

独立系 IR コンサルティング会社として数多くの企業のサポートをしているフィナンテックより、企業において IR 活動を行う皆様や証券業界関係者の皆様に対して、常に最新の情報をご提供してまいります。

1. フィナンテックからのお知らせ

㈱フィナンテック・グループの㈱ヒューマン ディベロップメント インスティテュート (HDI) は、金融・コンサルティング会社・事業会社の経営企画・財務部門などの求人案件、日本語と英語バイリンガルの外国人の紹介・派遣事業を 20 年間に渡り行っています。人材とお仕事のご相談は HDI へ！ <http://www.hdi.co.jp/>

2. コラム「裁判所の決める企業価値は・・・」

企業価値についての議論は日頃からたくさん行われています。経済産業省に企業価値研究会という組織もありますし、企業価値をテーマにしたセミナーも色々開催されています。しかし唯一絶対的、公正な企業価値、というのは誰も決めることができません。それでも上場企業であれば、業績や需給など企業サイドの要因と市場全体に影響するマクロ要因を材料に毎日株価はついており、それに基づく時価総額は決まっています。しかし株式市場で決まる時価総額＝企業価値ではないという意見はよく耳にします。また M&A などの場面では、当事者やアドバイザー同士の激しい交渉の末に、お互いの妥協点で対象企業の企業価値が決まっています。この場合は、株式市場で付いている株価/時価総額を参考にして、そこに反映されていない要素を加味し、M&A により産まれると期待されるシナジーをある程度加算したところで企業価値が決まります。さらに株式市場や当事者/アドバイザー以外に企業価値を決める存在として、最近注目を浴びるようになってきたのが裁判所です。裁判所が決める企業価値は、対象企業について過去のある一時点に遡って、その時点において公正と判断されるべき価格/企業価値です。また、そこにはその時点で予想された将来的な要因も含むものであったりします。裁判所が過去に遡ってある時点の推定される公正価格を決めるには、当事者からの申立てがあり、それを受けて調査を行い、必要ならば鑑定人を選定して意見を得るなどのプロセスもあり、結果として数ヶ月の時間が経過します。この間に既に「過去のある時点」の企業価値算定の前提条件も変化している場合もあります。さらに控訴、上告となれば現実の世界での企業価値はどんどん変化し、当時の判断に対する結果も出てしまっているかもしれません。そうした難しい条件の下で裁判所が企業価値を決めることができるのか？という疑問を感じます。最新の商事法務に裁判所で価格決定が行われた二つの事例に関する解説が掲載されていますので、これをご紹介します。

1. カネボウの事例（「カネボウ株式買取価格決定申立事件の検討(上・下)」、後藤 元、学習院大学准教授、商事法務 N01837, N01838)

カネボウ再建の過程で、再建スポンサーであるファンド（トリニティ・インベストメント：アドバンテッジ・パートナーズ、MK S パートナーズ、ユニゾン・キャピタルが出資）の傘下企業への営業譲渡に反対する個人株主が、保有する株式の買取請求をカネボウあてに行いました。しかしその買取価格について会社と合意が成立せず、株主は公正な買取価格の決定を東京地裁に申立てしました。カネボウ側はファンドによる TOB 価格と同じ 1 株 162 円を買取価格と主張。（ファンドが依頼した第三者機関が算出した価格に 10.2% のプレミアムの水準。）一方、投資家の主張は 1 株 950 円～1578 円まで複数のグループに分かれていました。そして今年 3 月 14 日、東京地裁が 1 株 360 円と買取価格を決定しました。この件では裁判所が専門家を選定し鑑定を依頼しましたが、この鑑定費用は、双方の主張する価格と決定価格の乖離度に応じて双方が負担するとの決定がなされました。この事例は、旧商法 245 条の 2 に基づく営業譲渡に反対した株主の株式買取請求制度の公正価格の決定のケースであり、旧商法のこの制度は、会社が営業譲渡を決定した場合に反対株主に対して投下資本を回収する途を保障することを目的とするものであり、裁判所の決定する公正なる価格とは、「承認の決議なかりせばその有すべかりし公正なる価格」、すなわち営業譲渡が行われずに会社がそのまま存続すると仮定した場合の株式の価値を指すとされていました。

①株式の評価方法

このケースでは、裁判所による企業価値の算定には DCF 方式が利用されました。まずその時点でカネボウは既に上場廃止となつて 1 年近くが経過しており、市場価格は存在しませんでした。その上で DCF を適当とした理由は、「営業譲渡が行われずに会社が

そのまま存続する仮定における株式の価値を求めるので、Yの継続企業としての価値を評価すべきである。その点で収益方式のDCFがふさわしい。」というものであり、その他の企業価値評価の方式は、それぞれの以下のような理由により採用されませんでした。配当還元方式（事業再生途上で配当を行う状況になかった）、取引事例方式（直前のファンドによるTOB価格そもそも適当でないと考えられるので参考にできない）、純資産方式（継続を前提とする企業価値の評価方法として適当でない）、類似会社比準方式（類似規模の上場会社はあるものの、事業再生途上である点で適当な比較会社がない）。DCFでは将来の会社収益予想にもとづくフリーキャッシュフロー合計を資本コストで割り引いたものを企業価値として、そこから有利子負債を控除、残りを株主に帰属する企業価値とします。そもそもの収益予想があるか、それが公正／妥当なものかという大きなポイントがあります。今回は、元になる計画として会社作成の5ヵ年計画ものが存在していました。裁判所選任の鑑定人もこれを利用して予想キャッシュフローは算出されました。裁判所での検討過程において、会社側はこの中期計画は支援企業を選定する際に強気の目標で作成したが、計画初年度の実績が下回っているため下方修正が必要と主張したそうですが、これは認められませんでした。資本コストについては、以下のように裁判所は決定しました。

資本コストの公式は一般に利用される以下のもの。そこに当てはめる数値は個別判断となるが、裁判所の判断は以下の通り。

資本コスト＝株主資本コストと有利子負債コストの加重平均

株主資本コスト＝リスクフリーレート＋ベータ×（株式リスクプレミアム）

裁判所の決定要因

ベータは対象会社の保有する事業ごとに類似上場会社のベータを参考とした。

株式リスクプレミアム 8.5%。1955～2005年のヒストリカルデータ。

マイノリティ・ディスカウントはなし。相対の交渉要因であるが客観的な根拠なし。

非流動性ディスカウントはなし。株主は望んだわけではないのに売却を余儀なくされたので考慮すべきでない。

②鑑定人の費用

裁判所決定価格と双方の主張する価格との乖離度に応じて負担することとなりました。裁判所の決定した価格は、会社の主張する価格(162円)から個人株主に有利な水準(360円)に引き上げられましたが、それでも個人株主の主張する水準(950～1578円)との乖離のほうが大きくなりました。しかし申立人株主は複数おり、1株あたりの負担額は8円程度であり、裁判所の決定により162円⇒360円と198円の増額がされるなら決して高額な負担ではなく、これを申立人株主に負担させることは妥当という判断になりました。

③会社法との関連

元々の取引が会社法施行前に発生したものであり、価格の算定も商法上の株式買取請求制度に基づいています。ここでの公正なる価格とは、「承認の決議なかりせばその有すべかりし公正なる価格」、すなわち営業譲渡が行われずに会社がそのまま存続すると仮定した場合の株式の価値を指すとされています。これが会社法による組織再編行為の場合、当該株式の客観的な時価に加えて、主として組織再編行為等による相乗効果（シナジー）を評価した価額を考慮して算定することになります。会社法により、組織再編時の少数株主からの株式取得の対価は高く評価されることになったと言えそうです。

2. レックス・ホールディングスの事例（「レックス・ホールディングス事件東京地裁決定の検討」、高山崇彦/弁護士、保坂雄/弁護士、商事法務N01837）

こちらは経営者によるマネジメント・バイ・アウトのケースです。スポンサーのアドバンテッジ・パートナーズと経営者が出資する会社がレックス株式の公開買付を実施しました。その後株主総会決議により普通株式に全部取得条項付を付し、この種類株式を取得してTOBに応じなかった少数株主のスクイーズアウト（排除）を行いました。取得価格はTOB価格と同じ値段。これに反対する個人株主は総会決議には反対した上で、東京地方裁判所に取得条項付株式の取得価格の決定の申立てを行いました。この申立に対する東京地裁の決定はTOB価格と同じ価格を全部取得条項付種類株式の公正な取得価格と決定しました（TOB価格は過去1ヶ月間の市場平均価格20.2万円に13.9%のプレミアムとなる23万円に設定）。この決定の中で裁判所は、当該株式の取得日における当該株式の客観的な時価に加えて、強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額をも考慮する必要がある、

としました。具体的な評価にあたっては、客観的な時価としては直前1ヶ月の株価とし、これに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を考慮した企業の客観的価値が反映されている。そして、それに加味すべき強制的取得により失われる期待権については、実際にはこれを評価する方法について現段階においては確立された評価方法が存在しないことが認められるとしました。その上で買い手の設定した価格23万円は市場価格平均に13.9%のプレミアムという構成であるが、このプレミアム以上に期待権の価値があると認められず、この取得価格が不当に低いとは言えない。結果として裁判所はこの会社の決めた価格を取得価格とすると決定しました。

このケースでは、申立人が鑑定費用負担を嫌ったためか、専門家の鑑定は行われていません。専門家の鑑定もない状況で裁判所には期待権を評価することは不可能であるとしています。「期待権」については、ファンド・経営者側からは「期待権をオプションのように考えて、ブラック・ショールズ・モデルを利用するべき」という意見もあるが、株価下落による損失リスクもある点で不適当である」という意見が出されたそうです。また「期待権」の評価に際して、MBOによる企業価値の増大（シナジー）を勘案するかどうか争点となったようです。これについては「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する報告書」（企業価値研究会）において、MBOによって実現される価値について、「企業統合等の場合のような相乗効果（シナジー）は発生しない」と記載されていることを裁判所も参考にしたようです。また会社側の株価算定書が「現在、事業の転換期にあると考えられ、このような状態にあるなか今後数年間にわたる精度の高い損益予想・キャッシュフロー予想を作成することは極めて困難」であるとして、企業価値の増加分をDCF法では評価できないとすることに合理性を認め、期待権評価に際してはMBOによる企業価値増加は勘案していないようです。

多くのMBOが業績回復を目的に行われており、MBOにより経営の効率化等が実現する場合には企業価値が増加することもあるため、MBO期待権の評価に際して、このような企業価値増加分を勘案すべきという意見もありますが、一方でMBOの場合、経営者は同じで株主が変わるだけ、上場が非上場になるだけとも言えます。上場コストの減少程度の効果は確実に見込まれますが、非上場化により思い切った改革が可能になると言われても、同じ経営者で、単独の会社でどれだけ成果があるのか疑問です。企業価値を変えるのは経営者である。経営者が変われば企業価値は間違いなく変わるという意見をよく耳にします。これは人間の集合体である企業を考える時にはかなり有力な見方であると考えます。最初から大きなシナジーは期待しないと考える方が合理的ではないでしょうか。創業から上場企業であった間も含めて蓄積した会社財産を私有化するにあたって、その財産を公正に評価して買取価格を提示しているか、という観点になるのではないのでしょうか。

3. まとめ

会社	カネボウ	レックス・ホールディングス
対象行為	ホームプロダクツ事業・薬品事業の営業譲渡	TOB後、全部取得条項付種類株式の取得
発生時期	2006年5月に営業譲渡	2007年5月に取得
判決時期	2008年3月20日	2007年12月19日
準拠法	商法	会社法
専門家の価格鑑定	あり	なし
会社の主張する株価	162円 第三者期間算定価格+プレミアム	230,000円 直近の市場株価+プレミアム
株主の主張する株価	950円~1578円	価格は主張せず
裁判所が決定した株価	360円 DCF	230,000円 直近の市場株価+プレミアム
公正な価格の構成要素	再編がなくそのまま営業が続くと仮定した場合の企業価値	その時点の公平な企業価値+MBO後の企業価値 上昇の期待権

上記二つの事例では、カネボウのケースは株主有利の決定、レックスのケースでは株主不利の決定が出ています。またカネボウのケースでは再建を進める企業の価値をDCFで算定することとし、一方、レックスのケースではDCFで算定することは困難である

としています。カネボウのケースは旧商法の下、再編がなくそのまま営業が続くと仮定した場合の価格、レックスの方は会社法の下、その時点の公平な価格+MBO後の企業価値上昇期待権。しかしながら期待権は測定不能、また経営者の変わらないMBOなのでシナジーは生まれないと考えて織り込まず、という判断。カネボウは専門家の鑑定あり、レックスは鑑定なしですが、個人株主がプロを相手にするので、コストを負担してでも鑑定を利用するほうがとよい結果が出るのだろうとは思いますが。しかしコストに見合うだけの有利な結果が出るかどうかはわかりません。

企業価値の測定は本当に難しいものですが、これについて東京地方裁判所という組織(「地方」裁判所)が、次々と前例を積み重ねています。企業価値を決める枠組みを裁判所が決めることがいいことなのかどうか、考えるところです。

(株)フィナンテック IRコンサルタント CFA協会認定証券アナリスト 深井浩史)

お問合せ：(株)フィナンテック e-mail info@finantec-net.com 電話 03-3560-5444 (代表) FAX 03-3560-5445

過去のレビューは、<http://www.irstreet.com/jp/> に掲載しております。