なくとも相応の事業規模・安定した業績による予測可能性の容易さ、事業計画の立案・実施経験、会計制度の整備といった要件を満たす上場会社並みの会社に限定されるのではないと思われる。

2) プレミアムについて

ところで、本件では、T社は平成18年2月にC種類株式²⁴⁾を産業再生機構から5,263万1,500株、カネボウ化粧品から6,250万株、計1億1,513万1,500株（議決権株式総数の69%）を取得し、その直後の3月に公開買付けにより普通株式5,128万3,557株のうち2,181万4,229株（議決権株式総数の82%）を取

（龍法 '11）43 - 4, 436（1888）

得し²⁵⁾、5月にはY社の2事業をT社の持株会社の100%子会社に営業譲渡し、最後には平成20年11月にT社がY社を交付金合併により吸収合併している。これら一連の流れをみると、T社グループがY社を100%支配する手段として、公開買付け、営業譲渡、吸収合併を活用し、つまりは普通株式を有する少数派株主をスクイーズ・アウトしたといえよう。そうであれば、少なくとも公開買付け価格・株式買取価格・合併交付金は、株式の平等性からみて同額であってしかるべきとの評価もできよう。

本決定ではDCF法を採用したが、T社の公開買付けの買付価格の決定にあたってはDCF法が採用され、15円（10.2%）のプレミアムが上乘せされている。買取価格の評価にあたっては、プレミアムを認めるかどうかの問題となる。

本決定では、①DCF法が将来期待できる経済的利益を現在価値に引き直して株式価値を算定する方法であり、現在の株式価値は将来の株式が生み出すであろう価値を織り込んで評価されていること、②現在の株式価値を市場価格に求めた裁判例（東京地決平成19・12・19レックス・ホールディングス事件）とは異なる、として上乘せを否定している。確かに、期待プレミアムについては、将来の株価上昇に対する期待権との捉え方もできよう。しかし、M&Aで支払われるプレミアムには、買い手が支配権を獲得することにより経営の自由度が格段に高まることによって付加価値を生むことができる可能性に支払う対価（コントロール・プレミアム）と、買い手側と売り手側と統合して生まれるシナジーに対する対価（シナジー・プレミアム）があり、それをミックスした最たるものがスクイーズアウト・プレミアムであるとして、実際の事例では、スクイーズアウトで支払われる金銭対価はTOB価格と同等の経済的価値となることが多いといわれている²⁶⁾。本件では、買い手側は投資ファンドでありY社と同様の事業は行っていないので、事業結合によるシナジー効果は発生せず、コントロール・プレミアムのみになると思われるが、公開買付価格と株式買取価格と

は同額であるべきとの立場からみれば、買取価格の評価にあたっては、少なくとも公開買付け時のプレミアムが上乗せされてしかるべきではないか、と考える。

また、本件での株式買取請求は、支配株主（議決権の過半数を有する株主又はその株主グループ）と非支配株主（支配株主以外の株主）間で取引される株式の公正な株価を評価するとの一面も有している。通常の株式取引であれば、買主が売主である株主と個別に条件交渉して買取るのであるが、交渉にかかる手間・時間を節約し、全株式を確実に取得するために、会社法制度を活用して、売却を望まない株主からも強制的に株式を取得するのであるから、強制排除される少数派株主に見返りがなければバランスを欠くことになるので、それがコントロール・プレミアムに含まれると考える。

6. 鑑定費用の負担

(1) 本決定では、鑑定費用の負担判断は最高裁判例を理由になされなかったが、原決定では、以下を基準に、鑑定費用5,420万円のうち申立人である株主が約4,531万円を、会社が約889万円を負担すると決定している。

①申立てが適法なときは、申立人（株主）らの持株数と本件株式の価格についての株主らと会社それぞれの主張額と当裁判所が決定する乖離率に応じて各当事者が負担する。

②申し立てが不適法なときは、申立人（株主）らの持株数に応じて申立人らが負担する。

旧商法では、申立人が株主のみに限定され（245条ノ3第4項）、鑑定費用は、原則として申立人の負担とされている（非訟事件手続法26条）が、原審は、申立株主に費用を負担させ、Y社にも、「裁判所は特別の事情あるときは関係人に費用負担を命ずることができる」（非訟28）との規定には触れることなく、公平の観点からとして費用の一部を負担させている。

鑑定費用は、本件でも明らかなように高額になりうるため、裁判実務では、当事者間で合意しておくことが多く、これを調書に記載することもあるとのことである²⁷⁾。

(2) 費用負担の妥当性

濫訴を回避するために、鑑定費用を申立人に負担させるのかもしれないが、株式買取価格をめぐっては、原決定が指摘するように、「申立人らが申立ての当初の段階から適正な株式価格を主張するために必要な資料を有しているとはいいい難い」のであり、株価の評価に必要なデータ・資料は会社が専有しているのが実情である。会社法下においては、会社は、事業譲渡等の効力発生日から60日満了後は年6%の利息を支払わなければならないので（470条4項）、早期決着のため、会社が申立人となり（470条2項）、会社が鑑定費用を負担することも想定されるが、取締役の任務懈怠の可能性、反対株主への牽制等を考えると、事実上は困難であろう。

反対株主が多額の鑑定費用に耐えられないことは通常であろうが、となると株式買取請求権を与える会社法の規定は、ほとんど空文と化してしまう²⁸⁾。そもそも買取請求権の公正な株価を算定するのに必要な資料は、会社側が専有するという情報の非対称性からみて、一次的に買取株価を算出する能力は、株主ではなく会社にあるし、その算出された株価の適正性や公正さを評価のために鑑定するのであるから、鑑定費用は、原則として会社の負担とし、濫訴等の場合に株主に負担させるのが妥当ではないかと考える。

注

- 1) 最二判平成22・10・22金融・商事判例1353号19頁は、原審（東京高判平成20・7・9金融・商事判例1297号20頁）を否認し、旧証券取引法施行令7条5項4号、旧他社株府令3条の2の4第1・2項の「株券等」には特定買付け等の対象とならない株券等は含まれないので、C種類株式以外の株式等の所有者数、その同意の有無を考慮する余地はなく、公開買付けによらずC種類株式を買付けても証券取引法27条の2には違反せず、不法行為を構成しないと判断した。

- 2) 東京地決平成21・10・19金融・商事法務1329号30頁は、吸収合併される清算会社の反対株主による株式買取請求につき、「公正な価格」は吸収合併の効力発生日における清算会社の客観的価値(吸収合併がなければ有すべき清算価格、又は吸収合併を前提として清算価値に基づいて算定するのが相当)であるとして、時価純資産方式により算定された純資産額に基づき決定された合併交付金1株130円と同額であるのが相当であるとした。
- 3) 江頭憲治郎『株式会社法第3版』763・764頁注(1)(有斐閣、2009年)
- 4) 藤田友敬「新会社法における株式買取請求制度」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論(上巻)』276頁(商事法務、2007年)。十市崇・館大輔「反対株主による株式買取請求権(上)」商事法務1898号89頁(2010年5月)は、組織再編に賛成しつつその対価が不公正と考える株主が取り得るほぼ唯一の有効な救済手段と指摘している。
- 5) 組織再編行為では、交付金合併等、全部取得条項付種類株式を活用するMBO、公開買付けによる上場廃止等により、少数株主がスクイズ・アウトされる場合の対抗策として利用される。
- 6) 上場会社では、合併等交付金が株価を下回る場合や株式の大量売却による株価の下落回避、公開買付けの回避の場合に、非上場会社では、株式の流動性がないときの株式処分的手段として利用される。例えば、電源開発株式会社の株式を9.9%取得したファンドが、同社100%子会社の一部事業を承継するため簡易吸収分割(平成20・10・1発効日)に伴い、株式買取請求権を行使した。
- 7) 最一小決昭和48・3・1民集27巻2号161頁、判例タイムズ292号250頁
- 8) 前掲3) 767頁
- 9) 会社法では、営業譲渡は「事業譲渡」と改称されたが(会社法467条)、手続も事業譲渡の効力発生日を基準に変更され、株式会社は事業等の譲渡契約を効力発生日の前日までに株主総会の特別決議で承認を受けること(同条1項)、反対株主は「公正な価格」により株式の買取を請求できるが(469条1項)、その請求の株式数を事業譲渡等の効力発生日の20日前から前日までに明らかにし(同条5項)、会社は効力発生日から60日以内に協議決定した価格を株主に支払わなければならない(470条1項)、もし、効力発生日から30日以内に協議が不調となった場合には、株主又は会社はその30日満了後30日以内に裁判所に価格決定の申立てができるが(同条2項)、会社は裁判所の決定価格に対し年6%の利息(効力発生日から60日以降)を支払わなければならない(同条4項)とされた。なお、簡易事業譲渡(467条1項2号括弧書)の場合には、株式買取請求権は認められない。
- 10) 会社法下の価格決定手続は、会社法(868条ないし876条)、非訟事件手続法及び会社非訴事件等手続規則により、申立者は会社の本店の所在地を管轄する地方裁判所に申立て(会社866条1項)、裁判所は申立権利者の陳述を聴取し(870条4号)、職権で事実の探知、証拠調べを行い(非訟11条)、裁判は決定によるが(非訟17条)、理由が付記される(会社871条)。裁判手続・審問の併合

は裁判所の裁量となるし、公開もされない。

- 11) 最一小決昭和48・3・1民集27巻2号161頁、判例タイムズ292号250頁
- 12) 中東正文「カネボウ株式買取価格決定申立事件」金融・商事判例27・28頁（2008年5月）。非訟事件手続法の改正作業が現在進められている。
- 13) 相澤哲編著『一問一答新・会社法』221頁（商事法務、2005年）は、「株式会社が合併すること自体については賛成であるが、合併の結果、対価として交付される財産の割当てには不満足である者も存在しうる。このような株主が株式買取請求権を行使する趣旨は・・・合併による企業価値の増加を適切に反映した公正な価格による株式の買取りである」として見直したとする。
- 14) 落合誠一『会社法コンメンタール12一定款の変更・事業の譲渡等・解散・清算（1）』（柳明昌）126頁（商事法務、2009）
- 15) 前掲3）875頁注（11）。なお、河和哲雄＝深山徹「株式買取請求権」江頭憲治郎＝門 正人『会社法体系第2巻』111頁（青林書院、2008年）は、「事業譲渡等が企業価値を増加させると認められる場合は同様」とシナジの分配を肯定している。
- 16) 東京地決昭和58・2・10判例時報1068号110頁、最高決平成21・5・29金融・商事判例1326号35頁、東京高決平成20・9・12金融・商事判例1301号28頁、東京地決平成19・12・19判例タイムズ1268号272頁、大阪高決平成21・9・1金融・商事判例1326号20頁、東京地決平成21・9・18金融・商事判例1329号45頁、東京地決平成21・3・31判例タイムズ1296号118頁、東京地決平成21・4・17、5・13金融・商事判例1320号31頁、東京地決平成22・3・5金融・商事判例1339号44頁など
- 17) 日本公認会計士協会編『企業価値評価ガイドライン』（清文社、2007年）26頁以下
- 18) 山田純「M&Aをめぐる株価紛争の概観」判例タイムズ1279号12・13頁別表（2008年12月）
- 19) 前掲17）29頁
- 20) 山本浩二「株価算定の手法」判例タイムズ1279号20頁（2008年12月）
- 21) 清水建成「カネボウ株式買取請求決定事件非上場会社の評価に関する裁判例」判例タイムズ1279号38頁（2008年12月）
- 22) 後藤元「カネボウ株式買取価格決定申立事件の検討〔上〕」商事法務1837号9頁（2008年）も学説の傾向に合致し妥当であるとする。弥永真生「平成17年改正前商法245条ノ2の「公正ナル価格」とDCF法—カネボウ株式買取価格申立事件」私法判例リマックス38号105頁（2009年）は、非支配株主の株式をDCF法に基づき算定すべきであると解することには合理性があるとされる。
- 23) 前掲17）94頁以降の「VI. 裁判目的の価値評価業務」によれば、裁判所と鑑定人との間で密接な協議が行われるようである。
- 24) 利益配当請求権のない議決権付き種類株式で、平成18年10月1日以降には普通株式に転換できる。

- 25) 中東・前掲12) 172頁も、本件公開買付けは相当の強圧性を有するものであったとする。
- 26) 田辺総合法律事務所/大和証券企業提携部編著『企業法務からみた株式評価とM&A手続』96頁
- 27) 東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社非訟』87頁（判例タイムズ社、2009年）は、鑑定金額と当事者の主張金額との乖離割合によって負担する旨の合意をして負う方法などが考えられるとしている。
ちなみに、鑑定費用の節約のため、専門家がいる調停に株価の評価を委ねることもあると聞く。
- 28) 中東・前掲12) 28頁