氏　　名	緒方　啓一
学 位 の 種 類	博士（　法学　）
学 位 記 番 号	博甲第　　8006　　号
学位授与年月日	平成　29年　3月　24日
学位授与の要件	学位規則第４条第１項該当
審 査 研 究 科	ビジネス科学研究科
学位論文題目	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
主　査	筑波大学　教授　　弥 永 真 生
副　査	筑波大学　教授　　博士（法学）　木 村 真生子
副　査	筑波大学　教授　　LL.M.　　大 野 雅 人
副　査	筑波大学　教授　　博士（法学）　徳 本　　穰
副　査	神戸大学　准教授　修士（法学）　飯 田 秀 総

論文の内容の要旨

審査対象論文は、反対株主の株式買取価格決定における「公正な価格」の意義と形成原理を解明しようとしたものである。

第１章では、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概観し、第２章では、資本制企業の特質を明らかにし、企業の行動原理に着目し、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している。第３章では、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、日本の会社法上の企業価値を構成する基礎概念を指摘している。

このような予備的考察に基づき、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している。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しようとしている。

第５章では、反対株主の株式買取価格をめぐるアメリカ合衆国（米国）における主要な裁判例を概観し、分析している。そして、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と、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べきかを裁判所は判断していることを確認している。また、このようなアプローチから、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

という帰結が導かれ、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いうことができると評価している。

第 6 章では、まず、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り、吸収合併・新設合併については、会社の組織に重要な変更をもたらし企業の事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と主張する。そして、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ることができるとする。また、反対株主の株式買取価格をめぐる日本における主要な裁判例を概観し、分析した上で、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している。これに基づいて、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理に変わりはないとし、判例は、「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、株式価格形成論を採用している、企業価値評価モデルを採用している、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、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が、企業価値の増加があるときはシナジー分配価格による、合併比率等の公正さは買取請求の課題ではないという分析結果を提示する。

第 7 章では、全部取得条項付株式の全部取得における「公正な価格」をめぐる日本の裁判例を分析している。この分析に基づき、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とし、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と主張する。さらに、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うるとする。すなわち、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としている。

第 8 章では、議論を総括し、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パラレルに、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とまず指摘する。そして、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）によっても DCF 法によっても正確に表すことはできないこと、株式市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から、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と結論付けている。そして、ケーススタディを行うことによって、そのような算定方法にフィージビリティがあることを示している。最後に残された課題を示している。

審査の結果の要旨

審査対象論文は、反対株主の株式買取請求権の本質を探るとともに、それと整合的な価格算定のあり方を企業評価及び株式評価の豊富な実務経験をふまえつつ、理論的かつ実践的に究明しようとしたものである。

第 1 に、反対株主の株式買取請求権との関係でどのような評価手法を用いることが適切であるかについて詳細に検討を加えた点で、オリジナリティが認められる。たしかに、反対株主の株式買取請求権については、すでに、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』という、米国及び日本における比較的最近の裁判例及び学説の展開を踏まえた、優れた包括的な先行研究があり、また、主として、譲渡制限株式の譲渡不承認の場合の売買価格に関しては裁判例の集積もある程度あるため、たとえば、関俊彦『株式評価論』などが存在する。しかし、反対株主の株式買取請求権との関係では、どのような評価手法を用いることが適切であるかについて、詳細に論じた先行研究は存在しなかった。

第 2 に、米国デラウェア州法及び日本法の下での沿革及び裁判例を分析し、反対株主の株式買取請求権は一種の退社権であるという位置づけを明確に与え、かつ、それを前提とすると、企業価値を按分したものが「公正な価格」であると解することが最も自然であると論証しようとした点でも独創性が認められる。のみならず、審査対象論文提出後の平成 29 年 1 月 26 日に、東京高等裁判所は、その決定において、傍論的ではあるものの、非上場会社の組織再編の場面で反対株主に付与されている株式買取請求権の法的性質は「投資の解約を申し入れる権利」であり、その行使により人的会社の社員の退社ないし企業の部分解散(清算)に伴う残余財産分配請求権と実質的に同視し得る権利を取得するものということができるから、反対株主に対しては持分割合に相当する企業価値の分配を保障するのが本則であると明示的に指摘するに至っており、審査対象論文における著者の分析及び主張の的確性が裏付けられたとみることが可能である。

第 3 に、従来の学説にみられる株式評価論と企業評価論との混同を指摘し、反対株主の株式買取請求においては、企業評価を前提として公正な価格を決定すべきであり、企業価値から離れた株式評価が不適切であることを説得力をもって主張している。とりわけ、配当還元法がなぜ目的に適合しないのか、及び DCF 法の限界についての指摘、また、市場価格が企業価値ひいては株式価値を反映しているというためには、十分な情報が開示されていることが必要であるが、その前提がみたされているとは必ずしも言えないという指摘は、実務経験の裏付けと株式評価手法について深い理解に支えられている。

第 4 に、米国デラウェア州における反対株主の株式買取請求における公正な「価格」をめぐる主要な裁判例の最近のものに至るまで丁寧に渉猟している点も特筆に値する。

もっとも、審査対象論文については、不十分と思われる点または不満が残る点が若干存在しないわけではない。

第 1 に、第 1 章から第 3 章までの内容が第 4 章以下の議論にどのように反映されているのかが明らかではないという面がある。

第 2 に、第 5 章及び第 6 章において、重要な裁判例は分析されているが、学説についての分析は物足りない。とりわけ、これまでなされた裁判例に対する評釈・判例批評や解説に対して十分な応接がなされていないきらいがある。

第 3 に、第 4 章における評価手法の検討は見方によっては要を得たものということもできるが、博士論文としてはやや簡略にすぎるという評価もありうる。

とはいえ、相当程度のオリジナリティが認められることに加え、デラウェア州及び日本の裁判例につ

いての整理及び明確な理解ならびに実務からの視点が随所にみられることに鑑みると、審査対象論文は、著者が、法律学の分野について、高度の専門性が求められる社会の多様な方面で活躍しうる高度の研究能力とその基礎となる豊かな学識を有することを示すものであると評価できる。

【最終試験】論文審査委員会による最終試験を平成 29 年 2 月 13 日に実施し、全員一致で合格と判定した。

【結論】よって、著者は、博士（法学）の学位を受けるのに十分な資格を有するものと認める。