

判例研究

一 旧商法二四五条ノ二の「公正ナル価格」の算定に
当たつてDCF法が採用された事例

〔商法四九九〕 二 鑑定費用の負担方法について当事者の主張価格と
裁判所の決定額との乖離率に依じて決定するのが
相当とされた事例

カネボウ株式買取価格決定申立事件決定
東京地決平成二〇年三月一四日

東京地裁平一八(ヒ)二五六号・二六三号・二六四号・二六八号・二七八
号・二七九号・二九七号・三〇〇号

各株式買取価格決定申立事件

判例時報二〇〇一号一一頁、金融・商事判例二二八九号八頁、判例タ

ムズ一二六六号一二〇頁、資料版商事法務二九〇号一三二頁

〔決定事項〕

一 本件において、継続企業としての価値の評価に相応
しい評価方法は、収益方式の代表的手法であるDCF法と
いうことができ、相手方の株式価格の評価に当たっては、
DCF法を採用することが相当である。

二 当事者双方の公平の観念に照らし、鑑定人に鑑定を

依頼する直前において当事者が主張する買取価格を基準と
して、申立人らと相手方がそれぞれが主張する買取価格と
裁判所が決定した買取価格の乖離率に依じて、鑑定費用を
負担させるのが相当である。

〔参照条文〕

一 つき、商法(平一七法八七号による改正前のもの。

以下「旧商法」という。)二四五条ノ二(会社法四六九条

I・II)

二につき、非訟事件手続法(平一七法八七号による改正前のもの)二六条・二七条(現行非訟事件手続法二六条・二七条)

〔事実〕

Y(相手方)は、各種繊維工業品、医薬品、化粧品及び各種食品等の製造、加工及び販売等を目的とする株式会社で、東京証券取引所第一部に株式を上場していた。平成一八年四月一四日当時のYの発行済株式総数は二億二六四一万五〇五七株で、そのうち普通株式が五一二八万三五五七株、議決権のない優先株式であるA種類株式が三〇〇〇万株、B種類株式が三〇〇〇万株の合計六〇〇〇万株、議決権を有するが利益配当請求権のないC種類株式が一億一五一三万一五〇〇株であった。Yの資本金額は、三五〇億九九九八万五〇〇〇円であった。Xら(申立人)は、Yの発行する普通株式を保有しており、その主張する持ち株数は、それぞれ一〇〇株から一四五万株余りであり、合計で約六七七万株であった。

Yは、経営状態が悪化したため、平成一六年二月一六日に、申立外産業再生機構に対して支援を要請し、同機構の

支援のもとに事業再生計画を策定して、同年五月三一日、グループ全体の事業再生計画について同機構の支援決定を受けた。Yは、同年九月二八日に金融機関から債務免除を受け、また一〇月一日に減資をした上で、産業再生機構から約二〇〇億円(一九九億九千九百七十万円)の出資を受けて、同機構に対してC種類株式を五二六三万一五〇〇株発行するとともに、申立外M銀行から三〇〇億円の出資を受けて、同行に対してA種類株式三〇〇〇万株及びB種類株式三〇〇〇万株をそれぞれ発行した。しかるに、Yは、平成一七年四月一三日、過年度の粉飾決算とそれに伴う決算修正を公表した。これを受けて、東京証券取引所及び大阪証券取引所は、同年六月一三日、有価証券報告書の虚偽記載を理由に、Yの株式について上場廃止措置をとった。最終株価は、一株三六〇円であった。(なお、申立外株式会社Kは、Yに対して二〇〇億円を出資して、新たにYからC種類株式六二五〇万株の発行を受けた。)

Yは、平成一七年八月、産業再生機構が支援先を選定するための入札希望者を募ることを前提に、入札希望者がYの企業価値を判断するための資料として、事業再建計画である新再生五カ年計画を作成し、これを同機構に提出した。同機構は、申立外T株式会社をYの支援先に決定し、平成

一七年二月一六日、保有するC種類株式全部をTに対して一株二〇一円で譲渡した。さらに、Kも、平成一八年二月二一日、Tに対し、その保有するYのC種類株式全部を譲渡した。その結果、議決権のある株式についてのYの株主構成は、一般投資家の所有株式が普通株式五一二八万三五五七株、Tの所有株式がC種類株式一億一五一三万一五〇〇株となった。

Tは、平成一八年二月二一日から、Yについて、買付価格を一株一六二円とする公開買付を行い、同年三月二九日までに、Yの普通株式二一八一万四二二九株を取得した。この公開買付価格は、Tが依頼した第三者機関が算出した株式価格を参考にYの普通株式を一株一四七円と評価し、これに一五円（約一〇・二パーセント）のプレミアムを上乗せして決定されたものであった。公開買付の結果、議決権のある株式についてのYの株主構成は、一般投資家の所有株式が普通株式二九四六万九三三八株、Tの所有株式が普通株式二一八一万四二二九株及びC種類株式一億一五一三万一五〇〇株となり、Tは、議決権のある株式総数一億六六四一万五〇五七株の約八二パーセントを所有するに至った。

Yは、平成一八年四月一四日の取締役会において、主要

三事業を営業譲渡する旨の決議を行った。そのうち二事業は、それぞれTが出資している二つの訴外別会社に残る一事業は、Yの子会社の株式をYがTに対して譲渡することによりTに対して譲渡する旨の決定がなされた。Yは、同日、本件営業譲渡の決議を電磁的方法により公告し（平成一七年改正前産業活力再生特別措置法一二条の三第二項、同商法二四五条ノ五第二項、一六六条一項九号、六項、一六六条ノ二）、同日付け営業譲渡契約により同年五月一日をもって上記各事業を営業譲渡した。

Xらは、Yに対し、上記公告後、本件営業譲渡に反対する旨を通知し（旧商法二四五条ノ三第三項）、さらに、その所有株式を買い取るよう請求した（同条三項、四項）。上記公告開始から二週間を経過した平成一八年四月二八日から六〇日以内（同年六月二七日まで）に、Xらの保有株式の買取価格についてYとの協議が整わなかったため、Xらは、協議期間の末日から起算して三〇日以内（同年七月二七日まで）に本件申立てを行った（旧商法二四五条ノ五第五項、二四五条ノ三第四項、一六六条ノ二第一項二号）。

〔決定要旨〕

一 Xらが保有するYの普通株式の買取価格は一株につき三六〇円とする。

(二、三は、別グループのXらについてのものであるが、同内容なので省略する。)

四 本件手続費用のうち鑑定人に支払った鑑定料五四二〇万円のうち、四五三一万二〇九七円をXらの負担とし、八八万七九〇三円をYの負担とする。

〔決定理由〕

「一、Xらの申立適格(株式買取請求手続の履践)」

この部分は省略し、以下では、株式買取請求手続を適法に履践している申立人らについての決定について検討する。

「二 反対株主による株式買取請求権の趣旨」

旧商法二四五条ノ二によれば、営業譲渡に反対した株主は、会社に対して、自己の保有する株式を『公正ナル価格』で買い取るべきことを請求できることを定めているが、この制度は、会社が営業譲渡を決定した場合、反対株主に對して投下資本を回収する途を保障することを目的とするものである。そして、裁判所が決定する『公正ナル価格』とは、『(営業譲渡の)承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格』であつて、客観的に明らかになっている過去の一定時点における株式価格をいうわけではないから、『公正ナル価格』の特質からみて、考慮される事情は

多岐にわたると考えられるが、法が価格決定の基準について格別の規定をおいていないことからすると、法は価格決定を裁判所の合理的な裁量に委ねていると解することができる(最一小決昭和四八年三月一日・民集二七巻二号一六一頁参照)。

したがって、裁判所は、『公正ナル価格』、すなわち、営業譲渡が行われずに会社がそのまま存続すると仮定した場合における株式の価値の算定に当たっては、一切の事情を斟酌して、反対株主の投下資本回収を保障するという観点から合理的な価格を算定することになる。」

「三 本件株式の評価方法」

(1) 継続企業としての価値

本件においては、……営業譲渡が行われずに会社がそのまま存続すると仮定した場合におけるY株式の価値を評価すべきであるから、基本的にYの継続企業としての価値を評価すべきである。」

「(2) ディスカウント・キャッシュ・フロー方式の相当性

……上記認定事実によれば、本件において、継続企業としての価値の評価に相応しい評価方法は、収益方式の代表的手法であるDCF法ということができ、Yの株式価格の

評価に当たっては、DCF法を採用することが相当である。」

〔3〕 他の評価方法について

ア 配当還元方式について

……Yは、本件営業譲渡の当時、産業再生機構の支援を受けている事業再生途上の企業で、配当を行うことができる状況にはなかったこと、Yについて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が認められる。そうだとすると、Yの株式を算定するに当たって、実際配当還元法、標準配当還元法及びゴードンモデル法のいずれの方式も考慮することは相当ではない。

「イ 取引事例方式について

……本件鑑定人の株式鑑定評価意見書によれば、……取引事例方式とは、過去における対象会社の株式の売買実例をもとに当該株式の株式価値を算定する方法である。……取引事例価値をもつて評価額とするためには、①当該取引事例が、鑑定の対象となる事案と取引量が本件と同程度であること、②当該取引事例の時点が本件と比較的直近で、その間に経営、業績等に大きな変化のないこと、③当該取引事例が独立した第三者間で行われたものであることが必

要であるとされている。……

全体の取引数量を比較すると、本件公開買付によりTが取得した株式は、各申立人の所有株式の合計の三倍以上の量があり、その株式数も各申立人の所有株式の合計に比べて一五〇〇万株以上も多く、同程度の取引量ということではないから、……本件買取請求に関する買取価格を決定するについて本件公開買付の価格を参考とすることは適切とはいえない。……

Yは、本件公開買付価格の客観性が第三者機関による評価によって担保されていると主張するが、本件鑑定人の判断は十分合理性が認められ、また、上記第三者機関の評価を踏まえた本件公開買付価格の買付価格が一株一六二円であり、本件鑑定人の判断である一株三六〇円と二倍以上の開きがあることからすると、上記第三者機関の評価を参考とした結論が採り得ない。」

「ウ 純資産方式

……Yの株式を算定するに当たっては、Yの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るところ、純資産方式は、……事業継続を前提とする会社においてその企業価値を評価する方法ではないから、本件ではこの方式を考慮するのは相当ではない」

「エ 類似会社比準方式

……Yは、かつて東京証券取引所第一部に株式を上場していた会社であつたし、資本金額も三五〇億九千九百八十五〇〇〇円であり、鑑定基準日現在でも上場会社に匹敵する規模を有している会社とみることができる。そうだとすると、本件において、類似会社比準方式を考慮することもあるが、不合理であるとはいいえないではない。しかしながら、……Yは、最近まで産業再生機構の支援を受けていた事業再生途上の会社であつて、このような状況にない上場会社とは経営状況が大きく異なり、相手方と規模の類似する上場会社を勘案・比較することには問題があることが明らかである。……本件ではこの方式を考慮することは相当ではない」

「四 本件株式の評価

……Yの株式の継続企業としての価値について、DCF法に従つて算定する。……本件鑑定人らの判断には十分合理性があり、不合理な点は認められない。……Yの普通株式の一株当たりの株式価値は、本件鑑定の結果に従い、三六〇円と認めるのが相当である」。

「五 費用負担について

(1) 本件手続きにおける鑑定費用の負担については、①申

立てが適法と判断されたXらとYとの間においては、各Xらの持株数と本件株式の価格についてXらとYそれぞれの主張額と当裁判所が決定する額と乖離率に応じて各当事者が負担し、②申立てが不適当（筆者注。「不適法」だと思われる。）とされたXらとYとの間においては、Xらの持株数に応じてXらにおいて負担するのが相当である。

ア 鑑定費用をX（株主）らに負担させること自体の当否について

株価決定に際し鑑定した場合にこれを要する費用が場合によっては高額になることがある。しかし、これをXらの所有株式一株当たりの負担額に換算するとそれほど高額にはならない場合もある。……これを本件についてみるに、Xらが所有する株式一株当たりの鑑定費用は八円程度であり、一株当たりの買い取り価格である三六〇円、Yの主張する一株一六二円と比較して、決して高額とはいえない。したがって、鑑定費用をXらに負担させること自体が不当ということとはできない。

イ 鑑定費用の負担の基準をXら（株主）とY（会社）それぞれの主張額と当裁判所が決定する額との乖離率とするものの当否について

(ア) 少数株主を保護するための制度である営業譲渡に

伴う株式買取請求権の行使が、鑑定費用の負担により不当に制約されてはならないことは当然である。だからといって、株主であるXらが理由のない主張をすることまでが当然に許されるわけではない。株式の買取価格を巡って、XらとYとの間の協議が整わず、Xらが株式買取価格決定の申立てに及んだことは、Yのみの責任ではなく、少数株主であるXらが株式買取価格の額に関して合理的な根拠のない主張をしていたのであれば、そのことも申立てに至った原因であるから、鑑定費用について相応の負担を課されてもやむを得ないというべきである。

(イ) なるほど、Xらが申立ての当初の段階で適正な株式買取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難い。しかし、Yから、株式買取価格決定の申立手続の中で価格を判断するために必要な資料が提出され、鑑定人が鑑定を行う前提となる資料が提出された段階において、裁判所が改めて当事者双方から適正な買取価格について意見を述べる機会を与えれば、当事者双方とも同一の資料に基づいて適正と考える買取価格を主張することが可能となる。……

(ウ) ……当事者双方の公平の観念に照らし、鑑定人に鑑定を依頼する直前において当事者が主張する買取価格を

基準として、XらとYがそれぞれが主張する買取価格と裁判所が決定した買取価格の乖離率に応じて、鑑定費用を負担させるのが相当である。」

〔評 釈〕

一 株式価格の決定について 決定の結論には賛成であるが、理由には一部疑問がある。

二 鑑定費用の負担方法について 決定の結論には賛成であるが、理由には一部疑問がある。

一 株式価格の決定について

1 DCF法

本決定は、「本件においては、Yの株式を算定するに当たっては、……DCF法に従って評価するのが相当である」とし、それは、「継続企業としての価値を評価するという観点から」相当であるとしてその理由を示している。

この点については、本決定の評釈として、賛成するものがある。すなわち、「企業価値は、株式価値の総和であるところ、金融論の基本的な考え方によれば、株式の評価は、他の資産と同じく、DCF法によるべきである。理論的な時価総額をそのものを表している点、資本コストの考え方

が反映されている点で、優れた方式である。規範的な観点からも DCF 方式を原則とすべきであり、例外的に、純資産価額方式によって算定された価額が DCF 方式による価額を上回る場合にのみ、純資産価額方式が優先して用いられるべきである。DCF 法によって算定される企業価値は、公正価格の決定にあたって、最低限を画すべきものである。」とするのである（中東正文「本件評釈」金融・商事判例一二九〇号二七頁（二〇〇八年））。しかし、本件において、Y について、継続企業としての価値を評価するという観点から DCF 法を採用することについては、疑問がないわけではない。なぜなら、本件においては、Y は、「事実」にあるとおり、本件営業譲渡の当時、産業再生機構の支援を受けている事業再生途上の企業であり、「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」と考えられるからである。実際に、本決定もこのことを理由として、継続企業としての価値を判断するその他の方法である配当還元方式を取ることを明確に否定している（後藤元「本件評釈」上）商事法務一八三七号一二頁注一八（二〇〇八年）参照）。そして、本決定は、平成一七年改正前商法の営業譲渡などの「決議ナカリセバ有スベカリシ」「公正ナル価格」については、営業譲渡が行われずに

会社がそのまま存続すると仮定した場合における株式の価値の算定をするべきであるとしている。確かに、継続企業を前提とするならば、決議がなかった状態で企業が継続していた場合を想定して買取価格の判断するのが通常であろう。しかし、本件のような事業再生途上の企業については、「継続企業としての価値」という前提をあくまでも維持しなければならなかったのかについては疑問がある。この点、平成一七年の改正によって、会社法は、株式買取請求の場合の買取価格について、「決議ナカリセバ有スベカリシ」の文言を削除し、単に「公正な価格」とした。会社法の下では、合併のシナジーといった、いわば将来価値を「公正な価格」に含めるべきであるか否かといった解釈の余地が生まれている（清水建成「本件評釈」判例タイムズ一二七九号三四頁（二〇〇八年））。しかし、本件事案は旧商法によるものであり、「決議ナカリセバ有スベカリシ」「公正ナル価格」とは何か、の解釈が問題となるものである。したがって、この場合の「公正ナル価格」については、将来価値そのものが問題となるのではないことを確認しておかなければならない。もっとも、この点、本決定は将来価値そのものを問題としているのではないことに留意すべきである。すなわち、本決定は、「営業譲渡が行われずに会

社がそのまま存続すると仮定した場合」、すなわち「決議ナカリセバ有スベカリシ」における継続企業としての現在価値を評価すべきであるとし、その方法としてDCF法が相当であるとしているのである。問題は、「決議ナカリセバ有スベカリシ」事業再生途上の企業の「継続企業としての現在価値」がいくらかということである。継続企業としての価値を評価して買取価格とするということは将来価値そのものを買取価格とすることを意味しているのではなく、DCF法は、それをもとに割引きを行って現在価値を算出する技法である。本件の鑑定人の鑑定も、DCF法により、Yが再生中の企業であるというハンデを背負いながら、激しい競争が続く厳しい企業環境に置かれているという点を考慮して、平成二二年度以降の成長率を〇パーセントと判断して計算している。思うに、事業再生途上とはいえ、Yは破綻し解体されるべき企業ではない。したがって、解体価値を前提とする純資産方式は妥当でない。また事業再生途上でない類似業種の継続企業とを比較する類似会社比率方式も妥当でない。配当を行える状況でないことを考えると配当還元方式も妥当ではない。取引事例方式も取引量の観点から本件については妥当ではない。したがって、DCF法を採用する本決定の結論には賛成せざるをえない。も

つとも、裁判所の判断としては、決定の全体にわたって、「以上によれば、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合理性があり、本件鑑定に不都合な点はないというべきである。よって、この点に関するXら（またはY）の主張は理由がない」という小括が重ねられている。このような鑑定の手順そのものは、鑑定を実施している以上、鑑定人と裁判所の専門性の違いからしても、一定の合理性が認められると考えられる。

しかし、そもその問題として、旧商法が、会社法でもあるが、株式価格決定を非訟事件としているという裁判構造に対しては懸念が存在するとの意見がある（中東・前掲二六頁）。実体法上は、独立当事者取引でない取引については、公正であることの立証責任を会社に負わせるべきであると解され、これを出発点として、価格決定の裁判も進められるべきであり、問題は、どのようにして、これを可能とする裁判構造を組み立てるかであるとするのである。確かに、単に「公正な価格」を買取価格とした会社法の下では、より解釈の幅が広がっており、株式買取請求の買取価格決定をどのような手続きで行っていくかについては立法論をも含めた検討が必要となる。しかし、旧商法の下での本決定については、非訟事件の中で裁判所が委嘱した鑑

定人の判断には十分合理性があることを前提になされたものであり、その結論には賛成したいと考える。そもそも株式買取請求が非訟事件として扱われることについては、本決定も引用している最一決昭和四八年三月一日においても問題とされたように、憲法上の問題があるとされるが、この点に関しては本決定の評釈の範囲を超えらると思われるので、別の機会に検討することとする。

2 鑑定費用の負担方法について

鑑定費用の負担方法についての決定の結論には、賛成であるが、理由には一部疑問がある。株式買取価格決定申立事件における鑑定費用は、鑑定の申請人が負担するのが原則となろう（非訟事件手続法二六条）。しかし、一方当事者へののみ負担させることは相当でないとして、実務上は両当事者の主張額と裁判所の決定額との乖離度に応じて分担させることが多いとされている（後藤元「本件評釈」〔F〕商事法務一八三八号一六頁（二〇〇八年）、高山崇彦「会社非訟事件」江頭憲治郎・門口正人編『会社法体系 4 組織再編・会社訴訟・会社非訟・解散・清算』（青林書院、二〇〇八）四九七頁）。本決定は、株主に過度の費用負担を課すことを避けつつ、株主が高額の買取価格を主張することを防止するために、この基準に従ったものである。これに

対して、学説からは、鑑定費用が株主の負担とされる可能性があると株主に価格決定の申立を躊躇させてしまい、株式買取請求権の実効性を欠くことになるとの指摘がされている（後藤元・前掲「本件評釈」〔F〕一六頁、弥永真生「本件評釈」私法判例リマックス 38（二〇〇九（上））一〇五頁、木俣由美「株式買取請求手続の再検討」〔F〕価格決定過程における公正の実現について——商事法務一四六四号三二頁（一九九七年）等）。

鑑定費用をXらに負担させるという結論自体には非訟事件手続法二六条からみて賛成せざるを得ないであろう。もともと、本決定は、「株価決定に際し鑑定した場合にこれを要する費用が場合によっては高額になることがある。しかし、これを申立人らの所有株式一株当たりの負担額に換算するとそれほど高額にはならない場合もある。これを本件についてみるに、Xらが所有する株式一株当たりの鑑定費用は八円程度であり、一株の買取価格である三六〇円、Yの主張する一株一六二円と比較して、決して高額とはいえない。したがって、鑑定費用をXらに負担させること自体が不当ということはできない、としている。本決定は、一株当たりの負担額がそれほど高額でないことを理由としているが、高額であるか否かではなく、どのような基準で

鑑定費用の負担を決定すべきかを問題とするべきであろう。この点については本決定について疑問が残る。

では、鑑定費用の負担を決定する基準についてはいかに解すべきか。本決定は、「Yから、株式買取価格決定の申立手続の中で価格を判断するために必要な資料が提出され、鑑定人が鑑定を行う前提となる資料が提出された段階において、裁判所が改めて当事者双方から適正な買取価格について意見を述べる機会を与えれば、当事者双方とも同一の資料に基づいて適正と考える買取価格を主張することが可能となる。」としている。確かに、このような機会があれば、株主が十分な情報を持たない段階での主張額に基づいて鑑定費用を不意打ち的に負担させられることはないとも思われる（後藤元・前掲「本件評釈」〔一七頁〕）。しかし、本件鑑定人の評価額とXらの主張額との差は、主として本件五カ年計画終了後のキャッシュフローの成長率と株式リスクプレミアムの違いによるものであると思われるところ、これらは会社からの情報提供により判明するものではなく、鑑定人がその専門的知識に基づいて独自に判断するものである。そのため、鑑定実施前に買取額を改める機会を与えたとしても、このような鑑定人との意見の相違の結果として鑑定費用を負担させられることは回避し得ず、学説の批

判に対する反論として十分であるとは言い難いと思われるとの意見もある（後藤・前掲「本件評釈」〔一七頁〕）。さらに、株主の負担割合の決定にあたっては株式会社側と株主側との情報格差を考慮に入れ、また、一定の乖離幅に止まる場合には株主負担をゼロとすることなどが考えられるべきであるとの意見もある（弥永真生・前掲「本件評釈」一〇五頁）。この点も今後は、立法的な解決が必要となると考えられる。従来から「会社を原則的に負担者とする方向で、立法的解決を図るのがもつとも妥当である」との意見もあるのである（木俣・前掲三二頁）。

二 本決定の意義

本決定は、株式買取請求の場合の「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」についての裁判所の判断を示したものとしてその意義がある。しかし、①Yが上場廃止後で事業再生段階であった点、また、②会社法以前の問題であるという点は留意しなければならない。とはいえ、会社法において、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」が単に「公正な価格」とされ、プラスのシナジーが生じるような場合にそれを「公正な価格」に含めることができるかについて解釈の余地が広がったとはされている

が、マイナスのシナジーが生じるような場合には、従来どおり「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」による買取りがなされるべきであると考えられる以上、本決定が示した判断は、会社法の下においても意義を有するものと考えられる。

山本 真知子