

# GCA FAS News

December 2015

Vol.16



*Trusted Advisor For Client's Best Interest*

**GCA** *Financial  
Advisory  
Services*

---

# 株式価値評価における非流動性ディスカウント・コントロールプレミアム

## 【本号の内容】

1. はじめに
2. 最高裁決定
3. M&Aにおける株式価値評価と非流動性ディスカウント
4. M&Aにおける株式価値評価とコントロールプレミアム
5. おわりに

## GCA サヴィアン株式会社

エグゼクティブディレクター 安藤 栄一

## GCA FAS 株式会社

シニアコンサルタント 安田 一郎

### 1. はじめに

本年 3 月、株式に譲渡制限のある非上場会社の組織再編に関し、当該再編に反対する少数株主の株式買取請求の買取価格算定に関する最高裁決定がありました。当事件では、原審及び原々審と異なり、収益還元法を採用した場合に、非流動性ディスカウントを適用すべきではないとの決定がなされています。

本決定は、非流動性ディスカウントを考慮すべき類型の非上場株式の算定実務において、評価手法との関連で非流動性ディスカウント調整が行われるべき局面は限定的であるとしているところに大きな意義があるように思います。

M&A における非上場株式の価値算定の実務で、どのような場合に非流動性ディスカウントを適用すべきなのか、といった点について必ずしも確定的なルールがあるわけではありません。この点、本稿では本決定の解釈を交えつつ、『M&A における株式価値評価』において、どのような場合に非流動性ディスカウントが適用されるべきか、併せて実務上議論の対象となりがちな『コントロールプレミアム』にも触れながら、改めて考え方を整理してみたいと思います。

尚、本稿では、議論の単純化のために M&A 取引を、『現金を対価とした株式譲渡取引』という前提で記載しております (M&A は、取引対象を株式とするか事業とするか、対価を現金とするか、株式とするか、といった観点で大きく分類することができます。)

## 2. 最高裁決定

### 2-1 事件概要

非上場会社 A 社の少数株主である X 氏(抗告人)は、A 社を吸収合併消滅会社とする合併取引に反対し、会社法 785 条 1 項に基づく、株式の買い取り請求を行いました。しかしながら、その価格について協議が整わないため、会社法 786 条 2 項に基づく価格決定の申立てを行ったというのが事件の概要です(尚、X 氏が所有していた A 社株式数は 325,950 株とのことであり、A 社発行済株式総数 3,387,000 株に対し、約 9.6%(小数点第二位以下四捨五入)に相当します)。

### 2-2 論点

原々審において、『A 社において将来期待される純利益を予測し、その現在価値を合計し、その価格に非流動性ディスカウント(▲25%)の減価を行った 80 円(一株当たり)が公正な買取価格である』旨の鑑定意見が公認会計士により述べられたとのことですが、この『非流動性ディスカウント』適用の可否が論点となっています。

### 2-3 決定

(原文からそのまま引用)『非上場会社において会社法 785 条 1 項に基づく株式買取請求がされ、裁判所が収益還元法を用いて株式の買取価格を決定する場合に、非流動性ディスカウントを行うことはできないと解するのが相当である。』

### 2-4 理由

(原文からそのまま引用)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、類似会社比準法等とは異なり、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。吸収合併等に反対する株主に公正な価格での株式買取請求権が付与された趣旨が、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更に減価を行うことは、相当でないというべきである(引用終わり)。

### 2-5 決定の解釈

---

非上場会社の価値評価に収益還元法を採用した場合は、非流動性ディスカウントを適用すべきではない(最高裁決定)

---

決定では、①収益還元法には市場における取引価格との比較という要素がない、②本来退出したくない少数株主が退出を余儀なくされるにあたり、企業価値を適切に分配するのが株式買取制度の趣旨、ということが非流動性ディスカウントを適用しない理由になっています。

ここでいう収益還元法は、『A社において将来期待される純利益を予測し、その現在価値を合計すると、約3億6158万3000円となる』とあることから、株主が将来にわたって株式を継続保有し、会社が純利益を全額配当し、その配当を(永久に)受け取り続けるという状況をイメージしたのでしょうか。X氏の株式保有割合が発行済株式総数の約9.6%であり、X氏が経営に積極的に関与する立場ではないことを考慮すれば、特段違和感はありません。また、シナジー分配が考慮された算定ではないように思われますが、この点も含め、算定手法としてどのような手法を用いるべきかは一連の裁判の中では特段論点にはなっておりません。

---

収益還元法には、類似会社比準法等とは異なり、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

---

結論として、売りたいと売りたいわけではない株主に分配されるべき価値を株式の継続保有を前提とした場合の経済的価値とするにあたり、売却を前提としたディスカウントを行うことは適切ではない、という本決定は、反対株主の買取請求制度の趣旨からすれば、特段違和感はなく、妥当な判断であると思われまます。一方、株式価値評価実務の観点からは、『同評価手法には、類似会社比準法等とは異なり、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』ということが注目すべきポイントかと思ひます。

### 3. M&Aにおける株式価値評価と非流動性ディスカウント

#### 3-1 M&A 取引における株式価値評価には非流動性ディスカウントの出番はない？

M&Aは経営権の異動を目的として行われます。株式譲渡なら、会社の意思決定機関である株主総会の普通決議可決を可能とする過半数(取締役会の支配が可能となる)の株式、特別決議可決を可能とする2/3(組織再編等の行為も単独で決定)の株式、ひいては完全支配である100%の株式取得を企図して行われることが前提です。そこまでの経営権の異動に至らなくても、特別決議の裏返しである1/3超(組織再編等の重要な決定を単独で否決できる)程度の株式取得、あるいは(原則)20%の取得で持分法までできれば十分といったケースも希にあります。

通常、M&Aにおける株式価値算定はこのような取引における判断材料を提供することを目的とします。株式取得割合が20%の場合であっても、その売買が市場を通じて行われることは、相対取引の場合にはありませんし、一定の数を超える相手方から取得する場合には原則として公開買付によりますので、いずれにしてもありません。1/3超の取

得であれば、相対取引であっても公開買付によらなくてはなりませんので尚更です。

非流動性ディスカウントとは、『非上場株式には売買市場がないため、上場株式との比較において、相手先(売却なら譲渡先、取得なら譲受先)を探し、価格交渉等の時間やコストをかけなくてはならない』という事情があることを、ディスカウントという形で経済的価値に置き直す概念、とされます。

この点、M&A 取引では、上場会社であれ非上場会社であれ、相手先を探して価格交渉等の時間やコストをかけて行われるものであり、株式市場を通じた取引は上場会社の場合でも前提になっておらず、市場での換金性を比較考慮する理由はありませんので、特段、対象会社の株式が上場されているかどうかで経済的価値に差をつけるべき理屈はないように思われます。

また、上場株式は確かに換金が容易ですが、証券取引所等の市場において行われている株式の売買数量は限定的です。例えば、11月27日のトヨタ自動車(7203)の売買明細をみますと、殆どが100株単位から千株単位、大きくても1万株単位、まれに10万株単位の売買となっています。この日の出来高は7,456,600株ですので、仮に1人の売り手が小分けにして売却していたとしても、合計で発行済株式総数3,113,760,611株(28年3月期第2Q末、自己株式を除く)の0.24%に相当する割合の売買が行われているに過ぎません。つまり、上場株式の換金の容易性が表れるのは極めて限定的な数量の株式の売買のケースなのです。M&Aの取引はこのような取引とは異なりますので、換金の容易性の差を比較する理由がありません。

このように考えれば、非流動性ディスカウントは、割合的地位の極めて小さな、経営権の異動には至らない数量の非上場株式を換金する取引で初めて意識される概念なのではないでしょうか。

### 3-2 非流動性ディスカウントの発射台は？

ところで、非流動性ディスカウントを考慮すべき算定があったとして、ディスカウントが上場株式と非上場株式の間の換金の容易性(困難性)の差を定量化するものだとすれば、非流動性ディスカウント調整を行う発射台の株価は、どのような算定によるものであるべきでしょうか？

単純に言えば、『上場していたら〇〇〇円だったのに、上場していないから、取引コスト分として30%はディスカウントしなくてはならなかった』ということだとすると、非流動性ディスカウントの発射台は『上場していたら〇〇〇円だった』の〇〇〇円が合理的に計算できる場合に限られるのではないのでしょうか。

筆者が実際に目にしたことがある算定ですが、非上場会社の株式譲渡取引においてDCF法による評価額から非流動性ディスカウント30%を減じている、というものがありました。対象がマイノリティ株式とい



うこともあり、かかる算定は一見合理的であるように見えたが、DCF法による評価額をディスカウントの発射台としているという点で大いに違和感がありました。対象会社株式が『上場していたら〇〇〇円だっただろう』、という推定の株価と、DCF法による評価額との間には直接関係がないにも関わらず、無理矢理そこを結びつけているところが違和感のポイントです。何故ならば、株価は会社財務等のファンダメンタルズをベースとしながらも、最終的には株式の需給で決まるものだからです。本稿の執筆中に『村上元代表、複数手口で株価引き下げか安値で大量売りなど』という報道がありました。(村上氏の行為の真偽は別にして)ここで言われているように、株価は安値で大量に売れば下がるし、反対なら上がります。株価とはそういう売りと買いの需給で決まるからです。特にDCF法の算定結果が株価になっているという実務や事例もありませんし、DCF法による計算結果が1,000円/株だとしても、『本来上場していれば(DCF法の評価結果と同じ)1,000円であった』という理論的な根拠はありません。従って、『1,000円から30%を減じた700円が非上場株式としての評価です』というロジックにも根拠はないこととなります。

このように考えると、DCF法による算定結果は非流動性ディスカウントの発射台にはなり得ません。本決定の収益還元法による評価額も『上場していたならその価格であった』というものではないので、これも非流動性ディスカウントの発射台にはなりません。本決定の『同評価手法には、類似会社比準法等とは異なり、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』というくだりはまさにこのことを表現していると考え、この点を明確にした本決定を評価したいと思います。

結局のところ、非流動性ディスカウントを考慮に入れることが出来るのは、類似会社の株価をベースとした算定手法(類似会社比較法(比準法)、或いは株価倍率法などと呼ばれる)で、経営権の異動には足りない割合的地位の少ない株式を取引する場合に限られると言って良いと思います。もっとわかりやすく言えば、『株式という金融投資目的の有価証券を換金する取引に限っていえば』、ということになるでしょうか。

非流動性ディスカウントは、割合的地位の極めて小さな、経営権の異動には至らない数量の非上場株式を換金する取引で初めて認識される概念

#### 《非流動性ディスカウントを考慮すべき算定の例》

株式の種類	非上場株式
取引の種類	割合的地位の僅少な株式 (ケースバイケースで検討すべきですが例えば5%以下)を対象とした取引
ベースとなる算定	類似会社比較法(株価倍率法)

#### 4. M&A における株式価値評価とコントロールプレミアム

流動性ディスカウントの話が出るときに必ず比較されるのがコントロールプレミアムの議論です。どのような概念なのかも含めて、こちらにも簡単に触れておきます。

株主の権利には自益権(配当や残余財産分配などの経済的権利)と共益権(会社経営に参加する権利、主に株主総会の議決権)がありますが、後者はある割合的地位に達すると、会社経営を一定の範囲で支配することができるようになります。株主総会の普通決議、特別決議の可決を可能とする割合(各々過半数、2/3)、また、少数株主が一切存在せず、株主間の利益相反を心配する必要のない100%といった割合、そのような割合の株式を持っている株主は会社を支配している、従って、そうでない株式との比較において株式価値にプレミアムがあるという考え方です。

これも筆者の経験になりますが、ある上場会社 A 社にはその株式の60%を所有する大株主 B 社がいました。A 社を買収したい第三者の C 社より B 社に買収のオファーがあり、B 社はそれに応じることにしたのですが、この時に B 社は『60%の株式にはコントロールプレミアムがあるから、他の一般株主よりも買い取り価格を高くつけて貰いたい』という主張があり、一方で買い手である C 社も、60%をまとめて売ってくれる B 社には高く払っても良い、という考えをもっていました。結果的にはこの取引に関しては公開買付の規則に則った一回の取引として、B 社と B 社以外の一般株主に対する支払額は同じに設定せざるを得ませんでした。B 社、C 社のような考え方には一理あり、M&A においては、こういう局面でコントロールプレミアムの概念が表れます。

---

コントロールプレミアムは限られた前提のもとで発生する概念的なもの

---

しかしながら、株式価値算定においては、普通決議／特別決議を可能にする割合、あるいは完全支配といったマジョリティの株式は、マイノリティの株式に対して何パーセントのプレミアムを有するのかを定量評価する実務も事例もなく、コントロールプレミアムはあくまでも概念的なものです。また、上記のような単純な事例ならいいのですが、仮に株主が3人いて、株主 A は40%、株主 B、C が各30%という会社を仮定した場合、その株式譲渡取引においては、A と B が組んだら、C よりも買い取り価格が高くなるのか？(或いは B と C が組んだら、等と考えても同様)といった種類のややこしい問題もあり、結局は限られた前提のもとで発生する概念の域を出ることはなく、定量的な算定実務が確立されるような性質のものではないと思っています。

株式市場における株式取引はマイノリティ株式なので、株価にはコントロールプレミアムは含まれていません。一方、公開買付における買付価格はコントロールを前提としています。従って、公開買付における買付価格と株価の差をコントロールプレミアムと言う人もいます。しかしながら、株価は会社のファンダメンタルズを基礎として需給で決まる一方、買付価格は DCF を含め、過去の株価などの算定をベースに、買い手の今後の戦略、買い手の資金調達力等を総合的に勘案しつつ、最終的に交渉を経て決まりますので、その両者の差がコントロールプレ

類似会社比較法にコントロールプレミアムは織り込まれておらず、DCF 法にはコントロールプレミアムが織り込まれている

ミアムであると断言する根拠はありません。この場合のプレミアムは只のプレミアムであって、それ以上でも以下でもない、といったところでしょうか。

評価手法との関係で言えば、『類似会社比較法は、割合的地位の僅少な株式の換金価格である市場株価を基礎とした算定なので、概念的にはコントロールプレミアムは織り込まれていない。一方で、DCF 法は事業全体から生じるキャッシュフローを自由にコントロール或いは処分する立場に立った評価方法なので、コントロールプレミアムが織り込まれた評価手法である』と説明されることがあります。こうした考え方には一理あり、筆者としてもこの概念に限って言えば異論はありません。

上で記載した非上場会社のマイノリティ株式評価の事例ですが、前述のとおり、DCF 法の評価結果は『上場していたなら』価格ではありませんから、そこに非流動性ディスカウント調整を行うという説明には説得力がありません。むしろ、DCF 法の評価結果から、支配株主ではないことを理由に、一定のディスカウント(非コントロールディスカウント、とも言うのでしょうか)を行う、と説明すべきなのではないでしょうか。

## 5. おわりに

M&Aにおける株式価値評価は、取引の実質が何なのか、買い手の立場か売り手の立場か、また大株主の立場なのか、少数株主の立場なのか、等の前提によって、どのような評価をすべきかが検討されます。非流動性ディスカウントも、コントロールプレミアムも、本来の考え方と取引の内容を良く考えた上でその適用が検討されるべきだと思いますが、非流動性ディスカウントについて、その利用が評価手法との関係で限定的であるとした本決定は評価したいと思います。

以上

お問い合わせ:

GCA サヴィアン株式会社／GCA FAS 株式会社

〒100-6230

東京都千代田区丸の内 1-11-1 パシフィックセンチュリープレイス丸の内 30 階

TEL: 03-6212-1850 (代表)

E-mail: [info@gcafes.com](mailto:info@gcafes.com)

<http://www.gcafes.com/>

安藤 栄一 [eando@gcakk.com](mailto:eando@gcakk.com)

安田 一郎 [iyasuda@gcafes.com](mailto:iyasuda@gcafes.com)

ここに記載されている情報は概略的な情報を提供する目的で作成されたものです。したがって一般的な参考目的の利用に限られるものとし、個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく本書の情報を基に判断し行動されないようにお願いします。本書に含まれる情報は正確性、完全性、目的適合性その他いかなる点についてもこれを保証するものではありません。本書に含まれる情報に基づき行動または行動をしないことにより発生した結果について、GCA FAS はいかなる責任、義務も負いません。