

令和 2 年 6 月 16 日現在

機関番号：32612

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2017～2019

課題番号：17K03474

研究課題名（和文）譲渡制限株式の売買価格の決定の在り方に関する法的研究

研究課題名（英文）A Legal Study on the Method of Determination of the Sales Price of the Shares with the Restriction on Transfer

研究代表者

久保田 安彦（Kubota, Yasuhiko）

慶應義塾大学・法務研究科（三田）・教授

研究者番号：30298096

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,700,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では、ファイナンス理論や比較法的考察をも踏まえながら、主に、裁判所による譲渡制限株式の売買価格の決定の場面を想定して、株式評価のあり方について検討を加えた。その検討結果をまとめると、以下のとおりである。株式評価に当たっては、基本的にDCF方式を用いるべきである。マイノリティディスカウントは、それを認めると支配株主のインセンティブの歪みが生じるため、認めるべきではない。非流動性ディスカウントは、それを認めても支配株主のインセンティブの歪みは生じにくい一方、それを認めないと少数株主のインセンティブの歪みが生じやすいため、認めてよい。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究で検討したのは、いわゆる規範的株式価値評価である。規範的株式価値評価というとき、伝統的に重視されてきたのは、株主間の公正な利害調整であった。本研究では、それを敷衍し、株主（支配株主や少数株主）のインセンティブの歪みを生じさせないという観点を重視しながら、どのように株主間の利害調整を図るべきかを検討した。このような研究は、従来、ほとんど行われてこなかったものであり、その学術的意義・社会的意義は小さくないと考えられる。

研究成果の概要（英文）：The main purpose of this study is to examine how the fact-finding courts should determine the sales price of the shares with the restriction on transfer and choose the valuation methods therefor, taking into account the finance theory and the comparative legal doctrines. The results of our study are summarized as follows. (1) The DCF (discounted cash flow) method should be the primary method for valuation because the DCF method is theoretically most reliable given the sufficient data for calculation is available. (2) Minority discount should not be allowed because it would distort the incentive of controlling shareholders. (3) Illiquidity discount may be allowed because it would not distort the incentive of controlling shareholders, while it does distort the incentive of minority shareholders and encourage them to exercise their right to withdraw from the firm if not allowed.

研究分野：会社法

キーワード：株式評価 譲渡制限株式の売買価格 DCF法

## 様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

現在の株式会社の大半は、発行する全株式が譲渡制限株式である非公開会社であること、そして、譲渡制限株式の譲渡が行われる場合は、その背景に株主間の対立があることが多いこと(少数派株主が対立に敗れて株式を譲渡する他ない状況に陥ることが多いこと)に鑑みると、譲渡制限株式の売買価格の決定の在り方は、株式会社の大多数を占める非公開会社における株主間の利害対立の調整に係わる非常に重要な問題である。実際、紛争になる例は非常に多く、裁判例も豊富である。また、会社法上、株式の価値評価が問題になる場合は他にも少なくないが、伝統的に、学説上の株式価値評価論の中心は、譲渡制限株式の売買価格をめぐるものであった。

ところが、このように譲渡制限株式の売買価格の決定の在り方は、非常に重要な問題であるにもかかわらず、裁判所の見解は未だ一致していないし、学説上の議論にも決着する気配はあまりみられない。しかも、従来の議論の大半は、株式価値評価方法の選択に関するものであったのに対し、近時は、マイノリティディスカウントの当否や非流動性ディスカウントの当否にも注目が集まりつつある。しかしながら、上記の問題については、従来、研究があまり行われてこなかったうえに、近時積極的に議論がなされているとは言い難いため、議論の蓄積が薄い状況にあった。そのため、本研究のメンバーは、こうした譲渡制限株式の売買価格の決定の在り方について、最新のファイナンス理論や比較法的考察を踏まえながら、抜本的な再検討を加えようと考えた。

ところで、近時、株式価値評価をめぐる議論の主たる舞台は、裁判所が株主の株式買取請求に係る「公正な価格」を決定する場合(会社法 786 条・807 条等)に移ってきている。上記のように、譲渡制限株式の売買価格については、議論の蓄積が停滞している一方、株式買取請求に係る「公正な価格」の算定については、近時、注目すべき裁判例が相次いで現れたのを受けて、学説上の議論も盛り上りを見せている。非上場株式に関していえば、特に重要なのは、株式買取請求に係る「公正な価格」につき、収益還元方式を用いて算定する場合には、非流動性ディスカウントを行ってはならない旨を判示した最高裁決定(最決平成 27 年 3 月 27 日民集 69 巻 2 号 365 頁)であり、同決定を受けて、学説上、様々な議論が闘わされている。それでは、同最高裁決定の射程は、譲渡制限株式の売買価格の決定の場合に及ぶとみるべきなのか。また、同最高裁決定をめぐる学説上の議論は、譲渡制限株式の売買価格の決定の場合にも等しく当てはまるか。

この問題については、ほとんど議論が行われていない状況にあった。しかし、この問題は、一般化すれば、株式価値評価が問題となる場面ごとに(例えば譲渡制限株式の売買価格を算定する場合と株式買取請求に係る「公正な価格」を算定する場合とで)、株式価値評価の在り方が変わるとみるべきかどうかという重要な問題である。そこで、本研究のメンバーは、上記のような譲渡制限株式の売買価格の決定の在り方に関する再検討を踏まえたうえで、それと株式買取請求に係る「公正な価格」を算定する場合に関する議論とを比較検討することにより、「株式価値評価が問題となる場面ごとに株式価値評価の在り方が変わるとみるべきかどうか」という重要な問題を解明する契機を得ようと考えた。

### 2. 研究の目的

本研究の目的は、以下の二つである。その第一は、最新のファイナンス理論や比較的考察をも踏まえながら、株式評価が問題となる一場面である、裁判所による譲渡制限株式の売買価格の決定の場面を取り上げ、マイノリティディスカウントや非流動性ディスカウントの当否を中心に再検討を加えることである。第二は、かかる再検討の成果を踏まえ、「株式価値評価が問題となる様々な場面ごとに株式評価の在り方が変わるとみるべきかどうか」という場面横断的な問題を解明する契機を得ることである。

### 3. 研究の方法

本研究は、以下の方法で行った。第一に、米国における州会社法上の株式価値評価に関する裁判例および学説の議論状況の分析を行う。すなわち、米国の州会社法では、わが国の譲渡制限株式制度のような体系的な制度はみられないものの、閉鎖会社における株主間の利害対立をめぐる株式の価値評価が問題となった裁判例が少なからずみられる。そこで、そうした裁判例を収集するとともに、それらの裁判例において株式価値評価が問題となった背景として、どのような株主間の対立が生じているのか、裁判所はどのような観点から、どのような理由により、どのような手法を用いて株式価値評価を行っているのか、マイノリティディスカウントや非流動性ディスカウントを加えているか、またそれらのディスカウントをどの程度加えているか等について、事案ごとの分析を行ったうえで、事案の類型化を行った。また、米国の会社法学説上、そうした裁判例について、どのような評価が与えられているのかの分析も行った。

第二に、株式価値評価に関するファイナンス理論について文献を精査するとともに、法的分析に係る部分とそうでない部分とを切り分ける作業をした上で、ファイナンス理論からあるべき譲渡制限株式の売買価格の決定の手法を理論的に絞り込むこととし、現在の判例法理がファイナンス理論と整合的に解釈できるか、乖離がどの部分に生じるのか、仮にそうした乖離が正当化されるとすれば、それはどのような事情(会社・株主が置かれた状況)によるものかを検討した。

第三に、我が国の譲渡制限株式の売買価格の決定に関する裁判例の分析を行う。我が国の裁判例は豊富であるが、それらの裁判例において、裁判所はどのような観点から、どのような理由

により、どのような手法を用いて株式価値評価を行っているのか、マイノリティディスカウントや非流動性ディスカウントを加えているか、またそれらのディスカウントをどの程度加えているか等について、事案ごとの分析を行った。

#### 4. 研究成果

本研究の主な成果は、以下の二つである。

第一に、本研究では、ファイナンス理論や比較法的考察をも踏まえながら、裁判所による譲渡制限株式の売買価格の決定の場面を想定して、株式評価のあり方について検討を加えた。

まず、わが国の裁判例には、以下の傾向が認められる。収益状況・企業規模・所有財産などの点からみて、会社の継続可能性が高いと考えられる場合には、会社が継続することを想定した評価方法であるインカムアプローチの割合が比較的大きくなる傾向がある。対象株式が少数株主の保有株式（少数株式）である場合には、インカムアプローチの中でも、特に配当還元法が重視される傾向がある。裁判例で配当還元法が用いられる場合は、過去における実際の配当額をベースに将来の配当額を予測する方法（実際配当還元法）がとられることが少なくない。それは、少数株主はもっぱら実際の配当額を通じてしかキャッシュフローの分配を享受することができないという考え方に基づくものである。対象株式が支配株主の保有株式（支配株式）である場合、あるいは、会社・指定買取人による買取りによって会社支配権の移転が生じる場合については、インカムアプローチの中でも、特に純資産法（時価純資産法）および、収益還元法またはDCF（discounted cash flow）法が併用される傾向がみられる。比較的最近の裁判例をみるかぎり、非流動性ディスカウントを加えることはあまり一般的ではない。

これに対し、本研究では、以下のような結論が導かれた。裁判所による譲渡制限株式の売買価格の決定に際しては、基本的にDCF方式を用いるべきである。その理由は、株式の価値は、基本的にはその所有者が（主に剰余金配当という形で）会社からどれだけのキャッシュフローの分配を受けられるかによって決まると考えられるため、原則としてインカムアプローチに拠るのが妥当であること、および、インカムアプローチの中で、DCF法が（信頼できる資料があれば）最も正確な評価額を算出できるとされていることにある。マイノリティディスカウントは、認めるべきではない。その理由は、仮にかかるとマイノリティ・ディスカウントを許すと、支配株主には利得を得る機会が与えられることになるために、支配株主は少数株主を抑圧して、少数株主が持株を売却するよう仕向けるといった行動をとる危険がある（つまりインセンティブの歪みが生じる）からである。この点について、Beway Realty事件ニューヨーク州最高裁決定でも、マイノリティ・ディスカウントを許すべきではない理由の一つとして、マイノリティ・ディスカウントを加えると支配株主の抑圧的な行動が助長されることが挙げられているところである。非流動性ディスカウントは、認めてよい。その理由は、非流動性ディスカウントについては、それを許したからといって、支配株主は利得できるとは限らないために、インセンティブの歪みは生じにくいこと、および、逆に非流動性ディスカウントを許すと、少数株主は、非流動性ディスカウントが加えられた安い価格で株式を購入した後、非流動性ディスカウントが加えられない高い価格で会社・指定買取人に株式を譲渡することで利得できるから、少数株主には、不必要に（支配株主に抑圧されていない場合でも）譲渡等承認請求をして保有株式の買取りを求めるインセンティブが与えられてしまう（少数株主のインセンティブの歪みが生じる）ことにある。

本研究のメンバーは、こうした議論は、裁判所が株主の株式買取請求に係る「公正な価格」を決定する場合の議論と基本的に共通するものであると考えている。

第二に、本研究では、閉鎖会社において、募集株式の有利発行規制の適用の有無との関係で、株式評価が問題となる場面についての検討も行った。これにより、基本的に、その場面にも上記の結論が妥当するという結論が導かれた。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 0件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 久保田安彦、湯原心一	4. 巻 2190
2. 論文標題 譲渡制限株式の売買価格（上） 事前の観点を重視して	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 4-12
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 久保田安彦、湯原心一	4. 巻 2191
2. 論文標題 譲渡制限株式の売買価格（下） 事前の観点を重視して	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 商事法務	6. 最初と最後の頁 13-21
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 久保田安彦	4. 巻 62巻5号
2. 論文標題 少数株主の締め出しと対価の不当性（1）	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 法学セミナー	6. 最初と最後の頁 94-99
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 久保田安彦	4. 巻 62巻7号
2. 論文標題 少数株主の締め出しと対価の不当性（2）	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 法学セミナー	6. 最初と最後の頁 79-85
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究 分 担 者	湯原 心一  (Yuhara Shinichi)  (00755738)	成蹊大学・法学部・准教授    (32629)	