

論 説

株式買取命令における株式の「公正な価値」
—イギリス会社法における株主救済制度と株式の買取価格—

川 島 いづみ

- I はじめに
- II 不公正な侵害の救済制度と株式買取命令
- III 非上場会社の株式の評価
- IV わが国の譲渡制限株式の売買価格との比較
- V むすびに代えて

I はじめに

イギリスの2006年会社法第30編の994条ないし998条には、不公正な侵害に対する会社構成員（株式会社においては株主）の保護が規定されている。株主は、株式会社の業務が、当該株主を含む全ての株主または一部の株主の利益を不公正に侵害する方法で執行されていること、または、会社の作為または不作為が同様に侵害的であることを理由として、裁判所に対して、第30編に基づく命令を申し立てることができ（994条1項）、裁判所は、当該申立てに十分な理由があると認めるときは、訴えられた事柄に救済（remedy）を与えるために、適当と思量する命令を与えることができる（996条1項）⁽¹⁾。裁判所が与えることのできる命令は、996条2項

(1) 不公正な侵害行為の救済制度については、川島いづみ「少数派株主の保護と株主間の利害調整（一）」専修法学論集70号（1997年）1頁以下、同「イギリス会社法における少数派株主保護制度—1980年法以降の判例法の展開」専修法学論集57号（1992年）111頁以下、森江由美子「少数派株主保護の法理—抑圧および不公正な侵害行為の救済制度と株主代表訴訟制度による救済（一）」法と政治63巻3号（2011年）35頁以下、廣田哲治『少数派株主の保護と救済』（第一法規、2013年）19頁以下。

に例示列举されているが、これらに限られるものではなく、実際にも様々な命令が与えられている。しかしながら、実際に与えられる命令のほとんどは、少数派株主の持株を多数派株主が買い取ることを命じる命令である。そして、裁判所は、株式買取命令による株式の買取価格を決定する際には、当該株式の公正な価値を決定するものとされている⁽²⁾。

本稿は、このような株式買取命令において、株式の買取価格がどのように決定されているかを、イギリスの判例を検討することで明らかにしようとするものである。これにより、イギリスにおける少数派株主保護制度について、その特徴の一端が明らかになるとともに、わが国における株主保護制度の不備を知ることができるものと考えている。

以下、Ⅱにおいて、この株主保護制度とそこにおける株式買取命令について、その概要を説明した上で、Ⅲにおいて、非上場会社に関するイギリス判例を検討対象として、株式の買取価格が決定される際の手順にしたがい、会社の価値の評価と、買取りの対象となる株式の評価を、順に考察する。後者については、少数派株主の保有株式であることを反映したマイノリティ・ディスカウント、不公正な侵害を勘案した買取価格の調整、評価時点の問題などについて、判例を検討する。最後に、Ⅳにおいて、わが国における譲渡制限株式の売買価格の決定に関する裁判例と、若干の比較を行ってみる。譲渡制限株式の売買価格の決定申立てとイギリスの不公正な侵害の救済とは制度趣旨を異にするものであるから、その違いも勘案しつつ、比較・検討を行うことにする。

Ⅱ 不公正な侵害の救済制度と株式買取命令

2006 年会社法 994 条以下に定める不公正な侵害の救済は、1985 年会

(2) 当該制度における株式の買取価格に言及する論考として、川島いづみ「少数派株主の保護と株主間の利害調整(二)」専修法学論集 73 号(1998 年)68 頁以下、廣田・前掲(注 1)112 頁以下。

社法 459 条ないし 461 条をほぼそのまま踏襲する規定である。2007 年の会計監査役に関する規則 (the Statutory Auditors and Third Country Auditors Regulation 2007, SI 2007/3494) によって、会計処理や監査手続に関する意見の相違、その他不適切な理由による会計監査役の解任は、構成員の利益に対する不公正な侵害と扱われる旨を定める 994 条 1A 項が追加されているが、制度本体の内容に変更は加えられていない。沿革的には、1948 年会社法 210 条⁽³⁾ が、既存の解散判決請求権によっては会社が解散してしまい、必ずしも少数派株主の保護に結びつかない場合に、この欠陥を補完し、より当事者の利害に即した救済を提供する制度として、抑圧救済 (oppression remedy) を設けたことを端緒とする。この 210 条によれば、会社の業務が当該株主を含む株主の一部を抑圧するような方法で執行されていることを主張する株主は、裁判所に対して救済を申し立てることができ、裁判所は、この申立てに基づき、会社業務がそのように執行されていることと、当該会社を解散すると株主の一部を不公正に侵害することになるが、その点を除けば、解散を命ずることが正当かつ衡平であるという理由で正当化されると認めるときは、その事態を解決するために、適当と思量する命令を下すことができるとされていた。このように、解散判決請求権と結びついた制度であったことも影響してか、210 条による救済が認められた例はごくわずかしかなかったが、1980 年会社法によって、解散判決請求権との関係が断ち切られ、現在の不公正な侵害行為の救済制度の原型が導入されて以降、飛躍的に利用されるようになった。

1948 年会社法 210 条による導入以来、抑圧救済制度も不公正な侵害からの救済制度も、適用対象会社を限定した制度ではなく、私会社 (private company) のみならず、公開会社 (public company) をも適用対象としている。実際に、公開会社において不公正な侵害からの救済が申立てられ

(3) 抑圧救済制度については、川島・前掲 (注 1) 70 号 4 頁以下および同 13 頁の注 2 に掲載する文献を参照。

た判例も、いくつか存在する⁽⁴⁾。しかしながら、判例のほとんどは私会社に関するものであり、特に、準パートナーシップ (quasi-partnership) といわれる閉鎖的な会社については、株主の権利侵害ばかりでなく、株主の「正当な期待」の侵害も不公正な侵害として保護の対象となると解釈されており、この種の会社における株主間紛争について、不公正な侵害からの救済が申し立てられる事案が多数を占めている。

前述のように、裁判所の与える命令の多くは、株式買取命令であるので、株式の売買市場のない閉鎖的な会社の株式について、買取価格を決定することが必要になる。裁判所がこの買取価格を決定する際には、当該株式の「公正な価値 (a fair value)」を定めるものとされており、ここにおける「公正な価値」は、定款の株式買取条項における「公正な価値」と比べても、より限定的であるとか、不公正な侵害の救済は、裁判所に対して、株式保有の「公正な価値」という若干人為的な概念を認識することを強いている、などといわれている⁽⁵⁾。当該株式の価格（現実の価値）を評価するということを超えて、公正な価値を決定することが裁判所に求められている、という趣旨のようである。

そのために裁判所には、広範な裁量が認められるとされている。たとえば、Bird Precision Bellows Ltd 事件判決では、「本条および先例の全体的な枠組みは、…当該会社の他の株主によって申立人が受けた不公正な侵害を、将来、正し、治癒するために、裁判所に、当該事案の全ての状況において公正かつ衡平であることを行うきわめて広範な裁量権を付与するものである。そして、この裁量権が、価格を評価する方法について、買取命令の条件を命ずる際には、急に及ばなくなるということは、到底受け入れられない」⁽⁶⁾と述べられている。後述する Planet Organic Ltd 事件判決につ

(4) たとえば、Re Harrison (Saul D) & Sons plc [1995] 1 BCLC 14; Re Astec (BSR) plc [1998] 2 BCLC 556; Guinness Peat Group v British Land Co [1999] 2 BCLC 243.

(5) R. Hollington, Shareholders' Rights, 6th ed. (2010), at p. 317.

(6) Re Bird Precision Bellow Ltd [1986] Ch. 658, at p. 669.

いても、裁判所には、専門家の見解を排斥し、すべての状況を勘案して公正かつ賢明である (fair and sensible) と考えることについての裁判所の見解を適用する、広い裁量が存在することを示していると評されている⁽⁷⁾。このように、裁判所は、全ての状況を勘案して公正な価値 ("fair value" in all the circumstances) を決定する広範な裁量権を有するとするのが判例の立場である。

民事手続規則 (Civil Procedure Rules, SI 1998/3132) に基づいて、裁判所の権限には、株式評価の基礎に関する前提的な事項の決定を指示する権限、単一の共同専門家 (a single joint expert) を選任する権限 (CPR r. 35.7), 裁判所の訴訟補佐人 (an assessor) を選任する権限 (CPR r. 35.15) が含まれており⁽⁸⁾, 裁判所が独立性のある専門家に鑑定評価を依頼することも多いようである。

Ⅲ 非上場会社の株式の評価

1. 会社自体の価値の評価

イギリスの裁判所は、株式買取命令に基づく株式買取価格の決定に当たり、非上場会社の株式については、まず初めに、全体としての会社の価値を評価する。全体としての非上場会社の評価には、二つの方法がある、とされている。すなわち、収益法 (an earnings/income basis) と純資産法 (an assets basis) の2つであるが、両者が部分的に併用される場合もある。評価方法は、会社事業の性質と入手しうる情報の信頼性に依拠し、しばしば2以上の方法が併用される、という説明もみられる⁽⁹⁾。比較可能な取引の証拠がある場合や、当該業界に特有の評価法 (industry-specific "rule of

(7) Hollington, *supra* note 5, at p. 317.

(8) *Ibid.*, at p. 328.

(9) *Ibid.*, at p. 318.

thumb" methods) が存在する場合もあり, そのような場合には, これらも勘案されるようである。

(1) 収益法

収益法は, 利益 (profit) または将来のキャッシュフロー (future cash-flow) のいずれか, またはその双方に基礎を置く評価方法である。ただし, DCF 法は, 実務的には, 最良の評価法として受け入れられ得るとされるものの, 株式の買取価格の決定に当たり, ここで裁判所が行う評価について推薦されることは稀であるとされており, もっぱら DCF 法によることは少ないようである⁽¹⁰⁾。

1) 収益法が採用される事案

どのような場合に収益法が用いられるべきかについて, 判例は, 当該会社を継続企業として営むことを意図する場合には, 原則として収益法によることが望ましいとする。たとえば, CVC/Opportunity Equity Partners Ltd v Demarco Almeida 事件⁽¹¹⁾ (以下 CVC 事件という) は, ケイマン諸島会社法 94 条に定める正義かつ衡平な解散 (イギリスの 1986 年支払不能法 122 条に相当) に関する事案であったが, 枢密院 (the Privy Council) は, 2006 年会社法 994 条と同様の手続により, 株式評価の問題を扱っている。なお, ケイマン諸島会社法には, 不公正な侵害行為の救済規定は設けられていない。この判決において, Millett 裁判官は, 非上場会社の少数派保有株式の評価法についての 3 つの基本的な評価方法と, その選択について, 次のように述べている。3 つの基本的な評価方法とは, (i) 少数派保有であることを反映した割引きをせずに, 継続企業としての会社全体の価値の割合的部分を算定する方法, (ii) (i) について少数派であることによる割引きを行う方法, (iii) 解散または清算時における会社の純

(10) Ibid., at p. 318.

(11) CVC/Opportunity Equity Partners Ltd v Demarco Almeida [2002]2 BCLC 108.

資産価値の割合的部分を算出する方法，である。そして、「これらのいずれが適切な評価方法であるかは，事案の全ての状況によって決せられる。その選択は，当事者双方にとって公正でなければならないが，買主が当該会社を継続企業として営むことを意図する場合には，評価の基礎に解散または清算価値を採用することを正当化する事由を見出すことは困難である。これは買主に，売主の犠牲において思いがけない利益（a windfall）を与えることになる。」⁽¹²⁾と判示して，当該会社が継続企業である場合には，望ましいのは収益法であるとの立場を明らかにしている。この判示にもみられるように，判例の立場は，継続企業であっても純資産法による評価が収益法による評価を上回る場合には，純資産法が必ず排除されるという趣旨ではない，ものと思われる。

Natural Duvet & Pillow Co Ltd 事件⁽¹³⁾では，申立人 X と Y1 が設立したジョイント・ベンチャーである Y2 会社（NDP）は，X と Y1 の異なる技能と人脈を基礎とする準パートナーシップであり，X が中国での人脈等を利用して原材料の買付等に当たり，Y1 が会社の管理とイギリスにおける販売等を担当した。2人は株主兼取締役として会社業務に従事し，その利益を等しい報酬と株式として受領していた。しかし，その後の出来事から相互の信頼関係を失い，X は報酬も利益も受領していない状態が続き，Y2 会社は会社管理（administration）に付され，Y2 会社の資産は Y1 の一人会社である A 会社（D&P）によって取得されてしまった。裁判所は，不公正な侵害を認めて X 保有株式の買取りを命じたが，その買取価格の決定において，Arnold 裁判官は，適用される法原理（applicable legal principles）との小見出しを付けて次のように判示し，評価には収益法を採用している。

すなわち，Parkinson v Euro Finance Group Ltd [2001]1 BCLC 720 に従い，本件のような事案では，市場における価値によるのではなく共同

(12) Ibid., at p. 118.

(13) Re Natural Duvet & Pillow Co Ltd [2011] EWHC 1834 (Ch).

所有者にとっての価値を基礎に評価がなされる。さらに、CVC/Opportunity Equity Partners Ltd v Demarco Almeida[2002]BCLC 108 に従えば、当該株式の価値は、全体としての会社の価値の半分である。(14)。

学説も、継続企業に基礎を置く評価方法 (going concern basis) ないしは収益法が、通常は適切であるとしている (15)。しかしこのことは、継続企業の評価に採用される正確な方法とともに、一定程度、事案の事実に係っている、とも述べられており、そのような例として、前述の CVC 事件判決や、後述の Planet Organic 事件判決が引用されている (16)。

なお、収益法を基礎に評価をする限り、最も簡単で一般的な計算方法は、二つの鍵となる要因、すなわち、① (課税前または課税後の) 会社の利益の維持しうるレベルと、② 予見される買主が、投資をする際に期待する利回り (the yield) を見積もることであるとされている (17)。

2) 事案の特性による評価法

Planet Organic Ltd 事件⁽¹⁸⁾における当該 A 会社は、ロンドン西部 (West London) にある著名な店舗でオーガニック食品を販売する、利益の上がる会社であった。事案は、A 会社の株式を 10 万株ずつ保有する X と Y1 が、互いに 1985 年会社法 459 条に基づき不公正な侵害行為の申立てを提起したものであり、1999 年 1 月、Lloyd 裁判官は、Y1 の主張を斥けたものの、Y1 の保有する普通株式を X (または X の指定する者) に対して、当事者

(14) Ibid., at [16].

(15) Hollington, supra note 5, at p. 319; P. L. Davies, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law, 9th ed.(2012), at p.743.

(16) Davies, ibid., at p. 743.

(17) Hollington, supra note 5, at p. 319 には、会社の利益の維持しうるレベルが年に 10 万ポンドであり、買主が投資について年 25% の利回りを期待するとすれば、会社の価値は 40 万ポンド、すなわち、維持しうる利益のレベルに利回りの逆数をかけたものである、との説明がある。判例には、このようなマルチプル法を用いる例がしばしばみられる。本稿の考察対象ではないが、このようなマルチプル法という株式評価方法自体に対しては、イギリスの研究者による批判もみられる。A. Hicks, Valuation of Shares : A Legal and Accounting Conundrum, [1995] JBL 56.

(18) Re Planet Organic Ltd, [2002] 1 BCLC 366.

が合意するかまたは裁判所の定める公正な価格で、売却すべき旨、および、優先株式を保有する Y2 ら 9 名の優先株主（合計で 10 万株を保有）も、X（または X の指定する者）に対して、保有株式を公正な価格で売却すべき旨等を判示した。売却価格について当事者間の協議が整わなかったため、売却価格の決定が再度裁判所に申し立てられた。これを担当した Jacob 裁判官は、A 会社の価値を評価しなければならず、その作業に、市場で買主に会社を売却する際の売却価値を決定するという視点でアプローチした。まず、同社の維持しうる利益（maintainable profits）のための適切な数値を両当事者から提出された鑑定書をもとに決定し、次に、1998 年の第四四半期における私会社の企業買収における平均 P/Es と民間調査機関（the BDO）のインデックスを参考に、11.5% という数値を P/E ratio として採用している。提出された鑑定書が採用していた上場会社の P/E ratio は参考にしなかった。

(2) 純資産法

二つ目の評価方法である純資産法は、継続企業の評価において、通常は採用されない。例外的に純資産法が利用される事案には、次の 2 つの類型が認められるようである。まず第 1 に、会社の収益性に影響することなしに現金化できる資産を有する場合には、収益法によって算出される価値に特定の資産価値を追加することが、適切であることもあるといわれる⁽¹⁹⁾。たとえば、会社が、運転資本（working capital）として必要とされず、それゆえ株主に分配しうる資産、特に現金を有する場合には、その余剰金は、収益法で達した価値に追加されるべきであると考えられる。

第 2 に、収益法が採用されず、純資産法が採用される事案として、Dean v Prince 事件判決⁽²⁰⁾におけるように、当該会社が、株式投資の経済的リターンを現すとはいえないほど低い利益で運営されている場合があ

(19) Hollington, *supra* note 5, at p. 319.

(20) Dean v Prince [1954] Ch 409.

る、とされている⁽²¹⁾。近時の判例である Shah v Shah & Ors (Re Mister Dee International plc) 事件判決⁽²²⁾ (以下、Shah v Shah 事件判決という) は、資産保有会社 (a property owning company) について、収益法ではなく、純資産法に基づく評価が採用された例ということができる。

Shah v Shah 事件判決の事案は、不公正な侵害が認定され、少数派株主 X の保有株式 (発行済株式 5 万株のうち 1 万 1334 株を保有) を多数派株主 Y または会社 Z が買取ることが命じられ (主たる判決)、買取価格の決定は一旦当事者に委ねられたが、当事者間の価格交渉が不調に終わったため、さらに価格決定が裁判所に持ち込まれた、というものである。ただし、評価時点を買取命令 (主たる判決) の時点とすること、および、マイノリティ・ディスカウントを行わないことが当事者間で合意されている。当該会社は、直接または 100% 子会社を通じてロンドンに複数の不動産を保有する資産保有会社であり、裁判所は、X・Y 双方から提出された不動産価値の鑑定評価を勘案しつつ、それぞれの不動産の価値を決定して、それらを積算することで会社の価値を算出している。当該会社が資産を売却することは予想されないところから、評価は、解体価値 (a break-up basis of valuation) によるのではなく、買主が申立人以外の株主であるという前提を基礎に行われた。また、会社資産の一部は取得価格を超えており、それ故、課税債務を内包していて、当該財産を金銭化するときにはそれが具体化するはずであるところから、当該財産の金銭化の蓋然性を考慮に入れて、課税債務 (contingent tax liability) は相当程度低く見積もられたものの、会社の純資産価値から差し引かれている。

Shah v Shah 事件判決にもみられように、会社の評価に純資産法が採用される場合には、事案の状況に応じて、継続企業ベースまたは売却 (再調達) ベースで資産が評価されており、一般的には、解体価格に基づく評価

(21) Hollington, *supra* note 5, at p. 320.

(22) Shah v Shah & Ors (Re Mister Dee International plc) [2011] EWHC 1902 (Ch).

は行われ⁽²³⁾ない。

2. 買取りの対象となる株式の評価

次に、算出された当該会社の価値を基礎に、買取りの対象となる株式の評価が行われるが、この際に、株式の評価に関連して問題となるポイントがいくつか存在する。ここでは、主に次の3点を取り上げることとする。第1に、少数派の保有株式であることによる割引き、いわゆるマイノリティ・ディスカウント（または多数派プレミアム）が適用されるべきか、第2に、不公正な侵害行為の存在を理由に、株式の評価において特別の調整がなされるべきか、第3に、評価期日はいつとされるべきか、である。イギリスの判例では、利息（Interest）も問題点とされている。

(1)マイノリティ・ディスカウント（または多数派プレミアム）

イギリスにおいても、非上場会社における少数派保有株式は、実際の売買では割合的な価値よりも割引かれて売買されることが通例のようである。その理由については、売買市場が存在しないことや、支配株主は会社の支配に少数派株主の協力を必要としないことが挙げられている⁽²⁴⁾。その状況は、わが国における場合と同様であると思われる。

しかしながら、不公正な侵害行為の救済申立てにおいて株式買取命令が与えられる場合、裁判所は、全体としての会社の価値に対する少数派株主の持株割合に応じて、その株式の公正な価値を割合的に算定する方法、いわゆるプロラタ評価（a pro rata valuation）によるのであって、少数派の保有株式であることを理由とする価値の割引き（マイノリティ・ディスカウント）は、行われ⁽²³⁾ないことが通例である。一般原則があるとすれば、そ

(23) 一般ルールとして、不公正な侵害を根拠とする株式買取命令のための株式評価においては、解体価値に基づく評価と非流動性ディスカウント（a discount for non-marketability）はいずれも使用されない、と説明されている。

(24) Hollington, *supra* note 5, at p. 321.

れは、少数派保有株式に割引きを適用すべきでない、というものである、といった説明がみられる⁽²⁵⁾。被告が申立人の持株の公正な価格での買取りによって申立てを終了させたいと望むなら、その買取申込みは独立した評価に基づく少数派割引ナシのものであることが通例である、との解説もある。ただし、事案の特性によっては、マイノリティ・ディスカウントが行われる場合もある。

マイノリティ・ディスカウントが行われない理由について、ある学説は、常にマイノリティ・ディスカウントが行われるとすれば、不公正な行為を行う多数派にとって、この制度による株式買取命令自体がむしろ望ましいものであることになり、少数派を抑圧することで無難にこれを排除することができてしまうことになるが、多数派株主が少数派を不公正に抑圧して利益を得ることを許すべきではない、と述べている⁽²⁶⁾。いわば結果の妥当性からする理由付け、ないしは利益衡量に基づく理由付けといえるが、裁判所の理由付けは、元來は法制度上の整合性に基づくものであった。

1) 準パートナーシップの事案

準パートナーシップ (quasi-partnership) とされる会社の事案では、少数派の株式保有であることを理由とする、いわゆるマイノリティ・ディスカウントは適用されず、株式の価値は、割合的に評価されることが原則とされている。たとえば、後述の *Profinance Trust SA v Gladstone* 事件判決において、Robert Walker 裁判官は、「準パートナーシップの事案では、申立人に過失がない (not at fault) ときは、裁判所は、全体としての会社の価値に対して割引きをしない株式価値を好む傾向にある」と述べて⁽²⁷⁾、*Virdi v Abby Leisure Ltd* 事件判決⁽²⁸⁾ や、*O'Neill v Phillips* 事件の貴族院

(25) Hollington, *ibid.*, at p. 321-322.

(26) *Ibid.*, at p. 321.

(27) *Profinance Trust SA v Gladstone* [2002]1 BCLC 141, at p. 149.

(28) *Virdi v Abby Leisure Ltd* [1990] BCLC 342, at p.350.

判決⁽²⁹⁾における Hoffman 裁判官の傍論部分を挙げている。著名な会社法のテキストにおいても、前述の Bird Precision Bellows Ltd 事件判決により、会社が準パートナーシップの特質を持つ場合には、原則は、持分割合に比例した評価であることが確立された、と説明されている⁽³⁰⁾。準パートナーシップの事案では、マイノリティ・ディスカウントを行うべきではないという強い推定 (strong presumption) が働く、と説明する見解⁽³¹⁾もみられる。

なぜ、準パートナーシップにおいては、支配権を持たないことを反映した割引なしに、少数派の保有株式が一般的に割合的に評価されるのかについて、たとえば、前述の CVC 事件判決⁽³²⁾において、枢密院は、次のように判示している。「当該保有株式に対して少数派の保有であることを反映した割引が否定される理由は、準パートナーシップの会社と真のパートナーシップとの類推 (analogy) にある。パートナーシップの解散においては、一般的には、裁判所が、事業の継続のための値付けを望む従前のパートナーのいずれかに対して、自由に継続企業としてのパートナーシップ事業の売却を指示する。しかし裁判所は、評価が可能であれば売却なしに従前のパートナーの持分の価値を確定する権限を有しており、その持分が比較的少ない場合には、しばしば後者を行っている (…)。しかし、その評価は、脱退するパートナーの持分の唯一の買主である、パートナーであり続ける者に対する概念的な売却に基づくものではなく、外部の買主に対する全体としての事業の概念的な売却 (a notional sale) に基づくものである」。この説明によれば、準パートナーシップ会社の少数派保有株式の価値を評価する際に、裁判所は、パートナーシップにおいて退出するパートナーの持分を評価する際に使用する方法を類推して解釈しており、それゆ

(29) O'Neill v Phillips [1999] 1 WLR 1092, at p. 1105-1108.

(30) Davies, *supra* note 15, at p. 742.

(31) Hollington, *supra* note 5, at p. 321.

(32) CVC/Equal Opportunity Partners Ltd v Demarco Almeida, *supra* note 11.

えマイノリティ・ディスカウントは行われぬ、ということになる。

ちなみに、準パートナーシップであるか否かの判断基準については、Ebrahimi v Westbourne Galleries Ltd 事件（以下「Ebrahimi 事件」という）の控訴院判決⁽³³⁾が示した基準が維持されている。たとえば、Strahan v Wilcock 事件⁽³⁴⁾において、控訴院は、当該会社が準パートナーシップであるか否かを判断する指標として、①準パートナーシップとなったと主張される時点において、当該会社が相互の信頼を含む人的関係を基礎に形成されたか、②当事者の合意に基づく取決めの下で、休眠構成員を除く全ての当事者が業務の執行に参加する資格を有していたか、そして、③構成員の持分の譲渡に制限が存在したか、という3点であって、Ebrahim 事件判決における基準が適用されるとしている⁽³⁵⁾。したがって、単に小規模閉鎖会社であるとか、同族会社であるということだけで、準パートナーシップと判断されるわけではない。

ただし、当該会社が準パートナーシップであっても、申立人の行為が多数派株主による侵害行為の一端に寄与している場合には、割引きが適用されるとの指摘が、Bird Precision Bellows Ltd 事件判決⁽³⁶⁾の Nourse 裁判官による傍論においてなされている。事案の状況から例外的にそうすることが求められる場合に、裁判所が当該状況に割引きを適用しない理由は原則として存在しない、とされている。

また、事案の数は少ないものの、少数派株主による多数派株主の持株の買取りが裁判所により命じられる場合⁽³⁷⁾があるが、このような場合にも、

(33) Ebrahimi v Westbourne Galleries Ltd [1972]2 All ER 492; [1973] AC 360.

(34) Strahan v Wilcock [2006]2 BCLC 555.

(35) 当該事案では、会社が準パートナーシップであると判示され、株式買取命令における買取株式の評価では、少数派であることを理由とする割引きが否定されている。

(36) Re Bird Precision Bellows Ltd [1984] 3 All ER 444, at p. 450.

(37) Re a Company (No 00789 of 1987), ex p Shooter [1990] BCLC 384; Re Brenfield Squash Racquets Club Ltd [1996]2 BCLC 184.

同様に、多数派の株式保有であることを反映したプレミアムを加味しないことが一般的である、といわれている⁽³⁸⁾。

さらに、裁判所の裁量権限の広さを強調して、中間的な評価方法の可能性に言及する判例もある。Richards v Lundy 事件判決⁽³⁹⁾の中では、「いずれにせよ、割合的な評価 (a pro rata valuation) によっても、少数派保有を理由とする評価 (a minority shareholding valuation) によっても、公正ではない、という事案が存在しうるし、中間的な方法をとることが妥協的な判断 ('palm tree' justice) であるとの前提を受け入れるものではない。また、たとえそうであるとしても、制定法上の裁量権限の広さが中間的な評価方法の採用を正当化するであろう」と述べられており⁽⁴⁰⁾、中間的な方法の可能性が示唆されている。もっとも、当該事案自体では、準パートナーシップ会社において少数派株主が経営から排除され取締役を解任されたことにつき、不公正な侵害と認めて、割合的な評価による株式買取命令が下されている。

2) 準パートナーでない株主および準パートナーシップでない会社の事案

前述の判例からして、逆に、準パートナーシップでない会社においては、買取株式の評価において、少数派持株であることを理由とする割引きが適用されることになる。また、当該会社が準パートナーシップであるか否かにかかわらず、より一般的に、申立人が、会社の経営に参画することを期待せず投資として株式を取得した場合には、一般的なルールとして、少数派持株であることを理由とする割引きを適用することが適切であり、とりわけ申立人が当初少数派の地位を反映する割引価格で当該株式を取得した場合にはそうである、とするのが判例⁽⁴¹⁾である。つまり、不公正な侵害

(38) Hollington, supra note 5, at p. 322.

(39) Richards v Lundy [2000]1 BCLC 376.

(40) Ibid., at p. 398.

(41) Re Bird Precision Bellows Ltd, supra note 36, at p. 450; Re Elgindata Ltd [1991] BCLC 959, at p. 1007.

に自ら寄与している、といった事情がない場合でも、(i)投資として株式を取得したような場合や、(ii)少数派持分であることを反映する割引価格で株式を取得した場合には、その株式評価においてマイノリティー・ディスカウントが行われる、とされている。

準パートナーシップという性質は、会社と株主との関係から判断されるので、当該会社が準パートナーシップであるとしても、株主の中には準パートナーではない株主が存在することもあるし、ある株主がある時点から準パートナーでなくなることもあり、さらに、ある時点から当該会社が準パートナーシップでなくなることもある、と考えられるので、判例集掲載事件には、様々な類型がみられる。

D. R. Chemicals Ltd 事件判決⁽⁴²⁾の事案では、申立人 X は、第二被告 Y1 とその妻が創業した会社である第一被告 Y2 会社に、X の保有する建物を提供することになったことを機会に参加し、建物提供の対価として取締役となり 40% の株式を保有したが、5 年ほど後の 1982 年 8 月に、Y2 会社は成功して新社屋に移転した。この移転を前に、Y1 は X に対して、X の持株の買取りを申し出たが、X はこれを拒絶している。社屋の移転後、X は会社業務について何の役割も果たしていなかったが、入手した計算書類から新株の大量発行が行われたことを知り、不公正な侵害行為の救済を申し立てた。Gibson 裁判官は、当該新株発行は不適正な目的のためのもの (for an improper purpose) であるとして、不公正な侵害を認定し、X 保有株式の買い取りを命じた。そして、Y2 会社と X の準パートナーシップ関係は 1982 年 8 月に終了したが、X がその時点で提訴せず、その後約 3 年間通常の株主として会社に残ることを選択したことから、X の保有株式について少数派株主であることによる割引きを適用することが公正である、と判示している。

同様に、McCarthy Surfacing Ltd 事件判決⁽⁴³⁾においても、株主があ

(42) Re D. R. Chemical Ltd (1989)5 BCC 39.

(43) Re McCarthy Surfacing [2009]1 BCLC 622.

る時点から準パートナーでなくなったと判断されている。本事案では、X1, X2, Y1, Y2 および Y3 は、A 会社の取締役（Y1 は a managing director）であり、各々 20%の株式を有する株主であったが、1994 年に、X1 と X2 が、会社業務の運営について Y1・Y2・Y3 による深刻な不当執行（misconduct）を主張して、1985 年会社法 459 条に基づく申立てを提起した。この申立ては、X1・X2 がその主張を立証できなかったために棄却されてしまい、X1 と X2 は取締役を辞任しその後会社の運営には関わらずにいた。X1 と X2 は持株を担保に訴訟費用を借り入れていたが、その返済ができず、持株を X3 に譲渡した。ところが、A 会社の取締役会は X3 を当該株式の所有者とする名義書換を拒絶する等したので、再度の申立ての提起となった。裁判所は、X らの保有株式の Y らによる買取りを命じたが、多岐にわたる争点の中には、X1 および X2 が保有していた株式の買取りについて、マイノリティー・ディスカウントを行うべきか否かが含まれていた。この点について、裁判所は、1994 年までは A 会社は準パートナーシップであったが、X1 と X2 が取締役を退任し会社の業務運営に関わらなくなった時点以降は、X1 および X2 との関係では、準パートナーシップではなくなったとして、その保有株式の評価は、マイノリティー・ディスカウントに基づいて行われるべきである⁽⁴⁴⁾、と判断している。

前述の Planet Organic Ltd 事件判決は、Y1 らの保有株式を申立人 X に売却する旨の株式売却命令が下された事件であるが、当該 A 会社は準パートナーシップであり、準パートナーである Y1 と X の双方が、半々ずつ議決権付きの普通株式を保有していた他、被告 Y2 らは無議決権の優先株式（普通株式への転換権付）を保有していた。Jacob 裁判官は、Y2 ら優先株主は準パートナーとしてではなく、本質的な投資家（essential investors）として扱われるべきであると判断し、優先株主 Y2 らは、申立

(44) Ibid., at p. 660.

人 X に対する不公正な侵害行為について、普通株主 Y1 を助けていたのであるから、Y2 らの保有株式も売却の対象とされるべきであり、その価格は割り引かれるべきであると判断した。そして、X 側専門家の意見では 50% の割引きが主張されたが、優先株主の投資が事業のスタート・アップを助けたことも考慮して、30% の割引きが相当であると判示している⁽⁴⁵⁾。本件の優先株主は、前述の (i) に該当する株主といえそうである。

次に紹介する *Irvine v Irvine* (No.2) 事件判決⁽⁴⁶⁾ (以下、*Irvine* 事件判決という) も、準パートナーシップではなくなったとされる会社に関する事案であるが、二人会社にきわめて近い持株割合の 2 人の株主が対立した事件であったところから、マイノリティ・ディスカウントの適用について注目された事案である。

本件は、申立人 X らが、第二被告である当該 Y2 会社の 49.96% の株式を保有し、残りの株式を第一被告 Y1 が保有するという事案 (保有株式数の差は 1 株) であり、裁判所は、当該 Y2 会社は準パートナーシップではないと判断した。Blackburne 裁判官は、Y1 による Y2 会社の経営の結果として X に対する不公正な侵害が存在したとして、X 保有株式の買い取りを命じた。買取価格の算定について、X らは、たとえ Y2 会社が親族株主の死亡により準パートナーシップではなくなったとしても、同社は依然として同族会社であり、多数派と少数派の保有株式数の差はわずか 1 株であるし、X らが株式の売渡しによる会社からの退出を選択することになったのは、Y1 の振る舞いを原因とするものであるとして、株価の割合的な評価を行なうこと (マイノリティ・ディスカウントを適用しないこと) を主張した。これに対して、Y1 は、少数派の保有株式はマイノリティ・ディスカウントにより評価されるべきことを主張した。Blackburne 裁判官は、「Y1 による Y2 会社の業務執行が不公正に侵害的であり株式買取が命じられたという事実それ自体は、X 保有株式の評価方法を決定するもので

(45) *Re Planet Organic Ltd*, supra note 18, at p. 372.

(46) *Irvine v Irvine* (No.2) [2007]1 BCLC 445.

はな」く、「少数派株主は、たとえ本件のように少数派と多数派の相違がわずかであっても、全体としての会社の価値の割合的な部分として扱う何らかの正当な理由がない限り、少数派保有株式として評価されるべきである。準パートナーシップではない場合、または、その他の例外的な状況がない場合には、少数派持分に欠けている資質を少数派持分を与える理由は存在しない」と述べて⁽⁴⁷⁾、マイノリティ・ディスカウントに基づく評価を行うべき旨を判示している。

解説書を見ると、近年の判例は、当該会社が準パートナーシップではない事案において、申立人である少数派株主が株式の割合的な評価を得ることを益々難しくしている、との指摘とともに、Irvine 事件判決が引用されている⁽⁴⁸⁾。Hollington も、少数派株主にとって、当該会社が準パートナーシップでないとするれば、不公正な侵害行為の救済訴訟に勝訴しても、引き合わない勝利となるかもしれないと述べて、Irvine 事件判決を引用し、そして、多数派株主に少数派持株の買取りが命じられるとしても、少数派持株であることを理由に、全体としての会社の価値に対してかなりの割引きがなされた価格で買取りがなされるのであるとするれば、多数派株主が交渉によって到達しうる価格と変わらないからである、と批判している⁽⁴⁹⁾。ただし、イギリス会社法には、同様の要件に基づく解散判決請求の制度も設けられていることから、申立人は、場合によっては解散判決の申立ての方を好むことになろうともいわれており、実務的には少数派株主にそれなりの価格交渉力がある、といえるのかもしれない。

3) 準パートナーシップでない会社に関する近時の判例

前述のような傾向がみられたことから、Sunrise Radio Ltd 事件判決⁽⁵⁰⁾

(47) Ibid., at p. 449.

(48) D. Chivers & B. Shaw (ed.), *The Law of Majority Shareholder Power – Use and Abuse* (2008), at p. 174.

(49) Hollington, *supra* note 5, at p. 323.

(50) *Re Sunrise Radio Ltd* [2010]1 BCLC 367.

において、準パートナーシップではない小規模私会社における申立人について、保有株式の買取価格が少数派保有による割引なしに評価されるべきであると判示されたことは、注目を集めている。

Sunrise Radio Ltd 事件は、次のような事案である。申立人 X は当該 A 会社の 15% の株式を保有する少数派株主であった。2005 年に、A 会社は額面価額でさらに株式を発行したが、申立人 X はオファーされた株式を引き受けなかった。その後、株式は額面で A 会社の多数派株主である B 会社 (ABC Ltd) に割り当てられたが、B 会社は、A 会社の取締役である Y が所有する会社であった。この割当ての結果、X の保有割合は、8.33% まで稀釈化した。X は、取締役 Y および A 会社の他の取締役を被告として、994 条に基づく救済を求めて申立てを提起し、とりわけ、ライツイシューと株式資本の増加が少数派株主としての X の利益を不公正に侵害したと主張して、持株の買取りを求めた。その後、2007 年に開催された A 会社の臨時株主総会において、授權資本枠が引き上げられるとともに、会社の定款に定める先買権 (pre-emption rights) を利用できないようにする権限が取締役に付与された。X は、Y らが、臨時株主総会は開かれしないと X に告げることで X を誤解させたと主張した。Y らが不公正な侵害行為に関する訴訟の終結まで株式を発行しないことで合意していたにもかかわらず、株式が額面額で発行されることになった。事案の争点は、2005 年の株式の割当ておよび 2007 年の授權株式資本の増加によって、X の利益が不公正に侵害されたか、ということであるが、準パートナーシップではない会社において X の保有株式の価値が割り引いて評価されるか、という点も争点となった。

裁判所は、準パートナーシップではない事案では、割引なしの評価を適用しないとする一般的なルールは存在しないとして、Y に対して、X の保有株式を割引きなしの評価で買い取ることを命じた。Purle 裁判官は、裁判所が事案の全ての状況からして、将来の不公正な侵害を是正するために、公正かつ衡平であると考えることを判示するきわめて広い裁量を有す

ることを勘案して、申立人を、割引価格で売却を行う自主的な売主のように扱うことは現実的でなく、また、当該事案が正義かつ衡平に基づく解散を正当化するか否かという、もう一つの関連するファクターを考慮すべきであるとした。そして、解散の場合には、株主は現実化した資産の割合的な価値を受け取ることになるし、解散の文脈では、正義かつ衡平という根拠は、準パートナーシップの事案に限られないのであって、不公正な侵害訴訟における少数派株主が、通常、解散におけるよりも悪い扱いを受けるべきではない、と述べる。このことは、解散が通例的に994条の事案において代替的なものとして求められるべきことを意味するものではなく、むしろ、解散手続を通じての救済という代替的な可能性は、適切な事案では、救済の内容を定める際に考慮されるべきことを意味する。さらに、申立てにおける被告の保有する株式の価値は、きわめて重要な要素であり、それはなぜなら、被告が、みずからの不正な行為(wrongful conduct)を契機として、とりわけ被告の行為が少数派株主の追出しやその立場の悪化を望むことから行われたと疑う理由がある場合には、割引価格での株式取得によって不正に利益を得る可能性があるからで、それは認められるべきでないとする⁽⁵¹⁾。「本件では、申立人Xは、重要なときにいかなる意味でも準パートナーではなかったが、しかしながら、本件の状況における公正な途は、Xの持株を割引なしに評価することである。」と述べて、Xが全体としての会社の価値に対する株式価値の割合的部分を受領するものと判示した⁽⁵²⁾。

このように、Purle 裁判官の判決が、割引価格による買取りを認めない理由としてあげているのは、①994条に基づく申立人が、解散判決請求におけるよりも不利に扱われるべきではないこと、および、②不正行為(wrongdoing)を行った多数派株主が、買取命令に基づいて、少数派株主の持株を割引価格で買い取ることによって、不正に利得することは許さ

(51) Ibid., at p. 442.

(52) Ibid., at p.438-439.

れるべきでない、ということである。①は、法制度上の整合性に基づく理由付けといえるが、従来強調されていなかった点である。②の理由付けは、前述の学説のいう結果の妥当性からする理由付けと、ほぼ同趣旨のものといえる。

なお、Macro (Ipswich) Ltd 事件判決⁽⁵³⁾では、支配権プレミアムの分配が指示されており、これを判決文では調整 (adjustment) と述べている。Arden 裁判官は、当該 A1 社および A2 社は、Ebrahimi 事件判決における Lord Wilberforce の基準に照らして、準パートナーシップではないと判断した。判決により申立人 X らの保有株式を被告 Y が買い取ることが命じられたが、不動産賃貸業を行う A1 社と A2 社における申立人 X らの株式保有割合は、それぞれ 49.6% と 49.69% であり、Y の保有割合はそれぞれ 50.04% と 50.31% である。Arden 裁判官は、この株式取得により、Y が両社の 100% 所有の利益を享受し、経営の自由を得、あるいはこれを売却しうることを勧告して、X ら保有株式の公正な価値を算出する際に、支配的な保有であることによる価値 (control premium) を X らと Y の間で分けるべきであり、その公正な比率を、X ら対 Y について 65 対 35 であると判示し⁽⁵⁴⁾、X ら申立人側が価値の差 (少数派保有であることと多数派保有であることの価値の差) の 65% を得ることを認めた。判決文では、この調整を行うことによって、当該会社の適切な総配当高 (the appropriate gross dividend yield) に関する 2 人の専門家の鑑定見解に存在する相違について、別途調整を加える必要がなくなる、とも述べている。Macro (Ipswich) Ltd 事件判決は、準パートナーシップでない会社においては少数派保有株式についてマイノリティ・ディスカウントを行うとする先行判例の下において、結果の妥当性を得るために「調整」として支配権プレミアムの分配を行った判決、とみることもできる。しかしながら、「調整」は、一般的には次のような事案において採用される。

(53) Re Macro (Ipswich) Ltd [1994]2 BCLC 354, at p. 408.

(54) Ibid., at p. 410.

(2) 不公正な侵害を勘案した買取価格の調整

不公正な侵害行為の救済申立てにおいて、株式買取命令における買取価格を決定するに当たり、裁判所は、多数派株主や支配株主である取締役が会社の財産を私消するなど、不公正な侵害行為によって会社の価値が減少している事案においては、そうした不公正な侵害行為の影響を勘案して、不公正な侵害がなかったとしたら、という想定で買取株式の評価を行っている⁽⁵⁵⁾。このような調整は、許容値 (allowances)⁽⁵⁶⁾ とか、価値の調整 (adjustments to valuation)⁽⁵⁷⁾ 等と呼ばれている。裁判所がこのような調整を行う方法としては、不公正な侵害が始まる直前の適切な時点において、当該株式を評価するというやり方もあるが、これについては、(3)において取り上げることにする。このように評価時点をずらす方法が、どの事案においても適切に利用できるわけではないので、評価時点をずらす方法が利用できない場合には、株式価値の評価において、調整や特別の許容 (specific allowance)⁽⁵⁸⁾ がなされる。

不公正な侵害行為や問題となる行為がなされなかったとしたら、という仮定に基づいて評価した初期の判例には、London School of Electronics Ltd 事件⁽⁵⁹⁾がある。当該 A 会社 (London School of Electronics Ltd) は、Y 会社 (City Tutorial College Ltd) と協力して、エレクトロニクスの学習コースを提供するために、申立人 X が設立した会社であり、X は A 会社の少数派株主兼取締役であって、もう一人の株主は Y 会社であった。Y 会社の株主である B および C は、A 会社の取締役でもあった。X と B・C との関係が悪化し、1983 年 6 月の A 会社の取締役会において、A の実質的に全ての学生を Y 会社のエレクトロニクス学習コースに移籍させる

(55) Scottish Co-operative Wholesale Society v Meyer [1959] AC 324, at p. 364.

(56) Hollington, supra note 5, at p. 324.

(57) V. Joffe et al, *Minority Shareholders/ Law, Practice and Procedure*, 4th ed. (2011).

(58) Re Elgindata Ltd, supra note 41, at p. 1007-1008.

(59) Re London School of Electronics Ltd [1986] Ch 211; [1985] BCLC 273.

ことが決定され、またその後の取締役会において、X の対応の多くが会社の利益を害したといわれているとの理由で X を取締役の地位から解任することが決議された。他方、X もライバルとなる教育機関 D を設立して、A の学生の多くを D に移すといった行為に出た。判決において Nourse 裁判官は、X の保有株式の Y 会社による買取りを命じたが、X によって新たに設立された教育機関 D に移された学生が、当該 A 会社に残っていたら、という前提に基づいて、保有株式の評価を行うよう命じている⁽⁶⁰⁾。

以下、その後の判例をいくつか簡単に紹介する。

Elgindata Ltd 事件⁽⁶¹⁾では、発明家の申立人 X が妻の A とともに、ボンド市場で業務を行う者が使用する計算機に関するパテントを有しており、1983 年に、B 会社はその計算機の製造・販売に関するライセンスを取得することになった。B 会社は Y が支配権を有する会社であったが、ライセンス契約により、X と A は、B 会社株式の 33% を取得し、新株を取得するオプションも付与された。Y は B 会社の取締役であったが、X も B 会社の取締役となった。しかし、結局 X と Y の信頼関係が破綻し、X は不公正な侵害として、大要、(i) X が意見を求められるべき B 会社の経営方針決定について、相談されなかったこと、(ii) Y が B 会社を経営する能力に欠けること、(iii) Y が B 会社の資産を自らと Y の家族らのために不正使用したことを主張して、申立てを提起した。裁判所は、申立人 X が Y の保有株式を買い取るという買取命令を X に与え、さらに Y の保有株式の評価に関連して、Y が不適切に B 会社に負担させていた費用を明らかにするよう調査を行い、調査結果の観点から会社の計算書類を訂正することを指示している⁽⁶²⁾。

Ghyll Beck Driving Range Ltd 事件⁽⁶³⁾では、ゴルフ練習場を建設する

(60) Ibid., at p. 282.

(61) Re Elgindata Ltd, supra note 41.

(62) Ibid., at p. 1008.

(63) Re Ghyll Beck Driving Range Ltd [1993] BCLC 1126.

プロジェクトのために A 会社を設立した X, Y1, Y2 および Y3 の 4 人が、株主として各自 2 万 5000 ポンドを上限に出資することとし、等しい数の株式を取得して全員が A 会社の取締役となったが、出資の履行が不明朗であるなどの問題から、相互不信に陥った。裁判所は、申立人 X の保有株式を、命令の日における継続企業としての A 会社の価値の 25% に当たる価格で Y1 らが買い取ることを、取締役による借入金の返済とともに命じたが、買取金額は借入金の利払いを勘案して調整されている⁽⁶⁴⁾。

Lloyd v Casey 事件判決⁽⁶⁵⁾では、裁判所は、会社からの過剰な金銭の引き出し (excessive drawings) を理由に多数派株主に対し少数派株主の持株を買い取ることを命じたが、買取価格の決定に当たり、会社の資産が当該引出しの過剰な部分に相当する額だけ増加したものとして扱っている。

Croly v Good 事件判決⁽⁶⁶⁾では、申立人 X の持株の買取りを命じられた被告 Y は、約 40 万ポンドの取締役への貸付金勘定 (directors' loan accounts) が回収されない限り、評価期日において当該会社は支払不能であったので、X が保有する当該株式に価値はないと主張した。これに対して、判決では、Y が配当宣言を怠ることによって X の困窮をさらに悪化させ、当該会社の支払能力を減退させたことを勘案すると、Y は会社に自らの負債を返済できないことを、買い取る株式の価格引き下げの理由とすることはできず、また自らの返済能力のないことに依拠することもできない、と判示された。かくして、取締役への貸付金勘定が全額回収できるという前提に基づいて、買取株式の評価を行うことが命じられた。

なお、Atlasview Ltd v Brightview Ltd 事件判決⁽⁶⁷⁾においては、裁判所の命令には、補填の要素 (a compensatory element) を含めることができ、裁判所は、2006 年法 996 条の下で、申立人に対して、財務的または金銭

(64) Ibid., at p. 1138.

(65) Lloyd v Casey [2002]1 BCLC 454.

(66) Croly v Good [2010]2 BCLC 569.

(67) Atlasview Ltd v Brightview Ltd [2004]2 BCLC 191.

的な補填を提供する一般的な権限を有する旨が判示されている⁽⁶⁸⁾。この判示は、裁判所の命ずる適切な救済が、申立人の被った不正な侵害行為による損害の補填を提供することを意味しており、それゆえ、二重の損害回復 (double recovery) に代替することを示唆するように受け止められるとの指摘がある⁽⁶⁹⁾。この点については後述する。

(3) 評価時点

買取株式の評価をいつの時点におけるものとして行うかが、評価時点の問題である。不正な侵害行為の救済として、多数派株主による少数派保有株式の買取りが命じられる場合、たとえば、多数派株主が会社資産の流用や使込みなどを行っていれば、奪われた資産が会社に返還されたと仮定して評価した会社の価値を基礎に株式の価値を算出するという方法がとられる他、侵害行為がまだ行われていない時点で会社の価値を評価して株式の価格を決定する、という方法がとられることがある。後者の方法がとられる場合には、評価を行う時点を過去に遡らせることになる。したがって、買取株式の価値を評価する時点 (評価期日) の決定は、当該事案の状況により、裁判所の裁量の問題であると考えられている。

当初から判例は、評価時点についての一般原則は存在しないとして、申立期日を評価期日とする判例⁽⁷⁰⁾があるものの、不正な侵害の内容によっては不正な侵害の時点を評価時点とすることを示唆していた。これに対して、どのような時点においても会社の事業に変更がないことを理由に、買取命令の日を評価期日とする判例⁽⁷¹⁾が存在しており、これらの判例は、評価の基準時の原則は命令の日であると捉えていた。

(68) 他に、Allmark v Burham [2006]2 BCLC 437.

(69) Davies, *supra* note 15, at p. 743.

(70) Re London School of Electronics Ltd, *supra* note 59; Re Cumana [1986] BCLC 430.

(71) Re D. R. Chemicals Ltd, *supra* note 42; Re Elgindata Ltd, *supra* note 41; Re Regional Airports Ltd [1999]2 BCLC 30.

こうした中、Profinance Trust SA v Gladstone 事件判決⁽⁷²⁾において、控訴院は、過去の抑圧に対処するために評価期日を過去の日に遡って設定することがあるとはいえ、出発点は、株式を実際に売却する日に可能な限り近い時点で評価すべき、ということであるとして、出発点は買取命令の時点で評価がなされることであると判示した London School of Electronic Ltd 事件判決⁽⁷³⁾における Nourse 裁判官の立場を支持した。London School of Electronic Ltd, Re 事件判決では、「反証によって覆されるまでは (prima facie) 継続企業における持分は、買取命令が下された日において評価されるべきである。」⁽⁷⁴⁾と述べられている。

Profinance Trust SA v Gladstone の事案を若干紹介すると、当該会社 A の株式の 40% を保有する X (Profainance Trust SA) は投資を行う持株会社である。A 会社は財務的に成功したものの、会社の日常業務を監督する Y (60% の株式保有) と X が対立し、X が 1997 年 3 月末に不公正な侵害を申立て、2000 年に株式買取命令を得た。その控訴審である本件で買取価格の算定期間が特に問題となったのは、A 会社の価値が 1997 年 4 月から 2000 年 3 月までのいくつかの時点で、8 万 2000 ポンドから 21 万 5000 ポンドまで変化していたためである。控訴院は、「過去 15 年を越える間の判例の一般的な傾向は、出発点としての買取命令の期日を支持しているが、ただし、公正さ (fairness) が裁判所に他の期日をとるよう要求する多くの事案が存在することを認識しなければならない」と述べて、他の時点で評価することが適切な事案を、包括的なものではないが次の 5 つの類型により示している⁽⁷⁵⁾。

(i) 会社が事業を奪われた場合、申立人にとっての公正さの点で、早期の評価期日 (および補償による調整 (compensating adjustments)) が求

(72) Profinance Trust SA v Gladstone, supra note 27, at p. 160.

(73) Re London School of Electronics Ltd, supra note 59.

(74) Ibid., at p. 224.

(75) Profinance Trust SA v Gladstone, supra note 27, at p. 160-161.

められる (Scottish Co-operative Wholesale Society Ltd v Mayer 事件判決)。

(ii) 会社が再編されたり、その事業が著しく変更されたりして、新たな経済実態を有するに至った場合には、一方当事者あるいは双方当事者にとっての公正さの観点から、早期の評価期日が求められる (… London School of Electronics Ltd…では、その後の日における評価が、会社の事業を築き上げた被告にとって不公正となりえた)。しかし、発行済株式の不適正な変更は、事業の変更を伴わないなら、必ずしもそのような結論 (早期の評価日) を採るものではない⁽⁷⁶⁾ (DR Chemicals Ltd 事件判決)。

(iii) 少数派株主による申立に根拠があり、かつ、一般的な市場の下落が存在する場合には、裁判所は、申立人にとっての公正の観点から、早い時期の評価期日をとることができ、とりわけ、多数派株主の侵害行為が強く非難される場合は、そうである (Cumana Ltd 事件判決)。

(iv) しかし、申立人は、代理判事 (deputy judge) が one-way bet と呼ぶものの権利を有するわけではなく、裁判所が、申立人に最良の出口を提供するためだけに、早期の評価期日を命ずることはない。とりわけ、著しい侵害がなされていない場合にはそうである (Elgindata Ltd 事件判決)。

(v) これらすべての観点は、提訴前および訴訟係属中における買取申入れ、その受諾または拒絶という当事者の行為によって、強く影響を受ける (O'Neill v Phillips 事件判決)、というものである。

なお、本判決においては、本事案における最も公正な途は、「合意された価値を、第 1 審の口頭弁論時点 (at the time of the first instance hearing) におけるものとして捉えること、すなわち 21,5000 ポンドである」と判示している⁽⁷⁷⁾。

その後の判例をみても、Taylor v Cobham⁽⁷⁸⁾ 事件判決が、評価期日は

(76) 他に、Re a Company (No 005134 of 1986), ex p. Harris[1989] BCLC 383; Re Sunrise Radio Ltd [2010]1 BCLC 367.

(77) Profinance Trust SA v Gladstone, supra note 73, at [62].

(78) Taylor v Cobham [2009] EWHC 2650 (Ch).

命令の日とする一般原則を離れることを正当化する特段の事情 (special features) が何ら存在しない、と判示するなど、命令の期日を原則とすることが定着してきているようである。Croly v Good 事件判決⁽⁷⁹⁾においても、「当該事案の全ての状況において、当事者の一方または他方にとって不公正であると考えられない限り、出発点は、裁判所の買取命令の期日における評価である」と述べられている。本件では、申立人 X が準パートナーシップである被告会社 Y2 の経営から排斥された後の期間に、被告 Y1 は Y2 会社から多額の金銭を引き出し、会社の財務状況が悪化しており、第 1 審 (the trial) の直前には、X に相談することなく、簡易会社管理 (pre-pack administration) に入り、会社の資産は Y1 が支配する別会社によって取得されてしまった。このような状況において、X の排除後の期日に X の保有株式の評価を行うことは X にとって不公正となるかなり確実な危険 (a very substantial risk) が存在すると判断された。X が全ての財務情報を入手できなかったため、会社の財務状況の悪化について Y1 の側の不正行為 (impropriety) の明白な証拠は存在しなかったが、疑念を生じさせるような状況があった。判決では、申立人 X の株式は、不公正な侵害となった X の排除の日において評価されるべきであり、それは、排除に続いて株式評価を引き下げるために会社財産を操作したという疑念を払拭するために必要であったすべての財務情報の開示を、Y1 が怠ったからである⁽⁸⁰⁾、とされている。立証責任の分配の問題からみても、興味深い判断といえる。

一旦評価期日が決定されると、そのことが評価手続における一定の証拠の採用を排除する効果を生み、株式評価のために当該期日の後に生じた事柄、たとえば期日の後の取引の結果を、株価の評価において考慮に入れない、という処理がなされる⁽⁸¹⁾。ただし、一般原則によれば、裁判所が利益

(79) Croly v Good, supra note 66.

(80) Ibid., at [113].

(81) Joiner v George [2003] BCC 298; Re Natural Duvet & Pillow Co Ltd [2011]

を生む資産 (an income-earning asset) の特定の日における価値を決定しなければならず、その評価が実際にどれほどの利益を生んだかが明らかになってから行われる場合には、裁判所は、実際に生じた利益に関する情報を考慮に入れるべきである、とされているとのことである⁽⁸²⁾。

(4) 株式買取命令における買取価格に付される利息

株式の買取りが命じられた場合に、申立人が、買取価格に加えて、買取価格に利息 (interest on the price ordered to be paid for his shares) (遅延利息に相当する金額) を付して請求することができるかということも、問題とされている。この問題は、株式の評価期日と関連するものであると理解されており、Profinance Trust v Gladstone 事件判決にも、実務的には両者は切り離せないとの記述がみられる⁽⁸³⁾。早い時点が評価期日とされる場合には、利息を付せるかが問題とされるようである。裁判所は、一般的な衡平法上の管轄権限 (its general equitable jurisdiction) または 1981 年最高裁判所法 (the Supreme Court Act 1981, c. 54) 35A 条の下においては、買取価格が決定されるまでは、申立人のために株式価格に利息を付す権限はないとされているが、他方で、会社法 996 条の下で裁判所が有する広範な裁量権限に基づき、利息や、これと同趣旨の遅延損害金 (damages) を認める権限を有すると解するのが、判例の立場である。

Profinance Trust SA v Gladstone 事件⁽⁸⁴⁾において、控訴院は、2006 年会社法 994 条の下で裁判所は株式の買取価格に加えて、買取価格から算出される遅延利息類似 (quasi-interest) の金額を、申立人に対する補償と

EWHC 1834 (Ch), at [16].

(82) Hollington, supra note 5, at p. 326.

(83) Profinance Trust SA v Gladstone, supra note 27, at p. 151-152. 評価期日が申立ての日とされるか命令の日とされるかで異なる、という趣旨のようであるが、評価期日はあくまでも評価の基準とされる時点であると理解するとすれば、こうした受止め方には、感覚的に若干違和感もある。

(84) Profinance Trust SA v Gladstone, supra note 27.

して、加えることを認める裁量権を有する旨を判示している。ただし、通常は、買取命令の期日に近接する時点で株式を評価することが公正であって、申立人がより早い評価期日と遅延利息類似の金額の支払いを主張するときは、それが公正な結果であることの立証責任は申立人にある、とも述べている⁽⁸⁵⁾。

とはいえ、どのような場合に裁判所が、株式価格に遅延利息類似の金額を加えるこの裁量権を行使するのか、つまりどのような場合が公正とされるのかは、依然明白でないといわれている。解説書では、会社が継続して利益を上げる状況にあるが、その事実が株式評価に反映されていない事案では、遅延利息の付与が正当化されうると述べられている⁽⁸⁶⁾。逆に、現時点（命令の時点）で株式が評価されるならば、会社が継続して利益を上げていることは株式の評価に反映されるので、遅延利息類似の金額を認めるべきでないことは明らか、とされる。また、近時の判例である *Re Southern Counties Fresh Foods Ltd* 事件判決⁽⁸⁷⁾ では、評価手続の遅れを反映して、買取価格に利息を付すことを命じている。

IV わが国の譲渡制限株式の売買価格との比較

1 譲渡制限株式の売買価格

譲渡制限株式（かつての「定款による株式譲渡制限」）における株式も同様の譲渡について、会社の承認を得られず、譲渡を望む株主が持株を指定買取人に売却することになった際、当事者間で売買価格の協議が整わなければ、売買価格の決定を裁判所に申し立てることができる（会社 144 条 2 項）。この際、裁判所は、譲渡等承認請求時における株式会社の資産状

(85) *Ibid.*, at P. 151-152.

(86) Hollington, *supra* note 5, at p. 295.

(87) *Re Southern Countries Fresh Foods Ltd* [2010] EWHC 3334(Ch).

態その他一切の事情を考慮して、売買価格を決定するものとされている(会社法 144 条 3 項)。従来、わが国で株式の評価が問題となる裁判例が最も多いのは、この売買価格の決定申立てに関するものであった。

かつての裁判例に、強い影響を与えていたとされるのが、国税庁の相続税財産評価基本通達(昭和三九直資五六直審(資)一七)が定める「取引相場のない株式等の評価」の算式である。この方式による場合、株式の発行会社を、従業員数・総資産(帳簿)価格・取引高によって、大会社・中会社・小会社の 3 つに区分し、この区分によって、「類似業種比準価額」、「純資産価額」、「配当還元価額」といわれる算定式を使い分けて株式の評価が行われる。さらに、取得者が同族株主であるか否かによって区分し、同族株主以外の者が譲渡制限株式を取得する場合には、「配当還元方式」によって評価が行われる。同通達の基準を譲渡制限株式の評価に利用することについては、ある程度恣意的でも画一的なルールに従ってなされることが重要であるとして、同通達に則って行われるべきであると主張する学説⁽⁸⁸⁾も存在した。しかしながら、この通達が、戦後の早い時期に骨組みが作られたもので、大量発生の事象を機械的に処理する目的のものにすぎないこと、各方式がどうしてそのような算定式になっているのかが明らかでなく合理性が疑われること、類似業種比準方式については類似業種の選定に困難が伴うこと、などの問題が学説から指摘されてきた⁽⁸⁹⁾。

平成に入る前後から、裁判例は、前述の通達の評価方法に依拠することをやめ、株式の評価方法の中から、当該株式譲渡に適すると思われる方式をいくつか選択して併用する方法をとることが通例となった。これらの裁判例に一定の方向性を見出すのは難しいともいわれる⁽⁹⁰⁾が、裁判例をみ

(88) 浜田道代「株式の評価」『現代株式会社法の課題』(有斐閣, 1986 年) 451 頁。

(89) 江頭健治郎『株式会社法〔第 4 版〕』(有斐閣, 2011 年) 15 頁、関俊彦「株式評価をめぐる論争点」法学 54 卷 2 号(1990 年) 201 頁。

(90) 柴田和史「非上場株式の評価」浜田道代=岩原紳作編『会社法の争点』(有斐閣, 2009 年) 61 頁、田中亘編『数字でわかる会社法』(有斐閣, 2013 年) 23 頁〔久保田安彦〕。

ていくと、そこで用いられる方法には大まかな傾向があるということではできそうである⁽⁹¹⁾。裁判例は、対象会社の特性に着目する他、譲渡等承認請求者が少数派株主であるか否かや、買取人の特性などに留意して、評価方法を選択・併用しているようである。

一般的に言えば、純資産方式は、事業の継続を前提とする会社の株式の評価方法としては、適切ではないので、近時は、収益方式（DCF法、収益還元法、配当還元法など）を採用する例が増えている。ただし、不動産の賃貸・管理等を主な目的とするが賃料収入はわずかで配当実績もない会社の場合（東京高決昭和62年12月2日金判820号32頁）など、対象会社の特性によっては、100%収益方式で評価することが適切でないといわれる場合もある。DCF法には、当該事業収支計画の予測や割引率の決定に困難が伴うし、配当還元法は配当実績のない会社では使えない、といった問題がある。1つの評価結果に合理性が乏しいことから、比較的客観性があると思われる別の評価方式との併用が行われる例（福岡高決平成21年5月15日金判1320号20頁等）も多い。多くの裁判例が、配当還元法や収益還元法のみで株式評価を行うことを躊躇しているのは、これらの評価法のもたらす結論に合理的な違和感を抱くからであると思われる、と指摘する見解もある⁽⁹²⁾。

売買当事者の特性に着目する裁判例も多い。売主が少数派株主の場合、原則として将来の配当利益に対する期待しか持てないため、その株式の評価方法は、配当還元法を基礎とすべきとする裁判例（福岡高決昭和63年1月21日金判788号13頁等）がある。もっとも、単純な配当還元方式は、企業の成長予測が反映されず単純に過ぎるため、利益と配当の増加傾向を予測するゴードン・モデル式による配当還元方式がより優れているとする

(91) 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）419頁〔山本為三郎〕。なお、近時の裁判例を概観するものとして、西本強「判例のトレンドから読み解く非上場会社の株価算定の実務」ビジネス法務14巻1号（2014年）82頁。

(92) 柴田・前掲（注90）61頁。

裁判例（大阪高決平成元年 3 月 28 日判例時報 1324 号 140 頁）や、収益の相当割合を社内に留保して資産を増加させることに重点を置き、配当額を比較的強く抑えてきたことが窺われる会社について、配当還元方式に加えて純資産方式や収益還元方式を併用する裁判例（東京高決平成元年 5 月 23 日判例時報 1318 号 125 頁等）もある。非支配株主といっても持株比率の関係から経営に対して一定の影響力を持つと考えられる場合に、少数派株主であることから導かれる配当還元法に、純資産価額法など他の方式を併用する例（千葉地決平成 3 年 9 月 26 日判例時報 1412 号 140 頁）もある。売主（少数派株主）の特性に適した評価方法と買主（支配株主）の特性に適した評価方法の二者を併用する例（札幌高決平成 17 年 4 月 26 日判例タイムズ 1216 号 272 頁，広島地決平成 21 年 4 月 22 日金判 1320 号 49 頁）。もみられる。

併用方式に対しては、一つ一つが信頼に値しない数値を複数よ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ではない、との批判がある⁽⁹³⁾。また、売買当事者の特性を考慮することに対しては、少数派株主（売手）にとっての評価額を売買価格とすると、支配株主（買手）が転売等を行えば利益を得てしまうので、支配株主にとっての評価額（高い方の価額）を売買価格とすべきであるとする有力説⁽⁹⁴⁾がある一方、少数派株主にとっての評価額を売買価格とするのが理論的であるとする説⁽⁹⁵⁾も有力である。

2 若干の比較・検討

譲渡制限株式の売買価格の決定申立制度は、会社にとって好ましくない

(93) 江頭憲治郎「譲渡制限株式の評価」岩原紳作編『会社法判例百選』（有斐閣、2006 年）43 頁，江頭・前掲 15 頁，久保田・前掲 23 頁。

(94) 関俊彦『株式評価論』（1983 年）298 頁。

(95) 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『変革期の企業法』（2011 年）137 頁，江頭・前掲（注 92）百選 2 版 45 頁。

者が株主となることを回避して、会社の閉鎖性を維持するために、株式譲渡の制限を認めると同時に、株主の投下資本回収の途を確保するために、会社の指定した買取人との間で株式の売買が行われることをサポートするものである。つまり、そこで決定される価格は、あくまでも「株式を売買する価格」である。これに対して、イギリス会社法において、不公正な侵害行為からの救済としての株式買取命令は、不公正な侵害によって利益を害された株主の保護のための命令であり、裁判所が買取価格を決定する際には、株主救済としての趣旨が勘案されている。譲渡制限株式の売買価格決定申立ては非訟事件である、といった訴訟制度上の違いもある。そのような違いがあることを前提としつつ、両者を比較すると、次のような相違が認められる。

第1に、株式の買取価格を決定する際に、イギリスの裁判所は、当該会社の全体としての価値を評価し、次に、この会社全体の価値に対する関係で、当該買取株式の価値を判断する、というプロセスで買取株式の価値を決定していく。これに対して、譲渡制限株式の場合、日本の裁判所は、当該株式を有する株主（売手）が支配株主であるか、それとも一般株主（少数派株主）であるかを重要な考慮要素として、一般株主であれば、原則として将来の利益配当に対する期待しか持てないから、評価方法は配当還元方式によるべきである、というように評価方法を決定する傾向がある（たとえば、前掲福岡高決昭和63年1月21日）。

もっとも、会社の価値の決定に当たり、対象会社の特性を考慮して、資産保有会社や不動産管理会社については、収益法ではなく純資産法を使用したり、一部これを加味したりといったところは、共通しているようである⁽⁹⁶⁾。

第2に、前述のように譲渡制限株式については、あくまでも株式の売買

(96) 不動産の賃貸・管理等を主な目的とするが配当のされていない会社につき、前掲東京高決昭和62年12月2日。不動産管理会社について、大阪地決平成25年1月31日判例時報2185号142頁。

価格を決定するという趣旨から、少数派株主の持株であれば、配当還元法で評価するといった方法がとられることにより、一種のマイノリティ・ディスカウントが行われている。これに対して、イギリスでは、本稿で検討したように、準パートナーシップの会社においては、原則としてマイノリティ・ディスカウントは行わないこととされているし、準パートナーシップではない会社においても、おそらく不公正な侵害の状況を勘案して、マイノリティ・ディスカウントを行わないとする裁判例が現れている。これは、制度趣旨の相違からすれば、当然であるということになるだろうが、そうであるとすれば、むしろ日本の裁判例において、必ずしもマイノリティ・ディスカウントが徹底されていないことに、注目すべきであるように思われる。推測の域を出ないが、裁判所は、算出される数値に必ずしも信頼が置けないことに加えて、当該事案における少数派株主を取り巻く状況を勘案し、何らかの保護を提供する必要性を感じて、マイノリティ・ディスカウントを徹底しないのかもしれない。

第3に、イギリスの裁判所は、買取価格の調整や評価の基準時を不公正な侵害行為の前に遡らせるという方法によって、業務執行者による不公正な侵害によって会社財産が私消されたり過大な取締役報酬等が支払われたことによって会社の価値が下落していても、そのことが買取株式の評価に反映することを防いでいる。これは結果として、不公正な侵害行為による会社の損害が賠償されたと仮定した場合の会社の価値を基準に、買取株式の価値を決定していることになる。そのため、イギリスにおいては、このような処理をすることは、反射的損害に関する提訴禁止の原則 (no reflective loss principle) に違反するため、本来は株主代表訴訟によって会社の損害を回復するべきではないのか、ということが1つの論点となっている⁽⁹⁷⁾。とりわけ、2006年会社法によって代表訴訟の提起が従来よりも

(97) イギリス法における no reflective loss principle については、川島いづみ「イギリス会社法における株主の反射的損害と固有の損害」比較法学 42 卷 1 号 (2008 年) 97 頁以下。

容易になったことから、このような論点が注目されている⁽⁹⁸⁾。しかしながら、裁判実務は、これに拘泥することなく、裁判所の裁量の範囲としてこうした調整を行っているようであるといわれる⁽⁹⁹⁾。前述の Atlasview Ltd v Brightview Ltd 事件判決において、裁判所が「補填 (compensation)」という用語を使用していることも、損害の回復とは別であるとする事で先例との抵触を回避しようとするもののように見受けられる。このような救済方法は、法理論的な問題点の指摘に十分に答えていない憾みはあるものの、閉鎖的小規模会社における株主間紛争においては、直截的な問題の解決方法を提供するものとして有効であるといえよう。

これに対して、譲渡制限株式の売買価格の基準時は、譲渡承認請求時とされており（会社法 144 条 3 項）、無論、買取価格についてこのような調整は行われていない。この問題は、わが国では、会社法 429 条 1 項（平成 17 年改正前商法 266 条ノ 3 第 1 項）の「第三者」に株主は含まれるかという論点として議論されてきた。いわゆる間接損害については、これを否定する見解が強いものの、近時は、取締役と支配株主とが一体である閉鎖型のタイプの会社の場合には、株主の被る間接損害についても損害賠償請求を認める余地があるとする見解が有力である⁽¹⁰⁰⁾。とはいえ、間接損害の回復と会社からの退出とを一つの手続で提供するような株主救済制度は、わが国には存在しない。

V むすびに代えて

不公正な侵害行為の救済に関する判例は毎年数多く現れており、創業か

(98) たとえば、B. Hannigan, Drawing Boundaries between Derivative Claims and Unfairly Prejudice Petitions, [2009] JBL 606 ; S. Griffin, Shareholder Remedies and No Reflective Loss Principles: Problems Surrounding the Identification of a Member Interest, [2010] JBL 461.

(99) Davies, *supra* note 15, at p. 743.

(100) たとえば、江頭・前掲（注 89）471 頁。

らさほど年数の経っていない新興企業やベンチャー企業の事案も多い。イギリスにおける起業の多さを改めて実感させられる。わが国においても、ベンチャー企業の創業支援や振興策・育成策が盛んであり、そのための法律制度も種々設けられてきたといえよう。しかしながら、創業を支援するばかりでなく、創業後に生じるであろう問題に対処するための方策を整えることも、ベンチャー企業の育成には不可欠であるように思われる。出資者間の内部紛争に対する解決手段の提供という点からみて、本稿で取り上げたイギリスの株主救済制度は、柔軟に、機能的かつ現実的な解決策を提供するものとして参考となろう。