

公正価格論

——反対株主の株式買取請求における株式の「公正な価格」の形成原理の研究

筑波大学審査学位論文（博士）

2017

緒方啓一

筑波大学大学院

ビジネス科学研究科 企業科学専攻

目次

序章

§1 問題の所在	1
1. 法令における「公正な価格」	1
2. 「公正な価格」をめぐる裁判例	1
3. 会社法における裁判所による価格決定	2
4. 学説の状況——裁判所による価格決定と株式評価	3
5. 公正価格と効率性	4
6. 本論文の問題意識	5
§2 論文の構成	10
第1章 価値と価格	12
§1 公正価格の沿革	12
1. 初めに	12
2. アリストテレス	12
3. トマス・アクィナス	14
4. 競争価格の検討	15
5. ピエール・ド・ジャン・オリヴィ	15
6. 共通善の検討	17
§2 古典派経済学の承継	18
1. アダム・スミス	18
2. 労働価値説	19
3. 効用価値説	21
§3 近代経済学による展開	23
1. 希少性	23
2. 社会的有用性	24
3. 限界生産力原理	24
4. 商品価値の実現	25
5. 取得原価主義会計による価値の認識	26
§4 貨幣測定と価格	27
1. 貨幣の性質	27
2. 流動性	27
3. 貨幣の価値尺度	28
4. 貨幣測定	29

第2章 資本制企業	30
§1 資本制企業の特質	30
1. 資本制企業	30
2. 営利資本 (productive capital) としての荘園	30
3. 合本会社 (joint stock company)	30
4. 株式会社 (corporation)	31
5. 所有と経営の分離 (separation of ownership from management)	31
6. 中央集権的計画経済 (centrally planned economy)	32
7. 自由主義交換経済	32
8. 動態経済	33
§2 企業の行動	34
1. 経済組織	34
2. 企業の法的意義	34
3. ポジション (position)	35
4. 行動様式 (patterns of behavior)	36
5. ナッシュ交渉解	36
6. 貸借対照表 (balance sheet)	37
7. 資産 (assets) 概念	37
8. 負債 (liabilities) 概念	38
9. 貸借対照表の集計 (summation of balance sheets)	38
10. 人的資源の資産認識の困難さ	39
11. 損益取引	39
12. 交換取引	40
13. 交換事象 (exchange) における不等価交換理論	40
14. 消費 (consumption) と生産 (production)	41
15. 一方的移転事象 (transfer)	41
16. 期待 (expectations)	42
§3 企業利潤の形成過程	43
1. 所得の本質	43
2. 企業資本の構成要素	43
3. 企業利潤	45
4. 正常利潤 (normal profit)	46
5. 利益形成過程	46
6. 企業の動学的行動	48

§ 4	資本評価	50
1.	所得の配分	50
2.	評価の理論 (theory of valuation)	51
3.	時間 (time) の決定行動	52
4.	貨幣利子と現在価値	55
第 3 章	企業評価	56
§ 1	企業評価の沿革	56
1.	ドイツ	56
2.	米国	59
3.	日本	61
4.	企業評価の課題	62
§ 2	評価主体	63
1.	前提—企業は誰に向けて何のために活動しているのか	63
2.	顧客にとっての企業価値	63
3.	経営者にとっての企業価値	64
4.	株主にとっての企業価値	64
5.	企業価値研究会の見解	64
6.	企業価値についての経済産業省・法務省の見方	65
7.	株主の企業価値と経営者の企業価値の違い	66
§ 3	株主と経営者の企業価値の衝突	67
1.	取締役の義務	67
2.	授權資本制度	67
3.	裁判例—主要目的ルール	68
4.	裁判例—差別的な株予約権無償割当てによる筆頭株主の締め出し	69
§ 4	株主価値	70
1.	合理的投資家と投資家	70
2.	2006 年イギリス会社法	71
3.	ファイナンス理論に基づく自己資本価値	72
4.	最高裁判例における企業価値	72
5.	学説	74
6.	継続企業価値	74
§ 5	株主価値の基礎的諸概念	76
1.	継続企業	76
2.	動学的行動	76
3.	知的財産	76

4.	負債時価	77
5.	貨幣測定	77
6.	資本流入・資本流出	78
7.	資本化率	78
8.	事業価値	78
9.	評価手法	79
10.	企業の内在的価値	79
第4章	株式価格形成論	80
§1	株式の利子付資本への接近と株式の本質	80
1.	財産権	81
2.	支配権	81
3.	配当請求権	82
4.	投機	82
§2	株式価値の評価方法	83
§3	裁判例における株式価格の決定方法	101
1.	株式価値の源泉	101
2.	株式価格の形成	102
§4	回帰分析	106
1.	事例研究	106
2.	市場価値モデル	108
3.	加重平均法の検討	109
第5章	米国における反対株主の株式買取請求と買取価格	110
§1	株主権をめぐる思想の変化	110
1.	19世紀中期以前	110
2.	南北戦争以後	112
3.	第一次世界大戦以後	113
§2	米国会社法における株式買取請求制度の発達	115
1.	反対株主の救済	116
2.	株式市場の例外 (stock market exception)	117
§3	株式買取請求制度における「公正な価格」をめぐるデラウェア州判例	118
§4	小括—デラウェア州裁判所における「公正な価格」判例法理	155

第6章 我が国における株式買取請求制度	159
§1 沿革	159
1. 昭和13年商法改正前	159
2. 昭和13年改正	160
3. 昭和25年改正—反対株主の株式買取請求権	160
4. 昭和41年改正—株式譲渡制限のための定款変更	161
5. 平成2年改正—有限会社への組織変更	162
6. 平成9年改正—簡易合併	162
7. 平成11年改正—株式交換・株式移転	163
8. 平成12年改正—会社の分割	164
9. 平成17年会社法	164
§2 株式買取請求制度の意義	166
1. 学説の理解	166
2. 私見—なぜ、反対株主の株式買取請求権が認められるべきなのか	167
3. 私見—どの範囲で反対株主の株式買取請求権が認められるべきか	168
§3 買取請求制度における「公正な価格」に関する裁判例の検討	170
1. 平成17年改正前商法の下での裁判例	170
2. 会社法の下での裁判例	180
§4 小括—我が国の判例理論とその評価	204
第7章 全部取得条項付種類株式の全部取得における取得価格決定申立制度	211
§1 沿革	211
§2 裁判例	212
§3 全部取得条項付種類株式の取得価格と反対株主の株式買取請求における買取価格	223
終章 総括と今後の課題	227
§1 退社権としての反対株主の株式買取請求権	227
§2 市場価値と企業価値	229
1. 投資家の企業評価を反映する関数としての市場	230
2. ケース・スタディ	233
3. 得られる示唆	237
§3 the operative reality とシナジーの分配	237
§4 残された課題	239
文献リスト	242

序章

§1 問題の所在

1. 法令における「公正な価格」

法令データ提供システム（e-Gov）を検索すると、会社法、金融商品取引法、商品先物取引法、信託法、貸付信託法、刑法、その他合わせて 28 の法令に「公正な価格」に係わる 73 カ条の規定が存在する¹。これらの規定は、①株式や持分などを公正な価格で買取することを請求するもの（35 件）、②公正な価格と認める額の支払に関するもの（12 件）、③買取請求権の適用除外に関するもの（2 件）、④金融商品や物品などの公正な価格の形成を要求するもの（10 件）、⑤会社計算書類等における注記について公正な価格の勘案を要求するもの（6 件）、⑥買取請求権の事前開示を求めるもの（3 件）、⑦補償対象額の算出基準として公正な価格に基づくもの（4 件）、⑧競争入札等における公正な価格の成立の阻害に対する規則（4 件）などの類型に分けられる。

2. 「公正な価格」をめぐる裁判例

公正な価格についての最高裁判例を見ると、⑧競争入札等における公正な価格の成立の阻害に係るものと、①株式等の買取請求に係るものの二つの類型に集中している。昭和 28 年 12 月の競売入札妨害事件に始まり、入札談合などに係わる事件の判決が昭和 30 年代を中心に昭和 40 年代前半まで続いた後、昭和 48 年 3 月 1 日に前田製菓株式買取価格決定事件に係わる決定が出され、最近では、最決平成 23 年 4 月 19 日（TBS 株式買取価格決定事件）、最決平成 23 年 4 月 26 日（インテリジェンス株式買取価格決定事件）、最決平成 24 年 2 月 29 日（テクモ株式買取請求事件）と連続して重要な決定が出された。また、全部取得条項付種類株式の取得価格については、最決平成 21 年 5 月 29 日（レックス・ホールディングス株式取得価格決定事件）、最決平成 22 年 2 月 23 日（サンスター株式取得価格決定事件）の決定が出された。下級審でも、④金融商品の公正な価格形成に係る判例が積み重ねられている。

これらの判例を検討すると、④⑧公正な価格の形成を問題にする金商法や刑法などの規定は、価格形成過程において自由で公正な競争が手続的に確保されていれば、結果として形成される価格は公正であるとの解釈が認められているように思われる。これに対し、①株式買取請求制度に係る公正な価格の規定では、公正な価格の意義、価格の基礎となる価値の内容が問題となり、市場で競争価格が成立していても、その価格が企業価値を反映していない場合には、公正な価格で

¹ 平成 29 年 1 月 7 日現在。条文数は 73 カ条、出現数は 74 カ所。

はないと考えられている。ここでは手続的正義と共に内容的な衡平²が求められている。

3. 会社法における裁判所による価格決定

会社法には、反対株主による株式買取請求がなされた場合の価格の決定（116条、182条の5、470条、786条、798条、807条）のほかに、譲渡制限株式の売買価格の決定（144条、172条）、全部取得条項付種類株式の全部取得の場合の取得価格の決定（172条）、及び、特別支配株主による株式売渡請求における価格決定（179条の8）について、当事者の申立てにより、裁判所が（公正な）価格を決定する旨の規定が設けられている。

この中で、まず、譲渡制限株式の売買価格の決定及び特別支配株主による株式売渡請求における価格決定は、十分な能力と情報と交渉力を有する当事者間に形成されるべき価格を裁判所が決定するという面を有している。すなわち、ここでは株式に対する需給が考慮されると考えられる。これに対して、反対株主の株式買取請求においては株式に対する需要というものが前提とされていないという点で全く性質を異にする³。前者の場合には、買主にとっての当該株式の価値が問題となり得るのに対し、反対株主の株式買取請求においてはそのような発想はない。反対株主の株式買取請求の場合には、株式の買取という法形式を採ってはいるものの、実質的には退社と持分の払戻しとみることが適当である（終章において詳論する）。

また、譲渡制限株式の相続人等に対する売渡請求、全部取得条項付種類株式の全部取得、及び、特別支配株主による株式売渡請求は株主の意思にかかわらず、強制的に取得（収用）するものであるのに対し、反対株主の株式買取請求は、法的には強制されていない状況での売渡である。また、譲渡制限株式の譲渡不承認の場合の売渡しは、承認請求者が指定買受人の指定を求めた場合のみなされ、法的にも経済的にも株式を売り渡すことが強制されていないことが想定されるのに対し、反対株主の株式買取請求については、組織再編や定款変更により株式の価値が下落することがありえ、そのため、ナカリセバ価格での買取りを求めることが経済的には強制されているという面がある。このような、法的または経済的強制という観点からの違いが価格決定のあり方に影響を与える可能性は否定できない。

このように重要な相違点がある以上、これらを捨象して、これらすべてをまとめて検討を加えることは適切ではない。そこで、本論文では、反対株主による株式買取請求がなされた場合の価

² 田中成明『現代法理論』（有斐閣、1984年）164頁。実定法的基準の忠実な適用という要請に抗して、実質的正義原理への配慮を要請する観念は、衡平（equity）といわれる。

³ この点について、岸田雅雄「会社法および税法における株式の評価」神戸法学年報3号（1987年）14-15頁。

格の決定に限定して考察を加え、必要な限りにおいて、第7章で全部取得条項付種類株式の全部取得の場合の取得価格の決定に係る裁判例を概観するほかは、譲渡制限株式の売買価格の決定、全部取得条項付種類株式の全部取得の場合の取得価格の決定、及び、特別支配株主による株式売渡請求における価格決定において、裁判所が形成すべき価格のあり方については、今後の課題としたい。

4. 学説の状況——裁判所による価格決定と株式評価

平成17年改正前商法の下での裁判所による価格決定についての先行研究のほとんどは譲渡制限株式の売買価格に焦点を合わせていた⁴。これは、公刊裁判例の大半が譲渡制限株式の売買価格に関するものであったことに起因するものと推測される。そして、反対株主による株式買取請求との関連では、たとえば、合併計画が公表された後に株式を取得した反対株主の株式買取請求が認められるか、認めるとしたら、どのような価格が決定されるべきかというような点などについての議論はなされていたものの、DCF法を適用したカネボウ事件判決をめぐるものを除くと、学説においては、反対株主の株式買取請求の特性に着目して、どのような価格を裁判所が形成すべきであるかについての具体的な検討はほとんど加えられていなかったように思われる。

他方、平成17年会社法の下では、株式買取請求権における「公正な価格」は「ナカリセバ価格」であるとは限らず、たとえば、当該組織再編を前提としたシナジー効果を反映させた価格でありうると考えられるようになったため、平成17年会社法改正後は、この点についての議論が盛んになされるようになった。また、支配権プレミアムやマイノリティ・ディスカウントをどのように扱うべきかについての議論もなされるようになった⁵。現時点においては、飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』⁶が、これらの点についての最も包括的かつ重要な先行研究ということが出来る。また、全部取得条項付種類株式の全部取得という制度が平成17年会社法では新設され、かつ、裁判例が積み上がってきたため、これについての先行業績も相当数存在する。

とはいえ、かつて、譲渡制限株式の売買価格との関係でどのような評価技法を活用して、価格

⁴ 江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」法学協会編『法学協会百周年論文集 第3巻』（有斐閣、1983年）445頁、関俊彦『株式評価論』（商事法務研究会、1983年）、宍戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」『竹内昭夫先生還暦記念論文集 現代企業法の展開』（有斐閣、1990年）397頁など。

⁵ 代表的なものとして、江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」『変革期の企業法』（商事法務、2011年）115頁。

⁶ 飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務、2013年）。

を決定するのが適切であったかが議論されていたのとは対照的に、反対株主の株式買取請求や全部取得条項付種類株式の全部取得との関係で、どのような評価技法を用いて価格を裁判所が形成することが適切なのかという点については議論の対象とされてこなかった。

他方、いわゆるシナジー分配価格についても、株式評価の実務に携わってきた経験に照らすと、先行研究（及び裁判例）において見過ごされている点が存在するといわざるを得ない。すなわち、現実の会社の事業や組織の再編においては、ある部門を廃止し他の部門に集中するなど、短期的には企業価値の毀損があり、長期的には企業価値の増加がある場合が多いのではないかと思われる。このようなとき公正な価格の決定において、ナカリセバ価格とシナジー分配価格を同時に考慮することができるかどうかは問題がある。公正な価格の本質は、会社のどのような要素を考慮して、どのような企業価値を認識し、どのような株価を形成するかという裁量にあるのであり、価格は要素を考慮した結果として定まる数値に過ぎないともいえる。このことは、本来、上場株式においても非上場株式においても変わることはない（市場は価格を形成する一方法に過ぎない）。シナジーを考慮しないとされ、ナカリセバ価格を採用する米国デラウェア州においても、裁判所では、「合併の日における将来価値に係わる要素のうち、operative reality は考慮に入れなければならないが、product of speculation は排除しなければならない。」とする判断が、繰り返し確認されている。

5. 公正価格と効率性

公正な価格の歴史は古く、古代ギリシャにまで遡ることができる⁷。「価値と価格は一致すべきである」とする公正価格の議論は、中世スコラ哲学による長い検討を経て、「費用価値により形成される自然価格を公正価格と同一視するもの」として古典経済学に採り入れられていった。

しかし、経済学の帰結は、何が効率的かを教えてくれるが、何が公正かを教えてくれるものではない。「効率性とは目標を達成する方法についての概念であって、何が目標であるべきかについては何も教えてくれないことを記憶にとどめておくことは重要なことだ。市場の結果が効率的だとしても、その結果が必ずしも望ましいものだとは限らない。実際ある状況では、よく検討された経済政策が故意に効率的でない結果を選択することもあるのだ。」⁸とするクルーグマンの見解

⁷ Joseph Alois Schumpeter, *History of economic analysis*, Oxford University Press, 1954, at 61 (J.A. シュンペーター (東畑精一・福岡正夫訳) 『経済分析の歴史 (上)』 (岩波書店、2006年) 104頁)。

⁸ Paul Krugman and Robin Wells, *Microeconomics*, Worth Publishers, 2005, at 325 (ポール・クルーグマン (大山道広他訳) 『ミクロ経済学』 (東洋経済新報社、2008年) 391頁)。

に代表されるように、市場価格であってもそれが公正な価格である保証は存在しない⁹。

当然ながら、法が手続的正義を求めているときには、価格形成過程の公正な競争を確保すれば足りるが、法が内容的な衡平を求めているときには、手続的正義が確保されるのみならず形成された価格が公正であることが求められる。そこでは何が「公正な価格」であるかについての判断基準が必要となる。

6. 本論文の問題意識

裁判実務において、株式の法的評価は、上場株式であると非上場株式であるとを問わず、もっとも困難な問題の一つである。会社法上の株式買取請求制度における公正な価格の決定、取得条項付株式の取得価格の決定、譲渡制限付株式の売買価格の決定、民法上の法定遺留分算定基礎としての株式の財産価額の決定、執行法上の高価動産としての株式の評価、相続税法上の株式の時価額の算定などが主なものであるが、この中で株式買取請求制度における「公正な価格」が全ての基礎を提供する「株式価値」を算定する原理を形成している。他の分野の価格は、この公正な価格の基礎となる株式価値を条文の趣旨に合わせて修正することにより得られるのであるが、株式の公正な価格の決定に関しては、株式投資の一般的評価手法である配当還元法や DCF 法といった技法が公正な価格を形成する原理の如くに考えられていて、公正な価格を形成すべき基礎概念の検討が等閑にされている。本論文は、公正な価格を形成する一群の原理を検討することにより、この空白を埋めることを意図するものである。

「公正な価格」の意義と内容については、「価格」が経済学の課題であるのに対し、「公正」は法律学や哲学の課題であるので、法律学からのみならず経済学からの検討も必要となる。公正な価格は公正な価値に基づくとしても、「価値」と「価格」の関係は、経済学上、価格論の中心的課題であり、多くの議論がある。また、収益価値の認識は、経済学上のもう一つの山である所得論を基礎とするものであり、企業所得とは何かという問題を避けて通れない。

「公正な価格」についての最高裁判例を見ると、金融商品取引法や刑法などの規定の適用にあたっては、価格形成過程において自由で公正な競争が手続的に確保されていれば、結果として形成される価格は公正であるとの解釈が認められているように思われる。これに対し、会社法の株式買取請求制度に係る公正な価格の規定では、公正な価格の意義、価格の基礎となる価値の内容が問題となり、市場で競争価格が成立していても、その価格が企業価値を反映していない場合に

⁹ 内田貴『契約の再生』（弘文堂、2005年）105頁（規範理論として富の最大化理論は挫折したとする）。

は、公正な価格ではないと解されているように思われる。ここでは手続的正義と共に内容的衡平が求められている。

そこで、本論文では、先行研究では十分に検討されていなかった、反対株主の株式買取請求との関係で、どのような視点にたってどのような評価技法を用いて価格を裁判所が形成することが、会社法が反対株主の株式買取請求を認めている趣旨に合致しているのかを検討することとする。また、平成 17 年会社法の下では、企業価値が増加した場合にはシナジー分配価格を「公正な価格」と考えるという裁判例及び学説の立場に対して批判的に検討を加えることとする。

(1) 株式買取請求権

上場と非上場とを問わず、会社の事業譲渡・合併・買収等に反対する株主は、会社に対し自己の有する株式を公正な価格で買い取ることを請求することができる。裁判所は、株主又は会社からの請求があると、対象株式の公正な価格を決定する必要がある。現在の判例では、組織再編等により企業価値が毀損された場合には、組織再編等の株主総会決議がなかったものとして、株式の公正な価格が求められる。また最決平成 23 年 4 月 19 日（TBS 株式買取価格決定事件）¹⁰は、組織再編等によりシナジーが発生した場合には、企業価値の増分を多数派株主と少数派株主の間に適切に分配できると判示した。

これに対し、米国デラウェア州 1976 年改正一般会社法は、買取価格とは「吸収合併または新設合併の成就または期待から生ずるいかなる価値要素をも除外した株式の公正な価格（fair value）」と規定した。1981 年改正一般会社法は、それに続けて、「公正な価格の決定において、裁判所は総ての関連した要素を考慮にいれなくてはならない（take into account all relevant factors）」と規定した。また、上場株式または登録株主数が 2000 人を超える種類の株式については、原則として、株式買取請求権を認めていない。これらを前提に、デラウェア州最高裁判所は、1999 年に、*M.P.M. Enterprises Inc. v. Gilbert* 事件において、「シナジーを分配することは、デラウェア州一般会社法 262 条に反する。合併価格にシナジーが含まれていないことが立証されない限り、当該合併価格を考慮することはできない」と判示した。日本の株式買取請求制度は、その母法である米国法と比較考察されなくてはならないと考えられることから、シナジーを考慮に入れることが、「公正な価格」の決定において求められるのか、あるいは許されるのかという問題を改めて考察する必要がある¹¹。

¹⁰ 民集 65 卷 3 号 1311 頁。

¹¹ もっともこの点については、たとえば、飯田・前掲注（6）において掘り下げた緻密な分析が

(2) 企業価値評価モデル

会社法には、株式の「公正な価格」の意義と計算方法を実体的に規律する規定は存在しない。最決昭和 48 年 3 月 1 日（非上場株式）買取請求事件¹²、及び最決平成 23 年 4 月 19 日（上場株式）買取請求事件¹³は、いずれも、株式の公正な価格を決定するに当って株式価格形成論を採用することを明らかにした。株価の形成理論にはいくつかの考え方があるが、本論では、株式の価格は株式の価値に基づいて形成されるとする株式価値論を採用し、かつ株式は企業の価値を原資産（underlying）として成立する派生商品（derivative）であるとする企業価値評価モデルの立場を採用する。このモデルでは、株式の価値は企業の価値に基づくものと考え、株式の価格が変動するのは企業の価値が変動するからであり、企業の価値の変動に基づかない株価の変動は適正な価格を形成しないと考えるべきである。そして、これらの仮説は、日本の最高裁判所が前提とする公正な価格形成原理に近いといえることができる。

株式価値論は、配当に株式価値の源泉を求める株式価値評価モデルから始まり、企業価値に株式価値の源泉を求める企業価値評価モデルへと変化してきた¹⁴。最決平成 23 年 4 月 19 日は、「一般に、市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績の見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通じて反映されている」と判示した。この株価は企業の客観的価値を反映すると考える仮説は、その後の最高裁判所判決に繰り返し参照され、原理として確立しているものと思われる。そこで株式の価格を形成する基礎となる企業価値とは何か、また株式価格は企業価値からどのように派生するかが、法的評価の基礎的な課題となる。しかし、企業価値の認識と測定は、困難な問題である。市販の商品と異なり、企業には標準原価もなく見本価格もない。企業価値の評価では、企業活動の全体が評価対象となるものと考えられるが、数多くの価格形成要因を前に、各条文に沿って具体的に何をどのように考慮するのか、要素選択における法解釈の問題が残る¹⁵。

加えられており、本論文では主として企業価値と株式価値の文脈から検討を加えることとする。

¹² 民集 27 卷 2 号 161 頁。

¹³ 民集 65 卷 3 号 1311 頁。

¹⁴ 諏訪部貴嗣ほか『新・証券投資論Ⅱ実務編』日本証券アナリスト協会編（日本経済新聞出版社、2012 年）98 頁。なお「株式価値評価モデル」という用語は曖昧であるが、同書に従ってこの用語を本論文では用いることとする。

¹⁵ 江頭憲治郎『株式会社法[第 6 版]』（有斐閣、2016 年）18 頁は「株式価格の形成理論として他に有力なものに APT があるが、これは価格形成要因が何かの決定を評価者自身に委ねるものであるため、恣意性が入る余地が大きく、裁判に用いるには不向きである。」とする。しかし、同書が支持する CAPM は市場ポートフォリオの仮説にすぎないところ、日本ではこの仮説が成り立つことが実証研究によって必ずしも確認されていないという問題がある。

下記(4)で述べるように、企業価値と株式価値との関係を分析する必要があるが、企業価値がどのようなものなのか、どのように算定されるべきなのかについて、これまでの裁判例や学説の分析は必ずしも十分ではなく、抽象論のレベルにとどまってきた。そこで、本論文では、この点を掘り下げて分析する。

(3) 企業価値最大化行動

現代において企業価値の増大は企業経営の全般における経営判断原則となっていて、経営者は企業価値を最大化するように行動するべきとも考えられている¹⁶。しかし、この経営判断の基準となるべき企業価値とはどのようなものか。企業を財貨用役の生産と販売のための経済組織と考えると、企業には人と物と知識技術の全てが含まれる。人材は組織を形成する重要な要素であり、経営者にとっては、人件費を控除しない前の総付加価値を企業価値の形成要因と認識すべきであるが、株主に帰属する分配可能額は総付加価値から人件費等を控除した後の会計上の利益であり、人件費を切り下げるほど大きくなる。このように考えると、株式価値の上昇を期待する投資家の企業価値と、企業活動全般の改善を求める経営者の企業価値には、内容的にズレがあるものと思われる。

本論文は、会社法の株式買取請求制度における株式の公正な価格の決定を論じるものであるから、最高裁判決に従い、企業価値に対し「経営者」の立場ではなく、「投資家」の立場をとることを採用する。経営者が活動の対象とする企業価値は、営業収益から従業員・債権者その他の利害関係者の分配を控除する前の、企業全体の総付加価値により形成されることができると考えることができる。これに対し投資家の立場では、企業の資産の価値から負債の価値を差引いた残余が、株主に帰属する企業価値を形成すると捉えることになる。そのような企業価値は株主価値と呼ばれる。

いずれの企業価値も企業の資産を基礎として評価されるが、評価技法として、資産の価値を、処分価値で評価するか、収益価値で評価するか、再取得価値で評価するか、またはいくつかの価値の按分値¹⁷で評価するかは、18世紀から現代にまで続く長い論争がある¹⁸。

ところが、我が国の裁判例および学説は、評価技法を表層的に検討することとどまってきたよう

¹⁶ 日本経済団体連合会「企業価値の最大化に向けた経営戦略」（2006年3月22日）1頁。

¹⁷ 江頭・前掲注（15）16頁に「なお従来裁判例の多くは、複数の評価方法により算出された額を何らかの割合で加重平均した数値を結論として採用しているが、1つ1つが信頼に値しない数値を複数寄せ集めたからといって、信頼できる数値が算出できるわけのものではない。」とする批判がある。しかし最高裁の判例は、株価はいくつかの要因が融合して形成されるとしている。

¹⁸ 小野二郎『企業評価論』（千倉書房、1973年）299頁。

に思われ、本論文ではこの点を掘り下げる。

(4) 企業価値の按分と衡平法

自由な競争市場で成立する価格は、多数者の合意によって形成されるものであり、それに反対の少数者はその価格に従わなくてもよい。これに対し裁判所が決定する「公正な価格」は、当事者の合意ができない場合に、裁判所の裁量により形成されるものであり、当事者双方に拘束力を持つ。「公正な価格」を形成する原理は、当事者双方にとって、衡平なものでなければならない。

米国デラウェア州最高裁判所は、1989年に、*Cavalier Oil Co. v. Harnett* 事件において、マイノリティ・ディスカウントを考慮すべきであるとする主張を退け、「株式買取請求において、裁判所は会社の企業価値を算定しなければならないのに、特定の株主ごとに株式の評価を変えるということは、企業価値の按分分配とは異なってしまふ。株式買取請求制度は、第三者への売却を予想によって再現する手続きではないし、公正な価格とは、独立当事者間での交渉が行われたならば買収者が設定していただろう買収価格を意味するものではない」とする判断を示した。これにより、公正な価格として「ナカリセバ価格に基づく、継続企業価値の按分比例による株式価値が認識される」とする判例理論が完成したとされる。

この判決は、日本にも示唆を与えるものと思われる。もともと株式価値は、会社設立時には全て等しいし、また会社清算時においても全て等しいはずである。これに対し、株式の一般流通市場では支配プレミアムは反映されていないとし、公開買付市場においては支配プレミアムが反映されるとするのが通説であろう。では支配プレミアムとは何か。それはいつどのようにして発生するのか。価値の差は評価の差にある。支配株主は、経営に参画することにより、会社の事業計画を知り、それを変更する事もできる。会社の内部情報を多く持つものは、それを持たない者より企業価値を高く評価する可能性があるし、リスクをコントロールすることも容易であろう。

自由な交換市場では、価格は市場参加者の自由な交渉によって形成され、取引者は交換によって満足を得る。特に株式市場は完全競争に近いとされている。しかし自由競争を形成するはずの株式市場においても、買占めや大量買付など、独占と同様に市場の失敗が発生する。また市場が株主により操作されることもある。このような、交換取引によって形成される株式価格が企業価値を反映していない場合には、法は手続的正義を求めて価格の形成に介入し、価格形成過程の公正な競争を確保する必要があるものと思われる。

これに対し、合併・買収などの企業の組織変更等が行われ企業価値の変動が生じる場合には、

現在の株式価値から新たな株式価値へと、企業価値を反映する最適点が人為的に移動する。企業組織は、株主間の形式的衡平からは、多数派と少数派の双方の利益を考慮した生産点に移動しなければならない。しかし、企業経営の効率からは、多数派の意図する生産点にシフトすることに合理性がある。法は、このとき反対株主に退社権を与えることにより、多数派の意図する事業計画を実現可能としたものと考えられる。旧事業を廃止する代わりに、会社は反対株主の旧事業に対する出資持分を公正な価格によって買い取らなければならない。

もともと、会社法は、株式の価格の決定は、当事者による協議によることを原則としている¹⁹。その上で、当事者の協議が調わないときに、当事者は裁判所に価格決定を申し立てることができ、裁判所は価格を決定しなければならない。市場の価格も、多数者の意思を反映しているが、少数者には同意できない場合があることが前提にあると考えられる。したがって、法は、手続的正義による競争価格ではなく、内容的な衡平を満たす公正価格を求めていると解することができる。

経済学では「価格」は財貨用役の量と貨幣の量との交換比率であるので、「公正な価格」もまたある交換比率であると考えられる。この交換比率は例えば卵 1 個 20 円などと貨幣表示されるので、卵 1 個の価値を貨幣により測定した結果と一致する。株式の公正な価格もまた、その株式の有する企業価値を認識し、それを貨幣によって測定することによって算定されることが考えられる。株式の買取価格決定に係わる判例を手掛かりに、企業価値の認識と分配の判例理論を検討し、「公正な価格」の意義と形成原理を解明する基礎を得たいと考える。

§2 論文の構成

第 1 章から第 3 章までは、反対株主の株式買取請求における「公正な価格」の形成の前提となる概念や背景を明らかにするために、予備的な考察を行う。すなわち、第 1 章では、公正な価格という概念は、法律学からのアプローチのみでは明らかにすることができない面があると考えられるため、古代から中世スコラ哲学、古典経済学、マルクス経済学及び近代経済学までの価値と価格に関する議論を振り返る。第 2 章では、資本制企業の特質を明らかにし、企業の行動原理を駁足し、企業価値を形成する資産概念、負債概念を規定し、取引、期待、所得、資本、利潤、利益、資本評価などの基礎概念を検討する。第 3 章では、本論文は、反対株主の株式買取請求における「公正な価格」は企業価値を基礎とするという理解に基づいているため、まず、ドイツとアメリカの企業評価の歴史を概観し、企業価値に経営者の立場と株主の立場の違いがあることを明らかにして、

¹⁹ 会社法 117 条 1 項、119 条 1 項、144 条 1 項、177 条 1 項、193 条 1 項 2 号、194 条 4 項、470 条 1 項、778 条 1 項、786 条 1 項、788 条 1 項、798 条 1 項、807 条 1 項、809 条 1 項。

日本の会社法上の企業価値を構成する基礎概念について論ずる。

そして、第4章では、株式価格形成論を基礎として、株式価値の評価方法を検討する。資産価値法、収益価値法、市場価値法の具体的方法を概観し、**2** 変量回帰分析による市場価値評価が現時点では理論的に適切な方法であり、フィージビリティがあることを示し、それによる評価がどのように行われるかを明らかにする。

第5章及び第6章では、アメリカ合衆国（米国）と日本の裁判例を検討する。米国のみを比較制度の対象としたのは、日本法の反対株主の株式買取請求の制度はアメリカ法を継受したものであること、反対株主の株式買取請求は欧州諸国²⁰やオセアニア諸国においても一般的ではないことに鑑みたものである。第5章では、米国デラウェア州衡平法裁判所及び同最高裁判所の株式買取請求に係る判例法理を検討し、「企業に内在する真の価値」を追求していることを明らかにする。第6章では、日本の裁判例を検討し、最高裁が「資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどを考慮した企業の客観的価値」を反映した株価を形成すべきとしたこと及びその意義を検討する。

第7章では、全部取得条項付株式の取得価格も——反対株主の株式買取請求におけるものと一致するかどうかは格別——「公正な価格」を決定すべきであると考えられていることから、全部取得条項付株式の全部取得における「公正な価格」をめぐる裁判例を検討する。

終章では、本論文での議論をまとめ、企業価値に基づく市場価値と「公正な価格」の関係を検討するとともに、今後の課題を指摘する。

²⁰ Reinier H. Kraakman, *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2d edition, Oxford University Press, 2009, at 200-202.

第1章 価値と価格

§1 公正価格の沿革

1. 初めに

公正価格に対する経済学の視点は、ボールドウィングの「反独占的感情を思想史的にみれば、それは疑いもなく、主としてアダム・スミスの見えざる手の教義と、競争は不公正な経済力の集中に対する防壁となるという主張とに根ざしている。しかし、この根源を、さらにもっとさかのぼることもできる。アングロ・サクソンの伝統の中にはいって、共謀にたいする慣習法の敵意—共謀する集団は、ひとりで策動する悪人よりも社会にとってははるかに危険であるという感情—にまでさかのぼることができよう。また、機先を制すること、買占め品を高く売ることおよび独り占めに対する中世期の制限にまで跡づけることもできる。それは、小麦取引にみられた準独占的性格の活動である。またそれは中世風の適正価格なる概念、一時的な不足を利用して個人的に儲けることは罪だという感情にまでさかのぼることができる。」²¹に示されるように、独占価格に対する反感であった。けれども経済学ではパレート最適や均衡解など効率性の研究は行われてきたが、公正な価格の研究は行われて来たとは言い難い。

もともと独占的営業に対するイギリス議会の反対は、1624年の独占条例（Statute of Monopolies）にまで遡ることができる²²。これはアダム・スミスの「国富論」が出版された1776年よりはるかに古い。歴史的に考えると、公正価格は経済問題ではあるが、価値と正義に係わる社会規範の課題として検討しなければならないように思われる。

2. アリストテレス

シュンペーターは、アリストテレスが独占を不正義として斥けたことから、アリストテレスを公正価格の学説の先駆者としている²³。シュンペーターは「アリストテレスの目標にとっては、独占価格を、個人もしくは個人の集団が自分たちの利益のために設定した価格と同一視することは、決してこじつけではない。個々人が自由にこれを動かしえず、ただ与えられたものとして受けとるほかはないような価格、すなわち正常な条件の下で自由市場に現われる競争価格は、彼の

²¹ Kenneth Ewart Boulding, *Principles of Economic Policy*, Prentice-Hall, 1958, at 287. (翻訳として、ケネス・E・ボールドウィング (内田忠夫監修 海老原武邦他訳) 『経済政策の原理』(東洋経済新報社、1973年) 261頁)。

²² イギリス 1624年の独占条例は国王による専売権を最長14年に制限した。

²³ たとえば、亀本洋『法哲学』(成文堂、2011年) 449頁も同旨。

非難するところとはならない。」²⁴として、アリストテレスが正常な競争価格をもって流通の正義の標準と考えたと推測している。このようにアリストテレスは競争市場で成立した価格は公正であるとの立場をとっているものと考えられるが、しかしこれでは効率性と公正を混同し、「価格形成過程が競争的であれば、成立した価格は公正である」とする誤りを犯すことになる。

アリストテレスの価格形成における正義の基準は、与えるものと受け取るものとの「等価性」に基づくものであった²⁵。しかし等価では、交換取引は起きる必然性がない。交換取引においては、当事者の双方がそれぞれ交換行為の前の自己の経済状況よりも、交換の行われた後の状況の方を選好することから、交換により双方が利益を得ることになる。従って交換するものと交換されるもの間に等価性は存在しない²⁶。交換は等価によって行われなくてはならないとする誤りは、アダム・スミス、リカードなど古典経済学派に引き継がれていく²⁷。

アリストテレスは『政治学』第9章において、使用価値と交換価値を区別し、人間の行う活動を2種類に分けた。「一つは、みずからを養い家を維持するために必要な範囲内で行う交換であり、これは自然にかなない徳に反するものをもたない。これに対し、必要の範囲を忘れ、それをこえてなお富を獲ようとして行う交換は、自然に反し徳に背く」²⁸とする。さらに『政治学』第10章において「蓄財術は二種類あり、一方のものは商業術であり、他方のものは家政術である。そして後者は必要不可欠のものであり、賞賛されるべきものであるが、前者は交換的なものであり、非難されて当然のものである。」²⁹として、商人の交換利益を否定した。このアリストテレスの等価交換を前提にした利潤の否定は、そのままスコラ哲学の公正価格論に引き継がれていった。

また、アリストテレスは『政治学』第9章において、貨幣の発生は、自然のままの日用必需品はいずれも持ち運びが容易ではないからであるとしている。「それゆえ、交易のために、それじしん有用なものでありながら、生活上取扱いが容易な便宜を持っているものを、たとえば鉄や銀その他このようなものを、相互にやり取りする約束がなされたのであり、それは、最初は、単に大きさや重さによって測られたのであるが、遂には計量の労を避けんがために、それに刻印が押し

²⁴ Schumpeter, *supra* note 7, at 61.

²⁵ *Id.*

²⁶ *Id.*

²⁷ Kenneth Ewart Boulding, *Economic Analysis*, volume I, 4th edition, Harper & Row, 1966, at 22. 「1つの交換取引は1つの等式であるというよりもむしろ2つの不等式である。」とし、脚注で古典経済学派及びマルクス経済学を批判している。

²⁸ 大黒俊二『嘘と食欲—西欧中世も商業・商人観』(名古屋大学出版会、2006年)12頁。

²⁹ アリストテレス(荒木勝訳)『政治学』岡山大学法学会雑誌50巻2号(2001年)33頁。

れたのである。」³⁰と述べている。これは貨幣の基本機能が交換の媒介手段であることを意味するものと考えられている。アリストテレスの交換論は等価交換を条件とすることから、交換の媒介手段は同時に価値尺度として使用し得ることになる。さらに彼はそれが価値の貯蔵手段であることも認識したと思われる³¹。この貨幣の三機能の分析は、基本的に現代にまで引き継がれている。

3. トマス・アクィナス

アリストテレスの公正価格は、スコラ哲学によって継受された。公正価格 (*iustum pretium* ; *just price*)³²は、所有権、微利禁止と並ぶ中世の三大経済問題の一つであり、現代にまで議論が積み重ねられている。この問題は、13世紀のトマス・アクィナス『神学大全』第Ⅱ-2部 (*Secunda Secundae*) 第七十七問題 (*Quaestio LXXVII*) に、次のように整理されている³³。

第 1 価格の面における不正な販売について、すなわち、何かをその価値以上で売ることは違法か(*Videtur quod aliquis licite possit vendere rem plus quam valeat*)か

第 2 売買の目的物に欠陥があると不正かつ違法な販売になるのか(*Videtur quod venditio non reddatur iniusta et illicita propter defectum rei venditae*)

第 3 売手は売買の目的物の欠陥を知らせなければならないか(*Videtur quod venditor non teneatur dicere vitium rei venditae*)

第 4 取引において、何かを買った時より高い価格で売ることが許されるか (*Videtur quod non liceat, negotiando, aliquid carius vendere quam emere*)

価値と価格の関係を扱う第 1 項は、「公正価格論」と呼ばれる³⁴。公正価格論とは、公正な価格とはどのようなものかについての議論であるが、具体的には「売買において価格と価値は一致すべきか」という問題をめぐって展開された。当時の公正価格論者は、価格は価値に一致すべきであるとする立場を採用しており³⁵、この点はトマスも例外ではない³⁶。しかしトマスは、事物の正

³⁰ アリストテレス・前掲注 (29) 30 頁。

³¹ Schumpeter, *supra* note 7 at 62.

³² 福井義高「公正価値会計の経済的帰結」IMES Discussion Paper No.2011-J-4 (2011年)22頁。

「*iustum pretium* と *fair value* は同義語である。まず、現代の英語では、古ゲルマン語起源の日常語 *fair* とラテン語起源のやや堅苦しい語感のある *just* は同義に使われることが多い。また、ラテン語では、現代語の「価値」あるいは *value* に相当する場合も、「価格」あるいは *price* に相当する場合も *pretium* が用いられていた。」

³³ Thomas Aquinas, *Summa Theologiae* (翻訳として、トマス・アクィナス (稲垣良典訳)『神学大全 18 第Ⅱ-2部第 57 問題-第 79 問題』(創文社、1985年) 366頁)。

³⁴ 大黒・前掲注 (28) 17 頁。

³⁵ 大黒・前掲注 (28) 18 頁。

しい価格は時として厳密に確定されず、むしろ何らかの推計に存するものであるとした³⁷。

こうして公正価格論は、価格は価値に一致すべきであるという原則から出発し、議論の多くはいかなる場合に価格と価値の推計ズレは容認されるか、許容されるズレの範囲はどの程度かといった問題をめぐって展開された。しかしトマスの価値量 (*quantitas valoris*) は、客観的価値の存在を意味するのではなく、単なる価格を意味するにすぎない。価格と価値の区別は、個々の取引価格と世人の評価の中に在る価格 (*justum pretium …ust quadam aestimatione consistit*) との間の区別である³⁸ので、トマスの公正な価格とは、アリストテレス同様に、単に正常な競争価格を意味するもの³⁹と考えられる。

4. 競争価格の検討

財貨用役に価格をつけて自由な取引に委ねるという方法は、希少な財貨用役を、希望する多数の人々に配分する 1 つの制度である。財貨用役の配分方法には、他に、権威や支配による貢納、伝統や慣習による配分、計画による配給や割当などがある⁴⁰。これらに比べ、自由な価格による財貨用役の配分は取引機会の公正さを保証するよう見える。自由市場に於いては価格を支払う用意のある者は、年齢、性別、国籍に関係なく全て平等に取り扱われる。価格機構のもつこの特性は、封建制から近代への過渡期にあっては、差別されてきた女性、異国人その他多くの人々に歓迎されたものと想像される⁴¹。

しかしこの自由な価格制度を医療サービスや大学入試に採用したからといって、その結果が直ちに公正であるわけではない。金持ちを優遇するこの制度は、貧乏人に対する差別を含み、本質的に不平等である。アリストテレスやトマス・アキナスの競争価格に対する賛美は、公正な価格の認識というよりも、自由な市場の発達を前提にした、独占や共謀あるいは封建時代の古い統制に対する反感の表れであると思われる。

5. ピエール・ド・ジャン・オリーヴィ

公正価格論には、「価値と価格は一致すべきである」とする原則以外に、「商品の価値とは何か、

³⁶ アキナス・前掲注 (33) 訳書 369 頁。

³⁷ アキナス・前掲注 (33) 訳書 370 頁。

³⁸ Schumpeter, *supra* note 7, at 93.

³⁹ *Id.* at 93 (note15).

⁴⁰ 林俊彦『需要と供給の世界 改訂版』(日本評論社、1991年) 71 頁。

⁴¹ 林・前掲注 (40) 73 頁。

何が価値を生み出すか、価値はいかにして測定しうるか」というもう一つの論点がある⁴²。価格は価値に従うとするこの原則においては、価格は価値によって決定されなくてはならないので、商品価値が定まらない限り商品価格を決定することはできない。公正価格論には、商品価格の基礎として商品価値を考察する必要が生じる。

ピエール・ド・ジャン・オリヴィイ (Pierre de Jean Olivi/Pietro di Giovanni Olivi, 1248-1298) は、この価値と価格の問題を、共通善 (bonum commune) 概念を使用して、公正価格は共通善を基準にして決められるべきであると説明した⁴³。共通善とは13世紀スコラ哲学による政治学上の概念で、「共同体を構成する全員にとって善きことがら、そして共同体によってのみ維持し増進される利益」⁴⁴を意味する。

オリヴィイによると「ものの価値はそれが使用者にもたらす有益性 (utilitas) によって決定され、また価格は価値に一致すべきだとすれば…渇きで死にそうな人間にとって一杯の水は、有益性の観点からは彼の生命にも等しい価値を持つ。」⁴⁵から、一杯の水が生命に等しい巨額な価格になってしまう。これは衡平原理に反するので、価格は売手・買手を含む共同体が、常に共に納得できる善きもの (bonum) でなくてはならない⁴⁶として、市民の共同によって形成される正常な市場価格が公正価格であるとする論理を展開した。

ここでは価値と価格が等価でなくてはならないとする前提が働いている。しかし売買取引には水の価格は、生命と等価である必要はなく、買手が認める価値以下であれば取引は成立する。寧ろ、オリヴィイの独自性は希少性を認めたところにあると思う。彼は希少性が価値の源泉の1つであり、小麦の全般的不足は小麦価格の高騰をもたらすとした⁴⁷。さらに高騰を法などで抑えれば、不足物資は市場から引き上げられ、かえって不足を助長するので、高騰した価格で売ることは共通善を増進すると考えた。この分析は現代経済学においてもそのまま通用すると思われる。

このようにオリヴィイは、現代経済学が価値として採用する有益性 (有用性) と希少性の二概念に行きついている。彼は、『契約論 (*Tractatus de contractibus*)』 (1295年頃)⁴⁸の中で、①商品価格の決定は売手と買手の共通の合意に基づいて自由に定められること、②商品の価値や価格は、

⁴² 大黒・前掲注 (28) 65頁。

⁴³ 大黒・前掲注 (28) 70頁。

⁴⁴ 大黒・前掲注 (28) 65頁。

⁴⁵ 大黒・前掲注 (28) 70頁。

⁴⁶ 大黒・前掲注 (28) 71頁。

⁴⁷ 大黒・前掲注 (28) 75頁。

⁴⁸ 抄訳として、大黒俊二『嘘と貪欲—西欧中世の商業・商人観—』大阪大学デジタル版 <http://ir.library.osaka-u.ac.jp/dspace/bitstream/11094/921/1/18920_論文.pdf>156頁以下。

それらの本質の絶対的価値に従ってではなく、我々にとっての使用と有益性の面から考察されなくてはならないことなどを論じている。この 2 条件が成立すれば、合意した当事者にとっては、その価格は公正であると言えよう。

6. 共通善の検討

共通善とは、共同体を構成する全員にとって善きことがら、そして共同体によってのみ維持し増進される利益のことであった。オリーヴィは「ものや仕事の価値が共通善を考慮に入れて決められるべきであるとすれば、この際何よりも大切なのは、共同の価格決定・考量であり、これは市民の共同体によって共同でなされねばならない。」⁴⁹と考えた。

ところでこの共同の価格決定とは何だろうか。独占価格でない以上、個々の企業が集まって販売価格を設定するような仕組みがあってはならない。また競争価格である以上、監督官庁が価格を公定したり⁵⁰、消費者が集まって購買価格を申し合わせるといったこともあってはならない。結局、ある地域のある商品において、価格のバラつきがあって、それに対し裁定が働くということ以上のことは考えられない。裁定の動機は個々の投機利益であり共通善ではないので、共同の価格決定による価格は、結果として、個人の自由な利益追求により形成される競争価格と同一となる。これでは、競争価格をそのまま、公正な価格であるとする誤りを犯すことになる。

この競争価格と公正な価格の混同の理由は、等価交換論に原因があると思われる。「商品の価格＝商品 1 単位当りの貨幣交換量」という価格の定義式と、「商品の価値＝商品の貨幣交換量」という等価交換式を組み合わせると、商品 1 単位当り貨幣交換量を媒介にして、「商品の価格＝商品の価値」という等式が導出できる。しかし不等価交換論を前提にすれば、商品の価格＝商品の価値という等式は成立しない。商品の価値は、買手にとっては価格以上であり、売手にとっては価格以下でなくてはならないからである。したがって成立した価格は、多数の合意に基づいて形成されたものではあるが、価格に不満の売手と買手にとって、合意すべき公正な価値を示すとははいえない。

⁴⁹ 大黒・前掲注 (28) 67 頁。

⁵⁰ Fernand Braudel, *Les jeux de l'el, nge*, A. Colin, 1979 (翻訳として、フェルナン・ブローデル(山本淳一訳)『物質文明・経済・資本主義 15-18 世紀Ⅱ-1 交換のはたらき 1』(みすず書房、2000 年) 14 頁)(中世都市は市を監督し価格を公定した)。

§2 古典派経済学の承継

古典経済学派⁵¹の市場理論は、市場価格（需要と供給に依存）と自然価格（生産費に依存）とを区別し、前者は後者に向かう傾向があるので、自然価格こそが公正であると考えた。古典経済学派の多くは、生産費として労働価値を重視し、任意の財の価値はそれに投下された労働量に等しいと考えた。マーシャルは、需要と供給の関数により市場価格を分析するとともに、消費者の限界効用による価格決定という限界効用理論への道を開いた。

1. アダム・スミス

アダム・スミスは「あらゆる人は、その人が人間生活の必需品・便宜品および娯楽品をどの程度に享受できるかに応じて、富んでいたり、まずしかったりするのである。」⁵²として、富は財貨用役以外のなにものでもないと考えた。この定義は現在でも経済学に採用されている。財貨用役には、人々の欲求を満たし、人々に効用(utility)をもたらす性質がある。この性質を有用性(of use)と呼ぶ。財貨用役の効用は、個々の財貨用役と個人との関係の内にあるのであるから、全ての財貨用役が同じ有用性をもつものではない。一着の上着がもたらす有用性は、1kgの米がもたらす有用性に代替するものではないし、その有用性の程度も人によって異なる。

アダム・スミスは、「価値(value)ということばには二つの異なる意味がある…それはあるときにはある特定の対象の効用(utility)を表現し、またあるときにはその特定の対象を所有することによってもたらされるところの、他の財貨に対する購買力(power of purchasing other goods)を表現するのである。前者を使用価値(value in use)、後者を交換価値(value in exchange)と呼んでもさしつかえなかろう。」⁵³と述べている。ある財貨と貨幣の交換比率は、経済学上、「価格」と呼ばれる。

効用の源泉は有用性にあるので、使用価値という用語は、ある財貨用役の使用に基づくその財貨用役の有用性の実現又は満足といった内容を表わすと思われる。水は人々の渇きを満たすことができるが、石油は人々の渇きを満たすことができない。水の中には人々の渇きを満たすと期待される性質（有用性）があるが、満足は水の中にはなく人々の内にあるので、本来水の効用そ

⁵¹ 「古典派経済学」にはマーシャル経済学を含むとする学説があり、それを含まない「古典経済学派」（スミス、マルサス、リカード、ミルなど）とは、厳密には区別される。

⁵² Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 6th edition, Edwin Cannan, 1950, at Book1.5.1. (翻訳として、アダム・スミス（大内兵衛・松川七郎訳）『諸国民の富（一）』（岩波書店、1992年）150頁）。

⁵³ Smith, *supra* note 52, at Book1.4.13 (スミス・前掲注（52）146頁）。

のもの（使用価値）は人々の内にあるといえる。これに対し交換価値は、それが他財に対する購買力を示すとすると、商品が持つ貨幣の性質をいうものと考えられる。歴史的には、いくつかの商品が交換手段として利用されてきたが、水やダイヤモンドが商品貨幣として利用されたか否かについては、記録がない⁵⁴。続けて、アダム・スミスは「水ほど有用なものはないが、それで購買できるものはほとんどないし、水と交換に得られるものもほとんどない。反対に、ダイヤモンドの使用価値はほとんどないが、それと交換に多量の財貨を得ることができる。」⁵⁵と述べている。これは価値と価格のパラドックスと呼ばれ、これを説明することは初期の経済学の難問であった。アダム・スミスを含む古典経済学ではこれを労働価値により説明した。

2. 労働価値説

生産のために投下する労働用役の量から価値を説明し、これにより価格を説明するものが、労働価値説である。労働価値説では、交換価値の源泉としての「価値」概念を構成し、その「価値」を形成するものとして労働用役を認識する。労働用役が価値を形成する理由としては、市場経済に特有な労働は価値を形成しないが、あらゆる社会に共通な直接的生産労働は価値を形成するとする⁵⁶。しかしあらゆる社会に共通であればどうして価値を形成するのかについての説明は見られない⁵⁷。

労働価値説によると、商品の価値は「労働の凝固」であり、物としての商品に予め備わる属性ではない。ある商品の価値は、その種類の商品の「平均見本」の価値によって規定される⁵⁸。平均見本は、社会的に標準的な生産条件と平均的な熟練及び強度の労働によって生産され、その価値は社会的に必要な労働時間によって規定される。価値は、個々の商品それ自体に対する実際の投下労働時間によって規定されるのではない。個々の商品は、個々の商品それ自体としては考察されない。個々の商品に価格変動があったり、地域的な価格のバラツキがあったりして、地域的または時間的に価格が一定しないとしても、または、売れ残ったとしても、その種類の商品の価

⁵⁴ アダム・スミスの当時はまだ公的な貨幣以外に商品貨幣が残っていて、物々交換が行われた。商品の中で金属、帛布、穀物など特に交換の媒体として利用されたものを、商品貨幣と呼ぶ。

⁵⁵ Smith, *supra* note 52, at Book 1.4.13. (スミス・前掲注 (52) 147 頁)。

⁵⁶ 岩林彪「マルクス価値論における使用価値捨象の誤謬」松山大学論集 13 卷 4 号(2001 年)2 頁。

⁵⁷ ある商品と他の商品の交換比率を交換価値と呼び、ある商品と貨幣の交換比率を価格と呼ぶ。いま 1kg の米と 1m²の帛布が交換される時、1kg の米と 1m²の帛布は同じ交換価値をもつとされる。このとき米と帛布に共通する属性を、最も根源的な「価値」と考えているのである。

⁵⁸ 岩林・前掲注 (56) 2 頁。しかし、例えば「アンパン製造は 1 ロット 12 個 4 時間」といった様な社会標準が本当に存在するかどうかは証明されていない。

値は平均見本によって規定されたある一つの値であるとされる。

これからすると、小生産者の生産する平均見本がとれない様な商品、即ち標準的な生産条件と平均的な熟練と強度の労働によって生産することができないような種類の商品には価値がない。また労働時間と生産物との関係がはっきりしない絵画などの芸術品には価値がなく、さらには「労働生産物でない土地や資金や労働力なども、貨幣によって売買されるとしても、価値は無く、したがって商品でもないことになる」⁵⁹。

労働価値は、費用価値であると同時に、均衡価格として説明されてきた。需要と供給がよく調整されたとき、その産業で働いた人々に過不足なく報酬を払えるぐらいの付加価値のついた価格で生産物は売れる。もしそうでないとすると、その産業に参入、退出が起きる。結果として、生産物の価格は長期的には投下した労働時間に比例して決まる。こうして価格は労働時間（価値）に引き寄せられるとする。平均見本としての商品の価値は、変動する価格の重心として、その商品の価格を規定する力を持つものとされる⁶⁰。労働時間には、財貨用役を生産するために消費した直接労働時間だけでなく、生産に要した原材料、機械設備などのために消費した間接労働時間が含まれる。では一体、この価格変動の重心とは何であるのか。

「そもそも価格変動に重心があるといういい方の意味することは、価格変動がある価格に収斂するということではもちろんないし、あるいは単に価格変動の上方転換点と下方転換点の中間に何か中心点のようなものが実在するだろうというような推測をすることでもなく、タテなりヨコなりでバラついている価格について、これは高すぎるとかこれは低すぎるといことができるある基準の価格を理論的に規定できるということであって、それ以上のことでもそれ以下のことでもないのではなかろうか。」⁶¹とする学説が有力である。実際、比較可能なものは単なる価格でしかない。

そこで、これを押し進め、価値概念から価格変動の重心を規定する力を除外し、価格変動の重心のない商品にも価値を認めることは、絵画や土地などの平均見本のとれないような商品にも、商品としての価値を認めることを意味することになる。あらゆる商品がもっている富としての形態的な要因を価値と規定すると、このような価値概念はどのような内容のものになるであろうか。

「それは、個々の商品をめぐって需要と供給が対応することによって形成されるある商品と他の商品との関係性ないし関係力、つまり他の商品と関係を取り結ぶ性質ないし力、をその商品に内

⁵⁹ 山口重克『価値論・方法論の諸問題』（御茶の水書房、1996年）8頁。

⁶⁰ 山口・前掲注（59）76頁。

⁶¹ 山口・前掲注（59）43頁。

属する性質ないし力として捉え直したものが価値であると規定されるしかない」⁶²ことになる。この価値を表示したものが価格であると考えるとき、価格がバラついていればその本質としての価値も同じようにバラついていると考えるしかない。価値から重心を規定する本質的要因という規定性を取り除くと、価値はたんに価格として現われる内属性を規定したものであるということになり、労働の凝固とは区別された概念になると考えられる。

そもそも労働価値説では、商品価値を労働用役の消費量により説明する。しかし商品の生産過程において投入される生産要素を労働用役だけで説明することは可能であろうか。「古典的な貨幣べール説によると、ジョーンズ夫人が1ポンド1ドルのバターを店から買う場合は、1ドルの貨幣と1ポンドのバターの交換のように見えるが、店が1ドルで本当に売ったものは、25セントの店の主人のサービス、15セントの卸売サービス、10セントの運送サービス、30セントの農場サービス、20セントの牛飼、あるいはもっと多くのものであるかもしれない。ジョーンズ夫人が支払った1ドルも彼女の夫が理髪師として提供したサービスにより得たものであろう。確かにすべての交換は、1ドルの理髪労働用役と、店主から農場主に至る原始供給者の労働用役の1ドル相当の堆積との物々交換 (barter exchanges) のように見える」⁶³。しかし土地や労働や牛や草までをすべて労働用役で説明するのは困難である。また実際的問題として、ある商品価値を形成する何段階にも何年間にも亘る労働用役の連鎖の集積を正確に計算することは不可能である。

公正価格論から見ると、この問題の本質は、商品の仕入価格よりも販売価格が高い理由はなにかという点にあった。なぜ店の主人のサービスには25セントの価値があるのか。労働価値説では、この問題に、店の主人のサービスは直接的生産労働として商品の価値を形成し、例えば一般的労働時間10分を消費するからと答えることになる。しかし一般的労働時間10分がなぜ25セントの価格かということは、貨幣25セントが一般的労働時間10分と代替しない限り説明がつかない。現実の労働用役には流動性がなく、商品貨幣と代替することは考えられないので、この10分25セントは市場競争による労働用役の均衡価格に近づくしかない⁶⁴。このように考えると、この論理は、労働の価値を市場原理により説明する結果と一致することになると思われる。

3. 効用価値説

限界革命以後の効用価値説では、価値と価格の問題を全部効用と限界効用により説明する。水

⁶² 山口・前掲注 (59) 9頁。

⁶³ Boulding, *supra* note 27, at 20. 設例を利用した。

⁶⁴ 森嶋通夫『無資源国の経済学新しい経済学入門』(岩波書店、2008年) 16頁参照。

は多くの人々に効用をもたらすので、価値がある。しかし、通常、水は豊富にあるので価格は低い。水の価格の高低は、限界効用逓減の法則から説明することができる。ある財貨用役の限界効用とは、保有量の1単位の増加によって生ずる全部効用の増加である。消費者が、全ての他の財貨用役の保有量は一定にしたまま、ある財貨用役の保有量を増加させるとき、その財貨用役の全部効用はその保有量の増加につれて増大するが、保有量の増加と同じ速度で増大するわけではない。財貨用役の限界効用は、保有量が増加するにつれて減少して行くと考えられる。

追加1単位の効用が減少するとき、「ある人が保有する財の量が大きくなればなるほど、他の事情に変わりがなければ（すなわち貨幣の購買力およびかれが支配する貨幣の量に変化がなければ）、かれがその財の追加的な少量にたいして支払おうとする価格は低くなる、つまりかれのその財にたいする限界需要価格は逓減するであろう。かれの需要は、ただかれが支払おうとする価格が他の人々がそれで売却しようとする価格に等しくなったときに、はじめて有効なものとなる。」⁶⁵と定式化される。水の限界効用は、水の少ない砂漠では大きい、水が豊富である湖水地方では小さい。したがって水の価格は、砂漠では高く、湖水地方では低い。ダイヤモンドは、水より稀少であるため、限界効用は水より大きく、価格は水より高いと考えられる。

乾いた人が水を飲むと、潤いがもたらされる。会計学的にみると、潤いはその人にとって収益（価値創造）であり、水が減るということはその人にとって費用（価値破壊）である。この説の本質は、費用価値によってではなく、収益価値によって価格を説明する点にあると思われる。

しかし金貨や銀貨、貴金属、紙幣などの価値を、全部効用と限界効用で説明することはできるであろうか。これらの財貨は、衣服や食料と違って、その保有量が増加したからといって限界効用が減少するとは考えにくい。マーシャルは「人が富有になればなるほどかれにとっての貨幣の限界効用は小さくなり、その資力の増大するにつれてある同じ利便のために支払おうとする価格は大きくなる。同様にまた、かれの資力が減少するにつれて、かれにとって貨幣の限界効用は大きくなり、ある利便のために支払おうとする価格は小くなるのだ。」⁶⁶と説明しているが、実際には貨幣の購買力には変化がない。一般消費財の価格を限界効用逓減から説明することには合理性があるが、金融商品などの価格を限界効用逓減から説明することは困難であると思われる。

⁶⁵ Alfred Marshall, *Principles of Economics*, 8th edition, Macmillan, 1920 (Reprinted: Prometheus Book, 1997), at 95 (翻訳として、アルフレッド・マーシャル (馬場啓之助訳) 『経済学原理Ⅱ』 (東洋経済新報社、1965年) 19頁)。

⁶⁶ Marshall, *supra* note 65, at 96 (マーシャル・前掲注 (65) 訳書 20頁。「貨幣錯覚」と呼ばれる現象)。

§3 近代経済学による展開

1. 希少性

労働価値説においても効用価値説においても、希少な財貨用役の価格は高いことが前提事実として認められている。希少性とは使用可能な量が限られていることをいう。この財貨用役の持つ希少性から価値を直接に説明することができる。交換の対象となる財貨用役は、多くの人々の欲求を満たすほど無尽蔵には存在しないという意味で希少(scarcity)なものであると考えられる。有用なものであって相対的に量の少ないものは価値(value)が高い。有用なものであっても相対的に量の多いものは価値が低い。水は、人々が生きていくために極めて有用なものであるが、通常は希少でないので価値は低い。ダイヤモンドはさほど有用ではないが、通常は希少であるので価値は高い。砂漠の水は希少なので価値は高い。このように価値は希少性によって創り出(create)されるといえる⁶⁷。

価格の定義は商品と貨幣との交換比率であるので、貨幣の価値を一定とするなら、希少な商品ほど価格が高いことになる。これに対し貨幣錯覚が存在すると、1万円の価値が金持ちより貧乏人の方に高くなり、例えば同じダイヤモンドの価格が金持ちの評価値100万円に対し貧乏人の評価値10万円となることがある。しかしダイヤモンドの価値はそれを持たない人(貧乏人)において高く、それを持っている人(金持ち)において低くなるとするのが通常の希少性原理であろう。希少性から価値と価格を考えるとときには、貨幣の価値は逡減しないと仮定しなければ混乱を生じる。

希少性原理では、あるものの価値は、そのものに内在する属性によってではなく、そのものの存在する量によって相対的に決定される。価値は、我々がそれをどれほど持っているかということに依存するのであって、そのものに内在する何物か(intrinsic worth)にあるわけではない⁶⁸。金の価値が高いのは金に価値が内在しているのではなく金が相対的に希少であるからと説明される。

ただこのように、ある財貨用役の価値を説明するために希少性原理を採用するときには、そのものに社会的な有用性のあることが前提になっていると思われる⁶⁹。人々に害悪をもたらすものが存在してそれが希少であったとしても、そのものに価値があるとはいえない。今のところ日本では、ふぐ毒や核廃棄物は希少であるが価値があるとはいえない。

⁶⁷ Boulding, *supra* note 27, at 77.

⁶⁸ *Id.* at 23.

⁶⁹ Schumpeter, *supra* note 7, at 301. (「希少性とは、ある物の存在量と、人がこれに対して持つ有用性との関係」であるとしている)。

2. 社会的有用性

財貨用役が有用であり効用をもたらすとしても、個々人の効用を直接集計することはできない。では「多くの人々の欲求を満たす」効用とか「社会的な」有用性とは何を意味するのであろうか⁷⁰。人間は、テレビや自動車がなくても生きていける。しかし企業はテレビや自動車を生産しており、人々はそれを実際に購入している。結果から見ると、少なくとも貨幣との交換が成立する限りで、これらの商品には価値があったことが証明される。

それでは社会は、どのような財貨用役が有用であり、どのような財貨用役が有用でないか、予め決めることができるであろうか。これについては、人間の諸欲求の変化が予測できない限り、何が社会的に有用かは予測できないと思われる。全ての企業はその生産する財貨用役が、人々にとって有用であると期待して活動している。しかし生産した財貨用役が人々に有用であったかどうかは、市場においてその生産物が貨幣と交換されるか否かによって決されるしかない。貨幣と交換されなかった生産物は、どのようなものであれ、社会的に不要な生産物であったことになる。

企業の使用する財貨用役は、それを消費することによって効用を得ることを直接の目的とするものではなく、生産物を生産し販売するための手段に過ぎない⁷¹。これに対し企業の生産物は、消費者によって貨幣と交換されることを直接の目的とする。生産物の価値とは、消費者にとっては諸欲求を満たす有用性であるが、企業にとっては貨幣（流動性）の獲得能力であると考えられる。

3. 限界生産力原理

近代経済学では、市場経済が、生産に投入される要素のそれぞれにどれだけの価格を支払うかを決定する一般的原則を、限界生産力原理と呼ぶ⁷²。限界生産力とは、ある生産要素の投入量を1単位増加させたときに、生産量がどれだけ増えるかを表わす概念である。田を3人で耕す時の全生産量60tと4人で耕す時の全生産量75tを比較すると、4番目の人の限界生産力15tが計算できる。ある生産要素の投入量を増加して行くと、投入の増加分が生み出す生産量の増加分は次第に減少して行くと考えられる（限界生産力逡減）。利潤極大化行動によると、企業はある生産要

⁷⁰ 岩林・前掲注（56）7頁。

⁷¹ Boulding, *supra* note 27, at 252. 企業は、最終的に生産物が消費者によって需要されることを理由として、生産の手段としての財貨用役を需要する。これを派生需要と呼ぶ。生産の手段としても財貨用役は稀少であり使用できる量は制限される。生産の手段となる財貨用役は、特に、資源と呼ばれる。

⁷² 石川経夫『所得と富』（岩波書店、1991年）26頁。

素の限界生産力の価値がその要素の購入価格と等しくなるまでその生産要素を投入する（限界原理）。投入物としての生産要素の最後の 1 単位が、生産物にどれだけの貢献をするかは、市場に供給されるその要素資源の量に依存する。資源が稀少であれば対価は高くなり、資源が豊富であれば対価は低くなる。

労働者の所得の大きさは、各人が市場で望まれる労働資源をどれほど保有するか、またその労働資源がどれほど稀少であるかにかかっていると考えられる。いま、日本の労働力人口を 6600 万人、1 日 8 時間、1 年間に 265 日を労働に費やすとすると、日本の総労働時間は年間約 1400 億時間となる。この 1400 億時間を社会がどのような財貨用役の生産に割り振るかは、労働市場の需給によって決定される。社会全体の 1 年間の延べ労働時間が一定量に制限される結果、生産可能な財貨用役の量についても限界が生じてくる。このように労働力は、限られているので、労働力は稀少なものとして価値がある。しかし同様に、土地面積は限られている。鉱物資源は限られている。エネルギー資源は限られている。知識、技術、情報も限られている⁷³。このように各資源が稀少であることから、各資源もまた価値を持つといえる。生産物に消費する資源の価値は、労働価値だけではない。生産物には、いろいろな資源の価値が投入され消費されている。

しかし生産物の価値は、投入物の価値により形成されるであろうか。消費した投入物の価値を集計して、生産した生産物の価値にあてるとは、会計学上、取得原価主義と呼ばれる。取得原価主義では、製品の製造に要した財貨用役の消費価値を、製造原価に集計し、製品原価を計算する。このように製品原価は、犠牲となった価値を示すものであるが、生産物の有用性を現すものではなく、また生産物の貨幣獲得能力を示すものではない。

4. 商品価値の実現

稀少な資源はもともと存在量が少ないので、それを使用して生産されたものも稀少であろうと推定することはできるが、価値は新たに生産・創造されたものの有用性と稀少性にあるのであって、生産に使用した旧財貨用役の有用性と稀少性の移転・蓄積にあるわけではない。経済学における市場原理では、均衡分析のための前提として、生産した商品が売り尽くされる、又は残った商品は将来に在庫投資され何時かは売れると仮定する。実際には、同じ資源を同じだけ使用して生産した商品であっても、ある商品は交換に成功し、他の商品は交換に失敗する。売れ残った商品は将来売れるかどうかは分からない。交換に成功するためには市場参加者にその有用性を認め

⁷³ Boulding, *supra* note 27, at 76.

られる必要がある。多くの人々に有用性を認められた商品だけが、社会的な流動性である貨幣との交換を実現するという点にこそ、自由な企業のもっとも基本的な課題があるといえる。

5. 取得原価主義会計による価値の認識

ペイトン・リトルトンは「企業の活動は大部分他の企業との交換取引によって成り立っている。会計はこれらの交換を数量的に表現しようと試みる。それゆえ会計の基本的な対象は、交換活動に内包されている測定された対価(measured consideration)、とくに取得された用役に関するもの—原価、経費—と供与された用役に関するもの—収益、利益—とである。」⁷⁴と述べている。続けて「測定された対価という言葉は会計の対象を構成する諸情報の型を表現するうえにおいて価値(value)という言葉より適当である。」「その交換の瞬間以後は、その価値は変わるかもしれない。しかし記録された価格総計は変わることはない。」「貨幣でもなく価格でもなく、用役の潜在(service-potentialities)こそが、会計の背後にある重要な要件である」と説明している。

企業の役割が、財貨用役を生産し社会に提供することにあることを考えると、企業が活動により何を購入し何を販売したかは会計の重要な対象となる。問題は、用役の潜在とは何かにある。価格総計の背後にあるとする潜在用役は、効用、労働価値、交換価値等を意味することになると考えられるが、労働用役などの投入物の用役が生産物の効用に直接変形するわけではないし、また企業が生産物に期待するのはその有用性が市場で認められ貨幣と交換されることにあるので、潜在用役に期待するものも交換に対する貢献であると思われる。結局、用役の潜在とは、消費者にとっては有用性又は効用を意味し、企業にとっては交換価値等を意味することになる。効用、労働価値、交換価値等を潜在用役と読み替え、価値でなく価格総計を対象にしたからといって、企業の活動の本質が明瞭になるとは思われない⁷⁵。

⁷⁴ W.A. Paton and A.C. Littleton, *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, A.A.A., 1970, at 12-13.

⁷⁵ 経済学者であったペイトンは、無用な議論を避けるために、「価値」という用語を避け「価格」という用語を使用したといわれる。しかし価格総計は価格ではない。

§4 貨幣測定と価格

交換経済において、価格の本質は財貨用役と財貨用役の交換比率 (the ratio of exchange) にある。貨幣経済では、特に財貨用役と貨幣の交換比率を「価格」(a price)と呼ぶ⁷⁶。買手の価格とは財貨用役 1 単位に対し買手が支払う貨幣量であり、売手の価格とは財貨用役 1 単位に対し売手が受取る貨幣量である。そこで交換を媒介する貨幣とはどのようなものが問題となる。

1. 貨幣の性質

貨幣(money)は、その役割によって定義される。社会の財貨用役を購入するのに使える (一般受領性) 財貨をすべて貨幣という⁷⁷。通常、貨幣には、現金(cash)と当座預金などの預貯金が含まれる。物々交換社会ではお互いの持っているものを相手が欲しいと思っているときにしか交換できないが、貨幣が存在すると人々は自分が提供するものを貨幣と交換し、その貨幣を自分が欲しいと思っているものと交換することができる。貨幣自体は食べることも暖を取ることもできないが、人々の取引を実現することに重要な役割を果たしている。

ある社会において財貨用役と交換するために使用される財貨は、すべてその社会の貨幣である。法定貨幣以外にも、ある状況下では、商品が貨幣の役割を持つことがありうる。第一次世界大戦後のドイツでは、1923 年から未曾有のインフレーションが起り、法定貨幣の価値は 1 兆分の 1 にまで落ちた。このとき石炭や卵が貨幣として機能した⁷⁸。また第二次世界大戦後のヨーロッパの多くの地域においては、巻タバコの方が法定貨幣よりも流通した⁷⁹。いかなる購買に際しても即座に受領される財貨は、現金(cash)に等しいと考えられる。

2. 流動性

社会における交換手段は、法律や契約ではなく、慣習によって成立すると考えられる。貨幣とは、それが容易に交換しうるものであるという理由で欲求される財貨である。この容易に交換可能という属性は、流動性(liquidity)と呼ばれる。流動性は、全ての資産が程度の差こそあれ持っている性質であり、順序がある。現金、銀行預金、売上債権、債券、株式、商品在庫、設備、建

⁷⁶ Boulding, *supra* note 27, at 16.

⁷⁷ Paul Krugman and Robin Wells, *Macroeconomics*, 3rd edition, Worth Publishers, 2013, at 412 (翻訳として、ポール・クルーグマン (大山道広他訳) 『マクロ経済学』 (東洋経済社、2009 年) 374 頁)。

⁷⁸ Krugman & Wells, *supra* note 77, at 413 (クルーグマン・前掲注 (77) 訳書 375 頁)。

⁷⁹ Kenneth E. Boulding, *Economic Analysis*, volume II, 4th edition, Harper & Row, 1966, at 72.

物、土地といった順序で配列することができる。この順序の上にあるものを貨幣と呼ぶ⁸⁰。

何が貨幣であるかは程度の問題であり、銀行預金を貨幣に含める人もあれば含めない人もいる。実際、銀行預金は銀行に対する請求権であって、現金ではない。法定通貨でさえ、社会に対する一般化された請求権とみることができる。南米諸国の経済が混乱している時には、その国の公式貨幣がその国内で交換媒体の役割を果たせずに、アメリカのドルが代わりにその国の交換媒体として流通した⁸¹。法定通貨であることの権利は、必ずしも貨幣の特徴ではない。

3. 貨幣の価値尺度

貨幣以前または最初の貨幣については、正確な記録があるわけではないが、小麦、家畜、皮革、貝殻、金属などが交換手段として使用されたと考えられている。中世においても、罰金や関税の支払に家畜や胡椒、塩、毛皮が用いられた⁸²。

市場が成立し、標準化された商品の交換が頻繁に繰り返されるようになると、ある地点においてその商品を購入しこれを他の地点においてより高い価格で販売すること（裁定 *arbitrage*）⁸³により、いくつかの標準商品を中心として種々の商品の交換比率を斉合的なものとする力が働くと思われる⁸⁴。即ち標準的な商品を価値尺度として使用する慣習が生まれる。歴史上、紀元前 3000 年前の中東、エジプト、インドなどにおいて、銀や鉄などの金属が交換手段として交易に使用され、その価値は重さで決められ秤によって測られた⁸⁵。また紀元前 1200 年頃のエジプトの文書に、銅を単位として“脂肪 30 デベシ、油 5 デベシ、織物 10 デベシ”などの記録が残されている⁸⁶。1 デベシは 91 グラム。実際の支払いは銅ではなく他の商品で行われた。

ある商品の価値を説明するのに、商品そのものの持つ価値からではなく、その商品と交換される貨幣量によって説明するのであるから、貨幣には価値尺度となる性質さえあればよく、商品としての有用性を持つ必要はない。例えば貨幣としての銀の価値は、銀と交換される他の商品量または労働時間などによって説明される必要はない。貨幣として使用される銀は、財貨用役を購入

⁸⁰ Boulding, *supra* note 79, at 72.

⁸¹ Krugman & Wells, *supra* note 77, at 413 (クルーグマン・前掲注 (77) 訳書 375 頁)。

⁸² 諸田實ほか『商業史』(有斐閣、1994 年) 56 頁。

⁸³ Boulding, *supra* note 79, at 69.

⁸⁴ Krugman & Wells, *supra* note 77, at 13 (クルーグマン・前掲注 (77) 訳書 17 頁)。市場が均衡に向かうとする理由は「人は自分の暮らしを良くする機会を見逃さない」とする原理からである。

⁸⁵ 諸田ほか・前掲注 (82) 15 頁。

⁸⁶ Jonathan Williams, *Money: a history*, British Museum Press, 1997 (翻訳として、ジョナサン・ウィリアムズ編著『図説お金の歴史全書』(東洋書林、1998 年) 24 頁)。

する支払手段としての用途以外の用途を持っていないのであるから、理論的にはもっと低廉な材料、例えば印刷された紙片(such as printed paper)⁸⁷によっても十分に代替されうることになる。

4. 貨幣測定

消費者にとって、テレビはそれが有用性をもたらすから購入するのであり、商品貨幣としての流動性があるから購入するわけではない。逆に企業がテレビを販売する目的は、流動性の獲得にあるのであり、テレビに代替する有用性を獲得するためではない。「交換価値」という用語には、買手にとっての「有用性」と、売手にとっての「流動性」の2つの側面があると考えられる。

商品の交換価値は、買手にとっては、その商品を購入するために支払う現金により測定できると仮定する。例えば買手はその商品に最大限500円の有用性を認めるので、価格が500円以下なら購入するし、500円を超えたら購入しない。同じ商品の交換価値を、売手は、その商品を販売することによって受取る現金によって測定できると仮定する。例えば売手はその商品に最低限300円の流動性を認めるので、価格が300円以上なら販売するし、300円未満であれば販売しない。このとき価格は300円から500円の間で決定されるのであるが、どこで決まるかは力関係による。同様の商品がすでに市場で売買されていて、400円で取引されているなら、この市場価格400円が指標となる。市場価格は、当事者の売買のシグナルとなるが、市場価格は、当事者の認識した商品の交換価値を直接に表すものではない。

商品の価値を表すのに貨幣額によることは、商品の有用性を貨幣の流動性で測定することを意味する。市場は、商品の有用性を貨幣の流動性に置き換えるシステムであり、そこで形成される競争価格は、多数者にとっては合意した価格であるが、少数者にとっては合意した価格ではないので強制されない。また競争価格は、市場参加者が多数いて、特定の市場参加者が価格を支配することができないことが前提とされているので、特定の者が支配する価格は公正な価格ではない。また商品が改廃されるときは、商品の有用性が変化するため、旧商品の予約に対し新商品の購入を強制されるいわれはない。

⁸⁷ Schumpeter, *supra* note 7, at 322.

第2章 資本制企業

§1 資本制企業の特質

1. 資本制企業

資本 (capitale) は牛や羊の頭 (caput) から派生した後期ラテン語であり、12 世紀から 13 世紀ごろ、資産・商品のストック・銀塊・利息の付く金銭の意味で姿を現した⁸⁸。それは単なる富又は財産を意味するにすぎず、当初から厳密に定義されていたわけではない。自己の労力以外に収入源を持たない人々の「労働」に対し、商品や銀などの財産を収入源として「資本」と呼ぶことは、1850 年代のフランスの社会主義に始まると思われる⁸⁹。社会主義者達は、収入源となる財産が、社会の共有ではなく、個人又は私企業に所有される経済体制を、社会主義に対し資本主義と呼んだ。資本主義経済における、財産を収入源の基礎とする企業を、資本制企業とよぶ。我が国の株式会社法は、財産を基礎とする資本制企業を前提として採用している⁹⁰。

2. 営利資本 (productive capital) としての荘園

古代には家計と企業は連続したものであり、区別は存在しなかったであろう⁹¹。農民が自分の農場を所有しているときには、家計と企業は単一の組織の各部分をなしているといえる。これに対し中世封建時代の荘園は、資本制企業の初期の形態を成すと考えられる。当時の領主は、農地や家畜や農奴を所有する不在地主であり、その経営を他人に任せることにより、所得を（自己の労働によってではなく）財産の所有という事実から得ていた⁹²。この様に資本制企業は、社会主義経済から分離したものではなく、封建制企業である荘園から、営利資本を巡る事業の専門化 (the specialization of enterprise) による経営管理の必要によって発生したものと考えられる⁹³。

3. 合本会社 (joint stock company)

事業の専門的細分化とそれに伴う企業の組織化は、家内制手工業 (the domestic system) によ

⁸⁸ ブローデル・前掲注 (50) 訳書 288 頁。資本に「土地」を含まない。

⁸⁹ ブローデル・前掲注 (50) 訳書 296 頁。資本に「土地」を含む。

⁹⁰ 会社法 34 条 1 項 (発起人は、その出資に係る金銭の全額を払い込み、又はその出資に係る金銭以外の財産の全額を給付しなければならない。) などから、資本制企業と考えられる。

⁹¹ ブローデル・前掲注 (50) 訳書 31 頁。「商人は、少なくとも 13 世紀以来、イギリスにおいて農村と都市の間に姿を現している。生産者と仲介者と小売店のチェーンが形成され、バター・チーズ・家禽・果物・野菜・ミルクの大部分がこのチェーンを通過する。」などから推定できる。

⁹² Boulding, *supra* note 27, at 325. ブローデル・前掲注 (50) 訳書 324 頁。荘園制自体は、千年来続いていて、少なくともローマ帝国末期の大所領にまで遡ることができる。

⁹³ *Id.* at 325. ブローデル・前掲注 (50) 訳書 315 頁。

って次第に発達した。15世紀イギリスの毛織物商人は、毛糸を買い、職人に分配し、対価を支払い、織物を引き取り、それを販売した。商人は、毛糸・織物の所有者であり、織物職人を労働者として雇用した⁹⁴。1553年にはロンドンの毛織物商人達により、最初の株式会社⁹⁵として知られるモスクワ会社（Muscovy Company）が設立された。細分化された株式の発行により資本を調達した、全株主に共通の、一体化された財産を持つ合本会社（joint stock company）の始まりである。

4. 株式会社（corporation）

イギリスでは、商人達の努力により、1844年の会社法により会社の法人格を取得し、1855年の会社法により社員の有限責任を獲得した⁹⁶。株式会社は法人であり、それを所有する株主とは独立して存在する⁹⁷。株主の責任は有限責任であり、株式会社の債権者は会社法人の財産に対しては請求権を行使することができるが、株主個人の財産に対しては何の請求権も有しない。株主は理論的には会社を所有しているが、株主集団としては会社の経営管理を行うことはしない。株主集団は取締役を選任し、各取締役は会社の業務を執行する。または取締役・取締役会は、基本的な政策決定を行い、日常の業務の遂行は雇用した専門管理者に委託する⁹⁸。

株式会社は歴史的に法律的存在である。株主が有限責任であることは、経営に直接携わらない多くの投資家の資金を集めるのに適している。また法人であることは担保付社債、普通社債、優先株式、普通株式、無議決権株式などの幾種類もの有価証券を生み出し、投資家のあらゆるリスクに対応する金融商品の発展を可能にした⁹⁹。この結果、株式会社の財務構造はきわめて複雑なものとなり、投資家は自己の所有している持分に直接対応する会社の資産を見出すことは困難である。

5. 所有と経営の分離（separation of ownership from management）

会社組織では、生産物の価値と生産要素の価値の差額（利益）が、所有割合に応じて会社の所

⁹⁴ Boulding, *supra* note 27, at 325.

⁹⁵ Fernand Braudel, *Les jeux de l'el, nge*, A. Colin, 1979（翻訳として、フェルナン・ブローデル（山本淳一訳）『物質文明・経済・資本主義 15-18世紀 II-2 交換のはたらき 2』（みすず書房、2000年）189頁）。ただし、当時の株式会社は単に株式を資本の調達に利用したという以上の域を出ない。株主は有限責任ではなかった。

⁹⁶ 小町谷操三『イギリス会社法概説』（有斐閣、1978年）14頁～16頁。

⁹⁷ 神田秀樹『会社法入門』（岩波書店、2009年）3頁。江頭・前掲注（15）29頁～30頁。

⁹⁸ 江頭・前掲注（15）376頁。（「業務執行の権限分配」として論じられる）。

⁹⁹ Boulding, *supra* note 27, at 329.

有者に帰属する。この利益を極大化する（営利行為）には、財産の運営や組織の管理に長じた者に経営を任せる方がよい。多くの場合、個人が大きな財産を運営するよりは、金融機関や専門組織がその財産を運営する方が優れた成果を残せるものと思われる。この意味で所有と経営の分離は、複雑に細分化された社会における高度の専門化に必要な不可欠な要件である¹⁰⁰と考えられる。

6. 中央集権的計画経済（centrally planned economy）

社会主義経済体制の多くは、中央集権的計画経済であり、国民経済の全体が国営企業によって組織され、資源の配分や賃金は国の計画担当者が決定する。すべての国民は、国営企業の従業員となり、すべての資本は国営企業が所有する。国営企業の所有者は、理論上は国民であるが、実際には所有と経営の分離から、少数者から構成される政党によって支配される¹⁰¹。

人々の欲求を満たす財貨用役を計画的に生産するためには、その欲求の内容を具体的に把握することが必要となる。旧ソ連型社会主義経済は、国家が予め人々の欲求の内容を決定し、財貨用役を計画生産するものであった。このような計画生産は、国家により人々の諸欲求の充足を制限し固定化することができるときには可能となるが¹⁰²、逆に国家が決定した諸欲求の内容が人々の実際の諸欲求と異なる場合には、無駄を排除する為の計画生産が反って大きな無駄を生み出すことになる¹⁰³。旧ソ連型社会主義経済が失敗したのは、日常の食料や工業製品においてであり、資本と人材を集中した宇宙産業などでは自由主義経済に先行していたのであるから、ここに計画経済失敗の根本的な原因があったと考えられる。

7. 自由主義交換経済

財貨用役に対する欲求が固定化されている社会は、停滞した社会である。現実の社会では、人々の欲求は変化し、それにより財貨用役の有用性も変化する。生産物は、社会的な有用性を持たない限り、交換を達成することができない。生産物は、貨幣との交換を通じて、初めて、その有用性が、単に経営者の認める価値から進んで、社会が認める価値であることを、実証することができる¹⁰⁴。

人々の欲求が変化する以上、社会は、どの活動が有用であり、どの活動が有用でないかをあら

¹⁰⁰ Boulding, *supra* note 27, at 333.

¹⁰¹ *Id.* at 333.

¹⁰² 岩林・前掲注（56）5頁。

¹⁰³ 岩林・前掲注（56）6頁。

¹⁰⁴ 岩林・前掲注（56）19頁。

かじめ決めることはできない。活動が社会的に有用であったかどうかは、市場のテストにより結果的に決定されるしかない。市場での交換に失敗した生産物及びそれを生産した活動は、社会的に不要であったことになるが、それはあくまで事後的にしか判明しない¹⁰⁵。

人々の欲求の変化によって商品の評価が変わってしまうとき、企業は自己の生産物を改廃し、新たな生産物を生み出していく必要がある。自由経済には、この改廃に失敗する企業もあるが成功する企業もあるので、全体としては計画経済よりうまく変化に適応したものと考えられる。

8. 動態経済

経済学上、社会の嗜好、技術、及び資源が時間を通じて不変のままである体系は、静態と呼ばれる。これに対し、これらが時間の経過とともに変化する体系は、動態と呼ばれる。ヒックスは静学に対し「現実の価格を予想された価格から区別する必要がなく、所得を生産物から区別する必要がなく、貨幣利率を実物利率から、またある貸出期間に対する利率を別のそれに対する利率から区別する必要がないのは、すべて静態においてだけのことである。」¹⁰⁶と述べてその限界を示し、資本や利子、所得や投資などを取り扱うためには、動学理論が必要であるとした。

会社法の株式買取請求制度は、経済的には、社会の嗜好、技術、及び資源が変化したときに、会社の組織が基礎から変化することを認めるための法制度であると考えられることができる。新商品の開発などの新結合のある場合には、旧組織を解体し、新組織を構築しなければならない。しかし、ある企業が将来どのような財貨用役を生産すべきか、またそのためにどのような組織を構築すべきかは、自由な社会の根幹に係わる出資者個人の選択の問題であり、多数決によっても、反対株主は多数派株主の選択する事業への出資を強制されないと解すべきである。

¹⁰⁵ 岩林・前掲注(56) 21頁。

¹⁰⁶ John Richard Hicks, *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*, Oxford University Press, 2d edition, 1946, at 119 and 171 (翻訳として、J.R. ヒックス(安井琢磨・熊谷尚夫訳)『価値と資本 I 経済理論の若干の基本原則に関する研究』(岩波書店、1975年) 167頁、247頁) 参照。

§2 企業の行動

1. 経済組織

人がある集団を代理して行為するとき、その行為を役割(role)と呼び、その集団を組織(organization)と呼ぶ。主婦は家族のために買い物をし、従業員は商店のために販売する。主婦は役割であり、家族は組織である。従業員は役割であり、商店は組織である。経済実態からは、組織はそれを構成する人とは独立の存在であり、独自の行動様式(patterns of behavior)を持つ¹⁰⁷と考えられる。経済学上、組織の基本的な単位は人ではなく役割である¹⁰⁸。

ある組織の目的が、財貨用役の生産・消費・使用・交換にあるとき、その組織を経済組織(economic organization)と呼ぶ。経済学では、伝統的に家計(household)と企業(firm)という二つの経済組織に着目してきた。家計は、労働用役の原始供給者であると同時に、財貨用役の最終需要者である。企業は、財貨用役の生産と販売を目的として、生産要素の投入を生産物の産出に変換する中間媒介者(intermediary)である¹⁰⁹。企業の中には人、原材料、機械、設備、貨幣などが存在する。

2. 企業の法的意義

商法上、企業概念には様々な学説があるが、「一定の計画に従い継続的意図をもって独立の組織により営利行為を実現する」¹¹⁰ことが、その中心にある。営利行為とは、生産物の価値と生産要素の価値の差を極大化することである¹¹¹と解すべきである。

企業には実体があり、法人格を選択することにより、組織を構成する個人とは独立に契約を結ぶことができ、その契約の法的執行を求めることができる。これに対し企業実体を認識せず、企業とは構成員(株主)を中心とした「約束の束(nexus of contracts)」であり、利害関係者と構成員間の各種の取決め及び構成員相互間の合意の集合に他ならないと考える説もある¹¹²。この学説によっても、企業は法人格を選択することにより、法人となることができる。

¹⁰⁷ Boulding, *supra* note 27, at 5.

¹⁰⁸ Paul R. Milgrom and John Roberts, *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall, 1992, at 16 (翻訳として、ポール・ミルグロム・ジョン・ロバーツ(奥野正寛他訳)『組織の経済学』(NTT出版、1997年)17頁)。

¹⁰⁹ Boulding, *supra* note 27, at 302. 青木昌彦・伊丹敬之『企業の経済学』(岩波書店、1986年)2頁。

¹¹⁰ 大隅健一郎『商法総則』(有斐閣、1974年)32頁。

¹¹¹ Hicks, *supra* note 106, at 79 (ヒックス・前掲注(106)訳書111頁)。

¹¹² Milgrom & Roberts, *supra* note 108, at 20 (ミルグロム・ロバーツ・前掲注(108)訳書21頁は、contractsを契約ではなく、特に「約束」とすることに意味を持たせている)。

組織概念について、会社法は、「取締役会は、すべての取締役で組織する。」（会社法 362 条 1 項）、「各委員会は、委員三人以上で組織する。」（同 400 条 1 項）などの規定から考えて、職務（役割）を持った人々の集まりを組織と考えていると解される。また株式会社から合名会社、合同会社、合資会社への変更を組織変更と規定（同 2 条 26 号）していることから、会社の種類もまた組織に含まれると解される。また「支店その他の重要な組織の設置、変更及び廃止」（同 362 条 4 項 4 号）から考えて、支店や本店なども組織に含まれると解される。これに加えて、会社法施行規則には「会社の使用に係る電子計算機を電話通信回線で接続した情報処理組織を使用する」（同施行規則 227 条 1 項）という表現が用いられているから、物である電子計算機なども組織を構成すると考えられる。

このように会社法の組織概念はかなり広いものである。しかし、現実の組織において重要な得意先や仕入先との関係などは、法的には企業の契約であるが、組織を構成する要素として説明することは困難である¹¹³。実際、何が組織の内部にあり、何が組織の外部にあるのか、明確な境界線を引くことは容易ではない。従業員は組織の構成員であるのか、経営者はどうか、また株主は真に組織の構成員であるのか。これらは直面する問題の性質に依存すると考えられるので、ある特定の目的のために組織を外界から区別する境界線を引くことができると仮定する¹¹⁴。

3. ポジション（position）

組織の境界線が規定されると、その組織に帰属する諸要素を確定することができる。組織の諸要素には、原材料、機械、設備などの有体物以外に、過去の記録や将来の予想といった無体物が含まれる。この諸要素の状態を組織のポジション（position）¹¹⁵と呼ぶ。

企業活動は、映画のフィルムの様に、連続するポジションから成るとみることができる。ポジションの間隔として日、月、年などの任意の時間を設定すると、あるポジションと次のポジションの間には、フィルムと同様に継続と差異がある。差異は、その時間の中で起きた新しい事象（events）¹¹⁶により生じる。新しい事象は諸要素の変動をもたらし、ポジションを変化させる。

現在のポジションには将来の予想が含まれる。いくつかの予想の間で選択（choice）を行うこ

¹¹³ Milgrom & Roberts, *supra* note 108, at 20（ミルグロム・ロバーツ・前掲注（108）訳書 21 頁）。

¹¹⁴ Boulding, *supra* note 27 at 302. 青木昌彦・伊丹敬之・前掲注（109）3 頁同旨。

¹¹⁵ *Id.* at 302（会計学における財政状態(the financial position)より広い）。

¹¹⁶ *Id.* at 302.

とを決定する(make a decision)という¹¹⁷。もし予想が一つしか存在しないならば、決定は必要ない。また予想が実施可能でない合理的でないなどの理由により選択誤り(disappointment)であることがある。このとき決定は失望をもたらすが、動学的学習過程が引き起こされ、実施可能な将来の予想またはポジション全体が再構成される¹¹⁸。

4. 行動様式 (patterns of behavior)

決定を支配するルール(rule)を行動(behavior)という¹¹⁹。行動にはいくつかの様式がある。選択のコストが高いのであれば、サイコロを投げるなど、無作為な行動にも合理性がある。「ある人に選択の自由があり、その人の意思で選択するとき、人は起こり得るすべての将来の集合の中から、自分にとって最も好いと思われるか、または他のすべての人にとってまだしも好いと思われるものを選択する」¹²⁰。これを極大化行動(maximizing behavior)と呼ぶ。これに対し、起こり得る将来の集合をすべて調査するコストが高い場合には、調査をある時点において中断し、その時点で満足すべき目標を設定することで人は満足する。これを満足化行動(satisficing behavior)とよぶ。満足化行動は、極大化行動を否定するのではなく、単に起こり得る将来の集合を限定するにすぎない。

5. ナッシュ交渉解

企業の行動により極大化されるべきものとしては、利潤、資本、企業価値などが考えられる。もし企業の内部に労働者を含めると、企業価値は、人件費を控除する前の総付加価値を意味することになるが、企業目的としては、ゲーム・パートナーを株主と従業員として、株主集団と従業員集団の間の効用積の最大化となる¹²¹。このとき経営者は、従業員と株主の間の「中立的な裁定者」の役割を果たす必要があるが、経営者の従うべき規則は、ナッシュの定式化から、①効率性(交渉解が交渉フロンティア上にある)、②情報効率性(企業外の機会が不変なら、交渉解は不変)、③公正性(交渉パートナーの双方は裁定者にとって対称的)の3つになると考えられる。

¹¹⁷ Id. at 303.

¹¹⁸ Boulding, *supra* note 27, at 303.

¹¹⁹ Id. at 303.

¹²⁰ Id. at 303.

¹²¹ 青木昌彦・伊丹敬之・前掲注(109)189頁。ただし、これは我が国の最高裁の立場とは一致しないことについては後述。

6. 貸借対照表 (balance sheet)

企業のポジションを記述するにはどうするか。貸借対照表は企業の財政状態を表すが¹²²、それは会計上の財産を集計したものであり、企業のポジションを構成する全要素を集計したものではない。会計上の財産概念を再検討する必要があると思われる。

貸借対照表に財産項目を集計するには、それらの項目は共通の価値尺度によって測定されなければならない。共通の価値尺度には円やドルなどの貨幣が使用される。財産のうち、正の価値をもつ財産を資産(assets)といい、負の価値をもつ財産を負債(liabilities)という。会計上、資産の価値から負債の価値を差し引いた数値を純資産 (net assets) という¹²³。純資産は企業の財産の正味状態 (net position)を示すといわれる。

7. 資産 (assets) 概念

会計学上、資産概念には、次の3つの考え方がある。

- ① 企業会計の目的を債権者保護におき、企業を解体した時に処分価値を有するものを資産と考え、企業が所有する金銭、財貨、権利等のうち、換価できるものを資産に計上する¹²⁴。
- ② 企業会計の目的を経営資本の循環過程の計算におき、投下資本の循環過程における状態から、収益獲得過程に投入されていない貨幣性資産と投入されている非貨幣性資産に区別する。貨幣性資産は収入額により、非貨幣性資産は支出額により評価する¹²⁵。
- ③ 企業会計の目的を投資意思決定に有用な情報の提供におき、企業が排他的に使用することのできる経済的資源であって、将来の収益稼得に貢献すると期待されるものを資産とする¹²⁶。

分かりにくい表現であるが、①は資産を財産に限る、②は、財産に加え、前払費用などの将来収益に対応すべき繰延費用を原価として資産計上する、③は、リース資産や事実上の特許、自然発生暖簾などの記録されない無体物も資産とするというものである。③からすると、雇用契約による従業員の労働力も資産に入りそうであるが、現在のところ雇用契約を資産認識する会計基準は存在しない。

¹²² 企業会計原則 第三貸借対照表原則一「貸借対照表は、企業の財政状態を明かにする・・・」。

¹²³ 会計慣行では、負債と純資産を持分(請求権、equities)と呼ぶことがある。負債は組織の資産に対する外部者の請求権であり純資産は内部者の請求権であると考えることによる。

¹²⁴ 飯野利夫『財務会計論 三訂版』(同文館、1996年)3-1頁。

¹²⁵ 飯野・前掲注(124)3-2頁。

¹²⁶ 醍醐總『会計学講義 第4版』(東京大学出版会、2011年)30頁。

8. 負債(liabilities)概念

会計上、負債 (liabilities) とは、過去の取引又は事象の結果として、将来、企業が他の経済主体に経済的資源を引き渡さなければならない回避不可能な義務と定義される¹²⁷。経済的資源とは、家計や企業の活動に有用な財貨用役といった程度にしか定義されない。法律上の債務は、原理的には会計上の負債となり得るものであるが、契約の締結段階における金銭貸付義務や商品引渡義務などは、通常、会計上の負債としては認識しない。非法律的約定であっても、労使合意や従来慣行に基づく退職手当の支給に関しては、回避困難な義務として、会計上の負債として認識する。

これに対し自然災害や産業廃棄物など、物理的負債とでもいふべきものがある。災害や廃棄物の発生を負債として認識する会計慣行は存在しないが、ここには負債の本質がある。修繕引当金は、この物理的負債の発生時点で、負債を認識するものである。

会計学上、最も問題となるのは、債務の時価評価であろう。債務を時価評価すると、経営内容の悪いときには負債評価益が計上され、経営内容が改善すると負債評価損が計上されることになる。これでは経営努力に対する利益指標が意味をなさない。そこで現在では、債務の評価は、経済的発生主義によらず、法律的権利義務確定主義によると狭く解するものと思われる。

9. 貸借対照表の集計 (summation of balance sheets)

個人の資産を物、請求権 (claims)、現金の3つに区別すると、債券や預金は請求権に属する。ある人の持つ物と現金は、その人の貸借対照表以外の貸借対照表には計上されないのに対し、請求権は、請求する人の貸借対照表に資産として計上され、請求される人の貸借対照表に負債として計上される。ある人の受取手形は、他の人の支払手形である。このことから、すべての財産が個人によって所有される社会では、すべての個人の貸借対照表を集計すると、集計貸借対照表の借方の請求権 (資産) と集計貸借対照表の貸方の請求権 (負債) とは、完全に一致し正確に相殺し合う¹²⁸。すなわち、社会の正味財産は個人の正味財産の集計と一致する。

この問題は、国家を法人に含め、持分の定めのある法人の財産をすべて個人に還元し、持分の定めのない法人を個人と同一視すると、現実の社会に通用する原理となる。ある人の債権の評価損は、他の人の債務の評価益をもたらすので、合算すると相殺消去され、社会全体の正味財産には影響しない。

¹²⁷ 醍醐・前掲注 (126) 221 頁。

¹²⁸ Boulding, *supra* note 27, at 308.

10. 人的資源の資産認識の困難さ

奴隷制社会においては、奴隷の身体は「物」として財産目録に計上された¹²⁹。現代の社会では、個人の身体は個人の所有物であり、それを評価して会社資産に計上することは行われぬ。しかし人間には労働用役として価値があり、組織に専属する財産としてポジションを構成する¹³⁰。

ある人の総労働時間を1年間に2120時間とし、時給を2000円とすると、総労働用役は424万円となる。これを雇用契約の締結と共に資産に計上することも不可能ではない。しかし、このことは同時に労働を提供する家計において424万円の負債を認識すべきことになる。この場合の「労働用役」は厳密には人や物ではなく、「債権」に属することになり、認識方法として妥当でない。

ほかにも知識や経験など、価値がありながら資産としての認識が容易に行い得ないものがある。労働用役と同様に、知識や経験は、ある人の資産であるが他の人の負債でないので、経済的には、「債権」ではなく、社会の富を形成する「物」に属すると考えられる¹³¹。収益獲得能力がありさえ良いので、これは日本の知的財産法が保護する知的財産より、広い概念である。

11. 損益取引

会計上、資産又は負債を増加又は減少させる事象を、取引 (transaction) と呼ぶ。会計上は、火災や盗難による資産の減少も取引として認識するのに対し、契約の締結は、通常、取引として認識しない¹³²。取引のうち、資産又は負債を一方的に増加又は減少させるものを損益取引と呼ぶ¹³³。

定義により、損益取引は企業の純資産に影響を与える。純資産の増加をもたらす事象を所得事象 (income events) と呼び¹³⁴、純資産の減少をもたらす事象を損失事象 (outgo events) と呼ぶ¹³⁵。

① 所得事象 (income events)

¹²⁹ Alfred DuPont Chandler, Jr., *The Visible Hand: the Managerial Revolution in American Business*, Belknap Press, 1977, at 66 (翻訳として、アルフレッド・D・チャンドラーJr. (鳥羽欽一郎他訳)『経営者の時代 上』(東洋経済新報社、1993年)118頁)(奴隷は、高価な流動資産であった)。

¹³⁰ Boulding, *supra* note 27, at 309.

¹³¹ 内田貴『民法I 第4版』(東京大学出版会、2008年)354頁。「著作権などの無体財産権なども無体物に対する物権類似の権利といえる。」と考えられている。

¹³² 醍醐・前掲注(126)73頁。契約が履行された段階で会計上の取引となる。

¹³³ 醍醐・前掲注(126)76頁。

¹³⁴ Boulding, *supra* note 27, at 311.

¹³⁵ *Id.* at 314.

資産の増加による所得事象には、商品の販売による受取勘定の発生、小麦の育成による実物資産の増加、その他生産活動の全てが含まれる。土地の値上がりなどの資産の評価益も資産の増加による所得事象に含まれる。負債の減少による所得事象には、債務免除益などがある。自然災害の防止や廃棄物の処理などの物理的負債の減少も、経済的には所得事象である。

② 損失事象 (outgo events)

資産の減少による損失事象には、機械設備の減耗による減価発生や原材料の消費による費用発生などがある。盗難や火災による資産の損失もこの事象に含まれる。土地の価格の下落などの資産評価損も、資産の減少による損失事象に含まれる。負債の増加による損失事象には、借入金利息の発生や租税債務の発生などがある。自然災害の発生や廃棄物の発生による物理的負債の増加も、経済的には損失事象である。

12. 交換取引

会計上、純資産に変化の無い取引を交換取引と呼ぶ¹³⁶。いま、取引の型を（借方±、貸方±）で示すと、（資産+、負債+）の交換取引には、借入による現金の増加と借入債務の増加、信用買いによるテレビの増加と未払金債務の増加、その他信用取引が帰属する。（資産+、資産-）の交換取引には、商品の現金による購入、株式と株式の交換、その他財と財の交換が帰属する。（負債+、負債-）の交換取引には、買掛金の支払を支払手形で行うなど、負債と負債の交換が帰属する。（負債-、資産-）の交換取引には、現金による債務の支払、当座預金による支払手形の決済、売掛金と買掛金の相殺、その他債務の弁済が含まれる。

会計学上の「交換取引」と経済学上の「交換事象」とは、労働など用役の購入と用役の消費において混乱が生じる。厳密に、労働用役の購入（資産増加）という交換取引の発生と、生産過程における労働用役の消費（費用発生）という損益取引の発生とを区別すれば、両者の混乱は生じないが、通常、このような会計処理は行われぬ。

13. 交換事象 (exchange) における不等価交換理論

交換事象では、交換の前後において社会全体の財貨用役の存在量には変化がない。売買は交換事象であるが、太郎が花子のリンゴ 10 個を 500 円で購入するとき、この交換の前後において社会全体（太郎と花子）のリンゴの量にも貨幣の量にも変化がない。しかし価値には変化がある。

¹³⁶ 醍醐・前掲注（126）75 頁。

交換前においては、太郎にとっての価値は（リンゴ 10 個） > （現金 500 円）であるから、交換によって太郎は 500 円を失い代わりに 500 円以上の価値を得る。花子は、交換前の（リンゴ 10 個） < （現金 500 円）から、交換により 500 円以下の価値を失い代わりに 500 円を得る。このように交換は 1 つの等価の取引ではなく、2 つの不等価の取引の組み合わせであり、交換によって当事者双方は経済学上の利益を得ると考えられている。社会全体の経済資源の存在量に変化がない以上、この利益の本質は、価値評価の違いにあると考えられる。

14. 消費（consumption）と生産（production）

太郎がリンゴを 1 個食べると、太郎の空腹が満たされ、リンゴが 1 個消滅する。花子がリンゴ 1 個を焼いてパイ 1 個を作ると、リンゴ 1 個が消滅してパイ 1 個が増加する。このように消費では資産が減少し、生産では資産が増加する。実際の企業の活動過程においては、生産と消費が同時に起きるが、両者は同一事象ではない。消費は価値の破壊であり、生産は価値の創造である。

産出物の価値と投入物の価値を比較すると、花子にとっては、リンゴ 1 個の価値 50 円よりパイ 1 個の価値の方が大きいのでパイを作るといえるので、パイの価値の方が大きい。しかしパイに対する花子の評価は 60 円であっても、市場の評価は 40 円であるかもしれない。そこで、会計学では、パイの製造原価として材料費リンゴ 1 個 50 円を集計しておき、パイが市場で売れた時にその売上高と製造原価との差額を利益又は損失として認識する方法を採用している。

花子の使用したキッチンの減耗、砂糖代、ガス代、水道代、花子の労賃などもみなリンゴと同じ問題を抱えている。パイはどこまで負担すべきか。企業が中間媒介者にすぎない以上、理論的には、すべての消費した価値を製品が負担すべきであるといえる¹³⁷。

15. 一方的移転事象（transfer）

贈与や債務免除などの一方的移転事象は、一方の純資産を増加させるが、同時に他方の純資産を同じだけ減少させる¹³⁸。贈与は、受領者にとって所得事象であるが、贈与者にとっては損失事象である。債務免除は、債務者にとって所得事象であるが、債権者にとっては損失事象である。

一方的移転事象は、市場経済においては例外的事象であるが、計画経済においては基本的事象であるため、交換事象とは原理的に区別される必要がある。即ち、「移転」は、「交換」から代金の支払いを免除したものではない。両者は、本質的に異なる事象である。計画経済において、あ

¹³⁷ Boulding, *supra* note 27, at 339.

¹³⁸ *Id.* at 314.

る物がそれを望む者のところに配給されることは、市場価格によってではなく政治によって決定される、あるいは、市場価格に当たる価格を政治が決定するからである。

16. 期待 (expectations)

花子が叔母から遺産として現金 500 万円を受取ることが期待 (expectations) されるとき、花子のポジションには資産として 500 万円の期待を認識することができる。期待が実現すると、現金が増大し、期待が減少する。期待において極大化されるべきものは、利潤ではなく、確実性である。

期待は、過去の事象に関する知識の蓄積と、新しい情報の受入により変化する¹³⁹。生起する事象の確率分布が分かると、期待値が計算できる。期待値(expectation、expected value)とは、確率の重みのついた平均をいう¹⁴⁰。例えば、いまある株式の価格が 1 株 1000 円として、1 年後に 2000 円となる確率を 20%、1500 円となる確率を 30%、1000 円のままの確率を 40%、800 円に下がる確率を 10%とすると、期待値は、 $2000 \times 0.2 + 1500 \times 0.3 + 1000 \times 0.4 + 800 \times 0.1 = 1330$ 円となる。株主は将来の株価の上昇を期待して投資すると仮定すると、株主が極大化しているものは予想収益というよりも、予想収益の期待値であるといえる。

太郎が、200 万円で売り出されている車を買うことは、太郎の決定に依存し、太郎が支配することができる。これに対し太郎が車を 200 万円で売ることは、その価格で買うという申し出がない限り実現できない。太郎は、買手が現れることを期待して 150 万円に値下げすることはできる。この値下げの決定は相手の購入の機会 (opportunity) を変更する事にはなるが、取引を支配することはできない。このようなオファー (offers) もまた企業のポジションに含まれる。

¹³⁹ Boulding, *supra* note 27, at 317.

¹⁴⁰ 東京大学教養学部統計学教室編『基礎統計学 I 統計学入門』（東京大学出版会、2013 年）94 頁。

§3 企業利潤の形成過程

1. 所得の本質

ヒックスは、所得 (income) の概念を、不正確であり実務家の使用する近似概念に過ぎないと批判した上で、「実際の業務における所得計算の目的は、人々が貧しくなることなしに消費することのできる額を彼等に指示することである。この観念を突きつめれば、ある人の所得とは、これを次のごときものとして定義すべきであるように思われる。すなわち彼が1週間のうちに消費し得て、しかもなお週末における彼の経済状態が週初におけると同一であることを期待しうるような最大額、これである。」¹⁴¹とし、これを所得の中心的意味であるとした。

ヒックスの定義は、現在の「所得」を将来の期待「消費」により定義するので、事前概念であり、かつ利率の変化や物価の変化を考慮するときには、この所得額は実物での消費を保証するものでなくてはならない。また耐久消費財については、週初における経済状態を維持するため、その減耗を正確に評価し回収する必要がある。この評価には、資産からの将来収入を割り引いた資本還元価値が必要になる。この困難さを避けるため、事後概念により所得を定義すると、所得とは個人の消費価値プラス資本蓄積 (消費可能な貨幣価値の増分) となり¹⁴²、容易に計算可能となるが、将来の意思決定にはあまり役に立たないものとなるとヒックスは考えた。

会計上の利益や税務上の所得は、事後概念であり、経済状態に代えて純資産を採用し、期中の消費 (価値の減分) と生産 (価値の増分) により所得を計算する。こうした所得計算方式は、純資産増加説とよばれている¹⁴³。

2. 企業資本の構成要素

現実の企業を検討すると、実物資本として財貨用役の生産と販売に実際に役に立つものは、資産の中にしか存在しない。負債は資産に対する債権者の持分を示している。

(1) 資産¹⁴⁴

- ① 土地・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・物
- ② 長い寿命をもち減価償却を一定の間隔で計上する固定資産・・・・・・・・物
- ③ ソフトウェアその他の無形資産・・・・・・・・物
- ④ 最終生産物を生産する過程で消費される原材料・仕掛品・・・・・・・・物

¹⁴¹ Hicks, *supra* note 106, at 172 (ヒックス・前掲注 (106) 訳書 249 頁)。

¹⁴² *Id.*, at 178 (ヒックス・前掲注 (106) 訳書 259 頁)。

¹⁴³ 醍醐・前掲注 (126) 247 頁。

¹⁴⁴ Boulding, *supra* note 27, at 334. 富士重工業平成 28 年 3 月期決算短信個別 B/S を参考に修正。

- ⑤ 売りに出すばかりになっている完成品・・・・・・・・・・物
- ⑥ 他の法人の株式・・・・・・・・・・債権
- ⑦ 他の法人または政府の債券・・・・・・・・・・債権
- ⑧ 個人または他企業の約束手形・・・・・・・・・・債権
- ⑨ 受取勘定・・・・・・・・・・債権
- ⑩ 貯蓄または定期預金・・・・・・・・・・現金
- ⑪ 当座預金・・・・・・・・・・現金
- ⑫ 法定通貨・・・・・・・・・・現金

購買に際して即座に受領される資産は、高度の流動性を持ち、現金または現金同等物とみることができ。厳密には、⑩⑪の預貯金は銀行に対する請求権であり、⑫の法定通貨は形式的には日銀に対する請求権（実質的には一般化された請求権）であるともいえる。

(2) 負債¹⁴⁵

- ① 抵当借入・・・・・・・・・・債務
- ② 債券（社債発行借入金）・・・・・・・・・・債務
- ③ 電子記録債務・・・・・・・・・・債務
- ④ 支払手形（債券の一種）・・・・・・・・・・債務
- ⑤ 支払勘定（買掛金、未払賃金）・・・・・・・・・・債務
- ⑥ 当期に支払う租税（将来の租税の資本化された価値を含まない）・・・・債務
- ⑦ 退職給付引当金・・・・・・・・・・債務
- ⑧ 資産除去債務・・・・・・・・・・債務

退職給付引当金は、将来の退職給付債務から年金資産等を差引いた将来支払義務。貸倒引当金は資産の評価の問題に帰着させることができる。電子記録債権は、手形と同様に、取引で発生した債権の支払いに関して、インターネットなどで電子記録を行うことで、その債権の発生・譲渡等を行うことができる。電子記録債務はその支払い義務。資産除去債務は、有形固定資産の将来除去に関する契約上または法律上の義務。

¹⁴⁵ Boulding, *supra* note 27, at 335.富士重工業平成28年3月期決算短信個別B/Sを参考に修正。

(3) 資本

資産の価値から負債の価値を差引いた額は、純資産と呼ばれる。これに対し資産の価値から請求権を差し引いた額は、残余財産¹⁴⁶と呼ばれる。負債の内容が請求権に一致するとき、純資産と残余財産とは一致する。修繕引当金等を考慮すると、純資産 \leq 残余財産となる。

会計上、純資産は資本と呼ばれるが、その内容は残余財産を構成すべき実物資本であると考えられる。「商法上の資本あるいは法定準備金はいわば容器の大きさを示すものであるのに対し、会計学上の剰余金は会社財産（純資産）そのものの貨幣的評価額を基礎とするものと考えられ、いわば容器の中に入っている水を表していると考えられる。」¹⁴⁷とする学説はこれを意味すると考えられる。残余財産は、個人企業の場合には所有者に帰属し、株式会社においては株主に帰属する。

3. 企業利潤

企業の純資産の増加を利潤（profit）という。企業の利潤は、①事業から生まれる附加価値と、②資産・負債の評価益とから形成される。附加価値とは、商品の販売額が購入額を超える金額である。

①の利潤は資産の販売による。D社は布 100 ヤードを原価 180 ドルで購入した。D社はこの布を 200 ドルと評価し、それを 200 ドルで売るオファーをした。ジョンはそれを購入する決定をし、現金 200 ドルを支払った。結果、D社は 20 ドルの利潤を獲得した。

②の利潤は資産の再評価である。需給により商品の市場価格が上昇する場合、インフレーションにより資産の値上りのある場合、債券の利子の発生により債券の価値が増加する場合などに利潤が発生する。

問題は、①の事象の利潤はいつ発生するかという点にある。②の事象の評価益から考えると、①の事象の利潤は、D社が布をジョンに 200 ドルで販売した時点ではなく、D社が布を 200 ドルと評価した時点で発生することになる。所得と利潤とを区別せずに、純資産の増加を所得とする説では、所有資産の再評価（revaluation of assets）により所得が発生する。このような純資産増加説は 20 世紀初頭まで支配的であった¹⁴⁸。しかしこのように考えることは、計画経済の失敗を自由経済において繰り返すことになる。

¹⁴⁶ 会社法 504 条 1 項

¹⁴⁷ 弥永真生『「資本」の会計』（中央経済社、2005 年）4 頁。

¹⁴⁸ 辻山栄子「資本と利益」斎藤静樹・徳賀芳弘編著『体系現代会計学第 1 巻 企業会計の基礎概念』（中央経済社、2013 年）43 頁。

会計学は、この問題を、D社が布を200ドルと評価した時点では、利潤はいまだ社会的に認識されたものとなっていない点に着目することにより、回避することとした。D社の中で利潤は「発生」しているが、販売という市場のテストを受けていない限り、利潤は所得 (income) として「実現」しないと考えるのが通説である¹⁴⁹。

価格の変動により資産の現存ストックの価値が上昇 (下落) する現象は、アメリカの税法に従い、キャピタル・ゲイン (キャピタル・ロス) と呼ばれる¹⁵⁰。それは経済学的には所得 (利潤) を形成するが、会計学的には所得 (利益) を形成しない。

4. 正常利潤 (normal profit)

会計学では資本が稼得する利益の測定に関心をもっているので、収益から控除すべき費用を定義するとき、費用に資本に対する支払いを含ませない。これに対し経済学では供給価格に関心を持つので、生産者がある商品の生産に協力する気になる資本に対する支払いを費用に含ませる。この支払を正常利潤 (normal profit) という。正常利潤を含む平均費用に対し市場価格が下回ると、企業はその事業から離脱する¹⁵¹。この正常利潤を決定するのは、事業の危険、投資の非流動性などが考えられる。会計上の利益 = 正常利潤 + 超過利潤となるので、本質的には利益 = 利潤である。

5. 利益形成過程

利益形成過程を考えるために小麦市場で商取引を行う企業の単純なモデルを考える¹⁵²。

(取引) 期首 小麦在庫 600 ブッシェル単価 2.00 ドル。手持現金 400 ドル。

1月 小麦購入 100 ブッシェル単価 2.00 ドル。支払 200 ドル。

2月 小麦販売 600 ブッシェル単価 3.00 ドル。受取 1800 ドル。

3月 小麦購入 400 ブッシェル単価 2.50 ドル。支払 1000 ドル。

4月 小麦購入 400 ブッシェル単価 2.00 ドル。支払 800 ドル。

5月 小麦販売 700 ブッシェル単価 3.00 ドル。受取 2100 ドル。

6月 小麦購入 400 ブッシェル単価 2.50 ドル。支払 1000 ドル。

¹⁴⁹ 飯野・前掲注 (124) 11-12 頁。醍醐・前掲注 (126) 276 頁。

¹⁵⁰ Boulding, *supra* note 27, at 344.

¹⁵¹ *Id.* at 250.

¹⁵² *Id.* at 346 のモデルに一部修正を加えた。

① キャッシュ・フロー法

期間	0	1	2	3	4	5	6
価格\$/B	2.00	2.00	3.00	2.50	2.00	3.00	2.50
(取引)		購入	販売	購入	購入	販売	購入
小麦量B	—	+100	-600	+400	+400	-700	+400
貨幣量\$	—	-200	+1800	-1000	-800	+2100	-1000
(残高)							
在庫B	600	700	100	500	900	200	600
現金\$	400	200	2000	1000	200	2300	1300

期首有高小麦 600 ブッシェル、現金 400 ドル。期末有高小麦 600 ブッシェル、現金 1300 ドル。利益として 900 ドルのキャッシュ・フローを稼得した。

② 先入先出法

期間	0	1	2	3	4	5	6
価格\$/B	2.00	2.00	3.00	2.50	2.00	3.00	2.50
(取引)		購入	販売	購入	購入	販売	購入
小麦量\$	—	+200	-1200	+1000	+800	-1600	+1000
貨幣量\$	—	-200	+1800	-1000	-800	+2100	-1000
(残高)							
在庫\$	1200	1400	200	1200	2000	400	1400
現金\$	400	200	2000	1000	200	2300	1300

期首の純資産 1600 ドルに対し期末の純資産は 2700 ドル。利益は 1100 ドル。

③ 後入先出法

期間	0	1	2	3	4	5	6
価格\$/B	2.00	2.00	3.00	2.50	2.00	3.00	2.50
(取引)		購入	販売	購入	購入	販売	購入
小麦量\$	—	+200	-1200	+1000	+800	-1550	+1000
貨幣量\$	—	-200	+1800	-1000	-800	+2100	-1000

(残高)							
在庫\$	1200	1400	200	1200	2000	450	1450
現金\$	400	200	2000	1000	200	2300	1300

期首の純資産 1600 ドルに対し期末の純資産は 2750 ドル。利益は 1150 ドル。

④ 最終仕入原価法

期間	0	1	2	3	4	5	6
価格\$/B	2.00	2.00	3.00	2.50	2.00	3.00	2.50
(取引)		購入	販売	購入	購入	販売	購入
小麦量\$	—	+200	-1200	+1000	+800	-1400	+1000
貨幣量\$	—	-200	+1800	-1000	-800	+2100	-1000
(残高)							
在庫\$	1200	1400	300	1250	1800	600	1500
現金\$	400	200	2000	1000	200	2300	1300

期首の純資産 1600 ドルに対し期末の純資産は 2800 ドル。利益は 1200 ドル。

配当を考慮しないと、利益率は純資産の成長率に一致する。資産（現金）の増加という意味での利益の質はキャッシュ・フローによる方法が最も高い。会計学における期間損益計算上の利益は、キャッシュ・フローによる利益に資産の評価益を加算したものと一致する。

期間損益計算による会計利益＝キャッシュ・フロー利益＋資産評価益

しかし資産の評価方法にはいくつかの方法があり、そのどれを採用するかにより利益額は異なる。資産の価値は、ある資産の物理的な量にその資産の評価係数を乗ずることによって測定される。評価の本質は見積であり、その資産の量と貨幣との交換比率により直接に導き出されるわけではない。その意味で資産価値は一定の方法により推計されるものに過ぎないといえる¹⁵³。

6. 企業の動学的行動

企業が将来の価格を予想して行動するものとする、企業の行動様式は次のように変化する。「商品市場において、ある時点の状態から次に起こる価格変化が下落であると予想するときは、

¹⁵³ Boulding, *supra* note 27, at 310.

貨幣を増やし、次に起こる価格変化が上昇であると予想するときには、商品を増やす」。この行動様式によれば、企業の利益形成過程は、一連の取引を通じて「企業資産の複合体」¹⁵⁴が成長する過程であると考えることができる。

しかし、この企業資産の複合体とは何か。具体的に、投下資本の循環過程における状態から、生産過程に投入されていない貨幣性資産と、投入されている事業用資産を区別するという従来の資本資産概念とどう違うのか。特に企業価値の認識において問題となる。

産業再生機構は、41の会社を買収し事業を売却した。その経験から「カネボウは繊維から完全撤退したが、カネボウが実質的に倒産状態に追い込まれた最大の原因は繊維である。繊維で膨大な赤字を垂れ流し続け、その赤字を最後は粉飾で誤魔化したのであるが、機構として繊維事業を売却した理由の1つは、産業社会全体の人的資源の再配置の見地からである。カネボウは繊維産業で生き残っていけないが、その事業をさらに細かく見ていくと、それぞれの分野で利用価値を見出してくれる会社があったため、ある分野は食品メーカーに、ある分野は医薬品メーカーに、ある分野は自動車の部品を作っているメーカーにと、40いくつに分割して売却した。」¹⁵⁵と述べている。

企業の中核は事業であり、事業は人と物と債権により形成されている。企業「解体」の場においてさえ、個々の資産の単なる集合としてではなく、部分的ではあっても「一定の計画に従い継続的意図をもって独立の組織により営利行為を実現する」実体を認識するべきものといえる。人を資産として認識することは困難なことではあるが、「企業資産の複合体」の中には人的資源が含まれると解すべきであろう。少なくとも、知識・技術などの無形資産が「企業資産の複合体」の中に入ることは確実である。

¹⁵⁴ Id. at 348 (the n-dimensional asset complex) .

¹⁵⁵ 富山和彦ほか「ナッシュ均衡時代の淘汰・再生メカニズム—産業再生機構における実践的経験に基づく考察」榎村志郎編著『法動態学叢書 水平的秩序1 規範と交渉』（法律文化社、2007年）252頁。

§4 資本評価

1. 所得の配分

所得の計算には、予想される収入を、それと同じ現在割引価値をもつ標準流列に置き換えて、その標準流列の資本価値から、各期にいくらの収益を配分すべきかを見出す必要がある¹⁵⁶。

例として、「今年の1月1日に1000ドルを貸付け、6年目に1300ドルを受取る」という投資モデルを考える¹⁵⁷。1年目から5年目の所得をゼロであるとみなすことは妥当でない¹⁵⁸。各年度において、純資産の増加（所得）を認識する必要がある。これを所得の配分（allocation）という。ここで収益率を、ある年の配分所得のその年の初めにおける資本価値に対する割合と定義すると、所得の配分には、所得額一定や収益率一定などが考えられる。

① 所得を均等に配分すると、収益率は逡減する。

（単位；\$）

年	0	1	2	3	4	5	6
支出	1000						
収入		0	0	0	0	0	1300
資本価値	1000	1050	1100	1150	1200	1250	0
収益率%	—	5	4.76	4.55	4.35	4.17	4
現金	0	0	0	0	0	0	1300

② 年々の収益率を一定¹⁵⁹にすると、配分額は逡増する。

（単位；\$）

年	0	1	2	3	4	5	6
支出	1000						
収入		0	0	0	0	0	1300
資本価値	1000	1044.697	1091.392	1140.174	1191.136	1244.376	0
収益率%	—	4.4697	4.4697	4.4697	4.4697	4.4697	4.4697
現金	0	0	0	0	0	0	1300

¹⁵⁶ Hicks, *supra* note 106, at 184 (ヒックス・前掲注(106)訳書268頁)。

¹⁵⁷ Boulding, *supra* note 27, at 650 のモデルを修正して使用する。

¹⁵⁸ Hicks, *supra* note 106, at 172 (ヒックス・前掲注(106)訳書249頁)。

¹⁵⁹ 収益率を r として、 $1300 = (1+r)^6 \times 1000$ 、 $r \doteq 4.4697508\%$

2. 評価の理論 (theory of valuation)

投資から得られる将来の全所得を各投資期間に配分し、現時点における貨幣価値を算定することにより、ある期間の所得を計算することができる。配分 (allocation) は評価 (valuation) でもある。

① 原価による評価

通常、企業利潤の総額は企業を清算する時点まで不確実であるから、利潤の総額を過去と将来に配分することもまた不確実である。原価法では、各会計期間に所得を分配することを断念し、すべての利潤はある将来の時点またはプロセスの最終時点において発生すると仮定する¹⁶⁰。

② 内部収益率による評価

ある投資における将来の受取の全過程が確実であるならば、内部収益率によりその投資価値を評価することができる。投資の過去の受取と将来の受取のすべてを知っているとき、過去の受取を複利計算することによっても、また将来の受取を割引計算することによっても、その投資価値を正しく計算することができる¹⁶¹。

③ 市場利子率による評価

将来の受取が不確実であるとき、市場における外部利子率で所得を分配することができる。各年の所得は前年の資本に各年の外部利子率を乗じることにより得られる。この方法では実際の内部利益率が稼得する利益と外部利益率が稼得すべき利益 (機会費用) との間に差異が生じるが、差異の合計は不確実であるので¹⁶²、結局、差異を全て将来に配分することになる。

ここで市場利子率は、任意の年の年初に投資物件を購入し年末にそれを売却することによって得られる収益率と定義される¹⁶³。いま証券を P_0 で購入し、1年後に、1回の利子 r を受取って、 P_1 で売却するとき、投資の市場利子率 i は次のようになる。

$$i = (P_1 - P_0 + r) \div P_0$$

ある投資がいつでも市場で売買できる証券であれば、市場価格によって投資の価値を評価することができるが、市場価格 P_1 による評価は、定義により市場利子率 i による評価と一致する。

¹⁶⁰ Boulding, *supra* note 27 at 657.

¹⁶¹ *Id.* at 658.

¹⁶² *Id.* at 657.

¹⁶³ *Id.* at 659.

3. 時間 (time) の決定行動

商品の生産において時間を考慮に入れる時、企業の行動はどのように変化するか。ある人がワインを 100 単位買い、倉庫に貯えたとする。生産過程における支出は最初の購入代価 1000 ドルだけとし、正常利潤率に当たる利率を複利 10% とする¹⁶⁴。

①総収入

ワインの年々の売却価値を予想する。0 年は年末に買って直ちに売る場合である。

期間	0	1	2	3	4	5	6
収入	1000	1110	1320	1481	1629.1	1775.51	1916.56

②総原価

購入代価 1000 ドルと期首の投下資本に対する複利 10% の利率を原価とする。

期間	0	1	2	3	4	5	6
購入代価	1000						
正常利子		100	110	121	133.1	146.41	161.05
総原価	1000	1100	1210	1331	1464.1	1610.51	1771.56

③純収入

収入から原価を引くと、純収入が得られる。

期間	0	1	2	3	4	5	6
総収入	1000	1110	1320	1481	1629.1	1775.51	1916.56
総原価	1000	1100	1210	1331	1464.1	1610.51	1771.56
純収入	0	10	110	150	165	165	145
(変動)							
収入差	-	110	210	161	148.1	146.41	141.05
原価差	-	100	110	121	133.1	146.41	161.05
差額	-	10	100	40	15	0	-20

収入差と原価差を、総収入と総原価を時間で微分した限界値と考えると、純収入は収入差と原価差が等しくなる 5 年目で極大になる。即ち限界分析に基づく利潤極大化仮説では、経営者は 5 年目まで投資することになると思われる。

¹⁶⁴ Id. at 673 の事例を修正して使用する。

しかし利子率を10%とすると、5年目末に得られる165ドルは、4年目末では165ドル（165ドル÷110%）の価値しかない。投資の現在価値を考えたとき、経営者は、本当に純収入を極大化するように行動すべきであろうか。

④割引価値

年々の純収入を利子率10%で割り引く。

期間	0	1	2	3	4	5	6
純収入	0	10	110	150	165	165	145
0年目末	0						
1年目末	9.09	10					
2年目末	90.91	100	110				
3年目末	112.70	123.97	136.36	150			
4年目末	112.70	123.97	136.36	150	165		
5年目末	102.45	112.70	123.97	136.36	150	165	
6年目末	81.85	90.03	99.04	108.94	119.83	131.82	145

投資の現在価値（期間0欄）は、3年目と4年目で極大化される。

⑤増加率

割引かれた純収入はいつ極大化されるか。収入と原価の増加率を考慮する。

期間	0	1	2	3	4	5	6
総収入	1000	1110	1320	1481	1629.1	1775.51	1916.56
総原価	1000	1100	1210	1331	1464.1	1610.51	1771.56
純収入	0	10	110	150	165	165	145
(比率)							
収入増加	—	11	18.92	12.20	10	8.99	7.94
原価増加	—	10	10	10	10	10	10
差額	0	1	8.92	2.20	0	-1.01	-2.06

割引純収入の増加率は、4年目において0となる。この時点で割引純収入は極大化される。しかし投資の現在価値はすでに3年目に極大化され、資産の成長は止まっている。配当を考慮しないと、利潤率は純資産の成長率に一致することから、⑤の表を前提に各期の収益率を検討してみる必要がある。

⑥内部収益率

内部収益率 i は $C(1+i)^t = R$ による。 C は 1000 ドル、 R は総収入、 t は期間。

期間	0	1	2	3	4	5	6
総収入	1000	1110	1320	1481	1629.1	1775.51	1916.56
総原価	1000	1100	1210	1331	1464.1	1610.51	1771.56
純収入	0	10	110	150	165	165	145
収益率%	0	11	14.8	14.0	12.8	12.2	11.51

内部収益率は 2 年目において極大化される。内部収益率は、その期間の資本の成長率であるので、資本成長率は 2 年目でもっとも大きくなる。

⑦再投資による投資価値の極大化—投資期間

2 年目毎に経営者は事業を清算し再投資するものとする。比較のため 3 年目毎を加える。

期間	0	1	2	3	4	5	6
総収入	1000	1110	1320	1481	1629.1	1775.51	1916.56
総原価	1000	1100	1210	1331	1464.1	1610.51	1771.56
2 年再投			1320		1742.4		2299.97
3 年再投				1481			2193.36

投資価値は、内部収益率の最も高い 2 年毎に再投資することにより、極大化される。経営者は、内部収益率が極大となるような投資期間を選択することになると思われる。

なお、生産過程の日付が変数でない静学においては、内部収益率、割引純収入、割り引かない純収入は、同一条件のもとで極大になる¹⁶⁵。しかし投資の期間の決定を行わなければならない場合には、企業は投資資産の価値の成長を極大化するように行動すると思われる。資産の成長過程において、純収入の極大化は適切な行動ではないが、内部収益率の極大化はよりよい行動となり得る¹⁶⁶。

このように、経営者が企業の内部収益率を極大化するように行動したとき、市場はどのように反応するであろうか。この問題は利益率の平均回帰として知られている。いま、企業の利益率と所属する産業の平均利益率との差を超過利潤率とすると、超過利潤率が大きい(小さい)ほど、

¹⁶⁵ Boulding, *supra* note 27 at 686.

¹⁶⁶ *Id.* at 686.

将来、企業の利益率は大きく低下（上昇）する¹⁶⁷。超過利潤は、競争によって、長年にわたって維持することは困難であると考えられる。この平均回帰現象は、大日方によって売上総利益率、営業利益率、経常利益率の各段階の利益率において検証された¹⁶⁸。

4. 貨幣利子と現在価値

1 期間の貨幣の利率 r が決まると、貨幣の現在価値 V_0 と 1 期間後の将来価値 V_1 に次のような関係が成り立つ。

$$V_1 = (1+r)V_0$$

しかし、貨幣には完全な流動性があるため、将来日付を持つ手形や証券のような手数料コストや回収リスクが存在しない。このため貨幣にはプレミアムを生じる余地がないので、理論的には、貨幣の自己利率は 0% となる¹⁶⁹。それにも係わらず現実には現在の貨幣と将来の貨幣の交換には正の利率がある。これは現在の欲望を抑える忍耐の報酬あるいは貯蓄に対する対価と考えるよりも、将来の不確実性に対する危険プレミアムであると考えの方が合理的であると思われる¹⁷⁰。

貨幣利率は、「例えば、1 年先の先渡契約の貨幣額が、その先渡契約額の『現物』価格あるいは現金価格と呼ばれるものを超過する百分率にほかならない。したがって、あらゆる種類の資本資産について、貨幣に対する利率に類似したものが存在しなければならないように見える」¹⁷¹。例えば運転資本である現物渡し的小麦 100 クォーターと同じ交換価値をもつ 1 年後に引き渡される小麦 105 クォーターがあるとき、小麦利率は年 5% となる。小麦利率が貨幣利率と同じであるのは、小麦の現物価格と先物価格とが等しい場合だけであろう¹⁷²。危険プレミアムは、厳密には個別の投資対象により異なると思われる。

¹⁶⁷ 大日方隆『利益率の持続性と平均回帰』（中央経済社、2013 年）5 頁、95 頁、298 頁。

¹⁶⁸ 大日方・前掲注（167）300 頁。

¹⁶⁹ 佐野一雄『ファイナンス理論 15 講』（プレアデス出版、2013 年）2 頁。自己利率とは、（先渡価格—現物価格）/（現物価格）と定義され、不確実性が存在しない時、先物価格と現物価格は等しいとしている。

¹⁷⁰ John Maynard Keynes, *The General History of Employment Interest and Money* (The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume 7), Macmillan, 1974, at 167（翻訳として、J.M.ケインズ（塩野谷祐一訳）『ケインズ全集第 7 巻雇用・利子および貨幣の一般理論』（東洋経済新報社、1993 年）165 頁）。ただし、ケインズは危険プレミアムを流動性選好と呼んだ。

¹⁷¹ Id. at 222.（ケインズ・前掲注（170）訳書 220 頁）。

¹⁷² Hicks, *supra* note 106（ヒックス・前掲注（106）訳書 202 頁参照）。

第3章 企業評価

§1 企業評価の沿革

事業譲渡、合併、買収などの組織変更の行われるとき、企業の評価が必要となる¹⁷³。企業の評価とは、企業の組織が資本としてもつ価値を改めて確定することである。企業の評価は、その資本価値を求めるという性格からいって、資本制企業に固有の計算技術であると考えられる¹⁷⁴。

1. ドイツ

① 貸付資本の担保

プロシヤでは、オーストリアとの7年戦争（1756年～1763年）によって貴族地主の経済力が弱まり、農地を担保とする農業金融が増大した。貸主である個人金融業者は、農地の担保価値を、収益価値によって評価することを要求した¹⁷⁵。1770年には、高利の負債に苦しむ貴族地主を救うため、フリードリヒ大王により土地金融組合（Landschaft）が設立され、抵当に供される土地を、その地方の土地の売買価格、及びその土地の収益価値により評価した¹⁷⁶。

1813年には、ケーニヒにより、森林の価値計算が提起された。森林は、各年の間伐純収入と最終年の伐採純収入を資本化率により還元する収益価値により評価するべきとした¹⁷⁷。1868年には、ベルリンとダンチッヒにおいて都市の土地建物を担保とする貸付金融機関（Stadschaft）が設立された。建物の担保価値としては、収益価値による評価が要求された¹⁷⁸。

② 鉱山買収

ドイツでは、1873年から1879年のヨーロッパ金融危機に続く大不況を背景に、石炭の過剰生産により石炭市価が長期に渡って原価以下にあった。このため業界再編成が必要となり、1893年にはライン・ウェストファーレン石炭シンジケートが成立し、生産割当カルテルが行われた。この生産割当量を巡って、炭鉱の買収による統合閉鎖が行われた¹⁷⁹。鉱山の買収価値の決定には、炭鉱が赤字であったため埋蔵実体（Substanz）の価値を求める必要があり、その鉱山が存続する

¹⁷³ 小野・前掲注（18）1頁。

¹⁷⁴ 小野・前掲注（18）7頁。

¹⁷⁵ 小野・前掲注（18）16頁。小野二郎「企業評価論の基礎的考察（I）」国民経済雑誌 104 卷 5 号（1961年）60頁（1570年以前の農地の価値は、年間利益の大体6倍）。

¹⁷⁶ 小野・前掲注（18）16頁。小野・前掲注（175）61頁（収益価値を貸付限度額とした）。

¹⁷⁷ 小野・前掲注（18）18頁。小野・前掲注（175）63頁（収支計算を前提とした）。

¹⁷⁸ 小野・前掲注（18）22頁。小野・前掲注（175）64頁脚注12。

¹⁷⁹ 小野・前掲注（18）37頁。

将来各年度にもたらすと期待される償却前利益を資本化の計算対象とした¹⁸⁰。機械設備の評価要素である減価償却の範囲と方法については、統一された見解は存在していなかった¹⁸¹。

③ 収用補償

ドイツでは、1838年のプロシヤ鉄道企業法¹⁸²をはじめ、鉄道、電気、ガスなどの公益企業に対し、政府が営業免許を与えるときに、一定年数経過後に営業の一部又は全部を政府が買取することを条件に付することがあった¹⁸³。1891年のプロシヤ所得税法¹⁸⁴や1892年のプロシヤ小鉄道法¹⁸⁵には、過去5年分の課税所得の平均の25倍をもって補償額とすることが定められていた¹⁸⁶。当時は、買取補償額額の算定においては、利用価値と実体価値（企業の再生産原価）とがその営業の譲渡価格の決定要因と考えられていたが、その価値概念の内容はあまり明確ではなかった¹⁸⁷。

④ 株式価値

ドイツでは、1890年代前半の株価の異常な騰落を背景に、1896年取引所法¹⁸⁸が整備された。以降、証券市場が発達し、銀行資本の証券取引に対する支配が進展した。この過程で、取引・担保の対象となる株式の価値の測定が課題となり、貨幣資本の回収を重視する銀行の立場から、会社の配当と財産の処分価値とから規定される「内部価値」による株式評価が要求された¹⁸⁹。

⑤ 資本修正

シュミットは、1921年の『有機的貸借対照表論』¹⁹⁰で、第一次大戦後のインフレーションを背景に、経営計算の基盤を修正し企業の資本価値を維持するために、組織を構成する個々の資産を再取得価格によって評価することを提起した¹⁹¹。激しい貨幣価値の下落にあっては、每期首において個々の資産の時価評価を行うことにより、利益の計算を各年度において修正する必要があると考えたのである。その目的は、正確な利益計算にあった。

¹⁸⁰ 小野・前掲注（18）300頁。

¹⁸¹ 小野・前掲注（18）51頁。

¹⁸² Gesetz über die Eisenbahn-Unternehmungen vom 3. November 1838.

¹⁸³ 小野・前掲注（18）81頁、諸田ほか・前掲注（82）182頁。

¹⁸⁴ Einkommensteuergesetz vom 24. Juni 1891.

¹⁸⁵ Gesetz über Kleinbahnen und Privatanschlußbahnen vom 28. Juli 1892 (Preußisches Kleinbahngesetz).

¹⁸⁶ 小野・前掲注（18）83頁。

¹⁸⁷ 小野・前掲注（18）81頁。

¹⁸⁸ Börsengesetz. vom 22. Juni 1896, Deutsches Reichsgesetzblatt Band 1896, Nr. 15, Seite 157-176.

¹⁸⁹ 小野・前掲注（18）79頁。

¹⁹⁰ Die organische Bilanz im Rahmen der Wirtschaft, Leipzig, 1921.

¹⁹¹ 小野・前掲注（18）104頁。

⑥ 効率的資本利用

シュマーレンバッハは、第一次大戦後の独占の進行や大恐慌のもとで、「いかなる価値基準により企業を評価することが国民経済的に合理的か」という課題を設定し、企業所有者の自己資本の効率的利用の観点から企業の価値評価の在り方を検討した。シュマーレンバッハは、企業の資本財は個々独立に存在するのではなく、企業によって結合されて存在し、企業組織が全体として協働することにより統一的に効用をもたらすとし、企業価値は、個別部分の価値の合計ではなく、結合価値により表されるとした¹⁹²。具体的には企業価値は、個別企業の自己資本の収益価値を意味し¹⁹³、支払利息や法人税も利益から控除される。しかし、実際の計算体系としては、収益価値が実体価値よりも小さくなるときがあるとして、競争危険の概念を導入することにより、伝統的な収益価値と実体価値の二元論を採用した。また経営に必要でない資産については、当時の通説に従い、実体価値に算入せず、自由資本として処分価値によって評価し、企業価値に加算する方法が採られた¹⁹⁴。現実的な見方であり、現在の企業評価論もここから大きく出ないともいえる。

⑦ 総資本価値

メロヴィッツは、第二次大戦後のインフレーションと企業合同を背景として、企業経営の立場から、自己資本・他人資本の区別のない企業総資本の客観的な企業価値を求めるべきとした。これにより、シュマーレンバッハの企業価値＝自己資本価値となるのに対し、メロヴィッツの企業価値＝他人資本＋自己資本価値と表される。買収者や売却者の立場を離れた経営者の立場から見ると、企業の価値は、営業活動とともに生じる費用・収益の流列によって規定されるべきことになる。具体的には、利息控除前の将来利益を資本化計算した収益価値を企業価値とし、企業の経営資産の実体価値は将来利益及び資本化率の決定において考慮されるとした¹⁹⁵。また資本化率は、国債等に対する一般利子と、同事業分野の利子と、個別企業の危険を考慮して決定するとした¹⁹⁶。

この評価方法は、株主と債権者を同等の資本提供者と見るのであるから、経営財務論とは内容的に一致するが、会社法のとる立場とは必ずしも一致しない。

¹⁹² 小野・前掲注(18) 121頁。

¹⁹³ 小野・前掲注(18) 119頁。

¹⁹⁴ 小野・前掲注(18) 143頁。

¹⁹⁵ 小野・前掲注(18) 238頁、239頁。

¹⁹⁶ 小野・前掲注(18) 244頁。

2. 米国

①米国産業界の歴史

米国の製造業は、事業所を付加するか、又は合併を行うか、いずれかの方法で規模を拡大し、近代企業へと成長した¹⁹⁷。米国産業界の歴史を見ると、19世紀末から現在まで、いくつかの大きな合併の波を観測することができる¹⁹⁸。

②第1波—水平的合併

鉄道網と電信網が完全操業に入った1870年代から1880年代に、大量流通の基礎が形成され、多数の小規模企業が全米市場での競争のためにカルテルを形成しその後合併した¹⁹⁹。特に1880年代は合併の形成期であり、カルテルの形成と水平的合併を繰り返すことにより、1898年から1902年には巨大企業が出現した²⁰⁰。スタンダード・オイル・トラスト、アメリカ綿実油トラスト、ナショナル鉛トラストなど6つのトラストが形成された。

米国では、1880年代まで、カルテルの形成は慣習法による法的拘束を受けなかった。1880年代に若干の州が独占禁止法を制定したが²⁰¹、1890年に反トラスト法であるシャーマン法が制定されるまで、水平的連合は連邦法に抵触しなかったのである。

この時期の合併は主として投資銀行業者によって推進され、大量の証券発行を伴っていた。会社の資本は、将来の予想利益によって評価され、その額に基づいて株式が発行されたが、その額は純資産の簿価・時価のいずれよりも大きく水増しされた²⁰²。その結果、この第1波の合併運動は、1903年の株価の暴落、続く1907年の金融恐慌により、終わりを遂げることになった。

③第2波—垂直的合併

1914年にはシャーマン法を強化するクレイトン法を制定し、連邦法は競争を実質的に制限し独占を生じさせる合併を禁じた。この水平的合併に対する一連の法律の規制に対し、相互に関連性の強い企業間で垂直的合併に進むことによる寡占企業が出現した²⁰³。第2波の合併運動は、1925年の株式ブームから始まり、1929年の世界大不況により終わりを遂げた。この間、業界1位 U.S.

¹⁹⁷ Chandler, *supra* note 129, at 315 (訳書として、アルフレッド・D・チャンドラー (鳥羽欽一郎他訳)『経営者の時代 アメリカ産業における近代企業の成立 下』(東洋経済新報社、1993年) 552頁)。

¹⁹⁸ 村松司叙『合併・買収と企業評価』(同文館、1987年) 3頁。

¹⁹⁹ Chandler, *supra* note 129, at 316 (チャンドラー・前掲注 (197) 553頁)。

²⁰⁰ 村松・前掲注 (198) 4頁。

²⁰¹ Chandler, *supra* note 129, at 316 (チャンドラー・前掲注 (197) 554頁)。

²⁰² 小野・前掲注 (18) 428頁。

²⁰³ 村松・前掲注 (198) 5頁。

スチールや同 2 位ベツレーム・スチールは、数多くの合併を繰り返すことにより巨大化し、寡占市場をもたらした。アナコンダ・銅は、アメリカン・ブラウスや他の完成品メーカーを合併して、原料から製品まで、生産の効率化を図った²⁰⁴。これらの寡占に対し、1950 年には、セラ＝キーフォーバー法²⁰⁵が制定され、寡占化傾向のある業界での水平的合併は禁止された。

この時期の合併の推進役は、第 1 波と同じく投資銀行業者であったため、のれんやシナジー効果の恣意的な計上により、「水増し株」が大量に発行された²⁰⁶。獲得資産の評価額も公正市価 (fair market value) を超えるものが多く、合併の 1 株当たり利益が低下しすぎて、市場株価はいうまでもなく額面すら維持できないものが出現した²⁰⁷。これは 1929 年の株価暴落の一因となった。

④第 3 波—コングロマリット

1951 年から 1961 年の 10 年間で、米国の上位 500 企業の内 193 社は 1776 件の合併を行った²⁰⁸。1960 年代には、反トラスト規制に対し、関連性のない異業種間でコングロマリットが形成された²⁰⁹。合併は当事者間の株式交換によって行われ、被合併会社の株価収益率を上昇させることが行われた。合併会社が大規模であると、小規模被合併会社の損益が加わっても、投資家の反応は株価収益率を下げる方向に作用しないことが多かったことを背景とし、無税の合併方法を利用し、非友好的買収を行い、金融上の利得を得ることが目的であった。ガルフ・ウェスタン、LTV、ITT、テネコ、テレダインなどの企業が、8 年間に 300 回も買収を繰り返した²¹⁰。1968 年にウィリアムズ法が制定され、公開買付者に対し資料の提供と 2 週間という時間を要求し、非友好的買収に歯止めをかけた。株式ブームは、1969 年には終わり、株価は暴落した。

この時期の合併の推進役は、前 2 波と異なって、経営内部のマネジメントであった点に特徴がある。金融ではなく、組織や管理が関心事であったため、「水増し株」の問題は消えてしまったが、「成長株」の異常な高騰という別の問題を生じた²¹¹。株価形成に企業の成長性が大きな要素となったが、成長性は主観的要素であり、純資産の価値と間に乖離が生じる。このため 1960 年代は、合併会計処理において、パーチャス説に対し持分プーリング説の台頭をもたらした。

²⁰⁴ 村松・前掲注 (198) 5 頁。

²⁰⁵ Celler - Kefauver Act, P.L. 81-899.

²⁰⁶ 小野・前掲注 (18) 428 頁。

²⁰⁷ 小野・前掲注 (18) 429 頁。

²⁰⁸ 小野・前掲注 (18) 435 頁。

²⁰⁹ 村松・前掲注 (198) 6 頁。

²¹⁰ 村松・前掲注 (198) 7 頁。

²¹¹ 小野・前掲注 (18) 431 頁。

⑤第4波—バイアウト

1980年代に入ると、異業種間の多角化を反省し、経営効率を上げるために、企業価値を上げることを目的として、稼働率の低い部門や子会社の売却、得意分野への経営資源の集中、キャッシュによるバイアウト (buyouts) などが行われるようになった。特に、日本のバブル期を原因として、M&Aが1980年代後半に始まり、1989年冷戦終結以後、世界的規模に拡大した。

1990年代後半からは、世界的な規模で、金融機関や自動車会社の統合再編が続いている。IT、PC、携帯電話などの新技術の発達を背景に、大規模企業の合併・買収の発生、非友好的買収技術の発達、関連性の強い分野への進出による経営効率の改善などの特徴がある²¹²。

⑥成長戦略と合併・買収

合併・買収は、米国企業の重要な成長戦略であった。19世紀の米国においては、株式会社の合併・営業譲渡その他会社事業の目的・組織・運営方針の根底を左右する問題を決定するには、株主全員の同意がなければならないとする要請があった²¹³のに対し、19世紀末から20世紀初頭にかけては、多くの州で、制定法により、反対株主の株式買取請求制度を整備することにより、多数決による合併等を可能とした²¹⁴。この結果、20世紀前半は、USスチール、デュポン、GEなど数多くの独占企業を合併により生み出し、米国経済の基礎を築いたといえる。

3. 日本

戦前の日本においては、政商と呼ばれる財閥がコンツェルンを形成し、1920年代の不況期には合併・買収により他企業を傘下に収めた。戦後の1945年に、財閥はGHQにより解体された。財閥傘下の独占企業11社は、1947年過度経済力集中排除法によって分割・解体されたが、多くの大企業は、都市銀行、総合商社、重化学工業などを中心として、企業集団を形成した。

昭和45年(1970年)の八幡製鉄・富士製鉄の合併など、昭和40年代に重化学工業を中心とした産業再編成があった²¹⁵。昭和46年には、買収のための公開株式買付制度が設けられた。1980年代後半はバブルを背景に日本企業がアメリカの名門企業を次々と買収し注目を浴びた。冷戦終結後、1990年代後半には株式交換や会社分割などの法整備を行い、中小企業の後継者難や少子高齢化による需要変化に対応するため、M&Aの裾野を広げる対策が行われた。

²¹² 村松・前掲注(198)9頁。

²¹³ 大森忠夫「株主の地位の強化とアメリカ法」京都大学商法研究会『英米会社法研究』(有斐閣、1950年)179頁。

²¹⁴ 関・前掲注(4)20頁。

²¹⁵ 村松・前掲注(198)23頁。

我が国の企業再編には、買収や営業譲渡が多く、実質的に合併と同様の効果をあげている²¹⁶。合併は、法律的には、2つ以上の会社が会社法上の規定²¹⁷に従って結合し、1つの会社となる契約をいい、買収と異なり1つ以上の会社が消滅し、営業譲渡と異なりその権利義務が包括的に残る会社に移転する。しかし経済的観点からは、合併と、会社全部の買収及び営業全部の譲渡とは、2つ以上の企業が結合して1つの新しい企業を作り上げるという点で、同じ効果をもつ²¹⁸。これらの外部投資による拡大は外的成長（external growth）と呼ばれ、企業内部の投資による内的成長（internal growth）と区別される²¹⁹。

4. 企業評価の課題

現在、企業評価の課題は、次の3つに整理することができる²²⁰。

①株式の価格、又は企業持分の交換価値を求めること。今日では、株式は企業価値を原資産とするデリバティブ（派生商品）である²²¹とする説が多数説であろう。株価は企業価値に基づいて形成され、企業価値が変動すると株価も変動すると考える。

②企業会計の新しい価値基盤を求めること。企業会計を再出発させるために、新しい価値基盤として、企業を再構築するのに要する再調達コストを集計して企業価値として認識する²²²。

③経営意思決定のために必要な企業価値を求めること。経営者は、経営において、企業価値が増大するように行動することが要請される。

²¹⁶ 村松・前掲注（198）24頁。

²¹⁷ 会社法748条。

²¹⁸ 小野・前掲注（18）424頁。

²¹⁹ 小野・前掲注（18）425頁。

²²⁰ 小野・前掲注（18）99頁。309頁。

²²¹ 大村敬一『ファイナンス論入門から応用まで』（有斐閣、2010年）196頁。

²²² 関・前掲注（4）217頁。

§2 評価主体

一般に評価は、誰が何のために行うかにより、評価の方法と範囲が異なる。企業価値もまた、評価の主体と目的により、評価の方法と範囲が異なる。

1. 前提—企業は誰に向けて何のために活動しているのか

資本制企業は、資本を調達し、労働を雇用し、商品を生産し販売する。株式会社を取り巻く市場には、株式市場、労働市場、商品市場の3つがある²²³。

①（商品市場）企業の生産物は、商品として市場において売買され、家計によって消費されることによって、初めてその有用性が証明される。商品が売れない企業は、市場から退出しなければならない。企業の価値の第1は「顧客」が満足する商品を生み出す力であろう。

②（労働市場）第2に、企業は経営者と従業員を雇い商品を生産し販売する。経営者と従業員は日常の大半を企業の中で暮らす。企業は付加価値を得て、「経営者」と従業員に所得と満足を与える。

③（株式市場）第3に、株式会社企業は、資本を株主から調達する。企業は利益を極大化し、その一部を「株主」に配当する。株式会社法は、資本の出資者を、労働を搾取する資本家としてではなく、銀行に預金する一般大衆投資家として認識し、その投資活動を保護していると考えられる。大衆投資家の微細な資金まで集めることのできた企業は、大きな経済成果を挙げることができる。

2. 顧客にとっての企業価値

顧客は企業に対しどのような請求権を持つか。注文を行い、生産を促し、商品を提供させることが顧客の企業に対し請求できる殆ど全てであろう。現在の会計学は、契約時における注文獲得（資産）と注文履行（負債）の計上を予定していないが、注文予約は、顧客にとって、企業に対する請求権であることに間違いない。このとき企業は注文を履行する同額の債務を負う。注文を履行すると、勘定は相殺される。契約そのものは企業の純資産や利益に直接の影響を与えないので、会計上の取引ではない。

予約（借方）注文予約 1000円 （貸方）注文履行 1000円

履行（借方）注文履行 1000円 （貸方）注文予約 1000円

²²³ 富山・前掲注（155）241頁。

3. 経営者にとっての企業価値

現実の企業においては、経営者は、企業の利害関係者の全てに対し何らかの義務を負う。経営者は、企業の付加価値を増加させ、その付加価値を利害関係者に適切に分配する役割があると考えられるので、経営者の観点からは、企業の収益から賃金・利子・配当・税金などを分配する前の、企業活動によって生じた全付加価値額を企業価値と見ることになるだろう。

企業価値構成要素	請求権者
担保資産その他	債権者
仕入契約見返	仕入先
労働用役	従業員
注文予約	顧客
課税準備金	国地方自治体
残り	株主

4. 株主にとっての企業価値

企業の活動に係わる諸要素には、現金預金、原材料、設備、建物、土地、人材、技術、ブランド、契約その他沢山のものがある。ある時点における企業の排他的に利用できる活動要素の各々に対し、誰がどのような請求権を有するかは、特定できるものもあるし、特定できないものもある。担保に供されている土地や建物などの価値は、担保債権者に帰属すると考えられるし、従業員の提供する労働用役の価値は、従業員に帰属すると考えられる。株主の観点から企業価値を定義すると、企業の全活動要素の価値から、債権者に帰属する担保資産その他、仕入先に帰属する仕入予約、従業員に帰属する労働用役、顧客に帰属する注文予約、国地方自治体に帰属する課税準備金などの価値をすべて控除した、残りの諸要素の価値が株主に帰属することになる。

5. 企業価値研究会の見解

企業価値研究会²²⁴によると、「企業の価格は、企業価値であり、企業価値とは企業が利益を生み出す力に基づき決まる。企業が利益を生み出す力は、経営者の能力のみならず、従業員などの人的資本の質や企業へのコミットメント、取引先企業や債権者との良好な関係、顧客の信頼、地

²²⁴ 「企業価値報告書」（平成 17 年 5 月 27 日）

<http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/3-houkokusho-honn tai-set.pdf>。

域社会との関係などが左右する。」(4頁)、また「企業価値は、株主価値とステークホルダーに帰属する価値の合計であり、株主価値と企業価値は同じでない。このため、ステークホルダーから株主に所得移転だけを行う買収提案は、株主にとってメリットがあるように見えるが、企業価値には中立的であり、長期的にはマイナスになる可能性がある。」(35頁)と指摘している。

この考えでは、企業の収益から賃金や配当などを分配する前の、企業活動によって生じた全付加価値額を企業価値と見ることになる。企業価値は資産の価値を全て集計したものとなり、そこから株主以外の利害関係者に帰属すべきもの(負債)を控除して株主価値を求めることになる。

企業価値＝資産価値

株主価値＝資産価値－負債価値

6. 企業価値についての経済産業省・法務省の見方

2005年に、経済産業省及び法務省は、企業価値研究会などの結果を踏まえ、指針²²⁵を策定し、以下のような整理を行った。

「企業価値：会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。」

「株主共同の利益：株主全体に共通する利益の総体をいう。」(2頁)。

「株式会社は、従業員、取引先など様々な利害関係人との関係を尊重しながら企業価値を高め、最終的には、株主共同の利益を実現することを目的としている。」(4頁)。

株式会社は、法律적으로는株主の所有物であって、「いわゆる『社会の公器』としての役割を期待されるとしてもそれは本質的に規範論・当為論としての主張であり、法律的にそのようなものとして確定、保障されているわけではない。」²²⁶。

株主以外の利害関係者の企業価値が問題となり得るのは、それが結果的に株主の価値を高める場合に限るのであり、株主価値を犠牲にして株主以外の利害関係者の企業価値を追求することが求められているわけではない。この考えでは企業価値と株主価値とは一致する。

企業価値＝株主価値

企業価値＝資産価値－負債価値

²²⁵ 「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(平成17年5月27日)

<http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/3-shishinn-honntai-set.pdf>。

²²⁶ 足立浩「企業価値概念の基本的二重性」日本福祉大学経済論集 39号(2009年) 29頁。

7. 株主の企業価値と経営者の企業価値の違い

上述の如く、現在の所、企業価値には、経営者の立場に立つ全付加価値（総資産価値）という概念と、株主の立場に立つ残余価値（純資産価値）という概念の二つがある。

企業価値＝資産価値

企業価値＝資産価値－負債価値

経済学では「経営者が労働組合に賃下げを突き付けてそれを勝ち取り、企業の利益を増やしたとしても、経済全体の所得向上とは関係がない」²²⁷と考える。経済学では、経営者の仕事はまずパイ（国民所得）を大きくすることであり、次にパイを適切に分配することであると考えるので、賃下げは、単に今あるパイを配分し直したに過ぎないと見ることになる。経営学もまた「経営者の役割は、企業の全付加価値を創出する能力を極大化することである」²²⁸と考えていると理解することができるので、内容的に経済学と一致する。ここでは、企業価値として総資産概念が使用されている。

前述したごとく、企業の内部に労働者を含めると、企業価値は総付加価値を意味することになり、ゲーム・パートナーを株主と従業員として、株主集団と従業員集団の間の効用積を最大化することが企業目的となる²²⁹。このとき経営者は、従業員と株主の間の「中立的な裁定者」の役割を果たす必要があり、公正性（交渉パートナーの双方は裁定者にとって対称的）が必要になると考えられる。

これに対し会社法は、企業価値を株主価値と捉えていて、純資産概念が使用されている。ここでは、賃金の切下げは、直接に株主価値の増大につながる。そこで経済学や経営学の要請する企業価値（総資産価値）の極大化と、会社法の要求する企業価値（純資産価値）の極大化が、対立する場合があります。これはではないかという疑問が生じる。

²²⁷ Paul Krugman, *The Age of Diminished Expectations*, revised and updated version, MIT Press, 1994, at 157, 159（翻訳として、ポール・クルーグマン（山形浩生訳）『クルーグマン教授の経済入門』（メディアワーク、2001年）260頁。263頁。）

²²⁸ Peter F. Drucker, *The Practice of Management*, Perennial Library, 1986, at 73（翻訳として、P.F.ドラッカー（現代経営研究会訳）『現代の経営 上』（ダイヤモンド社、1990年）95頁）（全付加価値を contributed value（寄与価値）としている）。

²²⁹ 青木・伊丹・前掲注（109）189頁。

§3 株主と経営者の企業価値の衝突

1. 取締役の義務

会社法の伝統的な考え方によれば、株式会社はその所有者である株主の利益を最大にすることを目的とした営利体であり、取締役はもっぱら会社（株主）の利益を最大化するために行動すべきものである²³⁰。会社の利益と株主の利益が一致しているときには、会社法の資本多数決原理と経済学・経営学の企業価値・利潤極大化行動とは、特に問題を生じない。

しかし、株主と会社の利益が一致しないとき、取締役はどのように行動すべきか問題となる。株式会社と取締役との関係は、委任に関する規定に従う（会社法 330 条）。受任者は、委任の本旨に従い、善良な管理者の注意をもって、委任事務を処理する義務を負う（民法 644 条）。また、取締役は、法令及び定款並びに株主総会の決議を遵守し、株式会社のため忠実にその職務を行わなければならない（会社法 355 条）。このように取締役は、会社の利益を極大化することが要請されているのであって、直接的に個々の株主の利益を極大化することが要請されているわけではない。このため資本多数決によって少数株主が締め出されたときには、少数株主の株式を買い取ることなどによって少数株主の利益を保護しようとする法理が働く。

これに対し、支配株主と会社の利益が一致しないときには、取締役はどのように行動すべきか。特に第三者割当増資との関係で問題となる。

2. 授権資本制度

会社法は、昭和 25 年の商法改正で、アメリカ会社法に倣い、授権資本制度を採用した。その目的は必要な額の資金を機動的に調達することにあるとされた²³¹。公開会社においては、株式募集事項の決定は、払込金額が募集株式を引き受ける者に特に有利な金額である場合（会社法 199 条 3 項）及び支配株主の変動が生ずる場合に一定割合以上の議決権を有する株主からの反対の意思が通知されたときを除き、取締役会が行う（会社法 201 条 1 項）。この募集株式の発行により、取締役は、株主構成を変更させ、旧株主の会社支配的地位を強化しまたは侵害することができる。

公開会社は、取締役会の決議によって募集事項を定めたときは、払込給付期日または払込給付期間の初日の 2 週間前までに、株主に対し、募集事項を通知し、または、公告しなければならない（会社法 201 条 3 項 4 項）。第三者割当の場合に引受人がだれであるかは、通知事項ではない

²³⁰ 関俊彦『会社法概論 全訂第 2 版』（商事法務研究会、2009 年）10 頁。

²³¹ 八木弘「いわゆる授権資本制度をめぐって」京都大学商法研究会『英米会社法研究』（有斐閣、1950 年）44 頁。

が、上場株式については、証券取引所に提出される第三者割当概要書により引受人を知ることができる。また、支配株主の変動が生ずる募集株式の発行等の場合には、原則として、会社は、株主に対し、引受人について一定の情報その他の法務省令で定める事項を通知または公告しなければならないとされ、総株主（株主総会において議決権を行使することができない株主を除く）の議決権の10分の1（これを下回る割合を定款で定めた場合には、その割合）以上の議決権を有する株主が通知の日などから2週間以内に当該引受人（その子会社等を含む）による募集株式の引受けに反対する旨を公開会社に対し通知したときは、会社の財産の状況が著しく悪化している場合において、当該公開会社の事業の継続のため緊急の必要があるときを除き、会社は、払込期日（または払込期間の初日）の前日までに、株主総会の決議によって、その引受人に対する募集株式の割当てまたはその引受人との間の総額引受契約の承認を受けなければならないものとされている（会社法206条の2）。そこで、第三者割当によって自己の株主としての地位に変動を生ずる株主は、自己の利益を防衛する手段をとることになる。

株式会社の募集株式の発行等が著しく不公正な方法により行われる場合には、これによって不利益を受ける恐れがある株主はその効力発生前に、会社に対しその募集株式の発行等をやめることを請求することができる（会社法210条）。株主のこの差止請求権は、昭和25年改正により募集株式の発行が取締役会の権限とされ、株主がそれに関与しなくなった際に、株主に不利益が生ずることを防止するために設けられたとされている²³²。

3. 裁判例—主要目的ルール

東京高決平成24年7月12日²³³は、上場会社であるY社が、経営の悪化により、取締役会決議により、従業員持株会連動型の従業員株式所有計画を導入し、新株式を発行することとした事件に対し、①本件スキームは、株価及び業績向上に向けた従業員の意欲や士気を高めること並びに従業員を通じたコーポレート・ガバナンスの向上を図ること等を目的として導入されたものと認める、②本件新株発行が、創業者一族Xの影響力を低下させることを認識しつつ行われたことが否定できないとしても、これを主要な目的として行われたと認めることはできない、③Y社は、3店舗を出店する予定であり、本件新株発行に伴う調達資金は、この資金需要に応じるものであることが認められるとして、Xの差止請求を棄却した。

本決定は、取締役会決議に基づく第三者割当ての方法による本件新株発行が会社法210条に定

²³² 江頭・前掲注（15）762頁。

²³³ 金融法務事情1969号88頁（ダイヤ通商新株発行差止仮処分命令申立事件）。

める著しく不公正な方法によるものであるか否かの判断において、主要目的ルールを採用したという意味では、目新しいものではない。しかし、主要目的ルールは、目的が資金調達か支配権の移動かを論ずるにすぎず、企業価値評価の観点を持っていない。資金調達といえば、企業はいつも資金を必要としている。本事案における第三者割当増資は、成長分野への出店資金の調達であるから、企業の収益価値が増加すると見込まれるので、旧株主も利得を得ることになる²³⁴。

企業が債務超過となった時には株主価値は0円である。この状況の中で株主が経営者に期待するのは、企業価値の増加が債務超過額を超えるように「大博打を打つこと」である。しかしそれでは企業価値全体を破壊するリスクが高い²³⁵。このような、会社が債務超過またはそれに近い状態である場合に、取締役の一か八かの投機的経営は、会社債権者の損害を拡大する蓋然性が高いので、取締役の任務懈怠となるとする説²³⁶には合理性がある。そこで企業価値が倒産水準にあるときに、取締役会は、企業価値を着実に増加させるため、既存の株主権に制限を加え、第三者に新株式を割り当てることは、取締役会の職務権限の範囲内と解すべきと考えることになろう。

このように解すると、企業価値が債務額を下回っている場合、会社は株主のものであるという議論は必ずしも成り立たない。この場合に「監視責任を果たさなかった株主が悪い」²³⁷とまでいえるかどうかは不明であるが、株主には会社を自ら整理するインセンティブは働かないであろう。

4. 裁判例—差別的新株予約権無償割当てによる筆頭株主の締め出し

最決平成19年8月7日²³⁸は、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続きが適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。」として、筆頭株主の締め出しを目的とした差別的新株予約権無償割当ての差止を認めなかった。

この判決は、年間の営業利益が7億円の会社に対し、23億円の資金流失と6億円の訴訟関連費用をもたらす買収防衛策の有効性を株主の判断に任せるとしたものである。しかしこの事案で会

²³⁴ 田中亘編著『数字でわかる会社法』（有斐閣、2013年）132頁。

²³⁵ 富山・前掲注（155）246頁。

²³⁶ 江頭・前掲注（15）24頁。

²³⁷ 富山・前掲注（155）246頁。ただし、株主の義務は出資に限られる。

²³⁸ 金融法務事情1820号47頁（ブルドックソース株主総会決議禁止等仮処分命令申立事件）。

社が主張している企業価値とは既存の経営の維持であり、経営陣の立場の防衛を論じているに過ぎないことが分かる。低迷する株価を背景に、買収者が現れたとしても、それは旧筆頭株主と新筆頭株主の支配権の争いであり、事業内容の問題ではない。株主間の争いに会社の資金を大量に消費することは、経営陣の保身のために、企業価値を毀損することに繋がりにかぬ。

§4 株主価値

1. 合理的投資家と投資家

欧州委員会（EU）では、証券市場における投資家として「a reasonable investor」²³⁹を想定している。これに対し日本の最高裁判決は「投資家」を前提にしている。両者の概念の異同について、効率的市場仮説との関係で検討する。

効率的市場仮説（Efficient Market Hypothesis）は、「合理的な市場参加者によって構成される市場では株価に影響を与える情報は瞬時に織り込まれてしまうため、いかなる情報を用いてもリスクに見合う以上のリターンを上げることはできない」²⁴⁰とする仮説であり、*Fama*により1970年に提唱された。この仮説によると、公表されたデータは全て株価に織り込まれるために、企業価値に比較して低位の株や高位の株は存在しない。即ち、株式価値論は採用されない。

しかし、1983年には、*Base*により、PERの低い銘柄によって構築されたポートフォリオが高いリターンを生み出すことが報告された²⁴¹。また *Banz* は、1981年に、「小型株の平均リターンがCAPM ベータによって説明可能なリターンに比して大きな値を取ることで、反対に大型株のリターンは小さな値となること」²⁴²を発見した。その後の実証研究を踏まえると、効率的市場仮説には制約が多く、株式評価の実際には不向きであると考えられるようになってきた。

市場の効率性は不完全であると考えられる立場からは、株価が本源的価値から乖離している銘柄を見つけて、超過収益を得る機会が存在することになる。株価と比較して本源的価値が上回っている場合にはその株式は割安であると判断されるが、いずれ調整過程を終えると株価は本源的価値に回帰すると考えられる²⁴³ので、EUの「合理的投資家」の立場は中期的に採用が可能であると

²³⁹ Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), OJ L 96, 12.4.2003, p. 16.

²⁴⁰ Eugene Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. of Finance 383 (1970).

²⁴¹ Sanjoy Basu, *The relationship between earnings yield, market value and the return for NYSE common stocks: Further evidence*, 12 J. of Financial Economics 129 (1983).

²⁴² Rolf W. Banz, *The relationship between return and market value of common stocks*, 9 J. of Financial Economics 3 (1981).

²⁴³ 諏訪部・前掲注（14）100頁。

いえる。

これに対し、日本の最高裁は投資家の評価により企業価値が株価に反映するとしているので、株式価値論を前提に一定の効率性を市場に認めているものと解される²⁴⁴。すなわち「投資家」は中期的には期待を満足化できる程度に合理的であると考えられる。

この様に考えると、EU と日本の投資家の合理性は、中期において一致すると考えられる。

2. 2006年イギリス会社法

2006年イギリス会社法（Companies Act 2006）172条は、取締役の「会社の成功を促進する義務（Due to promote the success of the company）」として、以下のように定めている。

「(1) 会社の取締役は、会社の構成員全体の利益のために、誠実に、会社の成功をもっとも促進すると考えるように行動しなければならない。行動に当たっては、(他の事柄の中でも特に) 次の事項を考慮しなければならない。

- (a) 全て長期の意思決定により起こり得る結果
 - (b) 会社従業員の利益
 - (c) 供給者、顧客その他と会社との間の事業の関係を育成する必要
 - (d) 会社の活動による地域社会及び環境への影響
 - (e) 会社の事業行状に対し高い評価が維持されることが望まれること、及び
 - (f) 会社構成員間と同様の公正な行為の必要
- (2) (3) 略」

イギリスでは、この取締役の義務は「enlightened shareholder value」の原則として一般に引用され、かつ、この取締役の義務は会社に対してのみ負うものであり、会社以外の者（従業員、供給者、顧客、地域社会）に対する直接的な義務を負うものではないとされている²⁴⁵。この内容から考えると、条文にある「会社の構成員」＝「株主」であると思われる。

本条の株主価値（shareholder value）は、利害関係者の利益を考慮することにより、株主は良好な利益を長期的に得ることができると考えることに基づいているものであると考えられる。企業価値の評価主体を経営者に求める説と株主に求める説の調和を図ったものともいえるが、本条 (b) の「会社従業員に対する利益」の考慮は、会社事業の労働付加価値を極大化するという意

²⁴⁴ 江頭・前掲注（15）21頁。

²⁴⁵ 正井章箒「2005年会社法のコーポレート・ガバナンス—基本的論点の検討」永井和之他編『会社法学の省察』（中央経済社、2012年）77頁。

味ではなく、従業員に対する利益分配に配慮するという意味であると考えられるので、全付加価値に基づく企業価値を採用しているとまではいえない。

3. ファイナンス理論に基づく自己資本価値

会社に負債がない場合には、自己資本価値が企業価値となる。「企業の自己資本価値は会計的には貸借対照表の資本の部の合計として示されるが、『経営財務』においては、それは株式の市場価値によって評価される。すなわち、株価に発行済株数（社内株を除く）を乗じたものが自己資本価値となる」²⁴⁶と考える見解がある。この考え方によれば、次式が成立する²⁴⁷。

$$\text{自己資本価値} = \text{株価} \times \text{発行済株数（社内株を除く）}$$

$$\text{企業価値} = \text{自己資本価値} + \text{負債価値}$$

株価から企業価値を求めることは、経営者は資金の調達に当たり、市場株価で新株式を発行することを前提にしているものと思われる。また、経営者は借入又は増資を自由に選択できるという経営者支配²⁴⁸の立場を採用することに繋がる。しかし、この説は労働付加価値を企業価値の形成要素と認めないので、経営者の立場に立つとはいえない。簡略であるが、企業価値に内容がない。

また会社財務から直接に自己資本価値を求めるには、純利益に資本化率を適用する方法と、営業利益に資本化率を適用して企業全体の価値を求めそこから負債価値を控除する方法の二つが考えられる²⁴⁹。しかしいずれの計算においても、それによる株価が市場株価に一致する保証はない。

4. 最高裁判例における企業価値

① 最判平成 22 年 7 月 16 日²⁵⁰は、持分の定めのある社団医療法人の出資の評価に係わる事件において、「医療法人は、相当の収益を上げ得る点で一般の私企業とその性格を異にするものではなく、その収益は医療法人の財産として内部に蓄積され得るものである。」と判示し、収益性と財産の蓄積に対し企業としての性質を認めた。

補足意見として。社団医療法人は、営利を目的とするか否かの点を除けば、会社と同じように

²⁴⁶ 諸井勝之助『経営財務講義 第2版』（東京大学出版会、1995年）126頁。

²⁴⁷ 諸井・前掲注（246）134頁。日本公認会計士協会編『企業価値評価ガイドライン改訂版』（日本公認会計士協会出版局、2013年）39頁。

²⁴⁸ 富山康吉「アメリカ会社法における株主の地位の変遷」京都大学商法研究会『英米会社法研究』（有斐閣、1950年）159頁。

²⁴⁹ 諸井・前掲注（246）135頁。

²⁵⁰ 民集 234 号 263 頁（医療法人増資みなし贈与事件）。

継続して事業を行う主体といえるから、会社に事業価値が認められるように、社団医療法人もまた事業価値が認められる。「この社団医療法人の企業価値（事業価値）は…現在の財産状態、過去の経営成績や将来の収益見通し、具体的には、貸借対照表や損益計算書などの数値（以下、「経営指標」という。組織管理の在りようや経営者、従業員の資質等の定性的要素が加味されることもあろう。）などを基にして算出され得る」とした。補足意見は、営利性（利潤極大化行動）がなくとも継続的収益事業を行う主体は事業価値を有する、事業価値には経営者や従業員の能力も含まれると解するものと思われる。

② 最決平成 23 年 4 月 19 日²⁵¹は、上場会社株式買取価格決定申立事件において、「一般に、株式市場においては、投資家による一定の投機的思惑など偶然的要素の影響を受けつつも、多数の投資家の評価を通して、企業を取り巻く経済環境下における、個別企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどが考慮された企業の客観的価値が株価に反映されているといえることができる。」と判示し、企業の価値を形成する要素を具体的に明らかにした。この判決は、企業価値の形成要素を述べたものであり、企業価値の意義（客観的価値の内容）を直接に述べたものではないが、判旨に従うと、次の関係式が成立する。

企業の客観的価値＝企業評価（資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通し、など）

株価＝多数の投資家の評価（企業の客観的価値）

この判旨は、一般投資家・株主の立場に立つことは明らかである。また判旨は、配当や利益から株価を求めるとか、株価から企業価値を求めるといったファイナンス理論からはほど遠い。また現在の企業価値算定方法には、資産、負債、収益、成長性、その他を同時に考慮する評価方法は存在しないので、最高裁がある特定の評価方法を採用していないことは明らかである。

③ 最決平成 24 年 2 月 29 日²⁵²は、上場株式の買取請求事件において、市場株価が企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情がない限り、「公正な価格」を算定する基礎資料として市場株価を用いることには合理性があると判示した。補足意見として「企業の客観的価値は、理論的、分析的には、当該企業の将来のキャッシュ・フローの割引現在価値の総和から負債価値を控除したものとされるときも、将来のキャッシュ・フローは未来の不確実な事象に基づく不確実な数字であるから、正確な企業価値を直接に測定することは不可能である。」と述べた。

この補足意見は、企業価値の一算定方法を例にして述べたものであり、一般論を述べたものではないが、客観的であるべき企業価値が将来予想に基づく不確実性を持つことを指摘した点は重

²⁵¹ 民集 65 卷 3 号 1311 頁（TBS 株式買取価格決定申立事件）。

²⁵² 民集 66 卷 3 号 1784 頁（テクモ株式買取価格決定申立事件）。

要である。投資家の不確実な期待に基づく確率分布を前提にしても、情報が完全であれば、中期的に株価は、市場収益率の収斂を通して、均衡することが予想される。この株式の中期的な均衡価格は、当該企業の価値を反映している可能性、すなわち「公正な価格」である可能性がある。

5. 学説

商品の価値と価格については、古典派経済学から始まる労働価値説の中に伝統的議論があるが、企業の価値と価格を労働価値から論じたものは存在しない。会計上は、『企業価値評価ガイドライン』の中に、「価格とは、売り手と買い手の間で決定された値段である。それに対して価値は、評価対象会社から創出される経済的便益である。」²⁵³とする解説がある。ここでは企業価値を将来の経済的便益に求めているが、会計上、経済的便益とは資産が将来にキャッシュ・フローを獲得する能力と理解される²⁵⁴ので、次の貨幣獲得能力を企業価値とする説と差がない。

経営学では、小野の「企業評価は・・・企業全体が資本として有する価値を測定する計算技術である。ここに、企業評価において資本という場合—その概念については、経済学上も経営学上も、それぞれの理論の根底にある基本的な認識に応じて、古くからきわめて種々多様な見解が存在してきたが—私は、個別経済の立場から、個々の財、あるいはそれらを一定の目的のために組織的に結合した経営体が、将来貨幣価値（貨幣そのもの、および貨幣で測定された財・給付などの価値）を、ある経済主体にもたらす潜在能力、またはその主体の貨幣価値の喪失を防ぐ潜在能力として理解する。」²⁵⁵とする説が有力と思われる。ここでは、企業の価値を将来貨幣獲得能力とその蓄積能力に求めている（貨幣、財、給付と価値の関係は論じられていない）。

江頭は、小野の学説を参照して、「収益を最大にすることを目的に資産を運用した、すなわち営業をなしたと仮定した場合の価値、すなわち、企業価値の評価は、経営学上の企業評価論として、長い伝統をもつ学問分野である。その基本的な考え方は…企業を運営することにより将来の各事業年度に会社に生ずると期待される収益の額を、一定の資本還元率により資本還元する」²⁵⁶ことにあると述べている。これでは現金や収益性のない資産などの投資価値を認めないことになる。

6. 継続企業価値

会社法において、企業価値とは何かについては、通説は存在しないように思われる。企業概念

²⁵³ 日本公認会計士協会編集・前掲注（247）6頁。

²⁵⁴ 斎藤静樹『会計基準の研究』（中央経済社、2009年）51頁、115頁、345頁。

²⁵⁵ 小野・前掲注（18）1頁。

²⁵⁶ 江頭憲治郎『会社法の基本問題』（有斐閣、2011年）159頁。

として「一定の計画に従い継続的意図をもって営利行為を実現する独立の経済単位をいう」とする学説に従うとき、企業の価値には、継続的に活動する経済主体として、事業に係わる資産・負債・収益・費用などの全てが含まれると考えられる。この点は、最決平成23年4月19日が、市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績の見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されていると述べた内容と平仄が合う²⁵⁷。

判例・学説ともに、企業の価値の算定に当り、資産・負債・収益・費用を考慮するとして、どの要素をどの程度考慮するかによって、資産価値、収益価値²⁵⁸、又はその按分価値²⁵⁹に結果するとしているが、これらは企業価値の計算方法であり、企業の本源的価値についての議論ではない。

学説の根底には、「本来、キャッシュ・フローの全額を剰余金の配当として支払うことが株主（社員）の利益を最大化するが、現実にはそれが行われなことが多い。なお当期純利益金額は、会計学上の概念に過ぎず、株主（社員）が期待できるリターンの額とは一致しない。」²⁶⁰とする思考が働いていると推測される。しかし、キャッシュ・フローが企業価値を形成するのであれば、キャッシュ・フローの蓄積であるキャッシュ及びその価値変形物である実物資産もまた企業価値を形成するはずである。さらには、本来、会計の利益計算は営業上の資金収支（キャッシュ・フロー）を期間的に再配分する操作である²⁶¹ので、企業の全期間をとると、リターンとしても、利益とキャッシュ・フローは合計的に一致するものと思われる。

株価は、より本質的に、継続企業から考察されなくてはならない。継続企業であるとき、企業は資産の複合体であり、利益の獲得と資本の蓄積によって成長し、自らの企業価値を増大させる。株価は企業価値から派生するものであり、企業価値を反映して、企業価値と共に増減する。この意味では、配当還元法は議決権の価値や会社財産の残余価値を無視しているので、株式の原則的評価方法とは言えない。もともと配当還元法は、不在株主を前提とした、債券的評価方法にすぎない。

²⁵⁷ これらは負債を含む点で企業価値ガイドラインの「事業価値に非事業資産価値を加えたものを企業価値とし、企業価値から有利子負債を引いたものを株主価値とする」という定義とは異なる。

²⁵⁸ 江頭・前掲注（15）15頁-19頁。

²⁵⁹ 関・前掲注（230）116頁。

²⁶⁰ 江頭・前掲注（15）17頁。

²⁶¹ 斎藤静樹『企業会計 利益の測定と開示』（東京大学出版会、1993年）103頁。

§5 株主価値の基礎的諸概念

1. 継続企業

今日、資本主義の発達は、特に株式会社において、企業の資本の巨大化と固定化をもたらした。「多くの企業では、特定の生産種目のための生産設備を擁しているのであって、これを他の種目の生産に自由に転用したり、あるいはこれを処分換金して資本の回収を図るといようなことは事実上困難であり、企業そのものは、おのずから永続的な生産経済体としての本質をそなえるにいたっている。」²⁶²。このような理解によると、資産の多くが流動的なものによって構成された資本主義の初期の段階の企業と違って、現代の大企業体制下における株式会社においては実物資本の転用が容易にできないことから、企業資産の全部売却による投下資本の回収や事業の解体処分は、事実上、現実にはそぐわない結果となる。経済学上、資本が他に容易に転用できるとする仮定は、資本の可塑性（粘土細工）として知られているが、現実の資本には大きな可塑性はない。

2. 動学的行動

価格変動とその後の調整過程を前提に、動学的利潤極大化原理に従うとき、企業はある時点の状態から次に起こる商品価格の変化が下落であるときは手持貨幣を増やし、上昇であるときには商品在庫を増やすように行動する²⁶³。この利潤の形成過程は、人材、貨幣及び商品、債権その他から構成される資産の複合体が時間の中で成長する過程であると考えられるので、ある時点の企業価値は性質の異なる多様な資産の全体によって形成される。資産の成長率は企業の内部収益率と一致し、中長期的には（価格変動後の調整過程を経て）業界の市場収益率に収斂する。

3. 知的財産

一般に財貨用役の生産販売活動には、土地、建物、機械、設備、原材料、人員、知識、技術、資金、環境その他いろいろな要素が存在する。企業が排他的に使用する要素は、知識や労働を含め無体物であっても資産に含まれる。人や技術を全て資産に計上することは困難であるが、収益に反映させることは可能である。また住民や環境は企業の活動に必要な不可欠な要素であるが、企業が排他的に使用することはできないので、資産としては計上されない。

「21世紀に伸びるのは、どちらかというとな知識集約度が高い産業である。一見設備産業に見えても、実は知識集約度を高めている産業が高収入を上げているはずである。自動車産業も、つい10

²⁶² 不破貞春『新訂会計理論の基礎』（中央経済社、1977年）9頁。

²⁶³ Boulding, *supra* note 27 at 362.

年ほど前までは設備集約型だと思われていた。だからGMなどもいろいろな会社と合併して膨張路線を採った。しかし、日本のトヨタやホンダは、自動車産業は単純な設備集約産業ではなく知識集約的なもの作りをしている産業であると考え、そういう道を歩まなかった。今日、はるかに高い収益を上げているのは後者の会社で、反対に凋落したのは、設備集約産業であることを信じて合併を繰り返した前者の会社である。」²⁶⁴とする産業再生機構の内部からの意見は、傾聴に値する。

いつの時代でも商品はやがて成熟し、より高度の代替材により打撃を受けることは、真空管とトランジスタをはじめ多くの歴史の証明するところである。無体物である思想・知識・経験・技術などは、人から人へと伝えられる無形資産であり、この資産により単なる鉱石から純鉄が得られるのである。むしろ合併が上手くいくかどうかは、この無形資産の活用にあると思われる。

4. 負債時価

企業価値を形成する財産の価値から、債権者の有する担保資産等、仕入先の有する仕入予約見返、従業員の有する労働用役、顧客の有する注文予約、国地方自治体の有する課税準備金、その他株主以外の利害関係者に帰属すべき財産の価値を全て控除した残りの価値が、株主に帰属する。

負債の本質は将来の支出義務であるので、将来支出を現在価値に割り引くことにより時価評価することができるはずである。しかしこの考え方では、正常な経営状態においては、契約条項に従って現在価値を求めると約定元本が得られることになり不都合は生じないが、経営が悪化すると元本も支払えなくなるので、負債の時価が小さくなり、評価益が発生する。経営の内容が悪いほど利益が増えるというこの不都合を避けるためには、負債の評価益の計上は、継続企業の前提を疑わしめるものであるので、発生主義によらず、契約その他に準拠した法的確定主義によるのが妥当であると考えられることになろう。

5. 貨幣測定

企業の価値は、ある時点における企業の持つ全部の財産を、それらが有する貨幣価値により測定することができる。財産価値の測定には貨幣収入または貨幣支出が使用される。貨幣の価値は安定しており、投資家は貨幣錯覚を持たないものと考えられる。

²⁶⁴ 富山・前掲注（155）251頁。

6. 資本流入・資本流出

企業の活動に係わる財産を資本として認識し、資本財産の流列により企業資本の価値の増減を認識する。価値の増加には収益収入と資本収入が存在し、価値の減少には費用支出と資本支出が存在する²⁶⁵。利子配当収入も、固定資産売却収入も、すべて資本の流入として企業価値を増加させる。資本の流出には、資本の減少・引出・配当がある。減価償却費は、資本の減少・流出として企業価値を減少させる。借入金利子や利益課税は、資本の流出として企業価値を減少させる。

7. 資本化率

フローの資本化率は、原理的には、ある財産の現在有している価値と将来価値の純流入とを比較することによって決定する。たとえば現在の現金 100 円が 1 年後には 110 円となる時、資本化率は 10% である。これに将来が持つ不確実性を考慮し資本化率に一定率を加算することも考えられる。企業を巡る諸条件は中長期において変動すると考えられるから、資本化率は、本来、将来の各年度において予想されるものでなくてはならない。

企業の内部収益率は産業の平均水準に回帰すると考えられるので、市場収益率が均衡に向かうとき、内部収益率も一定値に収斂する。 R_n を n 期の純収入、 k_n を n 期の収益率、 k を収斂値とすると、 k_n と k との間で次式が成立する。 k は一般に利回りと呼ばれる。

$$\begin{aligned} & R_1 / (k_1) + R_2 / (k_1 \cdot k_2) + \dots + R_n / (k_1 \cdot k_2 \cdot \dots \cdot k_n) \\ & = R_1 / k^1 + R_2 / k^2 + \dots + R_n / k^n \end{aligned}$$

8. 事業価値

資本制企業の本質は、商品の企画・生産・販売にある。これを事業と呼ぶ。事業の持続的な収益獲得能力が企業価値の中心にあることは疑いない。

継続企業の資産には、収益事業に投入された資産と回収された資産の二つがある。事業資産は商品の生産販売に活用されるが、投資は将来のために蓄積される。ある事業に投入された資産の集合は、それを一体として切り出し、一体として譲渡することができる。子会社株式の内容は、それを親会社の一事業と同等に見ることができる。事業の価値は、事業ごとに異なる。企業の価値は、事業価値と投資価値とを足し合わせたものと一致すると考えられる。

²⁶⁵ 小野・前掲注 (18) 323 頁。

9. 評価手法

継続事業の譲渡価値を求める方法には、事業資産が稼得する収益から価値を求める方法、事業資産の売却価値や再取得原価から価値を求める方法、類似の事業渡事例の価格を比準する方法などがある。これに対し、事業を解散して全資産を売り払う清算価値を求める方法がある。

継続事業の価値は、DCFに基づく収益価値により合理的に求められるとする説は多いが、事業の全期間の将来キャッシュ・フローを確定しない限り、期間損益計算による収益価値より正確とはいえない。DCF法の基礎となるキャッシュ・フロー会計は発生主義会計に比べて操作性が少ないといわれる²⁶⁶が、将来キャッシュ・フローを計算に使用するDCF法は、収益予想・費用予想・年々の割引率の予想・ターミナル・バリューの予想・ターミナル・バリューの割引率の予想という計算過程の全要素に主観的予想が入るため、逆に操作性が高い。このことは反って交渉に弾力性を与えるので、企業の売買取引においては、実務上多く使われる。

DCF法を裁判に使用するには、各数値の予想にどのように客観性を持たせるかという問題が発生する。DCFの前提として当事者が合意した「実施可能にして合理的」な事業計画が必要になる。また利益の質として、キャッシュ・フロー利益には資産の評価益が含まれないが、実際には流入する現金のみならず物やサービスの全ての価値が、資産評価益を含めて、資本として働いているものと思われる²⁶⁷。これはDCF法のみならず収益価値法の欠点であろう。同様に研究開発型の企業においては、現金の流出により赤字が続き、収益予想が全く立たないにも拘らず、無形の価値が認識され、反って高い評価を受ける場合がある。収益価値法はこの場合にも評価に失敗する。

10. 企業の内在的価値

企業評価の本質は、純資産価値法やDCF法などといった評価手法とその計算結果にあるのではない。実際に物やサービスを生み出すことのできる組織を価値評価しなくてはならないのであるから、有形無形を問わず、組織を構成するもの、組織が生み出すもの、及び組織の中に蓄積されたものの全ては資本としての価値を持つと考えられる。企業には内在的価値があり、企業評価とはその内在する価値を探り当てる過程である。

²⁶⁶ 桜井久勝「キャッシュ・フロー会計革命」伊藤邦雄編『キャッシュ・フロー会計と企業評価 第2版』（中央経済社、2006年）9頁。

²⁶⁷ 小野・前掲注（18）377頁。

第4章 株式価格形成論

§1 株式の利子付資本への接近と株式の本質

第一次世界大戦後、世界経済の中心は欧州から米国に移った。米国においては、企業の大規模化と株式の分散化が進展した。企業の大規模化と事業の継続により株主の残余財産分配について有する期待利益は殆ど無価値となり、また株式の分散による所有と経営の分離により一般株主の議決権の行使に対する関心は希薄化した。これにより「一般株主にとっては、株式は利益配当請求権を化体した収益証券としての意味しかもたないのである。また、株式取引市場の発達は、この利益配当をとおして、株価—利益配当を平均利子率によって還元したところの、擬制資本としての価格—の存在を普遍的ならしめた。一般株主は、単なる収益証券としての株式に投資し、また会社の現実的資本の運行とは無関係に、自己の投資の回収をこの株式市場において実現する。」²⁶⁸と考えられるようになった。株式価格を、利益配当を資本還元して形成することにより、株式取得に要する金額と利益配当金額との割合は、平均利子率に接近することになる。こうして一般株主にとっては、株式は全く利子付資本と同じものとなると考えられたのである。

1938年にはハーバード大学出版局からウィリアムズによる『投資価値理論』が出版された。同書によると、株式の投資価値は株式に支払われるべきすべての配当についての現在価値と定義される²⁶⁹。ウィリアムズは、株式の実質価値は配当を還元した現在価値であり、市場価格とは異なるから、投資するには真の価値よりも安い価格で売られているものを買う必要があるとして、「株式価値」を追求した。ウィリアムズは、「配当として支払われなかった収益が、株主利益のために複利で再投資できるなら…これらの収益もまた、後に配当を生み出すはずである」²⁷⁰とする仮定を置いたので、結果的に、長期的には配当も利益も同じ投資価値をもたらすことになると思われる。

ウィリアムズの株価理論は、株式価値を投資価値と読み替え、それは配当であると定義したのであるが、なぜ株式価値が配当であるのかという点になると、彼はついに明確な理由を示すことはできなかった²⁷¹。この問題は、株式価値の基礎にある株式の本質に立ち戻る必要があると思われる。

²⁶⁸ 富山・前掲注(248)160頁。

²⁶⁹ John Burr Williams, *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, 1938 (reprinted: Fraser Publishing, 1997), at preface and 55 (翻訳として、John Burr Williams 岡村桂訳『投資価値理論』(パンローリング、2010年)1頁、77頁)。

²⁷⁰ Id. at 57 (Williams・前掲注(269)78頁)。

²⁷¹ 杉江雅彦『株式価格の理論』(多賀出版、1983年) i 頁。

1. 財産権

株式はもともと出資を証する証券であって、会社の資本財産に対する所有権を証明している²⁷²。明治 23 年商法(旧商法)154 条は「会社の資本を株式に分ち其義務に対して会社財産のみ責任を負ふものを株式会社と為す。」と規定していた。この規定から株式は資本を分割したものであることが説明できる²⁷³。会社が解散するときには、株式は残余財産として実現する(会社法 105 条 1 項 2 号)。

流通市場においても、株式が財産証券として売買されることがある。①昭和 20 年から 23 年の戦後インフレの過程においては、利益配当を行っていない会社は極めて少ないにも係わらず、株価は異常に高く、利回りは利子率に比べて異常に低かった²⁷⁴。これは株式の原資産としての実物資本が、貨幣価値の下落に対するインフレ・ヘッジとして、財産の保全に役に立つと考えられたためであると理解される。また、②戦後財閥解体によって閉鎖機関に指定された旧三菱商事や旧三井本社などの解散価値は、極めて高かった。例えば、昭和 22 年以来清算中の会社であった旧三菱商事は、昭和 34 年 3 月中には大阪市場で 18000 株の売買があった²⁷⁵。同社株式には利益配当の見込みが全くないにも拘らず、なお財産証券として市場で売買され続けたのである。また、③盛業中であった東京海上や日本郵船などの株式も、在外資産返還のうわさが流れるたびに、価格が吊り上げられた²⁷⁶。このような場合、株価は企業の財産価値により形成されると考えられる。

2. 支配権

株式には株主総会における議決権が認められ(会社法 105 条 1 項 3 号)、株主は株主総会において議決権を行使することができる。株式を持つことは、細分化された支配権を持つことを意味する。資本多数決を前提に、株式の多数を得た株主は会社を支配することができる。

株式の買占めによる企業の買収は、昭和 27 年の白木屋事件を始めとして、平成 27 年の日本ギア工業事件などに至るまで、現在まで切れ目なく続いている。買収の目的には、経営権の取得、取得事業の再編などがあるが、いずれも細分化された支配権としての株式を取得するものである。一般に企業買収では、株式の買付価格は流通価格を離れて上昇するが、買手は自己の事業計画を持って買収するのであるから、対象会社の現在の収益力からだけでは、買付価格を説明するこ

²⁷² 川合一郎『川合一郎著作集 3 株式価格形成の理論』(有斐閣、1981 年) 19 頁。

²⁷³ 山下友信編『会社法コンメンタール 3』(商事法務、2013 年) 13 頁 [上村達男]。

²⁷⁴ 川合・前掲注 (272) 21 頁。

²⁷⁵ 川合・前掲注 (272) 26 頁。

²⁷⁶ 川合・前掲注 (272) 27 頁。

とはできない²⁷⁷。

3. 配当請求権

株式には、剰余金の配当を受ける権利がある（会社法 105 条 1 項 1 号）。剰余金とは利益の蓄積額である。市場経済においては、企業は資本を投下して商品を生産し、商品の販売により資本を回収する。商品の販売価格が製造原価を上回ると、企業は利益を獲得することができる。企業活動の目的は、この商品の生産販売による利益の獲得にある²⁷⁸。この利益の蓄積額である剰余金に対し、すべての株式は平等にその配当に参加することができる。

支配株主は容易に株式を売却しないので、株式の流通価格は少数株主の売買により形成されることになる。この株式の流通価格としては、通常は剰余金の配当を反映した、利潤証券としての価値が形成されるものと考えられる²⁷⁹。

4. 投機

株式は自由に譲渡することができる（会社法 127 条）。しかし株式の価格は変動する。「株式の価格にあつては配当さらに利潤を変化させる要因、利子率を変化させる要因の変動によってたえず価格が変動するのは当然のことである。」²⁸⁰。この現在と将来の価格差を利用する取引は、時間における裁定取引（arbitrage）であり、投機と呼ばれる。

投機取引は「生産に基礎をおかないために資本蓄積の究極の基礎になりえないので、たんなる私的利益の追求として社会的に蔑視されてきた」²⁸¹とされる。しかし投機には、安いところで買い、高いところで売るので、価格を平準化する機能がある。この投機による価格の安定を求め、歴史的に農産物市場などにおいて、先渡取引や先物取引が発達した。株式の評価においても、オルソンの残余利益モデルは、現在の資産売却価値にその資産の予想超過収益の現在割引価値を加算するという先物価格の考え方を利用している。投機の本質は予想である。株式市場には、株価の先見性と呼ばれる現象がある。株価には、投機による株式会社の将来業績の見通しが現れているともいえる。

²⁷⁷ 川合・前掲注（272）35 頁。

²⁷⁸ 川合・前掲注（272）36 頁。

²⁷⁹ 川合・前掲注（272）37 頁。

²⁸⁰ 川合・前掲注（272）38 頁。

²⁸¹ 川合・前掲注（272）3 頁。

§2 株式価値の評価方法

評価論においては、株式は企業価値を原資産 (underlying asset) とする金融派生商品 (financial derivative products) であると考えことから、現在、評価方法に変化がもたらされている。「近年においては、投資者はかならずしも配当の受領を動機として株式の売買を行っているとは言い難く、株価形成もむしろ企業の収益に基礎を置いてなされているようにみえる。それは、株式投資の採算基準が配当を基礎に置く利回りから、1株当たり収益に準拠した株価収益率へと移ってきていることにも表れている」²⁸²とする分析により、株価形成論は配当 (リターン) から収益 (企業価値) へと変化した。裁判実務においても、最決平成23年4月19日(TBS株式買取価格決定事件)は、株式市場では「各企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどを考慮した企業の客観的価値が株価に反映されている」と判示した。評価論からみると、判旨は、株式は企業価値から派生する金融商品であるとする仮説に近い。しかし最高裁は、企業価値の考慮要素に資産・負債を含め、必ずしも収益・業績見通しに限定していない。そこで株式の法的評価において、株価を形成する株式価値とは具体的にどのようなものであり、またどのようにして求めるのが問題となる。

証券投資論には、株式価値を求める場合に、株式価値評価モデルによる方法と、企業価値評価モデルによる方法の2つがある²⁸³。株式価値評価モデルは、株式の価値を直接的に推定する技法であるが、計算要素である配当や資本コストなどを決定するためには、企業の配当政策や資本政策を考慮する必要がある²⁸⁴。会社は、意図的な配当政策をとることができるが、利益操作と異なり、それを不当とすることは難しい²⁸⁵。また会社は金利を操作することも可能であると考えられている。これに対し企業価値評価モデルでは、操作可能な配当や金利を使用しないこと、及び企業活動の全体をモデル化することが可能なことなどの利点があるが、資産や負債の評価、収益力の予想と割引率の決定などの複雑な手順を踏む必要がある²⁸⁶。

現在、株式価値を求める手法としては、資産価値による方法 (asset approach)、収益価値による方法 (earnings approach)、市場価値による方法 (market approach) などが考案されている²⁸⁷。歴史的に、株式評価は企業評価とともに発達してきたので、企業価値評価と株式価値評価を厳密

²⁸² 杉江・前掲注 (271) ii 頁。

²⁸³ 諏訪部・前掲注 (14) 98 頁。前述したように、「株式価値評価モデル」という用語は混乱を生じ曖昧であるが、同書に従う。

²⁸⁴ 諏訪部・前掲注 (14) 98 頁。

²⁸⁵ 関・前掲注 (4) 218 頁。

²⁸⁶ 諏訪部・前掲注 (14) 98 頁。

²⁸⁷ 関・前掲注 (4) 214 頁～224 頁参照。

に区別する議論は難しい。

評価論上、株式価値の原則的評価方法は存在していない²⁸⁸。株式の法的評価による価格が利害調整機能を有する価格であるとする、株式価格の基礎としての「価値ないし価値評価は画一的なものである必要はなく、それを要求している個別の法律の規定の解釈によって、各評価局面ごとに相違したものであってもよいのではないか」²⁸⁹と考えることもできる。非上場株式に対しては、収益価値を原則とし、解体価値がそれより高い場合には、解体価値によるとする学説²⁹⁰もある。また通常、上場株式の流通価格には、少数株ディスカウントが存在していて企業価値を現すとは限らない。

(1) 資産価値法 (asset approach)

会社の純資産額を発行済株式総数で除して得られる1株当たり資産価値により株式の価値を評価する。純資産額の内容は、必ずしも一義的ではない²⁹¹。決算貸借対照表上の純資産額からは簿価 (book value) が求められる。事業の継続を前提とし、資産を第三者に売却する場合の時価を算定するという考え方もある。事業用資産については、再取得原価によることもある。会社が解散し、事業を清算することを前提にして個々の資産の処分価値を求めると、解散価値となる。

① 簿価法

資産を帳簿価額で評価する。会社法は、譲渡制限株式の買取において、買取人に対し1株当たり純資産額 (簿価) に対象株式の数を乗じて得た額を供託することを求めている²⁹²。決算貸借対照表から株価を算出することは、算出方法として比較的容易であるうえに、評価人によって差異が生ずることが少ない²⁹³。

しかし簿価法では、貸借対照表上、事業用土地建物などの含み資産、無償取得した借地権、自然発生暖簾、現金主義処理された消耗性資産などの簿外資産において、時価と簿価に差異が生じる。また繰延資産や前払費用の資産性については、貸借対照表の数値を使用する目的に応じて考

²⁸⁸ Ian R. Campbell, Howard E. Johnson and Christopher Nobes, *Canada Valuation Service*, Thomson Carswell, 2012, at 5-13 は、「原則 4」として、有形資産価値は継続事業価値の原資産であり、理論的に事業収益価値の方が高いとしている。日本にはそのような原則は存在しない。

²⁸⁹ 関・前掲注 (4) 187 頁。

²⁹⁰ 江頭・前掲注 (15) 19 頁。但し、上場株式の価格も企業価値から派生する。

²⁹¹ 江頭・前掲注 (256) 154 頁。

²⁹² 会社法 141 条 2 項。

²⁹³ 江頭・前掲注 (256) 154 頁。簿価は「時価に関して何ら意味ある情報を提供するものではない」とするが、株式の流通価格は、通常、1株利益・1株純資産など簿価により形成される。

慮する必要がある²⁹⁴。利益留保性の引当金については、自己資本に含まれるので、負債から控除すべきである²⁹⁵。

② 時価法（継続価値法）

継続企業を前提に、資産を時価で評価する（時価法）。通常は、資産を第三者に売却する価格で評価する。売却価格が存在しない場合には、資産の収益還元価値により評価する。全ての資産負債を時価評価することは実務上困難なことから、土地や有価証券その他主要資産の含み益のみを時価評価することもある（修正簿価法）²⁹⁶。

資産の含み損益に対する法人税等を負債として認識するか否かは、評価の目的による。通常、会社が継続する場合には、資産の含み益に対する法人税等の支払いは、それが実際に売却される将来時点まで延期される。法人税 25 条は、資産の評価換えをしてその帳簿価額を増額した場合は、益金の額に算入しないと規定している。逆に土地などの価格が全般的に下落した場合にも評価損は損金の額に算入しない（法人税法施行令 68 条 1 項 3 号参照）。したがって、資産の含み益に対する法人税等は、発生費用ではあるが、法的債務ではない。同様に、前払費用、繰延資産、繰延税金資産等を資産に計上するか否かも、評価の目的によって決定する²⁹⁷。負債については、貸倒引当金、退職給与引当金、修繕引当金などの計上は、利益留保性でない限り、支出の確実性又は個別契約の存在により認められる場合があると考えられる。

この方法は、最判昭和 44 年 12 月 11 日²⁹⁸の示した、協同組合の脱退組合員に対する払戻持分の計算についての「企業価値方式」とは異なると思われる。企業価値方式とは「会社の解散の際に会社財産が営業の継続を前提としてなるべく有利に第三者に対して一括譲渡されると仮定した場合の価額を会社財産の評価基準とする方式をいう」²⁹⁹のであるから、継続企業を前提にせず、清算企業を前提にしている。ただ事業を継続するという点で、継続価値法に近い。

²⁹⁴ 関・前掲注（4）215 頁。

²⁹⁵ 関・前掲注（4）216 頁。

²⁹⁶ 日本公認会計士協会編集・前掲注（247）69 頁。Campbell, Johnson & Nobes, *supra* note 288, at 3-11 は、修正簿価を「The amount by which the Fair Market Value of the tangible and identifiable intangible assets of their value in continued use, exceeds the fair market value of the liabilities of the business.」と定義する。しかし負債の公正市場価値は成熟した概念ではない。

²⁹⁷ 関・前掲注（4）216 頁。

²⁹⁸ 民集 23 卷 12 号 2447 頁。

²⁹⁹ 江頭・前掲注（256）156 頁。

③ 原価法³⁰⁰

資産を再取得価格（再調達原価）で評価する。同じ資産を、市場から調達するとすれば、どれだけの支出が必要となるかという観点に立つ方法である。原価法は、買収者が今からこれと同じ企業体を作るとしていくらのコストを必要とするかという観点から企業を評価するものであるから、事業の継続が前提となっている。資産処分や会社清算は予定されていないのであるから含み益に対する法人税等や清算所得に対する法人税等を差引く必要は無い³⁰¹。

もともと再調達原価（replacement cost）は、購買市場と売却市場とが区別される場合において、商品の購入代価に付随費用を加算した現在支出額の集計であり、その本質は原価であると考えられている。会計上は、原材料等のように、売却価格よりも再調達原価のほうが把握しやすく、製品の売却価格が原材料の再調達原価に連動して変動する場合には、売却価格に代えて再調達原価を時価とすることも認められる³⁰²。

これに対し、相続した財産を原価法で評価することには問題がある。原価法は買手を前提にした購入額であり、売手を前提とした売却額ではないからである。貰った財産を購入することはありえない。貰った財産は使用収益するか売却するしかないはずである。

④ 解散価値法

清算企業を前提に、資産を清算時の処分価格で評価する。会社を解散し財産を清算処分することを前提とした評価方法である³⁰³から、帳簿価額のない無償取得による借地権、特許権、営業権等についても評価する必要がある反面、前払費用、繰延資産、繰延税金資産などの換金性のないものについては評価しない。負債として控除されるべきものは、法的に確実な債務にかぎられる。また清算出費として、役員や従業員の退職金、清算人の報酬及び法人所得に対する法人税等を考慮する必要がある³⁰⁴。

解散価値法は、株主が株式会社の共同所有者であるという伝統的な観点に立脚し、株式会社を解散するときには残余財産が株主に分配されるとする立場から、理論的には、これにより算出さ

³⁰⁰ コスト・アプローチ（原価法）。不動産鑑定基準には原価法として採用されている。収入ではなく支出で評価する点に特徴がある。ドイツでは、企業の実体価値として、第一次大戦後のインフレーションを背景に、経営計算の基盤を修正し企業の資本価値を維持するために、組織を構成する個々の資産を再取得価格によって評価することが提起された。その目的は、企業評価ではなく、正確な期間利益の計算にあった。

³⁰¹ 関・前掲注（4）217頁。

³⁰² 醍・前掲注（126）121頁。

³⁰³ 関・前掲注（4）216頁。

³⁰⁴ 江頭・前掲注（15）19頁。関・前掲注（4）216頁。

れる株式価値が株価の最低限を画するとする意見がある³⁰⁵。しかし事業が継続しているときに実際に企業を清算することは、財閥解体の歴史からみても、結了まで長い時間がかかる上に、解散による取引契約の解除、工場等の解体、役員・従業員の退職などの必要経費額などの合理的見積りに対し疑問が残る³⁰⁶。解散価値法は、会社が清算会社であるなどの場合に限り採用されるべきである。

(2) 収益価値法 (earnings approach)

継続企業を前提に、収益を一定率で割引いて、「継続的収益産出体」³⁰⁷を評価する方法である。分子の収益には、配当、利益、ネット・キャッシュ・フローなどが考えられる。分母の割引率としては、内部利益率、株式収益率などが考えられる。収益値が予測値か実績値かについては、評価目的によって異なる。株式の公正な価格を求める場合には、企業価値の毀損がなかった場合の経済状態を保障するために「ナカリセバ価格」を求める場合（過去）と、企業価値の増加を前提に企業再編によるシナジー効果を含めて合理的に分配する「公正な価格」を求める場合（将来）によって、基礎として採用されるべき収益値の時期が異なると考えられる³⁰⁸。

① 利益還元法

利益を一定の収益率で割引くことにより、企業価値を算出する。利益としては、営業利益・経常利益・当期利益などの採用が考えられ、それに応じて採取すべき収益率も変化する³⁰⁹。収益率として、内部収益率ではなく、類似会社群が形成する市場均衡収益率を考慮する場合には、営業利益率の収斂性が最も高く、経常利益率の収斂性がそれに次ぐ³¹⁰。しかし市場株価は、営業利益ではなく恒常的な当期利益に対し高い相関を示すので業種による検討が必要である。類似会社群は、競争により時間と共に変動するので、市場収益率もまた時間と共に変動する。

利益額は、適正な期間損益計算を前提として作成された貸借対照表、損益計算書を基礎として、恒常的正常値を求める。臨時的な項目については修正を要する。役員報酬など利益操作的なものについては修正を要する場合がある³¹¹。修正は、実績値を利用する場合でも必要となる。

³⁰⁵ 江頭・前掲注（256）155頁。江頭・前掲注（15）19頁。

³⁰⁶ 関・前掲注（230）375頁。

³⁰⁷ 関・前掲注（4）217頁。

³⁰⁸ 弥永真生「株式買取請求に係る『公正な価格』」民商法雑誌145巻3号（2011年）351頁参照。上場株式の価格形成から、このように解釈できると考えられる。

³⁰⁹ 日本公認会計士協会編集・前掲注（247）49頁。

³¹⁰ 大日方・前掲注（167）21頁。

³¹¹ 関・前掲注（4）219頁。

② ディスカウント・キャッシュ・フロー法

事業活動から生ずるキャッシュ・フローを割引くことにより事業の価値を計算する。キャッシュ・フローとしては、売上収入から材料費・人件費・税金・設備投資額・運転資本増加額などの事業の維持に必要な支出を控除した後のフリー・キャッシュ・フローを採用する³¹²ことが多い。

事業資産全体の価値を求め、それから負債を控除するときには、キャッシュ・フローから支払金利は控除しない。もともとキャッシュ・フロー会計には、事業資産の価値の増減を期間認識する能力はないので、事業資産の取得から使用収益を経て売却するまでの全期間のキャッシュ・フローを取り込むような長期間を採用しないと、事業の価値の算定は困難である。

DCF法による計算では、一定期間の収支と期間経過後の残余価値（ターミナル・バリュー）を見積り³¹³、これらの各期間収支戻と残余価値を、年々の割引率、残余価値の割引率を見積もって、資本還元する。計算要素のすべてに予想が入り込むことになるので、取引などの交渉には使いやすいものと思われるが、裁判実務においては客観性の確保が難しい。そこで前提として、当事者の合意した「実施可能にして合理的」な事業計画の存在が必要となると考えられる。

③ 配当還元法

配当収入を利子率で割った現在価値で株式価値を算出する方法である。わが国においては、上場会社であっても、配当性向を低く抑えたり、または、配当額を一定とする配当政策がとられる場合がある。非上場会社には、配当原資があるにもかかわらず、配当を行わない会社も多い。これらの場合には、配当還元法には、合理性を認めることはできない。また多数派株主が実質的に配当額を決定しうる地位にある場合には、配当値の操作性を考慮しなければならない。

配当還元値は、株式の価値をリターンから直接に求めるものであり、企業価値から求めるものではないので、議決権を争う局面には使用されない。もともと配当還元法は、議決権を行使しない不在株主を想定して開発された評価手法であり、議決権の価値を明示的に含んでいない。このことを強調すると、例えば、株式の「公正な価格」の決定局面では、条文で反対株主の議決権行使が要求されている限り、法は配当還元価値を予定していないと考えられる。また会社法 144 条の譲渡制限株式の売買価格の決定局面では、会社経営に不都合な株主の議決権を排除するのが制度の目的であるから、株式価格には、議決権の価値が織り込まれなくてはならない。このような法的評価の局面においては、配当還元法の採用は限定的であるべきであると考えられる。

³¹² 江頭・前掲注（256）159頁。

³¹³ 日本公認会計士協会編・前掲注（247）47頁。

④ 割引率の考察

経営財務論では、割引率として、株主資本コストと負債コストを加重平均した資本コスト (weighted average cost of capital) を使用することが多い。しかしこのような経営財務論の考え方を、そのまま会社法の企業価値評価に採用するべきかどうかは、検討の余地がある。

(i) 株主資本コスト

株主が会社に対し要求する期待収益率を株主資本コストという。株主資本コスト (r) は、リスクがない国債などの資産から得られる利回り (f) と日経平均³¹⁴などの株式市場に期待する利回り (m) と個別銘柄が日経平均などに感応する度合い (β) とからなると考えられている。いま投資家が日経平均と同じポートフォリオを持っているとすると $r=f+(m-f)$ となる。 f は長期国債の利子率、 m は過去の実績利回りの長期平均値を使用することが多い。この式は、過去の日経平均の収益率が国債利回りより良ければ、今後も日経平均のポートフォリオに投資するという意味である。国債、株式、社債券などに大量の資金を分散投資する機関投資家であれば、このような考え方にも合理性がある。大量の資金を個別銘柄に集中投資することは、マーケット・インパクトが強すぎて、採用できないからである。

問題は β にある。 β とは、ある銘柄の株価が日経平均の変動にどのように反応するかという感応度を示すものとされている。ある銘柄の $\beta = +1.5$ であると、日経平均が 1% 上昇するとその銘柄は 1.5% 上昇する。 $\beta = 0$ であるとその銘柄は日経平均とは独立である。 $\beta = -0.5$ であると日経平均が 1% 上昇するとその銘柄は 0.5% 下落する。これにより、個別銘柄の株主資本コスト $r = f + (m - f) \times \beta$ と示される。しかしこのような都合のよい感応度が本当に存在するであろうか。 β の定義は次のようになっている³¹⁵。

$$\beta = (\text{任意の株式の日経平均に対する共分散}) \div (\text{日経平均の分散})$$

このように β の本質は、日経平均のリスクを 1 としたときの個別銘柄の相関係数に過ぎない。相関係数が感応度を示すということは、統計学からは言えないので、 β の正誤は実証研究によるべきことになる。しかし Fama-French (1992) の東京証券取引所全銘柄の研究によれば、① β が高いほど期待リターンが高くなる傾向はあるが統計的有意性は弱い、② β 以外の変数としてバリュー株効果が強く存在する、ということが分かった³¹⁶。日本では、 β の感応度には信頼性がない。

また、株主資本コストを、 β を使って算定するには、その銘柄の過去の株価の動きが必要にな

³¹⁴ 「日経平均」とは東証第 1 部 1700 社の内 225 銘柄からなるポートフォリオである。取引が活発で流動性の高い会社を選び、業種を考慮しながら定期的に入れ替えている。

³¹⁵ 小林孝雄ほか『新・証券投資論 I 理論編』(日本経済新聞出版社、2011 年) 70 頁。

³¹⁶ 小林ほか・前掲注(315) 99 頁。

るが、非上場株式には株価が存在しないため、類似会社群の β で代用することになる³¹⁷。しかし、個別銘柄の β が類似会社群の β に収斂するという実証研究は存在しない。

さらに、ある会社の β を算定するには財務比率による調整が必要であるとして、類似上場会社群の無借金 β_0 (アンレバードベータ) を算出し、その会社の負債のレバレッジ効果を加算することが行われる³¹⁸。ただし、 t は限界税率、 D は負債価値、 E は株主資本価値。

$$\beta = \beta_0 \times (1 + (1-t) \times D/E)$$

この方法は、総資産による企業価値を算定し、そこから負債を控除する思考方法に準拠している。しかし市場株価は当期利益によりも営業利益に強く反応するという実証研究は存在しない。また日経平均はあくまで 225 社の平均に過ぎず、個別銘柄が帰属する個々の産業の動向を示すわけではない。類似会社群の β_0 に産業の収益率を代表させるのは、直接に求めることのできる産業の収益率を、わざわざ迂回して日経平均により説明させるという本末転倒した結果となる。

(ii) 加重平均資本コスト (weighted average cost of capital、WACC)

WACC は、株主資本コストと負債コストを株主資本価値と負債価値の割合で加重平均した数値である³¹⁹。負債コストには、一般に有利子負債の利率が採用される。株主資本コスト 10%、負債利率率 5%、実効税率 30%、株主資本：有利子負債 = 4 : 6 のとき、次の様になる。

$$WACC = 10\% \times 40\% + 5\% (1 - 30\%) \times 60\% = 6.1\%$$

これは経営者が求める割引率であり、株主が求める収益率でないことは、定義から明らかである。経営者は、利息、税金などを控除する前の企業価値を求め、そこから負債を控除して株主価値を求める。この思考方法では、資金調達において、経営者は募集株式発行と銀行借入を自由に選択できるとする前提が働いている。また本来、経営者の立場に立つ企業価値には、賃金を控除する前の総付加価値からなる企業価値が採用されなくてはならない。

このように考えると、税引前・利払前・償却前利益 (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization、EBITDA) を WACC で割引いて事業収益の現在価値を求める評価方法は、MBO による事業の買収など、支配株主 = 経営者の成立する場合に限り使用されるべきものと思われる。以下で紹介する大日方の実証研究によると、類似会社群の経常利益率は収斂することが証明されているので、株主の立場からは WACC の考える資本コスト概念そのものに疑問を生じることになる。

³¹⁷ 日本公認会計士協会編・前掲注 (247) 75 頁。

³¹⁸ 日本公認会計士協会編・前掲注 (247) 75 頁。

³¹⁹ 日本公認会計士協会編・前掲注 (247) 49 頁。

(iii) 個別企業の利益率の産業平均への回帰

大日方は、売上総利益、営業利益、経常利益、税引前利益、当期純利益の5段階の分子において、前期末総資産、前期末株主資本、当期売上高の3段階の分母に対し、個別企業の利益率が産業平均に回帰するか否かを分析した³²⁰。その結果、利益率は産業の平均水準（平均値または中央値）へ向けて、回帰する傾向を持っていることが明らかになった³²¹。売上総利益率、営業利益率、経常利益率、税引前利益率、当期純利益率は、その計算順序に従って、持続性はしだいに低くなる。ただし、営業利益率と経常利益率の間には大きな差はない³²²。その持続性の裏返しとして、当期純利益の超過利益率はより短時間で消滅するという結果が、繰り返し確認された³²³。また期末純資産と売上高を分母とする経常利益率、税引前利益率、当期純利益率は、2～3年後に超過利益が消滅する³²⁴。特に、経常利益率と当期利益率の持続性の差は大きい。

これらのことから、ある時点の純資産価値に対する将来の経常的な利益の比率は、産業平均に回帰することが分かる。赤字企業は市場競争から脱落するので、類似会社群を構成しない。会計にとって「持続可能な恒久的利益」の開示は、極めて重要である³²⁵。特に、特別損益項目を考慮し当期利益を採用する必要があるときには、DCF法を採用し、3～5年間の収支予想を基礎とすべきであろう。それであっても、技術革新は、産業平均を超えた問題であり、別途の考慮を要する。

(iv) 株式収益率 (rate of return)

実証研究では、CAPM理論は証明されない³²⁶。また株主資本コストの算定の基礎となる株式リスク・プレミアムは、長期間の株式市場全体のトータル・リターンの平均と無リスク利子率の平均の差を推定値とする方法が一般的であるが、メーラとプレスコットにより株式リスク・プレミアムのアノマリーの存在が指摘されている³²⁷。つまるところ、CAPMなどの理論は、株式投資額とその収益額を問題にしているのであるから、投下資本としての現在株価とそれによる将来収益の関係を考察することが基本にあると考えられる。

³²⁰ 大日方・前掲注(167) 21頁。

³²¹ 大日方・前掲注(167) 298頁。

³²² 大日方・前掲注(167) 300頁。

³²³ 大日方・前掲注(167) 300頁。

³²⁴ 大日方・前掲注(167) 304頁。

³²⁵ 大日方・前掲注(167) 20頁。

³²⁶ 諏訪部・前掲注(14) 127頁。

³²⁷ 諏訪部・前掲注(14) 129頁(株式リスク・プレミアムの理論値が、米国株式市場における過去の実績値より大幅に低い)。See Rajnish Mehra and Edward C. Prescott, *The equity premium. A Puzzle*, 15 J. of Monetary Economics 145 (1985).

期待収益率＝将来収益÷現在株価

また株式の投資価値は、将来収益を期待収益率で割引いたものと定義される。

株式投資価値＝将来収益÷期待収益率

投資家の裁定行動を前提に考えると、「投資価値は、個々の投資家の期待に基づいて形成されるから、本質的には主観的なものであり、理論上は、一証券について投資家の数だけ存在しうる。しかし、市場においては、各投資家の期待は、取引経験を通じて修正されつつ収斂して、比較的一致したところに落ち着くから、その意味では、ある証券について、非常に飛び離れた投資価値がいくつも存在するというようなことはない。現実には、ほぼ一定の投資価値が認識されていると考えてよいであろう」³²⁸。このように考えると投資家が投資する類似会社群の株式裁定市場においては、市場均衡収益率が存在するものと考えられる。これにより株式の収益価値を求めることができる。

個別株式の収益価値＝当該企業の将来収益÷類似会社群の均衡収益率

(3) 市場価値法 (the market approach)

市場価値法は、株式の市場価格から株式価値を直接に求める方法として発達してきた。類似取引比較法もこれに含まれる。また類似会社群の収益率から、市場均衡収益率をもとめ、対象企業の収益を還元する方法は、市場価値法に入ると考える説もある³²⁹。非上場株式の場合には、市場価値 (market value) が、単なる交換価値 (exchange value) という意味で用いられることもある。

① 市場株価法

株式が、自由な取引市場で取引されているならば、その株式の価値を市場価格で評価することができる。証券取引所の取引市場価格、店頭登録市場の取引価格のみならず、自由な取引により価格が形成されているかぎり未公開株流通市場などの取引価格で評価することも、これに含まれる³³⁰。

(i) 公正な取引価格

株式の価格の決定に市場株価法を採用するには、市場株価が、当該企業の客観的価値を反映していることが必要である。株価に対しては、粉飾決算・情報操作などにより操作されやすいとい

³²⁸ 小野二郎『証券価格論』(同文館、1979年) 41頁。

³²⁹ 日本公認会計士協会編・前掲注(247) 56頁。

³³⁰ 関・前掲注(4) 222頁。

う欠点が指摘されてきた³³¹。操作された株価が公正な価格でないことは当然である。

市場株価法は評価手法が明確であり評価者の主観によって左右されにくいという特質をもつ。日本の最高裁は、株価が企業価値を反映していると考えられるときには、市場株価を「公正な価格」として採用するとする判例法理を完成しつつある（最決平成 23 年 4 月 19 日（TBS 株式買取価格決定事件）、最決平成 24 年 2 月 29 日（テクモ株式買取価格決定事件）参照）。この最高裁の考え方によれば、我国の上場株式に対する買取請求権の行使は、株価が企業価値を反映していないと認められる場合に限られることになり、米国デラウェア州などの原則として上場株式に買取請求権を認めない立場に近づくことになる。

（ii）マーケット・インパクト

市場株価法は、成立した市場価格を、そのまま評価指標として使用するのが一般的である。しかし対象株式が市場で売却されることを前提に考慮すると、もし比較的大量の株式が市場に放出されれば、市場の需給関係を乱し（マーケット・インパクト）、その市場価格で株式を売却換金することはできなくなるはずである。そこで比較的大量の株式を市場に売却し換金することを前提に含んだ市場株価法を考案する必要がある。

米国連邦税法やカナダ・バリュエーションなどで採用するブロッケージ・ルール³³²によると、比較的大量の株式は、市場で成立した株価引用による方法よりも若干低額な評価がなされることとされている。法が株式の売却換金価値の評価を要求していると解される局面では、このようなディスカウントを考慮しなければならない場合があると解される。

または、実際の売却において、執行に時間を掛けて、1つ1つの取引サイズを小さくすることが可能であれば、出来高加重平均株価などの実際に換金可能な価格を考慮することができる。しかしこの方法では、マーケット・インパクトは小さくなるが、タイミング・コスト（売買の意思決定をしてから取引が発生するまでの価格変動）は大きくなる。

（iii）支配プレミアム

一般投資家が、市場で売買する株式の取引数量（ブロック）は、必ずしも大きなものではなく、通常は会社支配権の移動を引き起こさない程度のものである³³³。従って対象株式の数量が少量である場合には、市場価格を基礎とする評価方法には合理性がある。しかし対象株式の数量が多量であり、株式価値の決定に会社支配の要素を考慮する必要があると考えられる場合には、その株

³³¹ 関・前掲注（4）223 頁。

³³² 関・前掲注（4）87 頁。Campbell, Johnson & Nobes, *supra* note 288, 3-12.

³³³ 関・前掲注（4）224 頁。

式を市場価格によって評価することはできない。その場合、株式価値を決定するには、公開買付価格を参考に取引価格を決定するか、または市場価格に対し支配プレミアム（control premium）の加算を考慮する必要があると考えられている。

支配プレミアムとは何かについて、通説は存在しない。会社財産のポジションを一定としても、支配権を獲得すると経営の自由度が上がり、経営資源のすべてをより付加価値を生むと考える事業に集中投資又は変更投資させることができる。これにより期待収益が増加する。この期待収益の増分価値が支配プレミアムであると考えられる。それ以外に売手と買手が単独に事業を行う場合に比べて、売手と買手の統合による増益（シナジー）効果が生まれる場合があると考えられる。このシナジー効果に対する対価は、シナジー・プレミアム（synergy premium）として、支配プレミアムとは区別されるが、この2つのプレミアムを直接的に測定する方法が有るわけではない³³⁴。公開買付などにおいて取引価格が市場価格より高く決まる場合に、その差額を説明するものとしてこれらのプレミアムが用いられているにすぎない。

支配プレミアムといっても、企業財産に変化がない以上、それは同じ企業財産に対する評価の差であるにすぎない。支配プレミアムは、経営者にとっては認識可能な内在価値であるが、経営に携わらない多くの株主にとっては、それを認識することは困難であると考えられる。このように考えると、通常の株式市場で形成される株価には少数株であることのディスカウント（minority discount）が行われていることになる。このことは、市場株価は、企業の客観的価値を反映しているとは言えないのではないかという問題を引き起こす。この問題は、企業価値の考慮要素と関連して考察される必要がある。

② 比準評価法

非上場株式を、その発行会社に類似する上場会社の株式の取引価格に、比準させて評価する方法である³³⁵。株式公開前の制限期間中に行う第三者割当増資や株式の移動、入札下限価格の決定などに用いられる。株式公開価格の決定方法としては、現在も、イギリス、シンガポール、フィンランド等で採用されている³³⁶。

（i）類似会社比準法

非上場会社株式の株価を、その発行会社と事業内容・規模等の類似する上場会社の株価に、純

³³⁴ 日本公認会計士協会編・前掲注（247）76頁。

³³⁵ 関・前掲注（4）227頁。

³³⁶ 忽那憲治『IPO市場の価格形成』（中央経済社、2008年）82頁。

資産、利益等の面で比準させ、上場会社の市場価格を利用して対象株式を評価する方法である³³⁷。類似会社比準法の合理性は、双子の会社があつて、一方が上場し他方が非上場であると、両社の株価はほぼ同一であるはずだという思考に求められる。類似会社は通常複数選択する。

④ 非流動性ディスカウント

対象会社と双子の会社であっても、株式に市場性が有るものと無いものとは、換金の難易度（流動性）が異なり、株式価値に影響を与える。一般に非上場株式には流動性（liquidity）がなく株式の売却は困難であるが、株式を上場すると流動性が増し売却は容易となる。即ち、株式は上場により流動性プレミアムを獲得する。このことは非上場株式の価格を上場株式の価格に比準した場合には、比準価格に本来存在しない流動性プレミアムが含まれることを意味する。流通性の欠如を理由として比準値を割り引くことは、非流動性ディスカウント又は市場性欠如ディスカウント（lack of marketability discount）と呼ばれる。

上場株式の株価に含まれるこの流動性プレミアムは、上場会社の企業価値を反映するのか、又は単に株式に付着する価値に過ぎないのか、評価論上、問題となる。

一般に上場企業は、株式の上場を維持するために財務諸表を公開するなどの上場維持コストを支払っている。これに対し非上場企業では、上場維持コストの支払いは発生しない。すなわち、上場維持コストは、株式に流動性を与えるために企業が支払う対価であり、これにより企業が株式市場を利用する権利を取得することにより、企業の資産価値を形成していると考えられることができる。

⑤ 税法評価方式

相続税の課税などの場合には、上場非上場を問わず、業種・規模等が同等の会社を統一的に把握することが、課税の衡平性を確保することに繋がる。上場株式と非上場株式とを統一的に評価する場合には、非上場株式を上場株式に比準して評価することが要請される³³⁸。

財産評価基本通達に記載された評価方式は、この衡平性を確保するために設定された全国一律の画一的基準であり、個別企業の特性を考慮していない。このため、それによって得られた評価値は必ずしも時価を示すとは限らない³³⁹。また国が国民に一方向的に税を課する関係から、評価の曖昧な部分は国が譲るという方針で設定されているため、評価値を30%ディスカウントすること

³³⁷ 関・前掲注（4）227頁。

³³⁸ 関・前掲注（4）229頁。

³³⁹ 江頭・前掲注（256）132頁。

や類似会社に代えて類似業種を認めること、その他課税の安全性が色濃く配慮されている³⁴⁰。このため、課税のための評価方式を会社法の公正な価格の決定に採用することは妥当でない結果をもたらす。

◎公開価格算定基準

我が国では、1989年まで、株式の公開価格算定基準として、類似会社比準法を採用していた。類似会社の選定においては、主要事業・主要製品、売上構成、資本規模などを参照して、上場会社から3～4社を選ぶ³⁴¹。株式公開の場合には、上場を契機として成長をする場合を考慮して、ある程度規模の大きな類似会社をも選択の中に加える必要があると考えられる。

現在では、公開価格の決定に関しては、ブックビルディング方式が採用されている³⁴²。ブックビルディング方式では、主幹事証券会社が、純資産、利益、PERなどを基準として、類似性の高い上場会社との比較により株価を試算し、ディスカウント率を乗じた上で、想定発行価格を決定する。この価格を目論見書によって提示したうえで、会社説明会（ロードショー）を行い、投資家の需要動向を確認（ブックビルディング）する。この結果に基づき、公開予定会社と調整した上で、公開価格を決定する。ここでは、類似会社株主と対象会社株主の衡平性というよりも、類似会社群に対する投資家の株式市場における価格裁定メカニズムが考慮されていると考えることができる。公開価格の決定において、比準価格から一定の割引が行われることがあるが、これは売れ残りを防ぐためのプレミアムであり、企業価値算定のためのディスカウントではない。

④ 株式買取請求制度と類似会社比準価格

最決昭和48年3月1日³⁴³は、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（旧商法245条ノ2参照）の価格決定において、原審の採用した類似会社比準法を、裁判所の裁量権の範囲内にあるとして容認したと解される。（但し最高裁決定は類似会社比準法が適切であるとは述べていない。）しかし、株式買取価格決定では、「公正な価格」が求められているので、株式を評価するのに、必ずしも類似他社の株価の動向を考慮する必要はない。また、最決平成23年4月19日³⁴⁴から考えると、株式の「公正な価格」の決定には、株価に当該企業の資産内容、財務状況、収益力及び業績見通しなどを考慮した企業の客観的価値を反映していることが必要であると考えられる。企業の内在価値を論じない類似会社比準法は、判例法理からは、「公正な価格」の原則的な評

³⁴⁰ 関・前掲注（4）135頁。

³⁴¹ 忽那・前掲注（336）83頁。

³⁴² 忽那・前掲注（336）85頁。

³⁴³ 金融法務事情685号25頁。昭和47年（ク）5号（前田製菓株式買取価格決定事件）。

³⁴⁴ 民集65巻3号1311頁。東京放送ホールディングス株式買取請求事件。

価方法として採用することはできないのではないかと思われる。とはいえ、類似会社比準法は、非上場会社に適用できる数少ない市場価値法であり、従来の類似会社比準法に代わる、類似会社群の市場データを利用した株価形成方法が必要とされるものと考えられる。

(ii) 取引事例比較法

非上場株式に対し、評価基準日近傍の売買取引で形成された株価を指標とする方法である³⁴⁵。相対取引においては、常に独占、複占の疑いのある価格が形成され得るので、少なくともその取引が一定の競争価格であることが必要である。そうでないと解すると、その取引価格が公正な価格であることを証明することが必要となり、結果として企業価値の算定を必要とすることになる。

(iii) 類似取引比較法

類似企業の売買事例との比較により、対象企業の企業価値を比準して求める方法を、区別してこのように呼ぶことがある。この方法は、日本においては M&A に関するデータを正規に収集する組織・機関が存在しないことから、一般的に利用できることは少ない³⁴⁶。

(4) 加重平均法

資産価値法、収益価値法、市場価値法で算出された株価を加重平均する方法である。米国デラウェア州最高裁では株式買取請求 (Appraisal Remedy) に対し、いわゆるデラウェア・ブロック・アプローチ (Delaware block approach)³⁴⁷が採用され、それを承けて、衡平法裁判所では市場価値、資産価値、収益価値等を加重平均する手法が多く用いられてきた。これに対して、我が国では、加重平均法は、市場価値の存在しない株式の評価に使用されるに止まる。

① 折衷法

評価要素の重要性に格差を認め、重要な評価要素には、株式価値に与える影響を大きく考慮する評価方法である。この方法は微細な価値衡量を可能にするというメリットをもつ反面、評価が恣意的になる余地がある。そこで折衷法では、株式評価をとりまく状況を類型化し、各類型ごとにウェイトの目安を付ける努力が必要となる。米国デラウェア州衡平法裁判所の決定の多くはこの折衷法によっていて、ウェイトについては、毎回議論が絶えないように見受けられる。

³⁴⁵ 日本公認会計士協会編・前掲注 (247) 68 頁。

³⁴⁶ 日本公認会計士協会編・前掲注 (247) 67 頁。

³⁴⁷ Arther R. Pinto and Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law*, 4th edition, LexisNexis, 2013, at 159. デラウェア・ブロック・アプローチとは「企業の内在価値」を求めるものである。

② 市場ウェイト

ウェイト決定方法の一つに、事業内容を同じくする上場会社群の株式が現実流通市場で、資産価値・収益価値等の要素にどれだけの比重が付与された値で取引されているかを調査し、ウェイトを市場データから採取する方法が考えられる。

求めようとする、ある会社の株式の評価値を P 、その会社の一株当りの収益価値を R 、資産価値を A とし、それぞれの評価要素に付与されるパラメーターを、それぞれ、 a 、 b とすると、基本的には $P = aR + bA$ となる。 a 、 b の値が求められれば、その株式の評価値 P が求められる³⁴⁸のであるが、通常は $a + b = 1$ と仮定することになる。さもなければ、市場株価データと企業の財務データにより、類似会社群の収益価値と資産価値を説明変数とした回帰式を求める必要がある。

③ 有限期間モデル

普通株式の価値については、一般投資家の立場からは、その株式の所有によって将来もたらされる貨幣収入が投資価値を決定するとする学説がある³⁴⁹。有限期間を前提にすると、将来貨幣収入には、年々の配当などの収益収入と、株式の売却価額などの資本収入の二つがある。

いま、普通株式の投資価値を P 、保有期間を n 年、将来の各期に期待される一株当たり収益を E_1, E_2, \dots, E_n 、 n 年後の売却価額を S 、各期の資本化率を i_1, i_2, \dots, i_n とすると、株式価値 P は次のようになる。

$$P = \{E_1/(1+i_1)\} + \{E_2/(1+i_1)(1+i_2)\} + \dots + \{E_n/(1+i_1)(1+i_2) \dots (1+i_n)\} + \{S/(1+i_1)(1+i_2) \dots (1+i_n)\}$$

ここで、各期の収益予想が一定の E とし、資本化率 i_1, i_2, \dots, i_n が投資家のその株式に対して要求する一般的平均的報酬率 i に収斂したものとすると、 P は次のようになる。

$$P = E/(1+i) + E/(1+i)^2 + \dots + E/(1+i)^n + S/(1+i)^n = (E/i) \times \{1 - (1/(1+i)^n)\} + S \times \{1/(1+i)^n\}$$

この式の (E/i) を収益価値、 S を資産価値、 $a = 1 - (1/(1+i)^n)$ 、 $b = 1/(1+i)^n$ と読み替えることができると仮定すると、次式を得る。

$$\text{株式価値} = \text{収益価値} \times a + \text{資産価値} \times b, \quad a + b = 1$$

これは、株式価値を収益価値と資産価値の併用により求める方法であるが、そのウェイト a 、 b は、年数 n と資本化率 i によって決まることを示している³⁵⁰と考えることができる。

この式変形は、 S を資産価値と読み替えるところに成立している。 S を資産価値と読み替える

³⁴⁸ 関・前掲注(4) 241頁。

³⁴⁹ 小野・前掲注(328) 51頁。

³⁵⁰ 日本公認会計士協会編『株式等鑑定評価マニュアル Q&A』(商事法務研究会、1995年) 23頁。

には、株式の売却価値が現在も n 年後も等しいという前提が必要になる。取得条項付株式などにおいて、将来の取得価格が決まっている場合には、この式変形は有効であるといえる。

④ 二変量回帰分析

株式価値 P が、収益価値 R と資産価値 A によって形成されるものとする、従属変量を P 、独立変量を R 及び A とし、 α 、 β_1 、 β_2 をパラメーターとする二変量の回帰式が、次のような一次式の形で使用できると考えられる。

$$P = \alpha + \beta_1 R + \beta_2 A + u$$

ここで u は確率変数であり、平均値ゼロで一定の分散をもつ正規分布に従うとする。 α 、 β_1 、 β_2 などのパラメーターは、上場会社の中から、対象会社に類似する会社を選び出し、その会社の財務データと市場データを利用して、推定値を計算することができる。

回帰分析によると、上場株式の流通価格は、多くの場合、1株当り純資産と1株当り純利益により説明できる。1株純利益がマイナスであれば、株価は1株当り純資産により形成されることになる。既述の如く、昭和22年以来清算中の会社であった旧三菱商事は、昭和34年3月中には大阪市場で18000株の売買があったが、同社株式は、財産の清算価格により市場で売買され続けたのであるから、収益0の会社の株価は、1株当り資産価値により形成されることが分かる。

また回帰分析による時には、1株純利益の代わりに類似会社群の平均収益率により還元した1株収益価値を採用する方法を考慮することができる。全ての類似会社群の収益を一定率で還元することは、統計学上、単なる正規化を意味するに過ぎないので、1株利益の場合と同様に変化はないが、株価を企業価値から形成するとする企業価値評価モデルをシミュレートすることができる。

(5) 企業の買収価値

企業の買収では企業価値を求める必要がある。企業買収では、資産負債を事業ごとに区分し、事業資産に対し収益価値、非事業資産に対し資産価値を求めることが多い。これは特別の評価方法ではないが、ここでキャッシュ・フロー会計を使用する事業価値評価について検討する。事業の売買であるので、買収価値の計算では経営者の立場に立つ総資産価値が問題となる。

① 企業価値（広義の企業価値）は、事業資産から生み出される事業価値と、遊休資産・余剰資金などの非事業資産等の価値からなる。企業価値から有利子負債などの他人資本を差引いたもの

が株主に帰属する株主価値（狭義の企業価値）となる³⁵¹。計算手続きとしては、会社の資産を、事業資産と投融資などの非事業資産および現金・現金同等物の3つに区別し、事業資産の価値は営業フリー・キャッシュ・フローを割引くことにより求める³⁵²。投融資については、基準日現在の市場価格を参考として、時価を算出する。市場価格の存在しないものは、再取得価格を付する。会計上の見越繰延項目は、財産価値の無いものは考慮しない。事業価値と投融資および現金・現金同等物の合計から、有利子負債を控除して、株主価値を算定する。

② 事業価値は、一般に、事業から生じる営業キャッシュ・フローを還元することにより求める。前提として、反復的・経常的な企業本来の事業活動によるキャッシュ・フローと、それ以外の非反復的・非経常的活動によるキャッシュ・フローとを区別する³⁵³。企業本来の事業活動か否かは、定款等によって判断する。事業のための投資支出は、営業キャッシュ・フローに含める。営業活動から生じる法人税等は営業キャッシュ・フローに含めるが、非事業資産等から生じる法人税等は、営業キャッシュ・フローに含めない³⁵⁴。

③ 営業キャッシュ・フローの予測に関しては、実施可能にして合理的な事業計画に基づくことが必要である。事業計画が存在しない場合には DCF 法の採用は可能でない。その場合には、恒常的な営業キャッシュ・フロー利益を計算し、それを直接還元する方法³⁵⁵が採用される。

④ 割引率は、類似会社群の市場データを利用した平均株式収益率³⁵⁶を採用することができる。株式収益率とは、投下資本に対する収益の比率として定義される。買収では、株式収益率に代えて内部収益率を採用することもできる。

⑤ 買収においては、対象会社において認識していない無形資産についても、それが分離可能 (separable) なものである場合には、営業権とは区別して、公正価値で評価する。分離可能とは、対象会社から分離または分割され、売却・譲渡・ライセンス使用の許諾、賃貸または交換が可能なることをいう。組織化された労働力については、現時点で信頼性のある測定方法が存在しないことから、無形資産として認識せずに、営業収益に含めて認識するしかない。

なお、企業の買収価値の考慮要素と、株式価格の原資産としての企業価値の考慮要素とが、一致する保証はない。

³⁵¹ 日本公認会計士協会編・前掲注 (247) 39 頁。

³⁵² 蜂谷豊彦「財務活動からのキャッシュ・フロー」伊藤邦雄編集『キャッシュ・フロー会計と企業評価 第2版』(中央経済社、2006年)163頁。

³⁵³ 蜂谷・前掲注 (352) 160 頁。

³⁵⁴ 蜂谷・前掲注 (352) 161 頁。

³⁵⁵ Pinto & Branson, *supra* note 347, at 86.

³⁵⁶ Pinto & Branson, *supra* note 347, at 86.

§3 裁判例における株式価格の決定方法

1. 株式価値の源泉

1950年代後半までの評価論では、普通株の価値決定要因については配当が投資価値を決定する³⁵⁷とする立場が支配的であった³⁵⁸。この場合、株式価値の形成要因は株式からの将来配当収入であり、それを期待収益率によって還元する方法によって評価することになる。株式の売却価値も、「将来、株式が転売されたとしても、それは配当受領者が交代するだけである」³⁵⁹から、配当が株式価値の源泉であることには変わりがないと見ることになる。配当を株式価値の源泉とする立場では、企業価値が低い場合でも高配当の場合には、株式価格は高くなると考えることになろう。会社法においても、株式価値の源泉を、配当などのリターンに求める学説は多い³⁶⁰。このような考え方は、評価論上、株式価値評価モデルと呼ばれる。

これに対し、最決平成23年4月19日は、株式の市場価格には「当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなど考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されている」と判示した。これは、評価論上、株式価値の源泉を企業価値にもとめ、株式の投資価値は企業価値に基づく投資家の期待に基づいて形成されると考える。このような考え方は、評価論上、企業価値評価モデルと呼ばれる。

投資家の期待価値は、本来的に主観的なものである³⁶¹。たとえ企業収益の合理的な予測が公表され、効率的市場が形成されたとしても、個々の投資家の期待収益率が異なっていると、株式の投資価値は異なることになる。ところが、現実の市場においては、投資家の期待は取引経験を通じて修正され、比較的一致したところに落ち着く³⁶²。その意味で、多くの投資家の裁定により調整過程を経た市場では、ある株式に対しある均衡収益率が存在するといえる。この株式の投資価値が収益性によって決定されることは、債券投資価値が市場利子率によって決定されるのに対し、株式価値の特徴であると考えられている³⁶³。

異なる業種に属する企業では将来の業績見通しが異なるから、この均衡収益率は、株式市場全般に対して成立するものではない。これに対し、類似する会社群の収益率をとって見ると、投資

³⁵⁷ 小野・前掲注(328) 51頁。

³⁵⁸ 杉江・前掲注(271) 123頁。

³⁵⁹ 杉江・前掲注(271) 109頁。

³⁶⁰ 江頭・前掲注(15) 14頁、16頁。江頭・前掲注(256) 139頁。神田秀樹『会社法 第15版』(弘文堂、2013年) 112頁。

³⁶¹ 小野・前掲注(328) 41頁。

³⁶² 小野・前掲注(328) 41頁。

³⁶³ 小野・前掲注(328) 46頁。

家が投資株式に対して要求する一般的平均的報酬率は、長期的には均衡するものと考えられる。この長期均衡点の存在については、ランダム・ウォーク理論においても認められている³⁶⁴。これにより株式市場から類似会社群の期待収益率を求め、企業の予想収益を割引くことにより、市場価格を形成すると考えられる株式価値を求めることができる。この株式の市場価値は、最高裁のいう「当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されている」ものと考えられる。

株式の価値をキャピタル・ゲインに求めるものとしては、「高価な資産を使ってあまり収益の上がない事業を営んでいる会社を、その資産価値に着目して買い取ろうとする者にとって、その事業から生み出されるキャッシュ・フローは何の意味も持たない。…現にわが国においては、不動産の譲渡に伴う課税負担を軽減するため、会社を不動産ごと売買する、あるいは、不動産を裸で売買するのではなく、株式の譲渡という形で不動産の譲渡を行うことが広く行われている。」³⁶⁵とする見解がある。この場合の価格形成モデルとしては、収益価値でもなく、清算価値でもない、継続的資産価値を考慮することになると考えられる。低収益の企業を清算せずに高い価格で買取るのであるから、特有の困難さが存在する。

2. 株式価格の形成

企業価値が求められたとして、企業価値からどのように株式価格を形成するかが、次の問題となる。最決平成 23 年 4 月 19 日の判旨からは、以下のようにになると解される。数学的に、→は一方方向、＝は双方向。プレミアムは＋－0 のいずれにも動く可能性がある。

企業価値←企業評価（資産内容、財務状態、収益力、将来の業績見通し、など）

株式価値＝企業価値 ÷（発行済株式総数－自己株式数）

株式価格←株式評価³⁶⁶（株式価値、流動性プレミアム³⁶⁷、支配プレミアム）

(1) 企業価値の按分分配

企業の価値は、事業用資産から生み出される価値と、遊休資産などの非事業用資産等の価値の二つからなる。企業資産の価値合計から有利子負債などの他人資本を差し引いたものが株主に帰属する企業価値となる。では、この企業価値からどのようにして株式価値をもとめ、また株式価

³⁶⁴ 杉江・前掲注（271）64 頁。

³⁶⁵ 宍戸善一「非公開株式の評価再論」青竹正一編『現代企業と法』（名古屋大学出版会、1991 年）47 頁。

³⁶⁶ この株式評価関数には、競争市場による評価と相対取引による評価などがあると考えられる。

³⁶⁷ 佐野・前掲注（169）2 頁（「貨幣性」の意味するものとして使用）。

値からどのようにして株式価格を求めるか。

米国デラウェア州判例は、吸収合併または新設合併の実行または期待から生じるいかなる価値要素をも除外した株式の「公正な価値(the fair value)」を決定することを追求した結果、株式の「真のまたは内在的価値」(the true or intrinsic value)は何らのディスカウントもプレミアムも考慮しない企業価値の比例按分(pro rata)価値を意味する³⁶⁸とする判例法理を完成させた。このためデラウェア州法には、「公正な価値」と「公正な価格」の区別がない。

$$\text{株式価値} = \text{企業価値} \div (\text{発行済株式総数} - \text{自己株式数})$$

$$\text{株式価格} = \text{株式価値}$$

これに対し日本の最高裁判決は、投資家の企業価値評価を反映する株価は公正であると述べているにとどまる。このため、企業価値は全株主に持分割合に応じて平等に分配すべきであると考えられる立場をとったとしても、次に株式価値から株式価格を形成するときには、個別の事情として、流動性プレミアムや支配プレミアムを考慮すべきか否かが問題となる。

$$\text{株式価値} = \text{企業価値} \div (\text{発行済株式総数} - \text{自己株式数})$$

$$\text{株式価格} \leftarrow \text{株式評価} (\text{株式価値、流動性プレミアム、支配プレミアム})$$

(2) 非流動性ディスカウント

上場会社株式には、流動性プレミアムが含まれているが、非上場会社株式には流動性プレミアムは含まれていない。そこで上場株価に比準して非上場株価を求めた場合には、流動性プレミアムの排除(非流動性ディスカウント)が行われる。

上場会社と非上場会社の違いは、株式上場コストを支払って証券市場に株式を上場する権利を取得しているか否かにある。上場会社の利益は上場維持コストを控除しているが、非上場会社の利益からは控除されていない。従って、非上場株価を上場株価に比準すると、上場維持コストの価値分だけ非上場株価の方が割高となる。これは本来、非上場会社の比準価格から控除されなくてはならない。この問題を純資産の比準価格で考えたとしても、本来、株式上場権は無形資産であり、通常は簿外資産であるから、非上場株式を上場株式に比準すると、上場権の無形資産の価値だけ非上場株価の方が割高となる。この様に考えると上場会社の株式価格に比準して非上場会社の株式価格を求めた場合に、流通性の欠如を理由として比準値を割り引くことは、一定の合理性があるといえる。

³⁶⁸ 飯田・前掲注(6) 106頁。Weinberger v. UOP, Inc., 457 A. 2d 701 (Del. Sup. 1983) 及び Cavalier Oil Co. v. Harnett, 564 A.2d 1137 (Del. Sup. 1989).

これに対し、類似会社比準値に対してではなく、収益価値や資産価値に対し、対象株式に市場性がないことを理由として、市場性欠如によるディスカウントを行うことができるかは問題である。「公正な価格」の決定においては、市場性欠如を理由とする非流動性ディスカウントを行うことは妥当でないと考えられる。会社法は、反対株主に退社権を与え、その株式を発行会社に現金で買取らせるとしていることから、株式を売却する困難さは問題にならない。従って「公正な価格」の算定において、収益価値や資産価値に対しては、市場性が欠如した株式や譲渡制限株式であっても、株式に流動性がないことを理由とするディスカウントは、行ってはならないことになる。

(3) 支配プレミアム

会社支配権を獲得するためには、買手は、通常の市場価格に支配プレミアム (control premium) を加算する必要がある。また買手にとって、売手と買手の統合によるシナジー・プレミアム (synergy premium) が生まれる場合がある³⁶⁹。しかし、この2つのプレミアムは買手の評価として連続していて、厳密に区別することは困難である。

歴史的に取締役が株主に限られていた時代には、取締役は自由に配当や株価を操作した³⁷⁰ので、支配株式の価値は安定した役員報酬により形成されたものと思われる。しかし現代の会社法は、取締役が株主以外のものから選ばれ、かつ、適正な報酬が支払われることを前提にしている。すると、「役員報酬等に対する期待の点は、事実の世界ではどうであれ、法的判断をなす場合には、株価に反映させるべきものではない。なぜなら、役員報酬等は、株式所有とは無関係の委任契約の対価だからである」³⁷¹と考えられる。現実の株式会社においては、支配権を獲得すると役員報酬参加権も獲得することになるが、原理的には役員報酬と支配プレミアムとは区別されるべきである。

支配プレミアムといっても、企業の財産状態が変化しない以上、それは同じ企業財産に対する評価の差にすぎない。実際、証券市場に対し、企業秘密を含め経営者と同じレベルの情報を提供することは行われていない。事業計画や含み益、技術情報などの企業の内部情報を持つ者にとっては、企業財産の価値は高いが、内部情報を持たない者にとっては、企業財産の価値は高くない。

また支配権を取得しようとする者にとって、対象企業の価値を決定するには、対象企業の事業

³⁶⁹ 江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」吉原和志・山本哲生編『関俊彦先生古稀記念 変革期の企業法』(商事法務、2011年)127頁。

³⁷⁰ 杉江・前掲注(271)16頁。

³⁷¹ 江頭・前掲注(256)167頁。

が自己の企業に与える価値の増加をも考慮する必要がある。これはシナジー・プレミアムであるが、買手が取得する会社を評価するという意味において、区別できない。合併・買収の場合に、買手が提示する価格には、投資家の期待を反映して、支配プレミアムとシナジー・プレミアムを含んだ価格が形成されると考えられる。

(4) 市場価格と公正な価格

支配株主に対する支配プレミアムの存在は、裏返すと少数株主に対するマイノリティ・ディスカウント (minority discount) の存在を意味することになる。本来、株式の原資産としての企業の価値には、企業に内在する価値として支配プレミアムを含むと考えられるので、通常の流通株価には少数株であることのディスカウントが行われていると考える余地がある。

最高裁決定によると、株式価値は企業価値から形成されなくてはならないのであるから、市場価格から株式価値を形成すると、1株当たり企業価値と株式価格はプレミアム又はディスカウントにより一致しない可能性がある³⁷²。

$$\begin{aligned}\text{株式価格} &= \text{株式価値} - 1 \text{株支配プレミアム} \\ &= (\text{企業価値} - \text{支配プレミアム}) \div (\text{発行済株式総数} - \text{自己株式})\end{aligned}$$

市場株価が客観的企業価値を反映するときには、その市場価格は公正な価格として採用される。

$$\text{公正価格} = (\text{企業価値}) \div (\text{発行済株式総数} - \text{自己株式})$$

これらの式から、支配プレミアムを考慮する必要のないとき、又は支配プレミアムを考慮すべきでないときには、市場株価は公正な価格となる。公正な価格とは、本来、正義の価格であるから、とくに株式買取請求制度の濫用などのケースにおいては、支配プレミアムを考慮するか否かは、単なる計算問題ではなく、法解釈の問題を含むと考えられる。

³⁷² 江頭・前掲注 (256) 134 頁。

§4 回帰分析

東京高決平成 22 年 10 月 19 日³⁷³は、回帰式は、一般的には「 y (被説明変数) = α (定数項) + β (変動係数) × x (説明変数)」で示されると説明し、回帰分析の手法は、その精度について客観的な検証が可能であり、科学的根拠に基づく合理的手法であると判示した。最決平成 23 年 4 月 26 日³⁷⁴は、これを裁判所の裁量権の範囲であると認めたと解される。

株価形成過程において企業価値は当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどの諸要素によって決定されると考えることは、理論的には上場会社のみならず非上場企業においても同様である³⁷⁵ので、上場株式と非上場株式とを問わず、株式の価格はこれらの諸要素から形成された企業価値から派生すると考えられる。この仮説は、企業価値の形成要素である企業の純資産や収益と、株式市場において形成される株価との相関が高いときに成り立つことになる。

株式価値 W が、企業の収益要素 R と資産要素 A により形成されるものとする、従属変数を W 、独立変数を A 及び R とし、 α 、 β_1 、 β_2 をパラメーターとして、二変量の回帰式が次のような一次式の形で使用できると考えられる。 u は確率変数であり、平均値ゼロで一定の分散をもつ正規分布に従うとする。

$$W = \alpha + \beta_1 R + \beta_2 A + u$$

上場会社の中から、対象会社の帰属する類似会社群を選び出し、その会社の財務データと市場データを利用して、 α 、 β_1 、 β_2 などのパラメーターの推定値を計算することができる。社会科学においては、回帰式の p 値は 0.1 以内であれば有意であると考えられている。

1. 事例研究

Y 証券株式会社 (非上場) の平成 24 年 3 月 23 日における株式価格を求める。対象株式には、会社法上の支配権プレミアムを有する株式は存在しない。平成 24 年 3 月 31 日 1 株当り純利益は 3.93 円、同 1 株当り純資産は 622.41 円。配当は毎期定額なので考慮しない。

企業の利益率は産業の平均水準に向けて回帰するとする実証研究³⁷⁶に基づき、平成 24 年 3 月期の類似会社群の市場データから株式価格を形成する。株価は基準日の終値。ただし赤字会社は市場利益率を形成しないので、類似会社としては採用しない。赤字会社の株価はどのように形成

³⁷³ 判タ 1341 号 186 頁 (平成 20 年 (ラ) 798 号) (インテリジェンス株式事件)。

³⁷⁴ 裁判所時報 1531 号 2 頁 (平成 22 年 (許) 47 号) (インテリジェンス株式事件)。

³⁷⁵ 江頭・前掲注 (256) 134 頁、143 頁は、取引相場のない株式の価値形成において、配当・利益・営業キャッシュフロー・純資産などを考慮要素として、比較検討している。

³⁷⁶ 大日方・前掲注 (167) 7 頁、223 頁。

されるかは、研究開発費の分析などが必要となり、このデータだけでは決定できない。

①データ

会社名	1株利益	1株資産	基準日株価	株式利益率
8601 大和証券	-23.41	463.04	337	-
8604 野村HD	3.18	575.20	376	0.8457%
8609 岡三証券	4.93	466.31	354	1.3926%
8613 丸三証券	-11.50	610.60	386	-
8614 東洋証券	7.79	381.44	235	3.3148%
8616 東海東京	9.45	416.51	315	3%
8617 光世証券	0.71	175.45	110	0.6454%
8622 水戸証券	1.84	379.81	223	0.8251%
8624 いちよし	-5.08	533.78	609	-
8625 高木証券	-51.43	318.16	125	-
8628 松井証券	16.58	296.27	551	3.0090%
8692 だいこう	-32.75	912.55	342	-
8698 マネック	4.67	240.93	189	2.4708%
8699 澤田HL	41.82	625.45	648	6.4537%
8700 丸八証券	8.69	114.13	98	8.8673%
8702 スターH	-66.68	828.80	197	-
8703 カブドッ	9.02	186.13	315	2.8634%
8704 トレイダ	-30.84	9.40	25	-
8705 岡藤HL	-306.63	268.94	136	-
8706 極東証券	78.43	1033.33	721	10.8779%
8707 岩井コス	-261.93	1041.03	435	-
8708 藍澤証券	-34.92	794.80	209	-
8709 インヴァ	29.35	1398.48	467	6.2847%

② 相関係数

赤字会社を除くとき、1株当たり利益と株価の相関係数は、+0.82637844 1株当たり純資産と株

価の相関係数は、+0.6533181 となる。株価と利益には強い相関があり、株価と純資産にはかなり強い相関がある。利益と純資産の独立性については、業種によって判断が異なると思われる。収益要素に何を選択するかは、困難な問題である。日本では、株価は、経常利益や当期利益などに対して高い相関を示すが、営業キャッシュ・フローなどにはあまり高い相関を示さないことが多い³⁷⁷。実際の選択においてはケース毎に実証データを揃えて決定するしかない。

③ 回帰式

$$\text{株価} = 201.4319 + 6.2513 \times 1 \text{株利益} + 0.1002 \times 1 \text{株純資産} \quad p \text{値 } 0.002329$$

これに 1 株利益 3.93 円、1 株純資産 622.41 円を代入して、株価 288.36 円を得る。

④ 標準誤差

実際の回帰式には誤差があるが、裁判所は株価を一意的に決定する必要があるので、回帰係数の標準誤差が異常でない限り、次式を採用しない。

$$\text{株価} = 201.4319 + (6.2513 \pm 2.0533) \times 1 \text{株利益} + (0.1002 \pm 0.1233) \times 1 \text{株純資産}$$

2. 市場価値モデル

①対象株式の市場価値＝288.36 円

株式価格は、投資家の当該企業の客観的価値に対する期待を反映したものであり、それらが市場参加者の裁定によって均衡収益率に収斂すると考えられる。回帰式はこの市場モデルを模擬することを意図したものである。

②対象株式の収益価値＝3.93 円 ÷ 3.9115%＝100.47 円

市場均衡収益率を代替するものとして平均株式利益率 3.9115%を採用すると、対象会社の収益還元価値が求められる。赤字会社は競争企業としての類似会社に該当しないので集計しない。

③対象会社の資産価値＝849.66 円

この会社の資産を実際に鑑定した時価純資産額は、1 株 849.66 円であった。

最高裁の判決は、この②収益価値と③資産価値から①市場価格が決まると述べているように思われる。しかし、それは通説的市場価値モデルではないので、何らかの考慮が必要と思われる。

³⁷⁷ 桜井久勝『会計利益情報の有用性』（千倉書房、2001年）363頁、374頁参照。

3. 加重平均法の検討

① 市場ウェイトの算定

回帰式から得られた市場価値から、収益価値と資産価値のウェイトを求めることができる。収益価値のウェイトを a 、資産価値のウェイトを b とすると、次のようになる。

$$\text{市場価値 } P = \text{収益価値} \times a + \text{資産価値} \times b \quad a+b=1$$

これに市場価値 288.36 収益価値 100.47 簿価資産価値 622.41 を代入する。

$$288.36 = 100.47 \times a + 622.41 \times b \quad a+b=1$$

これを解いて、 $a=64\%$ 、 $b=36\%$ となる。このウェイトは、証券会社の特徴を示している。不動産賃貸会社などでは、 $a=30\sim40\%$ 、 $b=60\sim70\%$ となる場合が多い。

② 回帰式の 1 株利益の代わりに、それを一定率 3.9115% で割引いた利益価値を収益価値として採用することは、統計学上は、説明変数のノーマライゼーションに過ぎず、回帰式に何ら影響を与えない。しかし求められる市場価格には影響がある。ここでは収益価値と資産価値のいずれをも超えた市場プレミアムが発生する。

$$\begin{aligned} \text{株価} &= 201.4319 + 6.2513 \times 1 \text{株利益} + 0.1002 \times 1 \text{株純資産} \quad p \text{値 } 0.002329 \\ &= 201.4319 + 6.2513 \times 100.47 + 0.1002 \times 622.41 \\ &= 891.87 \text{円} \end{aligned}$$

③ 市場ウェイトを使用して、加重平均値を求める。通説に従い、簿価純資産の代わりに時価純資産価値を採用する。デラウェア・ブロック・アプローチから考えると、現在の支配的学説は、この加重平均値を「公正な価格」として採用することになる。

$$\begin{aligned} \text{加重平均値} &= \text{収益価値} \times 64\% + \text{資産価値} \times 36\% \\ &= 100.47 \times 64\% + 849.66 \times 36\% \\ &= 370.18 \text{円} \end{aligned}$$

1 株利益と 1 株純資産から求めた市場価値 288.36 円と、1 株収益価値と 1 株純資産価値から求めた加重平均値 370.18 円との差額 81.82 円は、支配プレミアムを示すことになろう。

$$\begin{aligned} \text{支配プレミアム} &= 81.82 \text{円} \div 288.36 \text{円} \\ &= 28.37\% \end{aligned}$$

第5章 米国における反対株主の株式買取請求と買取価格

§1 株主権をめぐる思想の変化

株式買取請求制度は米国に始まった。制度をめぐる米国では立法府も裁判所も多様な理論を展開した。そこには株式会社の発達に応じて変遷した株主権の性質が色濃く反映されている。

1. 19世紀中期以前

植民地時代の事業の大半は家族農場であったが、独立戦争（1775年～1783年）当時、南部においては奴隷労働による穀物栽培が家族的事業の域を超えるものとなっていた³⁷⁸。1786年以降には綿花の営利栽培が開始され、南部に綿花プランテーションが発達した。綿貿易の増大は、ニューヨークなど、大陸沿岸部に数多くの商人を誕生させた。北部においても、繊維工場を中心に各種の企業が設立された。当時の企業形態としては組合が広く採用されていたが、運河・有料道路などの輸送業や、銀行・保険などの金融業においては、株式会社が採用された³⁷⁹。

大多数の州は会社の設立に関して特許主義を採用していた。株式会社は、株式会社として事業を行うことを所有者に認める、州から付与された特権（privilege）であった³⁸⁰。株主権の概念についても、18世紀のイギリス法³⁸¹をそのまま継受し、「会社は財産の受託者であり、株主はその持分に応じて受益者としての権利を有する。会社財産は、コモン・ロー上は会社に属するが、株主はその衡平法上の共同所有者である。」と解されていた（信託的理論）³⁸²。また通常、一定数以上の株式を有する株主の議決権に関しては、量的な制限が設けられていた³⁸³。

19世紀前半における工業の発達にともない株式会社形態をとるものが増加したことを背景に、

³⁷⁸ Alfred DuPont Chandler, Jr., *The United States: evolution of enterprise*, in: Peter Mathias and M. M. Postan (eds.), *The Cambridge Economic History of Europe*, vol. 7, Cambridge University Press, 1978, at 83（日本語訳としてアルフレッド・D・チャンドラー（丸山恵也訳）『アメリカ経営史』（亜紀書房、1992年）11頁）。

³⁷⁹ E. Merrick Dodd, Jr., *American Business Association Law a Hundred Years Ago and Today*, in: Alison Reppy (ed.), *Law: A Century of Progress, 1835-1935*, Volume 3, New York University Press/Oxford University Press, 1937, at 254.

³⁸⁰ Robert W. Hamilton, *The law of corporations in a nutshell*, 3rd edition, West, 1991, at 4（ロバート・W・ハミルトン（山本光太郎 訳）『アメリカ会社法』（木鐸社、2006年）19頁）。

³⁸¹ See e.g., Samuel Williston, *History of the Law of Business Corporations before 1800. II*, 2 Harv. L. Rev. 149 (1888).

³⁸² *Gray v. Portland Bank*, 3 Mass. 364, 1807 Mass. LEXIS 80, 3 Tyig 354 (1807) は株主を a cestui que trust（信託受益者）と解する。この判決を紹介したものとして、富山康吉「アメリカ会社法に於ける新株引受権の原則」民商法雑誌 24 卷 5 号（1949年）302 頁、富山・前掲注（248）146 頁、148 頁。

³⁸³ Dodd, *supra* note 379 at 264-273.

まず工業会社に関する制定法 (statute) において近代的な株主権の諸制度が形成された³⁸⁴。株主有限責任の制度が確立し、大株主に対する議決権の制限が撤廃され、1株1議決権の原則が徹底した。これに伴い株主権の理論構成も、従来の信託的理論に代わって、「会社の基本定款 (charter) は、州と会社、および株主と会社 (または株主相互間) の契約の基礎をなすものである。州と会社との契約によって会社に法人格が与えられ、株主と会社 (または株主相互間) の契約によって株主の権利が発生する。」³⁸⁵とする契約理論がコモン・ローにより形成された。

現実の米国社会は、石炭と蒸気機関が大規模に利用される 1840 年代になるまで、工場や作業所は小規模な家族経営が主体であった³⁸⁶。繊維工場であっても 150 人以上の従業員を雇うことは稀であった。その結果、株式会社は閉鎖的な比較的少数の株主によって構成され、株式会社の組織は実質的には組合契約の性格が強く、株主と企業との結合関係は緊密であった³⁸⁷。この時代、米国のコモン・ローは、「株式会社の内部構造を株主と会社または株主相互間の契約である」と解すると同時に、「この契約にもとづいて、各株主は、会社の基礎的な組織が永続することに関し、多数決によっても奪うことをえない権利を有する」と解していた³⁸⁸。これにより、定款の重要条項の変更・合併・営業譲渡など、会社の組織の基礎的変更には全株主の一致が要求された³⁸⁹。

当時は、会社と株主の契約は、資本の出資を対価として利益配当及び残余財産分配に参加する権利が与えられる利益分配契約であり、それを保障するための議決権を含め、株主権は連邦憲法が保障する財産権であると解されていた。このため当時最高裁判所が指導原理として採用していた「既得権の理論」³⁹⁰に基づき、株主権に対し、その株主の同意なくして、多数決による変更を

³⁸⁴ 1811 年ニューヨーク州法及び 1837 年コネチカット州法は全種類の企業対象。

³⁸⁵ William W. Cook, *A treatise on the law of corporations having a capital stock*, 7th edition, Volume I, Little Brown, and Co., 1913. 913. edition, Volume I, Little Brown, and Co., capital stockes — the state, the corporation, and the stockholders, ital stock charter as a contract between the corporation and the stockholders—Amendment of charter by majority of stockholders as allowed by statute existing at time of incorporation, and § mendment of charter by majority of stockholders as allowed by statu 富山・前掲注 (248) (アメリカ会社法における株主の地位の変遷) 147 頁、Hamilton, *supra* note 380, at 4 (ハミルトン・前掲注 (380) 20 頁) 参照。定款(Charter)が州と会社との契約であることは *The Trustees of Dartmouth College v. Woodward*, 17 U.S. 518, 4 L.Ed. 629; 1819 U.S. LEXIS 33, 4 Wheat. 518 (1819)により認められた。また、定款が株主と会社(または株主相互間)の契約であることは *E.P.Livingston v. D.Lynch, Jr., et al*, 1820 N.Y.Misc. LEXIS 64, 4 Johns. Ch. 573 (1820) において認められた。

³⁸⁶ Chandler, *supra* note 378, at 79, 83-85 (チャンドラー (丸山恵也訳)・前掲注 (378) 23 頁) .

³⁸⁷ 富山・前掲注 (248) (アメリカ会社法における株主の地位の変遷) 149 頁参照。

³⁸⁸ Cook, *supra* note 385, att493.

³⁸⁹ 定款の重要な条項の変更、合併、営業譲渡、解散など。各州法間に若干のズレがある。

³⁹⁰ 田中英夫『英米法総論 上』(東京大学出版会、2006年) 248 頁。権利は法に基づくのではなく、権利それ自身で存在するという自然法的立場。国家の目的は個人の財産権の保護にあるとす

加えることは、憲法に違反し許されないと解されたのである。

2. 南北戦争以後

南部では黒人奴隷に支えられたプランテーションによる綿花を英国の綿工業に輸出していた。これに対し北部では米英戦争（1812年～1814年）による英国工業製品の途絶で急速に工業化が進展していた。南北戦争（1861年～1865年）を契機として、米国の工業化はさらに進み、資金調達に好適な株式会社制度の要望が高まった。南北戦争の前後において、多くの州が特許主義から準則主義へと移行した³⁹¹。これにより州が定款（charter）を通じて行う会社関係者保護のための直接的規制は消滅した。

1870年代には鉄道網と電信網が完全操業に入り、大量流通の基礎が形成され、多数の小規模企業がカルテルを形成した³⁹²。1880年代は合併の形成期であり、株式会社の規模が拡大した。1898年から1902年には、カルテルの形成と水平合併により巨大企業が出現した³⁹³。スタンダード・オイル・トラスト、アメリカ綿実油トラスト、ナショナル鉛トラストなど6つのトラストが形成された。合併は主として投資銀行業者によって推進され、大量の証券発行を伴っていたため、株主の数も著しく増大した。これに伴い議決権の行使に無関心な一般株主が多数発生した。

従来、議決権は株主権と不可分離的に結合していたが、定款に規定を設けることにより、委任状による他人の議決権の利用が図られるようになった。19世紀末期には議決権信託（voting trust）の慣行を生じ、制定法によっても認められるようになった³⁹⁴。また、会社組織の基礎的変更には従来全員一致の原則が要求されていたが、株主数の増大により全員一致による決議は殆ど不可能となり、会社の活動を阻害する結果となった。このため19世紀末より20世紀初頭にかけて、会社組織の基礎的変更に関するあらゆる事項について、多数決を以てこれをなしうることを州法が規定するに至った。問題は株主の既得権の侵害にあったが、会社の組織の基礎的変更に対する反対の株主には、株式買取請求権を与えることになった³⁹⁵。当時、既得権の侵害は一般国民の利益

るジョン・ロックの思想の影響を受ける。財産権には生命身体の自由を含む。最も初期の判決として、*The State of Georgia, v. Brailsford, et al.*, 3 U.S. 1; 1 L. ED. 483, 1794 U.S. LEXIS 102, 3 Dall. 1 (1794)。

³⁹¹ Adolf A. Berle, Jr. & Gardiner C. Means, *The modern corporation and private property*, Commerce Clearing House, 1932, at 136-137.

³⁹² Chandler, *supra* note 129 at 315-316 (チャンドラー・前掲注(197) 552～553頁)。

³⁹³ 村松・前掲注(198) 4頁。

³⁹⁴ See e.g., Milton M. Bergerman, *Voting Trusts and Non-voting Stock*, 37 Yale L. J. 445 (1928).

³⁹⁵ See Robert B. Thompson, *Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal, Exit, Liquidity, and*

のためにする場合で補償を支払ったときに限って例外的に認められるとされていた³⁹⁶のである。

3. 第一次世界大戦以後

米国経済は、第一次世界大戦（1914年～1918年）によって飛躍的に発展した。当初中立国であった米国に対して、戦場となった連合国及び同盟国の両陣営から軍需物資の注文が殺到したのである。アメリカは開戦時に約30億ドルあった債務を、1915年の内に完済してしまい、大戦終了時には世界最大の債権国となった。株式会社はますます規模を拡大し、投資銀行の組織が完備したと相まって、株式は細分化し広い地域にわたって分散した³⁹⁷。

株式分散の現象によって企業の所有と経営の分離の傾向は著しく促進された。株主が会社に対し有する衡平法上の訴権³⁹⁸について、個々の一般株主が会社に対して有する利益は訴権の行使に要する訴訟費用に比べて小さいため、實際上、機能を発揮することができなくなった。また企業の継続により投資は半永久的なものとなり、株主が有する残余財産の分配利益の意義は殆どなくなってしまったため、議決権を行使しない株主にとっては、株式は利益配当請求権を化体した収益証券としての意味しか持たなくなってしまった。利益配当を資本還元して株価が形成されることにより、株式は利子付資本と同じものとなると考えられたのである。

従来は、株主の利益配当請求権・残余財産分配請求権・議決権は、既得権原則により、多数決によっても変更され得ないものとして保護されていたが、1920年代には、多くの裁判所によって、優先株の発行や複数議決権株式の発行などが許容されるようになった³⁹⁹。これにより、既得権理論そのものが廃棄され、かりに制定法に規定が設けられているのであれば、従来既得権とされていた株主の権利についても、多数決による定款変更によってこれに変更を加えることができるのであり、それはなんら憲法違反になるものではない⁴⁰⁰と解されるようになった。従来のコモン・ローに基づく新株引受権原則（株主権の割合を維持するために株主に新株引受権が認められる。

Maj, 84 Geo.L.J. 1, 12-15, 55-60 (1995).

³⁹⁶ 田中・前掲注(390)249頁。*Calder et Wife, v. Bull et Wife*, 3 U.S. 386, 1 L. Ed. 648, 17948 U.S. LEXIS 148, 3 Dall. 386により確立。

³⁹⁷ Berle & Means, *supra* note 391 at 47ff.

³⁹⁸ 会社の有する損害賠償請求権の代位行使、取締役の違法行為差止請求、会社の組織に関する行為無効の訴えなど。

³⁹⁹ See e.g., Jeffrey Kerbel, *An Examination of Nonvoting and Limited Common Shares-Their History, Legality, and Validity*, 15 Sec. Reg. J. 35 (1987); Adolf A. Berle, Jr., *Non-voting Stock and "Bankers' Control"*, 38 Harv. L.Rev. 673 (1926); Bergerman, *supra* note 394; Chester Rohrllich, *Corporate Voting: Majority Control*, 7 St. John's L.Rev. 101 (1933); Adolf

⁴⁰⁰ Henry Winthrop Ballantine, *On corporations*, Callaghan, 1946, at 649. See also Berle & Means, *supra* note 391 at 149-151.

原始定款によってこれを排除するか、又はその株主の同意がなければ多数決によっても奪うことはできない。)を排除する傾向が強まり⁴⁰¹、取締役の決定する新株発行条件によっては、既存の株主の権利が弱められるおそれが高まった。

1925年の株式ブームから1929年の世界大不況までは、水平的合併に対する反独占を掲げる一連の法律を前提に、相互に関連性の強い企業間で、垂直的合併に進むことにより、寡占企業が出現した⁴⁰²。たとえば、鉄鋼業においては、業界1位U.S.スチールや同2位ベツレーム・スチールは、多くの合併を繰り返すことにより巨大化し、寡占市場をもたらした。また、アナコンダ・カップーは、多くの完成品メーカーを合併して、原料から製品まで、生産の効率化を図った⁴⁰³。この時期の合併の推進役は、投資銀行業者であったため、利益の確保のために、のれんやシナジー効果の恣意的な計上による「水増し株」が大量に発行された⁴⁰⁴。獲得資産の評価額も公正市場価値(fair market value)を超えるものが多く、合併の1株当たり利益が低下しすぎて、従来の市場株価どころか額面すら維持できないものが出現した⁴⁰⁵。

この時代、株主の地位が、共同企業者としての性格から投資者としての性格に変化したことから、1911年にカンサス州は投資者保護のためにブルースカイ法⁴⁰⁶を制定した。その後、各州はこれに倣い⁴⁰⁷、他方では、1933年には連邦証券法、1934年には連邦証券取引法が制定された。

⁴⁰¹ たとえば、富山・前掲注(248)(アメリカ会社法に於ける新株引受権の原則)参照。

⁴⁰² 村松・前掲注(198)5頁。

⁴⁰³ 村松・前掲注(198)5頁。

⁴⁰⁴ 小野・前掲注(18)428頁。

⁴⁰⁵ 小野・前掲注(18)429頁。

⁴⁰⁶ 青空に浮かんだ(架空の)ものを売りつける行為を規制する包括的証券立法。

⁴⁰⁷ 1933年までの間に47州がブルー・スカイ・ローを制定した。詳細については、たとえば、Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Texas L. Rev. 347 (1991)参照。

§2 米国会社法における株式買取請求制度の発達

企業の大規模化とカルテルの形成その後の合併、投資銀行の発達による株式の分散を背景に、経済界から、①会社の経営は全員一致ではなく多数決で運営されるべきである、②株主の投資当時の経営形態が変容してしまった会社に少数株主を拘束するべきでないとする要請があった⁴⁰⁸。そこで、各州法は、コモン・ローの原則を廃し、他方で、株主の救済方法を模索することになった⁴⁰⁹。

そして、株式買取請求制度が設けられたが、これは、株式に流動性を与え、かつ株式の公正な価格 (fair value) を独立して評価することにより、株主を保護する仕組みである⁴¹⁰と説明されてきた。組織再編の株主総会決議が全員一致⁴¹¹から多数決へ移行の過程において、拒否権の代替として⁴¹²、株式買取請求権⁴¹³が発生したと理解されている⁴¹⁴。

1867年イリノイ州事業会社法を初めとして、19世紀末から20世紀初頭にかけて、殆どの州の会社法は株主の会社に対する株式買取請求権を導入した⁴¹⁵。1930年代には、連邦証券立法の基礎が与えられ、証券取引規制の強化により、市場価値への信頼が増大していった。1937年にはボンブライトが財産評価論⁴¹⁶を発表した。ボンブライトの、評価は目的により異なるとする評価目的論は、その後の会社法と税法の株式評価に重大な影響を与えた。

⁴⁰⁸ 関・前掲注(4) 19頁。

⁴⁰⁹ 米国における株式買取請求権については、Thompson, *supra* note 395 のほか、Barry M. Wertheimer, *The Purpose of the Shareholders' The Purpol Remedy*, 65 Tenn. L.Rev. 661; May Siegel, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, 32 Harv. J. on Legis. 79, 93-94 (1995)参照。日本語文献としては、伊藤紀彦「アメリカにおける株式買取請求権の発生と発展」中京法学 1巻1号(1966年) 257頁以下、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(五・完)」法学協会雑誌 99巻2号(1982年) 223頁、244-246頁、野田耕志「株式買取請求権の利用局面の再検討」法学 64巻4号(2000年) 90頁、94頁、飯田・前掲注(6) 96頁以下などの先行研究がある。

⁴¹⁰ Pinto & Branson, *supra* note 347 at 157.

⁴¹¹ See e.g., Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2d edition, Foundation Press, 1995, at 642.

⁴¹² Wertheimer, *supra* note 409 at 667 n.32.

⁴¹³ どのような場合に買取請求権が認められるべきかという点については、たとえば、Bayless Manning, *The Shareholders* れるべきかという点については、たとえば、*An Essay for Frank Coker*, 72 Yale L.J. 223, 239-244, 262 app.1 (1962)参照。

⁴¹⁴ 伊藤・前掲注(409) 259頁, 261頁, 266頁, 神田・前掲注(409) 244頁など。ただし、神田は、全員一致原則に服することなく合併などを行うための制度として導入されたという見方と、多数決での合併が許容された後、少数株主を保護するために認められた制度であるという見方を紹介している(前掲注(409)246頁)

⁴¹⁵ Matsch, Richard P., *Standard of Valuation of Dissenters' Stock under Appraisal Statutes*, 51 Mich. L. Rev. 713 (1953); *Valuation of Dissenters' Stock under Appraisal Statutes*, 79 Harv. L. Rev. 1453 (1966). ウェストヴァージニア州を除く。

⁴¹⁶ James C. Bonbright, *Valuation of Property*, vols. I & II, McGraw-Hill Book Co., 1937.

現在、米国の多くの州の制定法は、合併や買収に反対の株主に対し、株式買取請求 (appraisal) を行うことを認めている⁴¹⁷。株式買取請求を受けた会社は、公正な価格を支払うことを要する。買取価格についてアメリカ各州法は、value, fair value, fair cash value, market value, full market value などの表現を用いている⁴¹⁸。これらの用語の法律上の意味には、判例上、大きな違いはないと考えられるが、州法が market value または full market value と規定している場合において、株式に市場価格が存在するならば、株式はその市場価値で評価されると考えられた⁴¹⁹。

公正な価格につき会社と株主の間に意見の一致が見られないときは、裁判所にその価格の決定を求めるとするのが通例である⁴²⁰。

1. 反対株主の救済

会社組織の基礎的変更に反対する少数株主の救済策は、株式買取請求に限られていたわけではない。事前の差止命令 (injunction)、事後の取消請求 (rescission)、判例法上の金銭支払請求 (pecuniary liability) が存在した⁴²¹。しかしこれらの救済には、理由として会社の行為が権限の欠缺、詐欺または権利濫用によってなされたことが必要であった。これに対し、株式買取請求権は、反対株主に対して自動的に与えられるものであり、特段の理由を必要としない。

本来、株主には出資義務以外の義務は課せられていないのであるが、株式買取請求制度においては、条文上、議決権の行使を要求している。株主は、本来、共同事業者として議決権の行使をすることにより、自己が投資する事業の選択を行うことができると解される。会社組織の基礎的変更がその会社の事業に大きな変更をもたらす場合には、株主は議決権を行使してそれに反対し、多数派の選択した事業から離脱することができ、また会社はこれにより多数派の意図した事業を選択することができるというのがスジであろう。

人々の欲求が変化する以上、社会は、どの事業が社会的に有用であるか、どの事業がそうでないかを予め決めることはできない。人々の欲求が変化するとき、企業は商品を改廃し、新たな商品を生み出していく必要がある。自由経済には、この改廃に失敗する企業もあるが成功する企業

⁴¹⁷ Pinto & Branson, *supra* note 347 at 157.

⁴¹⁸ Ballantine, *supra* note 394, at 299 n.67. *Chicago Corp. v. Munds*, 172 A. 452 (Del. Ch. 1934).

⁴¹⁹ Lattin, Norman D., *Remedies of Dissenting Stockholders under Appraisal Statutes*, 45 Harv. L. Rev. 233,259 (1931). *Chicago Corp. v. Munds*, 172 A. 452 (Del. Ch. 1934).

⁴²⁰ 川島いづみ「アメリカ会社法における少数派保護の拡大」『現代英米会社法の諸相（長浜洋一教授還暦記念）』（成文堂、1997年）52頁参照。ただし、川島は、組合理論や契約理論は利害対立の発生原因ではないとする（92頁）。

⁴²¹ Ballantine, *supra* note 400 at 297; Lattin, *supra* note 419 at 234-235.

もあるので、全体としては計画経済よりうまく変化に適応したものと考えられる。事業の選択は投資家の自由意思によるべきであり、多数決によって強制されるべきではないといえる。

これは事業の選択の問題であるので、原理的には、議決権を行使しない不在株主には、買取請求権を認める必要はないと解される。評価論上も、買取請求権の価格を決定する場合においては、議決権のない優先株式等は負債として認識されるべきこととされている⁴²²。

2. 株式市場の例外 (stock market exception)

株式市場の未発達な時代には、株式買取請求権は株式に流動性を与えることが重要な目的であった。このため今日、幾つかの法域では、株式が市場で取引される場合には、例外として、株式買取請求権を排除している⁴²³。ただし、この例外は、前提として流動性の高い市場が必要であるとされている⁴²⁴。

また理論上は、真に効率的な市場では株価は全ての情報を反映しているとされるが、現実には市場価格は個別株式の取引に関するものであり、企業全体の価値を反映するとは限らない。株主に提供される投資情報は、経営意思決定情報の全てを含んではおらず、また企業の財産価値情報も原価にとどまっている場合が多い。そこで、利益相反合併、縮出しなど経営者が情報優位を利用する機会が存在し、株価に企業価値が反映していないことが危惧される場合には、流動性の有無に係わらず、株式買取請求が認められるべきであると主張されている⁴²⁵。

この点、日本の株式買取請求制度は、株式市場の例外を認めていないが、前述したように日本の最高裁判例によれば、我国の上場株式に対する買取請求権の価格決定において裁判所が介入し、市場価格と異なる価格を決定するのは、株価が企業価値を反映していないと認められる場合に実質的に限られることになり、株式市場の例外を認める立場と結果的に同じことになる。

⁴²² *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A. 2d 71 (Del. Sup. 1950) は議決権のない優先株式を固定負債とした。

⁴²³ Pinto & Branson, *supra* note 347 at 162.

⁴²⁴ MBAC341 at 162., The stock market exception requires a liquid market.

⁴²⁵ Pinto & Branson, *supra* note 347 at 162.

§3 株式買取請求制度における「公正な価格」をめぐるデラウェア州判例

デラウェア州⁴²⁶は、1899年制定一般会社法において、多数決による合併を認めると同時に株式買取請求制度を導入した。当初、株式の価格の算定は3名の鑑定人の過半数によっていた⁴²⁷。1943年改正により、裁判所は1名の鑑定人を選定するが、裁判所が価格を決定するものとされた。1976年改正一般会社法は、買取価格につき「吸収合併または新設合併の成就または期待から生ずるいかなる価値要素をも除外した株式の公正な価格 (the fair value of the shares exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation)」と規定し、かつ、鑑定人を選任するは止められた。1981年改正一般会社法は、それに続けて「公正な価格の決定において、裁判所は総ての関連した要素を考慮にいれなくてはならない (In determining such fair value, the Court shall take into account all relevant factors)」⁴²⁸と規定した。上場株式または登録株主数が2000人を超える種類の株式については、原則として、株式買取請求権を認めていない。例外として、現金合併、略式合併などの場合には、消滅会社株主及び子会社株主に買取請求権が与えられている⁴²⁹。

(1) *Chicago Corp. v. Munds* 事件⁴³⁰ (1934年4月25日衡平法裁判所決)

⁴²⁶ なお、大多数の州の会社法は、模範事業会社法 (Model Business Corporation Act) に沿ったものである (ただし、どの時点の模範事業会社法を採り入れているかは州によって異なる。株式買取請求との関連では、Robert B. Thompson, *The Case for Iterative Statutory Reform: Appraisal and the Model Business Corporation Act*, 74 Law and Contemporary Problems 253, 264-269 (2011)参照)。そして、模範事業会社法13章が株式買取制度を定めている。株式買取請求権が認められる範囲や市場性株式の例外といった点で、デラウェア州法と異なるものの (Mary Siegel, *An Appraisal of the Model Business Corporation Act ア州法と異なるものの odell Business Corpor*, 74 Law & Contemporary Problems 231 (2011)参照)、本論文の問題意識である公正な価格形成という局面においては重要な差異は見られないので、本論文では裁判例の蓄積のあるデラウェア州の裁判例を分析対象とする。

⁴²⁷ 21 Del. Laws 273, § 21 Del. Law See Joseph Evan Calio, *New Appraisals of Old Problems: Reflections on the Delaware Appraisal Proceeding*, 32 American Bus. L. J. 1, 12 n.44 (1994).

⁴²⁸ Del. Code Ann. Tit.8, § Del. Cod デラウェア州法においては、株式の価格決定において公正な企業価値を比例按分するために、公正な価値と公正な価格は一致することは後述。

⁴²⁹ Del. Code Ann. Tit.8, § Del. Co2)b.

⁴³⁰ *Chicago Corp. v. Munds*, 172 A. 452 (Del. Ch. 1934). 1932年12月20日、シカゴ証券取引所に上場しているC社 (Continental Chicago Corporation デラウェア州法人) は、I社 (Chicago Investors Corporation デラウェア州法人) と合併した。C社は投資会社であり、現金\$300万、短期有価証券・受取手形\$300万、株式・社債\$1500万などからなる\$2100万以上の資産を有していた。C社の転換優先株式50株を有していたM (Munds, Winslow & Potter) は合併に反対し、合併日の株式価値に相当する支払いを要求した。C社株式の合併日の終値は\$17.25であった。C社は1株当たり\$17を提示したがMは拒絶した。選任鑑定人は、条文 (the value of his stock at the date of consolidation) の趣旨は、株式の市場価値 (market value) を意味するものであ

裁判所は、デラウェア州会社法の法文にある” value” とそのモデルとなったニュージャージー州会社法の法文にある” full market value” とを比較したうえで、「もし条文の価値 (value) が市場価値 (market value) を意味するのであれば、つまるところ、それは株式に対する売手と買手の価値評価を示す確かな指標となるからと考えられる。また売買が存在せずそのような指標が利用可能でない場合に株式の価値を決定するためには、売買取引において市場価値が形成される場合に考慮されるべきその他一切の要素が考慮されることになる。」、「しかるに、デラウェア州の立法府はニュージャージー州法の判断基準である『full market value』を採用せずに、単に『value』という測定基準を採用した。ここには強い含意がある。」と述べて、鑑定人が株式価値の決定にあたり市場相場にのみ拠ったことは誤りであると判示した⁴³¹。

また、「株主が株式を購入する時には、継続事業としての会社の株式を購入するもの想定されるべきであり、理論上、会社資産の清算割合を期待して購入するとは考えられない。」と述べ、会社解散価値に基づく評価方法は対象を資産に限定する結果、継続企業(a going enterprise)としての価値を与える諸要素を無視するものとなり健全 (sound) でないと判示した。さらに「合併の日においては、市場は極端な気分に含まれており」、株式市場の価格が株式の内在的価値 (intrinsic value) を示しているとは限らないと述べた。

この判決は、1916年6月21日マサチューセッツ州最高裁判所判決⁴³²の「条文上明らかに株式の価値 (the value) とは、株式が上場されている場合には市場株価 (the market price) を意味するばかりでなく全ての資産・負債を確認して決定すべきその内在的価値 (the intrinsic value) をも意味する。」を参照し、株式の本源的価値 (the intrinsic value)⁴³³の存在を認めた。これは、現代の金融理論で認められている「株式は企業価値を原資産とする金融派生商品であり、企業価値は株式の本源的価値である」⁴³⁴という理解から見ても優れた判示であり、以後のデラウェア州判決において基本的原理として採用されている。株式市場の混乱期にあったとはいえ、この原理は上場株式と非上場株式とを区別していない。

り、株式に対する資産価値を意味するとは思えないとして、1株当たり \$ 17.25 と評価した。M は1株当たり資産価値 \$ 32.11 が適切であるとしてこれを拒絶した。

⁴³¹ 当時は鑑定人が価格決定(前述)。

⁴³² *Cole v. Wells*, 224 Mass. 504, 113 N.E. 189, 191 (It is obvious that 3 N.E. 189, 191 the stock is obvious that 3 N.E. 189, 191 et price if the stock is traded in by the public, but the intrinsic value, to determine which all the assets and liabilities must be ascertained.) .

⁴³³ the intrinsic value を古典経済学は「内在的価値」、ファイナンス理論は「本源的価値」とする。

⁴³⁴ 大村・前掲注(221)196頁参照。

(2) *Tri-Continental Corp. v. Battye* 事件⁴³⁵ (1950年6月8日最高裁判所)

裁判所は、純資産価値 (net asset value) は公正な資産価値 (fair asset value) と同一ではないと述べ、「§ と同一で⁴³⁶にいう価値 (value) 概念の本質は、その合併により株主が喪失する全てのもの、即ち継続事業に対する財産権の比例的割合 (his proportionate interest in a going concern)、又は、株式が持つ真実もしくは内在する価値 (the true or intrinsic value of his stock) に対する弁済を株主に権利として与える点にある。株式の真実又は内在する価値を表す数値を決定するには、鑑定人と裁判所は株式価値を定めるに当たって合理的に算入すべき全ての要因と要素を考慮に入れなくてはならない。例えば市場価値、資産価値、配当、収益予想、事業の特質、その他合併の日において知られているか又は知ることが可能な事実で合併会社の将来予想に多少でも光を与えるものは、反対株主の利益となる価値に係わるものとして調査の対象になるべきであり、また価値を決定する機関によって考慮されなければならない。」と判示した。

もっとも、*Chicago Corp. v. Munds* 事件判決⁴³⁷の「市場価格も株式価値の構成要素であるが、それ単独では株式価値を算定することはできない」を引用し、市場価値や清算価値から区別された株式の内在的価値 (intrinsic value) の存在を認めたものの、原審の付したウェイト 40% と 60% とは恣意的なものである (arbitrary) と批判した。

この判決により市場価値、資産価値、収益価値などを加重平均する、いわゆるデラウェア・ブロック・メソッドが確立したと評価されている。確かに、この判決は株式に内在する価値としての事業価値に対して、いろいろな要素を考慮している。しかし、評価論から見ると、この判決の本質は加重平均を行った点にあるのではなく、「株式の価値を決定するには株主が継続事業に対す

⁴³⁵ *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A. 2d 71 (Del. Sup. 1950). 1948年10月1日、途中解約のできないクロズドエンド型投資信託の会社であるG社 (General Shareholdings Corporation デラウェア州法人) は、親会社であるT社 (Tri-Continental Corporation メリーランド州法人) に吸収合併された。G社株主であった *Battye* らは合併に反対し、会社法 § は合併にに従い株式の買取を請求した。買取請求株式総数約 10万株の内 97,523株はC社 (Central States Electric Corporation) が所有していた。G社資産は、市場性のある社債・株式及び現金によって構成され、発行済普通株式総数 1,602,475株、1株純資産価値 \$ 4.90であった。選任鑑定人は、この純資産価値に加え課税優遇措置 (損失繰延) などを考慮して新たに価値を \$ 5.44 と算定し、これにクロズドエンド型投資信託会社の特質、レバレッジの影響、利益・配当の低さなどを前提に、類似投資株式の市場売却実績を考慮して 25%の割引 (この株式は合併前の市場では投資会社が所有する資産価格の 25%引で取引されていた) を行い、対象株式の価値を 1株 \$ 4.08 と決定した。C社は異議を唱え控訴した。衡平法裁判所は異議を認め \$ 5.44 に 40%、\$ 4.08 に 60%のウェイトを付し、対象株式価値を \$ 4.62 とした。

⁴³⁶ Del. Code Ann. tit. 8, § Del. Code Ann 株式買取請求をした株主に対しては、合併の日における価値 (value) が支払われるべきであると規定していた)

⁴³⁷ *Chicago Corp. v. Munds*, 172 A. 425 (Del. Ch. 1934).

る財産権の比例的割合、即ち株式が持つ真実の又は内在する価値を評価する」とした点にあると考えられる⁴³⁸。これは現代の株式価値論がすでに採用されていることを意味する。

この様に解すると、この最高裁判決は株式価値と事業価値を形成する諸要素との関係を述べているものと見ることができ、この関係を評価関数とする次式が成立する。

評価（市場価値、資産価値、配当、収益予想、事業の特質、その他）→継続事業価値
按分（継続事業価値）→株式価値

そして、この関係式から、最高裁判決は株式価値を、市場価値と清算価値に対する加重平均値に求めたのではなく、関連する諸要素からなる継続事業価値（内在的価値）の客観的な認識に求めたことが分かる。この評価原理は現在まで引継がれている⁴³⁹。

(3) *William v. Anderson-Clayton & Co.*事件⁴⁴⁰（1960年2月2日衡平法裁判所）

裁判所は、S社工場の継続企業価値が求められるべきであるとして、再調達原価から修正減価を控除した\$8,754,861を資産価値（asset value）と認め、1株\$700.05を資産価格とした。理由として、ポンブライトの財産評価を参考に、財産の評価としては減価償却後再調達原価と予想収益還元価値とを比較すべきであり予想収益がゼロでも再取得価格はゼロとはならないと述べた。また、配当に関して、「最高裁は *Tri-Continental Corp. v. Batty* 事件において収益と共に配当を考慮要素として言及しているが、デラウェア州判例で配当を独立の要素とした先例はない。この事案においても、配当は収益に密接に関連し、価値要素として近接している。」として排除した。

その上で、収益価値に80%、資産価値に20%のウェイトを付すのが公正（fair）であると述べ、価格を1株当たり\$432.09（収益価値\$365.23×80%+ 資産価値\$700.05×20%）と決定した。

⁴³⁸ 酒井太郎「デラウェア・ブロック・メソッドの凋落と株式買取請求権の変容：米国の株式評価論と買取請求権」一橋論叢 112 巻 1 号（1994年）112頁、115頁。デラウェア・ブロック・メソッドの本質は、加重平均計算技法にあるのではなく、全ての要素から内在価値を求めるための理念にあるとしている。

⁴³⁹ 飯田・前掲注（6）107頁。

⁴⁴⁰ *William v. Anderson-Clayton & Co.*, 159 A.2d 278(Del. Ch. 1960). 1995年7月31日、A社（Anderson, Clayton & Company）は、非上場の子会社S社（Southland Cotton Oil Company）を吸収合併した。A社は世界最大の綿花商人であり、S社株式の87%を所有していた。S社は綿実の加工会社であり、全米9か所に工場を所有していた。S社株主W（William D. Felder）は、合併に反対し、S社株式の買取を請求した。S社鑑定人によるとS社工場の売却価値は\$1,595,000、再調達原価\$9,570,527、減価償却後の健全価額（sound value）は\$4,471,665であった。鑑定人は、資産価値を考慮せず、S社株式を次のように評価した。

収益価値\$365.23×60%+配当価値\$220.00×40%=1株\$307.14

これに対して、Wは、資産価値を考慮すると株式価値は少なくとも\$827であるとして、裁判を求めた。

衡平法裁判所は、非上場株式においては市場価値が存在しないので、もし資産価値を無視すると収益価値だけに因ることになり、このことは赤字企業をゼロ評価することになり、妥当な評価方法とはいえないと考えたものと推測することができる。

そして、配当を独立に考慮しない（配当は企業価値を示さない）とすると、「収益予想、事業の特質、その他」の要素により「収益価値」を算定し、Tri-Continental Corp. v. Battye 事件において黙示的に採用された評価関数は次のように再整理することができる。

評価関数（市場価値、資産価値、収益価値）→継続企業価値

比例按分（継続企業価値）→株式価値

この式は、市場価値、資産価値、収益価値に何らかの関係を考慮することにより、企業価値を求めることを示す。評価関数を線形と仮定すると⁴⁴¹、適切なウェイトを附することにより企業の内在価値の合理的近似値が求められると考えることもできる。いま市場価値が存在しないとして、収益価値のウェイトを a，資産価値のウェイトを b とすると、次式が成立する。

$$\text{株式価値} = a \times \text{収益価値} + b \times \text{資産価値} \quad a + b = 1$$

もっとも、本判決では、ウェイトの決定方法については、何も論じられていない⁴⁴²。ウェイトの決定方法は、裁判所の裁量の枠内にあり、個々の事例に応じてなされるべきであると考えられていたとみることができる⁴⁴³。

なお、この判決は資産価値に再調達原価を採用している。通常、再調達原価は買手の価値を示すが、売手の価値を示さない。したがって、S 社工場の資産価値として、買手の再調達原価を考慮するか、売手の（清算価値ではない）継続事業資産としての売却可能価値を考慮するかは、検討の余地があったと思われる。

(4) *In re Olivetti Underwood Corp.* 事件⁴⁴⁴ (1968 年 9 月 27 日衡平法裁判所)

⁴⁴¹ 評価関数は線形である保証はない。また実際の市場株価は $a + b = 1$ となるとは限らない。市場株価が形成するウェイトを考慮するには、回帰式の利用が必要である。

⁴⁴² 判決に「I believe the giving a weight of 80% to capitalized earnings and a weight of 20% to asset value would be fair.」とあるだけで、理由がない。

⁴⁴³ 酒井・前掲注 (438) 116 頁。

⁴⁴⁴ *In re Olivetti Underwood Corp.*, 246 A.2d 800(Del.Ch.1968). U 社 (Underwood Corporation デラウェア州法人) はタイプライター製造会社であり株式をニューヨーク証券取引所に上場していたが、経営の悪化により 1959 年に Olivetti Italy (イタリア法人) の傘下に入った。1963 年までに Olivetti Italy は U 社株式の 69% を取得し、U 社に対し資金援助や技術支援を行ったが、U 社は赤字が続き簿価はゼロとなった。ニューヨーク証券取引所は U 社株式の上場を 1963 年 6 月 2 日に廃止することとしたので、同年 5 月 21 日、Olivetti Italy は、その旨を U 社の全株主に通

裁判所は「買取請求においては、株式は継続事業に基づいて価値評価されなくてはならず、清算基準によって評価されてはならない。株式の真実の又は内在する価値を決定するには、算入することが合理的と思われる全ての要素・要因を考慮に入れなくてはならない。考慮要素には市場価値、資産価値、配当、収益予想、また事業の特質が含まれる。」と *Tri-Continental Corp. v. Battye* 判決を引用した上で、収益価値 \$ 0 に 25%、市場価値 \$ 14.25 に 50%、資産価値 \$ 10.62 に 25% のウェイトをつけ、対象株式の価値は \$ 9.78 であると決定した。

裁判所は、「買取請求においては、株式は継続事業に基づいて価値評価されなくてはならず、清算基準によって評価されてはならない。」とする最高裁判所判例から、加重平均法を形式的に採用したものと推測される。しかし最高裁判所は、内在価値を求めるために、関連する諸要素を全て考慮する必要があると述べているだけである。また、根底にある買取請求時の継続企業 (going concern) とは、会計学の継続企業概念ではなく、合併日の「事実の継続」にあると思われるから、本事案では、合併等がなかったとして、赤字状態が続くという意味であると解することになるろう。

しかも、この判決には、収益価値 \$ 0 に対してウェイトを付したという問題がある。例えば金塊は、収益価値がないからといって、価値が市場価値より低くなるわけではない。収益価値 \$ 0 にウェイトを付することは、価値を割安に評価する結果をもたらすことになる。判決は、U 社が 1958 年から 1963 年の間に所得がなくかつ無配であったことを挙げて、ウェイトを 25% と決定しているが、存在しない収益価値を価格形成に算入する理由については何も述べていない。

鑑定人は、市場価値として、Olivetti Italy が 1963 年 5 月 21 日に提示した買付価格 \$ 14.50 からプレミアムを控除した \$ 14.25 を真の価値とした。衡平法裁判所は、Olivetti Italy が公開買付を発表する前日の株価終値 \$ 13.375 を参考に、翌日 5 月 21 日の買付価格にはプレミアムが含まれていると判断しこの決定を支持した。しかし収益価値ゼロの下で資産価値を基礎とする場合、公開買付価格は資産の処分価値により形成されると思われるが、この場合のプレミアムとは何か。

知し、「株式を \$ 14.50 で買付けること」及び「この公開買付によって取得する U 社の株式の数に係わらず、Olivetti の新設完全子会社により、U 社の事業と資産を取得する積りである。現在 Olivetti が保有している 3 分の 2 以上の U 社株式の議決権を行使して U 社の資産の売却を行うか、または、もし公開買付によって U 社株式の 90% 以上を取得した場合には、U 社取得のために制定法上の代替的権利を行使する予定である。」ことを述べた。公開買付により Olivetti Italy は U 社株式の 90% を取得したので、公表通り 1963 年 10 月 23 日、U 社を、Olivetti Italy の 100% 子会社である O 社 (Olivetti Underwood Corporation デラウェア州法人) に吸収合併した。O 社は、合併条件として、U 社 1 株につき \$ 10 の現金を支払うことを提示したが、16,035 株の株主は反対し株式の買取を請求した。U 社株式は店頭で \$ 14.50 から \$ 7.00 で売却されていて、合併当日の気配相場は \$ 9.50 であった。

事業再編により発生するシナジーとは考えられないので、支配プレミアムと考えることになる。裁判所はこれを継続事業価値に含まれないと考えたと解されるが、合併日に存在する支配プレミアムをなぜ排除するのか、理由は明確ではない。

他方、資産価値については、簿価△\$ 2.11に、*Tri-Continental Corp. v. Battye* 判決を参考に繰延税金資産 \$ 3.81 を加算し、U社の持つ Olivetti Italy の製品の排他的配給権を評価加算して、\$ 10.62 と決定している。しかし Olivetti Italy にとっては、繰延税金資産も製品排他的配給権も、処分価値は存在しないし、赤字事業の継続を前提にすると収益価値も存在しないので、加算には問題がある。

(5) *Bell v. Kirby Lumber Corp.* 事件⁴⁴⁵ (1980年2月20日最高裁判所)

最高裁は、完全なる公正さと法的に厳格な監督ルール (the entire fairness and strict judicial scrutiny rule)⁴⁴⁶は、合併における買取請求に適用された先例は存在しないし、本合併に係る連邦裁判所の訴訟においても支配株主の受任義務違反は見出されていないとした。

⁴⁴⁵ *Bell v. Kirby Lumber Corp.*, 413 A. 2d 137 (Del. Sup. 1980), LEXIS 361. 1974年7月31日、S社 (Santa Fe Industries, Inc.) は、K社 (Kirby Lumber Corporation) を1株当たり現金 \$ 254.40 で略式合併した。S社は、K社の株式総数 500,000 株の 95% を所有していた。K社株式約 5,000 株を有する B (Edith K. Bell) らは、合併に反対し株式の買取を請求した。K社は、1901年に設立されたデラウェア州法人で、原木を板材や合板に加工して販売することを目的としていた。K社は、テキサス南部とルイジアナ南西部に合わせて 557,000 エーカー (デラウェア州面積の約半分) の森林を有していた。K社は、1936年に破産により再編され、Santa Fe Railway Company 外 2 社の 60% 子会社となった。1967年に 88% に買増され、1971年には会社再編により S 社の 100% 子会社である Santa Fe Natural Resources, Inc. の子会社となった。K社の株は、1973年には約 95% にまで買い増され、同年の秋に、S社は、K社の残る株式を全て取得する計画を立てた。調査の結果、1973年12月31日におけるK社株式評価額は、D鑑定による資産価値 \$ 640、M投資銀行による市場価値 \$ 125 であった。S社は、現金による略式合併を行うこととし、合併期日の1974年7月31日の株式価値を再評価した結果、N鑑定による資産価値 \$ 456 に対し 40%、実績に基づく収益価値 \$ 120 に対し 60% ウェイトを付して、合併価格を1株当たり \$ 254.40 と決定した。Bは、K社のような資源会社は通常の評価ではなく、計画中のプロジェクトを含めた収益価値 \$ 252 に 10%、資産価値 \$ 682 に 90% のウェイトを付した1株当たり \$ 639.00 が適切であるとして、会社法 262 条に従い買取請求権を行使した。

原審である衡平法裁判所は、資源会社を特別に厳しく扱うという先例はないとして *Tri-Continental Corp. v. Battye* 判決を引用し、「買取請求においては株式は継続事業 (on a going-concern basis) に基づいて価値評価されなくてはならず、清算基準 (the liquidating value) によって評価されてはならない」とした。そこで、Bは、支配株主は少数株主に対し完全なる公正さ (entire fairness) を尽くす義務がある、第三者の公平な取引であれば支配株主の資産への支配力をもっと評価するはずだとして上訴した。

⁴⁴⁶ *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, 89 A.2d 862 (Del. Supr., 1952); *Singer v. Magnavox Company*, 380 A.2d 969 (Del. Supr., 1977); *Tanzer v. International General Industries, Inc.*, 379 A.2d 1121 (Del. Supr., 1977).

本事案は、収益価値と資産価値によって価格決定したものであるが、問題は資産価値に対するウェイトにある。最高裁判決は、ウェイト付けは継続企業価値の算定に係わるものであり、支配株などの「支配プレミアムや少数株ディスカウント、また流動性欠如ディスカウントには係わらない」と述べた。

しかし、森林を大量に有している製材会社の評価において、製材業としての評価にだけ頼るのは合理的でない。林業と製材業とは別な事業であるから、各々の事業価値を別々に評価すべきである。このとき林業における資産価値のウェイトは、製材業のそれより高くなる可能性がある。

なお、この時代、米国において、継続企業を前提とした資産の売却価値と、清算企業を前提とした資産の処分価値の区別は、明確に意識されていなかったようであり、**the liquidating value** は日本語に訳すと清算価値となるはずであるが、本判決を含めデラウェア州の裁判所は、換金価値以上の意味を持たせていなかったと推測される。

(6) *Weinberger v. UOP, Inc.* 事件⁴⁴⁷ (1983年2月1日最高裁判所)

⁴⁴⁷ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701 (Del. Sup. 1983). S社 (Signal Oil Co.) は、多数の子会社によって様々な事業を営む会社で、株式をニューヨーク、フィラデルフィア、パシフィックの各証券取引所に上場している。U社 (Universal Oil Products Company) は、石油、石油化学製品及びサービス、建設、金属製品加工、輸送、その他の事業を行っていて、株式をニューヨーク証券取引所に上場している。1974年、S社はU社との間で、U社の新株式150万株を割当増資により1株\$21で取得することを合意した。この取得は、S社が現金による公開買付によりU社株式を1株\$21で430万株取得することが条件となっていた。U社の株価はこの発表の直前には1株\$14であった。

買収は1975年4月に実行され、増資と合わせて、S社は、U社の発行済株式総数の50.5%に当たる580万株を取得した。U社取締役会構成員13人の内、S社は6人の取締役を送り込んだ。1978年2月、U社役員を兼務していたS社役員AとCは、残るU社株式取得の実行可能性をU社資料により調査して、S社にとって1株\$24までなら良い投資であるとの結論を得た。この結論はS社の内でだけ報告された。

同年2月28日、S社はU社株式49.5%を現金取得することとし、価格その他の条件は未定として、これを公表した。公表日の終値は1株\$14.50であった。2日後の3月2日に、S社は、買付価格は\$20から\$21であることを追加発表した。市場価格に対するプレミアムは約50%であった。同年3月6日には、リーマン・ブラザーズからU社株式の公正な価格 (a fair price) は1株\$21であるとする意見が提出され、S社とU社の取締役会は、電話会議により両社の合併の検討を開始した。A・Cの報告内容\$24は、U社の資料を使用して調査されたにもかかわらず、U社役員会では検討された形跡はなかったし、また株主総会前に少数株主に公開された形跡もなかった。合併は、同年5月26日に開催予定の定時株主総会招集通知により、株主に提示された。それにはU社経営陣と取締役会は全員合併に賛成していること、リーマン・ブラザーズのフェアネス・オピニオンによれば1株\$21であること、合併の成立には少数株主総数の過半数の賛成が必要であることが記されていた。定時株主総会では、発行済株式総数11,488,302株、出席株主の株式総数9,008,652株、少数株主の51.9%が賛成し、反対株主の株式総数は254,840株であった。合併は承認され、少数株式5,688,302株は現金\$21を受取る権利に転換された。U社の株主Wは、合

この事件は、株式買取請求における公正な価格が問題とされたものではなく、取締役の損害賠償責任の成否が問題とされたものではない。しかし、最高裁判所が「公正な価格」についてどのような判断基準を有しているかをうかがい知るための手掛かりを含んでいる。

すなわち、裁判所は、「A-C 報告は S 社の U 社株式 1 株 \$ 21 に対し 15.7% のリターン、1 株 \$ 24 に対し 15.5% のリターンが得られるとしている。これは 0.2% しか違わないが少数株主にとっては 1700 万ドルの違いがある。S 社にとって \$ 24 は長期的に \$ 21 と大して違わない」として \$ 24 を適正 (correct) な価格であると認めた⁴⁴⁸。

そして、裁判所は、「公正概念には、公正な手続き⁴⁴⁹と公正な価格の 2 つの観点がある。」としたうえで、「価格の公正さは、提案された合併に関連する経済的財務的な諸要素、即ち資産内容、市場価格、収益力、将来の業績見通し、その他株式に内在する或は固有の価値に影響を及ぼす一切の要素を考慮することに関係する。」と判示した。その上で、デラウェア・ブロック・メソッドはこの 10 年間使用されてきたが、「現在では、裁判所が金融界で一般的に受け入れられている評価方法を排除することは、明らかに時代遅れである。」と述べ、U 社の収益力に基づく評価として、原審が否定した DCF 法を容認した。

また、諸要素の考慮につき *Tri-Continental Corp.* 判決を引用した上で、1981 年改正デラウェア州会社法は 262 条 (h) で、株式買取請求においては「fair value」を決定すべきこと、「fair value」の決定においては、裁判所は関連する要素を全て考慮に入れなくてはならない (take into account all relevant factors)⁴⁵⁰と規定していること、それに対し、それ以前の 1976 年改正会社法では単に「value」を決定すると規定していたにすぎないことを指摘して、1981 年改正会社法では「公正な価格の決定においては、関連するすべての要素を考慮しなければならない。排除されるのは、

併は S 社の利益追求を目的としたものであり正当な事業目的が存在しないこと、支配株主による締め出しにおける完全な公正性の要件が満たされていないので U 社の取締役の信認義務違反があること等を主張し、クラス・アクションを提起した。原告はまた株価についても異議を申立て、公認投資アナリストが作成した、10 件の公開買付事例比較法によるプレミアム評価と DCF 法による評価を提出し、株価は少なくとも \$ 26 であるとした。しかし、原審の衡平法裁判所は、原告の DCF 評価を退け、被告の提出したデラウェア・ブロック・メソッドといわれる資産、市場価格、収益などの各要素に基づく諸価値の加重平均法を採用し、請求を棄却した。

⁴⁴⁸ 取締役の信認義務との関係では、調査は、S 社の排他的利益のために、U 社役員 2 人によって U 社の資料を使って行われ、U 社の独立取締役や少数株主には一切公開されていないことから、「取締役の信認義務に違反しているのではないかという疑問が生じる」と判示している。

⁴⁴⁹ 公正な手続きには、取引はいつ行われたか、どのように開始され、構築され、協議され、取締役に開示されたか、またどのように取締役会と株主総会の承認を得たかという問題が含まれると判示している。

⁴⁵⁰ Del. Code Ann. Tit. 8, §262(h).

合併の成就または期待 (accomplishment or expectation) から生じる不確定な要素 (speculative elements) のみである」と判示した。

本判決は、DCF 法を収益価値法として排除しないと述べているが、DCF 法がデラウェア・ブロック・メソッドに代わる方法であるとは述べていない。本判決に従って将来収益を予想する DCF 法を採用する⁴⁵¹と、合併時に計画されたシナジー効果は公正な価格の考慮要素に入ることになると思われるが、その後の裁判例にシナジー効果を考慮したものは存在しないようである⁴⁵²。

本判決の「価格の公正さは、提案された合併に関連する経済的財務的な諸要素、即ち資産内容、市場価値(market value)、収益力、将来の業績見通し、その他株式に内在する或は固有の価値に影響を及ぼす一切の要素を考慮することに関係する」という説明は、日本の最決平成 23 年 4 月 19 日 (TBS 株式買取価格決定事件)の「株式が上場されている場合、一般に、市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されているということが出来る」という説明と軌一する。日本の最高裁が、企業価値考慮要素として、「市場価値」ではなく「財務状況」を考慮するものとしているのは、市場価値が企業価値を反映したものであるなら市場価値は公正な価格であると考えていることによるものと推測できる。

(7) *Cavalier Oil Co. v. Harnett* 事件⁴⁵³ (1989 年 9 月 5 日最高裁判所)

最高裁判所は、*Weinberger v. UOP*判決を引用し、「現金締出し合併に反対する株主は、自己の有する株式の公正な価値、別の言い方をすると株式に本来備わっている内在的価値を受け取る権利を有する。」と述べた上で、「買取請求により法廷で争える範囲は限られているが、裁判所は、

⁴⁵¹ 酒井・前掲注 (438) 124 頁。

⁴⁵² 飯田・前掲注 (6) 117 頁。

⁴⁵³ *Cavalier Oil Co. v. Harnett*, 564 A.2d 1137(Del. Sup. 1989). E 社(EPIC Mortgage Servicing, Inc.)は、1975 年に H (William J. Harnett) と C 社 (Cavalier Oil Corporation) の多数派株主である B と同 M の 3 人によりヴァージニア州法人として設立された。1983 年までに C 社は E 社の株式の 90%を取得した。1984 年 11 月 20 日、C 社は、E 社を別の子会社である R 社に吸収合併した。デラウェア州会社法の下では、子会社の株式を 90%以上保有する親会社が子会社と合併する略式合併 (short form merge) (Del. Code Ann. Tit.8, 会社の株式を)の場合、子会社の株主には株式買取請求権が与えられる。H は、この合併に反対し、E 社株式 1250 株の買取請求権を行使した。C 社は H に 1 株 \$ 93,950 を提示したが、H は拒絶した。原審である衡平裁判所は、E 社株式の価格を 1 株 \$ 347,000 と決定した。C 社は、H が 1.5%の少数株主であることを考慮して、マイノリティ・ディスカウントを行うべきだと主張したのに対し、衡平法裁判所は「§ 262 の株式買取請求においては、裁判所は、対象会社それ自身の価値を算定しなければならない。特定の株主が保有する特定の株式の価値を評価するものではない。」として、マイノリティ・ディスカウントの考慮を退けた。

公正な価値の決定においては、*Weinberger* 判決に従い、価値に関連するすべての要素を考慮しなければならない。」として、「会社の機会」⁴⁵⁴を考慮した。ただし、この会社の機会を考慮することは、H と C 社間のヴァージニア州法による買取請求裁判の和解条項に基づくものであり、デラウェア州法により一般的に認められていたものではなかった。

また、裁判所は、マイノリティ・ディスカウントの考慮を退けることは適切 (valid) であると認めた。判決は、継続事業に対する比例割合的利益 (proportionate interest) が株主の価値に帰属するとする *Weinberger* 判決を引用して、「反対株主の割合的利益は、会社を一つの実体 (as an entity) として評価したうえで、決定されなくてはならない。この決定において、裁判所は、少数派の株式に対し、市場性欠如を主張してディスカウントを行うといったような、株主レベル (shareholder level) の要素に対しウェイトを配する必要はない。」と判示した。

さらに、最高裁判所は、「株式買取請求事件は、目的となる市場データが存在しないとして、仮定売却を再構築する (reconstruct pro forma sale) 手続きではなく、合併が起きなかったとして、株主が、たとえ少量であれその投資ポジションを持ち続けようとするを仮定するものである。」、「*Weinberger* 判決は、救済手続きにおける評価範囲を広げたけれども、焦点は依然として吸収合併された会社に本来備わる財産価値にあるのであり、株主間の株式に対する金銭分配にあるのではない。」として、*Weinberger* 判決が「公正な価格とは、1 株当りの企業価値であり、合併により奪われた反対株主の株式に対する会社の評価額の割合的権利である」ことを明確にしていると判示した。

このように、デラウェア州最高裁判所の判例は、「株式の公正な価格の決定においては、株式に内在する価値を基礎とする」という原理を完成しているが、具体的な評価モデルを示しているわけではない。本判決によって、株式の公正な価格では、特定の株式価値を論じるのではなく、原資産としての企業価値を論じなくてはならないということが明確にされたといえる。

すなわち、本判決により、公正な価格とは、独立当事者間での交渉が行われたならば買収者が設定していただろう買収価格を意味するものではなく、「ナカリセバ価格に基づく、継続企業価値の按分比例による株式価値が認識される」⁴⁵⁵とする判例法が確立した。特定の株主ごとに株式の評価を変えることや、少数株主の株式にディスカウントを行うことは、継続企業価値の比例割合による按分分配とは異なるので公正な価格を表さないことになる。

このように、本判決では、買取請求を行う株主にとっての対象株式の価値ではなく、企業価値

⁴⁵⁴ 経営者しか知らない会社の秘密があるとき経営者にとって会社の価値は他の株主よりも高い。

⁴⁵⁵ 飯田・前掲注 (6) 112 頁。

に対する比例的割合的持分が公正な価格であることを明確に認めている。

(8) *In re Radiology Associates, Inc. Litigation* 事件⁴⁵⁶ (1991年11月1日衡平法裁判所)

裁判所は、株式買取請求者 K が算定にあたって採用した類似会社 2 社は R 社に比較して大きすぎるので採用できないと判示したうえで、DCF 法は、(i) ネット・キャッシュフローの予測と (ii) ターミナル・バリューの予測と (iii) それらを割引く資本コスト⁴⁵⁷の 3 つの要素からなり、これらの質が DCF 法の信頼性の中核であると判示して、R 社の 1987 年から 1991 年の実績期間を基礎として、CAPM 理論を前提に各要素額を決定し、DCF 事業資産価値から負債価値を控除し、それに非事業資産価値を加算して株主価値を算定した。

他方、裁判所は、支配プレミアムにつき、DCF 法は R 社のキャッシュフローの現在価値を示すものであり、この計算が会社を売るときに発生するプレミアムを考慮していないと論じることは可能であるが、「株式買取請求制度は仮定売却を再構築する(reconstruct pro forma sale)手続きではなく、合併が起きなかったとして、株主が、たとえ少量であれその投資ポジションを持ち続けようとすることを仮定するものである。」(*Cavalier Oil Co. v. Harnett*, 564 A.2d 1137, 1144(Del. Supr. 1989)) を引用して、「反対株主は R 社の売却価値に対する割合的価値を有するのではなく、R 社の株主を継続するとしたときの R 社に対する割合的価値を有するのである。」として K の主張を退けた。

本判決では、結果として DCF 法を単独採用している。問題の論点は、市場株価には支配プレミアムが含まれていないので、CAPM に依る DCF 値にはマイノリティ・ディスカウントが反映されているというものであったが、裁判所は継続的株主の価値として流通価格でよいとしたものである。裁判所は、支配プレミアムの考慮は、株主レベルの修正に当たるから、妥当でないと考えたと推測される⁴⁵⁸。

⁴⁵⁶ *In re Radiology Associates, Inc. Litigation*, 611 A.2d 485 (Del. Ch. 1991). 1987年5月6日、R 社 (Radiology Associates, Inc.) は I 社 (Radiology Imaging Corporation) と略式合併した。これにより K は 1 株当たり \$ 400 で締め出された。もともと R 社の株主は、1979 年には K、P、O、F、M の 5 人であったが、1987 年新春に P、O、F、M の 4 人は合計 9700 株を I 社に譲渡した。K (Robert M. Kurtz) は合併に反対し自己の有する R 社株式 250 株の買取を請求した。K は、R 社株式を類似会社比較法と DCF 法の 2 つにより評価した。K は、CAPM に基づく DCF 法の割引率 WACC は一般投資株主のリターンのみを反映するものであり、(裁判所採用の) 3 要素に基づく算定額にはマイノリティ・ディスカウントが内在するとして、企業価値は支配プレミアム 30% を加算した評価額に引き直されるべきであると主張した。

⁴⁵⁷ 理論的にはネット・キャッシュフロー割引率とターミナル・バリュー割引率は異なる。

⁴⁵⁸ 飯田・前掲注 (6) 136 頁。

(9) *Rapid-American corp. v. Harris* 事件⁴⁵⁹ (1992年1月23日最高裁判所)

裁判所は、原審が採用したR社の各子会社を各々セグメントとして評価し合計する方法は継続企業としての経済実態 (economic reality) を正確に反映するものであるが、(類似会社の市場価格に含まれる) ディスカウントは不自然であるから、子会社に対する支配プレミアムを考慮して会社レベル (corporate level) の調整を行うべきであるとした。

通常、市場株価には支配プレミアムは含まれていない⁴⁶⁰ので、類似会社株価を子会社株式の評価に使用するには問題が残る。子会社は親会社の事業を構成し、親会社が子会社の株式を他に譲渡してその支配を手放す場合には事業譲渡に等しいと考えられる⁴⁶¹ので、公開買付価格に準じプレミアムを加算すべきであると論じているのである。

⁴⁵⁹ *Rapid-American corp. v. Harris*, 603 A. 2d 796 (Del. Sup. 1992). 1981年1月31日、R社 (Rapid-American Corporation) と H 社 (R.K. Holding Corporation) は K 社 (Kenton Corporation) と合併し、新たにR社となった。R社は上場会社であり、その完全子会社 3 社との取引等により営業利益の 99%を稼得していた。各子会社の事業セグメントは、量販店、酒輸入商などに分かれていて、各々事業体として独立していた。合併により、R社の株式の 60%はK社のMが所有し、残る 40%はA社のCが所有した。この結果、R社は非上場の私企業となった。D (David Harris) はR社の株式 58400株を所有していたが、合併価格 1株\$28に反対し、会社法§反対しに従い株式の買取を請求した。R社の鑑定書は連結ベースの評価であったのに対し、Dの鑑定書は子会社を別々に評価するものであった。R社の評価方法は、類似会社の財務数値を参考に、子会社の株価収益率に一定の配当率を調整して計算した乗数によるものであったのに対し、Dの評価法は、各子会社の株式を各々の類似会社の収益、利息税金控除前利益、EBITDA、有形資産簿価などにより比準して株価乗数を算出するものであった。Dの鑑定は負債の時価評価を採用したが、R社は争わなかった(負債の合併時の額面は\$652,589,000に対し同じ負債の市場価値は\$356,154,000であった。R社は、合併前には負債を額面に因らず市場価格で時価評価していたが、合併後は簿価により評価していた。R社の鑑定は負債控除後の純資産を対象に行われたのに対し、Dの鑑定は負債控除前の総資産を評価し、その後負債を控除するものであった。R社の評価方法は利息控除後の利益・配当で株式を評価するために負債の評価額は問題にならないが、Dの評価方法では利息控除前の利益等で株式を評価するために負債の評価額が問題となる。)。R社は、対象株式は支配プレミアム (control premium) もマイノリティ・ディスカウントも考慮すべきではないとしたのに対し、Dは支配プレミアムの考慮が必要であると主張した。原審である衡平法裁判所は、R社はコングロマリットであり直接比較できる類似会社がないので、セグメント別の評価アプローチの方がより信頼できると判断し、Dの鑑定評価を採用し1株\$51と決定した。支配プレミアムの算入については株主レベルの評価要素の考慮であるとして排除した。しかし、R社は、\$51は合併時の影響を受けない市場価格に対し200%のプレミアムに当たる非現実的な価格であるとして上訴し、Dも、各子会社の類似会社の市場価格には支配プレミアムが反映されておらず、その分がディスカウントされているから、R社の各子会社3社に対する支配プレミアムが加算された\$73.28が公正な価格であるとして上訴した。

⁴⁶⁰ 日本における指摘としては、たとえば、関・前掲注(4) 224頁。

⁴⁶¹ 日本における指摘としては、たとえば、江頭・前掲注(15) 952頁。

(10) *Hodas v. Spectrum Technology, Inc.* 事件⁴⁶² (1992年12月7日衡平法裁判所)

裁判所は、将来収益が減少し予想が困難として DCF 法を排除し、S 社の市場価格法を採用し、M の報酬は他と比較して適切であること、類似会社として W 社は規模的に最適であること、M が会社を離れると S 社は崩壊するとしてキーマン・ディスカウント 20% を正当と認め、会計処理誤りによる利益の過少 \$ 10,280 を修正し、株式価格を 1 株当り \$ 134 と決定した。($\$ 113 + \$ 10280 \times 3 \text{ 倍} \div 2000 \text{ 株} \times 130\% \times 80\% = \$ 133.56$)。

また、*Rapid-American corp. v. Harris* 判決を引用して、「株式買取請求における公正な価値の決定においては、市場性の欠如を理由とする株主レベルのディスカウントは、一切考慮されない。」と述べ、市場性欠如ディスカウント 40% を排除した。

本判決は、類似会社比準法を採用している。類似会社を 1 社だけ選択するには余程の類似性(双子性)が必要であるが、比準値からキーマン・ディスカウントを行う以上、それほどの類似性があるとは思われない。また、会社のキーマンが辞めると収益力は落ちると思われる。一般に市場

⁴⁶² *Hodas v. Spectrum Technology Inc.*, Civil Action No. 11265, 1992 Del. Ch. LEXIS 252. 1989年8月8日、S社(Spectrum Technology, Inc.)は、交付金合併(cash-out merger)を行った。S社は、1985年1月にM(Krish Moorthy)とその妻により設立された。事業内容はMのコンピューター技術と妻の財務分析に基づくコンサルティングを提供することであった。得意先はD社(Du Pont Company)1社であったが、S社の売上は1986年には\$100,000を超え、1987年には売上高\$602,394、純利益\$89,955、Mの報酬\$44,000、1988年には売上高\$1,003,714、純利益\$54,799、Mの報酬\$209,000、1989年の中間期は売上高\$626,054、純利益\$27,472となった。1987年2月に、別の少数株主2名は1株\$1でキャッシュ・アウトされ、S社の株式は、Mと妻の1386株、H(Hodas)の500株、Aの114株、合計2000株となっていた。S社は、HとAに1株当り\$70.57を提示したが、Hは公正な価格は\$900であるとして、会社法§あるとに従い買取請求権を行使した。S社の評価は市場価値法とDCF法を採用していた。市場価値法では、類似上場会社5社中からW社(Worldwide Computer Services)を選択して、EBDITと株価から得られた乗数3.9を、得意先がD社1社であることとD社が契約を縮小しようとしていることを理由に0.9ディスカウントして3とし、この乗数3をS社1989年度のEBDIT⁴⁶²に適用した。これにより得られた総資産価値から負債総額を控除して純資産価値\$226,186(1株当り\$113)を得た。S社は、市場株価にはマイノリティ・ディスカウントが含まれているとして\$113にコントロール・プレミアムを30%加算し、会社事業はMがいないと継続し得ないとしてキーマン・ディスカウントと称して20%を減算し、市場性がないことを理由に40%のディスカウントを行い、株式の比準値を1株当り\$71と算定した。DCF法としては、S社の1989年の損益予想からEBDITを\$59,227と算定し、CAPMによる割引率27%を適用して、収益価値を\$219,360(1株当り\$110)と算定し、これにコントロール・プレミアム30%を加算し、キーマン・ディスカウント20%を減算し、市場性欠如ディスカウント40%を減算して、DCF値を1株当り\$68と算定した。Hは、S社の1989年の収益予想にはMの報酬\$73,920が過大に計上されていること、株価収益率は類似会社5社の平均値12.5を採用するべきこと、キーマンに対しては生命保険でカバーすべきでありディスカウントは適切でないこと、州の会社法は市場性欠如ディスカウントを認めていないことから、会計処理の誤りの修正を行い、企業価値を按分すると株価は1株当り\$896.37となると主張した。

株価は企業の収益価値が下落すると下落するが、流通株価にキーマン・プレミアムが含まれるとする学説は見当たらない。流通株価にマイノリティ・ディスカウントが反映していることは広く受け入れられており、補正すべきであるという見解が適切であるとしても、支配プレミアムを30%とみるべき根拠は示されていない。

本判決は、比準値から、非上場株式であること（市場性がないこと）によるディスカウントを排除した。上場株式に含まれる流動性プレミアムを修正することは株式価値レベルの調整となり、企業価値レベルの調整ではないので、企業価値の按分から離れ許されないとしたのである。この判決以後、デラウェア州に市場性欠如ディスカウントが行われた公判裁判例はみあたらない⁴⁶³。

(11) *In re Vision Hardware Group, Inc.*事件⁴⁶⁴（1995年7月26日衡平法裁判所）

裁判所は、問題は会社の負債の評価は簿価によるべきか市場価格によるべきかにあるとした上で、「この事案においては、B社の事業が継続されたとしても、T社の提案とその実行がなければ破産を免れえず、またT社の新規融資がなければ清算は免れえなかつたであろう。この事実は、B社株式の公正な価格を決定する上で、基礎とすべき重要性を持つ。」と述べた。また、*Rapid-American corp. v. Harris* 判決においては、「真の価値評価のために負債の時価評価がなされたが、この評価技法は事業の継続を望めない本事案には適切でない。」として、負債は負債額面が示す法的請求額によるべきと判示した。これによりB社株式の価値は存在せず、公正な価格は実際に支払われる迷惑料以上のものではないと判断した。

⁴⁶³ 飯田・前掲注（6）111頁参照。

⁴⁶⁴ *In re Vision Hardware Group, Inc.*, 669 A.2d 671 (Del. Ch. 1995). 1993年11月30日、T社（Trust Company of the West）の完全子会社であるN社（New Better Vision Hardware Group, Inc.）は、B社（Better Vision Hardware Group, Inc.）と合併した。T社は、金融機関から、B社の負債と議決権株式総数の約51%に当たる普通株式新株引受権を買取り、合併の承認と共に新株引受権の権利を行使した。合併により、B社の少数株主21人には現金合計\$125,000が株式数に比例して支払われることになった。B社株主D（Dennis Blake）らは合併に反対し、買取請求権を行使した。B社は、V社（Vision Hardware, Inc.）の持株会社であり、1988年に設立された。資本は普通株式による\$50万に過ぎなかったが、V社はDIY業界の3社をLBO方式で買収したため、連結ベースで\$182百万を越す負債があった。B社の資産は全て担保に供されていたうえ、収益によって負債利子を賄うことができなかった。営業損益は1989年△\$2.9百万、1990年△\$25.5百万、1991年△\$36.7百万、1992年△\$7.6百万、1993年△\$68.5百万と赤字が続いた。1991年は債務再編による特別利益を計上したが、この債務再編は、担保順位下位の銀行借入金をV社子会社優先株式等に交換し、借入期間を延長するものであった。1993年10月までに、B社はキャッシュを使い果たし、銀行に対し債務不履行となった。T社は、銀行に対しB社の借入金と優先株式を全て購入する計画を示し、銀行の同意を得た。またT社は運転資金として\$12.5百万をB社に注入した。T社は額面に対し約2分の1の価格で銀行債務を買取り、新株引受権を買取り、現金締出しによる合併を実行したのであった。

本判決により、「企業価値の算定において負債の評価は合併後の再評価額ではなく合併前の額面で行う」という原理が示されたと解されるかという点にあるが、*Rapid-American corp. v. Harris* 事件では、負債に市場価格が存在し、また当事者双方が負債の時価を採用したが、本事案の負債には市場価格は存在しないという相違がある。むしろ、合併前の銀行負債を合併後の時価（額面の2分の1）で評価しないのは、合併等の成就又は期待から生じるいかなる利益をも反対株主に分配しないためであると解することができ⁴⁶⁵、その方が自然である。

(12) *Cede v. Technicolor* 事件⁴⁶⁶ (1996年10月14日最高裁判所)

最高裁判所は、「T社の不採算部門の資産をどのように売却するかは、Pにより合併前に計画として固まっていて、合併期日1983年1月1日の前にすでに契約の履行に着手されていたこと、その結果、PのT社事業計画は合併の日には「効力の発生した現実 (the operative reality)」⁴⁶⁷ になっていたこと」の2つの事実を取り上げ、すでに実施段階にある現実は合併の実行または期待から生じる利益ではないとして、事業計画を考慮しない原審判決を破棄した。

合併がなければそのような将来価値の要素が存在しなかったはずである場合を除き (unless, but for the merger, such elements of future value would not exist) とする原審の判断枠組みによ

⁴⁶⁵ 飯田・前掲注(6) 266頁～267頁も同旨。

⁴⁶⁶ *Cede v. Technicolor, Inc.*, 684 A.2d 289 (Del. Sup. 1996). 1982年11月30日を末日として、A社(MacAndrews & Forbes Group Incorporated)は、T社(Technicolor Incorporated)に対し1株\$23による公開買付けを行い、T社普通株式の82.19%を取得した。1983年1月1日、T社は株主総会特別決議により、A社の完全子会社であるM社(Macanfor Corporation)と交付金合併し、A社の完全子会社となった。T社の少数株主には1株当たり\$23が支払われた。T社普通株式201,200株を所有していたC社(Cinerama, Incorporated、名義人Cede & Company)は、合併に反対し株式の買取を請求した。A社の支配株主Pは、当該公開買付前から、T社の不採算部門を分割しその資産を\$54百万で売却する新事業計画を検討していて、A社は公開買付後合併前の1982年12月31日までにT社資産の売却を外部B社に具体的に委託していた。株式の買取価格に対し、T社の評価では不採算部門の事業は将来も継続するものとしていたが、C社の評価では不採算部門は将来A社により売却されるものとしていた。原審である衡平裁判所は、他の株式買取事件の負債を考慮してT社株式の価格を\$21.60と算定した。衡平裁判所は、合併日におけるT社に対するA社の事業計画はPの内心にあるに過ぎないと認定し、「合併の成就又は期待から生じる価値要素は全て排除する(exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger)」とする *Weinberger v. UOP* 判決を引用した上で、その文意は「合併がなければ、そのような将来価値要素は存在しえなかった (unless, but for the merger, such elements of future value would not exist.)」ものと解せられるとして、評価に当たっては新事業計画を無視すべきとした。これに対して、C社は「裁判所が考慮しなかったA社のT社に対する新事業計画は、不確実なものではなく、合併契約の日から合併効力発生の日までの間に発案され採用され履行されたものであるから、企業評価の計算に算入すべきである」と主張して、上訴した。

⁴⁶⁷ 飯田・前掲注(6) 144頁の訳語を採用する。

ると、合併の1段階方式と2段階方式とは、同じ評価結果になる。これは、合併時の全要素を考慮する (take into account all relevant factors) *Weinberger* 判決の立場を変更することになる。

2段階方式においては、支配権獲得後に事業内容に変更や影響を与える事ができ、それが合併時の going concern を構成するはずであるからである。

最高裁判所は、合併の日の the operative reality (すでに実施段階にあり、現実味を帯びているの意) を価値要素として考慮するという判断を示した。買取請求においては、合併時の事実状態を前提として、そこから合併が無いとしたポジションが続くことを仮定することから、2段階目の時点の状態を考慮することは当然であろう。the operative reality を考慮要素とすることは以後の判例⁴⁶⁸にも採用されていて、本判決により評価理論として完成したと考えられる。

(13) *Grimes v. Vitalink Communications Corp.* 事件⁴⁶⁹ (1997年9月15日衡平法裁判所)

裁判所は、V社のフェアネス・オピニオンを作成した Kidder 社の「V社の収益予想の作成に当たっては、もしルーターが利用可能であるならば、と仮定した。実際にはルーターは合併と共にN社より供給開始された。」とする説明を容れ、「合併時のV社にはルーターの第三者との供給契約も存在せず、またルーターを自社生産する能力もなかった」とした。

Kidder 社の説明によると、V社に対し「ルーターは合併と共にN社より供給開始された」のであるが、少なくともN社がV社株式の90%以上を取得した段階で、V社はN社の一事業部門を

⁴⁶⁸ *M. G. Bancorp., Inc. v. Le Beau*, 737 A 2d. 513 (Del. Sup. 1999) など。

⁴⁶⁹ *Grimes v. Vitalink Communications Corp.*, No.12334, 1997 Del. Ch. LEXIS 124, 159. N社 (Network Systems corporation) は、公開買付により V社 (Vitalink Communications corporation) 株式の90%以上を取得した。続いて1991年7月1日、N社は、完全子会社であるA社 (NSC Acquisition Corp.) に、V社を吸収合併させた。V社の株式2000株を所有していたG (Charles L. Grimes) は合併に反対し、株式の買取を請求した。V社は株式の価格を\$8.50と評価したのに対し、Gは\$13.32と評価した。V社とGは、株式評価に当たってDCF法を採用すること、合併の日から5年間の将来キャッシュ・フローを予測して使用すること、5年後のターミナル・バリューの算定は類似会社と比較して行うこと、割引率は20.83%を使用することを合意していたが、V社のルーター開発と売上に対する予測と5年後のターミナル・バリュー算定のための類似会社の選択の問題は残ったままであった。1980年代後半から1990年代前半にかけて、V社は広域ネットワークのブリッジ市場を支配していたが、その後ブリッジはルーターにとって代われ、合併当時、シェアは急速に落ちていた。1991年4月19日に、V社は、6か月ごとに更新する長期予想を公表した。その予想にはルーター事業の売上が織り込まれていた。Gは、V社が公表したルーター事業は *Cede v. Technicolor* 事件における「Pの計画」に当たる the operative reality であると主張した。これに対しV社は合併時にはルーターは存在していないのでルーター収益を織り込むのは誤りであり、ルーター事業は合併が無かったとした場合に起こり得るシナリオ (OEM供給の場合、2年後自社開発の場合、開発が遅れる場合) に従って予測されるべきであると主張した。

構成している。N社が公開買付によりV社株式の90%以上を取得した目的は、自社のルーターの供給にあることは容易に推認できる。そして、DCF法は、将来の予測を取り入れるものであるから、ルーター事業が the operative reality (すでに実施段階に入り、現実味を帯びたものとなっている) ののであれば、当然にその収益予想を採り入れなければならない。裁判所は、DCF法における収益予想において、単なる計画段階⁴⁷⁰ではなく、具体的な事業内容として「合併前に計画として固まっていて、合併期日前にすでに契約の履行に着手されていたこと」(Cede判決)を要求したと解される。これは日本の評価実務において、DCF法の前提として実施可能にして合理的な事業計画を要求する⁴⁷¹ことと差がない。

(14) *M.P.M. Enterprises Inc. v. Gilbert* 事件⁴⁷² (1999年6月25日最高裁判所)

⁴⁷⁰ 飯田・前掲注(6)147頁参照。

⁴⁷¹ 日本公認会計士協会編・前掲注(247)155頁、372~375頁。

⁴⁷² *M.P.M. Enterprises Inc. v. Gilbert*, 731 A. 2d 790 (Del. Sup. 1999). 1995年5月2日、C社(Cookson Group, PLC)の子会社は、M社(M.P.M Enterprises, Inc.)を吸収合併した。M社の普通株式600株と優先株式200株を有していたG(Jeffrey D. Gilbert)は合併に反対し、株式の買取を請求した。M社は、電子回路用スクリーン・プリンターの製造販売により、1991年から1994年までに、売上を\$13.5百万から\$55.5百万、利益を\$8300から\$6.5百万に伸ばしていた。1995年3月、M社とC社は合併契約を締結し、C社は、M社株主に対し合併の成就時に\$65百万を支払うこと、及び1995年6月1日から1998年6月30日までの間の超過利益の発生を条件として最大\$73.635百万を限度として追加払いすることを約していた。またM社には、非株主従業員とのオプション契約があり、「契約書」の「長期インセンティブ」の項に「取締役会は、その裁量により、特定の従業員に、取締役会の決定したルールに基づき、会社株式を取得するオプションを付与する。」と書かれていた。Gの(希薄化した)持分はM社の7.273%に当たったので、少なくともGは、合併時に\$4.56百万(取引コスト控除後)、追加的に最大\$5.36百万の収入を期待できることになるが、明らかにこの合計金額はM社の合併時の継続価値(going concern value)を反映したものではない。M社は売手のDCF価値と買手のDCF価値の2つを算定したが、このうち買手のDCF価値には売手に帰属する全てのシナジー効果が含まれ、最高値となっていた。M社は合併価格や過去に提示された買収価格を検討し、これとの関連で類似上場会社との比較を行ったが、自社が上場会社と同じポジションにはないとして比準値を採用せず、結局、売手のDCF価値\$90.5百万から、非株主従業員に対するオプション契約が存在するとして8.8%、さらに株式費用として1%をディスカウントし、M社の合併時の公正な市場価値(a fair market value)は\$81.7百万であると算定した。M社は、この価格には合併によるシナジーが幾分含まれているが、合併時の継続価値はこれを超えるものではないと主張した。これに対しGは、独自に計算したDCF価値\$347.5百万と類似会社比準値\$366百万を折半し、M社の合併時の公正な市場価値は\$357.1百万と算定した。原審である衡平法裁判所は、選定した類似会社を内容的に弱い(weak)としてDCF法を採用し、DCFの内容を具体的に検討した結果、M社のシナジーを含む収益予想と非株主従業員に対するオプション契約は採用せず、GのDCF分析を基本としてM社の企業価値を\$156.331百万円と算定し、Gの株式価値を合計\$11.37百万と決定した。そこで、M社は、1994年に競争相手の親会社であるD社から\$50百万で買収のオファーがあったので公正な価格の決定に当たっては買収価格やそれを参照した合併価格を考慮すべきであること、及びオプション契約を認め希薄化を行うべきであるとして上訴した。

最高裁判所が、買収オファーの考慮について明確化をもとめて、衡平法裁判所に差戻したところ⁴⁷³、衡平法裁判所は、会社法 § 衡平法は特定のオファーの考慮ではなくそれらのオファーの合併時の公正な価格に対する関連 (relevance) を考慮するように要請している、合併価格や買収価格は限界効用に基づく価格であって M 社の合併時の継続価値を示していない、及び、M 社はこれらのオファーと継続価値の関連を説明していないという意見を述べた⁴⁷⁴。最高裁判所は、衡平法裁判所のこの意見を受け入れて、「会社法 §262 (h) は裁判所に対し、株式の公正な価格の決定に当たっては、合併の成就または期待から生じるいかなる要素の価値をも除外しなければならないと規定している。§262 (h) にいう公正な価格は、第三者の買収価格ではなく、会社の株主にとっての継続価値でなくてはならない。」と判示した。そして、従業員とのオプション契約については、非株主従業員に対し、M 社が主張するような新株式発行により株式総数を希薄化すべき債務を明示しているとまではいえないと判示した。

この判決は、買収価格には買手のシナジー効果が含まれるので、合併時の継続価値に基づく価格であることを証明できない限り、株式買取請求における公正な価格とはならないと解したものと位置付けることができる⁴⁷⁵。他方、DCF 法の使用に対して、最高裁判所は、*Weinberger* 判決の「金融社会などにおいて一般に受け入れられている技術や方法の使用は、裁判所の裁量の範囲に入ると解される」を引用し、「DCF 分析の変数が適切であれば、継続価値を決定する方法として、裁判所の裁量の範囲内にある」と判示した。これは DCF 法が優れているということではなく、企業の収益価値を計算する一方法となり得るとしたものに過ぎないとみるべきであろう。なお、従業員とのオプション契約について具体的な「債務」として認識することができなければ考慮しないとしたことから、関連 (relevance) という概念は法的確実性を要求しているものと理解するのが自然である。

(15) *Borruso v. Communications Telesystems Intl.* 事件⁴⁷⁶ (1999 年 9 月 24 日衡平法裁判所)

⁴⁷³ *MPM Enterprises v. Gilbert*, Del. Supr., No. 266, 1998, Walsh, J. (Nov. 23, 1998) (Order).

⁴⁷⁴ *Gilbert v. M.P.M. Enterprises*, Del. Ch., C.A. No. 16158-NC/ 14416-NC (Feb. 4, 1999)

⁴⁷⁵ 飯田・前掲注 (6) 121 頁。合併価格にはシナジーが含まれる。

⁴⁷⁶ *Borruso v. Communications Telesystems International*, 735 A.2d 451 (Del. Ch. 1999). 1997 年 12 月 16 日、C 社 (Communications Telesystems International) は W 社 (WXL International, Inc.) を略式合併した。W 社株式の 95% は C 社が所有し、残る 5% (500,000 株) は B (Carl Borruso) と L (William Lee) が所有していた。C 社は、B らに 1 株当たり \$ 0.02 を支払うことにしたが、B らは合併に反対し株式の買取を請求した。C 社は 1991 年に設立された長距離電話会社で、主に米国で営業していた。W 社は、1994 年デラウェア州に設立の長距離電話会社で、すでに規制緩和の行われた英国で営業していたが、フランスとドイツではまだ規制緩和

裁判所は、継続価値により株式の公正な価格を算定するために、コントロール・プレミアムを加算すべきであると判示し、コントロール・プレミアムを 40%、合併後の価値要素から生じるシナジーを 10%として、差引 30%のプレミアムを加算した。これにより比準価格は 1 株当り \$ 0.6253 (\$ 4.81 百万×130%÷10 百万株) と算定された。

C 社は、W 社の株式には流動性 (liquidity) が欠如しているので、20%のディスカウントを行うべきであると主張したが、裁判所は、*Cavalier Oil* 判決を引用し「市場性欠如を理由とするディスカウントは株主レベルでのディスカウントであり許されない」と判示した。理由として「会社レベルでのディスカウントを議論するには全株式を売却する市場が存在しなくてはならないがそのような市場は存在していない」と付け加えた。

本判決では、類似会社比準法の特性から、市場株価のもつ性質を論じている。流動性ディスカウントは、上場株価には流動性プレミアムが存在するので、上場株価に比準した価格からはプレミアムを除去すべきと考えることによる。このプレミアムは市場が株式に与える性質であるので、企業価値から形成されるものではないから除去すべきとする被告会社の主張に対し、裁判所は企業全体 (株式 100%) の取引市場がなければ企業価値に与える影響は議論できないと答えた (*Hodas* 判決も株式レベルのディスカウントを認めないとしていた)。

また、一般に株式市場には会社支配権は流通していない。したがって、市場株価に比準すると、比準株価には、マイノリティ・ディスカウントが含まれる可能性がある。すなわち、マジョリティ・プレミアム、マイノリティ・ディスカウントの問題がある⁴⁷⁷。本事案においては、当事者も裁判所も、市場株価にマイノリティ・ディスカウントが含まれているとの認識で一致している。

は行われていなかった。当事者双方は、この事案においては類似会社との比較により利益を乗数倍する評価方法が最も適切であるとする見解で一致していたが、選択した類似会社は一致していなかったため、事実審理 (trial) において 6 社を選定した。

しかし、①市場データに基づいて得られた各類似会社の利益乗数から W 社の利益乗数を算出するに当たり、合併に先立つ 12 か月の平均成長率以上のプレミアムを加えるべきか、②類似会社比較法に固有のマイノリティ・ディスカウントを排除するために、コントロール・プレミアムを加算すべきか、③分析から得られた評価値に対し、非公開会社 (private company) として市場性欠如のディスカウントを行うべきか、については意見が異なった。

W 社の合併直前 12 か月間の EBITDA は、\$ 11,480,945 であった。EBITDA に掛ける乗数は、類似 6 社の各 EBITDA 倍率から 2.5 倍と計算されたが、W 社は類似上場企業に比べて小さく収益性や成長性に劣るとして、収益力調整、利益率調整、市場力及び製品多様性調整を加えて、最終乗数を 1.74 と計算した。これにより投資資本の市場価値 (the market value of invested capital) は \$ 19.98 百万 (\$ 11,480,945×1.74) となる (この投資資本の市場価値から長期負債 \$ 15.2 百万を控除した \$ 4.81 百万が株式の市場価値を形成することになると思われる)。両当事者は、類似会社の株価データは全て少数株主による取引であるので、それに比準して得られた市場価値にはマイノリティ・ディスカウントが内在しているという点では、一致していた。

⁴⁷⁷ 飯田・前掲注 (6) 142 頁。

そこでマイノリティ・ディスカウントを排除する為に、多数株であることのプレミアムを加算することになったのである。他方、買手が会社支配権を取得するために支払うプレミアムには、対象会社と買手との協働によるシナジー効果が含まれる場合がある。しかし、このシナジーによるプレミアムは、the operative reality でない限り、合併後に生じるものであるから、合併時の継続価値からは排除されなくてはならない。そこで、本判決は合併後の価値要素から生じるシナジー相当部分の10%を控除した。

なお、本判決は、対象会社と類似会社との間の収益力、利益率、商品市場力を割引調整したのであるから、結果として企業価値を比較・調整することにより、対象会社の市場株価形成プロセスを模擬したことになる。得られた価格は、対象会社の市場価値の近似値を示すものと思われる。

(16) *Paskill Corp. v. Alcoma Corp. and Okeechobee LLC* 事件⁴⁷⁸ (2000年3月7日最高裁判所)

裁判所は、*Tri-Continental* 判決の「合併により株主が喪失する全てのもの、即ち、継続事業に対する財産権の比例的割合 (his proportionate interest in a going concern) に対する弁済を、株主に権利として与える。株主の会社事業に対する財産権の比例的割合とは、合併により奪われる株式が持つ真の又は内在する価値 (the true or intrinsic value of his stock) を意味する。」を引用し、「会社は営業実体として評価されなくてはならない。裁判所の仕事は、株主が所有する、継続事業によって得られる財産権の比例的割合を評価することである。」と述べ、デラウェア・ブロック・メソッドが株式買取請求における唯一の企業価値算定方法であり、純資産価値は会社事

⁴⁷⁸ *Paskill Corp., v. Alcoma Corp. and Okeechobee LLC*, 747 A. 2d 549 (Del. Sup. 2000). 1997年11月12日、A社 (Alcoma Corporation) は、株式の約54%を所有しているO社 (Okeechobee, Inc.) を、A社の完全所有子会社であるL合同会社 (Okeechobee, LLC) に合併した。O社株式を14.6%所有していたP社 (Paskill Corporation) は、合併に反対し株式の買取を請求した。合併に当たりA社は、少数株主に対し、O社の純資産価値 (net asset value) に当たる現金を支払うと約束した。A社は純資産価値を「市場性のある株式及び債券はニューヨーク証券取引所またはその他の取引市場における合併効力発生日直前の取引価格により評価する。譲渡抵当は額面で評価する。不動産は独立の有資格者による鑑定評価額とする。これら資産の公正な市場価値合計額から負債を控除する。負債には、資産価値の上昇が実現したと仮定して計算された、未実現の評価益に対するキャピタル・ゲイン課税額が含まれる。このO社の公正な市場価値に基づく純資産価値は全部、O社株式の純資産価値に反映される。」と説明していた。原審裁判所は、O社株式の公正な価値は1株当たり\$10,049と決定した。これに対しP社は、裁判所がO社の資産価値を算定するのに将来の税金を負債として認識したことは不確実 (speculative) であるとして、O社株式は1株当たり\$13,206となると主張し上訴した。また、A社も、裁判所がO社の資産の評価において資産を売却するために掛かる諸費用を認識しないのは誤りであるとして、O社株式は1株当たり\$9,420となると主張し上訴した。

業が営業を終了する場合の流動性を表すにすぎないとした。

また、裁判所は、「A社と合併する時、O社が投資した資産は売りに出されていなかった。」「記録によると、投資した資産の真の価値としての売却は、合併の日における実施段階の現実 (operative reality) ではなかった。」として、「裁判所がO社の評価を純資産価値のみに依ったことは、たとえその純資産価値が正しく計算されたとしても誤りである。」と判示した。

そして、*In re Radiology* 判決の「デラウェア・ブロック・メソッドは、実際には一般に認められた評価方法である資産価値法 (the asset approach) と市場価値法 (the market approach) と収益価値法 (the earnings approach) の3つの組合せ (combination) によるものである。」を引用し、各評価値に対するウェイトは対象企業の事業属性に応じて定まると判示した。

ここまで見てきたことから明らかなように、最高裁判所は、当初から、反対株主に対し「継続事業に対する財産権の比例的割合に対する弁済を株主の権利として与える。株主の会社事業に対する財産権の比例的割合とは、合併により奪われる株式が持つ真の又は内在する価値 (the true or intrinsic value of his stock) を意味する。」とする立場を一貫して崩していない。そして、デラウェア・ブロック・メソッドとは具体的な評価技法を意味するのではなく、この思考原理を意味していると考えられる。したがって、本判決の「デラウェア・ブロック・メソッドは、実際には一般に認められた評価方法である資産価値法 (the asset approach) と市場価値法 (the market approach) と収益価値法 (the earnings approach) の3つの組合せ (combination) によるものである。」という判示の文意は、企業の価値には、資産価値、収益価値、市場価値の3つがあることをいっていると理解することが穏当である。すなわち、資産価値法も収益価値法も評価技法の一つに過ぎず、それらが単独に企業の継続価値を表すことは、殆どないものと思われる。

なお、本事案において主張された純資産価値法は、資産評価益に対するキャピタル・ゲイン課税額を認識する点で、実際に資産を売却する清算価値法に近いものであった⁴⁷⁹。最高裁判所は、この点を捉えて、本事案の資産の売却は operative reality でないと述べているのであり、純資産価値一般が going concern value にあたらないとする趣旨ではないと推測される。継続企業を前提にした (したがって清算価値ではない) 資産の売却価値とはどのようなものかは、日本においても資産価値法の中心的課題である。

(17) *Allenson v. Midway Airlines Corp.* 事件⁴⁸⁰ (2001年7月6日衡平法裁判所)

⁴⁷⁹ 飯田・前掲注(6) 108頁。

⁴⁸⁰ *Allenson v. Midway Airlines Corp.*, 789 A.2d 572 (Del. Ch. 2001). 1997年2月11日、G社

裁判所は、*Weinberger* 判決を引用し、「合併の成就又は期待から生じる不確実な価値要素は排除される」と述べた上で、*Cede* 判決を参照して、コスト削減は合併の日には効力の発生した現実 (the operative reality) になってはいなかったと判断し、「コスト削減それ自身は合併の日には存在しておらず、合併が有効になって後に利用可能なものとなるに過ぎない」とする被告の主張を受け容れた。

すでにみたように、*Cede v. Technicolor* 事件で、最高裁判所は、「会社の不採算部門の資産をどのように売却するかは、支配株主により合併前に計画として固まっていた、合併期日前にすでに契約の履行に着手されていた。その結果、会社事業計画は合併の日には実施されている現実 (the operative reality) になっていた。」と判断した。

本事案では、債務免除やコストの削減だけでは事業は成り立たず、新規資本資金の投入 (合併) が企業継続の前提となっていた。契約では債務免除やリース料の切り下げは合併を条件として合併後に行われるとされているので、これらは合併時の the operative reality ではない。

もともと合併前においては、M 社の取締役会は、増資がなければ、M 社を売却するしか道がないと結論していたのであるから、その状態を継続して、資本注入 (合併) 前は会社資産の処分価値で評価されるのが a going concern であると考えられる⁴⁸¹。

(Good Aero, Inc.) は M 社 (Midway Airlines Corporation) を吸収合併した。G 社は O (Goodnight) と S (Sall) により設立された会社であり、合併により、M 社の支配株主であった Z 組合 (Zell/Chilmark Fund, L.P.) は G 社の 22% を取得し、O と S は 67% を取得したが、残る A (Jim Allenson) ら少数株主は 1 株当たり \$ 0.01 で現金により締出された。A らは合併に反対し買取請求を行った。M 社は 1993 年に設立された航空会社である。1994 年に Z 組合は \$25 百万を投資し M 社優先株式の 96.6% とクラス A 普通株式の 87.1% の株式を取得した。M 社は、1995 年 3 月に基地となる飛行場を変更し、エアバス A320 を 4 台購入、4 台を発注予約し、5 台をリースにより賃借した。またフォッカー F100 を 6 台リースにより賃借した。1995 年 5 月、Z 組合とその他の株主は \$ 6 百万の追加投資を行い、代わりに 2002 年 4 月を満期とする額面 \$ 6 百万の劣後証券を受取った。M 社は資金を 1995 年 12 月には使い尽くしてしまい、エアバスやリース会社などの債権者に対し支払の引延しを依頼した。1996 年の春、Z 組合は \$ 4 百万を追加出資し劣後証券を受取ったが、それにも係わらず 1996 年 6 月には、1995 年度外部監査報告に M 社事業の継続性に対し疑問が付されたので、M 社の取締役会は会社を売却するか資本を大幅に増やすしか道がないと結論した。1996 年 9 月、O と S から、G 社により M 社を \$ 20 百万で取得する提案があった。G 社は出資の条件として、①債権者は M 社のリース料等コストの削減に同意する事、②Z 組合は M 社に追加投資し、同時に M 社の Z 組合に対する負債を免除し、また Z 組合の M 社に対する他の請求を放棄することを要求した。債権者の協力を得て最終合意された契約では、債権者のコスト削減の同意は、合併の効力発生日以前の適所においてなされるとされているが、合併が有効になった時に又その時だけに効力を発生することを条件とすると記されていた。もしこの債権者のコスト削減の同意が、株式買取請求制度における公正な価値を形成する要素となるのであれば、株式の合併価格は \$ 0.01 を超えることは明白であった。A らはコスト削減の同意が株式の評価要素に含まれると主張した。

⁴⁸¹ 飯田・前掲注 (6) 270 頁参照。この様に、買取請求における継続企業 (a going concern) と

(18) *In re Emerging Communications, Inc. Shareholders Litigation* 事件⁴⁸² (2004年5月3日衡平法裁判所)

裁判所は、*Weinberger* 判決を引用して、E社信任義務違反訴訟の中心的課題は、E社少数株主に対する公正な扱い (fair dealing) と1株\$10.25という株価の公正さ (fair price) の2点にあると述べた上で、「原告のクラス・アクションの損害請求は、ドルに換算すれば、株式買取請求と全く同じものとなるので、信認義務の公正な価格 (fair price) と買取請求の公正な価値 (fair value)は、株式買取請求による評価に議論を集約することができる」とした。

その上で、E社に真に類似する上場会社は存在しないとして類似会社比較法を排除し、DCF法を採用し、E社事業計画に基づき、独自に算定した割引率8.69%を適用して、E社株式の公正な価格は1株\$38.05と決定した。被告は、事業計画には、合併によるコスト節約の\$2.5百万と、非公開化によるコスト節約の\$2百万が含まれているので排除すべきであると主張したが、裁判所は、コスト削減は連結に基づくものであり、非公開化は合併以前に企図され合併の成就なしに達成されたものであるから、価格の考慮要素に入ると判示した。

さらに、裁判所は、*Cede* 判決の「株式の市場価格は真の価値を表さないかもしれない。」を引

は、会計学のいう事業の継続性を意味するのではなく、合併時の事実状態 (ただし合併を取り除いたもの) が継続するという意味であると解される。

⁴⁸² *In re Emerging Communications Inc., Shareholders Litigation*, No. 16415 (Del. Ch. 2004) LEXIS70. 1998年8月18日、C社 (Innovative Communication Company, LLC) の完全子会社であるI社 (Innovative Communications Corporation, LLC) は、公開買付によりE社

(Emerging Communications, Inc.) 株式の29%を1株当たり\$10.25で取得し、E社を非公開化した。C社は、従前からE社株式の52%を所有していた。またC社株式は、E社の会長でありCEOであったP (Jeffrey J. Prosser)によって100%所有されていた。公開買付に続く1998年10月19日、I社はE社を1株当たり\$10.25により交付金合併した。E社株式750,300株を所有していたG社 (Greenlight Capital, L.P.) は、合併に反対し株式買取請求訴訟を起こした。続けてG社は、P支配に対し信任義務違反があるとシラス・アクションを起こした。原告と被告は、E社の評価において、類似会社比較法と、1998年6月に作成されたE社事業計画に基づくDCF法を採用していた。G社は、E社株式の公正な価値は1株当たり\$41.16であり、それにPが侵害した価値\$3.79を加算した\$44.95が真の公正な価格であると主張した。M (Burton Malkiel プリンストン大学教授) は、被告の立場から、合併時におけるE社の公正な価値は1株当たり\$10.38を超えるものではないと主張した。その理由としてMは、「株式の取引市場が活発で効率的であるならば、市場価格は価値の重要な確定的証拠となる。E社の株式は効率的市場において十分な量が取引されていて、売買幅も小さく、ニュースも遅滞なく株価に反映しているので、E社は効率的市場において取引されており、公開買付前のE社普通株式1株\$7.00は、E社の企業価値を合理的に反映したものといえる。」と述べた。Pの説明によると、Pは初めI社をE社に吸収合併させようとしていたが、「E社株価は浮動しやすい小型株でありウォールストリートの分析対象となっていない」ことから、\$13.25から\$9.125へと低迷したため、E社株価は企業価値を反映していないとして、Pは1998年5月にI社吸収合併を断念し、E社の少数株式を買収することに転換した。

用し、本事案もそのケースに当たると判断した。P説明によるE社の株価が割安な時をねらって非公開化が行われた事実に加えて、「Pは常に支配株主であり続けたため、E社株価にはマイノリティ・ディスカウントが常時反映している」ことを理由に、裁判所は、Mの主張を退け、E社の市場株価には企業の価値は反映されていないとして、市場価格を公正な価格として採用することを拒絶した。

本判決は、株価が割安な時をねらって非公開化が行われたことと、支配株主が存在しE社株価にはマイノリティ・ディスカウントが反映していることを理由に、市場株価には企業の価値は反映されておらず市場価格を公正な価格として採用することはできないと判示した⁴⁸³。この判例に従えば、支配株主が存在するときには市場株価にはマイノリティ・ディスカウントが含まれるので市場株価は企業価値を示さないことになると思われる。

これに対し、日本においては、市場株価は、それが市場の変動などにより企業価値を反映していないと考えられる場合を除いて、株式の公正な価格を形成すると解されている⁴⁸⁴。日本の裁判例は支配株主の存在を前提にしているが、日本においても(少量)株式の流通価格にはマイノリティ・ディスカウントが存在するというのが通説であろう⁴⁸⁵。しかし、裁判所は、これまで、流通価格に存在しうるマイノリティ・ディスカウントについてどのように取り扱うべきかについて判断を示してこなかった。

なお、本事案から日本法への示唆を得ようとする際には、日本法には合併比率が公正な価格でなければならないとする規定が存在しない⁴⁸⁶ことに留意しなければならない。合併条件は、本来、経営判断の問題であると考えられるので、日本においては、熟慮された合併比率に反対の株主は株式買取請求権を行使すべきであると考えられていると思われる。もっとも、特別利害関係人の議決権行使により、著しく不当な合併条件が決定されたときには、合併承認決議の取消事由（会社法 831 条 1 項 3 号）、ひいては、合併無効事由となる。

(19) *Montgomery Cellular Holding Co. v. Dobler* 事件⁴⁸⁷ (2005 年 8 月 1 日最高裁判所)

⁴⁸³ 飯田・前掲注 (6) 141 頁。

⁴⁸⁴ 江頭・前掲注 (15) 834 頁、866 頁。

⁴⁸⁵ 関・前掲注 (4) 224 頁参照。

⁴⁸⁶ 価格の本質は財と財の交換比率であるので、本来、株式の交換比率も価格である。

⁴⁸⁷ *Montgomery Cellular Holding Co. v. Dobler*, 880 A.2d 206 (Del. Sup, 2005), LEXIS 295. 2001 年 6 月 30 日、W 社 (Palmer Wireless Holdings Inc.) は、M 社 (Montgomery Cellular Holding Company) を 1 株当たり \$ 8,102.23 で交付金合併した。W 社は、M 社株式の 94.6% を保有していて、合併の目的は M 社株式を 100% 取得することにあった。M 社株式の 4.95% を保有する G

(Gerhard Frank Dobler)らは合併に反対し株式の買取を請求した。W社は、Pr社(Price Communication Corporation)の完全子会社であるP社(Price Communications Wireless, Inc.)の完全子会社であり、P社の携帯電話システム部門として米国南東部に16システムを支配していた。M社は、そのうちのアラバマのシステムを有するC電話会社株式を100%保有する持株会社で、事業資産は全く所有していなかった。

合併に先だつ2000年11月14日、P社は、W社を、V社(Verizon Wireless)に\$20.6億で売却することを契約した。V社は、自社の株式公開を条件とし、またW社に(M社その他の)関連会社の株式を完全に取得することを要求し、もしその少数株式の取得に失敗すれば、買収価格から、1株につき、2000年会計期のEBITDAを13.5倍した事業価値の按分額を減額することを約した。P社は、別の子会社であるD社(Cellular dynamics)の株式買収価格が\$470×POP(POPとは地域調査人口であり、業界で携帯電話システムはPOPによって評価されていた)によって和解されたことから、同方法によりM社合併価格が決定できると考えていた(当該合併によるM社少数株主締出しの1か月後、V社との当初買収契約は株式公開の遅れから実行されず、2001年12月18日に、買収価格を\$17億とする2度目の契約が締結され、2002年8月15日に実行された。)

株式買収請求に対し、M社は、類似会社比準法とDCF法を採用した。類似会社比準法としては、14社の田舎と都市の携帯電話会社を選択し、田舎会社の利益乗数は3.5、都市会社の利益乗数は3.3であり、EBITDA乗数は各々7.1と15.2であると算定した。M社はこの乗数にはマイノリティ・ディスカウントが含まれているとして各数値に平均35%のコントロール・プレミアムを加算し、いずれの利益乗数をも4.0と修正し、EBITDA乗数を各々8.4と18.9と修正した。さらに田舎会社に21%、都市会社に79%のウェイトを附するのが最適戦略であるとして、M社の最初の評価値を\$122.7百万と算定した。M社は「この評価は、携帯電話システムの結合した会社群による評価であり、M社単独の会社評価に対して、この価値は高すぎる」と判断し、これに48%のディスカウントを行い、\$63.3百万とした。これに会社間の受取勘定未決済額を加算し、比準値を\$80.5百万と計算した。DCF法としては、M社の2000年期と2001年6月30日までの実績を基礎に5年分の収益を予想し、請求書作成発送システムの架設費用を差引き、GNP成長率による事業成長率3.3%を加算し、M社DCF値を\$59.1百万と算定した。これに会社間受取勘定を\$17.2百万加算して、収益価値を\$76.3百万と計算した。最後に(いずれも合併価格より低い)比準値\$80.5百万と収益価値\$76.3百万を平均して、1株当たり価値を\$7,840と算定した。他方、Gは、取引事例比較法、DCF法、類似会社比準法の3つを採用した。取引事例比較法としては、同サイズの取引事例、V社初期契約、D社和解を取り上げた。このそれぞれに対し、携帯電話システムを評価する基準として、地域人口に45%、加入者数に20%、EBITDAに20%、収益に10%のウェイトを附して、加重値を\$192百万と算定し、これに非事業用資産の価値\$20百万を加算して、比較値を\$212百万と計算した。DCF法としては、事業計画が存在しなかったもので、携帯電話業界の予測に基づいてM社のキャッシュフローを予測し、無線電業界の成長率を参考に年4%を使用し、割引率として9.25%を算出し、ターミナル・バリューを\$258百万と計算した。これによるM社事業資産の収益価値を\$150百万、コントロール・プレミアムを31%、非事業用資産価値を\$20百万として、DCF値を\$216百万と計算した。類似会社比準法としては、2社を定め、取引比較法と同じウェイトを使用して加重値\$206百万を求め、非事業用資産価値\$20百万を加算して比準値を\$226百万と計算した。最後に、比較値に80%、DCF値に15%、比準値に5%のウェイトを附して、M社の企業価値を\$213,455,619、1株当たり価格を\$21,346と算定した。

原審裁判所は、M社の評価手法に対し、(i)M社を単独企業と考えるのは継続企業的前提に立っていないから比準値のディスカウントは誤りである、(ii)DCF法でGNP成長率を採用したことには根拠がなく、また成長率を一定と仮定することは無限の期間の生産を前提とすることになり誤っているし、収益予想には関連情報が全く検討されておらず恣意的であるなど、DCF価値は無意味である、及び(iii)M社のデータ処理は、EBITDA乗数の計算には中央値が採用されて

裁判所は、まず、M社の事業価値は16システムの中で最高だから、V社に生じたW社結合価値の増加は合併によりM社に生じたシナジーではないとし、衡平法裁判所の「V社のW社買収価格には全国的ネットワークが実現できるという期待からシナジーが事実上含まれているが、16システムの結合による価値の増加は、V社の取引価値（deal-making value）の形成に基づくものであり、会社関連（business-related）による合併シナジーではない」とする判断を容認した。その上で、*M.P.M. Enterprises* 判決を引用し、評価においては存続する会社の買収価格からシナジーを取り除いた価格を採用しなければならないと判示した上で、M社の合併に起因するシナジーの排除は取引事例比較法のウェイトを80%から65%に減少させたことにより具体的に考慮されているとした。なお、D社少数株主が訴訟のコストとリスクの負担を避けるために継続価値より低い価格で和解したことはD社和解文書から明らかであるが、少数株主が同意した公正な価値の割引率であるから、15%は専門意見と同様に合理的であるとした。

最高裁判所は、親会社と子会社の合併で、少数株主の締め出しを直接の目的とした場合であっても、株価から合併の期待に基づくシナジーを排除するとした（マイノリティ・ディスカウントを反映している市場株価にコントロール・プレミアムを加算した価格は、合併シナジーを反映している市場株価と同じではない）。これは、子会社少数株主の締め出しにシナジーを考慮するべきとする日本における議論から見ると、一見、少数株主にとって不利にみえる⁴⁸⁸。締め出しは、少数株主の意思に係わらないので、買収価格がナカリセバ価格であるべき根拠がないと考えられるからである。しかし、ここまでみてきたように、デラウェア州の裁判所は、シナジーの問題のない市場株価であっても、企業価値を反映しない場合には公正な価値を示すとは言えないと判断している。逆にいえば、シナジーの問題のない株価が企業の客観的価値を反映していると考えられる

いるのに、他の計算には平均値が採用されるなど根拠が薄弱である、また(iv)田舎会社に21%、地方都市会社に79%のウェイトは、「簡単ではあるが真実ではない」(simply not reality)としてM社企業評価に無関係と判断し、M社評価の採用を退けた。他方、裁判所は、Gの評価手法を採用したものの、取引比較法におけるD社和解(\$470per POP)内容から早期解決のための掛目(settlement haircut)15%をマイノリティ・ディスカウントにあたるとして排除し、\$540.50per POPを基礎データとして採用した。またDCF法評価から31%のコントロール・プレミアムを排除しDCF価値を\$170百万へと減額した。最後に、裁判所はウェイトを取引比較値に65%、DCF価値に30%、類似会社比準値に5%に変更して、M社の企業価値は\$196,217,373、1株当たり\$19,621.74が公正な価格であるとした。

そこで、M社は、V社との契約価格には16システムの結合価値(combinatorial value)というシナジー要素が含まれているので取引事例に採用するべきでないこと、D社和解はP社による少数株主排除とは無関係な事件であるから掛目15%を修正せずにそのまま取引事例として採用すべきこと等を主張して上訴した。

⁴⁸⁸ 飯田・前掲注(6)128頁は、シナジーの分配問題を指摘している。

場合には、市場株価は公正な価値（ナカリセバ価格）を示すと考えられる。この立場は、基本的には日本の最高裁判所と同一である。

(20) *Delaware Open MRI Radiology Associates, P.A. v. Kessler* 事件⁴⁸⁹（2006年4月26日衡平法裁判所）

裁判所は、まず、*Cede* 判決及び *Weinberger* 判決を引用し、公正な価値の算定においては「デラウェア州法は、事業の性格を含め、合併の日において将来価値に係わることが知られているか又はそれが証明できる要素は、不確実なもの（product of speculation）を除き、考慮に入れなければならない。」とした。

そのうえで、裁判所は、成功例を他所に増やすフランチャイズ戦略は「実施されている現実

⁴⁸⁹ *Delaware Open MRI Radiology Associates, P.A. v. Kessler*, 898 A.2d 290 (Del. Ch. 2006) LEXIS84. 2004年1月20日、A社（Delaware Open Acquisition, P.A.）は、MRIセンターを運営するR社（Delaware Open MRI Radiology Associates, P.A.）を吸収合併した。R社の株主は放射線科医師8人により構成されていて、そのうちの62.5%（8分の5）を所有する5人の支配株主グループB(Broder Group)は、全員R社の取締役役に就任していた。A社は、2003年7月15日に、B5人によりR社を取得するために設立された会社であり、B5人は全員A社取締役役に就任していた。A社との合併により、R社の残る37.5%（8分の3）を所有する3人の株主グループK(Kessler Group)は、1株当たり現金\$16,228.55により締め出された。合併前の1998年に、R社とE（Steven Edell）はMRIセンターの合弁事業を開始し、R社70%、E30%の持分でD1(Delaware Open MRI, L.L.C.)を開設した。D1はすぐに黒字になったので、1999年にR社60%、E40%の持分でD2(Delaware Open MRI II, L.L.C.)を開設した。R社はD1、D2にMRIデータを分析するサービスを提供し、報酬として収益の15%を受け取った。R社取締役会は、2003年5月にD3（Delaware Open MRI III, L.L.C.）の開設計画を検討し、同年7月にミドルタウンにおいて必要な空室の賃貸契約を締結した。2003年晩秋には、R社にマネジメント・サービスを提供していたT社（Tri-State Imaging Consultants, L.L.C.）は、R社とEのために、デラウェア州ドーバーでのD4(Delaware Open MRI IV, L.L.C.)の開設を計画し、煮詰まっていた。

2003年12月15日、Bは、KにA社とR社の現金合併の内容を通知した。合併臨時株主総会が2004年1月19日に開催され、翌20日に合併効力が生じた。Kら3人は合併に反対し株式の買取を請求し、また、A社とR社の役員が一致することから、合併方法は不公正であり取締役会の信任義務に違反するとして損害賠償の訴えを起こした。

なお、合併直後、Bは、すでに実質的に進行していた計画（the substantial planning）に基づき、ミドルタウンのD3とドーバーのD4に出資した。D3は2003年12月に設立され、2004年4月に開業した。D3の持分割合は、R社51.4%、E40%、T社8.6%であった。D4は、合併の8日前に設立され、2004年7月か8月に開業した。D4の賃貸借契約は、2004年1月27日に有効となったが、合併前から調印されていた。D4はEとの合弁事業で、持分割合はE40%であった。2004年9月には、D5（Open MRI of Seaford, LLC）が設立された。D5の賃貸借契約は合併1年後の2005年2月に行われたが、開業はトライアルの時点においてもまだ行われていなかった。D5の持分は、B5人とT社代表C（Carr）各8.57%、及び、E40%の個人所有であった。契約によりR社は、分析料として、D1、D3、D4、D5の各MRIセンター売上の17.5%を受け取った。D2の分析料は、15%に据え置かれた。Bは、合併価格を算定するに当たって、D1、D2の分析報酬はDCFの考慮に入れたが、D3、D4、D5については考慮に入れなかった。

(operative reality)」と考えられるので、「D3、D4、D5の開業構想が、合併時におけるR社の事業計画(the business plans)に含まれるならば、その拡張計画はR社の継続価値を形成する要素となる。」とした。そして、D3では、合併の日以前に借室賃貸契約・設立・MRIリース契約が行われていることから、D3は合併の日において「実施されている現実 (operative reality)」となっていたと判断した。また、D4では、R社とEとの従前の事業計画を踏襲したものであり、合併の8日前に設立されていること、合併の7日後に借室賃貸借契約が結ばれていてその賃貸条件は合併前に最終合意されていることなどから、D4は合併の日において「実施されている現実 (operative reality)」となっていると判断した。D5については、D1・D2と同じモデルを使用しているが、設立は2004年9月であり合併日と遠く隔たっていること、必要資金の調達は2004年10月まで行われず、また開業は2006年1月であり本事案のトライアル終了時であることなどから、合併時においてD5の完全な成功は保証されていたわけではないとして、不確実性を考慮した幾分かの価値 (some value) としてD5の価値の33%を算入するものとした。

なお、裁判所は、R社のDCF価値を算定した後に、「株式買取請求のための公正な価値を算定することは、同時に信認義務違反に対する裁判所による賠償金の裁定を行う結果となる」と判示したが、これは、いずれもR社の企業価値をDCF法により算定した結果を基礎にするからであると理由づけられている。

本判決でも、合併の日における将来価値に係わる要素のうち、operative realityは考慮に入れなければならないが、product of speculationは排除しなければならないとされた。ここで、operative realityとは、言葉の意味では「現実味を帯びている」といった程度のものであり、日本の(事業計画が)「実施可能にして合理的」と差がないと考えられる。product of speculationは、不確実で投機的なものといった意味であると考えられる。いずれも重要な概念となっている。なお、本判決では、会社の機会の法理が取り込まれたと考えられている⁴⁹⁰が、機会の法理であっても事実の状態を変えるわけではない。本事案で、D5計画が合併日前から存在したかどうかは、operative realityの問題である。合併日の段階で、D5は、実施可能なプランではなく机上プランに過ぎない。D5は、お話しに過ぎず、product of speculationというべきであろう。

(21) *Highfields capital Ltd. v. AXA Financial Inc.* 事件⁴⁹¹ (2007年8月17日衡平法裁判所)

⁴⁹⁰ 飯田・前掲注(6)150頁参照。

⁴⁹¹ *Highfields capital Ltd., Highfields capital I L.P., and Highfields capital II L.P. v. AXA Financial Inc.*, 939 A.2d 34 (Del. Ch. 2007) LEXIS 126. 2004年7月8日、多角化した金融会社

裁判所は、合併価格からシナジーを控除した \$ 26.88 に 75% のウェイト、事業別合計価格 (sum-of-the-parts) \$ 19.22 に 25% のウェイトを付して価格を決定した。

この結論を導く過程において、裁判所は、まず、「DCF 法は、合併価格が対等な交渉によって成立した場合、モデルに使用するデータに信頼性が置けない場合、特定の産業で会社の評価に DCF 法を採用する慣行がない場合には、有効な方法ではない。」と述べ、本事案に対し DCF 法は重要な指標とならないとした。また、「取引事例比較法は、デラウェア州裁で買取請求権の評価手法として認められているが、…取引事例比較法の有効性は、専ら裁判所が評価する対象会社と比較する類似会社の同一性に掛かっている。」と述べ、提出された取引事例はいずれも時期や会計基準において同一性が確保されていないとした。さらに、裁判所は「特定の事案で類似会社比較法を採用するには、裁判所は、対象会社と比較会社の類似同一性の程度を考慮しなければならない。」と述べ、提出された比較会社には保険会社が含まれていない、乗数値が大きくばらつくなど、真の比較性に欠けるとした。以上に加えて、裁判所は、M 社が追加提出した市場価格分析から、

である A 社 (AXA Financial, Inc.) は、コングロマリットの保険会社 M 社 (The MONY Group, Inc.) の全株式を、1 株 \$ 31 で交付金合併した。M 社の発行済普通株式総数の 4.3% に当たる 2,184,000 株を所有していた機関投資家 H 組合 (Highfields capital Ltd., Highfields capital I L.P., Highfields capital II L.P.) は、合併に反対し株式買取請求権を行使した。

M 社の前身は生命保険相互会社で、専門代理店で保険商品を販売していたが、1998 年の秋に株式会社化し、1 株 \$ 23.50 で株式をニューヨーク証券取引所に上場した。M 社は多角化戦略を採用し、2000 年 1 月から 2001 年 11 月にかけて、証券仲買会社、証券引受会社、投資銀行を買収した。M 社は、2002 年 12 月に不振のグループ年金事業を廃止したが、産業リーダーに比較し M 社のスケールは小さく、専門代理店による配給システムの維持費が高いことに加え、段々と代理店離れが進んだことから、保険商品売価の低下及び営業利益の減少を来した。もともと M 社は相互会社であったことから、保険証券が簿価で管理されていたため、保険掛金が最大レベルまで引き上げられていなかった。株式会社化後も、過去の保険契約を大量に引きずったため、同業他社に比べ、株主持分に対するリターンは少なかった。このため M 社の信用格付けは低下した。A 社は、M 社に接触し、2003 年 1 月に 1 株 \$ 26 で株式取得を申し入れたが、合意に至らなかった。デューディリジェンスの後、A 社は \$ 28.5 の対価での合併を申し入れたが、合意に至らなかった。M 社は他の売却先を模索したが、A 社以外の買収者は現れなかった。2003 年秋に入って、A 社が M 社を 1 株当たり現金 \$ 31 により取得する合意がなされ、2003 年 9 月 17 日に本件合併が発表された。合併株主総会は、2004 年 5 月 18 日に行われ、51% の株主から承認された。M 社株式は 2004 年 7 月 8 日に上場廃止された。合併対価である 1 株当たり 31 ドルは、合併発表当時の M 社の株価 \$ 28.20 に 7.3% のプレミアムを付したものであったが、その時点の M 社の簿価純資産価値 (GAAP book value) の 76% にしか相当しなかった。

H 組合は、DCF 法による評価額に 50% のウェイト、類似上場会社 13 社の簿価と株価の比準値の平均にマイノリティ・ディスカウントを考慮して 30.1% を加算した評価額に 30% のウェイト、他の生命保険会社の類似取引比較法による評価額に 20% のウェイトを付して、1 株当たり 37 ドルから 47 ドルが公正な価格 (fair value) であるとした。これに対し、A 社は、合併の交渉は対等な立場により高い入札額の達成に対し障害のない手続が採用されたのであるから、M 社の継続価値は合併価格からシナジーを控除した価格が最も良い価値指標となるとして、\$ 21 以下が妥当であると主張した。

合併の発表のあった 2003 年 9 月 17 日の株価 \$ 28.20 が合併の影響を受けていない価格であるとする主張を取り上げ、「M 社の合併発表日の 2003 年 9 月 17 日の株式価格は、合併発表前からの投機的期待を反映した評価要素を含んだ価格であると確信する。M 社は、アナリストによって良くカバーされている上に、トライアルの資料によると、市場は、株式の所有制限が満期となる 2003 年 11 月の取引終了後には、すぐに M 社を巻き込む取引が発生するだろうと予測していたことが分かる。」とした。

そして、裁判所は、A 社と M 社の合併取引は M 社評価の信頼し得る基礎を与えるとして、「デラウェア州買取請求訴訟においては、問題となる会社の売却価格が対等な交渉の結果得られたものであり、そこに価格交渉を妨げる構造上の障害がないときには、売買価格から公正な価格を導き出すことができる。しかしながら、裁判所は、公正な価格に到達するためには、売買価格からシナジー効果をもたらす要素を排除しなければならない。」と判示し、合併価格からシナジー \$ 4.12 を引いた \$ 26.88 を株式の公正な市場価値とし、それに 75% のウェイトを付した。

また、A 社主張の事業部合計評価 (sum of the parts) を取り上げ、会社事業を保険年金事業、証券事業、資産運用事業に細分化して、各事業に対し、保険計理による評価、取引事例比較法 2/3 と類似会社比較法 1/3 の加重平均、DCF 法 60% と類似会社比較法 40% の加重平均を採用した。この各事業を個別評価し合算した数値から、有利子負債を控除し、非事業用資産と負債を加減して、1 株 \$ 19.22 と算定し、それに 25% のウェイトを付した。

上場株式につき、合併の日に投機的要素を持つ株価が形成されていた場合に、市場株価には客観的企業価値が反映されていないことになるが、それを公正な価格と認めるかについて、本判決は、投機的要素を排除するものとしている点が特徴である。

(22) *Golden Telecom, Inc. v. Global GT LP* 事件⁴⁹² (2010 年 12 月 29 日最高裁判所)

⁴⁹² *Golden Telecom, Inc. v. Global GT LP*, 11 A.3d 214 (Del. Sup. 2010). 2008 年 2 月 28 日、V 社 (Open Joint Stock Company Vimpel-Communication) の完全子会社 L 社 (Lillian Acquisition, Inc.) は、公開買付を経て G 社 (Golden Telecom, Inc.) と合併した。存続会社を G 社とし、G 社少数株主には 1 株 \$ 105 の合併対価が支払われた。G 社株主の B 組合 (Global GT LP, Global GT Ltd.) は合併に反対し、株式の買取を請求した。B 社は、ロシアを本拠地とする遠距離通信会社で、1999 年にデラウェア州で設立され同年 9 月に NASDQ に上場した。G 社の 2 大株主は A 社 (Altimo, 27%) と T 社 (Telenor Group, 18%) であった。V 社は、ロシアの携帯電話サービスのプロバイダーであり、V 社の 2 大株主もまた A 社 (35%) と T 社 (30%) であった。V 社は、2007 年初め、G 社に買収を申し入れた。G 社は、同年 5 月 17 日、買収取引を検討するために、A 社と T 社に利害関係のない独立の取締役による特別委員会を設置した。V 社は、G 社に対し 1 株当りの公開買付価格として、同年 9 月初に \$ 80、同年 9 月末に \$ 95、同年 11 月 12 日

まず、裁判所は、「株式買取請求において、合併価格を公正な価格の指標とせよという規定は存在しない。… § 262 (h) は、裁判所に対し、対象会社の市場取引価格を考慮するべきであると命じていないし、考慮することを考えてみよとも述べていない。条文は、公正な価値の決定において、裁判所は、関連のある全ての要素を考慮しなければならないと規定するだけである。また重要なことに、裁判所は、公正な価値とは、取得その他の取引の状況にある企業価値ではなく、継続企業に対する株主の価値であると定義している。… § 262 (h) は、裁判所に、取引時点における公正な価値として、取引に頼らない独立の評価を求めていることは明らかである。」とし、「買取請求において、会社は過去に株主に送付した会社の特定のデータに拘束されるとするブライト・ライン・ルール（一律の客観的基準）は採用しない。… § 262 (h) は、当事者の鑑定評価に

に \$ 100、同年 11 月 28 日に \$ 103 を提示したが、いずれも特別委員会から拒絶された。V 社は、同年 12 月 1 日に \$ 105 を提案、同年 12 月 3 日、特別委員会はその価格での合併を推奨し、取締役会は満場一致で推奨を承認した。ただし、特別委員会は、その他の買収者を勧誘したわけでもなく、G 社をオークションに掛けようとしたわけでもない。また、特別委員会は、A 社から、V 社以外の買収者による取得には同意しない旨の通知を受けていた。2007 年 12 月 21 日、G 社と V 社は合併契約に調印した。合併契約の内容は、V 社は G 社の発行済普通株式を 1 株 \$ 105 の現金で全株を公開買付し、買付に応じなかった株式は全て合併の最終段階において同額の金銭受領債権に転換するものであった。最終的に、G 社株主の 94.4% は買付に応じ、2.2% は金銭債権を受領することになった。

裁判所に提出された G 社と B 組合の鑑定書は、類似会社が存在しないことから、いずれも DCF 法によっていて、B 組合の株価は \$ 139、G 社の株価は \$ 88 であった。また、G 社は、合併が市場のテストを経た価格を反映しているので、合併価格にもウェイトを付すべきであると主張した。原審である衡平法裁判所 (*Global GT LP v. Golden Telecom, Inc.* 993 A.2d 497 (Del. Ch. 2010), LEXIS 76) は、まず、「特別委員会は、V 社との合併契約締結の前後において、市場に対し積極的な活動をしていない。この市場に対する消極的な活動は、(A 社が G 社株式 26% を他者に売却するつもりはないと公表したにもかかわらず)、市場参加者に 2 大株主は G 社株式を他の買収者に売却する積りであると受け取らせることになったと思われる。この市場の現実を仮定すると、特別委員会が V 社との交渉に努力を集中したことは驚くに値しない。そこには G 社の価値に対する信頼できる洞察を提供すべき、公開市場としてのチェック機能は存在していない。」と述べて、合併価格を排除した。そして、裁判所は、DCF 法を採用した上で、パラメーターとして、(i) ターミナル・バリューは、ロシア経済の名目国民所得と同率で成長するとして 5% の成長率を与え、(ii) 税率として G 社の過去の実績値をベースとした 31.6% を採用し、(iii) 株式リスク・プレミアムとして *ibbotson* 年報などを参考に 6% を採用し、(iv) G 社資本コストを形成する β として、ブルーミングの歴史的 β 1.32 に 2/3、G 社を含む携帯電話産業 50 社の産業 β に 1/3 のウェイトを付し、1.29 を採用して、DCF 価格を 1 株 \$ 125.49 と決定した。そこで、G 社は、「合併価格を決定に利用していないのは誤りである。合併価格は対等な交渉と効率的な市場価格によって決定されているので、合併価格が買取請求の公正な価値を示す。市場証拠に一切基づかずに、記録のない事実を発見することは、裁量権の濫用である。また β を加重したこと、B 組合の株式リスク・プレミアムを認めたこと、及び DCF 計算において長期成長率を認めたことは誤りである」として、上訴した。また、B 組合も、「適用税率が誤っている。 β として MSCI 社のバーラのベータ (*Barra beta*) を考慮しないのは誤りである」として、上訴した。なお、バーラのベータとは、*Barra* 社が株価以外の複数の経済変数を用いて算定し、公表している「将来予測ベータ」のことである。

において、過去の提出データを厳守することを求めていることははっきりしているのみならず、同条項は、裁判所に全ての関係要素を考慮させるためにいろいろな裁量権を与えている。」とした。

そして、「上場会社が株主に送付するデータは、公開買付価格が公正であるとの確信の下に作成されており、合併の状況における公正な価格（fair price）には、両社のシナジーなど、いろいろな取引要素が含まれている。これに対し買取請求権の行使においては、継続事業としての公正な価値（fair value）を求めなくてはならないので、上場会社はこの評価の違いに対し差異を説明しなくてはならない。」としたうえで、「上場会社に公開買付と買取請求において異なるデータの使用を認めることは、取締役による制度の濫用の懸念を生じさせる。受託者の権限濫用に対して株主は、受託者の責任と株主の苦情を訴え回復される権限によって保護されなくてはならない。… G社が株主総会招集通知に記載した税率と異なる税率を買取請求訴訟に提出し、裁判所がそれを採用したことには合理的な基礎がある。」とした。

公開買付価格には、シナジーが含まれる。したがって、デラウェア州の判例法によれば、公開買付け価格は公正な価格ではないが、公開買付と買取請求において異なるデータの使用を取締役に認めることは、公開買付に対する強圧性を生じさせ、制度の濫用の懸念が生じる。合併時に存在する「効力の発生した現実（operative reality）」から生じるシナジーは公正な価値を形成することができるとする判例法理は、この問題をある程度解決するものと考えられる⁴⁹³。また、デラウェア州会社法 § 262 (h) は、公正な価値の決定において、裁判所は、関連のある全ての要素を考慮しなければならないと規定するだけである。当事者の鑑定評価において、過去の提出データを厳守することを求めているのみならず、同条項は、裁判所に全ての関係要素を考慮させるためにいろいろな裁量権を与えていると解され、特定の評価方法を指定していないことは明らかであるとする本判決の立場はデラウェア州における一貫した法理を代表している。

(23) *In re Appraisal of Dell Inc.* 事件⁴⁹⁴ (2016年5月31日衡平法裁判所)

⁴⁹³ 飯田・前掲注(6) 133頁(裁判所の裁量権を狭めない点が強調されると指摘)。

⁴⁹⁴ *In re Appraisal of Dell Inc.*, C.A. #9322-VCL (Del. Ch. May 31, 2016). Dell は、1983年にPC製造販売を目的とするDell社を設立し1988年に上場した。Dell社は、PCの競争が激化した2010年から2012年に、事業の再編を目的として140億円で7つの事業を買収した。Dellは、買収当時、自社の価値は1株\$22.49から\$27.05と評価していたが、市場株価は\$14であった。2012年前半には、株価は\$12まで下落した。2012年8月14日、Dellは会社の首席独立取締役Mに対しMBOによる非公開化を行う方針を伝えた。当日の終値は\$12.19。Mは、Dellと利害関係のない4名による特別委員会を設置し、法律事務所と証券会社に顧問を依頼した。Dell社の2013年第2四半期の決算は、前年比で、収益8%下落、利益13%下落であった。経営陣は、今後も収益は低下し2013年度決算では利益は20%下落すると予想し、また長期的戦略に

は時間が必要と説明した。Dell も「事業再編による新たな顧客価値の提供は、半年や一年ではできない」と説明した。これにより多くのアナリストの Dell 社評価は低下した。

2012 年 10 月 23 日、買収申込者である Si 社と KK 社は、特別委員会に買収価格を提示した。Si 社は \$ 11.22 から \$ 12.16、KK 社は \$ 12 から \$ 13 であった。2012 年 11 月 15 日、会社は第 3 四半期決算を公表した。会社や金融街の予想より低く、前年同期比で売上は 11%の低下、利益は 28%の低下であった。アナリストは目標価格を切下げ、KK 社は買収から離脱した。2012 年 12 月 4 日、Si 社は提示価格を切上げ \$ 12.70 としたが、特別委員会は不十分として退けた。

2013 年 1 月 2 日、B コンサルティング会社は、特別委員会に対し 2013 年から 2017 年までの 5 年間の収益計画として、現状案、コストカット 25%案、コストカット 75%案の 3 案を提示した。

(EBITA)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
Base Case	\$ 3.85 B	\$ 3.36 B	\$ 3.28 B	\$ 3.17 B	\$ 2.98 B
25% Case	—	\$ 3.44 B	\$ 3.70 B	\$ 4.01 B	\$ 3.82 B
75% Case	—	\$ 3.61 B	\$ 4.54 B	\$ 5.69 B	\$ 5.50 B

2013 年 1 月 18 日、Si 社は、\$ 13.65 をオファーし、特別委員会はこれを了承した。2013 年 2 月 6 日、Dell と Si 社は、傘下の三会社が Dell 社を吸収合併する契約を、Dell 社との間で締結した。

2013 年 4 月 10 日、外部の産業分析 (IDC reports) は PC の出荷が年々 13.9%低落、四半期毎に 13.2%低落していることを公表した。2013 年 5 月 16 日、会社は 2014 年第 1 四半期の決算を公表した。売上は 2%の下落であったが、利益は 79%下落していた。証券市場は、Dell 社の 2014 年度利益予想を \$ 330 億から \$ 250 億に切下げた。会社もまた EBITA 年額を \$ 254 億とした。これは B コンサルタント会社の Base Case を \$ 8 億下回る予想であった。これに対し B コンサルタント会社は、Dell 社の長期業績は市場の予想とは反対に良くなる、しかし 25%Case は現状では達成できないと考えていた。

会社は、2013 年 6 月 3 日を基準日として、2013 年 7 月 18 日に合併株主総会を開催することを決議した。特別委員会は、現金 \$ 13.65 は、合併の影響を受けない 90 日平均価格 \$ 9.97 に対し 37%のプレミアム価格であること、同時期の高値 \$ 10.88 の 25%のプレミアム価格であること、証券業界の評価は \$ 1.66 であることから、価格に対し何の提案もしなかった。I 及び T らは、市場評価は Dell 社の非 PC 事業の価値を反映していないとして、合併決議に反対すると述べた。I は普通株式 7200 万株を 1 株 \$ 13.52 で購入していた。

委任状による調査の結果、特別委員会は、合併株主総会を延期した。合併株主総会は都合 3 回延期された。最終的に Dell は、買収価格を 1 株 \$ 13.75、特別現金配当を 1 株 \$ 0.13、第 3 四半期の普通配当を 1 株 \$ 0.08 とすることで特別委員会と折り合い、取締役会もそれを承認して合併株主総会を 2013 年 9 月 12 日に開催することとした。

2013 年 8 月 15 日、会社は 2014 年第 2 四半期の決算を発表した。売上は上昇していたが、利益は 2 期連続して下落し、7 割減となった。業界分析レポートは、PC 業界の出荷が 5 年連続で 8%マイナスとなっていること、Dell 社は強烈な競争相手に直面していることを述べていた。9 月に入って Dell と Si 社は、合併の説明に銀行を訪問し、Dell 社予算案 (Bank Case) を提示した。Bank Case は、非 PC 事業ライン分 \$ 10 億を含め全部で \$ 36 億のコスト節減を前提にしていた。

(EBITA)	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
Bank Case	\$ 2.76 B	\$ 3.15 B	\$ 3.53 B	\$ 3.90 B	\$ 4.14 B

2013 年 9 月 12 日、合併株主総会が開催された。デラウェア州法では、合併は発行済株式総数の 50%超の賛成を要するとしている。無投票株式は反対票にカウントされる。Dell 社株式の 57%が賛成票に投じられた。この票は株主の 70%に当たるが、結果は必ずしも高いものではなかった。合併は、2013 年 10 月 28 日に会社が株主に 1 株 \$ 0.13 の特別配当を支払ったことから、翌日にクロージングし、I ら反対株主の買取請求権は合併対価に対する金銭債権に転化した。

裁判所は、BCG25%案に基づく DCF 値 \$ 16.43 と Bank Case 案に基づく DCF 値 \$ 18.81 を 50 対 50 で按分した 1 株 \$ 17.62 を、クロージング日の公正価値とした。

本判示は、*memorandum opinion* であるので、リーディング・ケースとはならないが、*Laster* 判事補により、以下のような判例法理の分析①～⑩が示されている。

①株式買取請求制度の趣旨は…合併に反対する株主に対し、株式に内在する価値（公正な価値）を裁判所が決定することにより、株主に対し限定された立法上の救済を与えることにある⁴⁹⁵。

②裁判所は、吸収合併又は新設合併の成就又は期待から生ずる一切の要素の価値を排除した株式の公正な価値…を決定しなくてはならない。公正な価値の決定に当たっては、裁判所は、総ての関連する要素を考慮に入れなくてはならない（8Del.C. §262(h)）。

③法は、公平に株式の公正な価値を決定することを、裁判所に義務として課している⁴⁹⁶。法令に基づき、買取請求制度における証明責任の分配は、他の訴訟手続きにおける責任分配とは異なり…当事者の双方は、各々自分の評価の妥当性を証拠により示す責任を負う⁴⁹⁷。推定、印象の良し悪し、どちらかに偏った評価は、いずれも許されない⁴⁹⁸。

④当事者の双方は、自己の評価値を形成する要素を、その評価方法、修正、ディスカウント、プレミアムなどの適切さを含めて、証拠の優位を示して説明する責任がある。もし双方の当事者が公正な価値にかかる優位性の基準の合意を見いだせない場合には、裁判所は制定法に基づき、独自にその価値を決定しなければならない⁴⁹⁹。

⑤法令により、衡平法裁判所は、全体の枠組みとして一方の当事者の評価モデルを選択する裁量権、又はその枠組みを形成する裁量権を有している⁵⁰⁰。裁判所は、当事者双方の提出した評価意見を検討し、最も事案に相応する分析を選択し、適切な修正を施した上で評価結果を得なければならない⁵⁰¹。

また裁判所は、双方の専門家が事実に基づく前提としているものを取捨選択・修正変更し、独自の評価計算を行わなければならない⁵⁰²。

衡平法裁判所は、評価方法が信頼できる証拠によって支えられ、かつ、公となった記録によって判例等による批判的分析に耐えられるものであれば、任意の専門家のモデル、評価方法、計算過

⁴⁹⁵ *Cede v. Technicolor, Inc.* (Technicolor 1), 542 A.2d 1182, 1186 (Del. 1988).

⁴⁹⁶ *Gonsalves v. Straight Arrow Publishers, Inc.*, 701 A.2d 357, 361-62 (Del. 1997) .

⁴⁹⁷ *M.G. Bancorporation, Inc. v. Le Beau*, 737 A.2d 513, 520 (Del. 1999) .

⁴⁹⁸ *Pinson v. Campbell-Taggart, Inc.*, 1989 WL 17438, at *6 (Del. Ch. Feb. 28, 1989).

⁴⁹⁹ *In re Appraisal of Dole Food Co., Inc.* 114 A.3d 541, 550 (Del. Ch. 2014) (quoting Jesse A. Finkelstein & John D. Hendershot, *Appraisal Rights in Mergers & Consolidations*, Bureau of National Affairs, 2010).

⁵⁰⁰ *M.G. Bancorporation*, 737 A.2d 513, 525-26.

⁵⁰¹ Finkelstein & Hendershot, *supra* note 499.

⁵⁰² *M.G. Bancorporation*, 737 A.2d 513, 524.

程をそっくりそのまま採用しても問題はない⁵⁰³。

⑥もし当事者の双方がいずれも説得力のある評価を証明できなかった場合には、裁判所は自己の分析によって価値を決定しなければならない⁵⁰⁴。

⑦公正な価値の基準は、買取請求に係る条文よりも、判例からより多くが導きだされる法律概念である⁵⁰⁵。デラウェア州法における「公正な価値」は、経済的概念としての公正な市場価値と同一ではない。デラウェア州の買取請求制度の趣旨からする公正な価値の概念は、そのほとんどは裁判官の慎重な熟慮の結果創造されたものである⁵⁰⁶。

⑧ *In Tri-Continental Corp. v. Battye*⁵⁰⁷において、デラウェア州最高裁は、買取請求制度が採用する価値概念を次のように詳説した。「買取請求制度にいう価値概念の本質は、その合併により株主が喪失する全てのもの、即ち継続事業に対する財産権の比例的割合、或は、株式が持つ真実又は内在する価値に対する弁済を株主に権利として与える点にある。株式の真実又は内在する価値を表す数値を決定するには、鑑定人と裁判所は株式価値を定めるに当たって合理的に算入すべき全ての要因と要素を考慮に入れなくてはならない。例えば市場価値、資産価値、配当、収益予想、事業の特質、その他合併の日において知られているか又は知ることが可能な事実で合併会社の将来予想に多少でも光を与えるものは、反対株主の利益となる価値に係わるものとして調査の対象になるべきであり、また価値を決定する機関によって考慮されなければならない」。これに続くデラウェア州最高裁の判決は、忠実にこの定義を踏襲している。

⑨反対株主の株式価値を決定する基準時点は、まさに「合併の日」の合併取引の直前である⁵⁰⁸。これと異なり、評価基準日を合併がクローズした日におくと、合併の契約からクロージングまでの間に企業価値が変化した場合には、合併効力が有効となった時点の *operative reality*（効力の発生した現実）によって公正価値を測定しなければならない結果となる。

⑩法令が会社の評価を一意的に決定する義務を課しているが…会社の価値とは線上の一点ではなくある範囲にある合理的な価値の値域である。裁判官の仕事は、関連する全ての証拠を考慮して、また公正性を熟慮して、この値域に特定の価値を割り当てるものである⁵⁰⁹。

⁵⁰³ *M.G. Bancorporation*, 737 A.2d 513, 526.

⁵⁰⁴ *Cooper v. Pabst Brewing Co.*, 1993 WL 208763, at *8 (Del. Ch. 1993); *Del. Open MRI Radiology Assocs. P.A. v. Kessler*, 898 A.2d 290, 310-11 (Del. Ch. 2006).

⁵⁰⁵ *Del. Open MRI*, 898 A.2d 290, 310.

⁵⁰⁶ *Finkelstein v. Liberty Digital, Inc.*, 2005 WL 1074346, at *12 (Del. Ch. Apr. 25, 2005).

⁵⁰⁷ 74 A.2d 71 (Del. 1950).

⁵⁰⁸ *Finkelstein & Hendershot*, *supra* note 499, at A-33.

⁵⁰⁹ *Cede v. Technicolor, Inc.*, 2003 WL 23700218, at *2 (Del. Ch. July 9, 2004).

以上の判例法理に従うと、裁判所は、反対株主の株式価値を決定する基準時点は合併取引の直前であるが、合併取引概念自体に合併の契約からクロージングまでの一定の幅があるので、合併取引のクロージングまでに企業価値が変化した場合には、その時点の *operative reality* を考慮しなければならないことになる。本事案において、裁判所は、クロージングまでに合併後の計画が既に *operative reality* となっているとして、Dell の買収後事業計画を取り込んだ Bank Case 案を 50% のウェイトで考慮した。

本判決は、考慮要素として BCG25% 案と Bank Case 案の費用節約計画を採用したので、結果として収益価値だけによって株価を決定している。しかし判旨は、DCF による収益価値が合理的であると述べているわけではなく、あくまでこの事案に対する評価として採用しているにとどまる。

本判例自体には新しい判例法理は示されていないが、評価の基準時点に幅を持たせ、その中にある *operative reality* を考慮することは、裁量権の範囲において、日本のシナジー分配価格の考え方に近いといえる。また「上場株価であっても公正な価値を示すとは限らない」としている点も、日本の判例法理（企業価値を反映しない株価は公正な価格ではない）に近い。

裁判所は、株式評価基準日において、Dell 社の市場株価には長期的事業計画の収益予想が織り込まれていないが、長期事業計画はすでに *operative reality* となっていたのであるから、収益増加を認識すべきと判断したと推認できる。これを逆に云うと、*operative reality* となっていないシナジーを認識することは、水割り株を認める結果となり、妥当な解釈とはいえないと考えられる。このシナジーに関する判例法理は、日本においても、そのまま通用するものと考えられる。

残る問題は、市場が Dell 社の買収を好感していないこと——買収を好社株価に買収の長期的シナジーが織り込まれていないこと——をどのように考慮するか、又は、市場の短期的判断を受け入れて考慮しないのが正しいのかという点にある。これについては、日本の裁判所は、(投資家の企業価値評価を反映する価格が公正とする判断から)、市場の判断を受け入れるべきと考える可能性がある。市場が短期の評価に傾いていたとして、ここには、日本と米国で、判断に違いが生ずる余地がある。

§ 4 小括一デラウェア州裁判所における「公正な価格」判例法理

(1) 株式買取制度の趣旨

すでにみたように、株式買取請求権には少数株主に投下資本回収の機会を与えるという機能があり⁵¹⁰、また、合併等を多数決によって行うことができること、言い換えれば、株式買取請求権は拒否権剥奪の補償と捉えられ、反対株主に流動性を与えることに株式買取請求権の意義が認められていた⁵¹¹。

他方、*Manning*は証券市場が十分発達したことに伴い、株式買取請求権は少数派株主の保護という観点からよりも、むしろ、多数株主の保護という観点から、株式市場が存在しない会社においてのみ株式請求権が認められればよく、市場性を有する株式会社においては、株式買取請求権は不要であると主張し⁵¹²、この見解は、1967年改正の際にデラウェア州会社法改正委員会に対して提出された *Folk* 報告書において支持され⁵¹³、デラウェア州では1967年改正により、市場性株式を株式買取請求権の対象から除外する条項が設けられた。

しかし、現金対価の合併の場合には株式買取請求権が認められることとされており、これは、少数株主が合併対価の不公正により不利益をうけるおそれがあることに着目したものとみることができる。すなわち、デラウェア州においても、株式買取請求権は利益相反から少数株主の経済的利益を保護するという観点⁵¹⁴が重視されているといえることができる。また、模範事業会社法における株式買取請求権の規定は利益相反の視点から構築されている⁵¹⁵。

⁵¹⁰ See *Jackson Co. v. Gardiner Inv. Co.*, 200 F 113 (1st Cir 1912) .

⁵¹¹ Thompson, *supra* note 395.

⁵¹² Manning, *supra* note 413 at 261-262.

⁵¹³ Ernst Folk, *Report on Delaware Corporation Law* <<http://delawarelaw.widener.edu/files/resources/folkreport.pdf>>, at 198.

⁵¹⁴ Thompson, *supra* note 395, at 253-261. 学説においても、たとえば、*Fischel*は、株式買取請求権は、少数派株主の交渉力の欠如または経営者の利益相反の結果として、割り当てられる価値から事前の保護を与えるとする(Daniel R. Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 8 American Bar Foundation Research J. 875,879, 901-902 (1983))。また、*Seligman*も、不満を持つ反対派が株式買取請求を行使するかもしれないという潜在的な可能性が、取締役等経営陣に、利害関係のある取引行為を踏み止まらせる効果があると論じる(Joel Seligman, *Reappraising the Appraisal Remedy*, 52 Geo. Wash. L. Rev. 829, 831-833 (1984))。 *Kanda & Levmore*も、株式買取請求権は信認義務違反となる、独立当事者間取引であるか疑わしい対象会社の支配株主に対する隠された支払を発見し、誤った行動を遅滞させる機能があると指摘している(Saul Levmore & Hideki Kanda, *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law*, 32 UCLA L. Rev. 429, 432 (1985))。アメリカにおける主要な学説の動向の詳細については、飯田・前掲注(6)195-222頁。

⁵¹⁵ 模範事業会社法においては、市場性株式の例外条項は利害関係者間取引には適用されないものとされている。詳細については、たとえば、飯田・前掲注(6)100頁注(11)参照。

もつとも、デラウェア州最高裁は、*Paskill Corp. v. Alcoma Corp. and Okeechobee LLC* 事件⁵¹⁶ 法廷意見の中で、株式買取制度の趣旨として、*Letsou* の選好調整 (preference reconciliation) 理論⁵¹⁷を参照した。そこでは、「株主による資本市場の利用が有効でないとき、リスクを改変する取引 (特に企業の市場リスクを改変する取引) は、株主の誰かを良くし、誰かを悪くする。株式買取請求権は、会社に対しこのような取引によって生じた株主の損害を補償するものであり、他の利益を得た株主が補償するコストとして認識するものである。この結果、買取請求の引き金となる取引から利得の得られる株主は、反対株主への補償のコストを差し引いてもその利得が大ききときには、取引に賛成することになろう。買取請求権は、株主に純損失を与えるリスク改変取引を減少させ、全ての株式の取引価格を取引以前の価格よりも高い価格で取引させる結果となる。」と指摘されている。

(2) *Lamb* 判事補による整理

衡平法裁判所の *Lamb* 判事補は、*Highfields capital Ltd. v. AXA Financial Inc.* 事件 (2007 年 8 月 17 日) の法廷意見において、「公正な価格」に関してデラウェア州裁判所が採用する評価理論を、以下のように整理している。

① § 262 の株式買取請求の評価手続きにおいては、裁判所は、まず企業全体の公正な価値を求め、それからその価値に対する反対株主の比例的割合を求めなければならない⁵¹⁸。

② 評価に当たっては、市場価値、資産価値、将来の収益見通し、事業の性質を含め、価値の決定の一因になると合理的に考えられる要因及び要素で、合併の日において既に知られているか又は証拠 (proof) として受け入れる余地のあるものを、全て考慮する必要がある⁵¹⁹。

③ 企業の評価に当たっては、その会社の合併時点の効力の発生した現実 (operative reality) を基礎として、それが継続するもの (a going concern) として評価しなくてはならない⁵²⁰。

④ 評価には、合併の完成 (consummation) によって獲得したシナジーは、関係させない⁵²¹。

また、合併の成就又はその期待から生じた不確実 (speculative) な要素を含めることは許されな

⁵¹⁶ 747 A.2d 549, 552 (Del. Sup. 2000).

⁵¹⁷ Peter V. Letsou, *The Role of Appraisal in Corporate Law*, 39 B.C.L. Rev. 1121 (1998). *Letsou* の選好調整理論については、飯田・前掲注(6)208-223 頁で詳細に紹介されている。

⁵¹⁸ *Cavalier Oil Co. v. Harnett*, 564 A.2d 1137 (Del. Sup. 1989).

⁵¹⁹ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701 (Del. Sup. 1983); *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A. 2d 71 (Del. Sup. 1950).

⁵²⁰ *M. G. Bancorp, Inc. v. LeBeau*, 737 A 2d. (Del. Sup. 1999); *Cede v. Technicolor, Inc.*, 684 A.2d 289 (Del. Sup. 1996).

⁵²¹ *M.P.M. Enterprises Inc. v. Gilbert*, 731 A. 2d 790, 797 (Del. Sup. 1999).

い⁵²²。

- ⑤ いかにも市場性ないし流動性の欠如があっても、買取請求株式の評価では、それによるディスカウントは行わない⁵²³。
- ⑥ 評価の目的である公正な価値は、第三者がそれを取得する価値ではなく、その企業独自 (stand-alone) の価値に等しいとする原理が、満足の行く程度に確立している⁵²⁴。
- ⑦ もし買取請求の原因となった取引が、独立当事者間における対等な手続きによって生じたものであり、また客観的な市場の現実性の試練を相当に歪めるような構造上の障害が存在しないのであれば、裁判所は、合併価格に対し公正な価値を指し示す有力な証拠としてのウェイトを与えることができる⁵²⁵。
- ⑧ 州裁判所は、基本的に、どのような技術及び手法であっても、金融界に一般に受入れられていると考えられるものであれば、価値の証明として受入れることにより、評価に対する自由なアプローチを採用しなければならない⁵²⁶。
- ⑨ 当事者双方は、各々の評価の立場が他に優越することを、証拠によって証明する重い責任を負う⁵²⁷。
- ⑩ もし、どちらの当事者も、この証明責任に対し、満足な証拠を提出することができない場合には、裁判所は、独自の判断に基づいて、公正な価値を決定する必要がある⁵²⁸。

(3) 企業全体の公正な価値に対する割合的利益

Lamb 判事補の指摘及び本論文で取り上げた裁判例からも明らかなように、デラウェア州の裁判所が採る「公正な価格」概念は企業全体の公正な価値に対する割合的利益というものであると理解できる。このことから、裁判所は——市場性の例外規定が適用されない場合の市場性ある株式についても——市場価格には依拠してこなかったし(このことは、市場性のある株式であるかどうかを問わず、一貫した枠組みに基づいて「公正な価格」を算定するという帰結を導く)、合併価格や先行する公開買付価格がどのように取り扱われるべきか、どのような評価手法が用いられる

⁵²² 8 Del. Code Ann. Tit.8,l. Sup.

⁵²³ *Bell v. Kirby Lumber Corp.*, 413 A. 2d 137, 147 (Del. Sup. 1980); *Hodas v. Spectrum Technology Inc.*, Civil Action No. 11265, 1992 Del. Ch.

⁵²⁴ *M.P.M. Enterprises Inc. v. Gilbert*, 731 A. 2d 795 (Del. Sup. 1999).

⁵²⁵ *Montgomery Cellular Holding Co. v. Dobler*, 880 A. 2d 206 (Del. Sup, 2005).

⁵²⁶ *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 713 (Del. Sup. 1983).

⁵²⁷ *M.G.Bancorp*, 737 A.2d at 520.

⁵²⁸ *Taylor v. Am. Specialty Retailing Group, Inc.*, 2003 WL 21753752, at 2 (Del. Ch. July 25, 2003).

べきかを裁判所は判断している。また、原則として、マイノリティ・ディスカウントや流動性欠如ディスカウントを考慮すべきではないという帰結も導かれる⁵²⁹。さらに、シナジーの分配はしないとする一方で *the operative reality* は考慮に入れるという考え方も、企業全体の公正な価値に着目する以上当然のこととすることができる。

Laster 判事補による分析が示しているように、*In Tri-Continental Corp. v. Battye*, 74 A.2d 71 (Del. 1950)において、デラウェア州最高裁は、買取請求制度が採用する価値概念を次のように説明した。「買取請求制度にいう価値概念の本質は、その合併により株主が喪失する全てのもの、即ち継続事業に対する財産権の比例的割合、或は、株式が持つ真実又は内在する価値に対する弁済を株主に権利として与える点にある。株式の真実又は内在する価値を表す数値を決定するには、鑑定人と裁判所は株式価値を定めるに当たって合理的に算入すべき全ての要因と要素を考慮に入れなくてはならない」。これに続くデラウェア州裁判所の判決は、具体的考慮要素は時代に合わせて変化しているが、価値の内容に対してはいささかの变化もなく、忠実にこの定義を踏襲しているといえる。

デラウェア州における判例法では、「企業価値の按分」を公正な価格として採用するので、原資産である企業価値自体が公正でなければならない。しかし現実には、企業価値は、事業内容によっても、また担当する経営者によっても、また無形資産の存在等によっても変化するので、「公正な企業価値」とはどのようなものかは、個別の事案において異なり、一般論としては「合理的に算入すべき全ての要因と要素を考慮する」ことにより決まるとしか表現の仕様がなないのであろう。

⁵²⁹ この点につき、デラウェア州の判例法理は混乱していると指摘されることもあるが（星明男「少数株主から支配株主への利益移転は抑止されるべきか」ジュリスト 1326号（2007年）139頁）、それでも、企業全体の公正な価値に対する割合的利益をもって公正な価格を定めようとしている点では一貫している。

第6章 我が国における株式買取請求制度

§1 沿革

1. 昭和13年商法改正前

営業の概念及びこれを譲渡し得ることは、ロエスレル商法草案第1編「商ヒ一般ノ事」第3巻「商業屋号」⁵³⁰において、既に認められており、旧商法(明治23年法律第32号)に反映された⁵³¹。(現行)商法(明治32年法律第48号)は、営業譲渡人の競業避止義務を定めた⁵³²。学説は、営業概念について、主観的には商人の営業上の活動をいい、客観的には商人が営業の目的のために有する財産をいうものとしていた。営業財産には、「動産、不動産、無体財産権、債権、株主たる権利等の外、事実上の関係にして財産上の価値のあるものを含む。例えば、営業上の秘訣、得意先、仕入元、創業の年代、営業の名声、経営の組織、地理的關係、販売の機会の如きものである。これらのものは、将来における営業上の収益を約するもの」⁵³³であると考えられていた。

しかし、昭和13年商法改正前においては、商法に株式会社の営業譲渡に関する規定は存在せず、通説は、株式会社はその存続中、株主総会の特別決議をもってしても、「営業の全部の譲渡」契約をなし得ないものと解していた⁵³⁴。営業譲渡は、会社解散後の清算行為における換価方法として認められていたに過ぎない⁵³⁵。

他方、会社の合併に関しては、ロエスレル商法草案、旧商法、明治32年制定時の(現行)商法には規定がなかったが、会社が合併を行い得ることは当然と解されていた⁵³⁶。当時の合併は旧会社の解散と新会社の設立によった⁵³⁷。明治44年改正後商法44条ノ3は、「会社は合併を為すことを得」と規定した。実務上は、会社が合併契約書を作成し、その合併契約書を承認する株主総会決議をしていた⁵³⁸。

⁵³⁰ ヘルマン・レースラー『商法草案上巻』(司法省、1884年)91頁～114頁(27条、同28条、同29条、同30条)。

⁵³¹ 旧商法27条、同28条、同29条。

⁵³² (現行)商法22条、同23条。

⁵³³ 田中耕太郎『商法総則概論』(有斐閣、昭和11年)320頁。

⁵³⁴ 山下眞弘『会社営業譲渡の法理』(信山社、1997年)95頁。

⁵³⁵ 大審院判決大正2年6月28日民録19輯530頁(東京鉄道株式会社事件)。

⁵³⁶ 森本滋編『会社法コンメンタール17』(商事法務、2010年)76頁[柴田和史]。ただし、反対説として、志田鉦太郎『日本商法論第二編会社』(有斐閣、1900年)1160頁などがあった。

⁵³⁷ 浅木慎一『日本会社法成立史』(信山社、2003年)50頁は、反対社員の退社の余地がある点を指摘する。

⁵³⁸ 奥野健一他「株式会社法積義」(巖松堂書店、1940年)434頁。

2. 昭和 13 年改正

昭和 13 年改正（昭和 13 年法律第 72 号）により、①営業の全部又は一部の譲渡、②営業の全部の賃貸、その経営の委任、他人と営業上の損益全部を共通にする契約其の他之に準ずる契約の締結、変更又は解約、③他の会社の営業全部の譲受について、株主総会の特別決議を必要とすることが規定された（245 条）。同時に、同商法 404 条 3 号は、営業全部の譲渡を会社の解散事由とした。この改正により、営業譲渡は会社解散の前後を問わず認められ、また営業の一部譲渡も認められることから、学説は、営業譲渡は単なる営業用財産の譲渡ではなく、事実関係をも含む組織的財産の譲渡を意味するものと解するに至った⁵³⁹。

また合併に関しても、会社が合併を為すには合併契約書を作り株主委総会の特別決議による承認を得ることを要すると規定された（408 条）。これは当時の慣行を参酌した改正であった⁵⁴⁰。

3. 昭和 25 年改正—反対株主の株式買取請求権

昭和 25 年改正（昭和 25 年法律第 167 号）は、取締役会制度を採用し、株主総会の権限を縮小した。営業譲渡に関しては、商法 245 条 1 項 1 号を「営業の全部又は一部の譲渡」から「営業の全部又は重要な一部の譲渡」に変更したうえで、旧 404 条 3 号を削除した。これは営業全部の譲渡を会社の解散事由とせず、営業目的の変更等による企業維持の道を開いたものと解されている⁵⁴¹。

これに伴い、商法 245 条ノ 2 は、反対株主の株式買取請求権を制定した。条文は、①商法 245 条 1 項（営業の譲渡、賃貸、譲受など）の決議を為すべき株主総会に先だち、会社に対して書面を以って同項に掲げる行為に反対の意思を通知し、且つ総会においてこれに反対した株主は、②会社に対し自己の有する株式を、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」を以て買取すべき旨を、請求することができると規定した⁵⁴²。この事業譲渡等に対し反対の株主に買取請求権を認めるべきか否かに関しては、米国においても、州によって異なる⁵⁴³。我が国においては、株

⁵³⁹ 奥野他・前掲注（538）427 頁。

⁵⁴⁰ 奥野他・前掲注（538）435 頁。

⁵⁴¹ 大隅健一郎・大森忠夫『逐条改正会社法解説』（有斐閣、1951 年）530 頁。

⁵⁴² ただし、245 条 1 項 1 号（営業の全部又は重要な一部の譲渡）の場合に、決議と同時に解散の決議を為したときには反対株主の株式買取請求権は認められないとされた（245 条ノ 2 但書（当時））。

⁵⁴³ 落合誠一編『会社法コンメンタール 12』（商事法務、2009 年）103 頁[柳明昌]。なお、デラウェア州一般会社法 262 条では合併についてのみ認めている。

主の地位の強化の一環として「株主の重大な利害に係わること」⁵⁴⁴に対し、広く株式買取請求権による救済を与えたものと説明されている。

合併に関しても、反対株主の株式買取請求権が新設された。商法 408 条ノ 3 第 1 項は、408 条 1 項（合併契約書の承認）の株主総会に先だち、会社に対して書面をもって合併に反対の意思を通知し、かつ総会において合併契約書の承認に反対した株主は、会社に対し自己の有する株式を、承認の「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」をもって買取るべき旨を請求することができる」と規定した。

株式買取請求制度は、米国法に倣って導入されたものであるが、米国では資本多数決の導入に伴う反対株主の拒否権喪失の代償と考えられた⁵⁴⁵のに対し、すでに資本多数決が導入されていた我国では多数決原理を修正し反対株主に投下資本を回収する経済的救済を与えるものと理解された⁵⁴⁶。

もっとも、学説においては、議決権のない株式の株主は、株式譲渡の制限に関する決議がなされる場合の外は、株式買取請求権を有しないものと解するしかないとする説⁵⁴⁷が有力であった。

4. 昭和 41 年改正一株式会社譲渡制限のための定款変更

昭和 41 年改正(昭和 41 年法律第 83 号)により、商法 204 条 1 項は、「株式は之を他人に譲渡することを得。但し定款を以て取締役会の承認を要する旨を定むることを妨げず」とされた⁵⁴⁸。なお、株式譲渡の制限のための定款変更には、総株主の過半数にして発行済株式の総数の 3 分の 2 以上に当たる多数をもって承認決議すべきことを要求するとともに(改正後 348 条 1 項)、改正後 349 条は、反対株主の株式買取請求権を認め、348 条 1 項（譲渡制限のための定款変更）の決議を為すべき株主総会に先ち、会社に対し書面をもって 348 条 1 項の定めの設定に反対の意思を通知し、かつ総会においてこれに反対した株主は、会社に対し自己の有する株式を、定款変更の「決

⁵⁴⁴ 落合誠一編・前掲注（543）101 頁[柳]。

⁵⁴⁵ 落合誠一編・前掲注（543）97 頁[柳]。

⁵⁴⁶ 鈴木竹雄『新版会社法 全訂第 1 版』（弘文堂、1976 年）126 頁。

⁵⁴⁷ 大隅・前掲注（541）98 頁。

⁵⁴⁸ 旧商法 181 条は、「株式の譲渡は取得者の氏名を株券及び株主名簿に記載するに非ざれば会社に対して其効なし」と規定していたが、譲渡制限についての規定は存在しなかった。他方、(現行)商法 149 条本文は、「株式は定款に別段の定めなきときは会社の承諾なくして之を他人に譲渡することを得」と規定し、定款による譲渡制限を明定し、同法 208 条は、「定款は株主総会の決議に依りてのみ之を変更することを得」と規定していた。そして、昭和 13 年改正後商法 204 条 1 項は、「株式は之を他人に譲渡することを得 但し定款を以て其の譲渡の制限を定むることを妨げず」と規定した。しかし、昭和 25 年改正後商法 204 条 1 項は、「株式の譲渡は定款の定めによるものを禁止し又は制限することを得ず」と規定した。

議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」をもって買取るべき旨請求することができる」と規定した。株式譲渡制限のための定款変更に対する反対の株主に株式買取請求権を認めた理由は、定款の変更には株主全員の同意が必要でないことを前提に、定款変更による株式の自由譲渡性の制限によってもたらされる不測の損害を回避する方策として反対株主に買取請求権を認めた⁵⁴⁹と説明されている。当時の学説は、株式の自由譲渡性の重要性に鑑み、会社は、原始定款または株主全員の同意による定款の変更によってのみ、係る内容の定款の定を置き得るものと解していた⁵⁵⁰。

5. 平成2年改正一有限会社への組織変更

平成2年改正（平成2年法律第64号）により、有限会社法64条が規定する株式会社の有限会社への組織変更は「総株主ノ一致ニ依ル」から「総会ノ決議ヲ以テ」なされるものとされ、同法64条ノ2に反対株主の株式買取請求権が定められた。すなわち、株式会社の有限会社への組織変更の決議をなすべき株主総会に先ち、会社に対し書面をもってその組織変更に対する反対の意思を通知し、かつ総会においてこれに反対した株主は、会社に対し自己の有する株式を組織変更の「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」をもって買取るべき旨を請求することができるものとされた。本条の趣旨は、組織変更という重要な事項について、多数決の支配を認めるとともに、「少数派である各株主の利益の保護として、経済的救済の趣旨を徹底し、その投下資本回収の道を与えたものである」と解されている⁵⁵¹。

6. 平成9年改正一簡易合併

平成9年改正（平成9年法律第71号）により、簡易合併制度が導入された。すなわち、改正後商法413条ノ3第1項は、存続会社が合併に際して発行する新株の総数が存続会社の発行済株式の総数の20分の1を超えず、かつ、消滅会社の株主に支払をすべき金額が最終の貸借対照表により存続会社に現存する純資産額の50分の1を超えないときは、存続会社は、商法408条1項の（株主総会特別決議による）承認を得ることを要しないと規定した。存続会社は、合併契約書の作成の日から2週間内に、商法408条1項の承認を得ずに合併をする旨、消滅会社の商号及び本店ならびに合併期日を公告し、又は株主に通知しなければならないものとされた（同条4項）。他方で、改正後商法は、反対株主の株式買取請求権を認めた。簡易合併の公告又は通知の日より

⁵⁴⁹ 神崎克郎「349条」上柳克郎他編集『新版注釈会社法(12)』（有斐閣、1999年）63頁。

⁵⁵⁰ 神崎・前掲注（549）57頁。

⁵⁵¹ 鴻常夫「有限会社法」上柳克郎他編集『新版注釈会社法 補巻平成2年改正』（有斐閣、2000年）447頁。関俊彦『会社法概論』（商事法務研究会、1994年）574頁同旨。

2 週間内に会社に対し書面をもって合併に反対の意思を通知した（存続会社の）株主は、会社に対し自己の有する株式を合併契約「ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」をもって買取るべき旨を請求することができることとされた（改正後 413 条ノ 3 第 5 項）。

簡易合併では、存続会社において合併契約の承認決議が省略されるから、存続会社の株主の利益の保護が問題になる。合併比率が存続会社の株主に不利な場合に、合併差止請求権や合併無効の訴えを認めることは簡易制度としては重すぎることから、他に有効な株主救済手段がないことを理由に、株式買取請求権を認めたと解されている⁵⁵²。

7. 平成 11 年改正—株式交換・株式移転

平成 11 年商法改正（平成 11 年法律第 125 号）により、株式会社相互間で完全親子会社関係を創設するため、株式交換制度が創設された。株式交換により、子会社の少数株主の有する株式を親会社に移転し、子会社の少数株主は親会社が発行する新株の割当を受け、その日に親会社の株主になる。これにより完全子会社と完全親会社が創設される（改正後 352 条）。株式交換には、株主総会において、総株主の過半数にして発行済株式総数の 3 分の 2 以上の多数による承認が必要である（改正後 353 条）が、簡易株式交換においては、株主総会の承認は必要ない（改正後 358 条）。株式交換に反対の株主は、会社に対し株式買取請求権を行使することができるものとされた（改正後 355 条、358 条 5 項）。

同様に、完全親会社の形成を目的とする、株式移転制度が設けられた。株式移転により、旧会社の株式を、新たに設立する会社に移転し、旧会社の株主は、新会社が株式移転に際して発行する株式の割当を受け、新会社の株主となる。これにより旧会社は完全子会社となり、新会社は完全親会社となる（改正後 364 条）。株式移転には、株主総会において、総株主の過半数にして発行済株式総数の 3 分の 2 以上の多数による承認が必要である（改正後 365 条）。株式移転に反対の株主は、会社に対し議決権を行使することにより株式買取請求権を行使することができる（改正後 371 条 3 項、355 条）。

改正法は、株式交換制度を、合併類似の組織法上の行為として吸収合併に準じた手続を定め、また、株式移転は完全親会社を設立する組織法上の行為として、新設合併に準じた手続を定めたものと解される⁵⁵³。このため両者について、反対株主の株式買取請求権を認めたが、契約当事者

⁵⁵² 田村諄之輔「413 条ノ 3」上柳克郎他編集『新版注釈会社法 第 4 補巻平成 9 年改正』（有斐閣、2000 年）322 頁。

⁵⁵³ 森本滋・前掲注（536）9 頁。

の財産関係に変動はないとして、債権者異議手続きは採用されなかった⁵⁵⁴。

8. 平成 12 年改正一会社の分割

平成 12 年改正(平成 12 年法律第 90 号)により、会社の分割が認められた。会社の分割には、新設分割と吸収分割の二つがある。新設分割により、会社は、その営業の全部又は一部を新設する会社に承継せしめることができる(改正後 373 条)。吸収分割により、会社は、その一方の営業の全部又は一部を他方の会社に承継せしむることができる(改正後 374 条ノ 16)。会社の分割には、株主総会において、総株主の過半数にして発行済株式総数の 3 分の 2 以上の多数による承認が必要である(改正後 374 条、374 条ノ 17)。いずれの場合にも、簡易分割が認められている(改正後 374 条ノ 6、374 条ノ 22、374 条ノ 23)。会社の分割に反対の株主は、株式買取請求権を行使することができるものとされた(改正後 374 条ノ 3、374 条ノ 31)。

平成 12 年改正商法による会社分割は、分割会社の「営業の全部または一部」が承継会社・設立会社に一般承継される点に特徴がある⁵⁵⁵。分割による営業の承継についても、営業譲渡の場合に準じて、反対株主に株式買取請求権が認められた⁵⁵⁶。

9. 平成 17 年会社法

会社法(平成 17 年法律 86 号)は、反対株主の株式買取請求権を以下の場合に認め、反対株主の株式買取請求権に係る買取価格を「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」から「公正な価格」に変更した。

- ①株式会社の発行する全部の株式の内容として譲渡制限の定めを設ける定款の変更をする場合(会社法 116 条 1 項 1 号)
- ②事業譲渡等(全部譲渡、重要な一部譲渡、全部譲受等)をする場合(会社法 469 条 1 項)
- ③吸収合併等(吸収合併、吸収分割、株式交換)をする場合(消滅会社、分割会社、株式交換完全子会社)(会社法 785 条 1 項)
- ④吸収合併等(吸収合併、吸収分割、株式交換)をする場合(存続会社、承継会社、株式交換完全親会社)(会社法 797 条)

⁵⁵⁴ 森本滋・前掲注(536)9頁。その後、平成 17 年会社法は、合併対価の柔軟化を認めたため、一定の場合に、完全親会社の債権者に債権者異議手続きを認めた(799 条 1 項 3 号、768 条 1 項 2 号、789 条 1 項 3 号、819 条 1 項 3 号)。

⁵⁵⁵ 神作裕之「会社分割」森本滋編・前掲注(515)248頁。

⁵⁵⁶ 関俊彦『新訂版 会社法概論』(商事法務、2004年)635頁。

⑤新設合併等（新設合併、新設分割、株式移転）をする場合（会社法 806 条）

また、種類株式発行会社については、①の他、株主総会の決議によってその全部を取得する事項についての定めを設ける定款の変更をする場合（会社法 116 条 1 項 2 号）、及び、一定の場合において種類株主総会の決議を必要としない旨を定款で定めた場合において、株式併合、分割、無償割当などに関して、種類株主に損害を及ぼす恐れがある場合（会社法 116 条 1 項 3 号）に、反対株主の株式買取請求権を認めた。

会社法は、株式買取請求制度を抜本的に合理化し、「株式買取請求権は、会社の基礎に変更を生ずる場合において、その変更に反対の株主に対して、投下資本を回収して経済的救済を得る途を与えるもの」と説明されている⁵⁵⁷。

⁵⁵⁷ 森本滋・前掲注（536）39 頁。

§2 株式買取請求制度の意義

1. 学説の理解

株式買取請求制度は、アメリカ合衆国（以下、米国という）に始まった。株式買取請求制度においては、多数派株主の利益と少数派株主の利益をどのように調整するかが問題となる。この点に関する判断の相異により、米国では州ごとに、判例、学説、立法に差異がある⁵⁵⁸。定款目的の変更、株式の種類の変更、会社財産のすべての譲渡等の場合などに株式買取請求制度が利用されてきたが⁵⁵⁹、模範事業会社法では、株式買取請求ができる場合を、吸収合併、実質的な意味での全ての会社財産の売却・交換の場合に限定した⁵⁶⁰。

これに対し、日本では、昭和13年改正後、会社の合併契約書の承認は株主総会の特別決議によって行い得ることとされていた⁵⁶¹ため、戦後占領下の昭和25年の買取請求権の新設に対し⁵⁶²、実質的には、決議に反対の株主に対し会社から脱退してその持分の払戻をうける権利を認めるのと等しく、「立法論としては、かかる権利を認めることの当否については、疑いがないではない」⁵⁶³とする批判があった。

通説によると、株式買取請求制度の趣旨は、資本多数決の下で、会社事業の変更や組織の変更の場合には、多数派株主が少数派株主を犠牲にして自己の利益を追求することになるので、少数派株主の利益を保護する必要がある⁵⁶⁴と考えられることにある。同時に、この制度には多数派株主が、少数派株主の反対にわずらわされることなしに、合併その他の重要な操作を有効に行い得るようにするという、多数派株主の利益の助長という趣旨が含まれている⁵⁶⁵と考えられる。

同じ多数決で行える会社の行為にしても、第三者割当増資においては、株式買取請求制度は用意されていない。会社法は、第三者割当増資は、資金の調達であり、定款に定められた会社事業の通常の運営に関する事項であるとして、株主に、取締役会または株主総会の多数決に従うことを要求している⁵⁶⁶。株主総会特別決議による承認を得れば、払込金額を募集株式の引受人にとって特に有利な金額とすることも認められている。反対株主の株式価値は希釈化されるにも拘わら

⁵⁵⁸ 関・前掲注(4) 21頁。木俣由美「株式買取請求権の現代的意義と少数派株主の保護(一)」法学論叢 141 卷4号(1997年) 33、34頁。

⁵⁵⁹ 関・前掲注(4) 263頁。

⁵⁶⁰ Model Bus. Corp. Act, 2d §80(1971)。

⁵⁶¹ 昭和13年改正後商法408条。

⁵⁶² 中東正文『企業結合法制の理論』(信山社、2008年) 427頁。

⁵⁶³ 大隅・前掲注(541) 97頁。鈴木・前掲注(546) 130頁も同旨。

⁵⁶⁴ 弥永真生『リーガルマインド会社法 第14版』(有斐閣、2015年) 138頁。

⁵⁶⁵ 関・前掲注(230) 223頁。

⁵⁶⁶ 弥永・前掲注(564) 312頁。木俣由美・前掲注(558) 40頁に米国の例が示されている。

ず、会社法は、株主総会特別決議に反対した株主に、株式買取請求権を与えていない。このことは、株式買取請求権の目的を、少数株主が受けた不利益を救済する手段と考える立場からは、説明できない。

反対株主は、合併等によって対象会社の株式の価値が下落する場合と上昇する場合とに拘わらず株式買取請求権を行使できるのであるから⁵⁶⁷、株式買取請求権の主たる目的を少数株主の損害補償に置くことはできない。問題は、会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為に対し、多数決原理に例外を設けてまで⁵⁶⁸、反対株主を救済する理由は何かという点にある。

2. 私見一なぜ、反対株主の株式買取請求権が認められるべきなのか

自由な経済社会においては、財貨用役の生産と販売は、企業の役割である⁵⁶⁹。企業は、消費者の需要が変化するとき、自らの生産組織・販売組織を変更し、新たな財貨用役を生産し販売しなくてはならない。

社会主義計画経済は、国営企業がこの消費者の需要の変化に対応することができず瓦解に陥ったと考えられるのに対し⁵⁷⁰、自由主義市場経済は、個々の企業がこの変化に個別的に対応することによって、全体としては生き延びてきたものと考えられる。当然ながら、自由な個別企業においても、需要の変化に応じ事業及び組織を変更するとき、失敗すれば倒産するリスクがある。したがって変更に反対する株主は、多数派株主が選択するリスクを負担するいわれはない⁵⁷¹。株主は、投資家として自己の投資判断には責任を負わなければならない代わりに、どのような事業及び組織に投資するかについては、自由な選択権があり、多数決に依っても強制されないと解すべきである。

資金は、土地や労働と並ぶ希少な資源である。「将来性に富んだ企業に資金が潤沢に集まると、その企業は大きく発展し、経済も活性化する」⁵⁷²。法は資本市場を整備するとともに、投資家の自由な資本投下を保護しなくてはならない。このように株式投資の本質を企業の事業及び組織への資本投下に求めるとき、営業譲渡・事業譲渡は、選択した企業の事業及び組織を直接に変更するものであるから、反対株主には資本回収を認めるべきである。吸収合併・新設合併については、

⁵⁶⁷ 飯田・前掲注（6）508頁。

⁵⁶⁸ 弥永・前掲注（564）137頁は「多数決の限界」とし、飯田・前掲注（6）3頁は「疑問」であるとする。

⁵⁶⁹ 弥永・前掲注（564）1頁。「会社法のスタートポイント」。

⁵⁷⁰ 岩林・前掲注（56）5頁。

⁵⁷¹ 木俣・前掲注（558）42頁。締め出し合併における少数株主につき、この点を指摘している。

⁵⁷² 吉原龍介『需要と供給の経済学（第2版）』（学文社、1998年）26頁。

会社の組織に重要な変更をもたらす企業の変更が行われると考えられるので、反対株主の資本回収を認めるべきである。この資本を会社から引上げることに、株式買取請求権の本質があると考えられる。単に株式に流動性を与えることが目的であるのなら、会社を買取らせるのではなく、市場又は第三者に売却することも許されるはずである。

3. 私見一どの範囲で反対株主の株式買取請求権が認められるべきか

一般的な事業譲渡や合併とは異なり、フリーズ・アウトやマネジメント・バイアウトの場合は、事業及び組織の変更が直接の目的となるわけではない。単に少数派株主の排除により、多数派株主が利益を独占することが目的であるに過ぎない。利益の独占は株主間の衡平を害し、取締役の忠実義務や善管義務の問題を生じさせると思われる⁵⁷³。この点については「現在、日本では、フリーズ・アウトやマネジメント・バイアウト（MBO）の局面を想定して株式買取請求権の解釈論が確立されつつある。けれども、これは本来的には取締役・（現在又は将来の）支配株主の忠実義務の問題なのであって、株式買取請求権の本質的な特徴を捉えているわけでは必ずしもない。株式買取請求権は、利益相反の要素があるかないかにかかわらず、そしてまた、合併によって対象会社の株式の価値が下落する場合か上昇する場合にかかわらず、反対株主が望めば会社にその株式を買い取らせて会社からの離脱（退社）を認めるという性質を含んでいる。」⁵⁷⁴として、株式買取請求権の本質を退社に求める見解が妥当である。このように考えると、会社は、反対株主の株式を「退社権価格」で買取るべきであるというのが論理的帰結となる。

株式買取請求制度を再構築する立場から、株式買取請求権は、少数派株主の最終利益の保護に役立つばかりでなく、多数派株主による取締役の意思決定が企業価値に対し公正であったかどうかを事後的にチェックする⁵⁷⁵という審査機能をもつと考える学説が存在する。この立場は、株式買取請求制度を、多数派株主である取締役の忠実義務にかかわる制度⁵⁷⁶と理解することになる。

しかし、会社の意思決定には、長期的には企業価値を増加せしめても、短期的には企業価値を毀損するものがある。取締役にとって、会社事業や組織の変更は、長期の将来予想に基づくものであり、設備・人員の変更を伴う以上、短期の企業価値の毀損がないことを保証するものではな

⁵⁷³ 大塚章男「スクイーズアウトにおける『事業目的基準』の有用性」筑波ロー・ジャーナル 2号（2007年）21頁。

⁵⁷⁴ 飯田・前掲注（6）4頁。

⁵⁷⁵ 藤田友敬「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」証券取引法研究会研究記録第15号（財団法人日本証券経済研究所、2006年）7頁。中東正文・前掲注（562）429頁。

⁵⁷⁶ 神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準—アメリカ法」江頭憲治郎編『八十年代商法の諸相（鴻常夫先生還暦記念）』（有斐閣、1985年）355頁。

い。少数派株主にとって不公正な意思決定であっても、多数派株主にとって公正な意思決定であることは十分にありうる。公正な価格は、このとき企業価値の毀損がなかったものとして決定されるのであり、不公正を是正する役割を負っているわけではない。

株式買取請求制度をこのように理解すると、会社の定款変更（会社法 466 条）のうち、事業内容に直結する目的（会社法 27 条 1 項 1 号）の変更においては、それに反対する株主には買取請求権を認めるべきである⁵⁷⁷が、会社法はそれを認めていない。本来、出資者は「定款所定の目的のために会社財産が運用されることを期待して出資した」⁵⁷⁸のであるから、その目的の変更は株主の投資意思決定に重大な影響をもつと考えられる。

これに対し、公開会社が株式に譲渡制限についての定めを設ける定款の変更をする場合には、反対株主の買取請求権が認められる（会社法 116 条 1 項 1 号・2 号）。譲渡制限を付することによって株式の流動性（売却価値）が低下するので少数派である反対株主に損害が発生するが、それに対して退社権である株式買取請求権を与える必要があるとはいえない。当該定款変更に買取請求権を付与する根拠は、損害が生ずることではなく公開会社と非公開会社の類型の変更に理由を求めなくてはならないが、非公開化の本質は株式の譲渡制限付与による経営権の確保にあるものと思われる。そこで、株式価値の損害に対しては多数派による補償が必要となるが、事業や組織の変更には当たらないので、本来の株式買取請求権の問題ではない。米国においても、公開会社と共通の買取請求権とは別に、閉鎖会社独自の買取請求権が考察されている⁵⁷⁹。

⁵⁷⁷ 鈴木・前掲注（546）130 頁。

⁵⁷⁸ 弥永・前掲注（564）8 頁。

⁵⁷⁹ 木俣・前掲注（558）44 頁。日本では役割は違うが、会社法 144 条があるとはいえる。

§3 買取請求制度における「公正な価格」に関する裁判例の検討

1. 平成17年改正前商法の下での裁判例

平成17年改正前商法は、会社が反対株主の株式買取請求権の行使に応じて株式を買い取る際には、株主総会の「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」によると規定していた。しかし、この「公正ナル価格」とは何かについては、具体的規定が設けられておらず、裁判所による補充が必要とされてきた。

(1) 前田製菓株式買取価格決定事件（最決昭和48年3月1日）⁵⁸⁰

原々決定（大阪地堺支決昭和43年9月26日）⁵⁸¹は、「(株主の) 諸権利のうち、議決権は会社

⁵⁸⁰ 民集27巻2号161頁。①Y社（前田製菓株式会社）は、定款を変更して、株式の譲渡につき取締役会の承認を要する旨の定めを設けることとし、このための株主総会を昭和41年8月4日に開催した。X（前田勝巳）らは右定款変更議案に反対し、Y社に対し書面で反対の意思を通知し、かつ本件株主総会に出席し反対の意思を表示したが、多数決により議案は可決された。Xらは、同年8月12日Y社到達の書面で、Xら所有のY社株式を「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（商法245条ノ2）で買取すべき旨の意思表示をし、Y社との間で価格につき協議したが、決議の日から60日以内に協議が調わなかった。Xらは、商法349条、245条ノ3の規定に基づき、裁判所に本件株式の買取価格の決定を請求した。②Y社は、堺市に本店を有し、クラッカー等の製造販売事業を営む非上場の株式会社であり、昭和41年8月12日現在の資本金1億8200万円、発行済株式総数3万6400株、すべて普通株式額面5000円である。昭和41年7月20日資産額10億4085万3125円、負債4億2974万6314円、価格変動準備金344万3725円、買換資産特別引当金1499万2241円。昭和40年7月20日欠損金1688万5470円、昭和41年7月20日欠損金8388万0886円、いずれの期も無配である。

③Y社の株式の大半は、元代表取締役前田惣次郎とその妻前田シヅ、両名の子である代表取締役前田敬三、取締役前田三郎、取締役前田博、前田惣之介、及び両名の養子であるX2000株、Xの妻である長女の前田維久子2217株、X夫妻の子である前田久仁子50株、前田武史122株、前田明子50株の11名によって占められ、わずかにその余の一部が特定の従業員によって功勞株として保有されているに過ぎなかった。

④Xらは、株式の価格は、買取請求時の会社純資産額（簿価）を発行済株式総数で除した1株当たり1万6280円が相当であるとした。

⑤Y社は、本件株式の所有権はXらに属せず、前田惣次郎、シヅに属すると争い、かつ株式の客観的価格の決定は訴訟事件であり、裁判所の裁量によって形成されるべきものではないから、これを非訟事件手続によって審理裁判することは、憲法32条、82条に違反すると主張した。

本決定についての評釈等としては、川口富男・法曹時報26巻3号（1974年）188頁、有紀新・金判385号（1973年）2頁、沢昭二・企業法研究261号（1977年）38頁、河野正憲・法政論集〔北九州大〕2巻1号（1974年）141頁、紺谷浩司・民商法雑誌71巻2号（1974年）161頁などがある。

⁵⁸¹ 民集27巻2号173頁。なお、「株式買取価格決定事件は、株式所有権の帰属自体の確定が直接審理の対象になっているわけではなく、それは株価決定の前提であるに過ぎず、これによって、新たな権利関係が形成されるものではない。のみならず、株価の決定自体、裁判所が申請人および被申請会社との間において、監督的地位に基づき、裁量的になすのである。それゆえ、株価決定事件は、形式的にも実質的にも、本質的に非訟事件であって、訴訟事件ではない。」と判示した。本決定についての評釈等としては、河本一郎・商事法務研究556号（1971年）17頁、関俊彦・

の支配経営面における利益であり、利益配当請求権、利息配当請求権、残余財産分配請求権は投資面における利益であり、株式自由処分権は投機面における利益であるということができよう。…右の支配、投資、投機の面での価格は、会社の現有純資産、営業成績（特に収益力、配当率）および流通価格（市場価格ないし取引先例価格）に由来するものであるから、この観点に立って、株価算定の基準となるべきものを挙げるならば、

- 一 1株当りの純資産額（買取請求時点での会社の純資産額に基づく）
- 二 営業成績（会社の安定性、将来性、収益力、配当率等）
- 三 流通価格（取引価格のない場合は類似業種の上場会社市場価格）

となる。右以外にも、株価に影響を及ぼすべき無形の要因があり得るが、それらは株価の算定につき、具体的な計数をもっては明示しえない。」と、まず判示した。

そして、「株価は、元来前掲三個の基準とその他の無形の要因とが融合して形成されているのであって、そのそれぞれが独立して直ちに株価となるものではない。」として、会社純資産 1株 1万 7295円（配当 0円、利益 0円）を、昭和 41年度国税庁発表の製菓製パン業額面 50円普通株式株価 145円（配当 7円、利益 26円、純資産 118円）に比準して、1株 8940円とした。

これに対して、原決定（大阪高決昭和 46年 10月 25日）⁵⁸²は、Y社資産に価格変動準備金及び買換資産特別引当金を加算し、負債から同額を控除した原々決定は誤りであるとして、1株純資産額は 1万 6788円となるとするとともに、Y社の 1株利益金額については、基本通達に従いこれを零とすることは、収支相つぐなう会社と欠損を出している会社を結果的に同一に扱うことになり、株式買取価格算定の場合の評価基準としては不相当と考えられるので、マイナス数値 2304円とすべきであるとし、買取価格を 1株 5579円と定めた。

最高裁は、株式買取価格決定事件は非訟事件⁵⁸³であることを前提として、買取価格につき当事者の協議協議が調わないときの株主に申立てに基づく裁判所による価格の決定（商法 245条ノ 3第 2項、第 3項[当時]）は、「客観的に定まっている過去の株価の確認ではなく、新たに「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」を形成するものであるといわなければならない。そし

ジュリスト 493号（1971年）131頁などがある。

⁵⁸² 民集 27巻 2号 185頁。

⁵⁸³ 非訟事件の裁判を「基本的な法律関係はこれを変更せずに、裁判所が後見的立場から合目的の見地に立ち裁量権を行使してその具体的内容を形成する裁判」であると捉えている。そして、「裁判所は、具体的事件につき、当事者の主張・立証に拘束されることなく、職権により諸般の事情を斟酌して迅速に買取価格を決定することが要請されるのであって、その決定の性質は、裁判所が、私人間の紛争に介入して、後見的立場から合目的の見地に立って裁量権を行使し、権利の具体的内容を形成するものということができる。」としている。

て、右にいう「公正ナル価格」の特質からみて、価格決定に当たり考慮すべき要素はきわめて複雑多岐にわたらざるをえないが、法が価格決定の基準について格別規定していないことからすると、法は価格決定を裁判所の裁量に委ねているものと解することができる。」として、抗告を棄却した。

株式買取請求権の行使により、会社と株主の間で株式売買と同一の法律効果が形成されるが、株価は決定されない。株価決定のためには、株式価格がどのような要素から形成されるかという株式価格形成過程を論じる必要がある⁵⁸⁴。最高裁判所が、株式の評価は過去の株価の確認ではなく新たに価格を裁量的に形成するものであると述べたことは、株式評価論において、特有の意味を持つ。

株式価格決定論には、ランダム・ウォーク理論（株価は株価からのマルコフ連鎖であり、価値から形成されるものではないというもの）の立場が存在し、その立場では株価としては単に市場で成立した価格を確認することしかできないと考えられる。これに対し、株価形成論（株価は諸要素からなる価値を源泉として形成される）の立場が存在し、この立場では株価は価値から形成されると考えることになる。

本最高裁決定では、株式の「価格決定に当たり考慮すべき要素は極めて複雑多岐にわたらざるをえない」とするにとどまっていて株価を形成する要素について具体的に述べていないが、以下で概観するように、この判決以後、最高裁判所は株価形成論を採用していると推測できる。

もっとも、——最高裁判所に対する抗告において、原審が採用した具体的な算定方法及び算定結果を争っていないため、最高裁判所が株価形成要素について判断を示していないため、結果的に維持されたが——本事件の下級審においては、株価の形成要素として、資産価値、収益価値、市場価値の3つを考慮することが明示されているが、算定方法として国税庁方式を採用したことは妥当でない。課税においては、評価のあいまいな点は国が譲るという安全性の配慮が働いているからである⁵⁸⁵。このような安全性の配慮は、会社・株主間の利害を調整する価格の決定にあたっては公正でない結果をもたらす。また株価は本来、合目的の見地から「具体的事件につき」「諸般の事情を斟酌して」価格決定を行わなければならないところ、国税庁基本通達の算式は「大量発生的な事象を画一的に処理するための腰ダメ的基準であるため」⁵⁸⁶過大評価となる場合も少なくない。このような理由から、国税庁方式は公正な価格の決定に採用されるべきではない。

⁵⁸⁴ 川合・前掲注（272）7頁。

⁵⁸⁵ 関・前掲注（4）133頁。

⁵⁸⁶ 江頭・前掲注（256）132頁。

また、原決定が、計算要素として Y 社の 1 株利益金額△2304 円を比準したことには問題がある。収益価値が存在しないのなら、収益の比準価格は 0 円となるべきである。赤字を控除した後の純資産から形成された資産価値から、さらに赤字価値を控除することは、二重の控除だからである。

(2) 北辰電機製作所株式買取価格決定事件（東京高決昭和 58 年 12 月 14 日）⁵⁸⁷

原決定（東京地決昭和 58 年 10 月 11 日）⁵⁸⁸は、商法が「合併承認決議に反対する株主に買取請求権を認めているのは、会社合併の場合に、相手方会社の内容、合併条件などによって不利益を被るおそれがある少数株主について、経済的な救済方法を図るためのものであるから、本来合併計画の公表後に、右事実を知りながら新たに株式を取得して株主となったような者については右のような救済方法を当然には顧慮する必要がない」とし、このような株主について買取価格を決定するに当たっては、商法 408 条ノ 3 第 1 項の規定が直ちに適用されるのではなく、むしろ右規定の趣旨を鑑みて、その価格は、合併を前提として形成される市場価格によるべきであり、また取得時の価格をこえることはないものと解すべきであるとした。

本決定も、合併計画の公表後にその事実を知りながら新たに株式を取得して株主となった者については、商法 408 条ノ 3 第 1 項に定める価格による救済を当然には顧慮する必要はなく、このような株主からの株式買取価格を決定するに当たっては、その価格は合併を前提として形成される市場価格によるべきであり、取得時の価格を超えることはないとした原審の判断は妥当なものであるとした。

たしかに、株式買取請求権は、もともと合併等に反対する株主に対する退社権の付与であるので、合併等を知って株主となった者にまで退社権を与える必要はない。しかし、条文は、反対株主に、株主総会に先だち会社に対し書面をもって合併等に反対の意思を通知し、かつ総会におい

⁵⁸⁷ 判タ 525 号 285 頁。Y 社（株式会社北辰電機製作所）と株式会社横河電機製作所はともに工業計器の大手上場企業であったが、昭和 57 年 8 月 31 日に合併契約書を調印し、翌年 4 月 1 日に合併することとした。昭和 57 年 9 月 1 日、日経新聞を始め各紙に右合併についての報道がなされ、同日両社より右事実が公表された。Y 社は、同年 10 月 28 日に、臨時株主総会招集のための基準日を同年 11 月 12 日と設定する旨公告をなした。そして、Y 社は、昭和 57 年 12 月 20 日開催の臨時株主総会で、株式会社横河電機製作所と合併する契約書を承認する決議をなしたが、Y 社に対し、同年 11 月 5 日（終値 245 円）に 5000 株、同年 11 月 9 日（終値 232 円）に 5000 株の名義書換請求をなした X は、商法 408 条ノ 3(当時)に基づき、当該合併に反対し株式の買取を請求し、Y 社の株式価格を 310 円と料するとした。

⁵⁸⁸ 下民集 34 卷 9～12 号 968 頁。本決定についての評釈等としては、森山恵里香・西南学院大学法学論集 21 卷 1 号（1988 年）97 頁、弥永真生『会社法判例百選』（2006 年）190 頁などがある。

て合併等に反対することを要件としているにすぎない。そこで、裁判所は、合併等を知って株式を取得した株主に対しても株式買取請求権を認め、このような反対株主から取得する株式の公正な価格は「合併を前提として形成される市場価格によるべきである」としたのが本決定である。そして、合併等を知って株式を取得した株主は、株主総会後の株価が取得価格よりも高ければ市場で売却し、安ければ会社に対しナカリセバ価格での買取を求めるといふ投機的行動が可能になる。裁判所は、このような行動を念頭に置きつつ、このような買取請求株式の公正な価格は「取得時の価格をこえることはないものと解すべきである」と判示した。

(3) カネボウ株式買取価格決定事件（東京高決平成 22 年 5 月 24 日）⁵⁸⁹

⁵⁸⁹ 資料版商事法務 316 号 132 頁。平成 18 年 4 月 14 日、Y 社（カネボウ株式会社）は、株式会社産業再生機構の支援に基づき、同日開催の取締役会で、ホームプロダクツ事業と薬品事業を T 社（トリニティ・インベストメント株式会社）の子会社 2 社にそれぞれ営業譲渡し、食品事業部門を営む子会社株式を T 社に譲渡する決議をなした。同日、Y 社は、本件営業譲渡の決議を法務省令に定めた電磁的方法により公告し、同年 5 月 1 日をもって各事業を営業譲渡した。Y 社普通株式を 100 株から 145 万株の範囲で合計約 677 万株保有していた X らは、本件営業譲渡等に反対し、商法 245 条ノ 2(当時)に基づき、Y 社に対し保有する株式の買取を請求した。買取請求時の Y 社の資本金は 350 億 9998 万 5000 円、普通株式 5128 万 3557 株（最終株価 360 円、公開買付価格 162 円）、無議決権優先株式 6000 万株（1 株 500 円、三井住友銀行所有）、C 種類議決権付無配当株式 1 億 1513 万 1500 株（1 株 201 円、T 社所有）、合計発行済株式総数 2 億 2641 万 5057 株であった。

Y 社は、明治 20 年東京府南葛飾郡隅田村の鐘ヶ淵に東京綿商社として設立され、明治 26 年に鐘淵紡績に社名変更して紡績工場を営業した。明治から昭和初期にかけて、国内企業売上高第 1 位の日本を代表する企業であった。第二次大戦の空襲で工場を失い、戦後旧経営陣が公職追放された。昭和 35 年の経営危機を機に、労使運命共同体による経営多角化路線を採用。繊維・化粧品・食品・薬品・住宅に参入したが、繊維事業は每期赤字であった。労使運命共同体路線の採用に加え、繊維事業の赤字を化粧品事業の黒字で補っていたことから、リストラは行われなかった。バブル期崩壊後は、化粧品の強化にも限界がきて、平成 13 年には粉飾決算を開始した。改革の遅れで経営状態は悪化し、平成 15 年 9 月中間期には、3553 億円の債務超過となった。平成 16 年春、自主再建策として化粧品部門の花王への売却が発表されたが、労働組合の反対で頓挫した。同年 3 月、Y 社は産業再生機構の支援を受けることになった。同年 5 月、化粧品事業を完全子会社（カネボウ化粧品）に 3800 億円で営業譲渡。株式会社カネボウ化粧品は、2800 億円を産業再生機構から借入れ、産業再生機構と Y 社に対し総額 1000 億円の第三者割当増資を行って、資金を調達した。Y 社は、同年 9 月、金融機関から 995 億円の債務免除を受け、同年 10 月、資本金を 313 億 4 千万円余から 1 億円に減資して欠損を補填すると共に、カネボウ化粧品から 200 億円及び産業再生機構から約 200 億円の出資を受けて C 種類株式を発行し、三井住友銀行から 300 億円の出資を受けて A 種類株式と B 種類株式を発行した。平成 17 年 5 月、東証は上場廃止を決定。上場最終日は 6 月 10 日。最終株価は 360 円であった。

産業再生機構は、Y 社が作成した「新再生五カ年計画」に基づき、T 社を支援先に選定し、平成 17 年 12 月 16 日、保有する C 種類株式全部を 1 株 201 円で T 社に譲渡した。カネボウ化粧品も、平成 18 年 2 月 21 日、T 社に対し保有する C 種類株式全部を譲渡した。T 社は、平成 18 年 2 月 18 日から、Y 社株式を買付価格 1 株 162 円で公開買付を行い、Y 社普通株式 2181 万 4229 株を取得した。T 社は Y 社議決権株式の 82% を保有した。続く平成 18 年 4 月 14 日、Y 社は、

原決定（東京地決平成 20 年 3 月 14 日）⁵⁹⁰は、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 社株式の価値を評価すべきであるから、Y 社の継続企業としての価値を評価すべきであるとしたうえで、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⁵⁹¹の代表的手法である DCF 法⁵⁹²ということができ、Y 社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とした。

すなわち、配当還元方式⁵⁹³は、いずれの方式も企業のフローとしての配当に着目して企業の価値及び株式を評価する方式であって、継続企業の価値を評価する方法の一つであるとしつつ、実際配当還元法は、配当を継続的に行っている会社以外には適用が困難であり、損失を計上して配当できない会社や利益が計上されていても経営方針として配当を実施していない会社に適用することはできないこと、標準配当還元法は、妥当とされる配当額を求めることが困難であること、及び、ゴードンモデル法は、計算式において特定の条件が成立することが必要で、かつ、企業は永久に同じ割合で成長するという前提で成り立っているモデルであるという点に留意する必要があることを指摘した上で、Y 社は、本件営業譲渡の当事、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 社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言い難いことが認められるとした。

また、本件公開買付で取引の対象となった株式数は 2181 万 4229 株であるのに対し、本件買取請求に係る株式総数は合計約 677 万株であることが認められるから、全体の取引量を比較すると同程度の取引量⁵⁹⁴ということではできず、本件公開買付の価格を参考とすることはできないとした。

主要 3 事業を T 社とその子会社に譲渡する本件決議をなし、X らはこれに反対した。

本決定についての評釈等としては、弥永真生・ジュリスト 1404 号（2010 年）72 頁、石綿学・金判 1345 号（2010 年）1 頁、岩崎恵一・龍谷法学 43 巻 4 号（2011 年）425 頁などがある。

⁵⁹⁰ 判時 2001 号 11 頁。本決定についての評釈等としては、中東正文・金判 1290 号（2008 年）22 頁、後藤元・商事法務 1837 号 4 頁・1838 号（2008 年）14 頁、清水建成・判タ 1279 号（2008 年）34 頁、弥永真生『私法判例リマックス』38 号（2009 年）102 頁、山本真知子・法学研究〔慶応義塾大学〕82 巻 8 号（2009 年）169 頁などがある。

⁵⁹¹ 収益方式は、会社の将来期待利益を当該利益の変動リスクを反映した割引率により現在価値に割引き、株主等価値を算定する方式であり、代表的手法として DCF 法がある。

⁵⁹² DCF 法は、将来のフリー・キャッシュフローを見積り、年次ごとに割引率を用いて求めた現在価値の総和を求め、当該現在価値に事業外資産を加算したうえで企業価値を算出し、負債の時価を減算して株式等価値を算出して株主が将来得られると期待できる利益（リターン）を算定する方法である。

⁵⁹³ 配当還元方式には、実際配当還元法、標準配当還元法、ゴードンモデル法（内部留保を再投資し将来配当を期待する）などがある。

⁵⁹⁴ 取引事例方式とは、対象会社株式の売買実例をもとに株式価値を算定する方法である。取引

さらに、Y社の株式を算定するに当たっては、Y社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⁵⁹⁵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ないとした。

以上に加えて、類似会社比準方式とは、事業内容、企業規模、収益状況などを参考に対象会社との比較に適当な上場会社を複数選択し、その純資産価格、純利益金額等を考慮して、これらの会社の株式価値と対象会社の株式価値とを比較対照して株式価値を算出する方式であるところ、Y社は、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って、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、Y社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とした。

そして、原決定は鑑定人のDCF法に基づく鑑定結果は相当であるとし、それに基づき、価格を決定した。鑑定人による鑑定は以下のようなものであった。

①Y社は、各事業部から提示された計画をもとに事業ごとの計画として本件5カ年計画を作成し、これを全社としてまとめたものとして「中期計画方針」を作成している。そこで、本件中期計画を将来キャッシュ・フローの算定基礎となる事業計画として採用する。これを前提に、継続部門と撤収部門とに分けてフリー・キャッシュフロー(FCF)を算定する。継続部門は、本件主要3事業の3部門のほか…(4間接)部門に分けて算出し、(4間接)部門のFCFを本件主要3事業の各部門にそれぞれ3分の1ずつ配賦する。その上で、「食品事業」、「ホームプロダクツ事業」、「薬品事業営業」及び「撤収部門」のそれぞれの事業価値を算定したものを合算してY社の事業価値とする。継続事業部門は、予測期間を8年間とし、(当初の)4年間は本件中期計画の数値を採用する。(次の)4年間は、(中期計画における最後の年の)営業利益が継続するとの前提で予測期間のFCFの現在価値を計算する。撤収事業部門は予測期間を5年間と仮定し、キャッシュ・フローの現在価値を計算する。

②割引率は、資本コスト×自己資本比率+負債コスト(1-実効税率)×負債比率とし、資本コストは、リスクフリー・レート+β値×株式リスクプレミアムとする。

i) リスクフリー・レート:投資が無リスクであることを前提とした当該資産の期待率で、分析対象と期間が一致するゼロクーポンの国債レート(1.785%)を使用する。

事例価格をもって評価額とするためには、i)取引量が同程度、ii)取引時点が直近で、その間の業績に大きな変化がない、iii)取引が独立の第三者間による必要がある。

⁵⁹⁵ 純資産方式とは、一定時点における会社の資産から負債の額を控除した株主の持分としての純資産に着目して企業価値及び株価を評価する方法であり、簿価純資産方式、時価純資産方式などがある。

ii) β 値（市場価格が 1%変動した時、類似会社の株価は何%上下するか）：各事業ごとに類似上場会社の β 値を参考にした結果、食品事業が 0.677、ホームプロダクツ事業が 0.598、薬品事業が 0.521 となる。

iii) 株式リスクプレミアム：投資家が株式市場全体に対して期待するリスクプレミアムで、株式市場へ投資することによりリスクフリー・レートを超えてどれだけ高い投資利回りを期待するかを示すものであり、通常、株式市場全体の収益率とリスクフリー・レートの差として表される（イボットソン 50 年データ 8.50%）。

iv) 負債コスト：Y社独自のクレジットリスクが反映された負債コストを採用する（親会社銀行借入利率 3.23%+リスクフリー・レート 1.875%） \times （1-実効税率 40.69%）=3.03%

v) 資本負債比率：業界ごとに類似会社の資本負債割合の平均値を算定しその比率に基づいて資本負担割合を算定する。資本構成は長期的には類似会社の資本負債割合に収斂していくと予想される。

vi) 割引率は、撤収事業が 5.10%、食品事業 6.66%、ホームプロダクツ事業が 6.55%、薬品事業 6.06%となる。（営業用資産合計 811 億 2300 万円）。

③非事業用資産の評価

（積極財産）現金預金 148 億 0700 万円、遊休土地 16 億 7200 万円、遊休建物 2 億 9700 万円、既不動産売却額 43 億 9900 万円、有価証券 3 億 6000 万円、出資金等 2 億 5300 万円、絵画等 2 億 7700 万円。（消極財産）借入金 53 億 4900 万円、退職給付金 79 億 7900 万円。差引 87 億 3800 万円。

④普通株式 1 株の価格:A・B 優先株式 6000 万株払込金額 300 億円は負債とする。C 劣後株式は、近直に普通株式に転換できることから、普通株式とする。

（企業価値（811 億 2300 万円+87 億 3800 万円）- 優先株式 300 億円） \div （普通株式 5128 万 3557 株+C 種類株 1 億 1513 万 1500 株） \approx 360 円。

⑤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、株主が進んで売却することを前提として非流動性ディスカウントを考慮すべきでない。

本決定は、平成 17 年改正前「商法 245 条の 5 第 3 項によれば、営業譲渡に反対した株主は、一定の要件の下、会社に対して、自己の有する株式を「営業ノ重要ナル一部ノ譲渡ニ係ル契約ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」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、会社が営業の重要な一部の譲渡を決定した場合、これに反対する株主に投下資本を回収する途を保障するものであり、そこでいう「公正ナル価格」とは、営業譲渡が行われず会社がそのまま存続すると仮定した場合に形成されたと想定される株式の客観的交換価値（営業譲渡がされたことにより生ずるシナジー部分（営業譲渡から生ずる相乗効果）は含まない。）をいうものと解される。」としたうえで、「株式の価値は、株式を発行する企業の企業価値から導き出せるものであるが、企業価値は、資産価値、収益性や業界の景気動向などに影響されるので、客観的、一義的に決定するのは困難である。上場会社の場合には、株式の市場価値という客観的な指標が存するが、非上場会社の場合、株式の市場価値が存在しないため、当該企業価値を表象する重要な要因がなんであるかに着眼し、その着眼点に合致した方法により株式評価を行うことが相当ということになる。」とした。そして、「本件のような営業譲渡や合併、会社分割は、会社の財産処分としてこれを捉えることができるから、少数派の反対株主は、会社が清算される場合と同様、会社の全財産に対する残余財産分配請求権を有すると観念的には捉えることができる。その価値は、清算に際し事業が一体として譲渡される場合を想定した譲渡価値、すなわち、その事業から生ずると予想される将来のキャッシュフローの割引現在価格に一致すると考えるのが合理的である」と判示し⁵⁹⁶、本件株式買取価格の評価方法は、DCF法を採用するのが相当である⁵⁹⁷とした。なお、「時価純資産方式は、清算が予定されている企業の株式価格の算定には適するが、本件のように継続企業としての価値を有するという場合には適当ではないというべきである。」と判示した。

会社の営業譲渡は、譲渡する方から見ると事業の売却であり、本来は企業資産の売却価値が採用されるべきことになるが、平成17年改正前商法245条ノ5は、営業譲渡に係る決議がないとした場合の価格を買取価格として要求していた。この場合のゴーイング・コンサーンは、米国法を継受したものと考えられるが、会計学上のいわゆる「継続企業」とは、意味が異なる。買取請求制度における継続企業とは「譲渡しない」「清算しない」ということである。

本決定に対しては、適切であったと評価する会社法の研究者が少なくないようであるが、企業価値評価論の立場からするならば、少なからぬ欠点があるといわざるを得ない。

本件における裁判所の鑑定人は、譲渡事業の事業用資産に対してはDCF値を採用し、非事業用資産その他に対しては売却価値を付している。この合計額から、借入債務等を控除し、株主価

⁵⁹⁶ 河本一郎・濱岡峰也『非上場株式の評価鑑定集』（成文堂、2014年）42頁は、この点をDCF法の根拠としている。しかし、これでは清算企業を前提とすることになる。

⁵⁹⁷ 弥永真生『会社法新判例50』（有斐閣、2011年）154頁は、専門家の判断と見る。

値を算定している。DCF の前提となる事業計画は、産業再生機構の支援の下に、Y社が営業譲渡を意思決定した時点で実施段階にあり、ナカリセバ価格の考慮要素に含まれる。このようなケースでは、将来キャッシュ・インフローで企業価値を評価することには一定の合理性がある。しかし、産業再生機構は必ずしもY社事業を短期の最高値で売却しなければならない義務はない。むしろ長期の事業育成の観点から売却先と売却額を決定する政策が優先されてしかるべきである（継続事業部門の予測期間は8年、撤収事業部門は5年間、いずれも通常の予測期間より長い）。したがって、このような DCF 値が、評価時点の事業資産の再調達価値や売却価値より低い場合は十分にあり得る。原審も抗告審も、「継続企業であるから DCF がよい」と述べるだけであり、はっきりとした根拠は示していない。

また、キャッシュ・フロー法では、資産価値の増加は無視される。例えば、1t \$ 100 で過年度に購入した小麦を、今年度に 1t \$ 140 で売渡し、期末に 1t \$ 120 で再度仕入れたとすると、取得原価主義では \$ 40 の利益を認識するが、キャッシュ・フロー会計では \$ 20 の利益が計上されるだけであり資産価値の増加は認識されない。これはキャッシュ・フロー法の重大な欠点である。

さらに、一般にCAPM理論は仮説が多く、実証的裏付けが乏しい。前述したごとく、貨幣にはプレミアムを生じる余地がないので、理論的には、貨幣の自己利子率は 0%となる。リスクフリー・レートは実在しないのではないかと疑われる。例えば国債は無リスクではなく、その国の財政リスクを示す。機関投資家が、大量の資金を、株式のポートフォリオに投資するか国債に投資するかを比較検討することはあると思われる。しかしそれが、最高裁判所の予定する、個別銘柄の企業価値に投資する一般投資家の行動様式であるとはとても思えない。

以上に加えて、株式リスクプレミアムは存在するかという問題がある。すでに紹介したように、大日方は、利益率は産業の平均水準（平均値または中央値）へ向けて、2~3年で回帰する傾向を持っていることを明らかにした。このことは、株式リスクプレミアムという一般概念は、存在しないことを意味している。繊維産業が衰退するとき、繊維産業の株式リスクプレミアムは 0%となる。このとき化粧品産業の株式リスクプレミアムは 8.5%あってもおかしくない。株式リスクプレミアムは、このように産業を構成する企業の競争によって部分均衡すると考えられるが、株式市場一般の変動に応じて決定されるという関係は実証されていない。

また、 β は存在するかという問題もある。 β の本質は、日経平均などのポートフォリオのリスクを 1 としたときの個別銘柄の相関係数に過ぎない。*Fama and French* の研究⁵⁹⁸によれば、 β

⁵⁹⁸ 小林ほか・前掲注（315）99頁。

が高いほど期待リターンが高くなる傾向はあるが、統計的有意性は強くない。また β 以外の変数として、バリュー株効果が強く存在することが実証されている。日本では β の信頼性は高いといえない。

また、大日方は、個別企業の営業利益率や経常利益率は産業の平均水準へ向けて、回帰する傾向を持っていることを明らかにした。しかるに、産業を構成する企業の資本負債比率は、産業競争の結果市場均衡するということは実証されていない。商品は全国に流通するが、企業立地、生産設備、人件費、金利まで全国共通するわけではないので、本件鑑定が前提とする「継続企業の資本構成は長期的には類似会社の資本負担割合に収斂していくと予想される」という命題は必ずしも真ではない。

もっとも、公正な価格を企業価値への持分とみれば、支配株主にも少数株主にも、同じ企業価値の按分値が株価として採用されると考えるのが自然である。したがって、按分した後の株式価値に対しては、ディスカウントもプレミアムも考慮されない⁵⁹⁹。この点では、本件における鑑定人が非流動性ディスカウントを考慮しないとしたこと——理由づけには疑問があるものの——結果的には穏当であるといえることができる。

2. 会社法の下での裁判例

平成 17 年会社法は、反対株主の株式買取請求に応じて会社が株式を買い取るのは、「公正な価格」によると規定している。この「公正な価格」とは何かについては、法に具体的規定がない上に、平成 17 年改正前商法の「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」とどのように異なるのか問題となる。

(1) 日興コーディアルグループ株式買取価格決定事件（東京地決平成 21 年 3 月 31 日）⁶⁰⁰

⁵⁹⁹ 弥永・前掲注（564）154 頁。

⁶⁰⁰ 判タ 1296 号 118 頁。①平成 19 年 8 月 31 日、シティグループは、Y 社（株式会社日興コーディアルグループ）に対し、シティグループの完全子会社 C 社（シティグループ・ジャパン・インベストメンツ・エルエルシー）保有のシティグループ普通株式を対価として Y 社を C 社の完全子会社とする株式交換を提案した。C 社は、Y 社議決権割合の 68% の株式を保有していた。平成 19 年 12 月 19 日、Y 社は臨時株主総会を開催し、本件株式交換を承認決議した。

②X1 は Y 社株式を 2500 株、X2 は 500 株を所有していた。X1、X2 は、本件臨時株主総会に先立ち、Y 社に対し本件株式交換に反対する旨を通知し、かつ、本件臨時株主総会において決議に反対した。X1、X2 は、平成 20 年 1 月 22 日、Y 社に対し会社法 785 条 1 項に基づき、本件株式を公正な価格で買取ることを請求した。

③Y 社は、金融商品取引業を営む会社の株式を所有することにより、当該会社の事業活動を支配・

裁判所は、株式買取請求の前提となる組織再編の条件は、当該組織再編から生ずるシナジー効果がどう該組織再編の当事会社間において適正に分配されることも含めて公正に定められる必要があり、株式買取請求に係る「公正な価格」も上記シナジー効果を適切に反映したものである必要があるとしたが、株式交換の前に、株式交換完全子会社となる会社の株式について公開買付けが行われた場合に、当該公開買付けにおける株式の公開買付価格と、当該株式交換における株式の基準価格が同じ価格とされている場合には、当該価格は、その効力発生時において当該株式交換から生ずるシナジー効果を織り込んだものとして設定されたものと推認されるとした。

この決定についても、若干の問題点を指摘することができる。いわゆる 2 段階買収において、「本件公開買付け及び本件株式交換はいわば一連のものとみることができ、本件公開買付けは、本件株式交換の前にその前提として行われたものということが出来る」としても⁶⁰¹、この一連の取引に対し反対株主の買取請求権が与えられているわけではない。公開買付価格と株式交換時点

管理することを目的とする株式会社である。Y 社の株式は、東証、大証、名証において上場されていた。Y 社の平成 20 年 1 月 29 日現在の発行済株式総数は 9 億 5474 万 5401 株、資本金は 2357 億 6061 万 9935 円であった。平成 18 年 12 月 18 日、証券取引等監視委員会は、Y 社が 180 億円の利益を水増ししたと指摘し、この決算に基づいて Y 社が 500 億円の社債を発行していたため、5 億円の追徴金を課した。同日、Y 社株式は東証監理ポストに割り当てられた。

④平成 19 年 3 月 6 日、Y 社は米国法人シティグループとの間で、業務・資本提携を含む中長期の提携契約を締結した。東証は平成 19 年 3 月 12 日、Y 社株式の上場維持を決定。平成 19 年 3 月 15 日から 4 月 26 日の間、C 社は、Y 社の株式、新株引受権、新株予約権の全ての取得を目指して公開買付を行った。公開買付価格、普通株式 1 株当たり 1700 円、新株予約権 1 個当たり 1 円。公開買付の結果、平成 19 年 4 月 26 日、C 社は Y 社の総株主の議決権数の 61.24%を取得した。

⑤C 社は、その後も Y 社株式を買増し、平成 19 年 10 月 2 日時点までに、発行済株式総数の 67.2%（議決権割合の 68%）を取得した（1 株 1700 円で買支える結果となる）。

⑥平成 19 年 8 月 31 日、シティグループは、Y 社に対し当該株式交換を提案し、平成 19 年 10 月 2 日、Y 社は、取締役会において本件株式交換に関する基本契約を承認し、基本契約を締結した。平成 19 年 10 月 31 日、Y 社は、基本契約に基づき C 社との間で株式交換契約を締結し、Y 社株式とシティグループ株式との交換比率を次のように合意した。

交換株式数 = 1700 円 ÷ (シティグループの普通株式の平均株価 × 為替相場)

⑦平成 20 年 1 月 18 日、Y 社は、株式交換比率が Y 社株 1 株に対し、シティグループ株 0.602 株となることを発表した。Y 社株式は、平成 20 年 1 月 23 日、東証、大証、名証において上場廃止となった。Y 社の株価は、平成 19 年 8 月 14 日から同年 10 月 2 日までの間は、1404 円から 1488 円までの間で推移していたが、本件基本契約の締結・発表の翌日である同月 3 日以降は、概ね 1633 円から 1679 円までの間で推移していた。

本決定についての評釈等としては、太田洋・商事法務 1869 号（2009 年）4 頁、新山雄三・ビジネス法務 10 巻 6 号（2010 年）102 頁、岸田雅雄・金判例 1351 号（2010 年）16 頁、中東正文『M&A 判例の分析と展開 [2]』（2010 年）242 頁、岡田昌也・法学研究〔慶応義塾大学〕84 巻 3 号（2011 年）129 頁、原弘明・商事法務 1981 号（2012 年）42 頁、柳明昌『金融商品取引法判例百選』（2013 年）34 頁などがある。

⁶⁰¹ 中東正文「公開買付け後の株式交換における公正な価格」『平成 21 年度重要判例解説』（2010 年）127 頁（一連の取引と理解する）。

における公正な価格とが一致する保証は存在しないが、公開買付価格が企業価値を反映している場合には、企業価値に変動のない限り、それを利用した株式交換比率は公正な価格であるといえる。

シティグループの公開買付価格には、プレミアムが含まれていると考えられるが、少数株主を締め出すには、この買手のプレミアム価格を提供しなければならないとする見解が我が国の学説では有力である⁶⁰²。もっとも、原理的には、本件では、株式公開買付の時点で68%の子会社化が行われているので、当該株式交換の時点ではY社はシティグループの事業部門の1つとなっている。Y社株式の価値は、シティグループの増分企業価値を反映した価格でなければならないことは当然であり、プレミアムの分配の問題というよりは、株式交換時点での企業価値の認識の問題であるように思われる。

(2) 旧カネボウ清算会社株式買取価格決定事件（東京地決平成21年10月19日）⁶⁰³

⁶⁰² 柳明昌「二段階買収と株式買取請求における公正な価格」『金融商品取引法判例百選』（2013年）35頁。

⁶⁰³ 資料版商事法務316号148頁。平成20年8月26日、Y社（海岸ベルマネジメント株式会社）はT社（トリニティ・インベストメント株式会社）との間で、i) T社を存続会社、Y社を消滅会社として両社が吸収合併すること、ii) 旧カネボウ株主に対し合併対価として普通株式1株当たり130円を支払うこと、iii) 合併の効力発生日を同年11月11日とすること等を内容とする合併契約を締結した。Y社は、同年9月26日、清算第1回定時株主総会を開催し、同総会において、本件合併を承認する決議を行った。

Y社は、平成19年6月30日、主要な事業を営業譲渡した旧カネボウ株式会社が解散して、商号をY社に変更した上、清算手続きに入った清算会社である。旧カネボウ株式会社は、明治20年創業の紡績事業を引き継いで昭和19年2月1日に設立され、繊維工業品を中心に、化粧品、薬品、日用品、食品等の製造、加工及び販売等を業とし、東証一部等に上場していた。繊維事業は赤字が続いたが、それを化粧品の黒字で補っていたが、1992年のバブル崩壊で破綻し、2001年に債務超過に陥り、2003年には3553億円の債務超過となった。平成16年3月10日、産業再生機構の支援を受け、化粧品事業、ストックキング事業等を譲渡したが、なお大幅な債務超過状態にあり、(平成17年6月13日、旧カネボウ株式の上場廃止)、平成18年5月1日、日用品事業、薬品事業、食品事業を営業譲渡した。平成19年6月30日、旧カネボウ株式会社は、主要事業を全て営業譲渡したことにより営むべき事業が殆どなくなったとして、解散して清算手続きに入った。Y社の清算人会は、平成20年4月24日、PCB廃棄物適正処理推進特別措置法に基づき、旧カネボウが社内保管の義務を負っているPCB廃棄物に関して、低濃度PCB廃棄物の処分完了の見通しは不明であり、清算終了の時期の見通しが立たないことから、株主が早期に投下資本の回収を図れるようにT社と金銭を対価とする合併を行うことを検討するように指示した。

Y社は、平成20年6月30日時点の貸借対照表を基礎として、清算価値による時価純資産方式による株価を算定した結果、1株当りの時価純資産額は109.12円、合併予定日までの金利を1.1円として、合併交付金を1株当たり110.22円とした。清算人会は、別件営業譲渡反対株主株式買取請求事件の決定価格及び残余財産の運用益・貸付金利などを考慮し、合併交付金を1株130円として承認した。

裁判所は、「清算会社は、一般には企業活動を継続することは予定されておらず、清算の目的の範囲内において、清算終了までなお存在するものとみなされ（会社法 476 条）、会社の現務を結了し、債権の取立て、債務の弁済、残余財産の分配等を行うことが予定されている（同法 481 条）。したがって、清算会社を吸収合併消滅会社とする吸収合併において、同社の株主が株式買取請求権を行使した場合、当該株式の「公正な価格」は、特段の事情がない限り…清算会社の客観的価値、すなわち、吸収合併がなければ有すべき清算価値、または、吸収合併を前提とした清算価値に基づいて算定するのが相当である。」と判示した。

一般に継続企業に関しては継続価値法が採用され、解散価値法は採用されない。解散価値法は、清算会社に対して採用される特別の方法である。戦後財閥解体によって閉鎖機関に指定された旧三菱商事や旧三井本社などの株式は、利益配当の見込みが全くないにもかかわらず、なお財産証券として市場で売買され続けた。これらの株価は、解散価値により形成されたと考えられる。反対株主に議決権の行使を要求する理由は、株主総会で反対することが株主に退社権を与える根拠となるためと考えられる。会社がどのような事業を選択するかは、本来、株主の決定事項であり、取締役の決定事項ではない。よって原則として、株主は会社が選択する将来事業に対し株主総会で反対することにより、その事業から離脱することができると考えられる。なお、本決定は、会社法 785 条 2 項 1 号ロに定める「当該株主総会において議決権を行使することができない株主」には、名義書換を怠って株主名簿上の株主でなかった者は含まないと解したが⁶⁰⁴、これは、事業

本決定についての評釈等としては、柳明昌・私法判例リマークス 41 号（2010 年）94 頁、朱翹楚・ジュリスト 1418 号（2011 年）128 頁、齊藤真紀・商事法務 1973 号（2012 年）119 頁などがある。

なお、抗告審（東京高決平成 22 年 5 月 25 日。平成 20 年（ラ）第 637 号）は本決定を支持し、抗告を棄却した。

⁶⁰⁴ 「当該株主総会において議決権を行使することができない株主」に反対株主の買取請求権を認めることとしたのは、旧商法上、反対株主の株式買取請求権の要件として、株主総会の決議に反対の議決権を行使したことが明文化されたため、議決権を有しない株式（議決権制限株式）に株式買取請求権が認められるかどうかについて解釈上の争いがあったところ、議決権制限株式の株主にも、意に沿わない会社の基礎の変更の際に投下資本を回収する救済を与えるのが相当であるとの改正趣旨を踏まえたものである。また、旧商法上、株主総会の基準日以前に議決権を有する株式を取得しながら名義書換を怠って株主名簿上の株主でなかった者に反対株主の株式買取請求権は認められないと解されていたし、そもそも、このような名義書換を怠る株式取得者を保護する必要はなく、仮にこれを保護すれば、議決権を行使し得る株主に、株主総会に先立って会社に反対通知をすることを要求し、会社に対してどの程度の株式買取請求をされる可能性があるかを認識させ、議案の提出前に再考する余地を与えている法の趣旨が没却され、妥当ではない。したがって、上記の「当該株主総会において議決権を行使することができない株主」には、当該株主総会の基準日以前に議決権を有する株式を取得しながら名義書換を怠って株主名簿上の株主でなかった者（X4）は含まないと解するのが相当である。」

の決定に参加しない株主に対し事業に反対の退社権を与える必要はないという意味からも、適切である⁶⁰⁵。

(3) TBS 株式買取価格決定事件（最決平成 23 年 4 月 19 日）⁶⁰⁶

⁶⁰⁵ 江頭・前掲注（15）837 頁も同旨。不利益を被ると知って株式を買い増す必要はない。

⁶⁰⁶ 民集 65 卷 3 号 1311 頁。X 社（株式会社東京放送ホールディングス）は、平成 20 年 4 月 1 日に改正放送法が施行されたことを受けて、認定放送持株会社に移行し、テレビジョン免許とその放送事業を会社分割により完全子会社である B 社（株式会社 TBS テレビ）に承継させることとし、平成 20 年 12 月 16 日に臨時株主総会を開催し、B 社に対する吸収分割契約を承認する旨の決議をなした。X 社発行済株式総数の 19.86%を保有する Y 社（楽天株式会社）は、X 社に対し、本件吸収分割に反対する旨を通知し、本件株主総会において本件吸収分割に反対し、平成 21 年 3 月 31 日付け買取請求書をもって、保有する X 社株式を公正な価格で買取ることを請求した。

X 社は昭和 26 年に設立された一般放送事業者であり、平成 21 年 4 月 1 日に認定放送持株会社となった。平成 21 年 4 月 1 日現在、X 社の資本金 549 億 8689 万 2896 円、発行可能株式総数 4 億株、発行済株式総数 1 億 9043 万 4968 株、株式を東証一部に上場している。これに先だつ平成 17 年 5 月 18 日、X 社は取締役会において買取防衛策を導入することを決議し公表した。その内容は、株券等保有割合が 20%を超える買付けを行うとした者が現れた場合に、取締役会において、日興プリンシパル・インベストメンツ株式会社にあらかじめ発行していた新株予約権を行使させることができるというものであった。

Y 社は平成 9 年 2 月 7 日に設立された通信販売業務等を目的とする会社である。Y 社は、平成 17 年 8 月から同年 11 月 30 日までの間に、自社及び子会社などにより X 社株式の 3777 万 0700 株（発行済株式総数の 19.86%）を取得した。これと同時に Y 社は、X 社に対し、同年 10 月 13 日付け書面等により、経営統合及び業務提携を提案した。X 社と Y 社は、平成 17 年 11 月 30 日に業務提携委員会を設置し協議を開始した。協議期間中、Y 社が保有する X 社株式のうち持株比率が 10%を超える株式については、信託銀行に信託することを合意した。平成 19 年 2 月 28 日、Y 社は X 社に協議を終了することを通知した。X 社取締役会は、平成 19 年 2 月 28 日、新しい買取防衛策を導入することを決議し公表した。その内容は、X 社株式の大規模買付けを行う者に対し、情報提供を求め、X 社内に設置した特別委員会による勧告を基に、取締役会において、当該買付者については権利行使を認めないなどの条件を付して、X 社株主に対し取得条項付新株予約権の無償割当てを行うものであった。Y 社は、平成 19 年 4 月 19 日、X 社に対し、株券保有割合が 20%を若干超える程度まで追加取得する旨を通告し、買付意向説明書を提出した。また同日、Y 社は、X 社株主として、Y 社の代表者ら 2 名を X 社取締役に選任する件等を、X 社株主総会における議案とすることを請求した。X 社は、平成 19 年 4 月 27 日、Y 社から情報提供を求めた上で、同年 6 月 14 日、特別委員会に対し買取防衛策を発動するか否かについての諮問を行った。X 社は同月 28 日に株主総会を開催し買取防衛策の導入を承認可決し、Y 社提案の上記議案を否決した。X 社の特別委員会は、平成 19 年 9 月 7 日、Y 社が 10 年以内に 20%を若干超える程度を超えて X 社株式を追加取得する意図はない旨述べたことなどを理由に、買取防衛策を発動しないことを勧告した。これを受けて X 社取締役会は、買取防衛策を発動しないことを決議し公表した。

平成 19 年 12 月 21 日に放送法が改正され、平成 20 年 4 月 1 日の改正法施行とともに、認定放送持株会社制度が導入されることになった。これを選択することにより、持株会社によるグループ経営が可能になり、i) 外資規制の直接適用、ii) 複数の地上放送事業者の子会社化を可能とするマスメディア集中排除原則の適用緩和、iii) 認定放送持株会社への出資規制等の効果が得られることとなった。この認定放送持株会社への出資規制により、特定の株主の有する議決権が総株主の議決権に占める割合が、原則として 100 分の 33 を超えるときは、当該割合を超える部分に相当する株式は、議決権を有しない株式となることとなった。平成 20 年 9 月 11 日、X 社取締

原々決定（東京地決平成 22 年 3 月 5 日）⁶⁰⁷は、「裁判所による価格の決定は、客観的に定まっている過去の株価を確認するものではなく、新たに「公正な価格」を形成するものであって、価格を算定するに当たり考慮すべき要素は、複雑多岐にわたる反面、これらがすべて記録上明らかになるとは限らないこと、会社法 785 条 1 項が買取価格の判断基準について格別規定していない

役会において、X社は認定放送持株会社に移行し、テレビジョン免許とその放送事業を、会社分割により完全子会社 B社に承継させることを決議し公表した。次いで、同年 11 月 5 日開催の取締役会において、本件吸収分割を行うことを決議し公表した。X社は、平成 20 年 12 月 16 日に臨時株主総会を開催し、本件吸収分割の契約を承認する旨の決議をなした。本件吸収分割契約承認の件は、出席株主の議決権数の 76.31%以上総議決権数の 71.86%以上の賛成により可決された。この吸収分割により、X社が有するテレビ放送事業及び映像・文化事業に関する権利義務を、X社の完全子会社 B社に承継させた。吸収分割契約の内容は、「〈i〉B社は、X社が B社発行済株式のすべてを所有しているため、本件吸収分割に際して、X社に対し B社の株式、社債、新株予約権、新株予約権付社債その他の金銭等を交付しない。〈ii〉B社の資本金、資本準備金及び利益準備金の額に増減は生じない。X社の資本金の額にも増減は生じない。〈iii〉効力発生日は平成 21 年 4 月 1 日とする。」などである。これにより、X社は一般放送事業者でなくなった。

（X社の意見）本件吸収分割は、X社の事業に関して有する権利義務を X社の完全子会社である T社に承継させることを内容としており、通常の意味におけるシナジーは発生しない。改正放送法成立の前後で、X社株式の市場株価は、TOPIX に歩調を合わせており、特に下落したという事実はない。Y社が提出する TBS との事業提携によるシナジー効果試算結果は、Y社において設定した前提の下での試算であり、根拠はない。本件株式の「公正な価格」は、Y社が買取請求権を行使した平成 21 年 3 月 31 日の終値 1294 円を超えるものではない。

（Y社の意見）会社法 785 条 1 項の「公正な価格」は、決議がなければ有していたであろう価格を下回るものではない。認定放送持株会社制度を導入する改正放送法の成立日には、X社株式の市場株価には認定放送持株会社化による影響が織り込まれたから、改正放送法成立日の前日である平成 19 年 12 月 20 日を株価参照日とすべきである。そして、特定の日の市場株価に対する偶然的影響を排除するために、一定期間の市場株価の終値平均を参照すべきである。したがって、改正放送法の成立の前日を含めた 6 か月間の X社株式の市場株価終値平均 3155 円を参照株価とすべきである。また、X社と Y社との間の資本提携を通じた事業提携により生じたであろうシナジーによる経済的利益も、決議がなければ有していたであろう価格に含まれる。Y社のシナジー効果算定結果によれば、785 円のシナジー価値が認められる。したがって、本件株式の「公正な価格」は、3940 円とすべきである。さらに、予備的に Y社の有する X社株式は発行済株式総数の 20%に当たり、支配権プレミアムを有しているから、少なくとも 30%以上のプレミアムを認識すべきである。

本決定についての評釈等としては、河内隆史・Monthly Report 31 号（2011 年）1 頁、北村雅史・商事法務 1941 号（2011 年）4 頁、奈良輝久・金判 1377 号（2011 年）7 頁、弥永真生・民商法雑誌 145 巻 3 号（2011 年）72 頁、久保田安彦・判例評論 638 号（2012 年）177 頁、十市崇・山澤奏子・判タ 1370 号（2012 年）14 頁、高橋英治・金判 1401 号（2012 年）8 頁、鳥山恭一・法と政治〔関西学院大学〕63 巻 1 号（2012 年）15 頁、小出篤『私法判例リマックス』44 号（2012 年）94 ページ、徳本穰『判例セレクト 2011〔2〕』（2012 年）15 頁、飯田秀総・法学協会雑誌 130 巻 12 号（2013 年）2891 頁、河内隆史『速報判例解説』10 号（2012 年）113 頁、山本真知子『平成 23 年度重要判例解説』（2012 年）100 頁、石丸将利『最高裁判所判例解説——民事篇〈平成 23 年度〉〔上〕』（2014 年）318 頁などがある。

⁶⁰⁷ 民集 65 巻 3 号 1346 頁。本決定についての評釈等としては、弥永真生・ジュリスト 1399 号（2010 年）112 頁、松井秀征・商事法務 1902 号（2010 年）4 頁、石塚明人・ソフトロー研究 20 号（2012 年）95 頁などがある。

ことを考慮すると、会社法は、買取価格の決定を、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である。」としたうえで、「一般に、株式市場においては、投資家による一定の投機的思惑など偶然的要素の影響を受けつつも、多数の投資家の評価を通して、企業を取り巻く経済環境下における、個別企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどが考慮された企業の客観的価値が株価に反映されているといえることができる。したがって、他に適切な資料がない本件においては、X社株式の市場株価を算定資料として用いて、X社株式の「公正な価格」を算定するのが相当である。」と判示した。その上で、「市場株価は、上記のとおり投資家による一定の投機的思惑など偶然的要素の影響を受ける面もあるから、このような市場における偶然的要素による株価の変動を排除するため、一般的には、本件吸収分割の効力発生日に近接した一定期間の市場株価の平均値をもって、算定するのが相当であり、その趣旨からすると、通常であれば、効力発生日前1か月間の株価の終値による出来高加重平均値1294円をもって算定した価格を「公正な価格」とみてよいものと解すべきである。」とした。

なお、「事業提携協議の決裂、買取防衛策の導入などの事情によれば、仮にX社が認定放送持株会社に移行してこれに伴い議決権保有制限がなされなかったとしても、X社とY社との間で、事業提携等が実現する可能性は相当低かったといわざるを得ない。したがって、「公正な価格」の算定に当たり、Y社の主張する本件シナジー価値を、本件吸収分割がなければ有していたであろう客観的価値の算定に当たって考慮すべきであるとはいえず、Y社の主張は採用することができない。」との判断を示した。

原決定（東京高決平成22年7月7日）⁶⁰⁸は、（組織再編行為について）「裁判所が決定すべき「公正な価格」は、組織再編行為により、企業価値、株主価値が増加するばあいには、相乗効果というべきシナジーを反映した価格を基礎として「公正な価格」を算定すべきであり、逆に企業価値、株主価値が減少する場合には、当該組織再編行為の決議がなかったとしたら有していたであろう価格、すなわち、いわゆる「ナカリセバ価格」を基礎として「公正な価格」を算定すべきこととなる。」とし、「本件吸収分割が、持株会社化による経営効率の改善等を通じて、企業価値を増加させることがあるとしても、その増加分は、従前の吸収分割株式会社の株主が持株比率に応じて当然に享受するのであって、組織再編の条件次第で企業価値の増加分が各当事会社の株主

⁶⁰⁸ 民集65巻3号1386頁。本決定についての評釈等としては、鳥山恭一・金判1358号（2011年）14頁、長畑周史・法学研究〔慶応義塾大学〕84巻4号（2011年）93頁、岡田昌浩『平成22年度重要判例解説』（2011年）142頁、高橋真弓『判例セレクト2010〔2〕』（2011年）16頁、石塚明人・前掲注（607）〔ソフトロー研究〕、草野真人『平成22年度主要民事判例解説』（2011年）214頁などがある。

の間で不公正に分配されるということは起こらない。」とした。また、「一般に、株式市場においては、投資家による一定の投機的思惑による影響を受けつつも、各企業の資産内容、財務状況、収益力及び業績見通しなどを考慮した企業の客観的価値が株価に反映されているということができる。そうすると、上場株式である本件株式の公正な価格を算定する際には、株価操作を目的とする不正な手段を用いた取引がされた等通常の形態の取引以外の要因によって市場価格が影響され、それが企業の客観的価値を反映しないなどの特段の事由のない限り、市場価格を算定の基礎に用いることが相当である。」とし、Y社とX社との事業提携に向けた協議は両社間に何らの合意も成立しておらず、当然のことながら、Y社にX社との事業提携によるシナジー効果の生じる余地はないと判示した⁶⁰⁹。

本決定は⁶¹⁰、「反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確認し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある。」という位置づけを与え、このような「趣旨に照らせば、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合には、増加した企業価値の適切な分配を考慮する余地はないから、吸収合併契約等を承認する旨の株主総会の決議がされることがなければその株式が有したであろう価格（ナカリセバ価格）を算定し、これをもって「公正な価格」を定めるべきである。」とした。

そして、「消滅株式会社等の反対株主が株式買取請求をすれば、消滅株式会社等の承諾を要することなく、法律上当然に反対株主と消滅株式会社等との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じ、消滅株式会社等には、その株式を「公正な価格」で買い取るべき義務が生ずる反面

⁶⁰⁹ なお、本判決は、「公正な価格を定める基準日については、契約の成立時点における目的物の価値を基準に決めるのが自然であり、かつ、合理的であるから、基本的に買取請求権行使時に接した時期と解するのが相当である。」とし、「Y社がX社の株式の約20%を保有し、市場で売却することが困難であって、決議時から買取請求期間満了までの株価の変動リスクを負うこととなるとしても、株式の売買は、投資家が自己のリスクと責任において行うものであり、自らの選択によって市場売却が困難な程度にまで株式を大量に取得したことのリスクは、当該大量取得を行った投資家自身が負担することとなるのはやむを得ない。」と判示している。

⁶¹⁰ かつ、「裁判所による買取価格の決定は、客観的に定まっている過去のある一定時点の株価を確認するものではなく、裁判所において、上記の趣旨に従い、「公正な価格」を形成するものであり、また、会社法が価格決定の基準について格別の規定を置いていないことからすると、その決定は、裁判所の合理的な裁量に委ねられているものと解される」として、最決昭和48年3月1日の立場をとることを再確認した。

(…最決昭和 48 年 3 月 1 日参照)、反対株主は、消滅株式会社等の承諾を得なければ、その株式買取請求を撤回することができないことになる(会社法 785 条 6 項)ことからすれば、売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずる時点であり、かつ、株主が会社から退出する意思を明示した時点である株式買取請求がされた日を基準日として、「公正な価格」を定めるのが合理的である。」として、「会社法 782 条 1 項所定の吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合に、同項所定の消滅株式会社等の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該株式買取請求がされた日におけるナカリセバ価格をいうものと解するのが相当である。」と判示した。

その上で、「株式が上場されている場合、一般に、市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されているということが出来るから、上場されている株式について、反対株主が株式買取請求をした日のナカリセバ価格を算定するに当たっては、それが企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情があれば格別、そうでなければ、その算定における基礎資料として市場株価を用いることには、合理性が認められる。」とした。

(4) インテリジェンス株式買取価格決定事件(最決平成 23 年 4 月 26 日)⁶¹¹

⁶¹¹ 集民 236 号 519 頁、判時 2120 号 126 頁。上場会社である U 社(株式会社 USEN)は、連結上場子会社である Y 社(株式会社インテリジェンス)を、株式交換により完全子会社とした。Y 社の株主である X らは株式交換に反対し、会社法 785 条 1 項に基づき、Y 社に対し所有する株式を公正な価格で買い取ることを請求した。

Y 社は、平成元年 6 月に設立された求人メディア事業等を営む株式会社であり、株式をジャスダック市場に上場していた。平成 19 年 2 月期の資本金は 21 億 81 百万円、発行済株式総数は 38 万 8469 株、売上高は 331 億円、当期利益は 11 億円であった。U 社は、昭和 39 年 9 月に設立された放送事業等を営む株式会社であり、その株式をヘラクレス市場に上場している。

平成 18 年 7 月、U 社は Y 社株式 15 万 3743 株(発行済株式総数の 40%)を取得した。U 社は、この取得により Y 社を実質的に支配するに至ったことから、同年 9 月に Y 社を自社の連結子会社とした。平成 20 年 7 月 1 日、U 社及び Y 社は、各取締役会において、U 社を株式交換完全親会社、Y 社を株式交換完全子会社とする本件株式交換を実施する基本合意を締結することを決議し、同日、上記基本合意書を締結して、市場取引終了後にその旨を公表した。平成 20 年 7 月 10 日、上記基本合意に基づき、U 社及び Y 社は、各取締役会において、Y 社普通株式 1 株に対し U 社普通株式 238 株を割り当てること、及び同年 9 月 30 日を効力発生日とすることを決議し、同日、本件株式交換契約を締結し、市場取引終了後にその旨を公表した。

同日、U 社は、本件株式交換比率の公表と同時に、U 社平成 20 年 8 月期連結業績予想の下方修正及び一時費用の計上を公表した。売上高は 100 億円減額して 2850 億円、特別損失として映画事業撤退損失 116 億円、Y 社株式投資に基づくのれん損失 373 億円を計上することとし、これにより平成 20 年 8 月期の連結当期純利益の予想額は 590 億円の赤字となるとした。

平成 20 年 8 月 28 日、U 社と Y 社は、各臨時株主総会を開催し、本件株式交換契約を承認す

原々決定（東京地決平成 22 年 3 月 29 日）⁶¹²は、「株式交換をする各当事会社が、相互に特別の資本関係があり独立した会社同士でない場合、各当事会社が当該株式交換の可否やその条件等について相互に自社の利益の最大化を図って相手方と交渉することを期待できる状況にあるとはいえず、各当事会社の利益よりも各当事会社が属する企業グループ全体の利益などを優先的に考慮して当該株式交換の可否やその条件等を決定する蓋然性が低いとはいえない。特に、親子上場会社株式交換をする場合には、構造的に、子会社の少数株主の利益を犠牲にして親会社の多数株主の利益を図る恐れがないとはいえない。」という観点から、「株式交換を原因として当事会社の企業価値ないし株主価値が毀損されたと疑われる事情が存在すると疎明されたときには、株式交換に関する詳細な事情を把握している当事会社が、株式交換によりその企業価値ないし株主価値が毀損されていないことを疎明しない限り、株式交換自体により当事会社の企業価値が毀損されたか、又は、株式交換の条件が同社の株主にとって不利であるため株主価値が毀損されたおそれが否定できないものとして、当該株式交換がなければ同社株式が有していたであろう客観的価値を基礎として、「公正な価格」を決定するのが相当である。」とした。

そして、Y 社株式の市場価格は、株式交換公表前 7 万 9500 円、株式交換公表後 7 万 4000 円（6.9%下落、日経平均 1.3%下落）、株式交換比率公表前 7 万 3100 円、交換比率公表後 6 万 5800 円（10.0%下落、日経平均 0.2%下落）、最終売買日 4 万 3250 円（交換公表前比較 45.6%下落）という推移を背景として、裁判所は、「市場全般の動向と乖離した Y 社株式の市場株価の急激な下落状況に照らすと…少なくとも、本件株式交換を原因として Y 社の企業価値ないし株主価値が毀損されたと疑われる事情が存在するといわなければならない。」と判断し、本件株式交換の影響を

る決議を行った。本件株式交換に伴い Y 社は平成 20 年 9 月 22 日を最終売買日（終値 4 万 3250 円）として同月 24 日に上場廃止となった。Y 社株式 532 株を有する X らは、Y 社に対し、本件株式交換についての承認決議について反対する旨を通知し、かつ、本件株主総会において本件株式交換に反対した。X らは、Y 社に対し所有する株式を公正な価格で買い取することを要求したが、協議は整わなかった。X らは裁判所に対し本件買取価格決定の申立を行った。

X らは、組織再編公表前の平成 20 年 1 月 4 日から同年 7 月 1 日までの株価の終値平均 10 万 7712 円に予想配当額 3000 円を加算した 11 万 0712 円が公正な価格であると主張した。他方、Y 社は、本件株式の公正な価格は、本件株式交換の効力発生日である同年 9 月 30 日を算定基準日として算定すべきであるが、その算定資料としては、当該算定基準日に最も近い上場廃止直前の市場株価である同年 9 月 22 日の終値である 4 万 3250 円を用いるべきであり、これをもって、本件株式の公正な価格とすべきであると主張した。

本決定についての評釈等としては、河内隆史・Monthly Report 31 号（2011 年）1 頁、酒巻俊之・Monthly Report 32 号（2011 年）7 頁、飯田秀総・民商法雑誌 145 巻 3 号（2011 年）118 頁、鳥山恭一・金判 1391 号（2012 年）2 頁、澁谷展由『最新金融・商事法判例の分析と展開』（2013 年）114 頁などがある。

⁶¹² 金判 1354 号 28 頁。本決定についての評釈等としては、酒巻・前掲注(611)などがある。

排除するという観点から、計画公表前1か月間の株価終値平均値をもって公正な価格であるとした。

原決定（東京高決平成22年10月19日）⁶¹³は、まず、「本件株式交換における株式交換完全親会社であるU社はY社の親会社であり、Y社とU社とは特別の資本関係があったとみとめられるところ、Y社株式の価格は、本件株式交換の計画公表直後から、日経平均株式価格及びTOPIXと比較して市場全体の動向と乖離して急落しており、この株式価格の下落状況に照らすと、本件株式交換を原因としてY社の企業価値ないし株主価値が毀損されたと疑われる事情が存在すると認められる」、すなわち、「Y社株式が、本件株式交換の公表後、下落を続けた要因のうちには、平成20年年初から継続するマクロ経済の悪化とこれに伴う人材ビジネスの経営環境悪化による影響はぬぐえないものの、その主たる要因は、本件株式交換の実施にあるものと認めざるを得ない。本件株式交換手続の一般的な公正性や株式交換の条件の客観的な合理性は疎明されるものの、Y社の企業価値ないし株主価値は、本件株式交換により毀損されたものと認めるのが相当である。」と判断した。その上で、「本件株式交換の計画公表前1年間の株式価格とジャスダック指数との正相関から、ジャスダック指数が1%増減すると株価が1.439%増減するものとして、株価を補正する。本件株式交換の効力発生日前1ヶ月の上記補正後の株式価格の単純平均額は、1株につき6万7567円となる。これを基礎に本件株式交換の効力発生日の前日からその前1ヶ月間の平均値をもって算定した価格、1株につき6万7791円とするのが相当である。」とした。

これに対して、本決定は、「反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確認し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある。」とし、「会社法782条1項所定の吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合に、同項所定の消滅株式会社等の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該株式買取請求がされた日における、同項所定の吸収合併契約等を承認する旨の決議がされることがなければその株式が有したであろう価格をいうものと解するのが相当で

⁶¹³ 判タ1341号186頁。本決定についての評釈等としては、酒巻・前掲注(611)、弥永真生『会社法判例百選[第2版]』（2011年）180頁、木俣由美『私法判例リマックス』43号（2011年）98頁、池谷誠・商事法務1990号12頁・1991号（2013年）17頁などがある。

ある」とした⁶¹⁴。

本決定は、原決定が株式交換の効力発生日が基準日であるとしていたのに対し、株式買取請求がされた日を基準日とすべきである（最決平成 23 年 4 月 19 日参照）という理由で、破棄差戻したものであるが、この事案を仔細に検討すると、本件株式交換によって企業価値が毀損された可能性は十分にある。そして、その場合に、市場価格を重視することは企業価値を無視する結果となりかねない。

すなわち、U 社の決算は、本件株式交換及び交換比率を公表した平成 20 年 7 月を含む期以降において連続して赤字であり、純資産価値もマイナスに転落する。みずほ証券や大和証券 SMBC が算定した株式交換比率は、この赤字予想及び資本欠損予想を含んでいない。しかし、株価推移から見ると、株式市場は、先見性をもってこの U 社の転落を予想しているように思われる。そして、本件株式交換により、Y 社株主には 1 株につき U 社株式 238 株が付与されることとされたため、この公表時点で、Y 社の株価は、Y 社の企業価値にではなく、U 社株式 238 株相当額に連動して変動することとなった。Y 社の株式価値＝U 社市場価格×238 となる以上、U 社株価の下落と共に Y 社株価は下落する。

交換比率を公表した平成 20 年 7 月 10 日前後の U 社株価は 400 円前後であったので、この時点の Y 社株価は、9 万 5200 円に相当したことになる。Y 社株価は最終売買日の平成 20 年 9 月 22 日には 4 万 3250 円まで下落したが、本件株式交換公表から最終売買日までの 2 か月間に、Y 社の企業価値が下落したと考えるべきファンダメンタルな事情は原決定及び原々決定に認定された事実にはみあたらない。平成 20 年 7 月 10 日時点の Y 社株式数 388 千株に 9 万 5200 円を乗ざると、時価総額 370 億円となる。これは 2 年後の平成 22 年 6 月 18 日の KKR による Y 社全株式買収額 325 億円と比較しても大差がないので、Y 社の企業価値は殆どが温存されたと考えられる。この買収額から逆算すると 1 株 8 万 3763 円（325 億円÷388 千株）となる。企業価値から考える限り、Y 社株式の公正な価格は、これから遠く離れるとは考えにくい。

裁判所による株式価格の決定においては、株式に市場価格が存在するときには、その市場価格を利用して株式の「公正な価格」を算定しようとする傾向が我が国ではまま見られる。しかし、市場価格を絶対視すると、本事案のような場合には、対象会社の企業価値とは何の関係もない株価に引きずられることになる。もともと株式の公正な価格には、上場会社も非上場会社も、条文上は何の区別もない。上場株式であっても、株価は企業価値から派生するという基本原理に遡っ

⁶¹⁴ 飯田・前掲注(6)392 頁参照。

て考えるべきことを本事案は示唆している。急激な株価の下落を理由に企業価値の毀損を疑い、企業価値又は株主価値が毀損されたとした原々審及び原審は、株式交換公表前の平均値をナカリセバ価格として採用することにより、結果として不公正な持分比率による株価変動を避けたことになる⁶¹⁵。しかし、それは基準日の企業価値に基づく株価ではないし、また市場インデックスの変動に連動して個別企業の価値が形成されるわけではないので、個別企業の価値を反映する株価形成の問題は残ったままとなっている。

(5) テクモ株式買取価格決定事件（最決平成 24 年 2 月 29 日）⁶¹⁶

⁶¹⁵ 飯田・前掲注 (6) 390 頁。

⁶¹⁶ 民集 66 卷 3 号 1784 頁。平成 21 年 4 月 1 日、Y 社（テクモ株式会社）と A 社（株式会社コーエー）は、共同株式移転方式により、完全親会社コーエーテクモホールディング株式会社を設立し、両社はその完全子会社となった。コーエーテクモホールディング株式会社は、同日、東証一部に上場された。始値 714 円。

Y 社は、昭和 42 年 7 月 31 日に設立されたゲーム用機器及び関連ソフトウェアの製造・販売等を目的とする株式会社であり、資本金 58 億 2315 万 0688 円、発行済株式総数 2355 万 3173 株、株式を東証一部に上場していた。

平成 20 年 8 月 29 日、B 社（株式会社スクウェア・エニックス）は、Y 社に対し 1 株 920 円（前日の終値+30%のプレミアム）による公開買付けを提案した。これにより株価は上昇した。Y 社は、同年 9 月 4 日、B 社の提案を拒絶し、A 社との間で経営統合に向けた協議を開始した。これにより株価は下落した。

平成 20 年 11 月 18 日、Y 社と A 社は、各取締役会において、平成 21 年 4 月 1 日を効力発生日とする株式移転を行って共同持株会社を設立することを承認し、経営統合に関する契約を締結した上で、市場取引終了後その旨を公表した。同時に株式移転比率について第三者機関の移転比率算定書を参考に協議した結果、A 社株式 1 株に対し持株会社株式 1 株、Y 社株式に対し持株会社株式 0.9 株を割当て交付することを合意し、その旨公表した。平成 21 年 1 月 26 日、Y 社は、臨時株主総会を開催し本件株式移転を承認する旨の決議をした。

X 社（ロイヤルバンクオブカナダトラスト・カンパニー）は、B 社が Y 社に公開買付けを提案したことを公表した日（終値 806 円）の翌営業日である同年 9 月 1 日から、Y 社株式の取得を開始し、A 社と Y 社の経営統合協議開始公表後には、Y 社株式取得を加速させ、Y 社株式 389 万 0700 株（16.5%）を保有するに至った。X 社は、Y 社に対し本件株式移転に反対する旨を通知し、かつ、本件株主総会において本件株式移転に反対した。平成 21 年 2 月 12 日、X 社は、Y 社に対し、会社法 806 条 1 項に基づき、本件株式を公正な価格で買い取ることを請求した。平成 21 年 3 月 26 日、本件株式移転により Y 社株式は上場廃止となった。終値 660 円。X 社の主張する価格は 1 株 920 円、Y 社の主張する価格は 620 円であった。

なお、A 社は、平成 21 年 1 月 10 日、平成 21 年 3 月期第 3 四半期末連結決算において、投資有価証券の減損処理計上額 63 億円、投資有価証券のうち時価を算定し得るものの含み損発生額 84 億円を公表し、平成 21 年 2 月 3 日、平成 21 年 3 月期の連結当期純利益を前回発表予想より 64 億円低い 1 億円となる修正予想を発表し、また、平成 21 年 2 月 13 日、Y 社は、決算短信において、連結当期純利益が 2 億 3700 万円の赤字となることを公表していた。

本決定についての評釈等としては、弥永真生・ジュリスト 1441 号（2012 年）2 頁、石綿学・商事法務 1967 号 12 頁・1968 号（2012 年）13 頁、和田宗久・Monthly Report 42 号（2012 年）10 頁、石塚明人・青山ビジネスロー・レビュー 2 巻 1 号（2012 年）65 頁、伊藤靖史・判例評論

原々決定（東京地決平成 22 年 3 月 31 日）⁶¹⁷は、Y 社株式の終値は、本件株式移転の事実を公表する直前である平成 20 年 11 月 18 日には 875 円であったが、その翌日には値幅制限の下限である 775 円に下落し、最終売買日の平成 21 年 3 月 25 日には 660 円まで 24.6%も下落したこと（その間の日経平均株価は 8328 円から 8479 円への 1.8%上昇）、本件株式移転の公表の翌日から、A 社が特別損失を公表した平成 21 年 1 月 10 日より前の分を見ても、日経平均が上昇しているのに対し、Y 社株式は 13.0%の値下がりをしていることを捉えて、これらは、本件株式移転によって、Y 社の企業価値が毀損されたと市場が判断した結果によるものと推認させるものであるとした。そこで、本件株式移転の内容が公表された平成 20 年 11 月 18 日より前 1 か月間の市場価格の出来高加重平均値である 1 株当たり 747 円をもって価格として決定した。

原決定（東京高決平成 23 年 3 月 1 日）⁶¹⁸は、X 社は、平成 20 年 11 月 4 日から同月 18 日までの間に、Y 社株式 115 万 0500 株（同期間の Y 社株式の出来高合計 209 万 8400 株）を取得し、さらに同月 19 日に 43 万株、同月 20 日に 22 万 5200 株、同月 21 日に 33 万 5900 株、同月 25 日に 44 万 7100 株、同月 26 日に 28 万 6000 株を取得しているにもかかわらず、Y 社株式の株価は同月 18 日の株価である 875 円を上回っていないから、「X 社の Y 社株式買い集めにより、株価が Y 社の企業価値を反映していない」という Y 社の主張は採用できないとした。そして、「平成 20 年 9 月 4 日の経営統合協議開始の公表により、A 社と Y 社の経営統合は蓋然性の高い事実として市場に受け止められたものといえる。A 社と Y 社が、ゲーム業界において知名度が高く、世情の評価も好意的なものであることは公知の事実である。それゆえ、本件株式移転比率公表前の Y 社株式の株価の高騰は、上記のとおり X 社による Y 社株式の大量購入にその原因を求めることができな以上、A 社と統合することにより、より高まるであろう Y 社の企業価値を反映したものである」といふべきである。それにもかかわらず本件株式移転比率公表直後に Y 社株式の株価が急落したことは、市場が本件株式移転比率が合理的なものとは評価しなかったことの証左と言わざるを

647 号（2013 年）172 頁、藤原俊雄・金判 1409 号（2013 年）8 頁、柴田義明・ジュリスト 1455 号 97 頁（2013 年）、柳明昌『私法判例リマックス』46 号（2013 年）94 頁、白井正和・民商法雑誌 148 間 4・5 号（2013 年）68 頁、和田宗久『速報判例解説』12 号（2013 年）127 頁、飯田秀総『判例セレクト 2012 [2]』（2013 年）18 頁、森まどか『平成 24 年度重要判例解説』（2013 年）101 頁、高橋周史・北大法学論集 64 巻 6 号（2014 年）184 頁、柴田義明『最高裁判所判例解説——民事篇＜平成 24 年度＞〔上〕』（2015 年）312 頁、湯原心一・早稲田法学 90 巻 4 号（2015 年）115 頁、早川咲耶・法学協会雑誌 133 巻 2 号（2016 年）282 頁などがある。

⁶¹⁷ 民集 66 巻 3 号 1921 頁。本決定についての評釈等としては、太田洋・商事法務 1906 号 53 頁・1908 号（2010 年）47 頁、森田果・商事法務 1910 号（2010 年）4 頁、江頭憲治郎・金判 1353 号（2010 年）2 頁、石塚・前掲注（616）[青山ビジネスロー・レビュー]などがある。

⁶¹⁸ 民集 66 巻 3 号 1943 頁。本決定についての評釈等としては、石塚・前掲注（616）[青山ビジネスロー・レビュー]などがある。

得ない」として、本件における公正な価格は、本件株式移転の効力発生日を基準として、本件経営統合によるシナジーを適切に反映したY社株式の客観的価値を基礎として算定するのが相当であるところ、本件株式移転比率が本件経営統合によるシナジーの分配を適切に反映したものでないことから、本件株式移転比率に基づく本件株式移転がなかったら有していたであろう客観的価格を基礎として算定するのが相当であると判示した。

これに対して、本決定は、「株式移転によりシナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合には、株式移転完全子会社の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該買取請求がされた日における、株式移転を承認する旨の株主総会決議がされることがなければその株式が有したであろう価格をいうと解するのが相当である」とし⁶¹⁹、「それ以外の場合には、株式移転後の企業価値は、株式移転計画において定められる株式移転設立完全親会社の株式等の割当て（株式移転比率）により株主に分配されるものであることに照らすと、上記の「公正な価格」は、原則として、株式移転計画において定められていた株式移転比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格をいうものと解するのが相当である。」と判示した。

その上で、「一般に、相互に特別の資本関係がない会社間において株式移転計画が作成された場合には、それぞれの会社において忠実義務を負う取締役が当該会社及びその株主の利益にかなう計画を作成することが期待できるだけでなく、株主は、株式移転完全子会社の株主としての自らの利益が株式移転によりどのように変化するかなどを考慮した上で、株式移転比率が公正であると判断した場合に株主総会において当該株式移転に賛成するといえるから、株式移転比率が公正なものであるか否かについては、原則として、上記の株主及び取締役の判断を尊重すべきである。」とし、「相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとみるのが相当である」とした⁶²⁰。

このような前提にたつて、最高裁は、「株式移転計画に定められた株式移転比率が公正なものと認められる場合には、株式移転比率が公表された後における市場株価は、特段の事情がない限り、公正な株式移転比率により株式移転がされることを織り込んだ上で形成されているとみられる。

⁶¹⁹ 飯田秀総『判例セレクト 2009-2013 II』（2015年）110頁（価値増加の判断枠組みと評価）。

⁶²⁰ 飯田・前掲注（619）110頁（一般に公正と認められる手続による比率は公正と解釈）。

上記の場合は、株式移転により企業価値の増加が生じないときを除き、反対株主の株式買取請求に係る「公正な価格」を算定するに当たって参照すべき市場株価として、基準日である株式買取請求がされた日における市場株価や、偶発的要素による株価の変動の影響を排除するためこれに近接する一定期間の市場株価の平均値を用いることは、当該事案に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるといえる。」とし、「専らY社の市場株価の下落やその推移から、直ちに株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情があるということはできず、本件株式移転の内容が公表された平成20年11月18日より前の1か月間の市場株価の終値を参照して「公正な価格」を算定した点において、その判断には、裁判に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。」とした⁶²¹。

この判決には、裁判官須藤正彦の補足意見が付されており、須藤裁判官は、「会社法807条の買取価格の決定は、裁判所が合理的な裁量の下に株式の公正な価格を形成するものであって、客観的に定まっている過去のある一定時点の株価を確認するものではない。もっとも、このように裁判所の合理的な裁量に委ねられるとはいえ、その決定価格は、客観的な企業価値と無関係ではなく、これに基礎をおくものでなければならないであろう。」「上場された株式の市場価格は、企業の客観的価値が投資家の評価を通して反映され得る。株式移転比率が公正であれば、市場株価もシナジー効果等による企業価値増加分の公正な分配を反映した価格であるといえる。このような場合に、裁判所が株式の「公正な価格」を形成するに当たって、市場株価を基礎資料として参照することは合理的である。」「市場に上場されていない会社の株式についてはそもそも用いるべき市場株価が存在しない。前記によれば、買取価格は、企業の客観的価値に基礎を置かなければならないであろうから、上記のような場合には、裁判所としては、「公正な価格」を形成するためには、企業の客観的価値の算定が前提として必要とされ、結局、一定の評価算定方法によって算出される企業価値により、かつ、これを基にした株式移転比率を新たに設定せざるを得ないと思われる。」とした。

そもそも、一般論として、株式移転によって企業価値が短期に毀損されることは考えにくい。

⁶²¹ なお、差戻し審決定（東京高決平成25年2月28日判タ1393号239頁）は、本件株式移転日から約1年が経過した平成22年3月期において、C社の売上高345億円、営業利益6億円、経常利益30億円と対前年比で各減少したものの、平成24年3月期には売上高355億円、営業利益58億円、経常利益75億円に各増加している。本件株式移転によりY社の企業価値が毀損されたと認めることは相当でない判断したが、平成24年3月期の業績は平成21年3月期の業績に及ばない上、株式移転の効力発生日から3年経過後の業績となれば他の要因によって変動しうるものであるから、説得力を有する根拠を示していない判断といわれても仕方がない面を有している。むしろ、本文のように説明すべきであったと思われる。

商品市場の構造及び当該企業の商品の生産販売組織に変化がないときには、企業価値に変化はないからである。他方、親会社 C 社株式を、A 社株式 1 株に対し 1 株の割当、Y 社株式 1 株に対し 0.9 株の割当という比率が適正であったかという点に問題は残る。しかし、C 社株価は、A 社企業価値と Y 社企業価値の双方を考慮して市場で形成されるから、C 社株価は A 社の黒字決算 1 億円と Y 社の赤字決算 2 億 3700 万円を織り込んで形成されるはずである。結果は、C 社株価は、Y 社株主に不利に形成されなくてはならない。したがって Y 社株式 1 株に対し 0.9 株の割当は妥当であった可能性が高い。

問題は、なぜ X 社は、Y 社株式を割高に取得したかという点にある。Y 社株価が B 社による公開買付価格 920 円に引きずられた投機的相場にあったか、Y 社が未処理の損失を抱えていたなどの理由が考えられるが、特定できない。結局、最高裁判所の判旨のごとく、「市場株価が企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情がない限り、『公正な価格』を算定するに当たって、その基礎資料として市場株価を用いることには合理性がある」というしかないと思われる⁶²²。また、X 社は、B 社が Y 社に公開買付けを提案したことを公表した日の翌営業日の平成 20 年 9 月 1 日から Y 社株式の取得を開始し、A 社と Y 社の経営統合協議開始公表後には Y 社株式取得を加速させ、Y 社株式 389 万 0700 株 (16.5%) を保有するに至った。このことは、X 社が、機会主義的株主であることを示唆している。X 社は自己の投機損失を市場で回収すべきであり、組織再編行為に反対する株主を保護するための買取請求制度で救済される必要はなかったものと思われる。

(6) パナソニック電工株式買取価格決定事件（大阪高決平成 24 年 5 月 30 日）⁶²³

⁶²² 森まどか『平成 24 年度重要判例解説』（2013 年）102 頁もこの問題点を指摘。

⁶²³ 平成 24 年（ラ）第 216 号。Y 社は、昭和 10 年 12 月に設立された、電気機械器具・各種機械器具の製造・販売を目的とする株式会社で、資本金の額は 1485 億 1300 万円、株式を東証 1 部と大証 1 部に上場していた。P 社（パナソニック株式会社）は、大正 7 年 3 月に創業された、電気・通信・電子・照明機械器具の製造・販売等を目的とする株式会社であり、資本金の額は 2587 億 4000 万円であった。

P 社は、平成 16 年 4 月に Y 社を、平成 21 年 10 月に三洋電機株式会社を、各々公開買付により発行済株式総数の過半数を取得し、各々子会社とした。

平成 22 年 7 月 29 日、P 社、Y 社、三洋電機の各取締役会は、意思決定の迅速化とグループ・シナジーの最大化を企図して、P 社による Y 社及び三洋電機の株式の公開買付とその後の株式交換による方法により、Y 社及び三洋電機を P 社の完全子会社とすることを決議し公表した。その内容は、(i) P 社は Y 社株式を 1 株 1110 円で公開買付すること、(ii) 残る Y 社株式のすべてを、P 社株式を対価として、Y 社の間で株式交換を行うことにより取得することであった。公開買付価格 1110 円は、第三者機関の算定結果を参考に、公開買付公表前 1 か月間の終値平均値 909 円に 22.1%のプレミアムを付したものであった。Y 社取締役会はこれに賛同した。

原決定（大阪地決平成 24 年 2 月 10 日）⁶²⁴は、[株式交換の場合の会社法 785 条 1 項所定の「公正な価格」は、株式交換によりシナジーその他の企業価値が増加する場合には、株式交換を承認する株主総会の決議がされることがなければその株式が有したであろう価格（ナカリセバ価格）に当該企業価値の増加の公正な分配が反映された価格（シナジー分配価格）を算定し、これをもって定めるのが相当である。』とし、（買取価格は）「売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずる時点であり、かつ、株主が会社から退出する意思を明示した時点である株式買取請求がされた日（平成 23 年 3 月 18 日）を基準日として、「公正な価格」を定めるのが相当である。』とした。

また、「本件公開買付け及びその後の本件株式交換が公表（平成 22 年 7 月 29 日）された後の市場株価は、通常、本件公開買付け及び本件株式交換がされることを織り込んだ上で形成されているとみられる。したがって、ナカリセバ価格を算定するに当たっては、上記公表後の市場株価を参照すべきでなく、上記公表前の市場株価（公表前 1 か月間平均値 909 円）を参照することになる」とした。

その上で、本件公開買付価格 1110 円は、ナカリセバ価格 909 円との比較において、21.1%のプレミアムが付加されたものと認められ、それ自体不合理なものではないが、本件買付価格のプレミアムは、本件株式交換による Y 社の企業価値の増加が未だ具体化していなかった本件公開買付け公表時のものであったから、本件買付価格のプレミアムが本件株式交換による Y 社の企業価値の増加の公正な分配分であると直ちにみることは相当でないとした。

P 社は、平成 22 年 8 月 23 日から同年 10 月 6 日までの間に本件公開買付を実施し、Y 社株式 2 億 3798 万 8184 株（32%）を取得した。これにより Y 社発行済株式総数の 82.69%（6 億 2103 万 7219 株）を保有するにいたった。

X は、本件株式公開買付期間終了後の平成 22 年 10 月 28 日から同年 11 月 24 日までの間に、Y 社株式を市場において、15 万株購入し、その内 2 万株を売却した。

平成 22 年 12 月 21 日、P 社及び Y 社は、P 社を完全親会社、Y 社を完全子会社とする株式交換を行うことを決議し、株式交換比率を Y 社 1 株に対して P 社 0.925 株とする株式交換契約を締結した。株式交換比率は、Y 社株価を 1110 円、P 社株価を直前の市場株価の平均を基準として 1200 円と決定し算定した。平成 23 年 3 月 2 日、Y 社は臨時株主総会を開催し、本件株式交換契約を承認決議した。Y 社株式は、平成 23 年 3 月 29 日をもって上場廃止となった。X は、本件株式交換契約に反対し、平成 23 年 3 月 18 日（株式買取請求日）に、会社法 785 条 1 項に基づき、Y 社に対し自己の所有する Y 社株式 13 万株を買取ることを請求した。

Y 社の株価は、公開買付公表前 1 か月の終値平均は 909 円、公表後は 1000 円前後で推移したが、平成 23 年 3 月 10 日終値 1003 円が、翌 3 月 11 日の東日本大震災以降は、11 日 980 円、14 日 903 円、15 日 805 円、16 日 842 円、17 日 980 円、18 日 870 円と乱高下した。Y 社は、公正な価格は株式買取請求日である 18 日の終値 870 円とすべきと主張したのに対し、X は公開買付価格 1110 円を公正な価格として主張し、協議が調わなかった。

⁶²⁴ 判時 2152 号 139 頁。本決定についての評釈等としては、鳥山恭一・早稲田法学 88 巻 4 号（2013 年）179 頁などがある。

そして、「本件株式交換比率は、Y社の株式価値については買付価格、P社の株式価値に関しては株式交換比率決定前の市場株価を基礎として算定された。そして、買付価格は、前記の通り、公開買付公表時点におけるY社のシナジー分配価格である（本件交換比率は、適正なものであったといえることができる）。株式交換比率が公表された以降に形成されたY社の日々の市場株価は、本件株式交換の具体的内容を織り込んで形成されたシナジー分配価格であると求めるのが相当である。」とした。

これを前提としつつ、「本件株式買取請求日（平成23年3月18日）は、東日本大震災の市場株価への影響が排除されたとは言えない時期である。…は社の企業価値は、東日本大震災の発生により、少なからぬ影響を受け、そのために市場株価が低下したとみることができる。すなわち、平成23年3月11日以降のY社の市場株価の下落は、その企業価値の低下が反映されたものであり、同日以降のシナジー分配価格の算定に当たり、Y社の市場株価を排除する合理的な理由はないというべきである」とした上で、「Y社の市場株価は、本件株式買取請求日前後に乱高下していたから、本件株式買取請求日のみの市場株価の終値や出来高加重平均をもって、同日のシナジー分配価格であるとみることが偶然的要素による影響が大きすぎる。…近接した1か月間の出来高加重平均値967円を参照するのが相当である。」と判示した。

本決定も、「当該株式が上場されている場合、市場株価が企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情がない限り、「公正な価格」を算定するに当たって、その基礎資料として市場株価を用いることには合理性がある。」とした上で、「Y社の市場株価は、前提事実のとおり、本件公開買付けの公表前1か月間の終値の平均値が909円であったところ、大きな株式市況の変化はないのに、同発表がされると、その市場株価は1100円台を上回った。…平成23年3月11日に発生した東日本大震災の後、Y社の市場株価は、同月10日に1003円であったのが、11日に980円、14日に903円と大幅に下落した。上記の下落が、Y社の企業価値の低下と無関係であるということとはできないが…最終取引日の28日には923円で終わっているという推移をみると、本件株式買取請求日である同月14日の市場価格がY社の企業価値を正確に反映しているといえるか疑問であり、未曾有の大震災の直後という時期であることから、市場がその心理的な影響を過剰に受けていた疑いを払拭できない。」とした。そして、「Xの株式買取請求に係る「公正な価格」を算定するに当たって参照すべき市場株価として、本件株式買取請求当日の市場株価だけではなく、これに近接した直前1か月間の出来高加重平均値を参照し、これをもって本件株式の価格を定めるのが相当である」とし、「公正な価格」を定めるに当たって、一定期間の平均市場株価を採用するというのであれば、東日本大震災後の平成23年3月14日（請求日）から同月

28日（売買最終日）までの期間の株価を参照するのが合理的である旨の藤田友敬教授の指摘があるが…、東日本大震災においては原子力発電所の爆発等による放射能汚染の甚大な被害もあって、同月末においても、先行き不透明な状態は続いていたのであり、同月14日から同月28日までの期間の市場株価も、前記のとおり大きく変動していたことに鑑みると、そのころ、必ずしも市場株価が安定していたということはできず、その期間の市場株価のみを算定の基礎とすることが必ずしも適切とはいえない。」と判示した。

そもそも、Xは、本件株式交換が行われることを知って、公開買付終了後株主総会までの間に、Y社株式を市場において購入している。株式交換契約を知って株主となった者に対し、株式交換に反対して退社する株主への救済を与える必要はないと考えれば、Xの株式は、本来市場で売却するしかないのであるから、Xに対するY社株式の「公正な価格」は、買取請求日の市場価格（870円）であるのが本来であろう。原決定は、平成23年3月11日の東日本大震災による市場株価の下落を、必ずしも投資家の狼狽売りによるものとせず、大震災が企業価値に影響を与えるのでY社の株価が下がるとしている。株式市場で形成される株価には、日本の地震や津波に対する一般的危険は織り込まれているものと考えられるが、問題は、平成23年3月11日のような予想を超える地震や津波、また放射能の影響は織り込まれていないと思われるので、個別銘柄において将来の業績予想を立てにくいという事情がある。しかし、情報が整理され株価が落ち着くまで多少の変動があるとしても、市場株価が企業価値を反映していないとまでいえるかどうかは疑問がある。実際の株式市場では、大震災による特需の予想から土木会社や警備保障会社の将来の業績見通しは改善し、関連企業の株価は上昇した。そうだとすれば、この事案において、Y社株価903円が平成23年3月14日のY社の企業価値を反映していないとする説得力のある論拠はないように思われる。

また、ナカリセバ価格とシナジー分配価格とは、合算できるとは限らない。Y社の家電事業を閉鎖し、再編によりP社の成長分野に振り向ける場合、市場はそれを好感する限りP社株価は上昇する（Y社株価は交換比率によりP社株価から形成される）。ナカリセバ価格とは本来Y社の家電事業を閉鎖せずに継続とする価格であり、シナジー分配価格とはY社の家電事業を閉鎖しその資源をP社成長事業に振り向けるとする将来利益であるから、合算することは首尾一貫しないことになる。

なお、原決定（及び、これを是認した本決定）が、Y社とP社の資本・業務提携にもとづく2段階買収につき、公開買付と株式交換とを区別して考慮していることは妥当である。会社法785条1項の株式買取請求制度は、株式交換に対し反対の株主を救済するものであり、公開買付に反

対の株主に救済するものではないからである。

(7) セイコーフレッシュフーズ株式買取価格決定事件（最決平成 27 年 3 月 26 日）⁶²⁵

原々審決定（札幌地決平成 26 年 6 月 23 日）⁶²⁶は、裁判所選任の鑑定人の鑑定結果に依拠して、1 株 80 円と価格決定した。鑑定人が行った鑑定は以下のようなものであった。

(i) Y 社は、最近 5 事業年度において安定して利益を計上しており、また、卸売事業そのものは、存続会社である S 社において現在も営まれていることを考慮すると、事業の継続及びその安定した収益力を無視することはできない。したがって、会計上の経常利益に税金費用を控除して得た金額を一定の割引率で割引くことによって株主価値を評価する利益還元法が合理的である。

(ii) Y 社は、解散を予定しておらず、また、過去において安定的に利益を計上し事業の継続性が十分に見込まれていたため、修正簿価純資産法については、積極的に採用すべき事情にない。しかし、土地や有価証券等の主要資産の含み損益を時価評価した同法は、鑑定基準日現在での清算価値に近い価値評価方法といえるため、鑑定評価額の最低限を画するものとして採用する。

(iii) 本件吸収合併は、株式会社セイコーマートを親会社とする子会社同士の合併で、支配権の移動を伴わない、いわゆるグループ内再編による合併である。このような非独立当事者間における

⁶²⁵ 民集 69 卷 2 号 365 頁。平成 24 年 6 月 6 日、Y 社（株式会社道東セイコーフレッシュフーズ）と S 社（セイコーフレッシュフーズ株式会社）は、S 社を存続会社、Y 社を消滅会社として、吸収合併する契約を締結した。Y 社と Y 社は、いずれも株式会社セイコーマートの子会社である。平成 24 年 8 月 8 日、Y 社は臨時株主総会を開催し、本件吸収合併契約を承認する決議をなした。Y 社株式の 9.6%（32 万 9590 株）を所有していた X は、本件吸収合併に反対し、Y 社に対し所有する Y 社株式を買取することを請求した。

Y 社は、大正 14 年 12 月 17 日に設立された酒類及び飲食料品の卸売、小売等を目的とする株式会社であり、S 社は、昭和 15 年 6 月 25 日に設立された酒類及び飲食料品雑貨の卸売等を目的とする株式会社である。Y 社株式も S 社株式も譲渡制限株式であった。

Y 社と S 社は、「営業区域を北海道一つとし、合理化・効率化をはかるため」、平成 24 年 6 月 6 日、S 社を存続会社とし Y 社を消滅会社とする吸収合併契約を締結した。契約の内容は、「合併条件は、S 社が Y 社株式数（S 社保有株式及び株式買取請求権行使分を除く）を 6 で除した数の株式数を新たに発行し、Y 社株式 6 株に対し S 社株式 1 株を割り当る。6 株未満の端数が生じた場合は、売却代金を 1 株 554 円として端数に応じて支払う。合併効力発生日は平成 24 年 10 月 1 日とする」などであった。

Y 社は、X に対し 1 株 71 円で買い取ることを申し入れたが、協議は調わなかった。

本決定についての評釈等としては、滝琢磨・旬刊経理情報 1415 号（2015 年）36 頁、弥永真生・ジュリスト 1483 号（2015 年）2 頁、中村信男・Monthly Report 81 号（2015 年）33 頁、川島いづみ・商事法務 2080 号（2015 年）23 頁、廣瀬孝・ジュリスト 1486 号（2015 年）66 頁、満井美江・法律のひろば 68 卷 12 号（2015 年）66 頁、柳明昌・民商法雑誌 151 卷 3 号（2014 年）63 頁、奈良輝久・法の支配 179 号（2015 年）128 頁、南健悟・商学討究〔小樽商科大学〕66 卷 4 号（2016 年）307 頁などがある。

⁶²⁶ 民集 69 卷 2 号 382 頁。

組織再編行為等においては、シナジー効果を推測できるような明確なものは見受けられない。

(iv) 税引後正常利益（現在価値）3億6158万3000円を非流動性ディスカウント25%で割引きY社の株主価値を2億7118万7000円、1株80円とする。非上場会社株式は上場企業株式のように株式市場で容易に現金化することが困難であるため、ディスカウントを行うものであり、実務では20%から30%の割引率を用いていることから、25%の割引率を採用した。

そして、裁判所は、「Y社はいわゆる譲渡制限株式会社であり、本件株式には取引相場が存在しない上、本件株式は発行済株式総数の1割にも満たず、これを取得してもY社の支配権を取得することはできないため、本件株式を現実に売却することは簡単ではないと考えられる。また、一件記録を検討する限り、比較の対象となるような、Y社と事業の種類、規模、収益の状況等が類似する上場企業が存在することは明らかではない。」「本件吸収合併前のY社の中心的事業であった卸売事業は安定した収益を上げていたこと、本件吸収合併後も、Y社が営んでいた卸売事業はS社の下で引き続き営まれていること、本件株式は譲渡制限付株式である上、支配権を有しない少数株式であり、一般に売却は困難であると考えられることに照らすと、本件吸収合併に関する株主総会がなければXが実現できたであろう本件株式に起因する利益は、Y社が将来生み出したであろう利益の分配分程度に限られると考えられる。そうすると、本件株式の買取価格を算定するに当たっては、Y社が将来生み出したであろうと期待されるキャッシュ・フロー（収益価値）に着目して評価する手法によるのが相当である。」などとし、「本件で算定しなければならないのは、本件株式の有する価値ではなく、買取価格である。それぞれの立場の者がそれぞれの価値観で抱く価値とは異なり、売り手と買い手がいて初めて形成される価格を算定するに当たっては、たとえ、本件のように市場において売買がなされる場面ではなかったとしても、価格のつきやすさ、売れやすさということも考慮せざるを得ない。算定本件株式が譲渡制限付株式である上、これを取得しても会社支配権を取得することが困難な少数株式であることを考慮すると、本件株式の買取価格を算定するに当たって、相当程度の非流動性ディスカウントをすることはやむを得ないというべきである。」と判示した。

原審決定（札幌高決平成26年9月25日）⁶²⁷も、Y社の株式は譲渡制限付株式であって、株主数も少なく、株式の取引事例も乏しいのであるから、その換価は困難であり、このことは株式の経済的価値自体に影響を与えているというべきである。したがって、「公正な価格」の算定に際し、株式の換価の困難性（非流動性ディスカウント）を考慮することが裁判所の合理的な裁量を超え

⁶²⁷ 民集69巻2号403頁。

るものということとはできないとした。

しかし、最高裁は、「非上場会社の株式の価格の算定については、様々な評価手法が存在するが、どのような場合にどの評価方法を用いるかについては、裁判所の合理的な裁量に委ねられていると解すべきである。しかしながら、一定の評価手法を合理的であるとして、当該評価手法により株式の算定を行うこととした場合において、その評価手法の内容、性格等からして、考慮することが相当でないと認められる要素を考慮して価格を決定することは許されないというべきである。」とし、「非流動性ディスカウントは、非上場会社の株式には市場性がなく、上場株式に比べて流動性が低いことを理由として減価をするものであるところ、収益還元法は、当該会社において将来期待される純利益を一定の資本還元率で還元することにより株式の現在の価格を算定するものであって、同評価手法には、類似会社比準法とは異なり、市場における取引価格との比較という要素は含まれていない。…退出を選択した株主には企業価値を適切に分配するものであることをも念頭に置くと、収益還元法によって算定された株式の価格について、同評価手法に要素として含まれていない市場における取引価格との比較によりさらに減価を行うことは、相当でないというべきである」とした。

本決定の最大の意義は、反対株主の株式買取請求権を「退出を選択した株主には企業価値を適切に分配するものである」ことを明確にした点である。「適切に分配」とされているため、デラウェア州の裁判所が想定する厳格な「按分」を意味するのかどうかは明らかではないが、反対株主の株式買取請求権における「公正な価格」の決定にあたって企業価値から遊離した形で株式価値を把握するというアプローチは少なくとも理念的にはとりえないことが明らかにされたものと考えられる。もっとも、従前の裁判例も、企業価値を株主に配分するという考え方によっていたと考えられる。たとえば、東京高決平成 22 年 5 月 24 日（カネボウ株式買取価格決定事件）では、「株式の価値は、株式を発行する企業の企業価値から導き出せるものである」とされていたのみならず、「営業譲渡や合併、会社分割は、会社の財産処分としてこれを捉えることができるから、少数派の反対株主は、会社が清算される場合と同様、会社の全財産に対する残余財産分配請求権を有すると観念的には捉えることができる」と指摘されていた。しかるに、残余財産分配はまさに企業価値の按分を求めるにほかならない。また、最決平成 23 年 4 月 19 日（TBS 株式買取価格決定事件）は、反対株主の株式買取請求権は、「反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確認し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとする」ことにより、上記株主の利益を一定の範囲

で保障することにある」(圏点一緒方)としており、株式買取請求権は企業価値の分配を実現するものであると位置付けているということができた。しかも、同決定は、「株式が上場されている場合、一般に、市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されているということができるから、上場されている株式について、反対株主が株式買取請求をした日のナカリセバ価格を算定するに当たっては、それが企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情があれば格別、そうでなければ、その算定における基礎資料として市場株価を用いることには、合理性が認められる。」(圏点一緒方)と判示していたが、これも、企業の客観的価値に対する持分を反対株主に配分するという考え方によってこそ説明できる。

原々審の鑑定は、一般の取引価格の計算論を採用し、継続企業における株式価値は収益価値であると決めつけているが、それは証明されていない。企業に内在する真の価値とはなにか、継続企業における純資産価値とはどのようなものかという「公正な価格」の重要な問題を避けて通っている。また採用した割引率も実証されたものとは言えなかった。

一般に非上場株式を上場すると、株式に市場性が増し、株式価値に流動性プレミアムが付加されると考えられる。そのため非上場株式を上場株価に比準して比準価を求めると、その比準価には流動性プレミアムが上乘せされると考えられる。そこで真の企業価値を求めるには、その比準価から流動性プレミアムを排除する必要があると考えられる。最高裁判所は、収益還元価値は上場株価に比準した値ではないので、流動性プレミアムは付加されていないと指摘しているにすぎない⁶²⁸。

なお、本決定では、はっきりと論じられていないが、少なくとも反対株主の株式買取請求権の文脈での「公正な価格」の算定にあたっては、譲渡制限株式であることを理由に流動性欠如によるディスカウントを行うのは誤っている。株式買取請求権は、会社が買手と決まっているから、売買の困難さは問題にならない。「公正な価格」は企業価値を衡平に按分したものであるから、株式が譲渡制限付株式であることにより、企業価値(資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなど)にどのような影響があるかを論ずることには多少の意味があるかもしれないが、企業価値に与える影響を離れて、譲渡制限が株式価値に与える影響を論ずることは、株式買取請求権を企業価値を適切に配分するものと位置付ける以上当を得ていない。

⁶²⁸ 星明男『平成27年度重要判例解説』(2016年)108頁は、CAPMを前提としてインカム・アプローチでも、割引率の決定において、非流動性ディスカウントは考慮され得るとしている。

§4 小括一我が国の判例理論とその評価

上場株式においても非上場株式と同様に資産価値と収益価値から株価は形成されるのであるから評価の基本原則に変わりはない。本章での分析をまとめ、第3章及び第4章における検討結果をふまえて、現在の判例理論を評価すると以下ようになる。

(1) 「公正な価格」決定の本質は継続企業からの退社権の評価である

反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確認し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある（最決平成23年4月19日、最決平成23年4月26日）⁶²⁹。

会社法は、買取請求権を行使するには、原則として議決権を行使することを求めている。これは、事業経営に興味を持たず配当や株式売却益にのみ興味を持つ不在株主には、買取請求権を行使させないことを結果する。ところが、配当還元法は、配当にのみ興味を持つ不在株主の為に考案されてきた投資原理であるから、「公正な価格」の原則的評価方法とはなりえない。

また、第三者にではなく、当該会社に株式を買取らせるものとしていることからすれば、反対株主の買取請求権は、組織再編等を争う株主に例外的に与える退社権であるということが出来る。また、反対株主の買取請求権の行使に対する自己株式取得については、分配可能額からくる取得財源の制約等は存在しない。このことは、会社に対し出資持分の払戻しを要求することに近い。通常、株式の市場価格はこのような前提に立っていないので、退社価値は、市場価格と一致するとは限らない。

もちろん、出資持分の払戻しであっても、反対株主からの自己株式の取得額が会社の純資産を超えることは、債務超過につながり、資本団体として認められず、合併等を中止しなくてはなら

⁶²⁹ 最決平成24年2月29日も、反対株主に「公正なる価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、反対株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、株式移転がされなかったとして場合と経済的に同等の状態を確認し、さらに、株式移転により、組織再編による相乗効果（シナジー効果）その他の企業価値の増加が生ずる場合には、これを適切に分配し得るものとするにより、反対株主の利益を一定の範囲で保障することにあるとしている。

ない事由となると考えられる⁶³⁰。すなわち、反対株主による株式買取請求権の行使に応じる自己株式の取得は、会社の清算を仮定するものではない。一般に清算価値法は清算会社にしか認められず、継続企業には認められていない。そこで、企業評価として、清算価値法ではない、継続企業を前提にした資産の売却価値や収益価値を考慮する方法が必要になる。DCF法は、他の局面では「株式価値」の算定方法として有効であり得るかもしれないが、資産のキャピタル・ゲインを無視することになり、それ単体では「企業価値」の全体を正確に示すとは言えない。

この様に、買取請求権を退社権と考えるとき、公正な価格とは、配当還元価格や売買のための取引価格でもなく、また清算価格でもない、継続する企業の価値を按分して払戻すべき出資持分相当額であると解される。したがって、1株当たり企業価値以上に払戻すことは許されず、また支配株式であっても少数株式であっても、払戻すべき1株当たり企業価値は等しくならなくてはならない。

(2) 株式価格形成論を採用する

非上場株式につき、最決昭和48年3月1日は、裁判所による価格の決定は、客観的に定まっている過去の株価の確認ではなく、新たに「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」を形成するものであるといわなければならないとしていたが、最決平成23年4月19日は、上場株式についても、裁判所による買取価格の決定は、客観的に定まっている過去のある一定時点の株価を確認するものではなく、裁判所において、反対株主の株式買取請求権が定められている趣旨に従い、「公正な価格」を形成するものであり、また、会社法が価格決定の基準について格別の規定を置いていないことからすると、その決定は、裁判所の合理的な裁量に委ねられているものと解されるとしている。しかも、最決平成24年2月29日における須藤正彦裁判官の補足意見は、「共同株式移転による企業再編で正のシナジー効果が生じた場合、理論的には、例えば、各当事企業の再編前の客観的な企業価値及び再編による客観的な企業価値の増加分の合計を各当事企業の再編前の企業価値に応じるなどして各当事企業に分配し、その上で、それをそれぞれの発行済み株式総数で除して理論的な株式の価格を算定し、その価格を基礎として裁判所が「公正な価格」を形成するとの方法が考えられてくる」としており、裁判所が価格を形成するという前提が明確に示されている。

株式評価論上、現在の株価は過去の一定時点の株価からのランダム・ウォークであるとする学

⁶³⁰ 江頭・前掲注(15)874頁。

説を採用せず、株式は価値を有する金融商品であり、その価格は価値によって形成されるとする株式価格形成論（特にその中の株式価値論）を採用したと解することができる。もちろん、株価の形成は、単に株式市場によるのみならず、相対取引その他により、市場外でも行われる。株価は、資産価値、収益価値、市場価値などを要素とする評価関数により、なめらかに形成されるものと理解される。株式が上場されているか上場されていないかは、株価の形成に本質的差異をもたらさない。両者は連続している。

(3) 企業価値評価モデルを採用する

非上場株式につき、最決昭和 48 年 3 月 1 日は、反対株主の株式買取における「公正ナル価格」の特質からみて、価格決定に当たり考慮すべき要素はきわめて複雑多岐にわたらざるをえないが、法が価格決定の基準について格別規定していないことからすると、法は価格決定を裁判所の裁量に委ねているものと解することができるとし、上場株式についても、最決平成 23 年 4 月 19 日は、株式が上場されている場合、一般に、市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されているということができるとしており、市場株価はあくまで企業価値を把握するための参考資料にすぎないという立場がとられている。

最決平成 24 年 2 月 29 日における須藤正彦裁判官の補足意見では、まず、上場株式について、「裁判所の合理的な裁量に委ねられるとはいえ、その決定価格は、客観的な企業価値と無関係ではなく、これに基礎をおくものでなければならない」とされ、非上場株式については、「市場に上場されていない会社の株式についてはそもそも用いるべき市場株価が存在しない。前記によれば、買取価格は、企業の客観的価値に基礎を置かなければならないであろうから、上記のような場合には、裁判所としては、「公正な価格」を形成するためには、企業の客観的価値の算定が前提として必要とされ、結局、一定の評価算定方法によって算出される企業価値により、かつ、これを基にした株式移転比率を新たに設定せざるを得ないと思われる。」と明確に指摘されている。

最決平成 23 年 4 月 19 日は、上場株式について判断を下したものであるが、企業価値の考慮要素は上場会社であると非上場会社であるとを問わないので、非上場株式の価格形成論にそのまま当てはまる。最決昭和 48 年 3 月 1 日を参照する最決平成 24 年 2 月 29 日に対する須藤裁判官の補足意見は、それを確認したうえで、株価形成を論じたものと位置付けることができる。

そして、一連の裁判例により、(i) 株式の価値は、配当などのキャッシュ・フローによって直接に形成される株式価値評価モデルではなく、企業価値を原資産として派生する金融商品としての

内在的価値により形成される企業価値評価モデルを採用すると解されること、(ii)企業価値の形成要因として「当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮され」るべきこと、及び、(iii)「公正な価格」は「当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されている」価格であることの3点が明らかにされたものといえる⁶³¹。

(4) 企業価値を反映する市場価格があるときは、市場価格を基礎とする

上場されている株式について、反対株主が株式買取請求をした日のナカリセバ価格を算定するに当たっては、それが企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情があれば格別、そうでなければ、その算定における基礎資料として市場株価を用いることには、合理性が認められるとされ（最決平成23年4月19日）、株式が上場されている場合、市場株価が企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情がない限り、「公正な価格」を算定するに当たって、その基礎資料として市場株価を用いることには合理性があるといえる（最決平成24年2月29日）とされている。

どのような事情が「企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情」にあたるかは必ずしも明らかではないが、企業価値が「公正な価格」の中核をなすことに鑑みると、上場株式であっても市場の厚みがなく、また、取引が日常的に成立しているとはいえないような流動性の低い銘柄であれば、市場価値以外の企業価値を考慮することが必要であろう。なお、公開買付市場において、市場流通価格に支配プレミアムを付加した公開買付価格が採用されることから判明するように、流動性の低い株式銘柄には多くの場合、マイノリティ・ディスカウントが存在する。

他方、「上場株式について、反対株主が株式買取請求をした日のシナジー分配価格を算定するに当たっては、それが企業の客観的価値を反映していると考えられる場合には、その算定における基礎資料として市場株価を用いることには、合理性が認められる。」という判例理論が確立しているわけではないが、シナジー分配価格を認めると、論理的にこのようになるものと考えられる。

(5) 企業価値の増加が生じないときはナカリセバ価格による

吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合に、消滅株式会社等の反対

⁶³¹ これは、米国デラウェア州最高裁判所の判例からみても、そのままデラウェア州の判例法理として採用できるものと思われる。日本の「公正な価格」と米国デラウェア州の「fair value」との間には、評価論上、大きな差はないものと考えられる。

株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該株式買取請求がされた日における、吸収合併契約等を承認する旨の決議がされることがなければその株式が有したであろう価格（ナカリセバ価格）をいうものと解するのが相当であるとされている（最決平成 23 年 4 月 19 日、最決平成 23 年 4 月 26 日、最決平成 24 年 2 月 29 日）。

いいかえるならば、吸収合併等により、当該企業の客観的価値が毀損された場合には、反対株主に払戻す株価の基礎となる企業価値は、当該企業の客観的価値の毀損がなかったとした場合の企業価値に基づかなくてはならない。同様に、当該企業の客観的価値に変化がなかった場合には、株価の基礎となる企業価値は、当該企業の客観的価値の変化がなかった場合の企業価値に基づかなくてはならないといえる。従って、企業価値の増加が生じないときはナカリセバ価格によることになる。

ところで、吸収合併等により、企業の資産内容、財務状態、収益力、将来の業績見通しなどに変化がないときには、企業価値には変化がない。逆に、事業再編計画による、既存事業の廃止や人員整理の着手などの開始が実行段階にあるときには企業価値に変化があると考えられる。多くの場合、企業価値はいったん毀損されるが、長期的にはシナジー効果が発揮され回復することが予定される。この場合に、長期のシナジーはいまだ空想段階にあるとみて、短期的な企業価値の毀損を前提に、計画が無いものとして評価するか、長期のシナジー効果を予想して評価するか問題がある。

(6) 企業価値の増加があるときはシナジー分配価格による

最決平成 24 年 2 月 29 日及び須藤裁判官の補足意見をふまえると、第 1 に、吸収合併等によりシナジー効果その他の企業価値の増加が生じる場合には) 吸収合併等後の企業価値は、吸収合併契約等に定められた合併比率等により株主に分配されるものであることに照らすと、「公正な価格」は、原則として、吸収合併契約等において定められていた合併比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格をいうものと解されている。第 2 に、吸収合併契約等に定められた合併比率等が公正なものと認められる場合には、合併比率等が公表された後における市場株価は、特段の事情がない限り、公正な合併比率等により吸収合併等がされることを織り込んだ上で形成されているとみられる。そこで、このような場合には、吸収合併等により企業価値の増加が生じないときを除き、反対株主の株式買取請求に係る「公正な価格」を算定するに当たって参照すべき市場株価として、基準日である株式買取請求がされた日における市場株価や、偶発的要素による株価の変動の影響を排除するためこれ

に近接する一定期間の市場株価の平均値を用いることは、当該事案に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるといえると解されている。第3に、上場された株式の市場価格は、企業の客観的価値が投資家の評価を通して反映され得ることに鑑みると、合併比率等が公正であれば、市場株価もシナジー効果等による企業価値増加分の公正な分配を反映した価格であるといえるから、このような場合に、裁判所が株式の「公正な価格」を形成するに当たって、市場株価を基礎資料として参照することは合理的であるとされている。

(7) 合併比率等の公正さは買取請求の課題ではない

最決平成24年2月29日は、「一般に、相互に特別の資本関係がない会社間において株式移転計画が作成された場合には、それぞれの会社において忠実義務を負う取締役が当該会社及びその株主の利益にかなう計画を作成することが期待できるだけでなく、株主は、株式移転完全子会社の株主としての自らの利益が株式移転によりどのように変化するかなどを考慮した上で、株式移転比率が公正であると判断した場合に株主総会において当該株式移転に賛成するといえるから、株式移転比率が公正なものであるか否かについては、原則として、上記の株主及び取締役の判断を尊重すべきである。そうすると、相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとするのが相当である。」としている。

たしかに、吸収合併契約等の承認決議との関係ではこのように理解し、当該承認決議に取消し原因があるとか、ひいては吸収合併等の無効原因があるとされることは例外的であると解すべきであろう。しかし、すべての株主が吸収合併等により同様の利益を享受できるわけではなく、多数株主と少数株主との利害が対立することも想定できる。また、東京高判平成25年4月17日判時2190号96頁は「価格最大化義務に関するX1らの主張は、MBO先進国とされている米国デラウェア州の判例法上、MBOに際して取締役が負うとされているという「レヴロン義務」なる義務を根拠とする主張であって、我が国で行われた本件MBOに直ちに妥当するものではない」としており⁶³²、日本で

⁶³² もっとも、「取締役及び監査役は、善管注意義務の一環として、MBOに際し、公正な企業価値の移転を図らなければならない義務（以下、便宜上「公正価値移転義務」という。）を負うと解するのが相当であり、MBOを行うこと自体が合理的な経営判断に基づいている場合…でも、企業価値を適正に反映しない買取価格により株主間の公正な企業価値の移転が損なわれたときは、取締役及び監査役に善管注意義務違反が認められる余地がある」と判示している。

は、株主の利益を最大化する義務を取締役が負うものではないと解されているようである⁶³³。

そうだとすれば、「忠実義務を負う取締役が当該会社及びその株主の利益にかなう計画を作成することが期待できる」という最決平成24年2月29日の前提はかならずしも確固たるものではないかもしれない。

株主は、公正な手続きによる株主総会決議において公正な比率による合併に反対した場合であっても、買取請求権を行使することができ、反対株主は組織再編に反対して自己の株式を企業価値に基づく「公正な価格」で買い取ることを請求することができることにより⁶³⁴、取締役にレヴロン義務を課したり、多数株主の少数株主に対する誠実義務を認めたりしなくとも、少数株主の保護を図ることができると暗黙のうちに解されているのかもしれない。逆にいえば、取締役がレヴロン義務を負わず、多数株主が少数株主に対して誠実義務を負っていないと解釈し、または、合併契約等の承認決議の取消し事由を狭く解したり、合併無効原因を狭く解する⁶³⁵以上、反対株主の株式買取請求における「公正な価格」は企業価値に基づくものであることが強く求められるというべきかもしれない。

⁶³³ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

⁶³⁴ たとえば、上柳は、合併比率が不公正であっても、株主総会の特別決議で承認されたならば、その決議は適法・有効であって、合併無効の原因とならず、反対株主は株式買取請求権で保護されるのみであるとするのも一つの解釈であろうと述べていた(上柳克郎「合併」『会社法・手形法論集』(有斐閣、1980年)194～195頁)。また、石井は、多数決制度を採用する以上、株主総会の決定に不服な株主に対してはその投下資本を回収する途(株式買取請求権)を確保しておけば、その保護は必要にして十分なものであるという見解を示していた(石井照久「新株式会社法における多数決の反省」『株主総会の研究』(有斐閣、1958年)70頁)。

⁶³⁵ 合併比率等が不当であることそれ自体は吸収合併等の無効原因ではないというのが多数説である。たとえば、東京高判平成2年1月31日資料版商事法務77号193頁は、「合併契約の承認決議に反対した株主は、会社に対し、株式買取請求権を行使できるのであるから、これに鑑みると、合併比率の不当または不公正ということ自体が合併無効事由になるものではないというべきである」と判示している。また、学説においても、合併比率が不公正であっても、合併無効事由とはならないとする見解(遠藤美光『会社法判例百選』(2006年)192～193頁)があるほか、株主総会の特別決議において、特別利害関係人が議決権を行使したために著しく不公正な合併比率が承認された場合には決議取消原因があるため、合併無効原因があるとする見解が多数説である(大隅健一郎・今井宏『会社法論 下II』(有斐閣、1991年)88頁、江頭・前掲注(15)856頁)。会社法の立案担当者も「会社法においては、合併比率について、特に法的な規制は設けられていないため、合併比率の不公正は、決議内容の法令違反となるものではなく、株主総会の無効事由(会社法830条2項)とはならない」としている(相澤哲他編著『論点解説新・会社法』(商事法務、2006年)679頁)。

第7章 全部取得条項付種類株式の全部取得における取得価格決定申立制度

§1 沿革

全部取得条項付種類株式の許容と同時に、株式取得価格決定申立制度（会社法 172 条 1 項）が創設された。ここで裁判所が決定すべき「取得の価格」がどのようなものでなければならないのかについては、反対株主の株式買取請求制度における「公正な価格」と同様、定められていないが、判例・学説は「公正な価格」でなければならないと解している。

もっとも、反対株主の株式買取請求制度における「公正な価格」と全部取得条項付種類株式の全部取得における「公正な価格」が一致するという保障はない。なぜなら、両者の間には重要な相違点があるからである。すなわち、全部取得条項付種類株式の全部取得により、株主に対して交付する金銭等（会社の株式を除く）の帳簿価額の総額は、全部取得がその効力を生ずる日における分配可能額を超えてはならない（会社法 461 条 1 項 4 号）とする取得財源規制の適用を受ける。本来、全部取得条項付種類株式の取得は純然たる自己株式の取得⁶³⁶であり、持分の払戻しの性質を有する株式買取請求制度とは性質が異なる。また、会社による全部取得条項付種類株式の取得は、少数株主を賛成、反対にかかわらず締出してしまう。この点で、自己の意思によって退社を選択する株式買取請求制度とは大きな相違点がある。

たしかに、株式買取請求事件に対する下級審判決の中には、株式買取請求制度を少数株主の締出しの観点から解釈した見解⁶³⁷を採用したと思われるものが現れている⁶³⁸。また、現在は、フリーズ・アウトやマネジメント・バイアウトの局面も想定して株式買取請求権の解釈論が

⁶³⁶ 山下・前掲注（534）118 頁。

⁶³⁷ 神田・前掲注（360）333 頁。

⁶³⁸ 株式の内容を全部取得条項付種類株式に変更する定款変更に係るものであるが、大阪地裁決平成 23 年 1 月 28 日金判 1390 号 38 頁（抗告審である大阪高決平成 24 年 1 月 31 日金判 1390 号 32 頁により是認）（「全部取得条項付種類株式が組織再編（企業再編）において少数株主の締出し（スクイズ・アウト）の手段として用いられた場合における会社法 116 条 1 項 2 号にいう「公正な価格」とは、当該組織再編（企業再編）がなければ当該株式が有していたはずである価格にとどまらず、当該組織再編（企業再編）により企業価値の増加が期待される場合には、当該企業価値の増加（シナジー）を適切に反映した価格、すなわち、当該企業価値の増加分のうち株主が享受してしかるべき部分（いわゆるシナジーの配分）を合わせた価格をいうものと解される。もっとも、株式に全部取得条項を付す旨の定款変更それ自体は、組織再編（企業再編）の効果を生じさせるものではないから、いわゆるシナジーの発生と直接結びつく行為とはいえないものの、会社法が規定する組織再編（企業再編）行為に反対する株主の株式買取請求制度（会社法 777 条、785 条、787 条、797 条、806 条、808 条）は、組織再編（企業再編）行為により会社の基礎の変更が生じる場合において、その変更に対抗する株主に投下資本を回収して経済的救済を与えることをその趣旨とするものであることにもかんがみると、会社法 116 条 1 項 2 号にいう「公正な価格」についても、当該定款変更が当該組織再編（企業再編）行為の過程に組み込まれた一つの不可欠な手続と認められる限りにおいて、いわゆるシナジーの配分をも含む）など。

確立されつつある⁶³⁹。しかし、「これは本来的には取締役・（現在又は将来の）支配株主の忠実義務の問題なのであって、株式買取請求権の本質的な特徴を捉えているわけでは必ずしもない」⁶⁴⁰。

買取請求制度では、会社は利益相反の要素があるかないかにかかわらず、また少数株主に損害が発生するか発生しないかにかかわらず、反対株主の請求により株式を買取らなくてはならない。したがって、買取請求制度が少数株主の損害を補償することを目的とするものであると考えることは困難である。これに対し、全部取得条項付種類株式の取得は、強制的であり、期待利益に対する補償の性格を持つともいえる。

§2 裁判例

(1) レックス・ホールディングス株式取得価格決定事件（最決平成 21 年 5 月 29 日）⁶⁴¹

原々決定（東京地決平成 19 年 12 月 19 日）⁶⁴²は、（会社法 172 条 1 項の）反対株主の裁判所に対する取得価格の決定申立制度は…その対価に不服のある株主について、裁判所に対する当該株式の取得価格の決定の申立てを認めるという形で、強制的に株式を取得されてしまう株主の保護を図ることを目的とするものであると位置づけた。そのうえで、譲渡制限の付されていない株式を所有する株主は、当該株式を即時売却するか、それとも継続保有するかを選択肢を有し、即時売却により実現される株式の客観的な時価を把握しているほか、継続保有により実現する可能性のある株価上昇に対する期待権を有していることから、裁判所が、全部取得条項付種類株式の取得の公正な価格を定めるに当たっては、①取得日における当該株式の客観的な時価に加えて、②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であるとした。

そして、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、評価基準時点にできる限り近接した市場株価を基本として①(取得日における)株式の客観的な時価を評価することが相当であるとした。そして、当該事件においては、先行する公開買付公表前 1 ヶ月間の株価終値単純平均 1 株当たり 20 万 2 千円が①であるとした。

⁶³⁹ 飯田・前掲注（6）4 頁、15 頁など参照。

⁶⁴⁰ 飯田・前掲注（6）4 頁。

⁶⁴¹ 資料版商事法務 307 号 168 頁。本決定についての評釈等としては、弥永真生・ジュリスト 1384 号（2009 年）98 頁、加藤貴仁・商事法務 1875 号 4 頁、1876 号 4 頁、1877 号（2009 年）24 頁 などがある。

⁶⁴² 判時 2001 号 109 頁。本決定についての評釈等としては、高山崇彦・保坂雄・商事法務 1837 号（2008 年）23 頁、酒巻俊之・商事法研究 61 号（2008 年）10 頁、河村尚志『私法判例リマークス』38 号（2009 年）94 頁などがある。

他方、新株予約権その他の期待権は、株価が上昇する局面で価値を形成するが、株価が下落する局面では、期待権実現の可能性が遠のくとし、②強制的取得により失われる期待権を評価するための評価方法について、現段階においては確立した評価方法が存在しないと指摘した。そのうえで、当該事件において、先行する公開買付の「公開買付価格は、平成 18 年 11 月 9 日までの過去 1 カ月間の市場株価終値の単純平均値 20 万 2 千円に 13.9%のプレミアム 2 万 8 千円を加えた価格である。この価格に対して 91.78%の株式所有者が賛同し、また公開買付に対抗する別個の買取者も現れなかったことから、このプレミアムには一定の合理性がある。株価上昇の期待権の価値があるとしても、このプレミアムを超えるものではない。」との判断を示した。

原決定（東京高決平成 20 年 9 月 12 日）⁶⁴³も、一般に、譲渡制限の付されていない株式を所有する株主は、当該株式を即時売却するか、それとも継続して保有するかを自ら選択することができるのであって、各時点において、①これを売却した場合に実現される株式の客観的価値を把握しているだけでなく、②これを継続して保有することにより実現する可能性のある株価の上昇に対する期待を有しており、この期待は、株式の有する本質的な価値として法的保護に値するものといえるとした。そして、異常な価格形成がされた場合など、市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別の事情のない限り、本件取得日に近接した一定期間の市場株価を基本として、その平均値をもって①本件株式の客観的価値とみるのが相当であるとしたが、原々決定と異なり、本件公開買付けが公表された平成 18 年 11 月 10 日の直前日からさかのぼって 6 か月間の市場株価を単純平均（28 万 0805 円）することによって、本件取得日における本件株式の客観的価値を算定するのが相当であるとした。また、本件 MBO と近接した時期において MBO を実施した各社の例をみると、公開買付けの公表前の 3 か月又は 6 か月の間の市場株価の単純平均値に約 16.7%から 27.4%のプレミアム加算した価格をもって買付価格としているとし、本件取得日における本件株式の客観的価値 28 万 0805 円に 20%を加算した価格 33 万 6966 円を取得価格とすることが相当であるとした。

最高裁は、原審の判断は、その裁量の範囲内にあるものとして是認することができるとして、抗告を棄却したが、田原睦夫裁判官の補足意見が付されており、この補足意見はこの後の下級審裁判例に大きな影響を与えている。

田原睦夫裁判官は、「会社法上、株主が株式買取請求権を行使する場合における買取価格は公正

⁶⁴³ 資料版商事法務 295 号 128 頁。本決定についての評釈等としては、弥永真生・ジュリスト 1366 号（2008 年）42 頁、太田洋・商事法務 1848 号（2008 年）4 頁、若松亮・判タ 1279 号（2008 年）22 頁、大塚和成・ビジネス法務 9 巻 1 号（2009 年）22 頁、酒巻俊之・商事法研究 68 号（2009 年）13 頁などがある。

な価格と定められていて…裁判所が決定する上記価格は、上記各条に定める公正な価格をいうものと一般に解されており、取得価格も裁判所が決定するものである以上、株式買取請求権行使の場合と同様、公正な価格を意味するものと解すべきである。もっとも、公正な価格を算定する上での考慮要素は、必ずしも株式買取請求権行使の場合と一致するとは限らない。」(圏点一緒方)と、まず指摘している。

そして、「取得価格決定の制度が、経営者による企業買収(MBO)に伴いその保有株式を強制的に取得されることになる反対株主等の有する経済的価値を補償するものであることにかんがみれば、取得価格は、(i) MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値と、(ii) MBO の実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを、合算して算定すべきものと解することが相当である。」としている。

なお、「MBO の実施に際しては、MBO が経営陣による自社の株式の取得であるという取引の構造上、株主との間で利益相反状態になり得ることや、MBO においては、その手続上、MBO に積極的でない株主に対して強圧的な効果が生じかねないことから、反対株主を含む全株主に対して、透明性の確保された手続が執られることが要請される。」として手続的公正が「要請」されている。

この事件については、原決定が原々決定と異なり、本件公開買付けが公表された平成 18 年 11 月 10 日の直前日からさかのぼって 6 か月間の市場株価の単純平均を株式の客観的価値とみるのが相当であるとした点が注目に値する。これは、(平成 18 年 8 月 21 日に公表された)「同年 12 月期の業績予想の下方修正は、企業会計上の裁量の範囲内の会計処理に基づくものとはいえ、既に、この段階において、相当程度の確実性をもって具体化していた本件 MBO の実現を念頭において、特別損失の計上に当たって、決算内容を下方に誘導することを意図した会計処理がされたことは否定できない」という判断を根拠の 1 つとしている。

この事案においては、会社の財政状態を適正に表示するという観点からは、評価損・減損処理などが行われるべきであったことに疑いはないと思われるが⁶⁴⁴、MBO 公表の直前(当該会計年度)

⁶⁴⁴ 有価証券報告書によると、特別損失は、1) 不採算店舗の固定資産の減損処理 4 億 8500 万円、2) 加盟店契約解除金返還損 3 億 5800 万円、3) 不採算店舗閉鎖損 1 億 5100 万円、4) データ、ノウハウの償却 17 億 0400 万円、5) 国産牛正味期限切評価損 1 億 8700 万円、6) 不採算店リース資産減損 1 億 7700 万円、7) 広告棚前渡金貸倒処理 2 億円であり、いずれも平成 18 年 8 月になって突然発生したものではない。資産性の有無について疑いのあるものばかりである。特に、データやノウハウについての長期前払金処理は、利益操作を疑わざるを得ない。このことから原決定が基礎とした平均株価には過去の利益操作による収益価値が反映されている可能性が高い。他方、原々決定が基礎とした平均株価は、これを排除しているものと考えられる(徳本穰「MBO

に行われるべきものであったのか、以前の会計年度においてなされるべきであったのではないか(すなわち、どの年度の業績に反映させるべきだったのかという問題がある)と考えられる。

そして、株式公開をして創業者利得を得た後、過去の粉飾を疑わせる特別損失公表の直後に MBO を行い、経営者が安価に買戻し、上場廃止したという事情が「公正な価格」の決定に何らかの影響を与えるのかという点も問題となる⁶⁴⁵。粉飾された決算情報を前提に取得した株主から、粉飾が判明したことを前提とする株価を基礎とした価格で買い取ることに問題はないのかという問題もある。このような局面における全部取得条項付種類株式の価格決定においては、「公正な価格」の決定として裁判所に裁量権が認められることが明確にされた⁶⁴⁶と解する見解もある。

しかし、原決定は、「価格の決定が株主の救済という面を有していることにかんがみたるものであり、必ずしも、株式の客観的価値を追求するのではなく、会社（多数派株主）と少数派株主との間の利害調整の観点から公正であると認められる価格を決定すればよいという発想につながる可能性もあるかもしれない」⁶⁴⁷。もともと、歴史的には、公正な価格とは「価値に基づく価格」という意味であり、利益の独占を排除する正義としての「公正」とは異なる概念であった。しかし、MBO における全部取得条項付種類株式の全部取得は、形式的には株主と会社との間の取引であるが、実質的には MBO を行う経営者とそれ以外の株主との間の取引であり、会社が取得した全部取得条項付種類株式を保有し続けることや MBO を行った経営者以外の者に譲渡することは想定されていない。そうであれば、株式の客観的価値に必ずしも拘泥することなく、多数派株主と少数派株主との間の利害調整の観点から公正であると認められる——株式の客観的価値よりも高い——価格を決定することも裁判所の裁量の範囲内にあるということは決して不自然ではない。

(2) サンスター株式取得価格決定事件(大阪高決平成 21 年 9 月 28 日)^{648,649}

と株式取得価格」『金融商品取引法判例百選』(2013 年) 31 頁参照)。

⁶⁴⁵ 大杉謙一「全部取得条項付種類株式の取得価格の決定—レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件最高裁決定」『判例セレクト 2009-2013 II』(有斐閣・2015 年) 72 頁(買付価格が公正な価格とは評価できない)。

⁶⁴⁶ 中東・前掲注(562) 436 頁。

⁶⁴⁷ 弥永・前掲注(564) 39 頁。

⁶⁴⁸ 資料版商事法務 307 号 200 頁。本決定についての評釈等としては、奈良輝久・林紘司「判批」判タ 1371 号(2012 年) 50 頁、弥永真生「判批」ジュリスト 1387 号(2009 年) 104 頁、北川徹「判批」商事法務 1889 号(2010 年) 4 頁、十市崇「サンスター事件大阪高裁決定の検討」旬刊商事法務 1880 号(2009 年) 4 頁、1881 号(2009 年) 12 頁、西尾幸夫「判批」龍谷法学 43 巻 4 号(2011 年) 416 頁、深澤泰弘「判批」アルテスリベラレス(岩手大学) 86 号(2010 年) 119 頁、大杉謙一「判批」私法判例リマークス 41 号(2010 年) 90 頁、松田暖「判批」ビジネス法務 10 巻 1 号(2010 年) 92 頁などがある。

公開買付が先行した株式の内容を全部取得条項付種類株式に変更する定款変更及び全部取得条項付種類株式の取得の事案⁶⁵⁰につき、原決定(大阪地決平成 20 年 9 月 11 日)⁶⁵¹は、「Y 社の全部取得条項付株式の取得は…一時的な業績変動を伴う大胆な施策が容易になり、上記抜本的な再構築に成功して Y 社の企業価値が高まる可能性が増大するものと認められる。…上記 Y 社の企業価値が高まる可能性の増大という利益は、Y 社のみにも帰属させるのではなく、その一部を、株式を取得される株主にも分配するのが公正である」と指摘した。

他方、平成 19 年 2 月 15 日から同年 7 月 25 日までの株価は、先行した「公開買付けの影響により、Y 社の客観的価値を反映していないと認められるから、これを基に本件における株式の時価を評価することはできない。」と判断した。そして、先行した公開買付に当たり、「S 社は、買付価格 650 円について、平成 19 年 2 月 13 日までの過去 3 か月間の大証における終値単純平均 530 円に対して約 23%のプレミアムを加えた金額となり、同日までの過去 6 か月間の終値単純平均 548 円に対して約 19%のプレミアムを加えた金額となる。また、公開買付価格 650 円は、市場において一定の合理性を有するものと評価された。」と認定して、当該公開買付価格をもって、全部取得条項付種類株式の取得価格と決定した。

本決定は、「会社法 172 条 1 項による全部取得条項付株式の取得価格決定の申立は、株主総会の決議により取得日に株式を強制的に取得される株主に対し、公開買付けの価格に不服があるときに、現実の経済的価値との乖離について、経済的調整を図ることを目的とするものである。」と

⁶⁴⁹ 原決定と同様、「本件では、全部取得条項付株式の取得価格が事実上 Y 社の定款によって定められ、本件決議は形式上は同株式を取得することとその取得日を定めただけであるが、本件決議により取得日における取得対価を決定したということもできないわけではないから…会社法 172 条 1 項に規定する価格決定の申立てによって、その価格を争うことができると解すべきである。」と判示した。

⁶⁵⁰ なお、本決定は、株式に全部取得条項を付する定款変更に対する反対株主の株式買取請求と全部取得条項付株式の全部取得に係る価格決定申立てとの関係について、「一般には、株式に全部取得条項を付する定款変更と、全部取得条項付株式を取得する旨の決議とは、時期が異なり得ることが予定されている。そして、文言上は同じ「取得条項付株式（その取得対価は 650 円）であるとしても、定款変更時から取得決議時までの間に貨幣価値も企業価値も変動している可能性があり、取得決議までの間の配当を得る利益もあるため、各時点における全部取得条項付株式との経済的価値の高低やその価値の比率は同一ではない。したがって、株主が、定款変更時点では将来「取得条項付株式（その取得対価は 650 円）」を交付される可能性があることに異論がなくても、取得決議時点では異論があるという可能性もあるのであって、株主としては、定款変更に対しては会社法 116 条の買取請求を行わず、取得決議まで株式を保有し、その際に、当該定款で決められた対価で満足できるか否かを判断して、不服があれば（会社法 172 条の）取得の価格の決定の申立をすることができるものと解すべきである」とも判示している。また、弥永・前掲注(648) 42 頁（会社法 116 条でも 172 条でも訴えが可能）参照。

⁶⁵¹ 金判 1326 号 27 頁。

位置付けた上で、「上場会社においては、意図的な人為操作などが無い限り、当該会社の資産、収益力、業績予想、配当見込額⁶⁵²等を織り込んだその時々市場価格が当該会社の客観的企業価値を表しているというべきであるから、上記取得日における当該会社の公正な価格は、その当時の市場価格を基準に定めるべきこととなる。…Y社の上記取得日における公正な価格を算定するについて基準となる株価は、公開買付けを公表した1年前の株価に近似する700円と認めるのを相当とする。」とした。

他方、「公開買付けにおける株式の公正な価格を算定するにあたっては、株式の客観的価値に加え、(i) MBOにより支配権を強化することのできる経営者側が支配権を手に入れるため追加的に支払う取得対価(支配プレミアム)、(ii) 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、あるいは投資の流動性を奪われる対価として支払われる金銭(スクイズアウトプレミアム)が考慮されるべきところ…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。」と判示した。

そのうえで、「KPMGが収集した平成18年1月以降に実施された他のMBOの事例(41件)におけるプレミアムは、中央値が20%前後、平均値が20%台半ばであること、日経新聞の記事によると、平成17年から平成19年におけるTOBのプレミアムを約20%としていることを考慮し、これを20%とするのを相当とする。」とした⁶⁵³。

(3) サイバードホールディングス株式取得価格決定事件(東京高決平成22年10月27日)⁶⁵⁴

原決定(東京地決平成21年9月18日)⁶⁵⁵は、東京地決平成19年12月19日などと同様、「一般

⁶⁵² 本論文で、繰り返し指摘しているように、企業価値の算定にあたって、配当額や配当見込額を考慮することは、理論的に合理的な説明がつかない。この点で、本決定は、企業価値ではなく、企業価値とは別の論理によって形成される市場株価あるいは株式価値を想定しているのかもしれない。

⁶⁵³ これに対して、大阪高裁に対して、許可抗告の申し立てが行われたが、大阪高裁は不許可とし(大阪高決平成21年9月28日。平成21年(ラ許)208号)、最高裁に特別抗告されたが、「民事事件について特別抗告をすることが許されるのは、民訴法336条1項所定の場合に限られるところ、本件抗告理由は、違憲をいうが、その実質は原決定の単なる法令違反を主張するものであって、同項に規定する事由に該当しない」として、抗告は棄却された(最決平成22年2月23日資料版商事法務312号123頁)。

⁶⁵⁴ 資料版商事法務322号174頁。本決定についての評釈等としては、太田洋・商事法務1921号(2011年)27頁、十市崇・ビジネス法務11巻3号(2011年)48頁、川島いづみ・月刊監査役584号(2011年)52頁、伊藤吉洋・法学〔東北大学〕75巻2号(2011年)100頁、宍戸善一・ジュリスト1437号(2012年)92頁、山本真知子・法学研究〔慶応義塾大学〕86巻2号(2013年)73頁などがある。

⁶⁵⁵ 資料版商事法務310号190頁。本決定についての評釈等としては、中東正文・金判1329号

に、譲渡制限の付されていない株式を保有する株主は、当該株式を即時売却するか、それとも継続して保有するかを自ら選択することができるのであって、各時点において、これを売却した場合に実現される株式の客観的価値を把握しているだけでなく、これを継続して保有することにより実現する可能性のある株価の上昇に対する期待を有しており、この期待は、株式の有する本質的な価値として、法的保護に値するものといえることができる。…裁判所が、上記の制度趣旨に照らし、当該株式の取得日における公正な価格を定めるに当たっては、(i) 取得日における当該株式の客観的価値に加えて、(ii) 強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格をも考慮するのが相当である。」と判示した。そのうえで、当該事案においては、「市場における偶発的要素による株価の変動を排除するため、評価基準時に近接した、かつ、公開買付けの公表等による影響のない一定期間の市場株価の平均値（公開買付公表前1か月間の市場株価終値による出来高加重平均値5万1133円）をもって当該株式の客観的価値であると判断するのが相当である。」とした。他方、「本件MBOは、いわゆる独立当事者間において、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。…本件株式のプレミアムが1株当たり8867円（合計6万円）より高い又は低いと判断すべき的確な資料は見当たらない。」として、先行する公開買付における買付価格を取得価格として決定した。

本決定は、取得日における当該株式の客観的価値を把握する方法として、当該市場株価がその企業の客観的な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時期の市場株価を基礎とすることとし、市場の偶発的な要因による影響を排除するために、評価時点に近接し、公開買付けの公表等による影響が及んでいない合理的な一定期間の市場株価の平均値を用いることが相当であるとして、原決定を是認した。

他方、日本経済新聞の記事によると、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、Y社も本件公開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とした⁶⁵⁶。

(2009年)2頁、北川徹・商事法務1889号4頁、1890号(2010年)4頁、関口智弘・ビジネス法務10巻4号(2010年)104頁、鳥山恭一・法学セミナー55巻7号(2010年)121頁、林天宇・ジュリスト1408号(2010年)176頁などがある。

⁶⁵⁶ 鈴木謙也「株式取得価格決定申立事件の審理についての一考察」東京大学法科大学院ローレビューVol.9(2014年)179頁（「他の事例におけるプレミアムの平均値を斟酌することには、一

本決定は、手続的に公正であったこと(手続的正義)に着目して公開買付価格に反映されたプレミアムを尊重した原決定と異なり、プレミアムの額について実体的な相当性(内容的衡平)を求め、裁判所自ら判断をしたものと評価することができる。

(4) ホリプロ株式取得価格決定事件 (東京高決平成 25 年 10 月 8 日) ⁶⁵⁷

原決定(東京地決平成 25 年 3 月 14 日)⁶⁵⁸は、「株式の取得日における公正な価格を定めるに当たっては、(i) 取得日における当該株式の客観的価値に加えて、(ii) 強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格ををも考慮するのが相当である」と判示した。

そのうえで、「市場株価のある株式の客観的価値を算定するに当たっては…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ことをうかがわせる事情が存しない限り、評価基準時点にできる限り近接した市場株価を基礎として、当該株式の客観的価値を評価するのが相当である」としつつ、「市場における偶然的要素による株価の変動を排除するため、評価基準時点に近接し、かつ、公開買付けの公表等による影響のない一定期間の市場株価の平均値をもって当該株式の客観的価値であると判断するのが相当である」とした。

他方、本件において、先行した公開買付における「公開買付価格に対しては、S 社は野村証券の鑑定意見を徴し、Y 社との協議により決定した。Y 社は、SMBC 日興証券の鑑定意見を徴し、独立委員会を設置して目的の妥当性、手続の公正性、買付条件の妥当性について検討を加えた。平成 23 年 1 月 1 日から平成 24 年 4 月 30 日までに公表された MBO23 件の公表前 1 か月間の平均株価に対するプレミアム平均は 55.2%であった。」として、先行した公開買付における公開買付価格(1050 円)は、Y 社株式の客観的価値のみならず、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格を適切に織り込んだものである⁶⁵⁹との判断を示した。

X らは、プレミアムは独自に算定され得ない(公正な価格と市場株価の差額として算定される)として、(MBO ナカリセバ前提の)収益予想に基づく DCF 価値 1677 円を取得価格として決定すべきであると主張したが、本決定は、X らの抗告を棄却した。その根拠としては、まず、X らの主張を支える十分な根拠がないという点を指摘した。すなわち、「X らの (DCF 法による株式

定程度の合理性があると思われる」として市場データを考慮要素としている)。

⁶⁵⁷ 金判 1429 号 56 頁。本決定についての評釈等としては、白井正和・商事法務 2031 号(2014 年)4 頁、永江亘・金判 1457 号(2015 年)2 頁などがある。

⁶⁵⁸ 金判 1429 号 48 頁。本決定についての評釈等としては、白井正和・商事法務 2031 号 4 頁、川島いづみ・金判 1440 号(2014 年)2 頁などがある。

⁶⁵⁹ 公開買付価格 1050 円は公開買付公表前 1 か月間の出来高加重平均 627 円に 67.5%のプレミアムを付したものに相当した。

価格) 算定書は、Y社の具体的な事業計画に基づかないもので、算定の前提となる様々な数値には推測や仮定によるものが多く、客観性に疑問を否めない。…の社においてXらに対して事業計画書を開示する義務はなく、株式価値算定の客観的相当性の問題としてX側算定書がY社の事業計画等に基づいていないことを考慮することはやむを得ない」とした。また、「Y社が委嘱したSMBC日興証券算定書は、Y社の事業に関する各種の客観的資料に基づき、Y社担当者へのインタビューも経て算定されていること、この算定結果については、独立委員会が、その妥当性及び合理性を慎重に検討した結果として特段不合理な点は見当たらなかったとしていることなどからすると、SMBC日興証券算定書の算定結果の信頼性は高いと認められる」とした。

原決定は、(i)公正な競争の結果成立した市場価格は、株式の客観的価値を示す、(ii)公正な手続きの結果決定した市場プレミアムは、信頼性がある、(iii)これらの条件を満たす公開買付価格は取得価格として相当であると事実上推定されるという立場によっていると推測される。そして、本決定は、Xらの主張を裏付ける根拠が不十分であることを指摘しており、申し立てた株主が事実上の推定を覆すことが困難であることを示唆している。もっとも、本決定の判示からは、カネボウ事件決定と同様、DCF法に基づく取得価格が認められる余地は理論的にはあるといえるのかもしれない。

(5) ジュピターテレコム株式取得価格決定事件（最決平成28年7月1日）⁶⁶⁰

原々決定(東京地決平成27年3月4日)^{661,662}も、「取得価格決定の制度が取得日においてその保有株式を強制的に取得されることになる反対株主等の有する経済的価値を補償するものであることにかんがみると、裁判所が公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加え、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格（増加

⁶⁶⁰ 民集70巻6号1445頁。

⁶⁶¹ 民集70巻6号1521頁。本決定についての評釈等としては、鳥山恭一・法学セミナー60巻10号(2015年)127頁、受川環大・金判1480号(2015年)8頁などがある。

⁶⁶² 本決定は、どのような価格が決定されるべきかとは直接関係はないが、「株式買取請求権や買取価格決定の申立は、会社の基礎に変更がある場合に株主に対して投下資本を回収して経済的救済を得る途を与えることを目的とする制度であり、必ずしも株主が議決権を有していることや議決権を行使したことを上記申立の前提としなければならない関係にあるわけではない。そこで、会社法の下では、当該株主総会において議決権を行使することができない株主も株式買取請求及び買取価格決定の申立てをすることができることとされ(116条2項、117条)、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てについてもこれと同旨の定めが置かれているのであって(172条1項)、平成17年法律第87号による改正前の商法下とは異なり、株式買取請求権や価格決定の申立権は議決権とは切り離された権利として規律されている。」と判示した点で意義を有すると考えられる。

価値分配価格)を考慮するのが相当である。」とした。

そのうえで、まず、「市場株価のある株式の特定の時点における客観的価値を算定するに当たっては、異常な価格形成がされた場合等、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段の事情がない限り、評価時点にできる限り近接した市場株価を基礎として、当該株式の客観的価値を評価するのが相当である。」とした。他方、「増加価値分配価格を一義的に算出する方法は見当たらないところ、裁判所がこれを認定するに当たっては、会社の非公開化の目的や非公開化実施後の事業計画から想定される収益や業績の見込み、公開買付価格が関係者の利益相反関係に十分に配慮し、これを抑制するための適切な措置が講じられた上で、株主の利益を踏まえた真摯な交渉を経て決定されたものか否か等の諸事情を総合的に考慮して決するのが相当である。」として、この部分については、公正な手続によって定められたものを尊重する(手続的正義)立場を示した。

もっとも、結論的には、客観的価値を平成 25 年 7 月 2 日から同年 8 月 1 日までの回帰分析による予測株価の平均値 10 万 4165 円であるとしたうえで、客観的価値 10 万 4165 円に対し先行した公開買付の公開買付価格 12 万 3000 円は 13%のプレミアムということになり、報道前のプレミアム率 50%に対して低いので、増加価値分配価格は客観的価値 10 万 4165 円の 25%とするとして、13 万 0206 円を取得価格と決定した。

原決定(東京高決平成 27 年 10 月 14 日)⁶⁶³も、「先行した公開買付のは、基本的に株主の受ける利益が損なわれることのないように公正な手続により決定されたものであり、本件公開買付け公表時においては公正な価格であったと認められるものの、その後の各種の株価指数が上昇傾向にあったことなどからすると、取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をするなどして本件株式の取得価格を算定すべきであり、本件買付価格を本件株式の取得価格として採用することはできない」とし、内容的衡平を志向した。

これに対して、本決定は、抽象論としては、手続的公正が満たされれば、十分であるかのような判示を行った。すなわち、「株式会社の株式の相当数を保有する株主(多数株主)が当該株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引においては、多数株主又は上記株式会社(多数株主等)と少数株主との間に利益相反関係が存在する」としつつも、(独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付

⁶⁶³ 民集 70 卷 6 号 1586 頁。

けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど)「一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものというべきである。」とした。

そのうえで、「買付け等の価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているということが出来る」から、「裁判所が、上記買付け等の価格を上記株式の取得価格として採用せず、公開買付け公表後の事情を考慮した補正をするなどして改めて上記株式の取得価格を算定することは、当然考慮すべき事項を十分考慮しておらず、本来考慮することが相当でない」と認められる要素を考慮して価格を決定するものであり(最高裁平成 27 年 3 月 26 日決定)、原則として、裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ない」とした。

そして、「多数株主が株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において…一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。」とした。

もっとも、小池裕裁判官の補足意見においては、「裁判所は合理的な裁量に基づいて株式の取得価格の決定をするが、その判断においては、まず、関係当事者間の取引において一般に公正と認められる手続が実質的に行われたか否か、買付価格がそのような手続を通じて形成された公正な価格といえるか否かを認定することを要し、それが認定される場合には、原則として、公正な手続を通じて形成された取引条件である買付け等の価格を尊重し、取引の基礎とした事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情のない限り、当該買付け等の価格をもって取得価格とすべきものであると解するのが相当である。」(圈点一緒方)とされているのであって、形式的に整った手続きが行われたという一事をもって、「公開買付けに係る買付け等の価格は、…多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映された」ものであり、全部取得条項付種類株式の公正な取得価格であるという立場をとっているものではないと解すべきであろう。しかも、小池裁判官は、「本件において上記の特段の事情が認められないことは、少数株主の多数や株式市場によって本件買付価格が受け入れられたとみられることなどからも裏付けられる」と指摘しているのであって、少数株主の多数または株式市場によって買付価格が受け入れられたと認

められない場合には、内容的衡平が確保できるような価格を裁判所は決定することになると解すべきであろう。

本決定は、実務上、多く行われる「多数株主が行う株式会社の株式等の公開買付け」と「その後当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引」とを、連続する1つの取引と見て、後者における「公正な価格」を決定するという立場をとることを明らかにしたものであることができる。

しかし、本決定は「公正な手続きによって形成された価格は、当該企業の客観的価値を反映する公正な価格である」とまでは言っていない。小池裕裁判官の補足意見は、裁判所の判断においては「まず、関係当事者間の取引において一般に公正と認められる手続が実質的に行われたか否か、買付価格がそのような手続を通じて形成された公正な価格といえるか否かを認定することを要」するとしている。ここでは、「公正な手続きによって形成された価格」については述べられているが、それが企業価値を反映する公正な価格であるかどうかを問題としていない。

§3 全部取得条項付種類株式の取得価格と反対株主の株式買取請求における買取価格

全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立事件において、最決平成21年5月29日において、田原睦夫裁判官は補足意見として、「公正な価格を算定する上での考慮要素は、必ずしも株式買取請求権行使の場合と一致するとは限らない」⁶⁶⁴としつつ、「取得価格も裁判所が決定するものである以上、株式買取請求権行使の場合と同様、公正な価格を意味するものと解すべきである」と述べているが、「公正な価格」を意味するという解釈は、その後の裁判例において受け入れられている。

そうであるとすれば、原理的に、全部取得条項付種類株式の取得価格も、反対株主の株式買取請求の場合の価格と同様、株価形成論によって決定することになると考えられる。そして、最決平成28年7月1日において、小池裕裁判官は、補足意見として、「株式価格の形成には多元的な要因が関わることから、種々の価格算定方式が存する」、「公正な手続等を通じて買付け等の価格が定められたとは認められない場合には、裁判所が取得価格を決定することになるが、その算定方法は市場株価分析によらざるを得ないこともあろう。ただし、裁判所が裁量権の行使に当たり、関係当事者等の経済取引的な判断を尊重してこれに委ねるべきか否かを判断するに当たっては、この方式が株式価格に関する多元的な要因を広く捉えるものとはいいがたいという点も考慮する

⁶⁶⁴ この点を取り上げた論稿としては、たとえば、弥永真生「反対株主の株式買取請求と全部取得条項付種類株式の取得価格決定(上)(下)」商事法務 1921号4頁、1922号(2011年)40頁参照。

必要があろう。」と述べている。

このことは、株価形成過程において、当該株式の市場価格の考慮だけでは足りない場合には、企業価値の要因として、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどの考慮がどの段階かにおいて、必要となることを意味すると考えられる。そもそも、上場株式と非上場株式とで、理念的に、全部取得条項付種類株式の取得価格として決定すべき価格の内容が異なることと解することは不適切であるが、非上場株式に係る価格決定においては、当然、企業価値に基づく価格決定、企業価値を前提とする価格決定がなされなければならないはずである。

全部取得条項付種類株式の全部取得は株主の意思にかかわらず、株式の強制的に取得(収用)するものであることに鑑みると、全部取得条項付種類株式の取得価格は反対株主の株式買取請求における買取価格を下回ることを正当化できる根拠は存在しないものと考えられる。すなわち、全部取得条項付種類株式の取得価格は企業価値を按分した額を下回る価格であってはならない。

この点で、たとえば、最決平成 28 年 7 月 1 日における判断には、——申立人である株主が適切な主張をしなかったためなのかもしれないが——疑義が残る。すなわち、当該事件においては、先行する公開買付における公開買付価格の決定において、市場株価平均法、類似会社比準法、及び DCF 法の 3 つが検討されている。しかし、このうち、市場株価平均法と類似会社比準法は、株式価値評価モデルであり、企業価値評価モデルではない。また、DCF 法は、企業価値評価モデルの 1 つであるが、収益力を考慮するのみであり、資産内容や財務状況は考慮しない。しかも、3 つの評価機関の算定した市場株価はいずれの DCF 値をも下回り、企業の収益価値を反映しているといえるか否か不明である。このように考えると、当該公開買付価格が、当該企業の客観的価値を反映した「公正な価格」であったということを確認できる材料は当該事件に係る決定文には表れていない。形だけ「一般に公正と認められる手続」が行われたとしても、内容が企業価値を考慮していないと考えられる場合に、算定された株価を「公正な価格」と呼ぶことはできない⁶⁶⁵と言わざるを得ない。

たしかに、公開買付価格は、多数株主の意志と少数株主の意思を反映した、合理的な市場取引のための「競争価格」である必要から、価格形成過程そのものが独占や強圧のない公正な競争市場の原理に従う必要があることは当然である。しかし、公開買付価格は、全ての応募株主につき均一にしなければならないとする規定（金融商品取引法 27 条の 2 第 3 項など）以外には、明文

⁶⁶⁵ 裁判例は、取得価格の決定につき、市場価格を前提とした公正な手続きを要求しているが、公正な価格を内容として要求しているとまではいえない(鈴木・前掲注(656)175頁)。

の規律は存在しない⁶⁶⁶。公開買付価格が、内容として企業価値の衡平按分を要求されていると解する根拠は、条文上は存在しない。そうであるとすれば、先行する公開買付価格に依拠することができるのかどうかを、裁判所としては審査する必要があるのではないかと考えられる。

しかも、公開買付価格に不満な株主は、公開買付に応じないことができるはずであるが、2段階方式により、公開買付が公正な手続きによって行われ、多数株主が賛同する限り、少数株主は公開買付価格により株式を強制取得される結果となる。株式を市場において第三者に売却することと、株式を強制的に会社を取得されることは、性質が全く異なる。第三者に売却する価格は、公正な競争価格によるべきであるが、会社による株式の取得は、それが事実上の退社を強制する場合には、持分の払戻価格(=反対株主の株式買取請求における「公正な価格」)を下回ってはならないと解するのが論理的帰結である。

また、最決平成28年7月1日の判断枠組みを前提としても、同決定の結論が適切であったかどうかについては確証が持てない。すなわち、「公正な手続等を通じて買付け等の価格が定められた」こと、及び、「少数株主の多数または株式市場によって買付価格が受け入れられた」ことを認定するにあたっては、市場価格に投資者が判断するための情報が完全に反映されていること、公開買付にあたって投資者が判断するための情報が完全に開示されていることが前提となるはずである⁶⁶⁷。しかし、この点が当該決定においては認定されていない。

たとえば、東京高決平成22年10月27日は、「株式公開買付前1か月の平均株価には、将来の業績見通しは反映していないので、公開買付のプレミアム等を参考に将来の業績見通しによる期待利益を加算する」という論理構造を採用している。このような議論の組立てからは、「一般の市場流通株式には、支配株主の将来の業績見通しは反映していない」と考えることになろう。すると、通常、株価に反映しているのは、支配力のない株主の将来業績見通しであると考えられる。また、株式の市場価格は、原理的には当該企業の客観的価値を反映したものであるが、企業価値を100%反映したものであること(完全性)は、実証されていない。とりわけ、公開されていない情報を株価に織り込むことはできない。

たとえば、東京高決平成25年10月8日は、「Y社においてXらに対して事業計画書を開示する義務はなく、株式価値算定の客観的相当性の問題としてX側算定書がY社の事業計画等に基づいていないことを考慮することはやむを得ない」と判示しているが、このことは、投資者の意思決定にとって重要な情報が一般投資者にとっては入手不可能であり、その結果、市場株価に重要

⁶⁶⁶ 江頭・前掲注(15)253頁。

⁶⁶⁷ 飯田・前掲注(6)286頁以下も参照。

な情報が反映されていない可能性を示唆するばかりか、ある公開買付価格が「少数株主の多数または株式市場によって受け入れられた」と評価できる前提が欠けていたことを認定しているのではないかとすら思われる。

このように考えると、かりに、手続的正義に重点をおいて裁判所が判断するとしても、公正な手続というためには十分かつ適切な情報が開示され、それが市場において消化されていることが前提となるはずであるから、それを確かめるためには、先行する公開買付価格あるいは全部取得条項付種類株式の取得価格が企業価値の按分を下回らないかどうかを判断せざるを得ない場合がありそうである。すべての重要な情報が開示されていること、及び市場価格に情報を完全かつ即時に反映されるという意味における市場の効率性についての実証的基礎なしに、市場価格に依拠することは、価格決定が裁判所の裁量にゆだねられているとはいえ、適切であるとはいえない⁶⁶⁸。

⁶⁶⁸ 米国市場の方が日本市場よりも、少なくともセミ・ストロング型の効率性が認められるとされている（小林・前掲注（315）244頁）にもかかわらず、米国デラウェア州裁判所は市場価格を重視することなく、株式買取請求における公正な価格を決定していることについては第4章参照。

終章 総括と今後の課題

§1 退社権としての反対株主の株式買取請求権

我が国の会社法が定める反対株主の株式買取請求権⁶⁶⁹は退社権であると位置付けることが適当である^{670,671}。たとえば、最決平成 23 年 4 月 19 日も、株式買取請求権を「反対する株主に会社からの退出の機会を与える」ものとして位置付けている。会社法には、反対株主の株式買取請求権が行使された場合の価格のほかに、譲渡制限株式の売買価格の決定(144 条・172 条)、全部取得条項付種類株式の全部取得の場合の取得価格(172 条)、及び、特別支配株主による株式売渡請求における価格(179 条の 8)について当事者の申立てにより、裁判所が(公正な)価格を決定する旨の規定が設けられているが、第 1 章及び第 7 章で述べたように、反対株主の株式買取請求の場合の価格決定とは異なり、退社権としての位置付けは認められない。

反対株主の株式買取請求権を退社権であると位置付けることが自然であると考えられる根拠としては、第 1 に、反対株主の株式買取請求という制度は米国法から継受したものであるところ、米国における当該制度の沿革⁶⁷²からは退社権であると評価することが最も無理がない(第 5 章)⁶⁷³。

⁶⁶⁹ わが国の買取請求権制度については、株主の利益に重大な関係のある事項につき、多数決を認めるとともにこれを修正し、少数派株主に投下資本を回収する途を与えて救済する制度であるという説明が一般的である。落合誠一編・前掲注(543)97頁〔柳明昌〕、森本滋編『会社法コンメンタール18』(商事法務・2010)95-96頁〔柳明昌〕。もっとも、最近では、少数株主に公正な価格を保障することにより多数派の機会主義を監視する機能が重視されているとも述べられている(詳細については、飯田・前掲注(6)225頁以下。また、簡略には、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整」法学協会雑誌98巻6号(1981年)811-814頁、落合編・前掲注(543)97頁〔柳〕、森本編・前掲注(669)96頁〔柳〕など参照)。もっとも、これらの理解は、反対株主の株式買取請求権が退社権の性質を有するという見解と矛盾衝突するものではない。

⁶⁷⁰ 関・前掲注(230)243頁参照。大隅健一郎『新訂会社法概説』(有斐閣、1975年)97頁。

⁶⁷¹ 初期の米国の議論にみられるように、株式買取請求制度の本質は、株式に流動性を与えることを主たる目的とするという考え方もありうる。このように解するのであれば、上場株式には買取請求権を認める必要がないし、株式も会社に限らず他の株主ないし第三者に買取らせることができるという制度になるはずである。もし第三者が買取るのであれば、株主総会における議決権の行使には意味がない。実際、欧州諸国においては、セル・アウトの制度があり、これは、まさに流動性を与えるための制度であるということができし、我が国における譲渡制限株式の譲渡不承認の場合の買受人の指定または会社による買取りは流動性を与えるという目的によるものと位置付けられる。なお、流動性を与えることのみを目的とするなら、買取価格は、公正な価格ではなく、取引価格として時価が適切であることになる。

⁶⁷² 米国において、組織再編の株主総会決議が全員一致(See e.g., Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2d edition, 1995, at 642)から多数決へ移行の過程において株式買取請求権が発生したと理解されている(伊藤紀彦「アメリカにおける株式買取請求権の発生と発展」中京法学1巻1号(1966年)259頁, 261頁, 266頁, 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(五・完)」法学協会雑誌99巻2号(1982年)244頁など)。ただし、神田は、全員一致原則に服することなく合併などを行うための制度として導入されたという見方と、多数決での合併が許容された後、少数株主を保護するために認められた制度である

第2に、我が国においても、反対株主の株式買取請求は、——合併についてはあてはまらないが——昭和25年改正にあたっては、たとえば、営業の全部の譲渡を株主総会の特別決議という多数決によって行うことができる⁶⁷⁴とすることと同時に導入されたという沿革がある。また、反対株主の株式買取請求が認められていることが、さまざまな組織再編行為、とりわけ株式交換や株式移転を株主総会の特別決議で行うことの許容性の根拠の1つと考えられてきたし、組織再編行為や定款変更における取締役等の経営判断や株主総会の判断が尊重され、反対株主が承認決議等の瑕疵を争うことができる範囲を狭く解し、ひいては組織再編行為や定款変更の無効を主張できることは例外的な場合であると位置付ける根拠の1つとなってきたと推測される(第6章)。とりわけ、既存株式の内容を変更する定款変更決議⁶⁷⁵が許容されていることを正当化できるのは、反対株主の株式買取請求が認められているからであるということができそうである。

第3に、反対株主にのみ認められる権利であると位置付けられており、株主総会等において反対することができたにもかかわらず反対しなかった株主には認められないという建て付けになっていることに鑑みると、ある会社の行為により損害を被る株主の不利益を補償するという面だけではなく、株式取得の前提が、自己の意思に反して、組織再編行為や定款変更によって失われた場合に、株式会社の社員である地位から離脱し、「会社」に対する持分の払い戻し⁶⁷⁶を受けることを認めるという趣旨を含んでいると解される。社会主義計画経済の失敗から考えて、会社が事業の内容を根本的に変更しようとするときには、株主は変更事業に対して継続投資を強要されないと考えるべきである。事業の選択に関しては、株主は多数決原理に従う必要はない。そうであれば、株式買取請求制度の趣旨は、自己の反対する事業に対する出資を引き揚げることを認めるものであると解する退社説を採用するのが適切であると考えられる。

第4に、反対株主の株式買取請求権は会社に対するものであり、会社は取得した株式を資産としてではなく、資本(株主資本)の控除項目として会計上認識することとされている。これは、ま

という見方を紹介している(前掲・246頁)。

⁶⁷³ 米国においてはそのように理解され、それを日本法が継受したという点については、西島彌太郎「株式買取請求権」田中耕太郎編『株式会社法講座 第3巻』(有斐閣・1956年)982-983頁、大隅他・前掲注(541)221頁など参照。

⁶⁷⁴ 持分会社においては、定款に別段の定めがない場合には、総社員の同意なしには定款変更や組織再編行為は行うことはできない。

⁶⁷⁵ ただし、取得条項付株式とする場合には取得条項付株式とされる株式に係る株主全員の同意が必要である。

⁶⁷⁶ 昭和25年改正により反対株主の株式買取請求が認められたことに対しては、学説及び実務から強い批判が加えられたが(神田・前掲注(672)98巻6号810-815頁参照)、これは、反対株主の株式買取請求を認めることが、実質的には、退社とそれに伴う持分の払戻しを認めるものであると理解されたためであると推測される。

さに、会社が持分を払い戻したという考え方と整合的である。持分会社の場合と異なり、会社が当該自己株式を消却するか否かの選択権を有し、会社は自己株式を処分することができること、ならびに、資本金及び資本準備金は分配規制上の数値であるため、自己株式の取得によって、資本金及び資本準備金の額が当然に減少するとすることが不都合であるため、自己株式として認識されるものの、——株式買取請求権というネーミングにかかわらず——経済的に見れば持分の払戻しと同じである。そして、反対株主の側から買取りを求めるというのであるから、実質的に評価すれば、反対株主には退社権があるということになる。

反対株主の株式買取請求権は退社権であることを前提として、裁判所が価格を決定する場合には、残余財産分配が会社財産を按分する形で行われ、株式の種類及び数に応じて行われるのと平行に、会社の企業価値を配分するというというアプローチによることが自然である。企業価値を配分するというというアプローチは、第5章でみた、米国のデラウェア州の裁判所が採用するものにほかならない。また、第6章でみたように、我が国の裁判所も、どの程度、意識的であるかはともかく、企業価値を適切に配分するのが反対株主の株式買取請求があった場合の価格決定であるとしている。そして、残余財産分配や持分会社における持分の払戻しと平行に捉えるのであれば、どの株主が保有している株式なのかは問題とされないから、いわゆるマイノリティ・ディスカウントや非流動性ディスカウントが「公正な価格」に反映されるということは整合的な考え方であるとはいえない⁶⁷⁷。

§2 市場価値と企業価値

第4章では、企業の価値は配当還元法（そもそも、配当還元法は企業価値の算定技法としての適格性を有しない）⁶⁷⁸によってもDCF法⁶⁷⁹によっても正確に表すことはできないこと⁶⁸⁰、株式市

⁶⁷⁷ 岸田・前掲注(3)19頁。

⁶⁷⁸ なお、米国デラウェア州衡平法裁判所は、*William v. Anderson-Clayton & Co.*事件判決(159 A.2d 278(Del. Ch. 1960))において、「最高裁判所は *Tri-Continental Corp. v. Battye* 事件において収益と共に配当を考慮要素として言及しているが、デラウェア州判例で配当を独立の要素とした先例はない。この事案においても、配当は収益に密接に関連し、価値要素として近接している。」として、配当の考慮を排除した。デラウェア州では、配当は企業価値を算定する考慮要素とならないとする判例法理が完成している。

⁶⁷⁹ 江頭憲治郎「裁判における株価の算定」司法研修所論集 122号（2012年）77頁は、DCF法の適用にあたっては、遊休資産は直ちに売ってしまうという仮定で、見積もりキャッシュフローを計算すべきであると主張している。

⁶⁸⁰ 割引率の選定にあたって、上場株式についてはしばしば β が用いられるが、たとえば、日本の東証1部市場のデータからは、CAPM理論の β は必ずしも有意に成立しないことが実証されている(小林ほか・前掲注(315)99頁)。日本でCAPMを利用するにあたっては、慎重な検討が必

場は企業内容に対する正確な情報を与えないと企業価値を正確に反映した価格を形成しないことを明らかにした⁶⁸¹。現在までのところ、(i)企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどを正確に把握し、(ii)類似企業群が形成する投下資本と収益の関係から産業の均衡収益率を採取し、(iii)類似上場会社群の市場株価形成モデルを回帰式により作成すると、原理的には、当該企業の客観的価値を反映した市場価値が得られると考えられる。

1. 投資家の企業評価を反映する関数としての市場

(1)企業価値と市場価格の関係

最決平成23年4月19日(TBS株式買取価格決定事件)は、「株式が上場されている場合、一般に、市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されているとすることができる」と述べて、株式価格形成論の骨格を与えた。ここには、①企業価値を反映した株価は公正な価格であるという仮定と、②非上場株式であっても企業価値を反映した株式の価格は上場株式と同様に公正な価格であるという仮定の2つが前提にあると考えられる。

問題は、「当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されている」という点にある。株式市場では、ある企業に対し、より高い価値を見出した投資家が、より高い株価を付けてその株式を取得することができる。この市場の構造を反映させると、多数株主が会社の株式を完全取得するには、会社は反対株主の出資持分に対し、多数株主が認めた価格を支払わなくてはならない。

これが正しいとすると、次式が成立する。

$$\text{「公正な価格」} \times \text{発行済株式総数} = \text{企業価値} \cdots \cdots \text{①}$$

これに対し、デラウェア州の判例は、企業価値を按分したものが公正な価格であると考える。

$$\text{企業価値} \div \text{発行済株式総数} = \text{「公正な価格」} \cdots \cdots \text{②}$$

要である。また、株式市場全体の株式収益率が均衡を求めて収斂することが実証的に裏付けられていないので、株式リスク・プレミアムが有効な概念として成立するか否かも不明である。

⁶⁸¹ 「市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されている」というためには、情報が完全であること、すなわち、市場参加者が、企業の将来事業計画を詳細に知り、企業の(オンバランス及びオフバランスの)無形資産の内容を詳細に知り、真の競争会社群を特定できることが、株価が企業価値を正確に反映するために必要である。そして、情報が株価に完全に反映する限り、そこには、マイノリティ・ディスカウントもマジョリティ・プレミアムも存在しないと思われる。逆にいうと、公開買付価格にプレミアムが生じるのは、買付者の有する企業情報が他の一般投資家の有する企業情報よりも詳細かつ正確であり、企業価値を高く評価できるからであると考えられる。この考え方からすると、MBOの場合に支配プレミアムが高くなる傾向があることを説明できる。経営者の知る情報は、企業秘密に及ぶからである。

①式と②式は、論理的に逆の関係にあるので、一致するとは限らない。もしこの①式が線形でないとすると、「企業価値を反映した価格」と「企業価値を按分した価格」とは、一致しない。

上述のように、反対株主の株式買取請求権は退社権であると解すると、上場株式会社であるか非上場株式会社であるかによって「公正な価格」の概念が異なるということは不自然である。そして、我が国の現行会社法は上場株式会社であるか非上場株式会社であるかによって「公正な価格」の判断枠組みが異なるとは規定しておらず、また、それを示唆していない。

そうであれば、最決平成 23 年 4 月 19 日などの裁判例は、上場株式会社については、市場株価に「当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されている」から、市場株価が企業価値を発見するためにきわめて有力な資料であることを言っているにすぎず、上場株式会社についても会社の企業価値が「公正な価格」を規定するという原則論を放棄しているわけではないと理解すべきである（ただし、市場価格にはマイノリティ・ディスカウントは反映されているから、市場価格そのものが企業価値を按分したものとはいえない点には留意する必要がある⁶⁸²）。このことは、上場株式の場合であっても、——理念的には——市場株価が企業価値を反映しているかどうかについて審査が必要であり、企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しに照らして理論的に算定された企業の客観的価値と突き合わせてみる必要があるということにもつながる。

さらに、株主価値の最大化が図られていないような経営がなされている場合には資本効率が悪いことを前提に市場株価が形成されている可能性があるが、反対株主の株式買取請求において価格決定の基礎となる企業価値は資本の最有効利用を前提として算定されるべきであるとすれば⁶⁸³、市場株価に発行済株式総数(自己株式控除後)を乗じて得た数値は企業価値とは一致しないことになる。

ところで、第 7 章で取り上げた全部取得条項付種類株式の取得価格の決定が問題とされた事件については、いずれも、公開買付けが前置されていたわけであるが、公開買付価格の決定にあたっては、第三者評価機関の算定結果を考慮に入れている。そして、裁判所も、それを前提として、公開買付価格と同額を取得価格（全部取得条項付種類株式の全部取得の文脈における「公正な価

⁶⁸²江頭・前掲注(679)(司法研修所論集 122 号)58-59 頁は、市場株価を日本の裁判例は過度に重視していると批判している。江頭の指摘によれば、デラウェアの裁判所はセミ・ストロング型の効率的資本市場仮説が米国においても成り立たないと考えている（同 45 頁）からこそ、企業価値を把握して、それに基づいて公正な価格を決定している。そもそも日本の資本市場がセミ・ストロング型の意味において効率的であるかは確かめられていない、仮説にすぎないと主張しているともみることができる。

⁶⁸³ 江頭・前掲注(679)(司法研修所論集 122 号)78 頁は、「株式買取請求等の場合の公正な価格は、株主価値が最大化されたときの株価だという前提」によるべきであるとしている。

格)とすることが適切であるとしている。この場合に、第三者評価機関は市場価格のみならず、さまざまな手法を用いて、「企業価値」を算定し、それを按分して、「公正な価格」についての意見を表明するのが実務である。

このことから、①式と②式との間に一致があるかどうかを一応確かめることが必要であろう⁶⁸⁴。そして、一致しているということが確保できないような場合には、反対株主の株式買取請求における「公正な価格」は②式の発想によって算定されるというのが会社法における反対株主の株式買取請求における「公正な価格」を裁判所が形成するにあたって適切な方向であると考ええる。

(2) 市場価値・DCF 価値と公正な価格

一般に非上場株式には、市場価格は存在しないが、市場価値は存在する場合が多い。同一産業を構成する全類似会社群の市場株価と「当該(類似)企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなど」による企業価値とを回帰分析することにより、非上場会社であっても、市場価値をシュミレートするモデルを作成することができる(第4章§4参照)。

(資産内容、財務状況)→資産価値、(収益力、将来の業績見通し)→収益価値と整理することができれば、このモデルは(資産価値、収益価値)→市場価値の形に定式化できることになる⁶⁸⁵。これは最高裁判所の「当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されている」とする株式評価理論に合致している。ただし、回帰分析である以上、線形であるとは限らない。

逆に考えると(reverse engineering approach)⁶⁸⁶、上場株式において、当該企業の((資産内容、財務状況)、(収益力、将来の業績見通しなど))→市場株価という形成原理に基づくモデルに、類似会社群の株価データと財務データをインプットすることにより、投資家の予想する資本コストを推定することができ、また実際の株価と比較することにより、モデルが有効に機能するか否か確認することができる。利益予測データとして将来業績を考慮したものを採用すると、当該企業の期待利益のみならず成長を取り込むこともできると思われる。

⁶⁸⁴ 江頭・前掲注(679)(司法研修所論集 122号)71頁は、デラウェアのような考え方を採る必要はないが、日本の裁判例の事案では、「買収者と経営者側が、とにかく今市場にある1株を奪い合う形で市場価格が成立しているような状況…の話で、現在ついている1株の値段掛ける株式数が企業価値です、などとだれも思っていない」のだから、そのような状況においてまで、そこで成立している市場株価を基準にしようとすることは「やめてください」としている。

⁶⁸⁵ この形であれば、2変量回帰分析が使用できる。2変量回帰分析には一意解が存在するが、3変量回帰分析以上になると一意解が存在するとは限らない。

⁶⁸⁶ 石川博行「投資リスクの評価と予測」伊藤邦雄ほか編『体系現代会計学第3巻 会計情報の有用性』(中央経済社、2013年)188頁。

DCF 法は、配当還元法に代わるものとして発達してきた評価方法であるが、設備投資の時期、売掛金買掛金の決済などの変動が大きく、予測しづらい⁶⁸⁷。また、成長期にある企業は、新規投資や売掛債権の増加などにより連続してフリー・キャッシュフローが赤字になるという問題がある。もともと DCF 法は、売上が定常的な企業に採用される直接還元法と違って、当該企業の売上が成長するなどの条件があるときに採用されるべき方法であるから、成長企業の評価に失敗することは DCF 法の致命的な欠点である。

「配当は文字どおり株主への富の分配であり、フリー・キャッシュフローは企業内部での本業部門から財務部門へのキャッシュの移動を測定しているにすぎない。これらの指標は企業の富の創出をせいぜい間接的に測定することしかできないため、企業が生み出す富によって決まる企業価値の測定のために妥当な指標ではない。」⁶⁸⁸とするのが、現代会計学の結論である。この結果、企業価値評価モデルは、資産価値と恒常的利益と超過利益などを同時に考慮したモデル⁶⁸⁹に移っていった。

第4章で概観したように、企業価値を測定する方法として絶対的なものはない。そして、企業価値を按分して「公正な価格」を形成するのだとすれば、少なくとも、市場株価を平均したものが公正な価格であるとか、市場価格の代わりに DCF 価値を採用すべきであるといった、決定的な結論を出すことはできない。米国デラウェア州の裁判所が判示するように、企業の内在する真の価値は、いろいろな要素から形成されるものであり、一つの魔術的な公式から導き出されるものではない。また、公正な価値は類似会社比準法や加重平均法のように線形構造を持つとは限らず、企業の成長性は DCF 法では表せないが市場株価はそれを考慮している可能性があるなど。断片的な知識がいくつか得られたに過ぎない。

2. ケース・スタディ

上述のように、(i)企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどを正確に把握し、(ii)類似企業群が形成する投下資本と収益の関係から産業の均衡収益率を採取し、(iii)類似上場会社群の市場株価形成モデルを回帰式により作成することによって、当該企業の客観的価値を反映した市場価値を求めるということが適切であるとしても、①式と②式との間に一致があると言えるのか、Z 警備保障会社を例にとって、当該企業の客観的価値を反映した市場価値を求めてみるこ

⁶⁸⁷ 八重倉孝「評価モデルと会計情報」伊藤邦雄ほか編・前掲注（686）346頁。

⁶⁸⁸ 八重倉・前掲注（687）347頁。

⁶⁸⁹ Ohlson model など。

ととする。

まず、警備保障事業を主たる事業として行う上場会社を全て選び出し、株式市場データを利用して長期に均衡すると考えられる株式収益率を求め、基準日の営業活動による恒常的純利益を資本還元する割引率⁶⁹⁰を求める。

Z社は非上場会社、基準日の時価純資産額は 226,072,791 円、恒常的純利益予想は 15,021,787 円、発行済株式総数は 70,000 株。

i) 収益価値の計算

①裁定市場を形成する類似会社群の決定

会社四季報より、警備を主たる事業とする会社を全て抽出し、類似上場会社群を選定する。財務データは基準日に近い各社の決算短信より採取する。株価は基準日の終値。

会社名	1株純利益 円	1株純資産 円	基準日株価 円
2331 ALSOK	134.65	1574.74	2576
4342 セコム上信越	204.64	2858.83	2614
4664 RSC	17.33	422.07	251
4754 トスネット	91.94	609.20	575
9686 東洋テック	42.35	1764.59	950
9735 セコム	345.42	3345.06	6415
9740 CSP	48.02	1244.16	1028

(注)大日方隆の実証(前掲注(167)21頁)を参考に、純資産は基準年度期末、純利益(期待利益)は翌年度期中のデータを採用。

②株式の収益率の計算

類似各社の財務データから、一株当たり純利益と市場株価を利用して、株式収益率を計算する。

⁶⁹⁰ 割引率となる株式収益率は、大日方隆(大日方・前掲注(167)300頁)の研究を参考に、当該企業の類似会社群が形成する市場均衡によって認識すべきである。大日方によれば、企業の利益率は所属する産業の平均利益率に回帰する。超過利潤は、競争によって、長年にわたって維持することは困難であると考えられる。この平均回帰現象は、大日方によって、売上総利益率、営業利益率、経常利益率の各段階の利益率において実証された。同時に利益/前期末純資産の中央値への回帰傾向についても実証されている。特に競争均衡する恒常的利益の重要さは、市場均衡収益率の中核をなすといえるであろう。

会社名	1株利益	株価	%	備考
2331 ALSOK	134.65	2576	5.2271	
4342 セコム上信越	204.64	2614	7.8286	
4664 RSC	17.33	251	6.9044	
4754 トスネット	91.94	575	15.9896	
9686 東洋テック	42.35	950	4.4579	
9735 セコム	345.42	6415	5.3846	
9740 CSP	48.02	1028	4.6712	

(注)4754 トスネット(本社仙台)は東北復興需要によるもの。異常値ではない。

株式の収益率は、正規分布で近似しうると考えられるので⁶⁹¹、正規分布の性質から、各社の株式収益率の平均値を資本化率として採用する。

$$\text{資本化率} = (5.2271 + 7.8286 + 6.9044 + 15.9896 + 4.4579 + 5.3846 + 4.6712) \div 7 = 7.2091\%$$

③対象会社の事業の収益価値の計算

$$\text{収益価値} = \text{純利益} \div \text{株式収益率}$$

$$= 15,021,787 \text{ 円} \div 7.2091\% = 208,372,570.78 \text{ 円}$$

$$1 \text{ 株収益価値} = \text{収益価値} \div \text{発行済株式総数}$$

$$208,372,570.78 \text{ 円} \div 70,000 \text{ 株} = 2,976.75 \text{ 円}$$

ii) 対象会社の純資産価値の計算

$$1 \text{ 株純資産価値} = 226,072,791 \text{ 円} \div 70,000 \text{ 株} = 3,229.61 \text{ 円}$$

iii) 株式の市場価値の決定

① 競争市場を構成する各社の純利益(期待値)を収益率により割引くことにより、収益価値を算出する。純資産価値は、各社決算短信による。(単位 ; 円)

⁶⁹¹ 青山護「マーケット・モデルの検証」『企業評価と経営財務』（中央経済社、1980年）。

会社名	収益価値	純資産価値	基準日株価
2331 ALSOK	1,867.78	1574.74	2576
4342 セコム上信越	2,838.63	2858.83	2614
4664 RSC	240.39	422.07	251
4754 トスネット	1,275.33	609.20	575
9686 東洋テック	587.45	1764.59	950
9735 セコム	4,791.44	3345.06	6415
9740 CSP	666.10	1244.16	1028

②類似企業群の裁定市場でどのように株価が形成されるかを調べるために、基準日における裁定市場での株式価格を独立変量、株式の収益価値と純資産価値を従属変量として、回帰式を求める。

$$\text{株式価格} = -344.2042 + 1.1269 \times 1 \text{ 株収益価値} + 0.2534 \times 1 \text{ 株純資産価値}$$

p 値は、0.005331 であるので統計的に有意である。但し株価の有効範囲は正に限る。

③株式の市場価値の決定

回帰式を使用して、企業価値より形成される株式価値を求める。

$$1 \text{ 株収益価値} = 2,976.75 \text{ 円} \quad 1 \text{ 株資産価値} = 3,229.61 \text{ 円}$$

$$\text{市場価値} = -344.2042 + 1.1269 \times 1 \text{ 株収益価値} + 0.2534 \times 1 \text{ 株純資産価値}$$

$$= -344.2042 + 1.1269 \times 2,976.75 + 0.2534 \times 3,229.61$$

$$= 3,828.68 \text{ 円}$$

(3) 検討

収益価値の市場ウェイトを α 、資産価値の市場ウェイトを β とすると、通常次式が成立する。

$$\text{市場価値} = \alpha (\text{収益価値}) + \beta (\text{資産価値}), \alpha + \beta = 1, 1 > \alpha > 0, 1 > \beta > 0.$$

この式は市場価値が収益価値と資産価値の間にあるとする暗黙の前提がある。しかし本事例の Z 社株式の市場価値 3,828.68 円は、収益価値 2,976.75 円よりも高く、また資産価値 3,229.61 円よりも高い。これは市場が、Z 社に期待することを示している。DCF 法はこの問題を解決できるかどうかはわからない。成長企業の運転資本は増大し、キャッシュ・フローは悪化するのが大半だからである。本事例は、市場価値を採用すると、公正な価格は、企業価値の按分値と一致するかどうかかわからないことを示している。実際の市場データに着目しても、セコムの株価は収益価値と資産価値を上回り、セコム上信越の株価は収益価値と資産価値を下回っている。

3. 得られる示唆

デラウェア州の裁判所は、「公正な価値(the fair value)」を求めるにあたって、企業価値を発行済株式総数により按分して、株式価値を形成し、按分した株式価値をそのまま(プレミアムやディスカウントを考慮せずに)株式価格として決定する。これに対し、日本の裁判所は、「当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映」している価格は「公正な価格」であると考え。線形を前提としない限り、デラウェア州最高裁判決と日本の最高裁判決の評価原理は一致しない。そして、上記の例に現れているように、線形を前提とできるとは言い切れない。他方、企業価値を反映しない価格は「公正な価格」ではないとしても、投資家の将来予測が企業者に勝る場合も多い。しかしこのような要素は、どこまでが「公正な価格」の考慮要素となるのであろうか。

いずれにせよ、反対株主の株式買取請求権は退社権であり、その結果、反対株主には企業価値に対する持分を払い戻す(裁判所が決定する価格が持分の経済的価値と一致する)ことが求められることを前提とする限り、市場価格にはマイノリティ・ディスカウントが反映されているのが一般的であることも考え合わせると、裁判所としては、(i)企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどを正確に把握し、(ii)類似企業群が形成する投下資本と収益の関係から産業の均衡収益率を採取し、(iii)類似上場会社群の市場株価形成モデルを回帰式により作成することによって、当該企業の客観的価値を反映した市場価値を求めるという手順を踏んで、①式と②式との一致を確かめ、そこにかい離があるような場合には、企業価値を理論的に算定し、それを按分して価格を決定するというのが理論的には適切であるように思われる。

§3 the operative reality とシナジーの分配

我が国では、デラウェア州における株式価値の司法判断はシナジーを排除する点で日本の株式買取請求制度とは根本的に異なる考える見解もある⁶⁹²

最決平成23年4月19日は、「反対株主に『公正な価格』での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、吸収合併等という会社組織の基本に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確保し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対し

⁶⁹² 永江亘「Highfields capital Ltd.v. AXA Financial Inc., 939 A.2d 34 (Del. Ch. 2007)」近藤光男・志谷匡史編著『新・アメリカ商事判例研究第2巻』(商事法務、2012年)96頁。また飯田・前掲注(6)130頁は、買取価格は合併価格より低くなることを指摘。

てもこれを適切に分配し得るものとするにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある。」と判示した。

他方、シナジーを考慮に入れないとするデラウェア州においても、最高裁判所は *Cede* 判決において、合併の日に効力の発生した現実 (**the operative reality**) となっている事業計画を、公正な価格の考慮要素とする判断を示している。

一般に合併や買収の場合には、事前に調査を行い、シナジー効果が出ることを確認して、企業再編契約が行われるものと推測される。事前に事業提携が行われた上で、最終的に合併・買収に至ることも多い。合併シナジー効果を反対株主に分配するという日本の原理においても、合併日に全く存在しない空想のシナジー効果を分配することは、事実上不可能であろう。では一体、日本のシナジー分配論と米国の **the operative reality** 認識論では、具体的にどこに違いが出るのであろうか。

Cede 判決を踏まえると、(i)合併前に計画として固まっていた(計画)、(ii)合併期日前にすでに契約の履行に着手されていたこと(実施)の2要件のうち、(i)だけで企業価値に影響(シナジー)を与える場合があるかという問題に行き着くのではないかと思われる。日本では DCF 法の採用に当たり、「実施可能にして合理的」な事業計画を前提にすることが求められている。そうだとすれば、日米の差は「実施」と「実施可能」の違いにあることになる。しかし、これでは言葉の遊びに近い。「実施可能にして合理的」な事業は、全て合併の日の **the operative reality** となるものと考えべきである。

たとえば、自動車会社 T 社が、自動車とヘリコプターを製造する S 社を吸収合併して、ヘリコプター部門は譲渡する場合、一旦、赤字又は黒字が出る。整理統合が進むと、合併シナジー効果が現れるものと考えられる。合併契約の前提に、S 社ヘリコプター部門の人員整理・資産売却が具体的に実施可能な程度に合意されていたとしたら、その赤字又は黒字は反対株主に分配されるのであろうか。デラウェア州の裁判例を前提とすると、**a going concern** として赤字は株価に算入しないが、**the operative reality** として黒字は株価に算入することになろう。日本の最高裁判決に従うと、赤字は吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確保するために分配されないが、黒字は吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には分配することができるかと解することになろう。両者の結論はほぼ同じことになるように思われる。

これに対し、S 社が上場会社である場合には、市場が効率的であれば、S 社株価に赤字・黒字が反映することになる。赤字の場合、日本では株式買取請求権を行使して赤字反映前の株価を参照して救済を求めることができるが、デラウェア州では株主は市場で株式を売却するしかない。

ヘリコプター部門の整理が終わり自動車部門の統合が進むとシナジー効果が現れると予想される。その期待利益は株価に反映されるべきであろうか。デラウェア州の裁判例から考えると、その整理統合計画が合併前から具体的に存在し *operative reality* として認識可能な場合には、不確実性を考慮した期待利益が株価に反映されるべきことになる。株式が上場されている場合には、投資家の判断に基づき、不確実性が考慮された期待利益が株価に反映されることになると考えられるので、両者は一致する。他方、整理統合計画がいまだ *product of speculation* であったなら、いずれの場合も期待利益は存在しないので、株価に反映することはない。

問題は日本の場合であるが、最決平成 23 年 4 月 19 日のロジックによると、シナジーに対する期待利益が存在する場合には、それが合併前から存在する実施可能にして合理的な事業計画に基づく認識され得る限り、継続事業を前提にしたナカリセバ価格であっても、その利益は価格に反映されるべきことになる。

このように考えると、日本の判例とデラウェア州の判例の基本的思考には差がなく、単に上場株式に対し合併等により企業価値が一時的に毀損されると考えられる場合の救済方法に違いがあるに過ぎない。これは思想の違いというよりも株式市場の流動性の違いに基づくものと考えられる。日本の株式市場では、流動性の低い銘柄であれば 1 ヶ月間株価がつかないこともある⁶⁹³ので、市場価値以外の公正な価格を考慮することも必要となろう。

米国でも、流動性の低い市場では、上場株式であっても買取請求による救済が認められる⁶⁹⁴。流動性の低い株式銘柄には、支配株主が存在していて、市場株価に企業価値が反映していない場合などがあると考えられる。

§ 4 残された課題

本論文では、反対株主の株式買取請求における「公正な価格」の形成原理について分析を加え、株式買取請求権の法的性質に照らし、企業価値を按分するというアプローチが理論的には適切であること、このようなアプローチを採ることによって、上場株式と非上場株式の「公正な価格」を同じ枠組みで形成することができ、それは現行会社法の規定からも自然であることを示した。

しかし、裁判所が価格を決定する他の場合、すなわち、譲渡制限株式の売買価格の決定(144 条、

⁶⁹³ 例として、名証 2 部ツノダは、2016 年 9 月中は取引がない。日本経済新聞の「上場銘柄数」と「売買成立数」のデータから値付き率を算出すると、2017 年 1 月の東証 1 部の値付き率は 100% に近いが、それ以外の市場の値付き率はこれよりも低く、地方の証券取引所ではさらに低い。旧ジャスダック市場では値付き率は 60%~80% を推移した。

⁶⁹⁴ Pinto & Branson, *supra* note 347, at 162.

172 条)⁶⁹⁵、全部取得条項付種類株式の全部取得の場合の取得価格の決定(172 条)、及び、特別支配株主による株式売渡請求における価格決定(179 条の 8)における「公正な価格」については、分析を加えることができなかつた。これらの文脈において「公正な価格」を裁判所がどのように形成すべきかは今後の課題である。

また、本論文では、反対株主の株式買取請求権を退社権という性質を有するものと理解し、かつ、残余財産分配とパラレルな企業価値に対する持分の払戻しとみてよいから、企業価値を按分したものが「公正な価格」となるという考え方を示したが、かりに、当該株式が種類株式、とりわけ、残余財産分配について特別な定めがなされていたらどうなのか、あるいは、公開会社以外の会社において、株主ごとに格別の取扱いが定められていたらどうなのか(109 条 2 項)という問題を捨象しており、これも、また、残された研究課題である。

さらに、アメリカを除く欧米諸国では、日米のような広範な反対株主の株式買取請求は認められていないが、より狭い範囲での株式買取請求制度は存在する国があり、また、ドイツのように公正な価格との差額支払請求権を認める国もある。そのような制度の下での価格決定のあり方についても、本論文の検討の対象外となっている。

以上に加えて、本論文中に使用した 2 変量回帰式は、必ずしも、法的評価において完成した原理に基づくものではない。実際の市場データによると、多重共線性が存在しなくても、資産価値の偏回帰係数がマイナスになる場合もあれば、収益価値の偏回帰係数がマイナスになる場合もある。これらのケースにおいて、資産価値を考慮しないことは条文解釈からの問題はないのか、また、収益価値の係数がマイナスとは資産の収益力がないことを意味するのか、偏回帰係数が 0.99 を超え p 値がほぼ 0 の場合があるが、それは反って支配株主・経営陣による株価操作を暗示しているのではないか、そもそも株価データの正規化は認められるのかなど、問題は山積している。このため法的評価における統計学の利用に関しては、確実といえる原理及びその範囲を示すことが必要であるが、本論文では研究の一端を示すにとどまっている。しかし、学説・判例の多くが、統計的手法を科学的と認めていること、及び CAPM 論争やウェイト付の困難さから考えてみると、今後、統計学を利用した株式価値の研究は避けて通れないもののように思われる。

現代の統計ソフトは、確率的シミュレーションによっていて、計算過程を明らかにすることができないものが多い。アルゴリズム、プログラム、テストデータを揃えても、その内容を理解で

⁶⁹⁵ かりに、相続人に対する売渡請求の場合については特別支配株主による株式売渡請求あるいは全部取得条項付種類株式の全部取得の場合とパラレルに考えてよいとしても、譲渡制限株式の譲渡不承認の場合に会社が買い取る時があることをどのように考えるべきなのかという問題もある。

きる者は少ない。統計ソフトの信頼性についても、何らかの評価方法が必要であるように思われる。

もっとも、株価がなにによって形成されるかは、必ずしも統計分析が教えてくれるわけではない。実際の株価は、利益よりも、売上高や借入金額と高い相関を示すことがあるが、だからといって、直ちに、そこに因果関係があるとまでは言えない。統計モデルは、株式の評価技法を、より高度に洗練するものにすぎない。

なお、本論文では、どのような場合に株式買取請求が認められるべきかという根本的問題についての検討を十分に行っていない。昭和 25 年改正当時と異なり、株式買取請求が認められる場合は改正を経て増加している。このような法改正に対して批判が加えられることもほとんど見受けられないことからすれば、現在においては、一般論として、株式買取請求制度を設けることに反対する者は少ないと推測される。しかし、会社の基礎的変更に対し反対の少数株主になぜ救済を与えるのか、「投下資本の回収」がなぜ「救済」になるのか、回収とは具体的に何を意味するのか、また、どのように資本を計算するのかなどについては、学説も判例も、いまだ一致をみていない。そして、本論文で論じたように、株式買取請求権を退社権とみるという前提によった場合に、どのような基礎的変更が退社権を認めるのにふさわしいのかという視点からの検討も必要になると思われる。イタリアなどでは会社の目的の変更の場合に株式買取請求が認められ、これこそが——少なくとも抽象論としては——退社権を認めるのにふさわしい事象のようにも思われるが、日本では会社の目的の変更の場合に株式買取請求権は認められていない(これは、日本においては、会社の目的の範囲外の行為であると裁判所が解釈することは事実上なく、定款所定の目的が有名無実化されているからかもしれない)。

現実の事案を分析すると、支配株主の株主権の濫用とともに、少数株主の株主権の濫用もまた数多くみられる。この 2 つの場合の公正な価格は同じものなのだろうか、または、同じ価格が要求されるのは公正といえるのであろうかという問題がある。すなわち、株主の類型に応じて、退社権としての株式買取請求請求が認められるべきかどうか異なる可能性も否定できないように思われる。これらも今後の課題である。

文献リスト

- 相澤哲他編著『論点解説新・会社法』（商事法務、2006年）
青木昌彦＝伊丹敬之『企業の経済学』（岩波書店、1986年）
青山護「マーケット・モデルの検証」『企業評価と経営財務』（中央経済社、1980年）
浅木慎一『日本会社法成立史』（信山社、2003年）
足立浩「企業価値概念の基本的二重性」日本福祉大学経済論集 39号（2009年）
アリストテレス（荒木勝訳）『政治学』岡山大学法学会雑誌 50巻2号（2001年）
飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務、2013年）
飯田秀総「判批」法学協会雑誌 130巻12号（2013年）
飯田秀総「判批」民商法雑誌 145巻3号（2011年）
飯田秀総「判批」『判例セレクト2012 [2]』（2013年）
飯田秀総「判批」『判例セレクト2009－20132』（2015年）
飯野利夫『財務会計論 三訂版』（同文館、1996年）
池谷誠「会社訴訟におけるマーケットモデルとイベント分析の利用 インテリジェンス事件を例として」商事法務 1990号・1991号（2013年）
石井照久「新株式会社法における多数決の反省」『株主総会の研究』（有斐閣、1958年）
石川経夫『所得と富』（岩波書店、1991年）
石川博行「投資リスクの評価と予測」伊藤邦雄ほか編『体系現代会計学第3巻 会計情報の有用性』（中央経済社、2013年）
石塚明人「判批」ソフトロー研究 20号（2012年）
石塚明人「テクモ株式売買価格決定申立事件における計量経済モデル利用上の注意点」青山ビジネスロー・レビュー2 款1号（2012年）
石丸将利「判解」『最高裁判所判例解説—民事篇<平成23年度> [上]』（2014年）
石綿学「判批」金判 1345号（2010年）
石綿学「テクモ株式買取価格決定事件 最高裁決定の検討 株式買取請求権制度における「公正な価格」の判断枠組み」商事法務 1967号・1968号（2012年）
伊藤紀彦「アメリカにおける株式買取請求権の発生と発展」中京法学 1巻1号（1966年）
伊藤靖史「判批」判例評論 647号（2013年）
伊藤吉洋「判批」法学〔東北大学〕 75巻2号（2011年）
岩崎恵一「判批」龍谷法学 43巻4号（2011年）
岩林彪「マルクス価値論における使用価値捨象の誤謬」松山大学論集 13巻4号（2001年）
上柳克郎他編集『新版注釈会社法(12)』（有斐閣、1999年）
上柳克郎他編集『新版注釈会社法 補巻平成2年改正』（有斐閣、2000年）
上柳克郎他編集『新版注釈会社法 第4補巻平成9年改正』（有斐閣、2000年）
上柳克郎「合併」『会社法・手形法論集』（有斐閣、1980年）
受川環大「判批」金判 1480号（2015年）
内田貴『契約の再生』（弘文堂、2005年）
内田貴『民法I 第4版』（東京大学出版会、2008年）
江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」『変革期の企業法』（商事法務、2011年）
江頭憲治郎「取引相場のない株式の評価」法学協会編『法学協会百周年論文集 第3巻』（有斐閣・1983年）
江頭憲治郎『株式会社法[第6版]』（有斐閣、2016年）
江頭憲治郎『会社法の基本問題』（有斐閣、2011年）
江頭憲治郎「裁判における株価の算定」司法研修所論集 122号（2012年）
江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」吉原和志・山本哲生編『関俊彦先生古稀記念変革期の企業法』（商事法務、2011年）

江頭憲治郎「判批」金判 1353 号 (2010 年)
 遠藤美光「判批」『会社法判例百選』(2006 年)
 大黒俊二『嘘と貪欲—西欧中世の商業・商人観—』大阪大学デジタル版
 <http://ir.library.osaka-u.ac.jp/dspace/bitstream/11094/921/1/18920_論文.pdf>
 大黒俊二『嘘と貪欲—西欧中世も商業・商人観』(名古屋大学出版会、2006 年)
 大杉謙一「判批」『判例セレクト 2009—2013 II』(有斐閣・2015 年)
 大杉謙一「判批」私法判例リマークス 41 号 (2010 年)
 大隅健一郎『商法総則』(有斐閣、1974 年)
 大隅健一郎・今井宏『会社法論 下 II』(有斐閣、1991 年)
 大隅健一郎『新訂会社法概説』(有斐閣、1975 年)
 大隅健一郎・大森忠夫『逐条改正会社法解説』(有斐閣、1951 年)
 太田洋「判批」商事法務 1869 号 (2009 年)
 太田洋「テクモ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討」商事法務 1906 号・1908 号 (2010 年)
 太田洋「判批」商事法務 1848 号 (2008 年)
 太田洋「判批」商事法務 1921 号 (2011 年)
 太田裕貴「個別企業ごとに同時逆算されたインプライド資本コストの有用性」経営研究 (大阪市立大学) 第 66 巻第 1 号 (2015 年)
 大塚章男「スクイーズアウトにおける『事業目的基準』の有用性」筑波ロー・ジャーナル 2 号 (2007 年)
 大塚和成「判批」ビジネス法務 9 巻 1 号 (2009 年)
 大村敬一『ファイナンス論入門から応用まで』(有斐閣、2010 年)
 大森忠夫「株主の地位の強化とアメリカ法」京都大学商法研究会『英米会社法研究』(有斐閣、1950 年)
 岡田昌浩「判批」『平成 22 年度重要判例解説』(2011 年)
 岡田昌也「判批」法学研究〔慶応義塾大学〕84 巻 3 号 (2011 年)
 奥野健一他『株式会社法釈義』(巖松堂書店、1940 年)
 落合誠一編『会社法コンメンタール 12 定款の変更、事業の譲渡等、解散、清算 [1]』(商事法務、2009 年)
 小野二郎『企業評価論』(千倉書房、1973 年)
 小野二郎「企業評価論の基礎的考察 (I)」国民経済雑誌 104 巻 5 号 (1961 年)
 小野二郎『証券価格論』(同文館、1979 年)
 大日方隆『利益率の持続性と平均回帰』(中央経済社、2013 年)
 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件 最高裁決定の検討「公正な価格」の算定における裁判所の役割」商事法務 1875 号、1876 号、1877 号 (2009 年)
 亀本洋『法哲学』(成文堂、2011 年)
 川合一郎『川合一郎著作集 3 株式価格形成の理論』(有斐閣、1981 年)
 川口富男「判解」法曹時報 26 巻 3 号 (1974 年)
 川島いづみ「アメリカ会社法における少数派保護の拡大」『現代英米会社法の諸相 (長浜洋一教授還暦記念)』(成文堂、1997 年)
 川島いづみ「判批」金判 1440 号 (2014 年)
 川島いづみ「判批」月刊監査役 584 号 (2011 年)
 川島いづみ「判批」商事法務 2080 号 (2015 年)
 河内隆史「判批」『速報判例解説』10 号 (2012 年)
 河野正憲「判批」法政論集〔北九州大〕2 巻 1 号 (1974 年)
 河村尚志「判批」『私法判例リマークス』38 号 (2009 年)
 河本一郎「判批」商事法務研究 556 号 (1971 年)
 河本一郎・濱岡峰也『非上場株式の評価鑑定集』(成文堂、2014 年)

神田秀樹『会社法入門』(岩波書店、2009年)
神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(五・完)」法学協会雑誌 99 卷 2 号(1982年)
神田秀樹『会社法 第15版』(弘文堂、2013年)
神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準—アメリカ法」江頭憲治郎編『八十年代商事法の諸相(鴻常夫先生還暦記念)』(有斐閣、1985年)
神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整」法学協会雑誌 98 卷 6 号(1981年)
神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 No. 1879(2009年)
企業価値研究会「企業価値報告書」(平成17年5月27日)
岸田雅雄「会社法および税法における株式の評価」神戸法学年報 3 号(1987年)
岸田雅雄「判批」金判 1351 号(2010年)
北川徹「MBOにおける価格決定申立事件再考—サイバードホールディングス事件東京地裁決定を手掛かりに」商事法務 1889 号、1890 号(2010年)
北川徹「判批」商事法務 1889 号(2010年)
北村雅史「判批」商事法務 1941 号(2011年)
木俣由美「株式買取請求権の現代的意義と少数派株主の保護(一)」法学論叢 141 卷 4 号(1997年)
木俣由美「判批」私法判例リマックス 43 号(2011年)
草野真人「判批」『平成22年度主要民事判例解説』(2011年)
忽那憲治『IPO市場の価格形成』(中央経済社、2008年)
久保田安彦「判批」判例評論 638 号(2012年)
経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(平成17年5月27日)
小出篤「判批」『私法判例リマックス』44 号(2012年)
後藤元「カネボウ株式買取価格決定申立事件の検討」商事法務 1837 号・1838 号(2008年)
小林孝雄ほか『新・証券投資論 I 理論編』(日本経済新聞出版社、2011年)
小町谷操三『イギリス会社法概説』(有斐閣、1978年)
紺谷浩司「判批」民商法雑誌 71 卷 2 号(1974年)
斎藤静樹『会計基準の研究』(中央経済社、2009年)
斎藤静樹『企業会計：利益の測定と開示』(東京大学出版会、1993年)
齊藤真紀「判批」商事法務 1973 号(2012年)
酒井太郎「デラウェア・ブロック・メソッドの凋落と株式買取請求権の変容：米国の株式評価論と買取請求権」一橋論叢 112 卷 1 号(1994年)
酒巻俊之「判批」Monthly Report 32 号(2011年)
酒巻俊之「判批」商事法研究 61 号(2008年)
酒巻俊之「判批」商事法研究 68 号(2009年)
桜井久勝「キャッシュ・フロー会計革命」伊藤邦雄編『キャッシュ・フロー会計と企業評価(第2版)』(中央経済社、2006年)
桜井久勝『会計利益情報の有用性』(千倉書房、2001年)
佐野一雄『ファイナンス理論 15 講』(プレアデス出版、2013年)
沢昭二「判批」企業法研究 261 号(1977年)
宍戸善一「判批」ジュリスト 1437 号(2012年)
宍戸善一「非公開株式の評価再論」青竹正一編『現代企業と法』(名古屋大学出版会、1991年)
宍戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」『竹内昭夫先生還暦記念論文集—現代企業法の展開』(有斐閣、1990年)
志田鉦太郎『日本商法論第二編会社』(有斐閣、1900年)
志谷匡史「株式価値の算定—最近の事例を素材に」『現代企業法学の理論と動態』(成文堂、2011)
柴田義明「判解」『最高裁判所判例解説—民事篇<平成24年度>〔上〕』(2015年)
柴田義明「判解」ジュリスト 1455 号 97 頁(2013年)

澁谷展由「判批」『最新金融・商事法判例の分析と展開』（2013年）
 清水建成「判批」判タ 1279号（2008年）
 朱翹楚「判批」ジュリスト 1418号（2011年）
 白井正和「判批」商事法務 2031号（2014年）
 白井正和「判批」民商法雑誌 148巻4・5号（2013年）
 杉江雅彦『株式価格の理論』（多賀出版、1983年）
 鈴木謙也「株式取得価格決定申立事件の審理についての一考察」東京大学法科大学院ローレビュー Vol.9（2014年）
 鈴木竹雄『新版会社法 全訂第1版』（弘文堂、1976年）
 諏訪部貴嗣ほか『新・証券投資論Ⅱ実務編』日本証券アナリスト協会編（日本経済新聞出版社、2012年）
 関俊彦「判批」ジュリスト 493号（1971年）
 関俊彦『[新訂版] 会社法概論』（商事法務、2004年）
 関俊彦『会社法概論 全訂第2版』（商事法務、2009年）
 関俊彦『会社法概論』（商事法務研究会、1994年）
 関俊彦『株式評価論』（商事法務研究会、1983年）
 関口智弘「判批」ビジネス法務 10巻4号（2010年）
 高橋英治「判批」金判 1401号（2012年）
 高橋周史「判批」北大法学論集 64巻6号（2014年）
 高橋真弓「判批」『判例セレクト 2010 [2]』（2011年）
 高山崇彦・保坂雄「判批」商事法務 1837号（2008年）
 滝琢磨「判批」旬刊経理情報 1415号（2015年）
 田中耕太郎『商法総則概論』（有斐閣、昭和11年）
 田中成明『現代法理論』（有斐閣、1984年）
 田中英夫『英米法叢書 英米法総論 上』（東京大学出版会、2006年）
 田中亘編著『数字でわかる会社法』（有斐閣、2013年）
 醍醐總『会計学講義 第4版』（東京大学出版会、2011年）
 辻山栄子「資本と利益」斎藤静樹・徳賀芳弘編著『体系現代会計学第1巻企業会計の基礎概念』（中央経済社、2013年）
 十市崇・山澤奏子「判批」判タ 1370号（2012年）
 十市崇「サンスター事件大阪高裁決定の検討」商事法務 1880号、1881号（2009年）
 十市崇「判批」ビジネス法務 11巻3号（2011年）
 東京大学教養学部統計学教室編『基礎統計学Ⅰ 統計学入門』（東京大学出版会、2013年）
 徳本穰「判批」『金融商品取引法判例百選』（2013年）
 徳本穰「判批」『判例セレクト 2011 [2]』（2012年）
 富山康吉「アメリカ会社法における株主の地位の変遷」京都大学商法研究会『英米会社法研究』（有斐閣、1950年）
 富山康吉「アメリカ会社法における株主の地位の変遷」京都大学商法研究会『英米会社法研究』（有斐閣、1950年）
 富山康吉「アメリカ会社法に於ける新株引受権の原則」民商法雑誌 24巻5号（1949年）
 富山和彦ほか「ナッシュ均衡時代の淘汰・再生メカニズム—産業再生機構における実践的経験に基づく考察」櫻村志郎編著『法動態学叢書 水平的秩序1 規範と交渉』（法律文化社、2007年）
 鳥山恭一「判批」法と政治〔関西学院大学〕 63巻1号（2012年）
 鳥山恭一「判批」金判 1358号（2011年）
 鳥山恭一「判批」金判 1391号（2012年）
 鳥山恭一「判批」早稲田法学 88巻4号（2013年）
 鳥山恭一「判批」法学セミナー55巻7号（2010年）
 鳥山恭一「判批」法学セミナー60巻10号（2015年）

中東正文「判批」『M&A判例の分析と展開〔2〕』（2010年）
中東正文「判批」『平成21年度重要判例解説』（2010年）
中東正文「判批」金判1290号（2008年）
中東正文「判批」金判1329号（2009年）
中東正文『企業結合法制の理論』（信山社、2008年）
中村信男「判批」Monthly Report 81号（2015年）
永江亘「Highfields capital Ltd. v. AXA Financial Inc., 939 A.2d 34 (Del. Ch. 2007)」近藤光男・志谷匡史編著『新・アメリカ商事判例研究第2巻』（商事法務、2012年）
永江亘「判批」金判1457号（2015年）
長畑周史「判批」法学研究〔慶応義塾大学〕84巻4号（2011年）
奈良輝久・林紘司「判批」判タ1371号（2012年）
奈良輝久「判批」金判1377号（2011年）
奈良輝久「判批」法の支配179号（2015年）
新山雄三「判批」ビジネス法務10巻6号（2010年）
西島彌太郎「株式買取請求権」田中耕太郎編『株式会社法講座 第3巻』（有斐閣、1956年）
西尾幸夫「判批」龍谷法学43巻4号（2011年）
日本経済団体連合会「企業価値の最大化に向けた経営戦略」（2006年3月22日）
日本公認会計士協会編『株式等鑑定評価マニュアルQ&A』（商事法務研究会、1995年）
日本公認会計士協会編『企業価値評価ガイドライン改訂版』（日本公認会計士協会出版局、2013年）
野田耕志「株式買取請求権の利用局面の再検討」法学64巻4号（2000年）
蜂谷豊彦「キャッシュ・フロー情報による企業価値情報」伊藤邦雄編集『キャッシュ・フロー会計と企業評価 第2版』（中央経済社、2006年）
早川咲耶「判批」法学協会雑誌133巻2号（2016年）
林俊彦『需要と供給の世界改訂版』（日本評論社、1991年）
原弘明「判批」商事法務1981号（2012年）
廣瀬孝「判解」ジュリスト1486号（2015年）
深澤泰弘「判批」アルテスリベラレス（岩手大学）86号（2010年）
福井義高「公正価値会計の経済的帰結」IMES Discussion Paper No.2011-J-4(2011年)
藤田友敬「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」証券取引法研究会研究記録第15号（財団法人日本証券経済研究所、2006年）
藤原俊雄「判批」金判1409号（2013年）
不破貞春『新訂会計理論の基礎』（中央経済社、1977年）
ヘルマン・レースラー『商法草案上巻』（司法省、1884年）
星明男「判批」『平成27年度重要判例解説』（2016年）
正井章箒「2005年会社法のコーポレート・ガバナンス—基本的論点の検討」永井和之他編『会社法学の省察』（中央経済社、2012年）
松井秀征「判批」商事法務1902号（2010年）
松田暖「判批」ビジネス法務10巻1号（2010年）
満井美江「判批」法律のひろば68巻12号（2015年）
南健悟「判批」商学討究〔小樽商科大学〕66巻4号（2016年）
村松司叙『合併・買収と企業評価』（同文館、1987年）
森まどか「判批」『平成24年度重要判例解説』（2013年）
森まどか「判批」『平成24年度重要判例解説』（2013年）
森嶋通夫『無資源国の経済学新しい経済学入門』（岩波書店、2008年）
森田果「判批」商事法務1910号（2010年）
森本滋編『会社法コンメンタール17』（商事法務、2010年）
森本滋編『会社法コンメンタール18』（商事法務、2010年）

森山恵里香「判批」西南学院大学法学論集 21 卷 1 号 (1988 年)
諸井勝之助「経営財務講義 第 2 版」(東京大学出版会、1995 年)
諸田實ほか『商業史』(有斐閣、1994 年)
八木弘「いわゆる授権資本制度をめぐって」京都大学商法研究会『英米会社法研究』(有斐閣、1950 年)
弥永真生・ジュリスト 1441 号 (2012 年)
弥永真生「株式買取請求に係る『公正な価格』」民商法雑誌 145 卷 3 号 (2011 年)
弥永真生「判批」『会社法判例百選[第 2 版]』(2011 年)
弥永真生「判批」『会社法判例百選』(2006 年)
弥永真生「判批」『私法判例リマックス』38 号 (2009 年)
弥永真生「判批」ジュリスト 1387 号 (2009 年)
弥永真生「判批」ジュリスト 1366 号 (2008 年)
弥永真生「判批」ジュリスト 1384 号 (2009 年)
弥永真生「判批」ジュリスト 1399 号 (2010 年)
弥永真生「判批」ジュリスト 1404 号 (2010 年)
弥永真生「判批」ジュリスト 1483 号 (2015 年)
弥永真生「判批」民商法雑誌 145 卷 3 号 (2011 年)
弥永真生「反対株主の株式買取請求と全部取得条項付種類株式の取得価格決定」商事法務 1921 号、1922 号(2011 年)
弥永真生『「資本」の会計』(中央経済社、2005 年)
弥永真生『リーガルマインド会社法 [第 14 版]』(有斐閣、2015 年)
弥永真生『会社法新判例 50』(有斐閣、2011 年)
柳明昌「判批」『金融商品取引法判例百選』(2013 年)
柳明昌「判批」『私法判例リマックス』46 号 (2013 年)
柳明昌「判批」私法判例リマックス 41 号 (2010 年)
柳明昌「判批」民商法雑誌 151 卷 3 号 (2014 年)
山口重克『価値論・方法論の諸問題』(御茶の水書房、1996 年)
山下友信編『会社法コンメンタール 3 株式 [1]』(商事法務、2013 年)
山下眞弘『会社営業譲渡の法理』(信山社、1997 年)
山本真知子「判批」『平成 23 年度重要判例解説』(2012 年)
山本真知子「判批」法学研究〔慶応義塾大学〕82 卷 8 号 (2009 年)
山本真知子「判批」法学研究〔慶応義塾大学〕86 卷 2 号(2013 年)
有紀新「判批」金判 385 号 (1973 年)
湯原心一「判批」早稲田法学 90 卷 4 号 (2015 年)
吉原龍介『需要と供給の経済学 (第 2 版)』(学文社、1998 年)
林天宇「判批」ジュリスト 1408 号 (2010 年)
若松亮「判批」判例タイムズ 1279 号 (2008 年)
和田宗久「判批」Monthly Report 42 号(2012 年)
和田宗久「判批」『速報判例解説』12 号 (2013 年)

Aquinas, T., *Summa Theologiae* (トマス・アクィナス (稲垣良典訳)『神学大全 18 第Ⅱ-2 部第 57 問題—第 79 問題』(創文社、1985 年))
Ballantine, Henry Winthrop, *On corporations*, Callaghan, 1946
Banz, Rolf W., *The relationship between return and market value of common stocks*, 9 Journal of Financial Economics 3 (1981)
Basu, Sanjoy, *The relationship between earnings yield, market value and the return for NYSE common stocks: Further evidence*, 12 Journal of Financial Economics 129 (1983).
Bergerman, Milton M., *Voting Trusts and Non-voting Stock*, 37 Yale L. J. 445 (1928).

- Berle, Adolf A., Jr. and Gardiner C. Means, *The modern corporation and private property*, Commerce Clearing House, 1932
- Berle, Adolf A., Jr., Non-voting Stock and “Bankers’ Control”, 38 Harv. L. Rev. 673 (1926)
- Bonbright, James C., *Valuation of Property*, vols. I & II, McGraw-Hill Book Co., 1937
- Boulding, Kenneth Ewart, *Economic Analysis*, volume I, 4th edition, Harper & Row, 1966
- Boulding, Kenneth Ewart, *Economic Analysis*, volume II, 4th edition, Harper & Row, 1966
- Boulding, Kenneth Ewart, *Principles of Economic Policy*, Prentice-Hall, 1958 (ケネス・E・ボールドウィング (内田忠夫監修 海老原武邦他訳) 『経済政策の原理』 (東洋経済新報社、1973年))
- Braudel, Fernand, *Les jeux de l’échange*, A. Colin, 1979 (フェルナン・ブローデル (山本淳一訳) 『物質文明・経済・資本主義 15-18世紀 II-1 交換のはたらき 1』 (みすず書房、2000年)、同 『物質文明・経済・資本主義 15-18世紀 II-2 交換のはたらき 2』 (みすず書房、2000年))
- Calio, Joseph Evan, *New Appraisals of Old Problems: Reflections on the Delaware Appraisal Proceeding*, 32 American Bus. L. J. 1 (1994).
- Campbell, Ian R., H. E. Johnson and C. Nobes, *Canada Valuation Service*, Thomson Carswell, 2012
- Chandler, Alfred DuPont, Jr., The United States: evolution of enterprise, in: Peter Mathias and M. M. Postan (eds.), *The Cambridge Economic History of Europe*, vol. 7, Cambridge University Press, 1978 (アルフレッド・D・チャンドラー (丸山恵也訳) 『アメリカ経営史』 (亜紀書房、1992年))
- Chandler, Alfred D., Jr., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Harvard University Press, 1997 (アルフレッド・D・チャンドラー Jr. (鳥羽欽一郎他訳) 『経営者の時代 上』 (東洋経済新報社、1993年)、同 『経営者の時代 アメリカ産業における近代企業の成立 下』 (東洋経済新報社、1993年))
- Cook, William W., *A treatise on the law of corporations having a capital stock*, 7th edition, volume 1, Little, Brown and Co., 1913
- Fischel, Daniel R., *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 8 American Bar Foundation Research J. 875 (1983)
- Dodd, E. Merrick, Jr., American Business Association *Law a Hundred Years Ago and Today*, in: Alison Reppy (ed.), *Law: A Century of Progress, 1835-1935*, Volume 3, New York University Press/ Oxford University Press, 1937
- Drucker, Peter F., *The Practice of Management*, Perennial Library, 1986 (P.F. ドラッカー (現代経営研究会訳) 『現代の経営 上』 (ダイヤモンド社、1990年))
- <http://delawarelaw.widener.edu/files/resources/folkreport.pdf>, (2017. 01. 21)
- Fama, Eugene, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *Journal of Finance* 383 (1970).
- Finkelstein, Jesse A., & John D. Hendershot, *Appraisal Rights in Mergers & Consolidations*, Bureau of National Affairs, 2010
- Folk, Ernst, *Report on Delaware Corporation Law*,
- Gilson, Ronald J., and Bernard S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2d edition, Foundation Press, 1995
- Gilson, R. J. and B. S. Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2d edition, Foundation Press, 1995
- Hamilton, Robert W., *The law of corporations in a nutshell*, 3rd edition, West, 1991 (ハミルトン (山本光太郎 訳) 『アメリカ会社法』 (木鐸社、2006年)
- Hicks, John Richard, *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*, Oxford University Press, 2d edition, 1946 (J.R. ヒックス (安井琢磨・熊谷尚夫訳) 『価値と資本 I 経済理論の若干の基本原理に関する研究』 (岩波書店、1975年)
- Keynes, John Maynard, *The General History of Employment Interest and Money* (The Collected

Writings of John Maynard Keynes, Volume 7)、Macmillan, 1974 (J.M. ケインズ (塩野谷祐一訳) 『ケインズ全集第7巻雇用・利子および貨幣の一般理論』(東洋経済新報社、1993年))

Kerbel, Jeffrey, *An Examination of Nonvoting and Limited Common Shares-Their History, Legality, and Validity*, 15 Sec. Reg. J. 35 (1987)

Kraakman, Reinier H., et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2d ed., Oxford University Press, 2009

Krugman, Paul, and Robin Wells, *Macroeconomics*, 3rd edition, Worth Publishers, 2013 (ポール・クルーグマン (大山道広他訳) 『マクロ経済学』(東洋経済新報社、2009年))

Krugman, Paul, and Robin Wells, *Microeconomics*, Worth Publishers, 2005 (ポール・クルーグマン (大山道広他訳) 『ミクロ経済学』(東洋経済新報社、2008年))

Krugman, Paul, *The Age of Diminished Expectations*, revised and updated version, MIT Press, 1994 (ポール・クルーグマン (山形浩生訳) 『クルーグマン教授の経済入門』(メディアワーク、2001年))

Lattin, Norman D., *Remedies of Dissenting Stockholders under Appraisal Statutes*, 45 Harv. L. Rev. 233 (1931)

Letsou, Peter V., *The Role of Appraisal in Corporate Law*, 39 B.C. L. Rev. 1121 (1998)

Levmore, Saul, and Hideki Kanda, *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law*, 32 UCLA L. Rev. 429 (1985)

Macey, Jonathan R., and Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 Texas L. Rev. 347 (1991)

Manning, Bayless, *The Shareholders' s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 Yale L. J. 223 (1962)

Marshall, Alfred, *Principles of Economics*, 8th edition, Macmillan, 1920 (reprinted: Prometheus Book, 1997) (翻訳として、アルフレッド・マーシャル (馬場啓之助訳) 『経済学原理 II』(東洋経済新報社、1965年))

Matsch, Richard P., *Standard of Valuation of Dissenters' Stock under Appraisal Statutes*, 51 Mich. L. Rev. 713 (1953)

Matsch, Richard P., *Valuation of Dissenters' Stock under Appraisal Statutes*, 79 Harv. L. Rev. 1453 (1966).

Mehra, Rajnish and Edward C. Prescott, *The equity premium. A Puzzle*, 15 J. of Monetary Economics 145 (1985)

Milgrom, Paul, and John Roberts, *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall, 1992 (ポール・ミルグロム=ジョン・ロバーツ (奥野正寛他訳) 『組織の経済学』(NTT出版、1997年))

Paton, W. A. and A. C. Littleton, *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, A. A. A., 1970

Pinto, Arther R., and Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law*, 4th edition, LexisNexis, 2013

Rohrlich, Chester, *Corporate Voting: Majority Control*, 7 St. John' s L. Rev. 218 (1933)

Schumpeter, Joseph Alois, *History of Economic Analysis*, Oxford University Press, 1954 (J.A. シュンペーター (東畑精一・福岡正夫訳) 『経済分析の歴史 (上)』(岩波書店、2006年))

Seligman, Joel, *Reappraising the Appraisal Remedy*, 52 Geo. Wash. L. Rev. 829 (1984)

Siegel, Mary, *An Appraisal of the Model Business Corporation Act' s Appraisal Rights Provisions*, 74 Law & Contemporary Problems 231 (2011)

Siegel, May, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, 32 Harv. J. on Legis. 79 (1995)

Smith, Adam, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 6th edition, Edwin Cannan, 1950, at Book1.5.1. (アダム・スミス (大内兵衛・松川七郎訳) 『諸国民の富 (一)』)

- (岩波書店、1992年)
- Thompson, Robert B., *Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law*, 84 Geo.L.J. 1 (1995) Jeffrey Kerbel, *An Examination of Nonvoting and Limited Common Shares—Their History, Legality, and Validity*, 15 Sec. Reg. J. 35 (1987)
- Thompson, Robert B., *The Case for Iterative Statutory Reform: Appraisal and the Model Business Corporation Act*, 74 Law and Contemporary Problems 253 (2011)
- Wertheimer, Barry M., *The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy*, 65 Tenn. L. Rev. 661
- Williams, Jonathan, *Money: a history*, British Museum Press, 1997 (ジョナサン・ウィリアムズ編著『図説お金の歴史全書』(東洋書林、1998年)
- Williams, John Burr, *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, 1938 (reprinted: Fraser Publishing, 1997) (John Burr Williams 岡村桂訳『投資価値理論』(パンローリング、2010年))
- Williston, Samuel, *History of the Law of Business Corporations before 1800. II, 2 Harv. L. Rev. 149 (1888)*