

事例に見る企業価値評価上の論点 - 紛争の予防及び解決の見地から -

平成 22 年 7 月 22 日

改正 平成 25 年 11 月 6 日

日本公認会計士協会

目 次

	頁
企業価値評価を巡る紛争の動向	3
1. 本事例分析の目的と意義	3
2. 公認会計士による企業価値評価業務の概要	8
3. 本事例分析における対象事例の概要	12
4. 本事例分析における主要な争点の概要	19
評価アプローチ及び評価法の選定を巡る紛争事例	24
1. M&A における一般的な評価アプローチ及び評価法の選定	24
2. カネボウ事例における評価アプローチ及び評価法の選定	25
3. レックス事例における評価アプローチ及び評価法の選定	27
4. サンスター事例における評価アプローチ及び評価法の選定	30
5. 本事例分析における評価アプローチ及び評価法選定に関する分析・検討	32
インカム・アプローチを巡る紛争事例	36
1. インカム・アプローチの定義、特徴及び一般的な論点	36
2. カネボウ事例において争点となった論点	38
3. カネボウ事例における争点の個別検討	42
4. 今後事例分析での検討が必要な論点	49
マーケット・アプローチを巡る紛争事例	55
1. マーケット・アプローチの定義、特徴及び一般的な論点	55
2. レックス事例及びサンスター事例において争点になった論点	57
3. 参考・補足事例及び類似上場会社法（倍率法、乗数法）における類似性	65
ネットアセット・アプローチの選定事例	69
1. ネットアセット・アプローチの定義と特徴	69
2. 継続企業におけるネットアセット・アプローチの選定事例	71
3. 非継続企業におけるネットアセット・アプローチの選定	75
本事例分析における算定人の対応と役割	77
1. 本事例分析における紛争の背景	77
2. 本事例分析における紛争と評価環境の確保	77
3. 本事例分析における算定上の留意点	79

引用文献及び参考文献 82

本研究報告の利用に当たって

本研究報告は、公認会計士である読者が今後企業価値の評価業務を行う場合に役立てることを目的とし、以下の点に留意して作成されているので、その利用に当たっては留意されたい。

- ・ 本事例分析は、会社側の主張及び株主側の主張について批判することを目的とするものではない。また、裁判所の判断を批評するものでもない。
- ・ 本事例分析は、両当事者において中立な立場での検討である。
- ・ 裁判所の判断は当該事件に対するものである。紛争にはそれぞれの背景がある。争点も事件によって異なり、当事者によって主張も異なる。したがって、検討の対象となった事例での裁判所の判断が、そのまま他の場合において機械的に採用できるというものではない。
- ・ 事例分析を行うことで唯一絶対の企業価値算定の方法を探求するものではない。
- ・ 分析・検討の対象は、対象事例における会社と株主の主張及び裁判所の判断であるが、本事例分析の目的は、M&Aでの交渉局面における価格形成過程で、いかに紛争を予防・回避できるかの留意点を探ることにある。
- ・ 企業価値評価を巡る紛争の予防・回避のための留意点を探るとはいえ、これを完全に防ぐことはできるものではない。
- ・ 本事例分析に当たっては、一般に入手可能な資料を利用した。裁判局面での分析・検討に際して、裁判所に当事者から提出された主張書面や書証などの資料が入手できていないわけではない。そのため、本事例分析の中には、使用した資料からは判断できない部分について推定を行っている箇所もある。

企業価値評価を巡る紛争の動向

1. 本事例分析の目的と意義

(1) 企業価値評価と公認会計士の業務

日本公認会計士協会は、平成 19 年に経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」(以下「企業価値評価ガイドライン」という。)を公表した。その後、平成 25 年に改正を行った。

我が国の評価実務としては様々な企業価値評価の方法が利用されている。企業価値評価ガイドラインは、それらを、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチ(一般的には「コスト・アプローチ」と呼ばれている。)に区分・整理した。それぞれの方法には特徴又は長所・短所がある。そして、採用する評価法においては、様々な前提条件や仮定、具体的な計算方法がある。

企業価値評価は多くの場合、いわゆる取引目的で行われる。取引目的とは、株式の譲受・譲渡、合併、株式移転又は株式交換といったものである。公認会計士が依頼人からの依頼によって企業価値評価を行うケースが増えているが、取引目的での依頼理由は様々である。依頼人としては、算定人からの算定書を入手することによって、より適切な判断を下すため、又は自己の責任を果たす必要性からの場合が多い。そうした依頼に対して、公認会計士は、算定人として依頼人の意思決定を財務の側面から補助するために評価業務を行うのである。

(2) M&A における価格形成過程と裁判所による「公正な価格」の判断

上記のように、様々な目的で企業価値評価業務が行われる。特に企業の組織再編を含む M&A においては、企業価値評価業務が下記の四つの局面で行われる。同時に、これらは企業価値評価を巡る紛争の局面でもある。

M&A によって企業価値が向上するかどうかの判断局面

M&A における条件交渉の局面

M&A に反対する反対株主が株式の買取請求を会社に行い、買取価格について当事者間で協議が行われる局面

反対株主との買取価格について調整が整わず、裁判所に対して会社又は株主が株式の買取価格決定の申立を行う局面

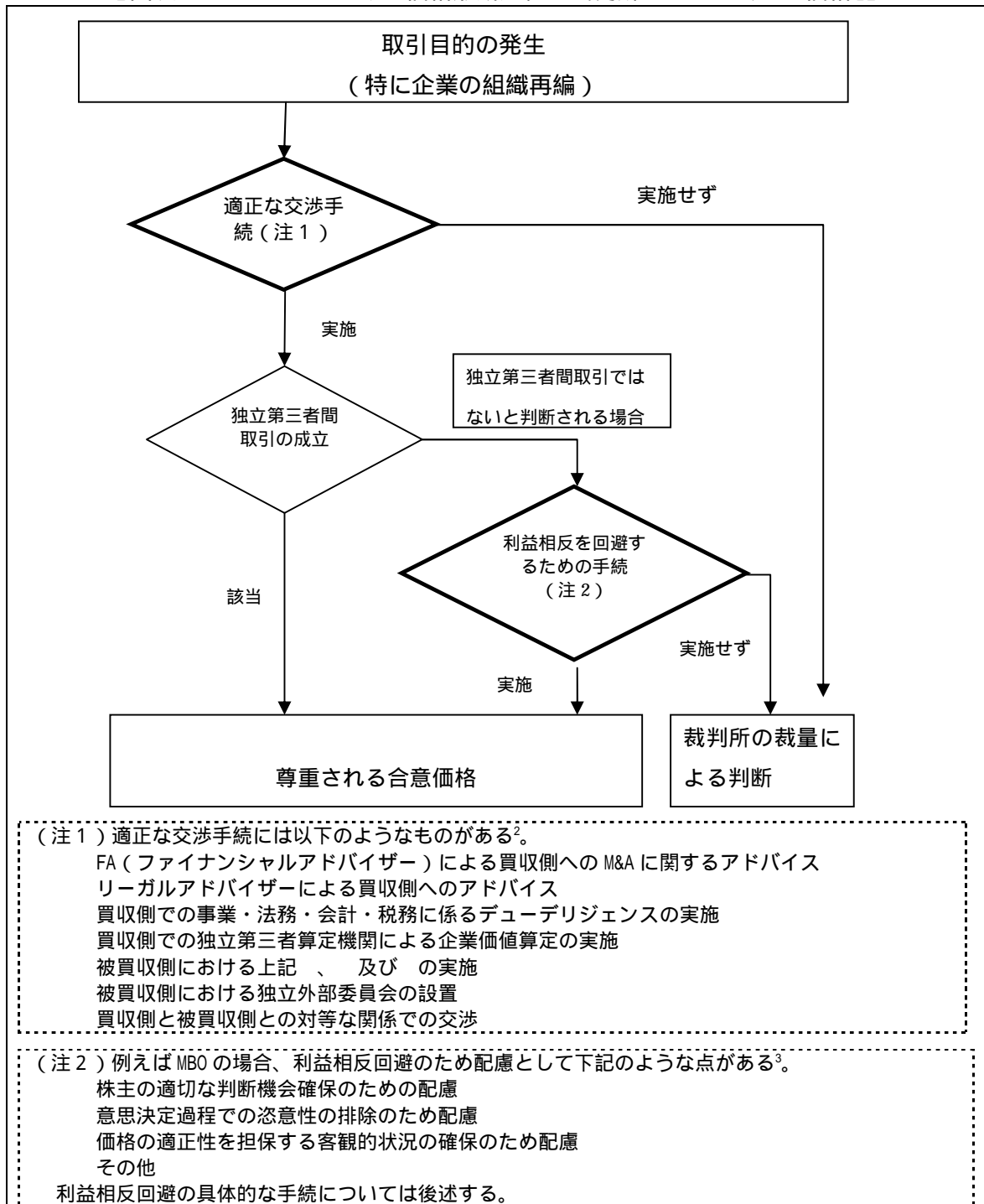
は M&A における事前局面、 は M&A における交渉局面、 は反対株主との交渉局面、そして、 は裁判局面である。この中でも特に紛争で問題になるのが の交渉局面と の裁判局面である。

M&A における の局面での価格形成過程を図示すると、下表のようになる¹。企業

¹ 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〔中〕 - 「公正な価格」の算定における

価値評価業務は、その一部を担うことになる。

【図表 - 1 M&Aにおける価格形成過程と裁判所による「公正な価格」】



裁判所の役割 - 』旬刊商事法務、平成 21 年 9 月 13 日(第 1876 号)を参考に図表化したものである。また、後述する図表 - 6 を参照。

² ~ の交渉手続、後述するコマ・スタジアム事例の検討結果を基に列挙したものである。

³ 企業価値研究会「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」平成 19 年 8 月 2 日、20 頁から抜粋

企業の組織再編で、合併や株式移転などが発生するにもかかわらず、企業価値算定を含む適正な交渉手続を実施せず、又は利益相反関係が会社と経営者との間に生じていたにもかかわらず、利益相反回避の手続を行わなかった場合で、反対株主からの株式買取請求が生じた場合、企業価値評価を巡る紛争として裁判局面に至る可能性がある。その場合、裁判所は「公正な価格」について、裁量による判断を行うことになる。

一方、M&Aにおいて企業価値算定を含む適正な交渉手続を実施し、又は利益相反回避の手続を実施した場合、反対株主との交渉局面での紛争の可能性は軽減される。反対株主からの株式買取請求が生じた場合であっても、裁判局面において、M&Aにおける交渉局面での合意された交渉価格（例えば TOB 価格）を裁判所が「公正な価格」と判断する可能性がある。

ここに、企業価値算定を含む適正な交渉手続の実施や利益相反回避の手続の実施が、M&Aにおける交渉局面では重要となるのである。

なお、TOB や MBO において利益相反関係が会社と経営者との間にあると判断される場合、これを回避するための配慮が必要になる。図表 - 1 では、MBO の場合の利益相反回避の配慮を 4 点記述した。

適正な交渉手続の一環としての企業価値算定が、本事例分析の検討の対象である。利益相反回避の手続については今回の検討の直接的な目的ではない。しかしながら、後述するレックス事例でも、最高裁判所決定書の補足意見において、この点が言及されている⁴ことから分かる通り、企業価値評価を巡る紛争を予防する上で重要な点でもある。このことから、企業価値研究会の「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」が提言している MBO における利益相反回避の具体的な手続を示すと次のようになる⁵。

株主の適切な判断機会確保のための配慮

- a) MBO のプロセス等についての充実した開示
- b) MBO 成立のために意図的に市場株価が引き下げられているとの疑義を招く可能性がある場合の充実した説明
- c) 取締役が MBO に関して有している利害関係の内容説明
- d) スクイズアウトに際して、株式買取請求権又は価格決定請求権が確保できないスキームの採用の禁止
- e) 特段の事情がない限り、公開買付において大多数の株式を取得した場合にはスクイズアウトの実施
- f) 特段の事情がない限り、スクイズアウトの価格について、公開買付価格と

⁴ 「最近の裁判動向 2 レックス・ホールディングス全部取得条項付株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件最高裁決定」、資料版/商事法務、2009 年 10 月号(第 307 号)、174 頁

⁵ 前掲企業価値研究会(平成 19 年) 20 頁から抜粋

同一の価格を基準とすること。

意思決定過程での恣意性の排除のための配慮

- a) 社外役員や独立第三者委員会へ MBO の是非や条件について諮問し、その結果なされた判断の尊重
- b) 取締役及び監査役全員の承認
- c) 意思決定方法に関して、独立した外部のアドバイスを取得し、そのアドバイザーの名称を公表
- d) MBO 価格に関して、対象会社において独立第三者評価機関からの算定書等の取得

価格の適正性を担保する客観的状況の確保のための配慮

- a) MBO に際しての公開買付期間を比較的長期に設定
- b) 対抗者が出現した際の対抗者に対する過度な制限の回避

その他

- a) MBO に際しての公開買付における買付数の下限を高い水準に設定

(3) 企業価値評価を巡る紛争とその影響

企業価値評価を巡る紛争も、裁判局面においては、会社、株主双方に時間的、経済的更に社会的負担を負わせることになる。会社側からみた場合でも、以下のような影響を受けることになる。

解決に要する時間

会社側又は株主側が株式買取価格決定の申立を裁判所に行ってから、裁判の結果価格が決定するまでに相当の時間を要することになる。本事例分析では、3件の事例を取り扱っているが、それぞれ約 54 か月、約 26 か月及び約 32 か月を要している。この点に関しては、図表 - 9、11 及び 13 を参照されたい。

裁判所による判断

図表 - 1 に従って裁判所が「公正な価格」を決定する場合、M&A における企業価値評価以上に、客観的な証拠に基づく判断が行われることになる。M&A においてはフリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）における非流動性ディスカウント、スモールビジネス・リスク・プレミアム及びマイノリティ・ディスカウントといった概念の採用は一般的であるが、裁判事例によっては、使用される数値の検証が困難であることを理由に、裁判所の判断ではこれらが考慮されない可能性がある。そうした場合、会社が主張している買取価格に対して裁判所の決定は、比較的高

値になる可能性がある。この点については、図表 -10、12 及び 14 を参照されたい。

社会的イメージ

同族会社の中の少ない株主の間だけでの紛争と異なり、3 件の事例はいずれもそれまで上場しており、多数の株主がいた中での紛争である。多くの反対株主がおり、社会的にも関心事であったことから、非訟事件ではありながら裁判局面においても裁判の経緯は一般の知るところとなっている。会社側でも紛争予防に努めていたにもかかわらず、一般株主軽視といった社会的イメージがついてしまう可能性がある。

(4) 本事例分析の目的と利用上の留意点

本事例分析の紛争局面

企業価値評価を巡る紛争は、本節(2)に記載したとおり、M&A における事前局面、M&A における交渉局面、反対株主との交渉局面、そして、裁判局面である。この中でも特に紛争で問題になるのが M&A における交渉局面と裁判局面である。

本事例分析は、四つの紛争局面のうちの裁判局面に関する分析である。裁判局面は、裁判所において「公正な価格」について会社側と株主側が主張を行い、最終的に裁判所が判断を行う局面である。

なお、裁判局面は、M&A における交渉局面から切り離されたものではない。本事例の分析・検討によれば、M&A における交渉局面で価格形成過程が適正であったと裁判所によって判断された場合、裁判局面における買取価格等決定においても、裁判所は、M&A における交渉局面での価格を「公正な価格」と判断する可能性があるからである。

本事例分析で使用した資料

本事例分析では、旬刊商事法務、資料版商事法務、金融・商事判例等公表され一般でも容易に入手できる資料⁶に基づいて分析・検討を行った。

本事例分析の検討目的

本事例分析では、後述するとおり、3 件の中心的事例について分析・検討している。本事例分析の目的は、企業価値評価を巡る紛争の予防と解決である。前出裁判局面に至らないための対応が課題でもある。

3 件の事例は既に最高裁判所の抗告等の棄却等により高裁の決定が確定している。一連の裁判事例を通じて、企業価値評価を巡る紛争がなぜ生じたのか、予防

⁶ 「引用文献及び参考文献」を参照

や解決の方策を検討することが本事例分析の目的である。

つまり、前出の四つの紛争局面のうち、裁判局面の分析をすることで、M&Aにおける交渉局面でどのような配慮が必要であったのかを分析・検討することが本事例分析の目的である。

2. 公認会計士による企業価値評価業務の概要

本節では、企業価値評価の目的、分類、価値概念、評価アプローチと評価法及び評価業務の特殊性の各項に分けて、企業価値評価ガイドラインの概要について述べることにする。

(1) 企業価値評価の目的

評価目的は下表のようにまとめられる。企業価値評価ガイドラインが対象とした企業価値評価業務は、株式譲受・譲渡といった取引目的と裁判所による買取価格等の決定といった裁判目的である。その他の目的である処分目的や課税目的は対象としていない。

本事例分析は、企業の組織再編を含む M&A を目的とする企業価値評価が検討の対象である。

【図表 - 2 企業価値評価ガイドラインにおける評価目的の例】

目 的	内 容
取引目的	株式譲受・譲渡 合併 株式移転 株式交換 その他
裁判目的	買取価格決定 売買取価格決定 その他
その他の目的	裁判目的のなかでも取引目的に近いもの 処分目的 課税目的 PPA (Purchase Price Allocation) 目的

(出典) 経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成 25 年、図表 - 3

(2) 企業価値評価業務の分類

公認会計士が行う企業価値評価業務は、下表のように分類することができる。

【図表 - 3 企業価値評価ガイドラインにおける評価業務の分類】

総称	業務	報 告	本ガイドライン	内 容
評価	算定	算定書	対象	依頼人からの評価依頼に基づいて、企業価値(多くの場合は株主価値)の算定を行う業務

	検討	検討書	対象	算定書に示された評価額を、個別・具体的にまた批判的に検討する業務
	鑑定 ⁷	鑑定書	対象	裁判所からの鑑定命令によって行われる業務

(出典) 経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」日本公認会計士協会、平成 25 年、図表 - 4

企業価値評価ガイドラインの では、新たな評価業務として行われているフェアネスオピニオン業務との比較というかたちで、算定業務と検討業務の内容を図表で示している。この図表を参考に、算定業務と検討業務を示すと下表のとおりとなる。

【図表 - 4 企業価値評価ガイドラインにおける算定業務と検討業務】

内容	取引目的	
	算定業務	検討業務
業務目的	投資意思決定等の参考値としての評価額を算定すること。	第三者が作成した算定書の内容が適正であるかに関して意見を表明すること。
意見内容	対象となる取引価格に対して財務的な見地から「公正か否か」について意見は表明するものではない。	算定書の内容について、採用した評価法、評価手続等について個別的に批判をする。分析結果に基づいて評価額を試算することもある。
依頼人による報告書の利用	報告書は、参考情報として依頼人に利用される。報告書の意見を採用するか経営判断は、依頼人がその責任の下で行う。	同左
依頼人との契約関係	委任契約	同左
依頼人に対する責任	委任業務における債務不履行責任	同左
第三者に対する責任	保証業務ではないので、基本的には責任は無い。ただし、報告書の開示と利用に関しては注意を要する。	同左

(出典) 経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成 25 年、図表 - 1 を一部修正

(3) 企業価値評価における価値概念

評価対象となる企業の価値は、大別して事業価値、企業価値、株主価値である。それぞれの価値概念は下表のようになる。

本事例分析で使用する企業価値は、これら事業価値、企業価値及び株主価値の総

⁷ 一般に鑑定は様々な意味で使用されているが、本ガイドラインでは、上表の内容欄に記述しているとおり、裁判所からの鑑定命令によって行われる業務に限定し、裁判目的で実施されるものとして使用している。

称であることに留意されたい。

【図表 - 5 企業価値評価ガイドラインにおける企業価値概念】

事業価値	事業から創出される価値	
企業価値	事業価値に加えて、事業以外の非事業資産の価値を含めた企業全体の価値	
株主価値	企業価値から有利子負債等の他人資本を差し引いた株主に帰属する価値	
	株式価値	特定の株主が保有する特定の株式の価値 例えば、ある株主が保有する普通株式又は種類株式の価値

(出典) 経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成 25 年、図表 - 2

事業価値

事業価値とは、「事業から創出される価値である。会社の静態的な価値である純資産価値だけではなく、会社の超過収益力等を示すのれんや、貸借対照表に計上されない無形資産・知的財産価値を含めた価値である。」⁸

企業価値

企業価値とは、「事業価値に加えて、事業以外の非事業資産の価値も含めた企業全体の価値である。なお、企業価値を株主価値と同義にとらえるケースも実務上あるが、本ガイドラインでは、企業価値と株主価値は別の概念として定義する。」⁹

株主価値

株主価値とは、「企業価値から有利子負債等の他人資本を差し引いた株主に帰属する価値である。なお、株主価値の算定に当たっては、種類株式等の取扱いや少数株主持分を減算する等の処理が必要となる。」¹⁰

(4) 企業価値評価におけるの評価アプローチ及び評価法

企業の価値評価を行う場合の手法には様々なものがある。大別すると実務的には、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチに分類される。

⁸ 経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成 25 年、1 . (1)

⁹ 前掲「企業価値評価ガイドライン」、平成 25 年、1 . (2)

¹⁰ 前掲「企業価値評価ガイドライン」、平成 25 年、1 . (3)

【図表 - 6 企業価値評価ガイドラインにおける評価アプローチ】

アプローチ名	内 容
インカム・アプローチ	評価対象会社から期待される利益、ないしキャッシュ・フローに基づいて価値を評価する方法
マーケット・アプローチ	上場している同業他社や、評価対象会社で行われた類似取引事例など、類似する会社、事業、ないし取引事例と比較することによって相対的な価値を評価する方法
ネットアセット・アプローチ	主として評価対象会社の貸借対照表記載の純資産に着目して価値を評価する方法

(出典) 経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成 25 年、図表 - 5

三つのアプローチには、それぞれ特徴がある。これらの特徴は、あらゆる算定局面で画一的に決めつけられるものではないが、算定局面において、ある場合には長所となり、ある場合には短所となるものでもある。

【図表 - 7 企業価値評価ガイドラインにおける三つの評価アプローチの一般的な特徴】

項 目	インカム	マーケット	ネットアセット
客観性			
市場での取引環境の反映			
将来の収益獲得能力の反映			
固有の性質の反映			

：優れている ：やや優れている ：問題となるケースもある

(出典) 経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成25年、図表 - 3

さらに、三つのアプローチにおける具体的な評価法を示すと、下表のとおりである。

【図表 - 8 企業価値評価ガイドラインにおける企業価値評価の評価アプローチと評価法】

評価アプローチ	評価法
インカム・アプローチ	フリー・キャッシュ・フロー法 調整現在価値法 残余利益法 その他 配当還元法 利益還元法（収益還元法）
マーケット・アプローチ	市場株価法 類似上場会社法（倍率法、乗数法） 類似取引法 取引事例法（取引事例価額法）

ネットアセット・ アプローチ	簿価純資産法 時価純資産法（修正簿価純資産法） その他
-------------------	-----------------------------------

（出典）経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成 25 年、図表 - 2

評価法に関して、実務上は様々な名称が使用されている。一般的に広く知られているのが DCF 法である。企業価値評価ガイドラインではこれをフリー・キャッシュ・フロー法と呼称している。本事例分析では読者の理解の混乱を避けるために、これを「フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）」と記載している。

他の評価法についても事例によって使用している名称に差異はあるが、フリー・キャッシュ・フロー法と DCF 法ほどの表現の差はないため、それらについては企業価値評価ガイドラインで用いている名称（図表 - 8）を使用することにする。

ただし、本事例分析で他の文献からの引用箇所については、引用文献で使用している評価法で記載している。

(5) 企業価値評価業務の特殊性

企業価値評価は画一的、統一的には行えない。本節では、企業価値評価ガイドラインが前提としている企業価値評価業務の特殊性に関して要約する¹¹。

将来性の評価

提供される情報の中には、将来予測数値が含まれる場合がある。この場合、評価上の前提に不確定要素が極めて多く存在することになる。

将来予測における不確実性

予測された結果と実際の結果が相違することは頻繁に起こり得る。

情報の網羅性と完全性

公認会計士は価値評価業務において、提供される情報の真実性・正確性・網羅性について原則として検証する義務を負うものではない。情報の網羅性や完全性については、提供する依頼人に依存するところが多い。

算定人の能力の限界

公認会計士は、会計及び監査の専門家ではあるが、企業の会計事実の背後にある経済事象や対象業界そのものの専門家ではない。公認会計士は一般に、会計事実の背後にある全ての経済事象について情報・知識を有しているわけではない。

3 . 本事例分析における対象事例の概要

(1) 本事例分析で対象としている中心的事例

本事例分析は、最近の M&A における紛争事例として大きく取り上げられ、事例と

¹¹ 前掲「企業価値評価ガイドライン」、 . 4 . を要約

して分析・検討に必要な情報量も比較的多い以下の3件の事例を中心的事例として取り扱っている。

「カネボウ営業譲渡決議反対株主の株式買取価格決定申立事件」(以下「カネボウ事例」という。)

「レックス・ホールディングス全部取得条項付種類株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件」(以下「レックス事例」という。)

「サンスター全部取得条項付種類株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件」(以下「サンスター事例」という。)

これらについては前述のとおり、当事者の主張書面、書証又は裁判所の決定書といった情報を全て入手できているわけではない。一般に公表され容易に入手可能な情報を基にしての分析・検討である点、そのため、入手した情報からの推定も含まれている点に留意されたい。

なお、レックス事例とサンスター事例は、いずれもMBO計画の一環としてTOBがなされた後に、全部取得条項付種類株式の取得決議によって継続保有を希望する株主が強制的に退出させられる、いわゆるスクイズアウトを行うに当たって、当該決議に反対した株主が会社法第172条第1項に基づいて裁判所に取得価格の決定を求めた事案である。

(2) 本事例分析で対象としている参考・補足事例

企業価値評価のアプローチとしては、インカム・アプローチやマーケット・アプローチの採用例が多いが、企業価値評価を巡って対立している局面において、利害関係者を納得させるだけの収益予測や市場時価が得られず、結果的にネットアセット・アプローチの採用しかない場合、不動産・金融関係等、資産の価値が企業価値に大きく影響する会社の評価の場合、インカム・アプローチによる評価額よりも時価ベースにおける純資産価値の方が大きい場合、又はインカム・アプローチやマーケット・アプローチの採用は実施可能でも極めて不確実性の高い局面で安定的な評価として追加的に実施する場合など、限定的な状況の下ではあるがネットアセット・アプローチが採用されることがある。

ネットアセット・アプローチの採用は、こういった状況のように限定的なものではあるが、企業価値評価を巡る紛争局面においては有効な評価アプローチとなり得る可能性が内在している。

そこで、企業価値評価を巡る紛争とはなっていないが、継続企業である上場会社で時価純資産法が採用された、また、TOBで大幅にプレミアムが付された事例として、東宝によるコマ・スタジアムに対する公開買付(以下「コマ・スタジアム事例」という。)を参考・補足事例として本事例分析の対象としている。

また、3件の中心的事例のうちレックス事例とサンスター事例を分析・検討する際の参考・補足事例として、サイバードホールディングス株式取得価格決定申立事件（以下「サイバード事例」という。）について、本事例分析では取り扱っている。

なお、本事例分析の中心的事例であるカネボウ事例、レックス事例及びサンスター事例について、その概要を後述する。

(3) カネボウ事例の概要

カネボウ事例は、カネボウが主要事業の営業譲渡を決議したことに対して、カネボウの普通株式を所有する申立人ら（複数のグループ）が営業譲渡に反対し、株式の買取請求を行ったものの、買取価格につき協議の調整が整わなかったために、改正前の商法（旧商法）245条ノ2、245条ノ5第5項、245条ノ3第4項、166条ノ2第1項2号に基づき、裁判所に対して普通株式の株式価格の決定を求めた事案である。

本事例は、後述するレックス事例やサンスター事例と異なり、旧商法の規定に基づくものであり、また、東京地裁において鑑定人による株価鑑定が実施されている。

カネボウ事例の時系列推移

カネボウ事例に関して、平成16年3月の産業再生機構による支援決定から、株主による東京地裁への株式買取請求の申立、さらには、平成22年12月1日の最高裁での東京高裁の決定に対する抗告棄却までを時系列で示すと、下表のとおりである。

株主による東京地裁への申立があつてから同地裁の決定まで約24か月を要しており、最高裁の東京高裁の決定に対する抗告の棄却までには約54か月を要している。

【図表 - 9 カネボウ事例の時系列推移】

日付	事象
平成16年3月10日	産業再生機構がカネボウへの支援を決定
平成17年4月13日	過年度における粉飾決算及びこれに伴う決算修正発表（発表前日の株価1,492円）
平成17年6月13日	カネボウ上場廃止（最終取引価格：360円）
平成18年1月31日	産業再生機構が保有するカネボウ株式（議決権比率約32%）売却の入札が行われ、トリニティ・インベストメント（以下「TIC」という。）が取得（譲渡価額201円）
平成18年2月 ～同年3月	カネボウ化粧品が保有するカネボウ株式（議決権比率約38%）をTICが取得 TICは既存株主に対してTOBを実施し（TOB価格162円）議決権比率約13%分の株式を取得 その結果議決権比率は83%
平成18年4月14日	カネボウの主要3事業（ホームプロダクツ事業、薬品事業、食品事業）を営業譲渡等によりカネボウから分離

平成 18 年 5 月 2 日	上記営業譲渡等に反対する既存株主が旧商法 245 条/2 他に基づき株式買取請求権を行使 カネボウは買取価格として TOB 価格と同額 (162 円) を提示
平成 18 年 6 月 28 日	既存株主が上記買取価格を不服として、東京地裁へ株式買取価格の決定を申立 ある株主の場合 1 株 = 1,578 円以上を主張
平成 19 年 6 月 29 日	定時株主総会にてカネボウの解散を決議
平成 19 年 9 月 28 日	鑑定人より適正価格が 323 円である旨の鑑定結果が東京地裁に提出
平成 19 年 11 月 20 日	鑑定人より適正価格が 360 円に上方修正が東京地裁に提出
平成 20 年 3 月 14 日	東京地裁は鑑定結果を受けて 360 円と決定
平成 20 年 5 月	会社側、株主双方、東京地裁の決定を不服とし東京高裁へ抗告
平成 22 年 5 月 24 日	東京高裁は、東京地裁の決定 (360 円) は相当であるとして、抗告を棄却
平成 22 年 12 月 1 日	東京高裁の決定に対する抗告を最高裁が棄却

カネボウ事例における評価全般の概要

カネボウ事例は、上記のとおり、平成 22 年 12 月 1 日に最高裁で東京高裁の決定に対する抗告が棄却された。裁判所の判断を含め、企業価値評価を巡る当事者の主張と東京地裁及び東京高裁の概要をまとめると、下表のとおりである。

【図表 -10 カネボウ事例における評価全般の概要】

主張者	1 株当たり価格	内容
会社側	162 円	1 株 162 円 TOB による取引価格を基に評価
株主側 (申立人)	950 円 ~ 1,578 円	申立人によって主張する金額は異なる。 それぞれフリー・キャッシュ・フロー法 (DCF 法) によるものと推察
東京地裁の判断	360 円	鑑定人による鑑定を実施し株式鑑定評価意見書を取得 フリー・キャッシュ・フロー法 (DCF 法) による計算に基づき、1 株 360 円とする決定
東京高裁の判断	360 円	東京地裁の決定 (360 円) は相当であるとして、抗告を棄却
最高裁の判断	-	東京高裁価格決定に対する抗告を棄却

(4) レックス事例の概要

本事例は、AP8 社 (投資有限責任組合アドバンテッジパートナーズエム・ピーアイファンド 3 号が 100% 保有する株式会社) による株式公開買付 (TOB) がなされた後、

全部取得条項付種類株式の取得決議によってスクイズアウトを行うに当たり、当該取得決議に反対した申立人（レックスの一般株主）らにより会社法第 172 条第 1 項に基づいて、裁判所に全部取得条項付種類株式の取得価格の決定を求めた事案である。

レックス事例の時系列推移

レックス事例に関して、平成 18 年 8 月の連結業績予想の下方修正発表から、平成 21 年 5 月の東京高裁決定に対する抗告を最高裁が棄却するに至るまでを時系列で示すと、下表のとおりである。

株主による東京地裁への申立があつてから価格が決定するまでに約 26 か月を要していることが分かる。

【図表 -11 レックス事例の時系列推移】

日付	事象
平成 18 年 8 月 21 日	平成 18 年 12 月期連結業績予想の下方修正を発表 当日の終値が 30.4 万円から翌日の終値は 25.4 万円、同年 9 月 26 日の終値は 14.4 万円に下落
平成 18 年 11 月 10 日	平成 18 年 12 月期連結業績予想の下方修正を発表 AP8 社によるレックスの普通株式 1 株につき 23 万円（平成 18 年 11 月 10 日より前の終値の 1 か月単純平均 20.2 万円に 13.9% のプレミアム）を買付価格とする公開買付の実施を公表 買付期間は平成 18 年 11 月 11 日から 12 月 12 日まで 合わせて、本件公開買付が成立した後に、全部取得条項付種類株式の取得手続、端数しか受けられない株主に対しては金銭が交付されること、金額については当該公開買付の価格を基準とすることを公表
平成 18 年 12 月	公開買付の結果、AP 8 社が発行済株式総数の 91.51% を取得
平成 19 年 2 月 26 日	平成 18 年 12 月期の特別損失の発生、連結業績予想の下方修正を発表、合わせて全部取得条項付種類株式の取得手続、23 万円を基準として算定された価額になることを公表
平成 19 年 3 月 1 日	レックスの子会社であるエーエム・ピーエム・ジャパン株式会社について減損処理を行うことによる業績予想の下方修正を公表
平成 19 年 3 月	反対株主が株主総会決議に反対する意思を通知
平成 19 年 3 月 28 日	レックス定時株主総会及び普通株主による種類株主総会で、全部取得条項付種類株式による取得を実施する議案を上程、可決 取得日は平成 19 年 5 月 9 日

平成 19 年 4 月	株式取得価格の決定を申立
平成 19 年 4 月 29 日	レックス株上場廃止
平成 19 年 5 月 9 日	全部取得条項付種類株式を取得
平成 19 年 12 月 19 日	東京地裁が、公開買付と同額の 23 万円と決定
平成 20 年 9 月 12 日	東京高裁が、東京地裁決定を変更し、33 万 6,966 円と決定
平成 21 年 5 月 29 日	東京高裁の決定に対する抗告を最高裁が棄却

レックス事例における評価全般の概要

レックス事例における企業価値評価を巡る当事者の主張と東京地裁及び東京高裁の判断をまとめると、下表のとおりである。

【図表 -12 レックス事例における評価全般の概要】

主張者	1株当たり 価格	内容
会社側	23 万円	TOB 価格 市場株価法(平成 18 年 11 月 10 日より前の 1 か月、3 か月の売買高加重平均) 修正簿 価純資産法、類似上場会社法(倍率法、乗 数法)を対等の割合で考慮すべきとし、23 万円を上回らないと主張
株主側(申立人)	28 万円 ~50 万円	申立人 1 は、市場株価法(平成 18 年 8 月 21 日より前の終値 1 年間平均) + プレミア ム(30%)とした場合 50 万円を下回らない と主張 申立人 2 は、平成 18 年 11 月 10 日以前 1 年 間の終値の平均株価が相当とし 40.3 万円、 当該主張に理由がないとしても、平成 18 年 11 月 10 日以前の半年間の平均株価 28 万円 が相当と主張
東京地裁の判断	23 万円	市場株価法(客観的価値) + 期待権(プレ ミアム)
東京高裁の判断	33.6 万円	市場株価法(平成 18 年 11 月 10 日より前の 6 か月単純平均) + 期待権(20%)
最高裁の判断	-	東京高裁価格決定に対する抗告を棄却

(5) サンスター事例の概要

本事例は、SSA(スイス法人 Sunster SA の 100%子会社)による株式公開買付(TOB)がなされた後、全部取得条項付種類株式の取得決議によるスクイズアウトを行うに当たり、当該取得決議に反対した申立人(サンスターの一般株主)らにより東京地裁に対して会社法第 172 条第 1 項に基づいて全部取得条項付種類株式の取得価格の決定を求めた事案である。

サンスター事例の時系列推移

サンスター事例に関して、平成 18 年 11 月の連結業績予想の下方修正発表から、平成 22 年 2 月に大阪高裁の抗告不許可決定に対する特別抗告を最高裁が棄却するに至るまでを時系列で示すと、下表のとおりである。

株主による大阪地裁への申立があつてから価格が決定するまでに約 32 か月を要していることが分かる。

【図表 -13 サンスター事例の時系列推移】

日付	事象
平成 18 年 11 月 10 日	平成 19 年 3 月期連結業績予想の下方修正を発表 前回予想が、売上高 733 億円、経常利益 39 億円、純利益 20 億円であったのが、下方修正後の予想では、売上高 715 億円、経常利益 35 億円、純利益 17 億円
平成 19 年 2 月 14 日	SSA がサンスター株式の公開買付を発表 買付期間は平成 19 年 2 月 15 日から 3 月 15 日までとし、買取価格は 1 株 650 円 なお、SSA の親会社である SSA（スイス）の代表者はサンスターの代表取締役会長 また、同日にサンスターが平成 19 年 3 月期の期末配当予想を 5 円から無配に修正
平成 19 年 5 月 18 日	サンスターが全部取得条項付種類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 一方申立人は反対の旨を通知
平成 19 年 6 月 25 日	サンスターの株主総会が開かれ、定款変更が可決 申立人は決議に反対
平成 19 年 7 月 4 日	株式買取価格決定を大阪地裁に申立
平成 19 年 7 月 26 日	サンスター株式上場廃止
平成 19 年 8 月 1 日	全部取得条項付種類株式の全部取得の効力発生
平成 19 年 8 月 17 日	全部取得条項付種類株式の取得
平成 20 年 9 月 11 日	大阪地裁が、公開買付と同額の 650 円と決定
平成 21 年 9 月 1 日	大阪高裁が、大阪地裁の決定を変更し、840 円と決定
平成 21 年 9 月 28 日	サンスターが、最高裁への抗告許可を申立てたのに対して、大阪高裁は抗告を許可しないことを決定 同社は最高裁に対して抗告不許可決定に対する特別抗告を申立
平成 22 年 2 月 23 日	大阪高裁の抗告不許可決定に対する特別抗告を最高裁が棄却

サンスター事例における評価全般の概要

サンスター事例における企業価値評価を巡る当事者の主張と大阪地裁及び大阪高裁の判断をまとめると、下表のとおりである。

【図表 -14 サンスター事例における評価全般の概要】

主張者	1 株当たり価格	内容
-----	----------	----

会社側	650 円	TOB 価格 市場株価法（平成 19 年 2 月 14 日前の一定期間平均）にプレミアムを考慮したもの（プレミアムについては過去の取引事例から算出）を基に、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）、修正純資産法による評価も考慮したものと推察 650 円を超えることはないと主張
株主側（申立人） （大阪地裁の段階）	3,233 円	フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）によれば 3,233 円の価値があると主張
株主側（申立人） （大阪高裁の段階）	660 円 ～ 3,180 円	税引前時価純資産 660 円 税引後時価純資産（622 円）+ 期待権（20%～60%）: 746 円～1,056 円 フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）（リスク・プレミアム 4% ケース）: 1,366 円～3,180 円 フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）（リスク・プレミアム 5.8% ケース）: 1,037 円～1,930 円 どの評価法を優先しているかは不明
大阪地裁の判断	650 円	市場株価法（平成 19 年 2 月 14 日前の 6 か月平均 548 円）にプレミアムを考慮し、650 円を相当と判断 650 円が、相当広範な株主の賛同を得られ、市場において一定の合理性を有するものと評価されたと認められると記述 フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）については考慮せず 客観的な時価は、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）ではなく市場株価を基に判断すべきと言及
大阪高裁の判断	840 円	市場株価法（平成 19 年 2 月 14 日の 1 年前の株価に近似する 700 円）+ プレミアム（20%）

4. 本事例分析における主要な争点の概要

(1) 対象事例と争点の区分

本節は、カネボウ事例、レックス事例及びサンスター事例における主要な争点について概要を取りまとめたものである。大きくは、「選定」と「算定」についての争点である。

前者は、どの評価アプローチや評価法を選定するのが適切かという点での会社側と申立を行った株主側との主張である。後者は、選定された評価アプローチや評価法で実際に評価を行う場合の具体的な論点についての両当事者の主張である。本事

例分析で扱う中心的事例3件とこれらの参考・補足事例となる2件を示したのが下表である。

【図表 -15 分析対象となる事例の争点】

事例	選定	算定
カネボウ事例	フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）に至る争点の分析・検討	フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）に関する争点の分析・検討
レックス事例	市場株価法に至る争点の分析・検討	市場株価法に関する争点の分析・検討
サンスター事例	市場株価法に至る争点の分析・検討	市場株価法に関する争点の分析・検討
サイバード事例（参考・補足事例として）	-	市場株価法に関する争点の分析・検討
コマ・スタジアム事例（参考・補足事例として）	純資産法選定の経緯 フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）を採用しなかった経緯	-

(2) 対象事例における評価法選定の争点の概要

カネボウ事例、レックス事例及びサンスター事例における評価法の選定に関する当事者の主張と裁判所の判断を要約すると、下表のとおりである。これらについて、次章以降で具体的に分析・検討することとする。

【図表 -16 評価法選定に関する当事者の主張と裁判所の判断】

項目	対象	内容
カネボウ事例	会社側	配当還元法や取引事例法（取引事例価額法）も考慮すべき
	株主側（申立人）	フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）
	東京地裁	フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）
レックス事例	会社側	市場株価法、修正簿価純資産法、類似上場会社法（倍率法、乗数法）を対等の割合
	株主側（申立人）	市場株価法＋プレミアム（30%）
	東京地裁	市場株価法（客観的価値）＋期待権（プレミアム）
	東京高裁	市場株価法＋期待権（20%）
サンスター事例	会社側	市場株価法＋プレミアムをベースに、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）、修正純資産法による評価も考慮したものと推察
	株主側（申立人） 大阪地裁の段階	フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）
	株主側	時価純資産法（税引前）、時価純資産法

	(申立人) 大阪高裁の段階	(税引後)+期待権、フリー・キャッシュ・フロー法(DCF法)
	大阪地裁	市場株価法にプレミアムを考慮
	大阪高裁	市場株価法+期待権(20%)

(3) カネボウ事例におけるフリー・キャッシュ・フロー法(DCF法)の争点の概要

カネボウ事例の場合、会社側はインカム・アプローチの評価法のうちフリー・キャッシュ・フロー法(DCF法)だけでなく、取引事例法(取引事例価額法)や配当還元法も考慮すべきとの主張であったが、申立人である株主側は、フリー・キャッシュ・フロー法(DCF法)による評価を主張してきた。東京地裁の評価法選定に関する判断は、フリー・キャッシュ・フロー法(DCF法)による評価であった。

フリー・キャッシュ・フロー法(DCF法)による算定に際しては更に詳細な論点がある。それぞれの論点に関する当事者の主張と裁判所の判断を要約したのが、下表である。

【図表 -17 カネボウ事例の争点に対する当事者の主張と裁判所の判断】

項目	対象	内容
事業計画(5か年計画)	会社側	5か年計画における数値をそのまま採用して6年目(平成22年目)以降の営業利益としているのは不当であると主張
	株主側(申立人)	事業計画をそのまま継続
	東京地裁	事業計画をそのまま継続
市場リスク・プレミアム	会社側	10%(昭和27年から平成17年までの各年度のデータの単純平均)
	株主側(申立人)	3%から6%程度と主張 その他、ヒストリカル方法に加えてインプライド法の使用や、ヒストリカルデータの期間、平均の取り方等について主張
	東京地裁	昭和30年~平成17年までの統計データ(イボットソン社)を使用(8.5%)
スモールビジネス・リスク・プレミアム	会社側	考慮すべき
	株主側(申立人)	考慮せず
	東京地裁	考慮せず
非流動性ディスカウント	会社側	考慮すべき
	株主側(申立人)	考慮せず
	東京地裁	考慮せず
ターミナル・バリュー(終価)を求める上で前提となる成長率	会社側	0%
	株主側(申立人)	少なくとも日本経済全体の平均的な成長率である名目GDP成長率と同定度は成長すると考えるのが相当
	東京地裁	0%

(4) レックス事例における市場株価法の争点の概要

レックス事例の場合、会社側は、マーケット・アプローチの評価法である市場株価法だけでなく、インカム・アプローチとネットアセット・アプローチの採用を主張している。それに対して、株主側は市場株価法の選定を主張している。これらの主張に対する東京地裁と東京高裁の判断は、市場株価法の採用である。

本事例における市場株価法の採用において論点とそれに対する当事者の主張及び裁判所の判断を要約すると、下表のとおりである。

【図表 -18 レックス事例の争点に対する当事者の主張と裁判所の判断】

項目	対象	内容
採用する株価期間	会社側	MBO 計画公表 ¹² 前の一定期間
	株主側(申立人)	業績下方修正公表 ¹³ 前の期間
	東京地裁	業績下方修正公表後 MBO 計画公表前の期間
	東京高裁	MBO 計画公表前の期間(業績下方修正前の期間含)
期待権の対価	会社側	MBO ではシナジーは発生せず
	株主側(申立人)	シナジーが発生する
	東京地裁	会社側と同様の見解と推察される
	東京高裁	事業計画等の十分な情報開示を得た上で決定すべき

(5) サンスター事例における市場株価法の争点の概要

サンスター事例の場合、会社側、株主側ともマーケット・アプローチの評価法である市場株価法だけでなく、インカム・アプローチやネットアセット・アプローチをも考慮すべき旨の主張がなされたと推測される。それに対して大阪地裁及び大阪高裁は、市場株価法の採用を判断している。

本事例における市場株価法の論点とそれに対する当事者の主張及び裁判所の判断を要約すると、下表のとおりである。

【図表 -19 サンスター事例の争点に対する当事者の主張と裁判所の判断】

項目	対象	内容
採用する株価期間	会社側	MBO 計画公表前の一定期間平均
	株主側(申立人)	採用していないものと推察
	大阪地裁	MBO 計画公表前の6か月間平均
	大阪高裁	MBO 計画公表前の1年前の近似した株価
期待権の対価	会社側	一定のプレミアムを考慮
	株主側(申立人)	市場株価法は採用していないものと推察されるが、期待権としては2割~6割を主張
	大阪地裁	会社側と同様の見解と推察される

¹² MBO 計画公表は平成 18 年 11 月 10 日

¹³ 業績下方修正公表は平成 18 年 8 月 21 日

	大阪高裁	20%を相当（過去の事例等に基づくものと推察）
--	------	-------------------------

評価アプローチ及び評価法の選定を巡る紛争事例

1. M&Aにおける一般的な評価アプローチ及び評価法の選定

(1) 上場会社と非上場会社における一般的な評価アプローチ及び評価法

前述したように、企業価値評価のアプローチとしては、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチの三つの評価アプローチがある。

M&Aの場面においては、それぞれのアプローチにより算定を行い、総合的に評価を行うことになる。これらの評価アプローチのいずれを選択するか、さらには、評価アプローチの具体的な評価法としていずれを採用するかで、評価額は大きく異なる。そのため、どのような評価アプローチを基に考えていくかということが評価対象会社を評価するに当たっては重要となる。

ただし、当該選定は、評価対象会社の特性や状況等、依頼者の立場、目的、情報量等によって異なってくるものと考えられる。

一般的には、上場会社と非上場会社とで選定する評価アプローチや評価法は異なる。市場株価という比較的客観的な軸がある上場会社に比べて、そのようなものがない非上場会社の方が評価法の選定は、より判断が難しくなる。

また、M&Aにおける企業価値評価では、これらを総合的に判断した上で、算定人の評価結果は、「1株当たり 円」といった評価額でなされるよりも、「1株当たり 円～ 円」といった評価幅でなされる場合が多い。

上場会社の場合に検討される一般的な評価アプローチ及び評価法の選定例

マーケット・アプローチである市場株価法を基本に、同じアプローチに属する類似上場会社法（倍率法、乗数法）それにインカム・アプローチであるフリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）による評価を行う。その際には、過去の他社事例におけるプレミアムやディスカウント、又はシナジー効果（場合によってはディスシナジー）を検討しながら総合的に評価を行う。

非上場会社の場合の一般的な評価アプローチや評価法の選定例

インカム・アプローチであるフリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）やマーケット・アプローチである類似上場会社法（倍率法、乗数法）による評価を行う。その際には、個別リスク・プレミアム/ディスカウント、又はシナジー効果（場合によってはディスシナジー）を検討しながら総合的に評価を行う。

なお、ネットアセット・アプローチについては、一般的に不動産・金融関係等、資産の価値が企業価値に大きく影響する会社、又は、インカム・アプローチによる評価額よりも、時価ベースにおける純資産価値の方が大きい場合等に利用される場合がある。

また、前述したとおり、評価対象会社の特性等によって選定する評価アプローチも異なってくる点に留意が必要である。

(2) M&Aにおける取引価格の決定プロセスと企業価値評価を巡る紛争

M&Aにおいては当事者の交渉により、取引価格や統合比率が決定される。例えば、統合においては当事会社がそれぞれの立場で評価を行い、交渉の上、統合比率が決定される。また、TOB等においては買い手が被買収会社の評価を行う。被買収会社自身も自社の評価を行い、TOB等の条件に賛同するか否かを意見表明する。被買収会社の株主もそれを評価した上で買収の提案に応じるかどうかを判断することになる。ただし、MBO等においては、買い手と対象会社の経営者が同一となり、利益相反が生じる側面があることに留意が必要となる。

大株主については、通常、賛同がなければM&A自体が成立しないが、一般株主についてはこういった賛同が得られなくてもM&Aが成立することになる。特に、合併や株式交換といった統合においては、強制的に他社の株式との交換を強いられ、また、完全子会社化するためのスクイーズアウトを行うケースにおいては、強制的に株主権を奪われることになる。そのため、会社法においては、これらの場面において、一般株主を保護するために反対株主による買取請求が認められている。

上場会社においては、評価に関するディスクロージャー等が最近改善されてきてはいるが、一般株主自体、情報量等の不足から判断材料が限られており、それが株式買取価格（又は種類株式取得価格）決定申立事件として紛争となっている原因とも考えられる。

そのような点では、外部に対しても説明できるような評価を行うことが重要であり、どの評価アプローチを主軸に考えるかということについても重要な判断事項となる。

紛争事例としてカネボウ事例、レックス事例及びサンスター事例の概要を前章で記述したが、本章では、評価アプローチや評価法について、それぞれの立場からの主張につき整理し、その事例から留意すべき事項を分析・検討する。

2. カネボウ事例における評価アプローチ及び評価法の選定

(1) 評価アプローチ及び評価法に関する当事者主張と裁判所判断

当事者が主張する評価アプローチ及び評価法及び東京地裁の判断の概要は以下のとおりである。

【図表 - 1 東京地裁におけるカネボウ事例の概要】

対象	内容
会社側	配当還元法と取引事例法（取引事例価額法）も考慮すべき
株主側（申立人）	フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）
東京地裁	フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）

会社側と、株主側（申立人）及び裁判所では評価アプローチが異なっているものと推察される。また、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）における評価額については株主側（申立人）と裁判所において、大きく異なっている。

(2) 評価アプローチ及び評価法に関する会社側の主張

会社側としては、取引事例法（取引事例価額法）¹⁴や配当還元法を主張しているものと推察される。その理由は下記のとおりである。

本公開買付けが応募者の自由な意思により行われ、買付価格も第三者機関が算出した株式価格を参考に決定されていることで、買付価格の客観性が担保されており、取引事例法（取引事例価額法）として本件公開買付の買付価格を参考とすべきである。

申立人は非上場会社の一般株主である。株式の売却益も会社経営の支配も期待できず、剰余配当を受けることだけが唯一の経済的利益であるから、配当還元法を考慮するのが妥当である。最近配当を行っていない会社の場合であっても、同業他社の標準的な配当性向によって配当が行われることを前提にすれば、同法を利用することが可能である。

(3) 評価アプローチ及び評価法に関する株主側（申立人）の主張

特に公表資料ではどの評価法を採用したか、決定文の資料を見る限り記載がないが、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）において申立人から内容に関する主張があることから、同法の採用を主張しているものと推察される。

(4) 評価アプローチ及び評価法に関する裁判所の判断

継続企業としての価値評価であること、継続企業としての価値の評価に相応しい評価法は、インカム・アプローチの代表的手法であるフリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）ということができ、この評価法を採用することが相当であるとしている。また、他の評価法については、以下のとおり、採用することが相当でないとしている¹⁵。

配当還元法においては、実際配当還元法（実際に行われている配当金額を用いる方法）、標準配当還元法（一般に妥当とされる配当額を用いる方法）、ゴードンモデル法（会社が獲得した利益のうち配当に回されなかった内部留保額は再投資によって将来利益を生み、配当の増加を期待できるものとして評価する方法）が

¹⁴ 平成 18 年 2 月に実施された公開買付けにおける価格 162 円

¹⁵ 「最近の裁判動向 2 カネボウ営業譲渡決議反対株主の株式買取価格決定申立事件決定」、資料版/商事法務、2008 年 5 月号(第 290 号)、138 頁～139 頁

あることを説明した上で、本件においては配当を行う状況にはなかったこと、一般に妥当とされる配当額を求めることは困難であること、事業再生途上の企業は成長性や成長率が必ずしも明確とはいえないことから、いずれの評価法も考慮することは相当ではない。

取引事例法（取引事例価額法）においては、a)取引量が同程度であること、b)株式取引事例の時点が比較的直近であることと、その間に経営、業績等に大きな変化がないこと、そして、c)取引が独立した第三者間で行われていることを適用の条件として記載しているが、そのうち取引量について適合しない等により、これを採用しない。

類似上場会社法（倍率法、乗数法）は、事業再生途上の会社であり、類似上場会社との経営状況を勘案すれば比較可能性に問題があるとして、採用しない。

継続企業としての価値を算定する観点から判断する必要があり、純資産法は事業継続を前提とする会社における評価法ではないことから、この評価法を考慮することは相当ではない。

なお、東京高裁も、配当還元法、類似上場会社法（倍率法、乗数法）及び純資産法の採用について東京地裁と同様の理由から相当でないとして、カネボウ事例の場合には、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）の採用が妥当であると判断している。また、平成22年12月1日付で、最高裁にて、東京高裁価格決定に対する抗告について、抗告が棄却されている。

3. レックス事例における評価アプローチ及び評価法の選定

(1) 評価アプローチ及び評価法に関する当事者主張と裁判所判断

東京地裁での当事者主張と同裁判所判断

当事者が主張する評価アプローチ及び評価法及び東京地裁の判断の概要は以下のとおりである。

【図表 - 2 東京地裁におけるレックス事例の概要】

対象	内容
会社側	市場株価法 ¹⁶ 、修正簿価純資産法、類似上場会社法（倍率法、乗数法）を対等の割合
株主側（申立人）	市場株価法（平成18年8月21日より前の終値1年間平均）+ プレミアム（30%）
東京地裁	市場株価法（客観的価値）+ 期待権（プレミアム）

東京高裁での当事者主張と同裁判所判断

当事者が主張する評価アプローチ及び評価法及び東京高裁の判断の概要は以下

¹⁶ 平成18年11月10日より前の1か月、3か月の売買高加重平均

のとおりである。

【図表 - 3 東京高裁におけるレックス事例の概要】

対象	内容
会社側	基本的に東京地裁での主張と同様 市場株価法につき、平成 18 年 11 月 10 日より前の終 値 1 か月間単純平均を追加
株主側（申立人）	基本的に東京地裁での主張と同様 市場株価法につき、平成 18 年 8 月 21 日より前の 6 か 月間の市場株価平均、また仮として平成 18 年 11 月 10 日より 1 年間、6 か月間のベースを補足追加
東京高裁	市場株価法（平成 18 年 11 月 10 日より前の 6 か月単 純平均）+ 期待権（20%）

会社は三つの評価法を併用して考えており、申立人である株主と主張が異なっている。また、裁判所においては、東京地裁及び東京高裁は市場株価法を採用している。

また、当該案件については、前述のとおり、平成 21 年 5 月 29 日付で、最高裁にて、東京高裁価格決定に対する抗告について、抗告が棄却されている。

評価アプローチと評価法に関する当事者の主張及び裁判所の判断は次項のとおりである。

(2) 評価アプローチ及び評価法に関する会社側の主張

東京地裁での会社側の主張

本件株式の取得価額の算定基準日は、レックスが本件株式を取得した平成 19 年 5 月 9 日であるが、同年 4 月 29 日に上場廃止となったため、5 月 9 日時点の市場株価は存在していない。また、平成 18 年 11 月 10 日にレックス株式について 1 株 23 万円とする公開買付を公表し、公開買付期間中のみならず期間終了後も同額で買い取る意向を示していたため、同年 11 月 10 日以降のレックス株式の市場株価は企業価値を反映する機能を失っていた。

仮に AP8 社が公開買付の意向を示さなければ、レックスの株価は平成 19 年 2 月 26 日及び同年 3 月 31 日の業績予想の下方修正の影響を受けて 1 株当たり 23 万円を大幅に下回っていたと考えられる。このような事情に照らすと、市場株価法のみを採用することは不適切であって、この評価法を採用するとしても純資産法（修正簿価純資産法：27,000 円）及び類似上場会社法（倍率法、乗数法：4,000 円～5,000 円）を併用し、それぞれ対等の割合で考慮すべきであるとの主張をしている。

東京高裁での会社側の主張

評価法については、特に言及されていないが、レックス株式の客観的価値が 20.2

万円（平成 18 年 11 月 10 日より前の終値 1 か月間単純平均）を超えていた可能性は皆無であると主張している。

(3) 評価アプローチ及び評価法に関する株主側（申立人）の主張

東京地裁での株主側（申立人）の主張

レックスの株式の取得価格については、「取得日における本件株式の時価」に「強制的取得により侵害された期待権の対価」を加えたものとした上で、「取得日における本件株式の時価」に関する評価アプローチについては、市場株価法を採用している。取引日直前まで上場され、市場株価が存在する本件株式の場合には、価格操作を目的とする不正な手段等通常の形態における取引外の要因によって影響されたと認められる特段の事由がない限り、一定期間における市場株価平均価格を基礎としてその価格を算定するのが相当としている。ただし、本件のような MBO においては、経営者には安価で買収を行うために株価を低く保つ動機が認められ、かつ、経営や情報開示を支配する経営者が株価を低く保つことは極めて容易であるから、このような利益相反構造を特別の事情として考慮することが必要であるとしている。

東京高裁での株主側（申立人）の主張

評価手法に関しては特に言及されていないが、東京高裁も東京地裁での主張と同様と考えられる。

(4) 評価アプローチ及び評価法に関する裁判所の判断

東京地裁の判断

取得日（本件では平成 19 年 5 月 9 日）における当該株式の客観的な時価に加えて、強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額をも考慮することが相当とした上で、当該株式の客観的な時価については、評価基準時点と上場廃止日がわずか 11 日しか離れていない本件においては、当該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、評価時点にできる限り近接した市場株価を基本として本件株式の客観的な時価を評価することが相当としている。

純資産法（修正簿価純資産法）と類似上場会社法（倍率法、乗数法）については、評価アプローチとしての相当性について直接言及はしていないものの、純資産法（修正簿価純資産法）で評価すると 1 株当たり 27,000 円、類似上場会社法（倍率法、乗数法）で評価すると 1 株当たり 4,000 円ないし 5,000 円となるとされていることも併せて考えると、平成 19 年 5 月 9 日における本件株式の客観的な時価は、1 株当たり 202,000 円（平成 18 年 11 月 10 日より前の終値の 1 か月間単純平均）を超えるものではないとしている。

東京高裁の判断

東京地裁と同様、取得日（本件では平成 19 年 5 月 9 日）における当該株式の客観的な時価に加えて、強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額をも考慮することが相当とした上で、また、会社法は取得価格の決定を、記録に表れた諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねたものと解するのが相当として、当該株式の客観的な時価については、評価基準時点と上場廃止日がわずか 11 日しか離れていない本件においては、当該市場株価がその会社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、評価時点にできる限り近接した市場株価を基本として本件株式の客観的な時価を評価することが相当としている。

ただし、純資産法（修正簿価純資産法）類似上場会社法（倍率法、乗数法）については、a) AP8 社がデューデリジェンスを実施した上で決定した 23 万円と著しくかけ離れた額であることから対等の割合で考慮すべきものと認めることについては多大な疑問が残ること、b) 継続企業としての企業価値の評価をすべきであって、解散・清算を予定しているわけではないこと等から純資産法を併用することは合理性を認めることができないこと、また、c) 類似上場会社法（倍率法、乗数法）については、選定された類似会社の類似性については多大の疑問を抱かざるを得ず、本件株式の客観的価値を採用するに当たって考慮するに値しないことから、これらの評価法を併用することの合理性を首肯させるに足りる疎明資料はないとして考慮していない。

4. サンスター事例における評価アプローチ及び評価法の選定

(1) 評価アプローチ及び評価法に関する当事者主張と裁判所判断

大阪地裁での当事者主張と同裁判所判断

当事者が主張する評価アプローチ及び評価法及び大阪地裁の判断の概要は以下のとおりである。

【図表 - 4 大阪地裁におけるサンスター事例の概要】

対象	内容
会社側	市場株価法にプレミアムを考慮したものを基に、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）修正純資産法による評価も主張したものと推察
株主側（申立人）	フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）
大阪地裁	市場株価法にプレミアムを考慮

大阪高裁での当事者主張と同裁判所判断

当事者が主張する評価アプローチ及び評価法及び大阪高裁の判断の概要は以下

のとおりである。

【図表 - 5 大阪高裁におけるサンスター事例の概要】

対象	内容
会社側	基本的に大阪地裁での主張と同様
株主側（申立人）	時価純資産法（税引前） 時価純資産法（税引後） + 期待権、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）
大阪高裁	市場株価法 + 期待権（20%）

(2) 評価アプローチ及び評価法に関する会社側の主張

基本的に会社側は、修正純資産法、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）を考慮しているものと推察されるものの、市場株価法 + プレミアムをベースとしていと考えられ、大阪地裁と大阪高裁においても、市場株価法 + プレミアムを採用している。両者間での評価法の選定は大きく異なるものと考えられる。なお、前述のように市場株価法で採用した株価期間の取り方により、価格が異なっている。

(3) 評価アプローチ及び評価法に関する株主側（申立人）の主張

一方、株主側（申立人）においては、大阪地裁ではフリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）、大阪高裁ではそれに加え時価純資産法を主張している。フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）を採用している理由は明確ではないが、少なくとも期待権を含めた「公正な価格」はフリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）に基づく価格を下回することはできない、また、純資産額を下回るべきではないと主張している。

(4) 評価アプローチ及び評価法に関する裁判所の判断

両当事者の主張に対して大阪地裁は、「近接した時期の市場株価が判明している本件においては、客観的な時価は、DCF 法ではなく市場株価を基に判断すべきである」¹⁷とし、大阪高裁は、「市場株価に基づいて株式の公正な価格の評価が可能であるから、他の評価法を斟酌する必要はないというべきである。」¹⁸と判断している。

また、DCF 法は、企業価値の評価においては、小規模リスク・プレミアムの採否、リスク・プレミアムや永久成長率の割合について、確定した基準があるわけではなく、評価の手法により算定された価格の較差が大きくなることなどを考えると、株式の公正な価格を評価する方式として、DCF 法を組み入れることは相当でない（会社側に提供した第三者の評価書における比準法も、選定された類似会社の業態が相手方と類似しているという保証はなく、純資産法も本件が清算価値の算定を目的とするものではないから、いずれも本件では採用することができない。）とし、市場株

¹⁷ 「最近の裁判動向 3 サンスター全部取得条項付株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件抗告審決定」、資料版/商事法務、2009年10月号(第307号)、217頁（大阪地裁平成20年9月11日決定の箇所）

¹⁸ 前掲「サンスター」資料版/商事法務、2009年10月号(第307号)、209頁

価法以外の評価法については否定しているものと考えられる。

5. 本事例分析における評価アプローチ及び評価法選定に関する分析・検討

以下、3件の事例における裁判所の裁量により決定された価格という観点から留意すべき事項について検討する。当該価格決定については裁判所の裁量によるものであり、必ずしも前述したような一般的な M&A の取引過程における評価アプローチとは異なる側面も考えられる。この点を踏まえた上で、企業価値評価を巡る紛争の予防について検討する。

(1) 裁判所による取引事例法（取引事例価額法）の採用

M&A における統合であれば、株主総会による統合比率の承認、TOB 等においても他の多くの株主からの株式の取得により取引価額が成立している。これらは、M&A の際における交渉等により決まった統合比率、取引価額であり、一般的には客観性があるものと考えられる¹⁹。

しかしながら、レックス事例とサンスター事例の2件の事例をみる限り、裁判所においては、当該評価法の採用、つまり TOB 等における取引価額が採用されない可能性がある。当該取引事例法（取引事例価額法）の基になった評価アプローチが裁判の場で再検討されているものと考えられる。

この点については、そもそも裁判所による「公正な価格」の算定方法について下表のような立場を取っているのが学説の多数説といわれている²⁰。

【図表 - 6 「公正な価格」の算定方法】

組織再編が独立当事者間で行われる場合には、原則として、当事者間の交渉の結果を尊重する。

組織再編が親子会社間など支配 - 従属関係にある会社間で行われる場合には、組織再編の対価の内容・額など組織再編条件の形成過程の公正さを審査する。

組織再編条件の形成過程が不公正と評価される場合には、裁判所自ら買取価格を決定するが、形成過程が公正である場合には、第一の場合に準じて当事者間の交渉の結果を尊重する。

したがって、独立当事者間の取引でない、又は取引価格の形成過程が公正でないと判断され得る場合においては、取引事例法（取引事例価額法）が採用されない可能性がある点を留意する必要がある。

¹⁹ 客観性がある前提は、独立した当事者間で合意された価格である必要がある。この点ではどのような交渉当事者であったかの検討は必要である(図表 - 1 参照)。

²⁰ 前掲加藤貴仁、旬刊商事法務第 1876 号から抜粋した。これを図表化したのが、図表 - 1 である。

(2) 裁判所による単独法での評価

評価アプローチについては、他のいずれの評価アプローチも不適切ということで、結果的に単独法になってしまうこともあり得るとは考えられるが、M&Aにおいては、算定人が企業価値を算定する場合、一般的には複数の評価法を採用して様々な側面での検討を行い、それらを総合的に勘案して、「1株当たり 円～ 円」といった一定の評価幅での評価を行う。このような総合評価の結果を踏まえた上で、算定の依頼人である当事者は相手と交渉を行い、取引価格が決定される。

企業価値評価ガイドラインでも、下表を示し、「企業価値等形成要因は評価対象会社によって様々であり、評価法にはそれぞれ長所・短所がある。当該評価対象会社の価値形成要因が単純で、それを評価する方法として特定の評価法が適切であると判断された場合には、単独法が採用されるが、そうでないと評価人が判断した場合には、複数の評価法を採用し、併用法又は折衷法のいずれかで総合評価を行うことになる。」²¹としている。

【図表 - 7 総合評価の方法】

総合評価の方法	内 容
単独法	評価アプローチの中から特定の評価法を単独で適用して、価値評価を行う方法
併用法 (重複幅併用法)	複数の評価法を適用し、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
折衷法	複数の評価法を適用し、それぞれの評価結果に一定の折衷割合を適用して、加重平均値から評価結果を導く方法

(出典) 経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成 25 年、図表 - 6

今回の 3 件の事例においては、裁判所の裁量による評価結果は、カネボウの事例ではフリー・キャッシュ・フロー法 (DCF 法)、レックスの事例 (東京高裁) 及びサンスターの事例では市場株価法と、いずれも単一の評価法によっている。これに関しては、前述のとおり、他のいずれの評価アプローチや評価法に関しても、検討の結果、相当でないとの裁判所の判断であったと推察される。

M&A における企業価値評価では、複数の評価法の結果を総合的に判断し、「1株当たり 円～ 円」といった評価幅によって総合評価するのが一般的であるが、裁判所による判断は、申立が買取価格等の決定であることから、評価幅ではなく「1株当たり 円」という金額の決定となる。その場合、単一の評価法による単独法となる可能性もあるのである。

²¹ 前掲「企業価値評価ガイドライン」、平成 25 年、 . 2 . (3) 総合評価の方法

(3) 市場株価法の採用

今回の3件の事例における裁判所の裁量による判断結果の限りにおいて、上場会社の場合、レックス事例やサンスター事例のように上場廃止から取引日までが近い場合においては、市場株価法が採用されている。上場会社の場合又は上場廃止しても期限が短く特段の変動がないような場合には、評価アプローチの具体的な評価法の一つとしてこれが採用される可能性があると考えられる。

特に、サンスター事例の場合は、市場株価法の採用が可能な場合で市場株価法以外の評価法については、裁判所がそれらの採用を否定している。市場株価法の採用が可能な場合には、市場株価法（更にプレミアムを別途考慮する。）のみによる決定される可能性が考えられる。

(4) 純資産法の採用

今回の3件の事例における裁判所の裁量による評価結果の限りにおいて、継続企業ということを前提とした場合は、純資産法は評価アプローチの一つとして採用される可能性は低いと考えられる。

他の評価法の評価結果と純資産法の評価結果が著しくかけ離れている場合、特に純資産法の評価結果が他の評価結果よりも低い場合で、採用に合理的な理由がない限り、裁判所の判断では採用されない可能性があると考えられる。

なお、純資産法の採用可能性については、第 章において検討することとする。

(5) 期待権の評価

レックス事例及びサンスター事例において、「公正な価格」の定義を当該株式の客観的な時価に加えて、強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額をも考慮することが相当としている。なお、カネボウ事例は旧商法の規定に基づくものであり、訴えの法令が異なる点に留意されたい。

当該期待権についても、M&Aにおいては一般的にシナジー効果の試算、過去のプレミアム等や交渉に基づいて決定されることになると考えられる。これについては情報の開示がしにくい部分もある。

レックス事例の場合、裁判所に対して株価算定評価書等の提出がなかった。これが提出されていれば、デューデリジェンスを実施した上で適切に価値評価がなされたことが明確になる。裁判所としても、それに基づいて判断ができたところ、その提出がなかったことにより、裁判所の裁量において、一定率といった形で評価されることになった。

M&Aにおいて企業価値評価を行う場合、その後に発生する可能性のある紛争に対して、会社としての対応をあらかじめ検討する必要がある。

算定人の承諾の下、算定書を裁判所に提出して価値評価の適正性を主張する。

算定書は書証として提出せず、会社としての主張を行う。

(6) 紛争リスク

カネボウ事例においては、粉飾が発覚しその後上場廃止となりファンドへ売却されるといった流れの中で株価が大きく下落していった。レックス事例においても業績予想修正の後に公開買付の実施といった流れの中で、業績予想修正の際に大きく株価が下落していった。このように会社内部や業績などで混乱状態にある中では、情報開示によって株価も大きく変動している。このような局面における M&A においては、紛争となる潜在リスクが高いと想定され、評価に当たっては紛争リスクに留意する必要がある。

以上、3件の事例を中心に評価アプローチや評価法の選定という点から整理を行ってきたが、M&A における各当事者の立場により、それぞれ評価に関する考え方が異なっている以上、紛争の要素を完全に排除することは難しいと考えられる。

しかしながら、M&A を実施する立場においては、特に MBO 等のように、対外的に適切な説明ができるよう対応する必要がある。また、独立当事者間での取引とは認め難い場合、取引価格の形成過程に疑義が生じ得る場合、株価変動の大きい場合等、リスクが高い場合にはより慎重な対応が必要であると考えられ、評価アプローチの選定においても慎重に選択する必要がある。

ただし、M&A における評価アプローチにおいて仮に合理的なものを選んだ場合でも、後述するように各手法においてもどのような仮定をおくかで金額が大きく異なるということから、その点についても、更に留意が必要となるものと考えられる。

インカム・アプローチを巡る紛争事例

1. インカム・アプローチの定義、特徴及び一般的な論点

(1) インカム・アプローチの定義

インカム・アプローチは、評価対象会社から期待されるキャッシュ・フローないし利益に基づいて価値を算定する方法であり、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）、調整現在価値法、残余利益法、配当還元法、利益還元法（収益還元法）などがある。フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）の基本式を示すと、下表のとおりである。

本事例分析においてカネボウ事例は、このフリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）に関係する争いである。特に営業フリー・キャッシュ・フローの期待値の基礎となる事業計画の取扱いや資本コストの推定が主たる争点になっている。

【図表 -1 フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）の基本式】

$$V_0 = \frac{FCF_1}{(1+k_w)} + \frac{FCF_2}{(1+k_w)^2} + \frac{FCF_3}{(1+k_w)^3} + \dots$$
$$= \frac{FCF_1}{(1+k_w)} + \frac{FCF_2}{(1+k_w)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+k_w)^n} + \frac{TV}{(1+k_w)^n}$$

V_0 : 評価時点（第1期首）の事業価値
 FCF_t : t 期の営業フリー・キャッシュ・フローの期待値
 k_w : 加重平均資本コスト
 TV : ターミナル・バリュー（^{しゅうか}終価）、 $n+1$ 期以降のFCFを n 期末時点に割り引いた価値

（引用）経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成25年、図表 -5及び図表 -6を一部修正

カネボウ事例のもう一つの争点が資本コストであるが、株主資本コスト及び加重平均資本コストの算定式は、下表のとおりである。

【図表 -2 株主資本コストの算定式】

$$k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) + S_p$$

k_e : 株主資本コスト
 r_f : 安全利子率（リスクフリーレート）

<p>：個別株式のベータ</p> <p>r_m：株式市場収益率の期待値</p> <p>$r_m - r_f$：市場リスク・プレミアム</p> <p>S_p：個別リスク・プレミアム</p>
--

(引用) 経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成 25 年、図表 -20 を一部修正

【図表 - 3 加重平均資本コストの算定式】

$k_w = \frac{E}{E+D} \cdot k_e + \frac{D}{E+D} \cdot k_d \cdot (1-\tau)$ <p>k_w：加重平均資本コスト</p> <p>E：株主資本価値</p> <p>D：負債価値</p> <p>k_e：株主資本コスト</p> <p>$k_d \cdot (1 - \tau)$：負債コスト</p>

(引用) 経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成 25 年、図表 - 8

(2) インカム・アプローチの特徴

インカム・アプローチは、将来期待される収益獲得能力を価値に反映させやすいアプローチであり、評価対象会社独自の将来見積等に基づいて価値を測定するため、評価対象会社が持つ固有の価値を示すことができるというメリットがある。また、割引率等を通じて、市場の取引環境をある程度反映させることができる。一方、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あり、客観性について問題となる場合もある。

(3) インカム・アプローチの一般的な論点

上述のような特徴を持つインカム・アプローチは、将来の期待値に関して様々な仮定を置くことになることから、紛争の局面においても、多くの争点が発生することが予想される。

インカム・アプローチの具体的な評価法の一つであるフリー・キャッシュ・フロー法 (DCF 法) における一般的な論点を整理すると、以下のようなものが挙げられる。

【図表 - 4 インカム・アプローチの一般的な論点】

事業計画を巡る論点	
作成主体	評価対象会社によって作成された事業計画について、算定人等による修正の可否
利用可能性	紛争事例において、争っている一方の当事者である評

	価対象会社が作成した事業計画の算定時の利用可能性
確実性等価とリスク	分子であるキャッシュ・フローにリスク等を織り込む場合について
株主資本コストを巡る論点	
安全利子率	安全利子率(リスクフリーレート)として用いるべき指標
市場リスク・プレミアム	<ul style="list-style-type: none"> 市場リスク・プレミアムとして、将来のリスクを推定する方法と過去の一定期間の数値を用いる方法の選択 過去の一定期間の数値を用いる場合、(i)用いる期間の長さ、(ii)異常値の排除の可否、(iii)長期間のデータの入手方法 など
ベータ()値	どの類似会社の 値を用いるべきか、類似上場会社の選定
個別リスク・プレミアム/ディスカウント	<ul style="list-style-type: none"> 非流動性ディスカウント スモールビジネス・リスク・プレミアム マイノリティ・ディスカウント など
加重平均資本コストを巡る論点	
負債コスト	将来の負債コストの推定値と評価対象会社の実績値との選択
最適資本構成	資本負債割合について、類似会社の平均値を用いる方法と何らかの方法で評価対象会社の最適資本構成を推定する方法との選択 など
割引現在価値を巡る論点	
ターミナル・バリュウ(終価)	ターミナル・バリュウ(終価)に特別な要素(成長率等)を見込むことの可否
株主価値算出に関する論点	
遊休・非事業資産	<ul style="list-style-type: none"> 遊休・非事業資産の範囲 事業資産と非事業資産の区分 など
負債の範囲	控除すべき負債の範囲
インカム・アプローチの各評価法の選定	
配当還元法	配当還元法を採用する事例の検討
残余利益法、調整現在価値法	残余利益法や調整現在価値法を採用する事例の検討

これらのうち、カネボウ事例で検討するものについては本章の2.と3.で述べることとする。カネボウ事例で争点にはなっていないが、企業価値評価を巡る紛争の予防と解決の上で今後検討を要する論点については、本章の4.で検討する。

2. カネボウ事例において争点となった論点

第 4 章 4.(3)で概要について記述したが、カネボウ事例では、鑑定評価としてインカム・アプローチが採用されたこともあり²²、インカム・アプローチにおける典型的な論

²² レックス事例やサンスター事例では実施されていないが、カネボウ事例では東京地裁において株価鑑定が実施された。鑑定ではフリー・キャッシュ・フロー法(DCF法)を採用している。

点が争点として数多く取り上げられている。

図表 - 4 に示されているとおり、インカム・アプローチの一般的な論点は多々ある。そのうちカネボウ事例において争点となった項目も相当にあるため、他の章と異なり、まず本節でその一覧を示し、次節で具体的に検討することにする。

本節で記載する争点は、事業計画、株主資本コスト、加重平均資本コスト及び株主価値算定に大別される。それぞれの争点に対する申立人である一般株主側の主張と被申立人である会社側の主張を要約すると、以下のとおりである。

(1) 事業計画に関する当事者の主張

カネボウ事例において事業計画は、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）で営業フリー・キャッシュ・フローの期待値を算定する上で重要な資料となる。会社が作成した事業計画の使用に関しては、会社側、一般株主側の双方が合意していたと推測されるが、具体的な利用においていくつかの争点がある。

【図表 - 5 カネボウ事例における事業計画に関する争点】

争点項目	株主側（申立人）の主張	会社側の主張
事業計画（5か年計画）における法人税等の取扱い	連結納税制度を利用した場合に7年以内に繰越欠損金を全額使用でき、フリー・キャッシュ・フロー（FCF）が増加する可能性があるため、事業計画に連結納税制度を利用した場合を考慮すべきである。	
事業計画（5か年計画）の達成状況と6年目以降の利益予想		5か年計画における数値をそのまま採用して平成22年度以降の営業利益としているのは不当である。 5か年計画は産業再生機構が支援先を算定する際のデューデリジェンス目的で作成されたため、目標値を高く設定したものである。 市場金利などの客観的な条件の変動やスポンサーの変更等の要因により初年度（平成17年度）の目標値も達成できなかったことから明らかなどおり、実情に即した計画ではなかった。 そのため、少なくとも平成22年度以降については、収益予想を変更する必要があるし、計画の連続性を考え

		るのであれば上記計画を全面的に見直す必要がある。
事業計画(5か年計画)以降のキャッシュ・フロー予測		「その他の事業」の平成22年以降も減価償却費を認めながら、設備投資額等を0としているが、このような取扱いをすれば、減価償却費が評価時の簿価を上回って計上されることになり不合理である。

(2) 株主資本コストに関する当事者の主張

カネボウ事例においては、株主資本コストの推定の際の、市場リスク・プレミアムの推定、スモールビジネス・リスク・プレミアム及び非流動性ディスカウントが争点となっている。

【図表 - 6 カネボウ事例における株主資本コストに関する争点】

争点項目	株主側(申立人)の主張	会社側の主張
市場リスク・プレミアムの推定	市場リスク・プレミアムは3%から6%程度である。鑑定 ²³ で採用した市場リスク・プレミアム8.5%(昭和30年から平成17年までの各年度のデータの単純平均)では、一般に理解されているより数値が高く、また、将来フリー・キャッシュ・フローの算定には永久成長率をゼロとしているのに、高度成長期の株式リターンを基礎データと用いているのは整合性が欠ける。	市場リスク・プレミアムは10%(昭和27年から平成17年までの各年度のデータの単純平均)である。
市場リスク・プレミアム算定における幾何平均の検討	市場リスク・プレミアムの算定に算術平均(単利計算)を使用し、幾何平均(複利計算)を考慮していないのは相当ではない。	
市場リスク・プレミアムにおけるインプライド手法の検討	市場リスク・プレミアムの算定は、ヒストリカルデータを利用する方法に加えてインプライド手法(将来の収益実現への期待値を考慮する方法)を加味するのが	

²³ 申立人と被申立人の中で、争点となっている点について主張がされるが、鑑定書が提出された際に鑑定書記載の内容についても両当事者による主張がなされている。図表 - 6 及び 7 は、鑑定結果に対する当事者の主張を中心にまとめている。

	一般的になってきており、 ヒストリカルデータのみから 市場リスク・プレミアム を算定する手法は相当では ない。	
個別リスク・プレ ミアム / ディス カウントとして スモールビジネ ス・リスク・プレ ミアムの検討		小規模な会社は大規模な会 社と比べて事業の安定性や 信用力の点でリスクが高く 資本コストが上昇するた め、実務上、スモールビジ ネス・リスク・プレミアム を考慮するのが一般的であ る。
個別リスク・プレ ミアム / ディス カウントとして 非流動性ディス カウントの検討		非上場会社株式の場合、換 価が困難なため売却に費用 がかかり、資本コストが上 昇するため、実務上、非流 動性ディスカウントを考慮 することが一般に認知され ているのに、考慮していな いのは不合理である。

(3) 加重平均資本コストその他に関する当事者の主張

カネボウ事例において、加重平均資本コストその他の争点についてまとめると、
下表のようになる。

【図表 -7 カネボウ事例における負債コスト、最適資本構成、
ターミナル・バリュエーション他に関する争点】

争点項目	株主側（申立人）の主張	会社側の主張
負債コスト	鑑定で採用している負債コ スト（ $1.875\% + 3.23\% =$ 5.105% ）は、平成 18 年 4 月時点の被申立人の金利水 準として、一般的レベルと 比較して高すぎる。被申立 人の負債コストを算定する に当たっては一定幅のある 数値を選択した上でシミュ レーションをするべきであ り、そのような方法をとら ないのであれば、少なくと も、同時期における投資適 格性最下位（BBB）の民間債 のレート（ 2.2% ）か、より 格付けの低い（BB）の民間 債のレート（ 2.7% ）に従う のが相当である。	

最適資本構成	最適資本構成については、当該会社の最適な資本構成を想定して資本負債割合を個別に算定するのが合理的であり、少なくとも、負債のレバレッジ効果や税効果を考慮した最適な資本構成を想定すべきである。	
ターミナル・バリュウ（終価）における成長率の考慮	永久成長率をゼロとしているが、少なくとも日本経済全体の平均的な成長率である名目 GDP 成長率と同程度は成長すると考えることが相当ではないか。 永久成長率を 0% とすると、長期インフレ率よりも低い成長率となり、被申立人の事業が実質的に毎年永続的に縮小することになって合理性に欠けることから、保守的に考えても名目 GNP レベル（年約 2% 程度）の成長率を見込むべきである。	
ターミナル・バリュウ（終価）における成長率の考慮	最近において、中国に合併会社を設立し、海外展開を進めており、海外市場も加味した成長性を考慮すべきである。	
遊休・非事業用資産		保有現金には事業継続に必要な運転資金も含まれるから、保有現金の全てを非事業用資産としているのは相当ではない。
期待権	本件のようなスクイーズアウト事案では、同種事案に関する裁判例同様、今後の株価上昇に対する期待値を評価して客観的交換価値に期待権を上乗せした価格を買取価格とすべきである。	

3. カネボウ事例における争点の個別検討

(1) 事業計画の利用

カネボウ事例における事業計画の争点

カネボウ事例では、当初は会社が作成した 5 か年の事業計画を鑑定的前提として採用することを、当初は両当事者が合意していたと推測される。しかし、その

後、5か年事業計画の初年度の達成が困難になったことから、会社側は、当該事業計画が実情に即した計画ではないとして、見直す必要があるという主張を行った。

この点について、東京地裁は、自ら作成した5か年事業計画の1年目が計画値を下回ったからといって、直ちに事業計画を修正すべきという主張は作成者として一貫性がなく、また、支援企業に対しては自社の企業価値を高く売り込みながら、株式買取請求の場面では自社の企業価値をもっと低いものであると主張するというような、便宜的な主張・取扱いは、信義則に照らして認められがたい主張であると結論付けている²⁴。

この東京地裁の見解から判断して、カネボウの被申立人である会社側のような場合が特殊事例というわけではなく、株式買取請求のために、評価対象会社が当初作成していた事業計画に修正を加え、事業シナリオとしてこれに基づく評価額を主張するような場合については、事業計画の修正に相当な合理性が要求されるものと考えられる。

また、カネボウ事例において、連結納税制度を利用すれば繰越欠損金が有効活用できて、納税額が減少し、フリー・キャッシュ・フローが増加することから、経済合理性の観点から経営陣が連結納税制度を採用するはずであると考えて、事業計画を修正すべきだという主張が申立人（一般株主側）からなされている。しかしながら、鑑定人は、鑑定時点において連結納税制度を採用しておらず、今後、当該制度を利用するか否かは経営判断であり、鑑定において考慮することは相当ではないとして、当該主張を退けている。

事業計画に対する鑑定人や算定人による修正

鑑定が実施される場合、鑑定人が提出された事業計画を修正する場合がある。

事業計画を提出した評価対象会社は、多くの場合、争っている当事者の一方であり、事業計画の基となった詳細な情報については、経営上の機密事項として、相手方への開示を拒む場合も多い。その場合、相手方は入手できる情報も限られ、当該事業計画を検証する手段も少なくなる。その中で、鑑定人は、評価対象会社が相手方への開示を拒んだ情報についても、場合によっては開示を要請できることから、当事者間の情報の非対称性に起因する不平等を調整する役割を担う場合がある。

鑑定人は、争っている両当事者から独立した第三者としての意見を求められているため、入手した事業計画が明らかに不合理であることが認められる場合には、当該事業計画の不合理な箇所を修正した事業シナリオに基づいて評価を行うことも想定される。

ただし、鑑定の際には主観的な判断は極力排除されるべきであることから、鑑定人による事業計画の修正は、非常に限定的であるべきである。場合によっては、

事業計画の修正は当事者の合意の下で行うなどの配慮が必要となる。

この点は、M&Aにおける企業価値算定業務を行う算定人の場合も同様である。最近の紛争実務においては、算定人が、評価対象会社作成の事業計画に大幅な修正を行い、当該修正シナリオに基づいた評価を行うことによって、極端な評価額を算定するような事例が散見される。そうした事業計画の修正には、評価対象会社の実態と明らかに乖離しているようなものもある。そのような評価が行われた場合、両当事者の主張する評価額の乖離が著しく、利害調整に多大な時間を費やすこともある。そもそも事業計画の作成主体が誰なのか、作成に対して責任を負うのが誰なのかを明確にしておく必要がある。

事業計画に一定の仮定などを置いた修正シナリオに基づく評価を実施することは、M&Aなどに関連した評価業務においてしばしばある。例えば、買い手の依頼によって、当該買収による買い手のシナジー効果を事業計画に考慮した修正シナリオに基づく評価などである。

しかしながら、そのような評価は、買い手による当該買収等によるシナジー効果に関する検討・分析に基づいて、買い手としての適切な取得金額を算定するためのアプローチであり、依頼人の意を汲んで、意図的に極端に低い（又は極端に高い）評価を行うことを目的としたものとは根本的に異なるものである。

事業計画の前提となる事項に関する合意

企業価値評価について争っている事例では、企業価値の前提となる評価対象会社の将来に対する見方について意見が分かれている事例がよく見られる。

評価対象会社の将来性について主要な論点として争っている場合には、上述のように、不合理な部分を修正した事業シナリオであったとしても、評価に用いることができるのかという問題がある。

カネボウ事例では、カネボウが作成した事業計画を基にしたフリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）を採用して鑑定評価が実施された。カネボウ事例の場合、前述のとおり、当初においては、両当事者が一つの事業計画を用いることで合意していたと推測され、当該合意を前提として、事業計画に基づくフリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）を採用している。

評価対象会社の将来に対する見方が違うからこそ、評価額において折り合いがつかないこともあると考えられるが、論点を限定するためにも、両当事者が事業計画の数値について合意し、当該事業計画に基づき鑑定評価を行うことは有効な方法の一つである。

一方、両当事者が合意していない事業計画を用いてインカム・アプローチによる評価を鑑定人が実施する場合には、慎重な検討が必要である。

²⁴ 前掲「カネボウ」資料版/商事法務、2008年5月号(第290号)、147頁

(2) 株主資本コストの推定

株主資本コストは、安全利子率に、個別株式のベータに市場リスク・プレミアムを乗じたものを加え、必要に応じて、個別リスク・プレミアムを加えることによって算定する。算式は、図表 - 2 のとおりである。

安全利子率

安全利子率（リスクフリーレート）には、通常、10年物の長期国債の利回りが用いられる。この点については、カネボウ事例に限らず一般的にも特に争いはない。

市場リスク・プレミアム

市場リスク・プレミアムは、株式市場が持つリスクを考慮した投資家の要求（期待）報酬であり、株式市場の収益率の期待値と安全利子率との差であるプレミアム「超過要求（期待）収益率」を指す。

本来は、将来のリスク・プレミアムは予測値であるべきものであるが、将来のリスク・プレミアムを予測することは困難であるため、一般的には、過去の一定期間の市場リスク・プレミアムの平均値を利用することが多い。

イボットソン・アソシエイツ・ジャパンでは、昭和27年から現在までの期間の市場リスク・プレミアムのデータを算定している。より長期間のデータの平均値を用いるほうが、適切であると一般的にいわれている。

長期間のデータを用いる場合であっても、株式市場が著しく異常な値を示した期間について、異常値として排除するという考え方もある。ただし、その場合、どこまでを異常値として排除するのかという問題がある。昭和27年の戦後の取引所再開直後の2～3年を異常値とする見方がある。また、その期間との比較でいうと、直近である平成20年秋のリーマンショック以降の市場の混乱はどう見るべきか。一部では「百年に1度」という極端な見方をする識者もあり、その取扱いに議論の分かれているところである。

一方で、異常値データ期間の排除は行わず、そうした異常値データ期間も含めた、相応の長期間のデータの平均値が、客観的かつ標準的なデータであるという考え方もある。

一般には、a)昭和27年から現在までの期間（＝データを入手できる最長期間）、b)直近50年間、c)直近30年間、などの期間のデータの平均値が利用されることが多い。

カネボウ事例での鑑定においては、第2次世界大戦後の取引所が再開されたばかりの混乱期の異常値のみを排除した、もっとも長期的に入手可能な期間として、昭和30年から鑑定時点において入手可能な直近までの期間を採用している。

なお、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンから提供された参考データは以

下のとおりである²⁵。

【図表 - 8 イボットソン・アソシエイツ・ジャパン提供の市場リスク・プレミアム】

a)	1952年から2006年までの55年間	9.9%
b)	1957年から2006年までの50年間	7.4%
c)	1962年から2006年までの45年間	6.2%
d)	1967年から2006年までの40年間	6.7%
e)	1972年から2006年までの35年間	5.7%
f)	1977年から2006年までの30年間	4.0%

一方、過去の一定期間のデータの平均値を用いる方法に対して、将来の市場リスク・プレミアムを一定の仮定を用いて予測する方法がある。一般的なものは、インプライド手法があり、将来の収益実現への期待値を考慮する方法である。

カネボウ事例での鑑定評価においては、インプライド手法が、将来のコンセンサス業績予想（GDP成長率予想など）が正しいものとして市場リスク・プレミアムを算定するため、その算定には市場参加者の思惑、予想といった不確実性、恣意性が介在するという問題点があることを重視し、判断の客観性を重視すべき鑑定評価という観点からは、インプライド手法を考慮せず、データの客観性が担保されるヒストリカルデータのみを採用している。

判断の客観性を重視すべきという観点からヒストリカルデータのみを利用するという考え方は、鑑定評価における判断の一つの指標を提示しており、参考となる事例である。

また、事例によっては、インプライド手法等が有効な方法になることもあり、必要に応じ、取捨選択して、適切な手法を利用する必要がある。

個別リスク・プレミアム/ディスカウント

個別リスク・プレミアム又はディスカウントファクターとして一般的に考慮されるものは、以下の三つである。

- a) 非流動性ディスカウント
- b) スモールビジネス・リスク・プレミアム
- c) 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、非上場会社株式を評価する場合、上場株式と比べ

²⁵ 上記のデータは、2006年を endpoints とする過去一定期間のものであり、本研究報告で開示することを同社が

て流動性がない非上場株式に対して相応のディスカウントを加味するもので、合併、買収等の際には加味することが一般的である。しかしながら、カネボウ事例での東京地裁の株式買取価格決定書の中で、鑑定人は、「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。」²⁶としている。

スモールビジネス・リスク・プレミアムは、大規模な企業の株式に比べて小規模な企業の株式は、リスクが高く、より高い利回りを期待されるという点については、多くの研究発表もあり、米国では統計資料も整備されているところであることから、企業の規模に関するリスクを評価の上で加味することは一般的である。しかしながら、日本ではスモールビジネス・リスク・プレミアムについての統計資料は、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンで今後公表を予定しているが、現在のところは入手できるものはほとんどないため、十分に分析されておらず、どのように定量化するかという問題がある。

フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）によって算定された価値は、コントロール・プレミアムを含んだ価値であることから、支配権を持たない一般株主の株式の評価においては、当該コントロール・プレミアム相当をディスカウントすることになるが、これをマイノリティ・ディスカウントという。

カネボウ事例の鑑定においては、スモールビジネス・リスク・プレミアムもマイノリティ・ディスカウントも、これらのディスカウントによる調整は客観的根拠を持たず、「通常は、売買当事者の価格の交渉の際に使われている調整事項であること」²⁷から、採用することは不適切と判断している。

(3) 加重平均資本コストの算定

加重平均資本コストは、株主資本コストと負債資本コストを株主資本価値と負債価値によって加重平均することによって計算される。計算式は、図表 - 3 のとおりである。

負債コスト

負債コストは、企業が借り入れている資金のコストであり、リスクフリーレートに評価対象会社の信用力に応じたスプレッドを加味する方法などにより算定する。評価対象会社の情報が入手できない場合には、負債コストに関する情報を入

ら承諾を得たものである。直近のデータを利用する場合は、有償で同社から購入する必要がある。

²⁶ 前掲「カネボウ」資料版/商事法務、2008年5月号(第290号)、141頁

²⁷ 前掲「カネボウ」資料版/商事法務、2008年5月号(第290号)、141頁

手できる類似会社の情報から推定する方法をとる場合もある。

カネボウ事例での東京地裁の株式買取価格決定書では、「本件営業譲渡がなかった場合、経営状況がどのように改善していくのかは必ずしも明確ではないこと、将来における金利負担を予測することは困難が多いこと、鑑定人は及びの点を考慮し、判断の客観性を確保するという観点から、実績値を採用した」²⁸としている。

負債コストは、将来の負債コストを推定すべきものではあるが、将来の負債コストの推定の困難さから、実績値を用いるということは、一般の評価実務でも多いと考えられる。

一方で、我が国においては、金融機関が企業のデフォルトリスクを適切に反映した金利を徴収していない場合もあり、結果として過小な負債コストになってしまう可能性があるという意見もある。

最適資本構成

資本負債割合については、類似会社の資本負債割合の平均値を算定する方法がある。これは、評価対象会社の資本負債割合が、長期的には類似会社の資本負債割合に収斂していくという予想に基づくものである。一方、評価対象会社固有の事情を勘案して、その会社にとって最適な資本構成を分析して想定する方法もある。

カネボウ事例での東京地裁の株式買取価格決定書では、「本件鑑定人は、会社の最適な資本構成は経営判断として経営者が行うものであり、鑑定人は最適な資本構成を想定することは経営判断に鑑定が踏み込むことになり相当ではないと考え、客観的な判断手法として業界ごとの類似会社の資本負債割合の平均値を算定してその比率に基づいて資本負債割合を算定した（略）。本件鑑定人の判断は、専門的学識と経験に基づき行った判断として十分な合理性があり、本件鑑定に不合理な点はないというべきである。」²⁹としている。

(4) 割引現在価値のターミナル・バリュー（終価）

フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）における将来キャッシュ・フローの見積りは、一定の期間については詳細な見積りを行い、それ以降の期間については、比較的単純な仮定を置く場合が多い。例えば、毎期のキャッシュ・フローが一定と仮定したり、一定の成長率が永続するという仮定を置いたりする。

一定の成長率を見込む場合、インフレ率を使用するようなケースも多いが、フリー・キャッシュ・フローの見積りは、評価対象会社固有の状況を反映するため、成長率としてインフレ率を採用する是非については十分に検討すべきであ

²⁸ 前掲「カネボウ」資料版/商事法務、2008年5月号(第290号)、146頁

²⁹ 前掲「カネボウ」資料版/商事法務、2008年5月号(第290号)、146頁

る。

カネボウ事例での鑑定では、カネボウの主要事業が国内市場を営業エリアとする小売業を取引先としていることから、経済産業省の商業統計調査等の結果から、小売販売額の低下が止まらず、成長は期待できないことから、成長率は0%としている。

東京地裁の株式買取価格決定書でも、「本件鑑定によれば、長期インフレ率の見通し自体が客観性に乏しいうえ、成長率0%と仮定しても長期インフレ率のほうマイナスになる場合もあること、将来の成長率を0%と仮定しても当然に相手方の事業が永久的に縮小する結果となるわけではないこと、長期インフレ率の見通し自体客観性に乏しいため、将来の名目GDP成長率を決定することは困難であること、仮に相手方（カネボウ）の事業が名目GDP成長率と同程度の成長率を見込めるという前提をとったとしても、客観的合理性のある成長率を算定できるわけではないこと」³⁰などから、不合理な点はないとしている。

(5) 株主価値算定時の遊休・非事業資産

事業価値に足される非事業資産は、一般的には遊休資産、余剰現金、投資目的で保有する有価証券などである。

会社が所有している持合株式については、事業遂行上所有し続けることが必要な株式と事業上の明確な保有目的がなく、投資目的に過ぎなくなっているものと分類されると考えられる。

余剰現金については、評価対象会社の現預金のうち余剰部分に関する情報が入手できない場合や明確に区分できない場合の取扱いをどうするのかという実務的な論点がある。

カネボウ事例の鑑定では、保有する現預金全額を非事業資産としている。カネボウ事例での東京地裁の株式買取価格決定書では、「本件鑑定人は、保有現金の中には事業資金に投入される部分があることを認めつつも、一般に必要運転資金は各社の個別性が強いため、必要運転資金の相当額を算定する客観根拠はないこと、類似会社を参考としても客観的な算定は困難であり、相手方³¹におけるこれまでの実績も不明であることから、判断の客観性を確保する観点から、保有現金の中に必要運転資金に充てられる部分のあることを考慮しないとの取扱いをした。」³²となっている。

4. 今後事例分析での検討が必要な論点

インカム・アプローチの一般的な論点で、カネボウ事例では特に争点とならなかつ

³⁰ 前掲「カネボウ」資料版/商事法務、2008年5月号(第290号)、144頁

³¹ 決定書の中での「相手方」はカネボウを指している。

³² 前掲「カネボウ」資料版/商事法務、2008年5月号(第290号)、148頁

た点について概要を示すと下記のとおりである。

(1) 配当還元法の採用可能性の検討

配当還元法は、インカム・アプローチの中で、予想配当というキャッシュ・フローに基づいて価値を測定する方法である。配当還元法は、理論的な背景に乏しく、利用すべきではないという意見もある。ここでは、今後の事例分析を通じて検討が必要な配当還元法について、採用することの意味と問題点について、その概要について述べる。

配当還元法の算式は下表のとおりである。

【図表 - 9 配当還元法の算定式】

A：同額の利益が継続するとした場合 配当還元による評価額 = 利益 × 配当性向 ÷ 割引率
B：各年度の予想利益を元に計算する方法 配当還元による評価額 $= \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_e)^n} + \frac{TV}{(1+k_e)^n}$ <p>D_t：t期の配当の期待値 k_e：株主資本コスト</p>
C：利益還元法（収益還元法）による割引率と同じとした場合の計算方法 配当還元による評価額 = 利益還元法（収益還元法）による評価額 × 配当性向

Bの算定式については、経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成25年、図表-14を一部修正

各年度のフリー・キャッシュ・フロー又は利益が全て配当される場合、すなわち配当性向が100%の場合は、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF法）や利益還元法とは、理論上は同額の評価結果になるが、通常、配当性向が100%であることはまれであるのでその部分が両者の計算結果の差異となる。

通常、配当性向をどうするかは意思決定は、支配株主に握られているため、一般株主はどうすることもできないが、実際には電力株などのように安定配当を継続している銘柄や、老舗の同族会社で1株5円の配当を長期間継続している企業もある。

過去の配当の実績や暗黙の株主間合意（同族の親族間合意など）が形成されている場合には、配当についての将来予測値の不確実性が、フリー・キャッシュ・フロ

一法(DCF法)によるキャッシュ・フロー予測の不確実性と比べて必ずしも優劣がつけられるわけではない場合がある。

したがって、配当性向(又は、1株当たり配当額)について利害関係者の間で一定の合意(暗黙の合意を含む。)を得られる範囲内にある場合には、配当還元法を採用することがむしろ合理的な場合がある。

配当性向は100%ではないことがほとんどであるので、将来フリー・キャッシュ・フロー全部を現在価値に割り引くフリー・キャッシュ・フロー法(DCF法)に比べて、将来配当額のみを現在価値に割り引く「配当還元法」の方が、配当や投資への支出をせずに社内留保するキャッシュの部分だけ低い評価になる。このような場合には、その低く評価された差額が計算上のマイノリティ・ディスカウント相当額といえる。

ただし、この場合でもターミナル・バリュー(終価)の計算において残余財産を全額配当するという条件で計算をすればその差額は小さくなる。

なお、配当性向そのものについて言えば、直近数年間利益が少額又は赤字であるが過去に蓄積した剰余金を原資に継続して配当をしている会社も少なからずある。これらの場合は、配当性向が100%を超えるので、むしろ配当還元法による評価額の方が利益還元法(収益還元法)などより高くなる場合がある。また、業績の好不調を長期間繰り返している企業には、歴史的に配当性向が高くなっている。

このように、配当還元法によって測定された価値が必ずしもインカム・アプローチの他の評価法よりも常に低いとは限らない。こういった点も踏まえ評価対象会社の実態に応じた評価法の選定が重要である。

また、配当還元法を採用する場合には、株式価値は一般株主保護の観点から1株当たり純資産を下回ることはないという、主として法曹界からの見解についても勘案する必要がある。

今後の事例分析を通じて、どのような状況において配当還元法が評価法として選定されるのか検討が必要である。

(2) 残余利益法や調整現在価値法の採用可能性の検討

インカム・アプローチには、前出のフリー・キャッシュ・フロー法(DCF法)、利益還元法(収益還元法)、配当還元法の他にも、残余利益法や調整現在価値法がある。残余利益法の算定式は、下表のとおりである。

【図表 -10 残余利益法の基本式】

$$\begin{aligned} V_0 &= OA_0 + \frac{ORI_1}{(1+k_w)} + \frac{ORI_2}{(1+k_w)^2} + \frac{ORI_3}{(1+k_w)^3} + \dots \\ &= OA_0 + \frac{ORI_1}{(1+k_w)} + \frac{ORI_2}{(1+k_w)^2} + \dots + \frac{ORI_n}{(1+k_w)^n} + \frac{TV}{(1+k_w)^n} \end{aligned}$$

V_0 : 評価時点 (第1期首) の事業価値

OA_0 : 評価時点 (第1期首) の総資産の簿価合計

ORI_t : t 期の営業残余利益の期待値

k_w : 加重平均資本コスト

TV : $n+1$ 期以降の残余利益を n 期末時点に割り引いた価値

$$ORI_t = NOPAT_t - OA_{t-1} \times k_w$$

$NOPAT_t$ = t 期の税引後営業利益

(引用) 経営研究調査会研究報告第32号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成25年、図表 -12 を一部修正

残余利益法とフリー・キャッシュ・フロー法 (DCF法) とは、予測が整合的である限り、理論上算定される事業価値は同じとなる。

残余利益法は、フリー・キャッシュ・フロー法 (DCF法) と比べると、資産簿価や会計上の利益といった会計情報を利用することができる。将来の数値についても、通常、企業が作成しているのは利益計画である。また、残余利益法は、ターミナル・バリュー (終価) がフリー・キャッシュ・フロー法 (DCF法) と比べると少額になることから、ターミナル・バリュー (終価) の不確実性による影響を小さくするという利点がある。

また、理論的に同じ値が算定されるはずの残余利益法とフリー・キャッシュ・フロー法 (DCF法) であるが、実際に算定してみると一致しないことのほうが多い。これは残余利益法に用いている予測とフリー・キャッシュ・フロー法 (DCF法) に用いている予測が整合的ではないことを意味する。この両方法の算定結果の不一致の原因分析も、あるべき価値を算定するために有効な手法の一つであるとも考えられる。

次に調整現在価値法の算定式は、下表のとおりである。

【図表 -11 調整現在価値法の基本式と算定式】

【調整現在価値法の基本式】

V_0 = 無負債事業価値 + 節税効果の現在価値

【調整現在価値法における無負債事業価値算定式】

無負債事業価値

$$\begin{aligned} &= \frac{FCF_1}{(1+k_U)} + \frac{FCF_2}{(1+k_U)^2} + \frac{FCF_3}{(1+k_U)^3} + \dots \\ &= \frac{FCF_1}{(1+k_U)} + \frac{FCF_2}{(1+k_U)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+k_U)^n} + \frac{TV}{(1+k_U)^n} \end{aligned}$$

FCF_t : t 期の営業フリー・キャッシュ・フローの期待値

k_U : 会社資本の全額を自己資本で資金調達していると仮定する場合の株主資

本コスト

TV : ターミナル・バリュー（終価） $n+1$ 期以降の FCF を n 期末時点に割り引いた価値

【調整現在価値法における節税効果の現在価値算定式】

節税効果の現在価値

$$= \frac{TS_1}{(1+r)} + \frac{TS_2}{(1+r)^2} + \frac{TS_3}{(1+r)^3} + \dots$$

TS_t : t 期の負債による節税額

r : 節税額に関する割引率

（引用）経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成 25 年、図表 -9、図表 -10 及び図表 -11 を一部修正

調整現在価値法は、負債による資金調達がない場合の事業価値に、レバレッジを利用することによる節税効果の現在価値を加味する方法である。

フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）は、最適資本負債構成を推定した加重平均資本コスト（WACC）を割引率にするが、レバレッジ水準が変動していくことが見込まれる場合などには、当該影響を節税効果の現在価値に反映することができる調整現在価値法は、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）よりも有効な方法となる場合がある。

これら残余利益法や調整現在価値法はフリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）と比べても採用の頻度や一般の認知も比較的低い。今後の事例分析を通じて、評価法としての有効性が検討されることを期待したい。

(3) 事業計画の確実性等価とリスク

事業計画に対して、買い手としてのシナジー効果を考慮するような評価は、価値評価の依頼人である買い手の協力があって実施できるものであり、ビジネス又は当該事業の専門家ではない評価実施者には、事業計画自体を合理的に修正することが困難であることが多い。

プラス又はマイナスのシナジー効果や不確実性等のリスクを評価上加味する方法には、事業計画等に基づくキャッシュ・フロー、すなわち分子に加味する方法、分母である割引率に加味する方法、分子と分母の両方に加味する方法、がある。

のように、全てのリスクを織り込んだキャッシュ・フローが、いわゆる確実性等価であり、この場合には、リスクフリーレートで現在価値に割り引くことになる。リアルオプションなどはこれに類するものである。確実性等価を求めることは、実務上は困難であり、採用されることはほとんどない。

しかしながら、例えば複数の事業シナリオを作成し、それらに基づく各キャッシュ・フローの実現可能性を見積もって、ウエイト付けする方法が、当該事業のリス

クを見積もるために適切と考えられる事業もあり、そうした場合には、 の方法、又は の方法により、分子であるキャッシュ・フローにリスクを加味する方法を検討することになる。

(4) 株主資本コスト推定の際に用いるベータ () 値

値は、株式市場全体の利回りに対する個別企業の株式利回りの割合であるため、上場会社について、東京証券取引所やブルムバーグ社が公表するデータがある。

非上場会社が評価対象会社である場合には、評価対象会社の類似上場会社又は類似業種の公表データを用いることになる。

また、公表されている類似上場会社又は類似業種の 値は、当該類似上場会社又は類似業種の負債資本比率に基づく 値 (レバード) であることから、一旦、全額自己資本によって調達していると仮定した場合の 値 (アンレバード) に変換した後、評価対象会社の負債資本構成に応じた 値 (リレバード) に変換する。

類似上場会社又は類似業種の 値を用いる場合の問題は、評価対象会社や上場会社のビジネスが多様化している中で、評価対象会社と類似する上場会社が選定可能かどうかという点である。

(5) 負債の範囲

退職給付については、運転資本の増減によって加味する方法と有利子負債のように企業価値から一括して控除する方法が採用されていることが多い。また、前者の方法を採用する場合でも、運転資本の増減によって反映できない未認識差異などは一括して控除することになる。

また、保証債務などのうち履行の可能性の高いものについても、控除すべき負債となる場合がある。

マーケット・アプローチを巡る紛争事例

1. マーケット・アプローチの定義、特徴及び一般的な論点

(1) マーケット・アプローチの定義

企業価値評価ガイドラインでは、「マーケット・アプローチは上場している同業他社や類似取引事例など、類似する会社、事業、ないし取引事例と比較することによって相対的に価値を評価するアプローチである」³³と定義しており、評価法として市場株価法、類似上場会社法（倍率法、乗数法）、類似取引法及び取引事例法（取引事例価額法）の四つを列挙している。

(2) マーケット・アプローチの特徴

市場株価と企業価値

上場会社であれば、自社の市場株価が存在するため、当該株価を使用した市場株価法による評価は、企業価値を把握する上で重要な指標となる。ただし、企業価値評価ガイドラインには、上場会社の株式であっても「マーケット・アプローチにおける市場株価法をあらゆる状況で優先的に採用するのではなく、株価の推移等から判断して、市場の完全性や株価の操作性の点を考慮して慎重に判断する必要がある」³⁴という記述がある。

市場株価は、長期的には会社の収益力等に基づく企業価値を適正に反映して形成されると考えられるが、様々な要素で日々変動しているため、短期的には企業価値と無関係に変動することもある。

このように市場株価と企業価値が乖離する要因としては、例えば以下のものがある。

- a) 特殊株主による買占めや一時的な投機的取引
- b) 業績修正による一時的変動
- c) 取引量が少ない（浮動株が少ない）

市場株価法では、一定期間の市場株価の平均値により企業価値を評価するが、特殊株主による買い占めや一時的な投機的取引によって異常な株価形成がなされた期間を除いたり、会社の発表等に対する一時的な株価のぶれの影響を小さくするために、より長期の株価変動を観察すること等、株価採用期間については、十分留意する必要がある。

さらに、市場での株式取引量（出来高）が著しく小さく、市場株価が企業価値を適正に反映していないと認められる場合には、インカム・アプローチ等の他の

³³ 前掲「企業価値評価ガイドライン」、平成 25 年、 . 2 . (1)

³⁴ 前掲「企業価値評価ガイドライン」、平成 25 年、 . 1 . (3)

評価手法を重視することも必要と考えられる。

市場株価と支配権及び期待権

市場株価は、公開市場において不特定多数の一般株主が取引を行うことによつて形成されたものであり、市場株価法による評価は、会社の支配権の移動を伴わない価格である。

TOB（株式公開買付）や M&A 等の取引は、支配権に大きな影響があるため、その対価として市場株価より高い対価を支払うことが多く、この対価はコントロール・プレミアムと呼ばれている。

TOB 価格等は、個々の取引に応じて市場株価法以外の評価結果等も勘案して決定されるものであり、市場株価を上回る割合として独立して決定されているものでは必ずしもないが、プレスリリースの際には、「市場株価に何パーセントのプレミアムが付されている」という形で公表されることが多く、他の取引とこのプレミアムの割合を比較される。

特にいわゆる MBO（マネジメントバイアウト）においては、経営陣が株式を取得する買い手側の立場と現在株主の利益のために行動する売り手側の立場を有する利益相反構造となっている場合があり、TOB 価格にどの程度のプレミアムが付されていたかについては、十分な説明ができるよう、慎重に決定する必要がある。

MBO の際には、TOB の後に全部取得条項付種類株式の発行・取得により、継続保有を希望する株主も強制的に退出させられる、いわゆるスクイズアウトのスキームが採用されることが多く、この場合、プレミアムは株式の強制的取得により失われる将来の株価上昇に対する期待権の対価として見られることがある。

(3) マーケット・アプローチの一般的な論点

マーケット・アプローチは、株式市場等での実際の取引に基づいて企業価値³⁵を評価するため、一定の客観性を有する評価アプローチとすることができるが、一般的な論点として以下の事項が挙げられる。

【図表 -1 マーケット・アプローチの一般的な論点】

評価法及び論点	論点の概要
市場株価法 採用する株価期間	<ul style="list-style-type: none"> ・ 市場株価が評価対象会社の客観的価値を反映していると認められるか（反映していないと認められる特段の事情の有無）。 <p>【特段の事情の例】</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 特殊株主による買占め等による異常な株価形成 ➢ 業績修正発表等による一時的な株価の異常変動 ➢ 取引が少ないことによる価格形成の歪み など

³⁵ で述べているとおり、本章でも事業価値、企業価値及び株主価値を「企業価値」と総称している。

平均株価の算出方法 プレミアム/ディスカウント	<ul style="list-style-type: none"> ・ 評価基準日以前のどの位の期間の株価を平均するか（1か月、3か月、6か月等） ・ 市場株価終値の単純平均値とするか出来高加重平均値とするか ・ 支配権に係るプレミアム（コントロール・プレミアム）付加の要否・割合 など
類似上場会社法 類似上場会社選定の合理性 採用する倍率 採用する株価期間 プレミアム/ディスカウント	<ul style="list-style-type: none"> ・ 評価対象会社と類似上場会社の類似性、選定の合理性 ・ EBIT 倍率、EBITDA 倍率、PER 倍率、PBR 倍率等などの倍率を採用するか³⁶ ・ 評価基準日以前のどの位の期間の株価を平均するか（1か月、3か月、6か月等） ・ 支配権に係るプレミアム（コントロール・プレミアム）付加の要否・割合 ・ 非上場株式の場合の非流動性ディスカウントの要否・割合 など
類似取引法 ³⁷ 取引事例法（取引事例価額法） ³⁸	<ul style="list-style-type: none"> ・ 取引の類似性 ・ 採用し得る取引情報が少ない、詳細情報の入手が困難 など

2. レックス事例及びサンスター事例において争点になった論点

レックス事例及びサンスター事例は、どちらも MBO 計画の一環として TOB がなされた後、全部取得条項付種類株式の取得決議によるスクイーズアウトを行うに当たり、当該決議に反対した株主が会社法第 172 条第 1 項に基づいて裁判所に取得価格の決定を求めた事案である。

両社とも、全部取得条項付種類株式の取得日直前まで上場会社であったため、市場株価法を考慮した当事者の主張がなされ、取得価格は株式の客観的価値と期待権の対価の合計であるという枠組みの下、客観的価値を測定するための市場株価の平均期間として採用する株価期間と期待権の対価を主な争点として議論がなされている。

採用する株価期間については、市場株価が評価対象会社の客観的価値を反映しているかどうか、言い換えれば、客観的価値を反映していない特段の事情があるかどうかという観点から、会社と株主が争い、裁判所が決定を下している。

また、MBO 後に全部取得条項付種類株式の全部取得によりスクイーズアウトされる株主に対して支払うべき期待権の対価をどう評価するかがもう一つの争点となっている。

³⁶ EBIT= Earnings Before Interest and Taxes、EBITDA= Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization、PER= Price Earnings Ratio、PBR= Price Book-value Ratio

³⁷ 類似取引法とは、類似の M & A 取引の売買価格と評価対象会社の財務数値に関する情報に基づいて計算する方法である。

³⁸ 取引事例法（取引事例価額法）とは、評価対象会社の株式について過去に売買がある場合に、その取引価額を基に株式の評価をする方法である。

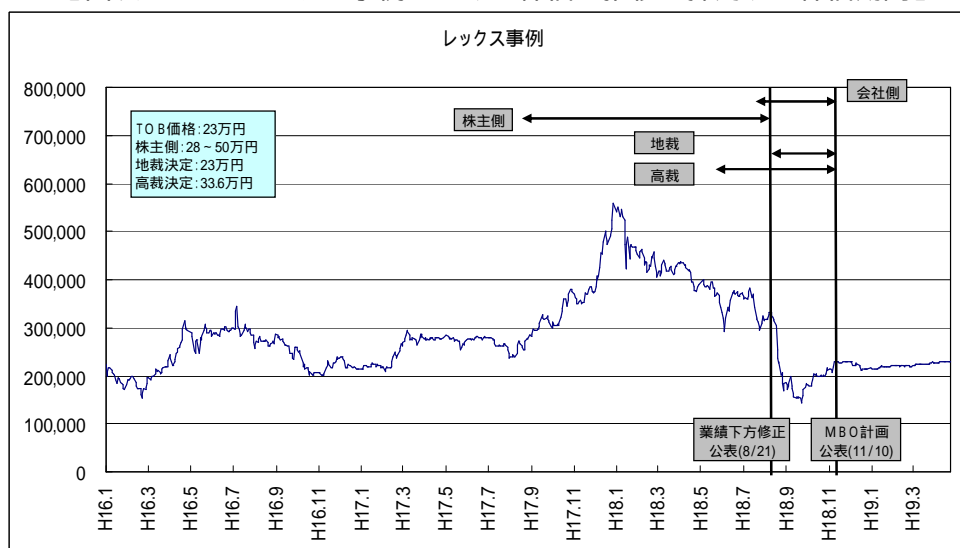
(1) 採用する株価期間

レックス事例で採用する株価期間

レックスの株価は、平成 18 年 1 月 4 日に最高値を記録した後、下落傾向が続いていたが、平成 18 年 8 月 21 日に業績下方修正を公表したことにより、更に下落している。その後、少し持ち返すが、平成 18 年 11 月 10 日の MBO 計画公表後は、買付価格近辺の株価となっている。これら二つのプレスリリースの影響を受けて、株価が大きく変動している中で、どの期間の株価平均値をもって買取価格を評価すべきかということが、争点の一つとなっている。

採用する株価期間を、a)業績下方修正公表前の期間、b)業績下方修正公表後 MBO 計画公表前の期間、c)MBO 計画公表後の期間の三つの期間に分け、株価の推移と株主側、会社側の主張と地裁、高裁の判断をまとめると以下のとおりである。

【図表 - 2 レックス事例における株価の推移と採用する株価期間】



【図表 - 3 レックス事例における採用する株価期間に関する当事者の主張と裁判所の判断】

	a)業績下方修正 公表前	b)業績下方修正公 表後 MBO 計画 公表前	c)MBO 計画 公表後
会社側			×
株主側		×	×
東京地裁	×		×
東京高裁			×

(注) : 株価期間として採用、× : 株価期間として非採用

なお、会社側は a)と b)を区分せず、MBO 計画公表前 3 か月間を採用している

採用する株価期間として c)MBO 計画公表後の期間については、会社の客観的価

値を反映していないと認められる特段の事情があり、株価期間に含めるべきではないという点について、争いはない。

a)業績下方修正公表前の期間及び b)業績下方修正公表後 MBO 計画公表前の期間について、株主側と会社側で主張に大きな乖離がある。

株主は、本事例が MBO という利益相反が生じる取引であること、会社側（経営者側）と株主側には情報量に格差があること（情報の非対称性）から、会社側がより安価に株式を取得するために、株価形成におけるマイナス要因の情報のみを開示することによって、意図的に株価を引き下げているのではないかということをも主張している。したがって、意図的に引き下げられたと主張するところの b)の株価期間は採用すべきではなく、a)のみを採用すべきとしている。

これに対して、会社側の直接的な主張は東京地裁の決定文等からは窺い知れないが、同裁判所の判断としては、株主側の主張と正反対で、業績下方修正等の影響を反映していない a)の株価は採用すべきではなく、業績下方修正が価格操作を目的とした意図的なものであったと認めることはできず、b)のみを採用すべきとしている。

一方、東京高裁の決定は、a)と b)の双方を株価期間として採用すべきとしているが、その論拠は以下のとおりである。

業績の向上に向けた中長期的な事業計画についての十分な説明をせずに、単純に特別損失の計上のみを公表したため、レックスの業績、ひいてはその企業価値について、市場において、実態よりも悲観的な受け取り方をされるおそれの大きいものであったと認めることができ、b)が必ずしもレックスの企業価値を適正に反映したものとはいえないとしているが、業績下方修正が著しく恣意的で合理性を欠くものであるとか、誤った情報によって株価を操作するものであるとかまで認定するに足りる疎明はないとして、同期間の株価を採用する可能性を排除していない。

また、a)についてもその当時の情報を基に、市場原理に従って形成されてきたものであって、当時のレックスの企業価値を反映したものであるということができ、また、業績下方修正の時点を境にレックスの業績が急激に悪化し、その企業価値が現に大きく毀損された事情があるというわけではないとしている。

結論としては、a)と b)の双方を株価期間として採用する方が、株式の客観的価値を評価する上では、より合理的であると東京高裁は判断している。

なお、会社側は、東京高裁の決定に対して最高裁判所に抗告及び特別抗告を行っていたが、棄却されている。当該棄却の決定文には、田原睦夫裁判官の補足意見（以下「田原補足意見」という。）が付されているが、当該補足意見は基本的に高裁決定を肯定するものとなっている³⁹。

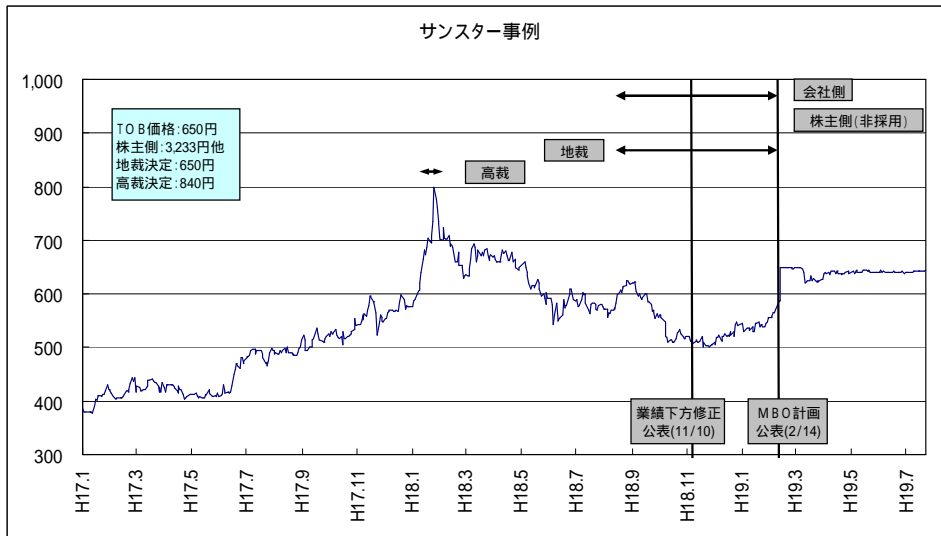
³⁹ 前掲「レックス」資料版/商事法務、2009年10月号(第307号)、175頁

サンスター事例で採用する株価期間

サンスター事例においても、レックス事例と同様に業績下方修正公表（平成 18 年 11 月 10 日）MBO 計画公表（平成 19 年 2 月 14 日）という二つのプレスリリースがあり、このプレスリリースの取扱いが争点になっている。

サンスターの株価の推移及びこれに対する株主側及び会社側の主張並びに大阪地裁及び大阪高裁の決定は、以下のとおりである。

図表 - 4 サンスター事例における株価の推移と採用する株価期間



【図表 - 5 サンスター事例における採用する株価期間に関する当事者の主張と裁判所の判断】

	a)業績下方修正 公表前	b)業績下方修正公 表後 MBO 計画公表 前	c)MBO 計画 公表後
会社側			×
株主側	×	×	×
大阪地裁			×
大阪高裁		×	×

(注) : 株価期間として採用 (: MBO 計画公表の 1 年前の株価を採用)
 × : 株価期間として非採用

採用する株価期間として c)MBO 計画公表後の期間については、レックス事例と同様、会社の客観的価値を反映していないと認められる特段の事情があり、株価期間に含めるべきではないという点について、争いはない。

会社側は、業績下方修正公表の市場株価への影響について直接的な主張をして

いないが、TOB 価格が MBO 計画公表前の 1 か月間、3 か月間、6 か月間の平均値を基に決定されており、当該価格での TOB に賛同していることから、業績下方修正公表については、株価が会社の客観的価値を反映していない特段の事情とは捉えられていないことが窺える。

株主側は、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）又は純資産法に基づく主張をしており、本事例においてはそもそも市場株価法を採用すべきではないとしている。市場株価法を採用すべきではない理由としては、a) 会社は業績下方修正公表以前から MBO を企図しており、MBO を企図した後の市場株価は株価操作によるものである可能性が高い、b) 利益、株価が最低となる時期を狙い撃ちにしたものであり、その狙い撃ちにした時期の時価のみで企業価値を評価するなら、不当な安値での強制収用を容認する結果となる、c) 大幅な利益増加となる事業計画が公表されていれば、現在の株価を大幅に上回っていた、d) 価格決定の基準日（取得日）と MBO 計画公表前とでは半年の差がある、を挙げている。

大阪地裁の決定では、業績下方修正公表を「市場株価を適切に形成するための適時開示」⁴⁰にすぎず、「本件下方修正により市場株価に大きな変動があったということもできないから、本件下方修正をもって特段の事情とすることはできない」⁴¹として、MBO 計画公表前 6 か月間の終値単純平均値を採用すべきとしている。また、その他の株主側の主張に関しても、株価が会社の客観的価値を反映していないと認められる特段の事情には当たらないとしている。

これに対し、大阪高裁の決定では、大阪地裁決定を翻し、MBO 計画公表の 1 年程度前の株価を採用すべきとしている。

大阪高裁の決定では、「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」⁴²とした上で、会社の株価が類似会社の株価の推移と共通した動きでないこと、TOB を公表した期に前年度から大きく収益力が落ち込み、MBO が実施されることで回復が見込まれるに至ったというのも不自然であること、から MBO 計画公表前 1 年間は企業価値を把握する指標としては排除し、1 年前の株価を採用すべきとしている。

会社側は、大阪高裁の決定に対して最高裁判所への抗告許可申立を行ったが大阪高裁によって不許可決定がなされ、更に当該不許可決定に対する最高裁判所への特別抗告を行ったが、棄却され、大阪高裁の決定が確定している。

しかし、最高裁判所による特別抗告棄却の決定文には、田原睦夫裁判官の補足意見が付されており、上記の株価の採用期間については最高裁判所において慎重

⁴⁰ 前掲「サンスター」資料版/商事法務、2009年10月号(第307号)、216頁(大阪地裁平成20年9月11日決定の箇所)

⁴¹ 前掲「サンスター」資料版/商事法務、2009年10月号(第307号)、216頁(大阪地裁平成20年9月11日決定の箇所)

⁴² 前掲「サンスター」資料版/商事法務、2009年10月号(第307号)、207頁

に審議すべき事項である旨が以下のように記載されている。

すなわち、「抗告許可の申立てがなされた場合に抗告を許可するか否かは、原決定等をなした高等裁判所の専権にゆだねられており、(中略)他方、原決定の内容が、法令の解釈に関する重要な事項に関するものであるにもかかわらず不許可とすることは、この制度を設けた趣旨を無にするものであって、許されるものではない」⁴³とした上で、「会社法 172 条 1 項の『取得の価格』の算定に当たり、いかなる事項をその判断要素とし、その各要素をいかに位置づけるかは、『取得の価格』の算定に関する法令解釈そのものである。かかる問題については、抗告審の決定をそのまま是認した最高裁判所の裁判例(最高裁平成 20 年(ク)第 1307 号、同年(許)第 48 号同 21 年 5 月 29 日第三小法廷決定の金融・商事判例 1326 号 35 頁)があるにとどまり、現在、下級審においては様々な決定がされているところである。その中で、原々決定のように、『取得の価格』の算定において MBO 準備期間の市場価格を除くべきであるとする決定例はなく、その点をどのように考えるかは、『取得の価格』についての法令解釈そのものであり、かつ、その算定結果に及ぼす影響の大きさからして、『法令の解釈に関する重要な事項』に該るものと認められる。」⁴⁴としている。また、「本件における抗告許可の申立て理由は、いずれも『法令の解釈に関する重要な事項』を含むものであると認められるものであるにもかかわらず、その申立てを不許可とした原決定は相当でないと思料される。」⁴⁵と大阪高裁の不許可決定を批判している。

株価期間採用の際の留意点

レックス事例及びサンスター事例のいずれの事例も、会社側(経営陣)と(経営陣以外の)株主側とで利益相反となる可能性がある構造の下、MBO 計画公表前になされた業績下方修正が、経営陣によって株価を下方誘導するために意図的になされたもので、当該事象の影響を受けた株価が会社の客観的価値を反映していないと認められる特段の事情かどうかの事実認定の相違が地裁、高裁の判断を分けている。

レックス事例の後には、特に利益相反が生じる MBO 等の場合には、業績下方修正と MBO 計画を同時公表する、業績下方修正前の株価期間のみを採用して買取価格を決定する等の実務上の取扱いがなされるようになった。しかし、サンスター事例では、業績下方修正公表以前であっても、MBO 計画企図後の期間は株価を下方誘導していると捉えられ、株価期間としては採用されない可能性があることを示しているため、TOB 価格決定の際の株価期間は慎重に検討する必要がある。

⁴³ 「最近の裁判動向 サンスター全部取得条項付株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件抗告不許可決定に対する特別抗告審最高裁決定」、資料版/商事法務、2010 年 3 月号(第 312 号)、129 頁

⁴⁴ 前掲「サンスター」資料版/商事法務、2010 年 3 月号(第 312 号)、130 頁

⁴⁵ 前掲「サンスター」資料版/商事法務、2010 年 3 月号(第 312 号)、130 頁

(2) 期待権の対価

レックス事例における期待権

レックス事例では、最終的にスクイズアウトされてしまう一般株主に対して、将来の株価上昇を期待して継続保有する機会（期待権）を強制的に奪われることに対する対価をどう評価するかがもう一つの争点となっている。

一般株主側は MBO による企業価値の増大（シナジー）を勘案した対価の支払を主張しているのに対して、会社側はそもそも MBO ではシナジーは発生しないと主張している。

東京地裁の判断は、MBO ではシナジーは発生しないとした上で、公開買付に対して 91.78%の株主が賛同したこと、対抗 TOB がなされなかったことから、公開買付価格が市場において一定の合理性を有するものとの評価を受けたと推認している。

これに対して、東京高裁の判断は、本来は、事業計画等の十分な情報開示を得た上で株主に分配すべきシナジー部分を裁判所が決定すべきであるが、レックス事例では情報不足のためにそれができず、類似事例との比較において、評価することとしている。

東京高裁判断文の抜粋は、以下のとおりである。

「MBO に際して実現される価値は、MBO を行わなければ実現できない価値と、MBO を行わなくても実現可能な価値に分類して考えることができ、の価値は、基本的に株主に分配すべきであるが、の価値は、MBO 後の事業計画につき、その実現の不確実性についての危険を負担しながら、これを遂行する取締役（経営者）の危険と努力についても配慮しつつ、これを株主と取締役に分配するのが相当であると認められる。そして、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するに当たっては、当該企業の事業計画に照らし、その収益力や業績についての見通しについて検討し、かかる検討の下に、MBO に際して実現される上記及びの価値とその分配について考察し、かかる考察に基づき、裁判所が、その合理的な裁量によって、上記の期待についての評価額を決めることが、取得価格の決定申立制度の趣旨に照らし、望ましいものといえる。」⁴⁶

「しかしながら、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 社がレックスについてデュ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を決め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

⁴⁶ 「最近の裁判動向 レックス・ホールディングス全部取得条項付株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件抗告審決定」、資料版/商事法務、2008年10月号(第295号)、142～143頁

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。」⁴⁷としている。

なお、この点に関しても、最高裁決定における田原補足意見では、「原決定⁴⁸の認定判断は、本件 MBO の経緯や原審までの審理経緯をも踏まえてされたものであり、本件記録に現れた証拠関係から肯認することができ、また、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いうべきである。」⁴⁹として、東京高裁決定を肯定している。

サンスター事例における期待権

サンスター事例においても、レックス事例と同様、大阪地裁決定では取得価格は TOB 価格と同額であるとされているが、大阪高裁においては裁判所がその裁量で価格を決定すべきとした上で、期待権の対価として客観的価値の 20% を上乗せした価格を取得価格とすべきとしている。

大阪高裁の決定では、「公開買付けにおける株式の公正な価格を算定するに当たっては、株式の客観的価値に加え、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に追加的に支払う取得対価（支配プレミアム）

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）、又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って、株式の市場価格に対するその割合（プレミアム）は、MBO の場合が高率となるとされている」⁵⁰とした上で、当該付加価値は、MBO を実施するについて作成されることとなる株価算定についての評価書を基礎として計算されるべきところ、その評価書に「信用を置くことはできず、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」⁵¹としている。最終的に近時の MBO 事例のプレミアム平均値が 20% 前後であること、本件の TOB でのプレミアムが約 20% であったことを考慮し、20% と決定している。

期待権の判断に際しての留意点

レックス事例及びサンスター事例では、取得価格の決定において、TOB 価格を採用せず、裁判所がその合理的裁量によって価格を決定している。また、この価格決定において、本来は十分な情報開示の下、インカム・アプローチ等によって企

⁴⁷ 前掲「レックス」資料版/商事法務、2008年10月号(第295号)、143頁

⁴⁸ 東京高裁決定を指す。

⁴⁹ 前掲「レックス」資料版/商事法務、2009年10月号(第307号)、175頁

⁵⁰ 前掲「サンスター」資料版/商事法務、2009年10月号(第307号)、208頁

⁵¹ 前掲「サンスター」資料版/商事法務、2009年10月号(第307号)、208頁

業価値を評価し、決定することが望ましいが、会社側からの情報開示が十分ではないため、市場株価法で算定した株式の客観的価値に類似事例のプレミアム率に基づく期待権の対価を加味して決定している。

MBO 手続が適正に行われ、多数の株主が同意した TOB 価格であれば、当該価格をスクイズアウトされる株主に保証すれば十分という考えもあり、裁判所が積極的に介入した両事例は、MBO 手続の適正性に問題があったと裁判所が判断した結果であると考えられる。利益相反の外観がある MBO においては、独立委員会の設置等によって手続の透明性を確保することが必要であると考えられる。

3. 参考・補足事例及び類似上場会社法（倍率法、乗数法）における類似性

(1) レックス事例及びサンスター事例とサイバード事例（東京地裁決定）の相違

サイバードホールディングス株式取得価格決定申立事件（以下「サイバード事例」という。）の東京地裁決定もレックス事例及びサンスター事例（以下「両事例」という。）と同様、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の事例であるが、両事例が当初の TOB 価格を否定し、裁判所の合理的な裁量によって公正な価格を決定したのに対し、サイバード事例の東京地裁決定では、公正な価格は株式の客観的価値に期待権の対価（MBO の実施後に増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分）から構成されるという両事例と同様の体系をとりながら、MBO 手続が適正になされたという詳細な事実認定を経て、当初の TOB 価格を公正な価格としている。

その後、東京高裁は、東京地裁の決定を大幅に引用する形で、その判断の枠組を基本的に支持しているが、期待権の対価については、異なる判断を示すことで、TOB 価格を若干上回る額を公正な価格とする旨の決定をしている。なお、平成 23 年 6 月 2 日付で、最高裁にて、東京高裁価格決定に対する抗告について、抗告が棄却されている。

本項では、MBO を実施する場合の参考となる事例としてこのサイバード事例について解説をすることとする。

株式の客観的価値

サイバード事例における東京地裁決定では、株式の客観的価値を測定するために市場株価を平均する株価の採用期間は MBO 計画公表前 1 か月間としている。

株価の採用期間の認定に際し、MBO 計画公表 11 か月前及び 5 か月前になされた特別損失計上（のれん減損処理等）のプレスリリースについて、会計基準に基づく適正な処理であり、また、MBO と無関係に既に公表され公表時期もかなり離れていることから株価を採用できない特段の事情には当たらないとし、その他の申立人からの主張も理由がないか失当であり、本件においては、相手方の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があるということとはできず、「本件公開買付け公表前 1 ヶ月間の市場株価の終値による出来高加

重平均値をもって算定した価格を本件取得日における相手方株式の客観的価値とみるのが相当である」⁵²としている。

レックス事例では、業績予想の下方修正公表前に MBO の受け皿会社が設立されていたのに対し、サイバード事例では、当該プレスリリースの時期が MBO の投資主体と会社との MBO に関する秘密保持契約がなされる以前になされていることから、MBO 計画と関係がないという事実認定をし、このような決定がなされたと考えられる。このように、関係者との秘密保持契約締結時期が MBO 計画の企図開始時期を示すと認定される可能性もあり、この後のプレスリリースについては特に留意する必要があると考えられる。

なお、サイバード事例における東京高裁決定においても同様の判断が示されている。

期待権の対価

サイバード事例における東京地裁決定では、期待権の対価（MBO の実施後に増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分）の決定に関して、「本件は、取得価格の算定に当たって、「期待権（プレミアム）」として幾らが相当なのかを算出して、これを付加するという方法にはならず、前記の利益相反関係に配慮した措置、買付価格についての交渉の有無、経過、旧経営陣の立場等に照らし、MBO が、いわゆる独立当事者間（支配従属関係にない当事者間）において、第三者機関の評価を踏まえた合理的な根拠に基づく交渉を経て、合意に至ったと評価し得る事情があるか、また、適切な情報開示が行われた上で対象会社に対する株式公開買付けが成立し、株主総会において全部取得条項付種類株式の発行と取得が承認されるなど一般に公正と認められる手続によって MBO の一連の手続が行われたと認められるかという点から、裁判所の合理的な裁量によって取得価格を決定するのが相当な事案である。」⁵³としている。

具体的には、公開買付けの主体は実質的には対象会社及びその取締役から独立した第三者の外部投資家であったこと、取締役が当該外部投資家との買付価格に関する交渉に厳しい態度で臨み結果として買付価格が引き上げられたこと、対象会社及び当該外部投資家から独立した者から構成される第三者委員会を設置しその審議結果を踏まえて対象会社が公開買付けに賛同していること等から、いわゆる独立当事者間（支配従属関係のない当事者間）において、第三者機関の株式評価を踏まえるなど合理的な根拠に基づく交渉を経て、合意に至ったものと認めることができ、利益相反関係の問題についてもこれを抑制する措置が講じられていたということができるとしている。

また、大株主の中に、MBO に反対し、会社法第 116 条及び第 117 条に基づく株式

⁵² 「判例特報 サイバードホールディングス株式取得価格決定申立事件」金融・商事判例、平成 21 年 12 月 1 日(第 1329 号)、58 頁

⁵³ 前掲「サイバード」金融・商事判例、平成 21 年 12 月 1 日(第 1329 号)、63～64 頁

買取請求権の行使又は同法第 172 条に基づく取得価格決定の申立を行った株主がいなかったこと、情報開示の内容がかなり周到なものであり、強圧性も乏しいことをも考えると、一般に公正と認められる手続によって MBO の一連の手続が行われて、MBO が成立したと評価できるとしている。

その後の東京高裁決定では、利益相反関係の問題についてもこれを抑制する措置が講じられていたことを認定したものの、「なお、利益相反関係が全くないとはいえないこと、本件 MBO は、第三者委員会を設置して公正と認められる手続によって、行われているが、第三者委員会の選任したフィナンシャルアドバイザー及び法務アドバイザーがいずれも相手方（株式会社サイバードホールディングス）取締役会の選任したアドバイザーであること、相手方の情報開示内容が周到なものであり、株主の会社法上の救済手段等を注意的に記載したに過ぎないものであっても、その構造上、「強圧性」が全くないと評価することはできないこと等に照らすと、本件株式の MBO の実施後に増大が期待される価値（プレミアム）を、前記認定の本件取得日における本件株式の客観的価値である 1 株当たり 5 万 1133 円の 17.34% である 8867 円であると、直ちに認めることはできないというべきである。」⁵⁴とし、「強圧性」が全くないと評価することはできないこと等から、期待権の対価について、東京地裁決定と異なる判断を示し、当初の TOB 価格を公正な価格とした東京地裁の決定を直ちに認めることはできないものとした。その上で、「日本経済新聞の記事（甲 16）によると、平成 19 年における TOB のプレミアムの平均値は、20% 台の半ばであること、平成 20 年にはこれが大幅に拡大しており、なかでも MBO のプレミアムが高くなっていることが認められ、また、相手方も、本件公開買付けにおけるプレミアムを約 22.38% から約 31.68% と主張していることを考慮すると、プレミアムは少なくとも 20% を下ることはないと認められるから、本件株式の取得価格は、本件取得日の客観的価値である 5 万 1133 円に 20% のプレミアムを加算した 6 万 1360 円（小数点以下、四捨五入）と定めるのが相当である。」⁵⁵との決定がなされている。

サイバード事例の裁判所の事実認定は、今後、MBO を実施するに際して参考となると考えられる。

(2) 類似上場会社法（倍率法、乗数法）で採用される上場会社の類似性

レックス事例では、市場株価法以外の評価法として、純資産法及び類似上場会社

⁵⁴ 「最近の裁判動向 1 サイバードホールディングス全部取得条項付株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件抗告審決定 - 東京高決平 22・10・27 - 」、資料版/商事法務、2011 年 1 月号（第 322 号）178 頁

⁵⁵ 前掲「サイバードホールディングス」資料版/商事法務、2011 年 1 月号（第 322 号）178 頁

法（倍率法、乗数法）を主張していたが、東京高裁で否定されている。

マーケット・アプローチの評価法の一つである類似上場会社法（倍率法、乗数法）が否定されているのは、そもそも評価額が、実際の公開買付価格と著しく乖離しており、これを考慮すべきものと認めるについては、多大の疑問が生じるとされているが、他の理由として、比準すべき上場会社との類似性に対する疑念が挙げられている。

東京高裁の決定文の抜粋は以下のとおりである。

「比準法（類似会社比準法）によって株価を算定するに当たっては、比準すべき類似会社の選定が合理的であることが必須であることはいうまでもないところ、乙イ32号証による試算額算定に当たって選定された類似会社とレックスとの類似性については、およそ的確な疎明はされていないのであって、かえって、レックスが、上記のとおり外食産業、コンビニエンス・ストア事業、スーパーマーケット事業において、多種多様な業態における店舗展開を行っている複合的企業であることに照らすと、乙イ32号証において提示された比準法（類似会社比準法）による株価の試算に当たり選定された類似会社との類似性については多大の疑問を抱かざるを得ず、同号証によって提示された同法による試算額は、本件株式の客観的価値を算定するに当たっては、考慮するに値しないことは明らかというほかはない。」⁵⁶

上記のように、類似上場会社法（倍率法、乗数法）で企業価値を評価するためには、比準する上場会社との類似性が求められることとなる。

⁵⁶ 前掲「レックス」資料版/商事法務、2008年10月号(第295号)、137～138頁

ネットアセット・アプローチの選定事例

1. ネットアセット・アプローチの定義と特徴

(1) ネットアセット・アプローチの定義

ネットアセット・アプローチはコスト・アプローチとも呼ばれており、会社の純資産を基準に評価する方法である。これには、会計上の純資産額に基づいて1株当たり純資産の額を計算する「簿価純資産法」、貸借対照表の資産、負債を時価で評価し直して純資産額を算出し、1株当たり時価純資産を計算する「時価純資産法」がある。

また、「時価純資産法」の中には、個別資産の再調達時価を用いて算出する「再調達時価純資産法」や、個別資産の処分価額を用いて算出する「清算処分時価純資産法」がある。

さらには、のれんを評価してその価値を加算する方法もある。この場合、のれんはインカム・アプローチで評価することになり、ネットアセット・アプローチにインカム・アプローチ的手法が混在することになるが、この方法もまた純資産法の一種とする考え方がある。

(2) ネットアセット・アプローチの特徴

前項に記載したとおり、会社の資産、負債を時価測定して導き出す方法がネットアセット・アプローチのうちの時価純資産法であるが、その個別資産の時価の測定は、他のアプローチが混在することになる。

例えば、賃貸用不動産の場合、その物件について利益還元法（収益還元法）による評価を採用すれば、それはインカム・アプローチによって評価していることになる。また、時価のある有価証券であれば、直近の市場価格を採用した場合、それはマーケット・アプローチによる評価を採用していることになる。さらに前述のようにのれんまでも評価し加算するとなると、企業全体の超過収益力を検討することになるので、インカム・アプローチの要素がより強くなる。

また、親会社自体の事業規模はさほど大きくないが、M&A で取得した多くの子会社があり、いわゆる持株会社又は投資ファンドのような性格が強い会社の場合、親会社の企業価値評価について仮に時価純資産法を採用するとしても、具体的には各子会社の企業価値をインカム・アプローチやマーケット・アプローチで評価することになる。

ネットアセット・アプローチの長所は、企業の主たる個別資産の時価が測定しやすい場合には、利害関係者間の納得を得られやすい点である。例えば、主たる資産が上場している金融商品や路線価のある土地などの場合である。このような性格から時価純資産法は、M&A などにおける最低売却価格、すなわち価格交渉のボトムラインとして利用されることも少なからずある。

また、企業価値の評価方法を選択するに際し、理論的にはインカム・アプローチやマーケット・アプローチを採用したほうが望ましいと考えられたとしても、実際に対立する利害関係者が納得する収益予測の額や市場時価を得られない場合には、実務的に実施可能な評価方法を消去法的に検討していくとネットアセット・アプローチに帰結するケースがある。

なお、会社更生法や民事再生法においては清算価値保障原則という考え方があるので、この場合には清算処分時価純資産の額がボトムラインという考えに近いと言える。

一方、ネットアセット・アプローチの欠点は、上記で述べたとおり、のれんを評価対象とする場合を含め、実質的にはインカム・アプローチ的又はマーケット・アプローチ的な評価になる場合を除き、会社の将来の収益獲得能力を評価額に反映していない点である。

(3) ネットアセット・アプローチに関する論点と採用可能性

ネットアセット・アプローチに関する論点として最も重要な点は、M&Aにおける評価として、継続企業に対しても採用可能かという点である。

カネボウ事例で東京地裁は、このアプローチの具体的な評価法としての純資産法に関して、継続企業としての価値を算定する観点からは、事業継続を前提とする評価法ではないことから、この評価法を考慮することは相当ではないと指摘している。

さらに、このアプローチの特徴として、客観性には優れているものの、一定時点での純資産に基づいた価値評価を前提とするため、のれん等が適正に計上されていない場合には、将来の収益能力の反映や、市場での取引環境の反映は難しいという問題がある。

一方、本事例分析において、レックス事例では会社側が、修正簿価純資産法の選定を主張し、サンスター事例でも会社側が修正純資産法の選定を主張している。いずれの事例でも、この主張は裁判所によって採用はされなかったものの、継続企業であっても限定的ではあるがネットアセット・アプローチ選定の余地が実務的にはあることが分かる。

採用可能性について本事例分析から検討してみると、M&Aにおける採用は下記のような場合である。ただし、採用される場合でも選定理由の説明には十分な留意が必要である。三つのアプローチの中でも将来の収益獲得能力を反映していないとされるこのアプローチを採用する以上、不十分な説明では企業価値評価を巡る紛争を招きかねないからである。

企業価値評価を巡って対立している局面において、利害関係者を納得させるだけの収益予測や市場時価を得られず、結果的にネットアセット・アプローチの採用しかない場合

不動産・金融関係等、資産の価値が企業価値に大きく影響する会社の評価の場合

インカム・アプローチ等による評価額よりも時価ベースにおける純資産価値の方が大きい場合

インカム・アプローチで将来予想が困難な状況、又はマーケット・アプローチで採用する株価期間の株価の推移が不安定な状況など、いずれのアプローチでも不確実性の極めて高い状況で、評価の安定性を確保したいと判断された場合

次節で記載するコマ・スタジアム事例は、これらのうち特に における適用事例となるものである。

2. 継続企業におけるネットアセット・アプローチの選定事例

(1) コマ・スタジアム事例におけるネットアセット・アプローチの選定

東宝株式会社(以下「東宝」という。)による株式会社コマ・スタジアム(以下「コマ・スタジアム」という。)に対する公開買付(買付期間:平成20年7月23日から同年8月25日まで)のケースでは、被買収会社が上場会社であり、経営破綻していないにもかかわらず市場株価法ではなく時価純資産法が採用されている。一般的に時価純資産法を適用するのに向いている会社は、継続企業ではない会社、すなわち倒産企業である。

上場会社の場合は、取引所相場の時価があるので、その市場株価を用いる市場株価法を用いるのが一般的であり、株式の評価に市場株価法を用いずに時価純資産法のみを採用することは非常にまれであると考えられる。したがって、この事例は上場会社の株式の評価方法としては極めて珍しいケースである。

(2) コマ・スタジアム事例の時系列推移

コマ・スタジアム事例に関して、新宿コマ劇場の閉館の発表から、コマ・スタジアムが東宝の完全子会社になるまでを時系列で示すと、下表のようになる。

【図表 -1 コマ・スタジアム事例の時系列推移】

日付	事象
平成20年5月28日	新宿コマ劇場の閉館と再開発計画を発表
平成20年7月23日	東宝がコマ・スタジアムを完全子会社化するためにTOBを実施することを公表 買付期間は平成20年7月23日から同年8月25日
平成20年8月25日	東宝によるTOBが成立
平成20年9月2日	東宝の連結子会社
平成20年11月22日	大阪証券取引所第2部上場廃止
平成20年12月	東宝の完全子会社

(3) コマ・スタジアム事例における TOB に至る経緯

再開発計画とそれに伴う東宝によるコマ・スタジアム完全子会社化の判断
コマ・スタジアムは、「新宿コマ劇場」と「梅田コマ劇場」を営業していたが、平成 17 年に「梅田コマ劇場」の資産売却により大阪地区の劇場経営から撤退し、「新宿コマ劇場」を唯一の拠点として営業をしてきた。しかし、平成 20 年 3 月期まで 2 期連続の大幅な営業赤字を計上したことから、抜本的な経営の見直しを行うことになった。

「新宿コマ劇場」の土地は東宝が所有しており、建物はコマ・スタジアムの所有である。都内の主要繁華街では希少な大型物件でありながら、極めて収益性・効率性の低い資産と化していたため、東宝は土地の早期再開発による有効活用が必要と考え、その借地権を有するコマ・スタジアムと一体となって再開発を迅速に進めるという経営判断を行った。

「新宿コマ劇場」の建物の建替えを中心とした再開発を実行するためには約 4 年間の年月がかかる。他に主たる事業を行っていないコマ・スタジアムは、その間事業休止状態となるため、上場会社としての基準を満たす事業継続がきわめて難しい状況となった。このような状況を踏まえ、東宝はコマ・スタジアムの株式を公開買付することにより完全子会社化する方策を選択したのである。

TOB の概要

東宝による TOB の状況は、下表のとおりであった。また、TOB における買付期間を含む平成 20 年 4 月から同年 9 月までのコマ・スタジアムの株価の推移をみると図表 - 3 のとおりである。

【図表 - 2 TOB に際して提出・公表された書類等】

年月日	書類提出者等	概要
平成 20 年 7 月 23 日	東宝	公開買付届出書 コマ・スタジアムを公開買付により完全子会社化する旨を記載。買付期間、買付価格、買付予定期間を記載
平成 20 年 7 月 23 日	コマ・スタジアム	意見表明報告書 コマ・スタジアムの取締役会において東宝の公開買付に賛同する旨の決議を行ったことを開示。会社は株主に対して公開買付に応募することを勧める旨を記載

平成 20 年 7 月 23 日 ~ 平成 20 年 8 月 25 日 (24 営業日)		公開買付実施 応募数 956,634 株が買付 予定下限 (470,700 株) 以上 を達成したため、全株式を買 付
平成 20 年 8 月 26 日	東宝	公開買付報告書 公開買付の結果を開示
平成 20 年 8 月 26 日	コマ・スタジアム	臨時報告書 公開買付により親会社が 異動したことを開示

【図表 - 3 コマ・スタジアムの株価の推移⁵⁷】

月別	平成 20 年 4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
最高 (円)	1,950	2,080	1,880	7,380	7,380	7,300
最低 (円)	1,750	1,605	1,510	1,513	7,260	7,270

(出典) コマ・スタジアム、平成 20 年 9 月 30 日終了第 2 四半期報告書

コマ・スタジアム事例における東宝の企業価値算定過程

東宝による TOB で東宝が実施した企業価値の算定過程及び TOB に対してコマ・スタジアムが賛同の意見表明に至る過程を要約すると下表のようになる。また、コマ・スタジアムの市場価格に対するプレミアムは、図表 - 5 のようになっている。

【図表 - 4 コマ・スタジアムにおける企業価値算定の概要】

公開買付価格	7,400 円	
株式価格算定の依頼人	東宝	コマ・スタジアム
独立第三者機関による 企業価値算定の実施	実施	実施
不動産鑑定の実施	実施	実施
時価純資産法による評 価額	7,057 円 ~ 7,401 円	時価純資産法による評 価額を分析した (評価額 は公表していない)
市場株価法による評 価額	1,555 円 ~ 1,728 円	市場株価法による評 価額を分析した (評価額は 公表していない)
フリー・キャッシュ・フ ロー法 (DCF 法)	採用せず	採用せず

⁵⁷ 最高・最低株価は、大阪証券取引所市場第二部におけるものである。

【図表 - 5 算定結果とプレミアム】

市場株価平均値の 算定期間	終値の単純平均値	平均値に対する プレミアム
過去 1 か月間	1,559 円	約 375%
過去 3 か月間	1,680 円	約 341%

東宝が提出した公開買付届出書（平成 20 年 7 月 23 日）によると、公開買付価格は 7,400 円となっている。

東宝は、買付価格の決定の際の参考とするため、独立した第三者算定機関 A 社から「株式価値算定書」を入手している。この独立第三者算定機関 A 社の算定による 1 株当たり価値は、時価純資産法では 7,057 円から 7,401 円、市場株価法では 1,555 円から 1,728 円となっている。

独立第三者算定機関 A 社は、本件土地南側部分の借地権については相当の含み益が存在し、その重要性が高いことから時価純資産法を採用するとともに、I 社により実施された当該借地権の不動産鑑定に基づき借地権の正当な時価を株式価値の算定に利用していると説明している。

なお、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）については、コマ・スタジアムの唯一の事業拠点であり収益基盤である「新宿コマ劇場」を閉館して再開発することが予定されており、演劇事業が大幅に縮小されることが予想されることから、コマ・スタジアムの事業資産から生み出される将来キャッシュフローに基づく価値評価を行うことは困難であるとして、フリー・キャッシュ・フロー法（DCF 法）は採用しないとしている。

東宝は、買付価格の決定に際して独立第三者算定機関 A 社の時価純資産法の評価結果を重視しつつ、コマ・スタジアムに対する事業・法務・会計・税務に係るデューデリジェンスの結果、コマ・スタジアムによる賛同の可否、対象株式の市場価格の推移、及び本公開買付の見通し等を総合的に勘案し、かつ、対象者と協議・交渉した結果等も踏まえ、買付価格を 7,400 円と決定したと説明している。

なお、コマ・スタジアムの市場価格に対するプレミアムは、図表 - 5 のとおり、過去 1 か月間の終値の単純平均値 1,559 円に対して約 375%、過去 3 か月間の終値の単純平均値 1,680 円に対して約 341%をそれぞれ加えた額となっており、直近の市場価格と比して大幅な割合のプレミアムとなっている。

コマ・スタジアム事例における同社の意見評価過程

評価対象会社であるコマ・スタジアム自身は、独立した第三者算定機関として M 社から「株式価値算定書」を入手している。この独立第三者算定機関 M 社による株式価値算定書においても、時価純資産法、市場株価平均法の各手法を用いて分析をしていると説明している。独立第三者算定機関 M 社も本件土地南側部分の借地権については相当の含み益が存在し、その重要性が高いことから時価純資産

法を採用するとともに、K社により実施された借地権の不動産鑑定に基づき適正な時価を株式価値に反映させたとしている。

コマ・スタジアムは、リーガルアドバイザーである法律事務所Tからの法的助言と独立第三者算定機関M社の「株式価値算定書」を参考に検討した結果、本公開買付がコマ・スタジアムの企業価値の向上に寄与するものであるとともに、コマ・スタジアムの株主に対して合理的な価格による株式売却機会を提供するものと判断し、公開買付に賛同している。

(4) コマ・スタジアム事例にみる紛争回避の配慮

コマ・スタジアム事例では比較的円滑に TOB が実施され、東宝の完全子会社に移行した。コマ・スタジアム事例にみる紛争回避の配慮をまとめると、下記のとおりである。

東宝は独立第三者算定機関によるコマ・スタジアムの企業価値算定を実施

東宝はコマ・スタジアムの借地権評価について不動産鑑定を実施

東宝は事業・法務・会計・税務に係るデューデリジェンスを実施

コマ・スタジアムは独立第三者算定機関による自社の企業価値算定を実施

コマ・スタジアムは自社の持つ借地権評価について不動産鑑定を実施

コマ・スタジアムはリーガルアドバイザーと独立第三者算定機関の算定結果を検討して TOB に賛同する旨の意見を公表

東宝では、こういった手続面だけではなく、コマ・スタジアムによる賛同の可否、対象株式の市場価格の推移、本公開買付の見通し、及び対象者と協議・交渉した結果等を慎重に検討していたことは、既述したとおりである。

3. 非継続企業におけるネットアセット・アプローチの選定

会社更生法の場合は、会社更生手続開始の時に時価による財産評定を行うことが規定されている（会社更生法第 83 条第 2 項）。この規定は、財務破綻を来した会社が会社更生手続開始により、その有する財産の一切を新たな更生会社へ譲渡したと考えることが基礎となっている。すなわち、財務破綻を来した会社は観念的に清算をして、全財産がその実質的所有者である債権者を中心とした新たな更生会社に譲渡されたと擬制することである。

会社更生法における財産評定は、債権者の利害調整を主な目的とした制度であり、通常は債務超過会社であるため会社更生開始時点での株式価値はプラスではないことが多いが、個別資産の時価を積み上げて評価するという点においては、株式価値算定における時価純資産法に類似しているといえる。なお、更生手続開始時の財産評定においては、事業全体の価値の算定を不要とし、個別財産についての評定を行う（会社

更生法第 83 条第 1 項、第 2 項)。

会社更生法では、会社更生計画案を裁判所に提出するのに際して、認可前基準日現在の清算貸借対照表を清算を前提に作成する。会社更生計画案は、会社を直ちに清算して残余財産を原資に債務弁済を行うことを選択するよりも、会社更生計画に基づき事業を継続しながら企業価値を高めて債務弁済をする方法を選択した方が、債権者にとってより多額の債務弁済が行えるなどの有利な結果が得られるものでなければならない(清算価値保障原則)。

なお、会社更生法に基づく財産評定の実務等については、平成 16 年 5 月に公表された日本公認会計士協会経営研究調査会研究報告第 23 号「財産の価額の評定等に関するガイドライン(中間報告)」並びにこのガイドラインを補完する目的で平成 19 年 5 月に公表された「財産評定等に関する Q&A と事例分析」を参照されたい。

本事例分析における算定人の対応と役割

1．本事例分析における紛争の背景

取引目的（株式の譲受や譲渡、合併、株式移転及び株式交換など）において売買される株式の価格、合併比率、移転比率及び交換比率の交渉から決定は、当事者によって行われる。算定人による企業価値評価は、取引目的の当事者である依頼人の意思決定を補助するための参考として利用される。

企業価値評価業務は、M&A における事前局面、M&A における交渉局面、反対株主との交渉局面、そして、裁判局面である。企業は、裁判局面に至らないよう、企業価値の算定等を実施し、TOB や MBO といった取引目的が会社と経営陣との利益相反関係にある場合には、更に利益相反回避の手続を行う。企業価値評価業務は、こういった価格形成過程の一部を担うことになる（図表 - 1 参照）。

一般株主は M&A など取引目的の当事者になることはない。経営者による交渉の過程を見守りながら、株主としての意思表示を行うことになる。企業価値評価を巡る紛争は、その過程で経営者に対する強い不信感が原因となるのが一般的である。それは、三つが原因であることが多い。

(1) 利益相反関係

取引目的の当事者である経営者と株主とが利益相反関係にある場合がある。例えば MBO の場合、経営者は株式を安価で買取ろうとの意思が働く。こういった利益相反局面においては、手続的に様々な配慮がなされる。しかし、企業価値評価における恣意性の排除や評価額の適正性の確保が図られなかった場合、株主は不信感を抱くことになる。

(2) 情報の非対称性と偏在

企業価値評価の基礎となる情報が、経営者と株主との間で偏在しているにもかかわらず、この問題を解消する適切な手続を行わなかった場合、企業価値評価に対して株主は不信感を抱くことになる。

(3) 一般株主に対する配慮

企業価値評価において、一般株主への配慮が不十分であった場合、又は一般株主を排除する意図がみられた場合、株主は企業価値評価に対して不信感を抱くことになる。

2．本事例分析における紛争と評価環境の確保

M&A における交渉局面で重要になるのは、企業価値評価等の実施と利益相反回避のための手続の実施である。後者に関して、MBO の場合の問題については、「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」（企業価値研究会、平成 19 年 8 月 2 日）が公表されているのでそれを参照されたい。

企業価値評価業務を行う算定人にとっては、企業価値評価等の実施といった評価環境の確保が重要となる。コマ・スタジアム事例では、東宝によるコマ・スタジアムの完全子会社化に向けての紛争回避の方策について記述したが、それを一連の評価環境として一般化してみると、下記のようなになる。

(1) FA（ファイナンシャルアドバイザー）による買収側への M&A に関するアドバイス

FA（ファイナンシャルアドバイザー）は、M&A の組成からクロージングまでの一連の過程で、価格交渉を円滑に行うためのアドバイスを買収側に提供する。

(2) リーガルアドバイザーによる買収側へのアドバイス

リーガルアドバイザーは、M&A における法律面での支援を行う。

(3) 買収側での事業・法務・会計・税務に係るデューデリジェンスの実施

買収側には被買収側の情報が不足している。この情報の非対称性を埋め、被買収会社の現状を正確に把握するとともに、買収後のリスクを小さくするために各種デューデリジェンスが実施される。

(4) 買収側での独立第三者算定機関による企業価値算定の実施

算定人が実施する企業価値算定業務である。

(5) 被買収側における上記と同様の手続実施

買収する側は被買収会社に関して(1)～(4)の手続が必要になるが、被買収側も、M&A における交渉局面が独立第三者間取引として成立するためには、買収側と同様のアドバイザーを編成し同様の手続を実施する必要がある。

(6) 被買収側における独立外部委員会の設置

買収側の提案に対して被買収側が賛同するかは、被買収側の経営者が、FA（ファイナンシャルアドバイザー）、リーガルアドバイザー、独立第三者算定機関による企業価値算定の結果を受けて判断することになる。その場合、意見形成が適切かの意見を入手するために、外部の有識者から構成する独立外部委員会を設置する。

(7) 買収側と被買収側との対等な関係での交渉

以上(1)～(6)の手続によって、M&A の独立第三者間取引としての状況が整うことになり、両者は対等な立場で価格の交渉を進めることになる。

企業価値評価を巡る紛争は、評価環境の不備や利益相反回避のための手続の不備から生じることになる。企業価値評価業務は、一連の手続の中の一部であり、評価業務自体が直接の紛争原因になることはまれではある。そういった状況でも、適切な評価環境を確保することが重要になる。上記のような評価環境が確保された中で企業価値評価業務を実施することで、算定人は、専門性を発揮し、独立性や第三者性を確保することができるのである。

3. 本事例分析における算定上の留意点

本事例分析において3件の中心的事例と2件の参考・補足事例を分析・検討してきた。裁判局面における会社側、株主側の主張及び裁判所の判断を検討することで、M&Aでの交渉局面における価格形成過程で、いかに紛争を予防・回避できるかを探ることができる。企業価値評価業務を行う算定人が留意する点をまとめると、下記のようになる。

(1) 基礎資料を利用する場合の留意点

カネボウ事例では、裁判での鑑定に際しては、会社が作成した5か年の事業計画を採用することで当事者は合意していた。しかし、その後、事業計画の初年度の達成が困難になったことから、会社側は、この事業計画を見直す必要があるという主張を行った。会社側の主張に対して、この段階での修正を鑑定人も裁判所も否定している。

フリー・キャッシュ・フロー法(DCF法)において事業計画は、営業フリー・キャッシュ・フローの期待値を算定する上で重要な基礎資料である。こういった基礎資料の利用は、裁判においては両当事者合意が前提であることが分かる。

M&Aでの交渉局面においても、買収側、被買収側が独立第三者算定機関による企業価値算定を行う場合には、合意された基礎資料に基づく必要がある点、留意が必要である。

(2) 複数の評価法を併用する場合の留意点

M&Aでの交渉局面においては、複数の評価法を採用し、併用法によって総合評価を行うのが一般的である。その場合、「1株当たり 円～ 円」といった一定の評価幅での評価を行う。

レックス事例で会社側は、市場株価法、修正簿価純資産法及び類似上場会社法(倍率法、乗数法)を併用し、総合評価を行うことを裁判で主張している。

この主張に対して東京高裁は、純資産法(修正簿価純資産法)類似上場会社法(倍率法、乗数法)については、買収会社がデューデリジェンスを実施したうえで決定したTOB価格と著しくかけ離れた額である場合、それらを併用することを疑問視している。

そもそも併用法は重複幅併用法とも呼ばれ、各評価法の評価結果を一定の幅をもって算出し、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。その前提は、それぞれの評価法による結果が近いことである⁵⁸。

M&A での交渉局面においても、レックス事例のように複数の評価法の結果が著しくかけ離れている場合の併用には十分な留意が必要である。

(3) 純資産法を採用する場合の留意点

レックス事例やサンスター事例では、裁判所は純資産法の採用に否定的であったことは、上記(2)のとおりである。

しかし、紛争に至らなかったコマ・スタジアム事例ではこれを採用している。コマ・スタジアム事例では、コマ・スタジアムが新宿に建物と借地権を有しているものの、これらは極めて収益性・効率性の低い資産と化していた。一方借地権に相当な含み益が存在している。

こういった状況においては、買収側である東宝も被買収側のコマ・スタジアムもフリー・キャッシュ・フロー法(DCF法)は採用していない。評価基準日現在コマ・スタジアムは上場しており、市場株価法を採用した場合、1,555円～1,728円(東宝の評価。コマ・スタジアムは評価額を公表していない)であり、結果としてはこの評価結果は採用していない。

純資産法には、将来の収益能力の反映や市場での取引環境の反映は難しいという問題があることから、その採用は限定的である。前章で採用局面として四つを指摘したが、コマ・スタジアム事例は、これらのうちのインカム・アプローチ等による評価額よりも時価ベースにおける純資産価値の方が大きい場合に該当するものである。

(4) 評価の安定性を考慮する場合の留意点

市場株価法を採用する場合、市場株価は、長期的にはその会社の収益力等に基づく企業価値を適正に反映して形成されるが、様々な要素で日々変動しているため、短期的には企業価値と無関係に変動することもある。変動要因としては、特殊株主による買占めや一時的な投機的取引、業績修正による一時的変動及び取引量が少ない(浮動株が少ない)場合である。

レックス事例においてもサンスター事例においても、採用する株価期間として、業績下方修正公表後 MBO 計画公表前の期間を採るべきか、MBO 計画公表後の期間を採るべきかの主張が会社側、株主側からあったが、M&A での交渉局面においても、長期の株価変動を観察すること等で、採用すべき株価期間については、十分留意する必要がある。

⁵⁸ 企業価値評価ガイドラインの 4. (3)には、「併用法は、それぞれの評価法による結果が近い場合に適用しやすい。」と記述されている。

(5) 期待値・プレミアムの評価を行う場合の留意点

一般的に TOB(株式公開買付)や M&A 等の取引は、支配権に大きな影響があるため、その対価として市場株価より高い対価を支払うことが多い。この対価はコントロール・プレミアムと呼ばれている。

レックス事例とサンスター事例は、いずれも MBO 計画の一環として TOB がなされた後に、全部取得条項付種類株式の取得決議によって継続保有を希望する株主が強制的に退出させられる、いわゆるスクイズアウトのスキームである。この場合、株式の客観的な時価に加えて、強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価することになる。

このように、M&A での交渉局面においても、企業価値評価においては、一般的な M&A の場合のコントロール・プレミアムやそのうちの MBO における期待権の評価が重要となる点、留意が必要である。

引用文献及び参考文献

1. 経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」、日本公認会計士協会、平成 25 年 7 月 3 日
2. 企業価値研究会「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」平成 19 年 8 月 2 日
3. 「最近の裁判動向 2 カネボウ営業譲渡決議反対株主の株式買取価格決定申立事件決定」、資料版/商事法務、2008 年 5 月号 (第 290 号)
4. 後藤 元「カネボウ株式買取価格決定申立事件の検討[上]」、旬刊商事法務、平成 20 年 7 月 5 日 (第 1837 号)
5. 後藤 元「カネボウ株式買取価格決定申立事件の検討[下]」、旬刊商事法務、平成 20 年 7 月 15 日 (第 1838 号)
6. 「最近の裁判動向 1 レックスホールディングス全部取得条項付株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件決定」、資料版/商事法務、2008 年 5 月号 (第 290 号)
7. 高山崇彦・保坂 雄「レックス・ホールディングス事件東京地裁決定の検討 - 全部取得条項付種類株式の取得価格の判断枠組み - 」、旬刊商事法務、平成 20 年 7 月 5 日 (第 1837 号)
8. 「最近の裁判動向 レックス・ホールディングス全部取得条項付株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件抗告審決定」、資料版/商事法務、2008 年 10 月号 (第 295 号)
9. 「レックス HD の MBO を巡る株式取得価格決定の判断過程」、T&A master、平成 20 年 10 月 6 日 (第 277 号)
10. 太田 洋「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」、旬刊商事法務、平成 20 年 11 月 15 日 (第 1848 号)
11. 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〔上〕 - 「公正な価格」の算定における裁判所の役割 - 」旬刊商事法務、平成 21 年 9 月 5 日 (第 1875 号)
12. 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〔中〕 - 「公正な価格」の算定における裁判所の役割 - 」旬刊商事法務、平成 21 年 9 月 13 日 (第 1876 号)
13. 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〔下〕 - 「公正な価格」の算定における裁判所の役割 - 」旬刊商事法務、平成 21 年 9 月 25 日 (第 1877 号)
14. 「最近の裁判動向 2 レックス・ホールディングス全部取得条項付株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件最高裁決定」、資料版/商事法務、2009 年 10 月号 (第 307 号)
15. 「最近の裁判動向 3 サンスター全部取得条項付株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件抗告審決定」、資料版/商事法務、2009 年 10 月号 (第 307 号)
16. 「最近の裁判動向 サンスター全部取得条項付株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件抗告不許可決定に対する特別抗告審最高裁決定」、資料版/商事法務、2010 年

3月号(第312号)

17. 「判例特報 サイバードホールディングス株式取得価格決定申立事件」金融・商事判例、平成21年12月1日(第1329号)

18. 「最近の裁判動向1 サイバードホールディングス全部取得条項付株式取得決議反対株主の株式取得価格決定申立事件抗告審決定 - 東京高決平 22・10・27 - 」資料版/商事法務、2011年1月号(第322号)

以 上