

平成18年(ヒ)第264号 株式買取価格決定申請事件 外7件

直送済

申請人 ■ ■ ■ ■ 外570名

被申請人 海岸ベルマネジメント株式会社 (旧 カネボウ株式会社)

最終準備書面 (1)

—株式リスクプレミアムと永久成長率について—

平成19年12月10日

東京地方裁判所民事第8部非訟係 御中

申請人ら(第264,268,278,279号事件の申請人
らのうち、別紙記載の者) 代理人

弁護士 大塚和成

同 熊谷真喜

同 西岡祐介

第1 株式リスクプレミアムの立証主題としての特徴

- 1 割引率を構成する要素としての株式リスクプレミアムは、過去の歴史的事実ではなく将来の予測値であり、しかも自然科学的な解明になじまない社会経済的事実である

株式リスクプレミアムは、当該企業（カネボウ）が将来生み出すと期待されるキャッシュフローを現在価値に割り引くための利子率を構成する一要素であるから、過去の歴史的事実ではなく、当該企業（カネボウ）がキャッシュフローを生み出すと期待される将来の活動期間に対応した予測値である。そこで、株式リスクプレミアムには、過去の痕跡という直接証拠が存在しない。

しかも、株式リスクプレミアムは、社会経済的事実であるから、医療過誤訴訟におけるような自然科学的な解明、すなわち、実験の結果に基づいて推認できるという性質のものでもない。

したがって、株式リスクプレミアムは、複数の間接事実に対し、専門的知見に基づく合理的な経験則を適用するという方法によって立証（認定）されることになる。

- 2 株式リスクプレミアムの認定においては、一般的にファイナンス分野や会計学において合理的とされる複数の手法を用いて多角的に検証を行い、当事者（国民）が納得する数値が認定されなければならない

そこで、将来の株式リターンが過去の株式リターンと同じような変動パターンを示すとの経験則が合理的であるといえるのであれば、「過去の延長として将来を見る」との推認過程をたどることとなる。すなわち、ヒストリカルデータ（過去の痕跡であるからそれ自体の立証は容易）という間接事実を立証し、

そこから、経験則に基づき、将来にも延長できる範囲の過去の株式リターンを抽出し、それを将来にあてはめて予測値を認定することとなる。

他方で、将来、過去とは異なる株式リターンの変動パターンが見通されるが、いくつかの見通しについてそれぞれが生起する確率が統計的に捉えられる場合には、統計学的方法により立証することとなる（直接証拠がなく、自然科学的な解明になじまない社会経済的事実を立証する場合に統計学的方法を用いることを、わが国の民事訴訟にも適用しうることについては、伊藤真「独占禁止法違反損害賠償訴訟－因果関係及び損害額の立証（上）」ジュリスト 963 号 59 頁〔1990 年〕）。

上記のいずれの手法で株式リスクプレミアムを認定することが合理的であるかについては、鑑定人は、「客観性を重視した為、インプライド手法よりも客観性が担保されているヒストリカルデータを採用した。」と述べ、前者の手法のみが、唯一の専門的知見に基づく経験則であるかのように述べる（平成 19 年 11 月 20 日付「回答書」9 頁）。しかし、かかる鑑定人の見解は、①「客観性」の意味を誤って用いている、②ファイナンス分野や会計学において一般的に妥当する専門的知見とは言い難い、との 2 重の意味で誤りである。

すなわち、①については、確かにヒストリカルデータは過去の痕跡であるから、それ自体は「動かぬ事実」であるとの意味で客観的かもしれない。しかし、鑑定人は、ヒストリカルデータは間接事実を過ぎず、株式リスクプレミアムという立証主題は、そこから、「将来の株式リターンが過去の株式リターンと同じような変動パターンを示す」との予測を行い、且つ過去の事実から「将来も同じ変動パターンを示すであろう範囲」を抽出して将来を予測するという推認過程（評価）をたどって認定されなければならないことを看過している。この推認過程（評価）を誤れば、結論が大きく変わってきてしまう。このことは、同じ Ibbotson Associates 社のヒストリカルデータを用いながら、本件鑑定意見

が用いた数値（8.5%）が、他の国家機関や監査法人、学者、金融機関、コンサルティング・ファームが用いている数値（内閣府政策統括官〔4%：甲 F イ 45〕、監査法人トーマツ〔4～6%：甲 F イ 38〕、山口勝業〔5.6%：甲 F イ 39〕、鈴木一功〔4～6%：甲 F イ 46〕〕ニッセイ基礎研究所〔3.6～3.9%：甲 F イ 40〕、大和総研年金運用コンサルティング部〔4.77%：甲 F イ 48〕、ベリングポイント〔4.5%～5.0%：甲 F イ 52〕）から、異常に乖離してしまっている（一般的に用いられているレンジに収まっていない）ことから、明らかである。

また、②についても、鑑定人は、ヒストリカルデータを用いる手法のみが、ファイナンス分野や会計学における大多数を占める見解であり、裁判所が依拠すべき唯一の「専門的知見に基づく経験則」であるかのように述べるが、これも、誤りである。インプライド手法とヒストリカルデータから推認する方法のいずれが妥当かについては、ファイナンス分野における最大の課題であって、現在、定見が存在しているとは言い得ない（マッキンゼー・アンド・カンパニー「企業価値評価」253頁〔ダイヤモンド社・2002年〕）。早稲田大学大学院商学研究科辻正雄教授・花堂靖仁教授の共同意見書（以下、「辻・花堂意見書」という：甲 F イ 44-1）が、質問 2 に対する回答として、以下の通り述べる通りである。

「この株式市場リスクプレミアムの適正値を推計するには、将来は過去の連続との前提のもと、過去のデータを基に行ってもよいし、将来の予想を基に行ってもよいとさせている。そしてどちらのアプローチに対しても、学者に間でも賛否両論があり、ファイナンス分野における最大の課題の1つとも言われている。平成 19 年 11 月 20 日付「回答書」（以下「本件回答書」という。）は、インプライド手法を「不確実性、恣意性が介在する」とし、ヒストリカルデータから推認する方法を「客観性が担保されている」と評価しているが（本件回答書 9 頁）、ヒストリカルデータから推認する方法も、データの期間や計測のしかたで結論

が大きく変わってくるという問題点がある。」

そこで、株式リスクプレミアムの認定に当たっては、ファイナンス分野や会計学における専門的知見を総動員して、ヒストリカルデータから推認する方法のみならず、インプライド手法も用いて（内閣府〔甲 F イ 36〕や日本銀行〔甲 F イ 37〕がこの手法を用いて、いずれも 4%という数値を公表している）、多角的に検証がなされなければならない。申請人ら F が準備書面(15)（平成 19 年 10 月 10 日付）第 2 において質問をした意図は、まさにこの点にあったのであり、鑑定人と、「どの手法が講学的に一番優れているのか」という言い争いをするのは、本意でない。

また、株式リスクプレミアムの算出には唯一絶対的な手法があるわけがないので、複数の手法から導き出すとあっていっても、レンジ（幅）が生じてしまうことは否めない。この場合、通常の M&A 取引においては、売主・買主という異なる立場にある当事者がラクビーボールミーティングを行って、合意（契約）によって特定の値を決定するが、裁判、特に本件のように、「社会的に大きな影響力を持つ訴訟においては、広く国民に納得されるだけの真実が発見されるべきであるから、証明度を低下させるべきではな」（伊藤眞「独占禁止法違反損害賠償訴訟－因果関係及び損害額の立証（上）」ジュリスト 963 号 59 頁〔1990 年〕）い。

この点、確かに、一般に非訟事件においては、立証責任の概念がないので、裁判所は、十分な証拠が提出されなくても裁判しなければならない（何らかの手法で株式代金を認定しなければならない）ことから、鑑定評価にウェートをかけざるを得ず、特に申立人及び被申立人が証拠を提出しないような場合には鑑定評価のみによって事実認定をせざるを得ないことは、一般論としては理解できる。しかし、本件のように、申請人が「専門的知見に基づく経験則」につ

いて証拠を提出して、本件鑑定意見を争っている場合には、本件鑑定意見を絶対的な証拠とすることなく、証拠評価（証拠の取捨選択）を行った上で、その過程を明らかにして事実認定がなされなければならない（少なくとも、上級審での検証を可能とする為、御庁が採用する株式リスクプレミアムについて、結論に至るまでの判断過程は決定文に明らかにされなければならない）。

3 株式リスクプレミアムは、個別事情ではなく、金融経済・ファイナンス分野において共通に用いられる数値であるため、裁判所（しかも、東京地裁民事第 8 部）が特異な数値を認定することは、実務を混乱させることになり、許されない

株式リスクプレミアムは、株式市場全体の収益率（ R_m ）からリスクフリーレート（ R_f ）を差し引いた数値である。そこで、株式リスクプレミアムは、本件に固有の事実ではなく、金融経済・ファイナンス分野において共通に用いられる数値であるため、裁判所（しかも、東京地裁民事第 8 部という商事専門部）が特異の数値を認定してしまうと、実務の現場に与える混乱は計り知れないものとなる。

そこで、逆に言えば、本件鑑定評価のみを証拠としなくても、本件裁判を意識しないで一般的に国家機関や監査法人、金融機関、経済誌、コンサルティング・ファーム等が用いている数値の方が、証拠価値としては優れているといえる。

この点、後記**第 2**（8 頁～）のとおり、本件鑑定意見が採用する数値は、金融経済・ファイナンス分野において一般的に用いられているレンジ（4%が一般的。レンジとしては 3～6%）を超えてしまっているとの意味で、異常値である。しかも、本件鑑定意見は、後記**第 3**（14 頁～）のとおり、かかる 8.5%という

異常値を用いる理由として、ヒストリカルデータという間接事実が「客観的」であることのみを論拠としている以外は、そこ（過去データという間接事実）から直接事実である株式リスクプレミアムをどのようにして導いたかという推認過程について、明確に論証していないため、「専門的知見に基づく経験則」を認定するための証拠としての価値が低い。辻・花堂意見書（甲 F イ 44-1）が、質問 2 に対する回答として、以下の通り述べておりである。

「株式リスクプレミアムを算出するにあたり最も留意すべき点は、どのようなアプローチをとるにせよ、それが実際に金融経済界やファイナンス理論の現場で用いられている数値のレンジにあっていなければならないということである。」

本件鑑定意見書では、Ibbotson Associates Japan, Inc が公表している Japan Equity Risk Premia Report における 1955 年から 2005 年までの算術平均による統計データである 8.50% という数値を採用しているが、鑑定人が用いた過去のデータによる推計値が他の方法による推計値と同様な結果が得られたのであれば、その数値を用いることの妥当性も一応推認されよう。しかし、本件のように、幾つかの手法によって算出可能な数値を一つの手法によって算出し、一般に金融経済界やファイナンスの世界において認識されているものと大きくかけ離れているにもかかわらず、明確な論証なくして用いることは、中立的な立場における姿勢としては避けるべきであろう。」

したがって、本件鑑定意見が採用する 8.5% という株式リスクプレミアムを、御庁が採用することは許されない。

第2 本件鑑定意見が採用する株式リスクプレミアムは、一般的に用いられている数値のレンジに収まっておらず、異常に高い

1 定着実務との乖離

本件鑑定意見書は、将来 FCF の算定にあたってゼロ成長を前提としながら、過去の日本の高度成長期の株式リターンを基礎データに含め、株式リスクプレミアムについて 8.50%を採用している。しかし、これは、以下の証拠が示すとおり、現在の金融経済界やファイナンス理論の現場実務において一般的に採用されている株式リスクプレミアムの数値から、大きくかけ離れている。

すなわち、内閣府の「平成 18 年度経済財政白書」165 頁（甲 F イ 36）は、日本の資本コストの算定にあたり、株式マーケットリスクプレミアムを 4%とした上で、以下のとおり記載している。

「アメリカ企業の資本コストは一貫して日本企業のそれを上回っていることが示された。具体的には、アメリカ企業の資本コストは 6～8%程度の範囲で推移しているのに対し、**日本企業の資本コストは 3～4%程度で推移**している。この内訳としては、アメリカの負債金利の水準が日本のそれを上回っていることに加え、株式コストについても、アメリカの方がかなり高い水準となっている。」

内閣府政策統括官による「アンケート調査からみた日本的経営の特徴」（2006 年 7 月）14 頁（甲 F イ 45）は、以下の通り記載している。

「株式リスクプレミアムは、1952 年から 2002 年までの株式総実現収益率の幾何平均と長期国債利回りの幾何平均の差が、日本では約 5%、アメリカで約 4%であること、既存の日本の研究で**日本の株式リスクプレミアムを 4%**と置くことが多いことを考慮し、日米とも一律で 4%とした。」

日本銀行は、「日銀レビュー」（2005年2月）4頁（甲Fイ37）において、以下の通り記載している。

「EBOモデルによる株式コストは、90年代を通じて、ほぼ一貫して低下した。ROEの低下が、この主要な要因と考えられる。しかし2000年以降、横這いな
いし小幅上昇に転じ、最近では4%程度で推移している。」

監査法人トーマツは「企業価値評価の実務」84頁（甲Fイ38）において、以下の通り記載している。

「東京証券取引所第1部銘柄の投資収益率と国債の投資収益率との差が、過去の日本のデータでは4%～6%程度と推定されている。」

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社の創業者であり代表取締役社長である山口勝業氏（専修大学教授）は、その著書「日本経済のリスク・プレミアム」78頁（甲Fイ39）において、以下の通り記載している。

「わが国でも長期間をとると、米国と同様に、ハイ・リスク＝ハイ・リターンの原則が実現していたことがわかる。日本市場での株式リスク・プレミアムは5.6%、債権の期間プレミアムは1.0%であった。」

「株式リスク・プレミアムは、長期国債の利回りをベースにした場合で5%前後、短期金融資産の利回りをベースにすると期間プレミアムの部分が加わって6%前後というのが、日米で共通の計測結果となっている。」

富士コーポレートアドバイザーM&A部門（現●●●証券）チーフアナリストとして企業価値評価モデルの開発を行った鈴木一功氏（中央大学教授）は、その編著「企業価値評価【実践編】」16頁（甲Fイ46）において、以下の通り記載している。

「東京証券取引所第一部上場企業の株価指数 TOPIX をマーケット・ポートフォリオの代替指数とし、マーケット・リスクプレミアムは、4~6%を使うのが妥当だと考える。本書の事例では、その範囲のなかの数値で、日本証券経済研究所のデータをもとにマーケット・リスクプレミアムに5%を用いている。」

ニッセイ基礎研究所は、「年金ストラテジー Vol.86」(2003年8月)5頁(甲Fイ40)において、以下の通り記載している。

「1962年から2001年までの過去40年間の法人事業統計にもとづけば、株式リスクプレミアムは算術平均で3.8~3.9%(幾何平均で3.6~3.8%)であった。しかし、80年代以降、その水準はゼロに近い。」「三吉[2003]も、Ibbotson and Chen[2003]を修正したGDP,PBRモデルを利用して、一つの結果として3.4%という株式リスクプレミアムを提示している。」

日本経済新聞の「企業価値を探る」と題する記事2007年3月24日付朝刊15面(甲Fイ41)は、日本経済新聞の企業情報データベースが採用している理論株価分析モデルの説明において、以下の通り記載している。

「割引率は投資家の期待利回りでリスクフリー金利とされる国債利回りにリスクに見合った上乗せ幅を加える。

リスクフリー金利を長期国債利回り並みの二%、上乗せ幅を国内で一般的な三%とみなすと期待利回りは五%。」

東洋経済新報社は、「理論株価はこうして計算する」と題するウェブサイト(甲Fイ47)において、以下の通り解説している。

「株式リスクプレミアムとは、市場全体を代替するTOPIXの、無リスク金利に対する期待超過収益率のこと。(下の4.で最終調整を行うが、だいたい4%が目安)」

大和総研年金運用コンサルティング部は、「リスク・プレミアムは消失したか？～政策資産配分的前提再考～」3頁（甲Fイ48）において、以下の通り記載している。

「図表2は、過去50年間の日本株式の名目短期金利に対する10年ローリングベースのリスク・プレミアム推移である。全期間平均のプレミアムは4.77%であり、Dimson, Marsh and Staunton (2002)により推計された1900年～2000年における全世界ベースのリスク・プレミアム（4.9%；対名目短期金利）に近い水準である。」

第一勧業アセットマネジメント株式運用部は、「ファンドマネージャーの視点」2006年5月17日（甲Fイ49）において、以下の通り記載している。

「金利を新発10年国債に置き換えて2.0%、益利回りを現在の4.5%（PER 2.2倍）、長期利益成長率をGDP程度の2.0%とした場合、現在の株式リスクプレミアムは4.5%となります。」

財務モデル研究会は、「企業価値評価—株式資本コストの求め方」（甲Fイ50-1）において、以下の通り記載している。

「エクイティ・リスクプレミアムは前提条件によって大きく変わることから、私の通ったビジネススクールでは、米国のエクイティ・リスクプレミアムを7%として計算するように指示がありました。」

日本では、3～4%をエクイティ・リスクプレミアムとすることが多いようです。ちなみに、最近発売された「企業価値評価【実践編】（ダイヤモンド社）」では、エクイティ・リスクプレミアムを5%としています。」

上記を表にまとめると以下の通りである。

作成者	株式リスク プレミアム	算出法	引用箇所
内閣府	4%	EVA モデル	平成 18 年度経済財政白書 165 頁 (甲 F イ 36)
日本銀行	4%程度	EBO モデル	日銀レビュー2005年2月 4 頁 (甲 F イ 37)
内閣府政策統括官	4%	ヒストリカル法	「アンケート調査からみた日 本的経営の特徴」2006年7月 14 頁 (甲 F イ 43)
監査法人 トーマツ	4~6%程度	ヒストリカル法	『企業価値評価の実務』84 頁 (甲 F イ 38)
山口勝業	5.6%	ヒストリカル法	『日本経済のリスク・プレミアム』 78 頁 (甲 F イ 39)
鈴木一功	4~6%	ヒストリカル法	『企業価値評価【実践編】』 16 頁 (甲 F イ 46)
ニッセイ 基礎研究所	3.6~3.8% (幾何 平均) 又は 3.8% ~3.9% (算術平 均)	ヒストリカル法	年金ストラテジー(Vol.86)2003年8 月5頁 (甲 F イ 40)
日本経済新聞記事	3%	不明	2007年3月24日付朝刊15面 (甲 F イ 41)
東洋経済	4%	不明	「理論株価はこうして計算す る」と題するウェブサイト抜 粋 (甲 F イ 47)
大和総研 年金運用コンサル ティング部	4.77%	ヒストリカル法	「リスク・プレミアムは消失 したか?~政策資産配分の前 提再考~」3 頁 (甲 F イ 48)
第一勧業アセット マネジメント 株式運用部	4.5%	不明	「ファンドマネージャーの視 点」2006年5月17日 (甲 F イ 49)
財務モデル研究会	3~4%	不明	「企業価値評価—株式資本コ ストの求め方」 (甲 F イ 50-1)

これら多数の客観的証拠より、現在の金融経済界やファイナンス理論の現場実務で定着している株式リスクプレミアムの数値は、もっとも一般的な数値は4%程度であり、レンジは3~6%であることが解る。

したがって、本件鑑定意見が採用した 8.50% という数値は、明らかに異常値

であり、信頼性に欠ける。

2 他の事件（平成 19 年 8 月 28 日東京地方裁判所民事第 26 部判決）で判断の根拠となった鑑定書の数値との乖離

本件鑑定意見書が採用する数値は、東京地方裁判所民事第 26 部が他の事件で判決の根拠とした鑑定評価とも大きく異なっている。すなわち、株式会社西武ホールディングスの株式の 1 株あたりの価値が争点となった損害賠償請求事件（平成 17 年（ワ）第 6982 号）において、ベリングポイント株式会社の作成に係る 2007 年 5 月 14 日付報告書が証拠として採用され、同報告書の鑑定結果が、裁判所の判断の有力な根拠の一つとされた（甲 F イ 51：平成 19 年 8 月 28 日判決〔金融・商事判例 1280 号掲載予定〕）が、同報告書は、株式リスクプレミアムを「Ibbotson Associates の Long-Horizon Equity Risk Premia を参考に、4.5%～5.0%のレンジと仮定」するとしている（甲 F イ 52：報告書）。なお、ベリングポイント株式会社は、これまで多数の株式算定評価実績をもつ、世界有数のコンサルティング・ファームである（甲 F イ 53：ベリングポイント会社概要）。

株式リスクプレミアムは、会社の個社事情により左右される要素ではなく、DCF 方式を採用して株価算定を行う場合一般に適用されるものであるから、株式会社西武ホールディングスの株価を算定する場合と、カネボウ株式会社の株価を算定する場合とで、異なる株式リスクプレミアムを採用する理由はない。そして、ベリングポイント株式会社が採用した「4.5%～5.0%」という数値は、上述の通り、内閣府、日本銀行、監査法人トーマツ、東洋経済新報社等といった日本を代表する専門家機関が算出する数値とほぼ同一であり、その信頼性は高い。

重ねて言うが、本件鑑定意見が採用する数値（8.50%）は、実務とも、他の

裁判例が依拠した証拠とも大きく乖離した、異常値なのである。

第3 本件鑑定意見が採用する株式リスクプレミアムが異常値となっているのは、ヒストリカルデータという間接事実から株式リスクプレミアムを推認する過程に、明確な論拠がないため、「専門的知見に基づく経験則」を適用したとはいえないからである

このように本件鑑定意見が採用する株式リスクプレミアムの数値が、現在の金融経済界やファイナンス理論の現場実務で定着している数値のレンジから外れてしまっているのは、過去の事実から「将来に延長している範囲」を抽出して将来の予測値を認定するという推認過程（評価）に誤りがある（「専門的知見に基づく経験則」が適用されていない）からである。

すなわち、ヒストリカルデータを用いて将来の株式リスクプレミアムを推認し、割引率を算定する場合、パラメータとしては以下の三つがある。

- ① どの期間のデータを基礎とするか
- ② 算術平均か、幾何平均か
- ③ どのような前提の成長率と組み合わせるか

この三つの論点についての選択如何により算出（推認）される数値（株式リスクプレミアム）は大きく変わるから、各選択が、「専門的知見に基づく経験則」に基づくものでなければ、客観的で妥当な事実認定とはいえない。

しかし、本件鑑定意見は、以下の通り、この三つにおいておよそ専門的知見に基づくとはいえない誤った選択をし、かつ、なぜ、当該選択をしたかについて、理論的な説明を行っていない（結論を述べているだけで、いかなる学説に従っているのかすら説明ができていない）。

1 鑑定人は、1955年から2005年までの51年間のデータを基礎とすることが合理的で経験則に基づくことについて、説明を一切行っていない

鑑定人は、ヒストリカルデータのうち、なぜ1955年から2005年までの51年間の単純平均値（算術平均値）を基礎としたのかについては、「Ibbotson n 原文ママ Japanese Equity Risk Premia Report(2007)」と「Principals of CORPORATE FINANCE」の「理論を参考にして、計測期間として十分に長いと考えられる」からとしか述べていない（平成19年11月20日付回答書〔1～3, 8～9,13頁〕。〔なお、同回答書は、イボットソンのスペルを、当初の鑑定書とは異なる間違え方で、またもや誤っている〕）。

しかし、ヒストリカル方式においては、データとしてどの期間を抽出するかによって結論が大きく変わる点が問題であることは、「専門的知見」からすれば周知の事実である。イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社の代表取締役社長である山口勝業氏も、その著書「日本経済のリスク・プレミアム」において、以下のように解説しているとおりである（甲Fイ54）。

〔株式リスクプレミアムは〕「データの期間や計測のしかたで結論が大きく変わってくることがあるので要注意である。たんにより長い期間をとれば、より正確な推計ができるわけではない。とりわけ、戦争などで市場が中断している場合は、いつからいつまでの期間で測るかによって、まったく結論が異なってくる。」

また、辻・花堂意見書（甲Fイ44-1）も、以下の通り指摘している。

「ヒストリカルデータから推認する方法も、データの期間や計測のしかたで結論が大きく変わってくるという問題点がある。」

このような重要な論点について、鑑定人は、1955年から2005年を抽出した理由について、単に「計測期間として十分長い」と述べるだけで、積極的理由を述べることもなく、断定しているわけである。

しかしながら、同じく Ibbotson Associates の統計データを根拠としたベリンダポイント株式会社の鑑定書は、株式リスクプレミアムを「4.5%～5.0%のレンジ」と算定しており（甲 F イ 52）、またその他 Ibbotson Associates の統計データを根拠用いてヒストリカル方式を採用した専門家（内閣府、監査法人トーマツ、山口勝業、ニッセイ基礎研究所、大和総研）も、株式リスクプレミアムを4%から6%のレンジで認定している。つまり、鑑定人が Ibbotson Associates の統計データから「抽出した範囲」は、他の「専門的知見」とは異なる独自のものであるのに、鑑定人はその選択について、なんら具体的な説明を行っていないのである。

辻・花堂意見書（甲 F イ 44-1）が指摘するように「幾つかの手法によって算出可能な数値を一つの手法によって算出し、一般に金融経済界やファイナンスの世界において認識されているものを大きくかけ離れているにもかかわらず、明確な論証なくして用いることは中立的な立場における姿勢」とは到底言えないのである。

2 ゼロ成長を前提としながら、日本の高度成長期の株式リターンを基礎データとすることは矛盾があるのに、鑑定人は合理的な説明を一切行っていない

鑑定人は、「ゼロ成長を前提として将来 FCF を算出するのであれば、同じくゼロ成長か又は少なくとも低成長期（1995年～2005年）の株式リターンを基礎として資本還元率を算出しなければ、論理的一貫性が保てない」との申請人の主張に対し（平成19年10月10日申請人ら F 準備書面（15）[7頁]）、平成19

年 11 月 20 日付回答書において、以下の 3 点を反論として挙げている。

- (a) 「株式リターンと経済成長率には何らかの相関関係があるかもしれないが、その因果関係が、理論的に世間で認知されているとは言いがたい」
- (b) 株式リスクプレミアムと経済成長率とは「まったく別の概念」
- (c) 経済成長率が高い状況においても、すでに成熟しゼロ成長の企業もあるはずである

しかし、上記は、いずれも理由がなく、およそ「専門的知見」とはいい難い。

先ず、(a)の点であるが、「経済成長率が高い＝国内総生産（企業と個人の稼ぎ）が前年度より増加している＝平均株価が上昇」という因果関係は、理論というよりは、あまりにも当たり前すぎて否定することが難しい「常識」である。過去のデータにおいても、戦後の復興期から高度経済成長期に株式市場の収益率が高くなっていることは実証されている。辻・花堂意見書（甲 F イ 44-1）も、以下の通り、指摘する。

「国際経済における経験則としても経済成長の高い国の金利は相対的に高く、株式市場の収益率は高く、その差としての株式リスクプレミアムが高いことはむしろ常識であろう。この考え方に反対する著書や論文を探すことさえ困難である。」

次に、(b)の点であるが、株式リスクプレミアムと経済成長率とは「まったく別の概念」という当然の事実自体が、なぜにそのことが上記の因果関係を否定する根拠になるのか、本件鑑定意見からは意味不明である。

(c)の点についても、「マクロ経済と個々の企業の成長は一致しないとしても、マクロ経済が一定の成長をするものと認知されている状況下で、個々の企業が

ゼロ成長にとどまるということは、当該企業の業績が相対的に劣後するという特別な事情が存在するはずである」（甲 Fイ44-1：辻・花堂意見書）以上、本件鑑定意見にいう推認過程をたどることが「専門的知見」に基づいているといえるためには、カネボウが他の企業に比べて劣後することが客観的なデータをもって立証されなければならないはずである。しかしながら、以下に述べるとおり、鑑定人は、平成14年の小売業に関する統計データのみを理由とするだけで、カネボウの事業が今後縮小すると断定している。

すなわち、鑑定人の回答書をみると、主要3事業が「小売業を取引先としている」と指摘し、経済産業省の商業統計調査では「小売販売額の低下は止まらない」から、被申請人の2011年3月期以降の成長率は0%だと断定している（21頁）。

しかし、被申請人は、小売業ではなく、製造業であるから、製造業に関するデータにより成長性を判断するのが客観的かつ合理的である。鑑定人は、カネボウの過去の海外売上高が低いことを理由に「国内需要に依存している＝カネボウは国内小売業と運命共同体」と判断したようだが、他方で「海外への事業展開等の可能性については「経営判断として行うものであり、本鑑定評価で検討する性格のものでは無い」として逃げている（本件回答書7頁）。しかし、製造業のカネボウが、今後国内小売業に依存し続けるのか、海外に事業展開を行うかについて鑑定人が判断しないのであれば、小売販売業ではなく製造業に関する統計データを基礎としてカネボウの将来の成長見込みについて推測するのが中立的である。国内小売販売業に関する統計データを基礎としてカネボウの将来の成長率を推測することは、カネボウは今後海外展開を行わないと判断しているのに等しい。なお、カネボウは、すでに2005年より中国市場を流通や販売拠点としてとらえ、合弁企業を設立して本格的に事業展開を始めている（甲 Fイ55-1：プレスリリース「中国における販売会社の設立について」、甲 Fイ55-

2 : NIKKEI NET 記事)。

そして、経済産業省の工業統計調査によれば、わが国製造業の出荷額は、平成 16 年は前年比 4.3%増、平成 17 年は前年比 4.0%増と、3 年連続増加しており (甲 F イ 56-1、56-2 : 工業統計調査結果抜粋)、決して「成長は期待できないというよりも出荷の低下は止まらない」などという状況にはない。被申請人の中嶋章義氏がインタビュー記事において「現在の計画では来期は増収に転じる。なぜかと言えば、成長が見込めるものだけを残しているんだから」と語っているとおり (甲 F イ 57 : 日経ビジネス 2007 年 3 月 19 日号記事抜粋)、カネボウの主要 3 事業は、輸出等により今後成長することができる業種である。さもないとすれば、ファンドがカネボウを買う理由がない。

いずれにせよ、成長率について、小売業に関するデータのみを根拠として製造業である主要 3 事業の成長率を推測する本件鑑定意見書の方法は、「専門的知見」に基づいているとはいえず、誤っている。

そもそも、企業価値を測定する際に、将来 FCF を割引く資本コストとして、過去の高度成長期における高い株式リスクプレミアム実績を用いながら、資本コストを下げる作用のある永久成長率をゼロとすることは、共通であるべき前提条件において、全く異なる仮定 (経営環境) を用いるものであって、論理的に破綻している (甲 F イ 44-1 : 辻・花堂意見書の質問 8 に対する回答)。長期的にデフレ時代が永続するという前提に立つのであれば、現在市場で推計される株式リスクプレミアムと低成長予測に基づく低い成長率を株式評価の前提として採用すべきであろう。また、過去、日本が高度経済成長を経験した実績があることをもって、将来もまたそのような成長がありうるとの前提に立つのであれば、高度経済成長期を含めた平均株式リターンを基に算出した高い株式リスクプレミアムと、その時期におけるマクロ経済や業界のデータを基礎とした成長率を株式評価の前提として採用すべきである。

本件鑑定意見書が採用している立場は、「日本は過去において高度経済成長を経験したから今後もまたそのような成長があるかもしれないが、そのような成長の中にあってもカネボウの業績だけは、永久に0%のままで縮小していく」というものであるが、鑑定人は、かかる推認過程をたどることが合理的であることについて、「平成14年の小売業に関する統計データ」以外は積極的理由を述べていないことから、これが「専門的知見に基づく経験則」といえないことは、明白である。

3 ヒストリカルデータを用いる場合には、少なくとも、算術平均と幾何平均の中間値を採用するのでなければ、客観的とはいえない

ヒストリカルデータを用いるにあたり、算術平均を利用すべきか、幾何平均を利用すべきかについても、学術的に議論のあるところである（甲Fイ44-1：辻・花堂意見書質問6に対する回答）。しかし、繰り返すが、鑑定人が正しいと考える算術平均を用いた結果、金融機関やファイナンスの専門家が用いている数値と著しくかけ離れた株式リスクプレミアムが算出されるとしたら、それは結局、鑑定人が採用した方法が誤っているか、又は少なくとも金融機関やファイナンスの専門家とは異なる独自の理屈である（「専門的知見に基づく経験則」とはいえない）ということに他ならない。

算術平均で出した株式リスクプレミアムが幾何平均で出した株式リスクプレミアムよりも高くなることはデータで実証済みなのであるから（甲Fイ44-1）、公平中立な立場にたつのであれば、少なくとも、算術平均と幾何平均の中間値を採用するのでなければ、客観的とはいえない。

第4 株式リスクプレミアム及び永久成長率以外のパラメータを本件鑑定意見の採用値と同一にした場合のカネボウ株式の適正価格について

本件鑑定意見のその他の前提は変更せず、株式リスクプレミアムとカネボウ事業の永久成長率のみをそれぞれ変更した場合の株価算定結果は、辻・花堂意見書（甲 F イ 44-1）添付別表の通りである（なお、本準備書面にも、同じものを別表として添付した。）。

このうち申請人ら F は、カネボウ株式の1株あたりの公正価値は、少なくとも1578円を下らないと主張してきた。かかる主張は、株式リスクプレミアムを3%とし（日本銀行のEBOモデルを採用。平成18年9月6日付準備書面（1）[31頁]参照）、カネボウの事業の永久成長率を2.1%とする（今後30年間の名目GDP成長率の見込み値を採用。甲 F イ 2）ことを前提としている。

なお、上記第2で記載したとおり、株式リスクプレミアムについては、レンジを3%～6%とすることがわが国の金融経済界の一般的なコンセンサスのようである。申請人ら F はそのうち、当該レンジのうち最も申請人らに有利な数値である3%を主張しているが、仮にこれを、現在のデフレ経済・低成長が今後も続くとの前提のもと、株式リスクプレミアムを3%～4%とし、永久成長率を1%～2%とした場合の1株あたりの鑑定評価額は807～1559円のレンジになる。他方、高度経済成長期を含む過去の株式リスクプレミアムの平均値を重視し、株式リスクプレミアムを5%～6%とし、永久成長率を2%～3%とした場合の1株あたり鑑定評価額は736～1413円のレンジになる（辻・花堂意見書〔甲 F イ 44-1〕の質問9に対する回答）。

第五 結語

以上の通り、本件鑑定意見は、前提とする株式リスクプレミアムとカネボウ事業の永久成長率の選択において致命的な誤りがあり、「専門的知見に基づく経験則」を適用したものとはいえないから、その限りで、採用すべきではない。

以 上

(別表)

別紙

本件の申請人らのうち、本書面の対象となる申請人らの申請人番号は、下記の通りである。

記

1～11, 13～64, 66～79, 81～91, 93～103, 105～148, 150～160, 162～220,
222～225, 227～323, 325～336, 338～362, 364～365, 367～370, 372～388,
390, 392～413, 415～432, 437～446, 448～480, 482～491, 493～500, 506～
507, 514, 533, 537, 546, 548, 569

以 上