

佐藤信祐君学位請求論文審査報告

1 はじめに

相場が形成されない非上場会社の株式の評価に関しては、

近年、DCF法など優れた算定方法が開発されてきているほか、多様な算定方法が存する。一方、申立に基づいて裁判所が価格を決定する場合には、当該申立の根拠となる制度の趣旨を考慮した規範的評価でなければならない。すなわち、この分野の研究は、年々進化する株式価値評価論にに対する豊富な知識だけでは足りず、改正を重ねる会社法上の各種制度に対する深い理解が求められるのである。そうした意味で、非上場株式の規範的評価理論は、必ずしも順調に進展してきたとは言い難い。この点、佐藤信祐君は、一〇年以上に及ぶ公認会計士としての経験を有するとともに主に組織再編税制に関する豊富な業績（単行書に限つても単著のみで九冊）を公表しており、さらに、慶應義塾大学大学院商学研究科と法学研究科とのジョイントディグリーによって二つの修士学位（商学および法学）を取得す

るとともに法学研究科後期博士課程に進学して研究活動と実務を両立させており、非上場株式の規範的価値評価論を論ずるにあたってはまさに最適任者といえよう。以下、同君の博士学位請求論文「非上場株式の評価」（以下、提出論文と呼ぶ）の内容を概略した上で、その評価につき報告する。

2 提出論文の構成

提出論文の構成と各章の初出は次のとおりである。

序 章 はじめに

第1章 企業価値評価理論と会社法の違い

- 一 取引目的の株式評価と裁判目的の株式評価
- 二 支配株主にとっての株式価値と少数株主にとつての株式価値

三 DCF法と類似上場会社法

第2章 国税庁方式の問題点

第1節 はじめに

第2節 国税三法のそれぞれの時価

一 低廉譲渡

二 第三者割当増資

三 組織再編

第3節 原則的評価方式の問題点

一 類似業種比準方式の問題点

二 純資産価額方式の問題点

三 折衷方式の問題点

第4節 特例的評価方式の問題点

第5節 むすび

第3章 譲渡制限株式の売買価格

第1節 はじめに

第2節 裁判例の傾向と『企業価値評価ガイドライン

(改訂版)』

第3節 支配権プレミアム等についての学説

第4節 支配権プレミアム等の分析

一 支配権プレミアム等の発生原因

二 譲渡人が少数株主であり、指定買取人が支配株

主である場合

三 譲渡人が少数株主であり、買取人が発行会社で

ある場合

四 譲渡人が少数株主であり、指定買取人も少数株

主である場合

五 譲渡人が準支配株主である場合

六 小括

第5節 非流動性ディスカウント

一 裁判例の検討

二 私見

第6節 サイズ・リスクプレミアム、小規模ディスカ

ウント

第7節 評価方法の選定

一 インカム・アプローチ

二 マーケット・アプローチ

三 ネットアセツト・アプローチ

四 小括

第8節 むすび

第4章 募集株式の発行等における公正な払込金額

第1節 はじめに

第2節 従来の裁判例

第3節 損害の認定

一 直接損害説と間接損害説

二 従来の学説

三 私見

第4節 差止請求

第5節 「特に有利な金額」と「著しく不公正な払込

金額】

第6節 公正な払込金額の算定

- 一 募集株式の消化可能性
- 二 支配権争いがある場合の第三者割当
- 三 資本提携又はM&Aを目的とした第三者割当
- 四 非流動性ディスカウント

第7節 少数株主を締め出すための第三者割当

第8節 むすび

第5章 少数株主の締出しにおける公正な価格

第1節 はじめに

第2節 裁判例の傾向

- 一 株式買取価格決定申立事件
- 二 株式取得価格決定申立事件
- 第三節 公正な価格についての一考察
- 一 客観的価値の算定
- 二 少数株主の締出しによる株式価値の増加の可能性

第4節 むすび

第6章 株式交付型組織再編における公正な価格

- 第1節 はじめに
- 第2節 裁判例の傾向
- 第3節 基本的な考え方
- 一 非上場会社のナカリセバ価格とシナジー価格
- 二 一方の当事会社が上場会社である場合
- 三 当当事会社のすべてが非上場会社である場合
- 四 公正な組織再編比率

第4節 シナジーの分析

- 一 シナジーの内容

二 売上シナジー、コストシナジー及び研究開発シナジーの分配

- 三 財務シナジーの分配
- 四 繰越欠損金の節税効果
- 五 組織再編関連費用

第5節 実質的な買収である場合

第6節 株式持合いによる影響

第7節 債務超過会社との合併

一 存続会社の株主による買取請求

二 消滅会社の株主による買取請求

- 三 公正な価格の算定方法
- 四 事前に株式を買い集めた場合の取扱い
- 五 買収後に少数株主を締め出した場合の取扱い
- 六 株式評価の公平性の確保

第 8 節 むすび

第 7 章 組織再編における上場株式の公正な価格

第 1 節 はじめに

第 2 節 市場価格の信頼性と公正な価格の決定

一 効率的資本市場仮説

二 市場価格の信頼性

三 市場価格が企業価値を正しく反映していない疑い

四 非上場会社の裁判例との整合性

五 小括

第 3 節 マイノリティ・ディスカウント

一 裁判例

二 買収プレミアムと支配権プレミアムの違い

三 独立当事者間の組織再編

第 4 節 非流動性ディスカウント

四 上場子会社との組織再編

一 一方の会社の流動性が低い場合

二 両方の会社の流動性が低い場合

第 5 節 意図的な下落誘導

第 6 節 債務超過会社

第 7 節 むすび

終章 おわりに
補章 判例評積

第 1 節 譲渡制限株式の売買価格について、DCF 法

○・三五、純資産法○・三五、配当還元法

○・三の割合で算定した事例

第 2 節 譲渡制限株式の売買価格について、事業会社

の株式を配当還元法により算定するとともに、

資産管理会社の株式を時価純資産法により算

定した事例

提出論文の第 3 章は法学政治学論究一〇九号（二〇一六年夏季号）、第 4 章は法学政治学論究一一〇号（「非上場会社の募集株式の発行等における公正な払込金額」〔改題〕、二〇一六年秋季号）、第 5 章は法学政治学論究一〇六号（「非上場会社の少數株主の締出しにおける公正な価格」〔改題〕、二〇一五年秋季号）、第 6 章は法学政治学論究一一号（「非上場会社の株式交付型組織再編における公正な価格」〔改題〕、二〇一六年冬季号）、第 7 章は法学政治学論究一一二号（「二〇一七年春季号」）、また、補章第 1 節は法学研究九〇巻四号（二〇一七年）にそれぞれ発表した論考に、その後の動向を踏まえて、提出時（二〇一七年四

月)における最新状況に基づいて加筆・修正したものであり、そのほかの部分は書下ろしである(本文A4判用紙一五六頁、約一八万字)。

3 提出論文の内容

序章では、市場価格が存する上場株式の評価と異なり、未だに体系的に整理されているとは言い難い非上場株式の評価について、譲渡制限株式の売買価格決定(会一一四条二項)、第三者割当における有利発行認定(会一九九条三項)、少数株主の締出しにおける公正価格決定(会一七二条一項・一七九条の八第一項・一八二条の四第一項)、および、組織再編における公正価格決定(会七八五条一項・七九七条一項・八〇六条一項)を挙げて、以下の各章において検討する旨を述べる。著者は、公認会計士としての実務経験から、近年における企業価値評価技法の著しい発達に触れつつ、提出論文では、上記各制度の趣旨によつて株式価値は評価されなければならない旨を指摘する。こうした検討を通じて、非上場株式の評価と上場株式の評価との整合性をも視野にいた研究になる旨を述べる。

第1章では、法的観点から株式価値を評価するにあたつて、前提となる事項を確認する。まず、取引目的の株式評

価と裁判目的の株式評価とは区別されるべき旨を指摘する。前者は当事者の意思決定の参考に過ぎないのに対し、後者は適用される各制度の趣旨を考慮して行わなければならぬのである。すなわち、取引目的の株式評価の算定プロセスが法制度の趣旨に反しているのであれば、裁判目的の株式評価では取引目的の株式評価によって算定された評価額を修正する必要があることになる。次に、支配株主にとつての株式価値と少数株主にとつての株式価値を区別する。少数株主は配当期待権を有するに過ぎないが、支配株主は会社経営支配によつて少数株主よりも高い価値を得ることができるからである。また、経営に重要な影響を与えることができる準支配株主の株式も、少数株主の株式と同様に評価することはできない。そこで、経営支配の観点から、会社法二条三号、会社法施行規則三条一項、および、持分法に関する会計基準五一二項の基準でもつて支配株主、準支配株主を定義づける。そして、支配株主の株式の価値は、DCF法を中心的な評価方法とするべきだとして、マイノリティ・ディスクカウント、非流動性ディスクカウント、割引率に織り込まれるサイズ・リスクプレミアムを考慮するか否かは、適用される法制度の趣旨によるとする。

第2章では、国税庁方式(財産評価基本通達)の問題点

を検討する。かつて裁判例では、売買価格決定申立事件などにおいて非上場株式の評価につき国税庁方式を採用する傾向が強かつたが、近時では利用されていない。しかし現在でも、低廉譲渡、第三者割当増資（有利発行）や組織再編による課税を避ける目的で、当事者間では国税庁方式によつて株式が評価されることがあるなど、他の評価方法の代替手段として用いられる可能性がある。そこで、国税庁方式の問題点を検討する。佐藤君は、豊富な実務経験から極めて説得的な次の様な指摘をなしている。まず、支配株主の株式価値を評価する方法といえる原則的評価方式における類似業種比準方式は、評価額を容易に引き下げることができる。これは国税庁方式が相続税の通達である財産評価基本通達（相続税評価の安定性という目的を有する）を基礎とするからであり、類似業種比準方式をそのまま用いることは、会社法の観点からは妥当とはいえない。原則的評価方式における（時価）純資産価額方式も、これにより算定される評価額は時価純資産価額とは言い難く（租税法上の評価目的によって各評価項目の扱いに差異が生じるから）、財産評価基本通達に定める純資産価額方式を会社法の場面でそのまま用いることには問題がある。また、少数株主にとつての株式価値を評価する方法といえる特例的評

価方式は、配当がほとんど行われていない場合には極めて低い評価額になるので、本来であれば裁判目的の株式評価では用いられるべきではない（例外は補章第2節で検討される）。このように、国税庁方式による評価は企業価値を正しく反映したものとは言い難い。会社法上、非上場株式の価値を評価するにあたつては、国税庁方式を用いることは避けるべきであり、仮に採用するとしても、上記の問題点を修正した上で用いる必要があると結論づける。

第3章では、申立によつて裁判所が決定すべき譲渡制限株式の売買価格を採り挙げる。これは、一部の例外を除いて、支配株主にとつての株式価値とすべきであると主張する。譲渡人が少数株主である場合には少数株主にとつての株式価値を売買価格とするべきだとする所説に対しても、この所説が根拠とする、支配株主がフリー・キャッシュ・フロー全額を取得する可能性、支配株主と少数株主との情報の非対称性、支配株主の他の事業とのシナジーは、会社法上は支配株主にとつての株式価値と少数株主にとつての株式価値に差異を設ける理由にはならないとし、裁判所が決定する譲渡制限株式の売買価格においてはマイノリティ・ディスクレーフメントや非流動性ディスクレーフメントを行なべきではないと反論する。ただし、譲渡人と指定買取人の双

方が少数株主である場合には、株主総会での議決権行使において指定買取人が支配株主に協力的であると認められる場合や、発行会社が買取る方が自然であると認められる場合を除いて、少数株主にとつての株式価値を売買価格とするべきであると主張する。さらに、評価方法として、DCF法、配当還元法、収益還元法、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチを検討し、支配株主にとつての株式価値を算定するためには、DCF法が最も理論的であると結論づける。そして、DCF法のデメリットである恣意性に対しても、その結果を検証するために時価純資産法との比較を行い、その差異が合理的に説明可能であるかの検討を行う程度にとどめるべきだと主張する。この点、他の評価方法との折衷法はいわば実務との妥協ともいべきもので、折衷法によつて算定される数値には何の意味も存在しないと警鐘を鳴らす。

第4章では、非上場会社における募集株式の発行等に係る公正な払込金額を探り上げる。まず、前提問題として、募集株式の有利発行によつて損害が生じるのは発行会社ではなく既存株主であるとする直接損害説の正当性を検討する。そして、直接損害説の立場から、有利発行に該当するか否かを、既存株主に損害が生じていいか否かによつて判

断するべきだと主張する。すなわち、支配株主が損害を受ける場合には支配株主にとつての株式価値、少数株主が損害を受ける場合には少数株主にとつての株式価値に基づいて有利発行か否かを判断するとの主張である。この立場によると、少数株主にとつての株式価値で募集株式を発行した場合に、引受人が支配株主だと少数株主に損害が生じないが、引受人が少数株主だと支配株主に損害が生じるといふ。後者の場合にも有利発行の手続に従えば不都合はなく、一方、前者の場合には既存株主に損害が生じないのに有利発行の手続を要すると解するのは不當だとする。さらに、第三者割当増資による資本提携によつて株式価値が増加する場合もある。これを見込んで安い金額で第三者割当をする場合には有利発行に該当すると指摘する。シナジーによる株式価値の増加は、資本提携を行わなくとも、単なる業務提携でも生じるからである。業務提携と比較することによって、発行会社に生じるシナジーは発行会社の既存株主だけが享受すべきだとも主張する。増加する前のフリーキャッシュ・フローに基づいて払込金額を算定すると、シナジーの一部が引受人に分配されることになるから、既存株主に損害が生じたと把握でき、有利発行手続を要するとも指摘する。ただし、少数株主の締出しに係る公正価格は

支配株主にとつての株式価値とすべきであるので（第5章）、少数株主にとつての株式価値での第三者割当増資と少数株主の締出ししが一連の行為として行われる場合には、第三者割当増資が行われなかつたと仮定した上で公正価格を決定すべきだと主張する。

第5章では、非上場会社における少数株主の締出しに係る公正価格を探り挙げる。この問題については、非上場会社の裁判例がほとんど存在しないので、上場会社における多数の裁判例を分析した上で、非上場会社の場合の公正価格を考察する。対象とする裁判例は、全部取得条項付種類株式に係る取得価格決定申立事件と組織再編（現金交付型株式交換）における株式買取請求に係る株式買取価格決定申立事件である。裁判例検討の結果、公正価格（シナジー価格）は客観的価値と増加価値分配価格に分析することができる。非上場会社の株式の客観的価値算定において、マイノリティ・ディスクカウンタや非流動性ディスクカウンタを行なうべきか否かが問題とされるがとともに消極的に解するべきだとする。少数株主の締出しによって支配株主が強制的に取得した株式は、締出し後は支配株主にとつての株式価値を有しかつ流動性が乏しいとは言い難い状態になるが、このような少数株主にとつての株式価値の向上は、支配株

主の経営努力によるものではなく少数株主に分配されるべき性質を有するからだと主張する。そして、非上場会社の場合には、少数株主を締め出すことによつてフリー・キヤッショ・フローの増加が見込まれる事案は極めて稀であり、客観的価値が公正価格とされる場合が多いと分析する。ただし、支配株主が他の法人を支配しているような場合にはシナジーが発生する場合があると指摘する。さらに、公正価格の算定には公認会計士の鑑定意見書を要するが、非上場会社では、第三者委員会の設置や異なる専門家による鑑定意見書の入手を求めるることは現実的ではないと指摘し、裁判所の役割は鑑定意見書の検証にあるとする。

第6章では、非上場会社が当事会社となる株式交付型組織再編における公正価格を探り挙げる。反対株主の株式買取請求に係る公正価格の算定には、基礎となる「ナカリセバ価格」の算定に加えて、当該組織再編によるシナジーの総額を算定するとともに、分配の基準となる公正な組織再編比率の算定が必要だと指摘する。この場合に、非流動性ディスクカウンタやサイズ・リスクプレミアムを考慮すべきではないと主張する。これらは組織再編によつて解消されるから、シナジーの一種だと考えられ、また、会社がこれらによる減額した価格で買い取ると反対株主以外の株主が

棚ぼたの利益を享受することになるからだと分析する。そして、組織再編の各当事会社の貢献度（公正な組織再編比率）に応じてシナジーを分配すべきだと主張する。非上場会社の組織再編においては、当事会社が定めた組織再編比率を公正な組織再編比率だと推認することはできないので、株式買取請求に係る公正価格の算定にはシナジーの総額と各当事会社の貢献度を分析する必要があると指摘する。シナジーが反映される市場価格のない非上場会社の株式においては、存在が明確でありかつ客観的に金額が算定できるシナジーを積み上げてその総額を算定することになるとして、各種のシナジーを分析する。

第7章では、組織再編における上場株式の公正価格を探り上げ、第6章までの非上場株式の公正価格についての検討との整合性につき考える。市場価格の信頼性を検討した上で、市場価格の方がDCF法や類似上場会社法よりも客觀性は高いが、市場価格が企業価値を正しく反映しない場合もありうるので、DCF法や類似上場会社法によって市場価格の妥当性を常に検証すべきだと主張する。両者に整合性が認められれば市場価格をもつて公正価格としてよい。しかし、DCF法や類似上場会社法は意図的に評価額を調整することが可能であるという問題を抱える。したがって、

市場価格が企業価値を正しく反映していないが強い場合には、裁判所は、DCF法や類似上場会社法の算定過程を検証すべきだとする。疑いが強い場合として、マイノリティ・ディスカウント（特に、上場子会社との組織再編の場合）、非流動性ディスカウント、あるいは意図的な下落誘導が認められる場合、債務超過である場合を検討する。

終章では、前章までの議論をまとめた上で、提出論文の特質について述べる。特に、提出論文は、公認会計士が現場で行っている株式評価を意識しつつ、会社法の理論として受け入れられるものとそうでないものを区別することを念頭に置きつつ論述した旨を述べる。隣接諸領域と関連が多く、更に深い研究が行える余地がある。判例研究や実証研究を重ねながら今後も研究を深めたいと結ぶ。

補章では、譲渡制限株式の売買価格決定申立事件の批評を行う。第1節では、東京地決平成二六年九月二六日に対して、支配株主にとっての株式価値により売買価格を決定すべきなのに、配当還元法との折衷法を用いた点、および企業規模が小さく事業リスクがあることを理由として時価純資産法との折衷を行ながらかえって高い評価額となつている点を批判する。第2節では、大阪地決平成二七年七月一六日に対して、A社株式に関しては支配株主にとって

の株式価値により評価すべきであるのに配当還元法を採用した点（ただし、特例的評価方式を用いる可能性を指摘する）、B社株式に関しては税効果の考慮は不十分な点につき批判を加える。

4 提出論文の評価

（1）譲渡（取得）承認に係る譲渡制限株式を会社・指定買取人が買取る場合の、売買価格決定申立事件は少なくない。しかし、企業価値評価理論が高度に発展するのは最近になつてからであり、従来は相続税の通達である財産評価基本通達を基礎とする国税庁方式を用いる裁判例が多くた（その問題点については、第2章）。公認会計士協会が主として非上場会社を対象とする企業価値評価に関する評価実務をまとめた『企業価値評価ガイドライン』を公表したのは二〇〇七年である（改訂版は二〇一三年）。進展した企業価値評価方法（例えはDCF法）を理解した上で、裁判目的の株式評価（規範的株式評価）の問題点を整理し体系化する研究はまだ緒に就いたばかりだといえよう。

また、二〇〇五年の会社法制定以降、主として全部取得条項付種類株式による少数株主の締出しが多用され、それに伴つて全部取得決議に係る反対株主の株式取得価格決定申

立事件が相当数積み重なつた。そのほとんどは上場株式に関するものであり、裁判所が決定すべき公正価格は市場価格をもとに算定される傾向が強く、問題点の整理も比較的進んできたといえる。これに対して、非上場会社に関する取得価格決定申立事件である最決平成二七年三月二六日民集六九巻二号三六五頁は、収益還元法を用いて株式価値を算定する場合には非流動性ディスカウントを行うことはできない旨を述べて、混乱を招いている。提出論文も指摘するように（第3章）、収益還元法自体は非流動性ディスカウントをその性質上排除するものではないからである。

以上のような状況の中で、提出論文は、裁判目的の非上場株式評価（規範的株式評価）に関して、上場株式に係る公正価格の判断枠組および判断要素を借用しつつ批判的に分析し、従来にない多角的で深い分析を行つており注目に値する。

（2）提出論文の優れた特徴の一つに、関係当事者間の利益状況を的確に分析して体系的に整理している点を挙げることができよう。

第3章では、譲渡人と指定買取人とがそれぞれ支配株主か少数株主かで場合分けし、各場合において、決定すべき売買価格は支配株主にとつての株式価値か少数株主にとつ

ての株式価値かを判断している。譲渡制限株式の売買価格決定においては、従来、評価方法が問題にされ、特に裁判例では折衷法が採用される傾向が強かった。しかし、提出論文は、折衷法によつて算定される数値には意味がないことを論証し、譲渡人と指定買取人の双方が少数株主の場合にのみ少数株主にとつての株式価値を売買価格とするべきであるとする（したがつて、非流動性ディスカウントを行うべきだとする）。これまでの議論が主として評価方法の選択を論点とすることによつて袋小路に入つてしまつたような状態であつたのに対して、提出論文は見事に交通整理をなしているのである。

第4章では、第三者割当による新株発行を検討するが、発行会社と引受人の双方にシナジーが発生する可能性や、単なる業務提携によつてもシナジーが発生する可能性を指摘し、シナジーを誰が享受すべきかを分析する。これらの可能性の指摘 자체が重要であり、さらにシナジー享受に関する分析は説得力を有している。

第5章では、少数株主の締出しによつて、支配株主のもとでマイナリティ・ディスカウントや非流動性ディスカウントが解消され株式価値が向上するが、これは支配株主の経営努力によるものではないと分析し、増加分は締め出さ

れる少数株主に分配されるべきだと主張する（株式取得価格は支配株主にとつての株式価値によらなければならないとの主張）。利益状況を的確に分析した上での主張であり、まさしく株式の規範的価値評価としての判断といえよう。

第6章では、公正な組織再編比率算定のために用いられる株式価値と株式買取価格における公正価格とを区別する。独立当事者間の組織再編であつても、非上場会社の場合には組織再編比率が公正であるとは推認できないことを指摘し（この指摘は企業法務に携わる実務家ならではの説得力を有する）、組織再編比率が公正であると認められない場合における公正価格につき検討する。そして、シナジーの総額と各当事会社の貢献度を分析すべきだと指摘する。このシナジーの算定と公正な分配の整理の手堅さも評価すべきである。従来は、ほとんどの裁判例が上場会社に関するものであつたため、「ナカリセバ価格」も「シナジー価格」も市場価格を基準にすることができる（ただし、提出論文は安易に市場価格を信用する危険性を指摘し、市場価格が企業価値を正しく反映していないらしいが強い場合を分析する）、また独立当事者間の組織再編の場合には組織再編比率の公正さが推認できるとする主張が強かつた。提出論文は、従来の裁判例・学説によつて解明されていない分野を

分析・整理する点で会社法学界に大きく貢献するといえよう。

(3) 会社法の観点から行う株式の規範的評価においては、従来、画一的な利益状況を前提にやや観念的な議論がなされてきたといつてよい。特に、提出論文が対象とする非上場株式については、裁判例が少なく、先行研究も少ない領域である。このような状況下で、提出論文は当事者の利益状況を詳細に分析し、直接損害説（第4章3節）など会社法の理論によって整理している。その結果、第三者割当増資後の少数株主の締出しに係る公正価格や、提出論文が分析・整理した各場合における、マイノリティ・ディスカウント、非流動性ディスカウント、サイズ・リスクプレミアムの取扱いなど、提出論文は新たな論点も見出している。さらに、主として租税法を意識した実務上の取扱いに對して、会社法の観点から批判的に分析している論点も多い。提出論文は、非上場株式だけでなく上場株式に関しても、その規範的価値評価に係る基礎文献として評価されよう。

(4) 以上述べてきたように、提出論文は非常に水準の高い独自性と説得力を備えている。独自性の基礎は著者の長い実務経験によるものであるが、実務的に受け入れやすいう。

なお、提出論文には、丁寧に説明しようとする姿勢がある反面、認識を共有していることを自明の前提とするあまりや説明不足と思われる記述が散見される。後者は、高度に専門的な実務に携わっている著者の「癖」であろうが、当該場面においては提出論文が読みづらい（著者の見解が把握しにくい）ものとなっている点は指摘しておきたい。また、非上場会社の組織再編の状況などの分析・評価において著者の実務経験に裏打ちされた部分には、気づかされ

い結論に導こうとするような実務家が陥りやすいわば我田引水的な傾向はない。ただし、実務的に気になる事項すべてに目配りしておりやや冗長な面があることは確かである。例えば、第6章では、第3節で基本的な考え方を述べ、第4節でシナジーを分析しているが、さらに第5～7節において、実質的な買収である場合、株式持合いによる影響、債務超過会社との合併の各場合のシナジーを検討している。第5～7節の検討が必要不可欠というわけではない。もつとも、提出論文は株式の規範的価値評価に関する一大モノグラフであり、コンメントールの要素があることが提出論文の価値を低下させることはない。むしろ、実際に起こりうる具体的な場合をできる限り検討する姿勢は、提出論文の魅力ともいえよう。

る点も多くそれが提出論文の魅力の一つではあるが、散漫とした部分も多く著者の見解の趣旨を把握しづらくしている面もある。もつとも、これは提出論文の内容面の問題ではなく、著者の今後の論考においては改善されると思われる。

(5) 以上、提出論文は、先行研究が少ない非上場株式の規範的価値評価に関する理論を体系化しており、学問的功績は大きいと評価しうる。さらに、提出論文終章では、この分野はより一層深い研究を行う余地があり、今後も研究を進めたい旨が述べられている。企業価値評価論の進展もさることながら、法改正も度重なっている。直近では平成二九年度税制改正によって適格組織再編の対象が拡大され、実務の動向に影響を与えると思われる。このような法状況の進展を踏まえて、この分野の研究を一層発展させることを大いに期待したい。

5 審査結果

以上の審査結果から、審査員三名は一致して、提出論文が慶應義塾大学の博士（法学）学位を授与するに相応しい高い学問的水準を有するものと判断する。

平成二九年七月二一日

主査 慶應義塾大学法学部教授 山本爲三郎

副査 法学研究科委員博士（法学） 慶應義塾大学法学部教授 杉田 貴洋

副査 法学研究科委員 慶應義塾大学法学部教授 柳 明昌