

株式買取請求権をめぐる一考察

組織再編の差止制度の導入をめぐる

藤田真樹

Masaki Fujita

滋賀大学 経済学部 / 特任講師

I はじめに

1. 背景

平成24年9月7日、法制審議会会社法制部会は、「会社を取り巻く幅広い利害関係者からの一層の信頼を確保する観点から、企業統治の在り方や親子会社に関する規律等を見直す必要がある¹⁾」とのポリシーのもと、「会社法制の見直しに関する要綱」を決定した²⁾。今回の要綱においては、合併対価の柔軟化等が大きな話題を呼んだ現行会社法制定の際と比較すれば、大きな改正項目は少ないとする意見もあるが、略式組織再編以外の組織再編の差止制度³⁾について、研究者のみならず、実務家の注目も集めている⁴⁾。

キャッシュ・アウトは、典型的には、公開会社の株式の非公開化の過程において用いられる。すなわち、株式公開買付を行い買取対象会社の支配権を掌握した買付者が、①直接現金を対価とする方法、②株式交換によって端数を生じさせる方法、③種類株式発行会社に定款変更をした上で全部

1) 会社法制の見直しに関する諮問第91号。

2) 法制審議会会社法制部会第24回議事録8頁。
法制審議会会社法制部会第1回会議は、現行会社法が施行された平成18年5月から、約4年後の平成22年4月28日に開催された。

3) 略式組織再編以外の組織再編の差止めに関しては、第12回会議(平成23年8月31日)において詳しく論じられた。

4) 太田洋=安井桂大「組織再編等の差止制度とその論点」商事法務1988号15頁。

5) 法制審議会においては、①の手法を「直接移転型」、②③の手法を「端数処理型」として類型化する。
直接移転型は、株主が対象会社の総株主の議決権の10分の9以上有していれば、対象会社の株主総会決議を要しないとされる(会社法784条1項)点で、端数処理型と異なる。

6) 全部取得条項付種類株式は、もともと会社更生などで利用されることが想定されていたものである。
しかし、現行法の条文には、全部取得条項付種類株式を利用できる会社についての要件は記載されていない。
また、平成22年度税制の改正により、連結納税制度を採用している会社が、全部取得条項付種類株式を用いて

取得条項付種類株式を取得する方法を用いて行う⁵⁾。しかし、このようなキャッシュ・アウトの制度相互間においては、課税による取扱いが異なるため、制度本来の目的とその手段との間に歪みが生じていることが指摘されていた⁶⁾。

組織再編におけるキャッシュ・アウトの問題を類型化すると、二つの場面が想定される。一つは、対価が公正であるか否かに関わらず、株主の意思に反して株式を奪われるという問題である。もう一つは、不公正な対価の交付によってキャッシュ・アウトされてしまうという問題である。とすれば、キャッシュ・アウトの問題を解決するためには、①株主が会社から締め出されず、対象会社の事業へ投資を継続できる利益を保護する手法、②締め出される際に受け取る対価の相当性を担保する手法の二つの手法が考えられる。

しかし、善管注意義務・忠実義務を中心とする条文の解釈上の困難や、立証責任、訴訟費用の負担等の観点から、組織再編においてキャッシュ・アウトされる株主の殆どが、株式買取請求制度や、

裁判所に対する公正価格の申立による事後的な救済に依存しているのが現状である⁷⁾。また、損害賠償制度等を組織再編によってキャッシュ・アウトされる株主の保護にむけて改正するには、議論が錯綜した状況にあり、また、他の法令との調整も必要とされ困難である。そこで、旧商法の「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」(以下「ナカリセバ価格」とする)の文言を、現行会社法の「公正な価格」に変更し、キャッシュ・アウトされる株主に対してシナジーの分配を可能にする途を開くことになったと一般的に解釈されている⁸⁾。これについて、株式買取請求権を「使い易い損害賠償請求制度」に代わるものとして位置づけた政策的なものであるとする見解も存在する⁹⁾。

平成17年改正以前の学説においても、株主買取請求権でシナジーの分配をすべきか否かについて、すべての学説が一致していたわけではない。米国デラウェア州と同様に、株式買取請求権におけるシナジーの分配は不要であるとする見解も存在していたにも関わらず、十分な議論がなされない

他の会社を完全子会社化する場合、連結納税加入後2カ月以内に会社の一部の株式を第三者に売却して、子会社を連結グループから離脱させれば、当該会社の時価評価課税を免れることができるようになった。このため、脱法的な手段として全部取得条項付種類株式が組織再編の手段として広く用いられている現状がある。水野信次=西本強『ゴーイング・プライベート(非公開化)のすべて』(商事法務・2010年)16頁。

7) 会社法施行後の上場会社の組織再編に関する主な事案として、東京地裁決定平成21年3月21日(金融商事判例1315号26頁)、東京地裁決定平成21年4月17日、東京地裁決定平成21年7月17日(金融商事判例1320号31頁)、神戸地裁決定平成21年3月16日(金融・商事判例1320号59頁)、東京高裁決定平成21年7月17日(金融商事判例1341号31頁)、東京地裁決定平成22年3月31日(金融商事判例1339号36頁)、札幌地裁決定平成22年4月28日(金融商事判例1353号58頁)、東京高裁決定平成22年7月7日(金融商事判例1346号14頁)、東京高裁決定平成22年10月19日(金融商事判例1345号14頁)、最高裁決定平成22年12月7日(金融商事判例1360号18頁・同1362号20頁)、最高裁決定平成23年4月29日(金融商事判例1366号9頁)、最高裁決定平成23年4月26日(金融・商事判例1367号16頁)。

MBOに関する主な事案として、最高裁決定平成21年5月29日(金融商事判例1326号20頁)、東京高裁決定平成22年10月27日(資料版商事法務322号174頁)、原審決定東京地裁判決平成21年9月18日(金融商事判例1329号45頁)等。

8) 江頭憲次郎「会社法制の現代化に関する要綱案の解説」[V]商事法務1725号4頁以下、江頭憲次郎ほか「新春座談会「会社法制の現代化に関する要綱案」の基本的な考え方」商事法務1719号8頁以下、神田秀樹「組織再編」ジュリスト1295号128頁以下、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号75頁以下、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎=藤田友敬編『企業法の理論(上巻)』-江頭憲次郎先生還暦記念論文集(商事法務・2007年)261頁、江頭憲次郎『株式会社法[第4版]』(有斐閣・2011年)809頁、山下友信編『会社法コメンタール(4)株式(2)』(商事法務・2009年)[山下友信]105頁。

9) 笠原武朗「少数株主の締め出し」森淳二郎=上村達男編『会社法における主要論点の評価』(中央経済社・2006年)113頁以下、123頁。

まさに、シナジーの分配を認める方向で平成17年改正が行われたのではないかと疑問が先行研究において指摘されている¹⁰⁾。

今回の改正会社法においては、キャッシュ・アウトされる株主の事前の救済手段として、組織再編の差止制度が設けられることとなるが、キャッシュ・アウトされる少数株主の取りうる事後的な救済手段としての株主買取請求権制度を、今後どのように解釈していけばよいか。現在の通説的な見解によれば、公正な価格には、組織再編によってキャッシュ・アウトされる少数株主へのシナジーの分配機能も有するとされるが、今後も「使い易い損害賠償制度の代わり」として位置づけることが妥当かどうかについて、改めて考察する必要があるように思われる¹¹⁾。

2. 本稿の目的

本稿は、改正会社法において導入される組織再編の差止制度との関係において、今後株式買取請求権制度をどのように位置付けていくべきかを考察することを目的とする。具体的には、企業買取をめぐる判例法の議論の蓄積があり、我が国の株式買取請求権の母法でありながら、シナジーを分配しないというルールを採用している米国デラ

ウェア州の少数株主の保護制度と株式買取請求権をめぐる議論を確認した上で(II)、我が国における少数株主の保護制度と株式買取請求権をめぐる議論を対比し(III)、組織再編の差止制度の導入後も、通説的な見解に従って、「使い易い損害賠償制度」として位置づけるべきかについて私見を述べるものである(IV)。

II デラウェア州における少数株主の保護制度と株式買取請求権をめぐる議論

1. デラウェア州における少数株主の保護制度の概要

デラウェア州法では、取締役は、デラウェア州の会社を経営、指揮し、裁判上の行為をする権限を有する。このような取締役の権限に対して、取締役は会社と株主に対して、注意義務(duty of care)と忠実義務(duty of loyalty)をその重要な構成要素とする信認義務(fiducially duty)を負う¹²⁾。一般的に、注意義務(duty of care)は、重大な決定をする場合、その決定に先立って十分な情報収集を行わなければならない義務をいうものとされる。これに対して、忠実義務(duty of loyalty)

10) 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」(商事法務・2013年)17～18頁。

11) この問題に関する先行研究として、北川徹「現金対価による少数株主の縮出し(キャッシュ・アウト)をめぐる諸問題」商事法務1948号4頁以下。

12) See Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc., 559 A.2d 1261, 1280 (Del. 1989).

13) See Irwin Warren & Bradley Aronstam, Delaware's Business Judgment Rule and Varying Standards of Judicial Review For Assisting Director Conduct in M&A Transaction, Weil, Gosthal & Manges LLP New York, The Canadian Institute (2007) pp2-3.

14) Del. Code Ann. Tit.8, §262.

15) See Stephan M. Bainbridge, "Mergers and Acquisitions (2nd Ed 2009) p.86.

16) See William A. Klein, John C. Coffee, Jr., & Frank Partnoy, "Business Organization and Finance 11th ed. 2010" p.217. 前掲註11(北川)7頁。

17) Del. Code Ann. Tit.8, §262(b)(1).

18) Del. Code Ann. Tit.8, §262(b)(2).

19) Del. Code Ann. Tit.8, §262(h).

20) See Weinberger v. UOP, INC., 457 A.2d 701 (Del. 1983). Signal社はUOP社の株式を公開買付により50.5%まで取得し、同社を子会社化した。その3年後、Signal社はUOP社を投資先として有望と判断したため、UOP社の残余株式(49.5%)についても、全部を取得することとした。その方法としては、Signal社は完全子会社を設立し、

とは、取締役が会社と株主の最善の利益のために行動し、取締役の利益を優先させてはならない義務をいう¹³⁾。注意義務 (duty of care) と忠実義務 (duty of loyalty) の関係について、一般的に注意義務 (duty of care) よりも忠実義務 (duty of loyalty) の方が株主または会社の利益を保護するという観点からは重要な義務であると捉えられており、利益相反取引の際に用いられるのは忠実義務 (duty of loyalty) である。

デラウェア州においては、このように取締役は会社のみならず「株主」に対して信託義務 (fiducially duty) を負うことを前提に少数株主の保護制度が設計されている。デラウェア州においても、少数株主の保護制度として、株式買取請求権制度が存在し、その基本的な構造は我が国の制度と同様であるが¹⁴⁾、実際に株式買取請求をめぐり訴訟となるケースは少ないことが指摘されている¹⁵⁾。これは、株主買取請求権の他、少数株主の保護制度として、株式公開買付の差止制度や、クラス・アクションによる損害賠償請求という途が開かれているからである。特に、クラス・アクションは、少数株主が事前に訴訟費用を拠出する必要がなく、法的な費用や取引費用を必要としない救済制度として機能している。そのため、あえて費用のかかる株式買

取請求権制度を利用するインセンティブに欠けている¹⁶⁾。また、少数株主が機会主義的に株式買取請求権を行使するのを抑止するように制度設計されていることも指摘されている。デラウェア州においては、我が国の株式買取請求権とは異なり、反対株主の保有している株式が上場されているか、または、登録された株主数が2,000人を超えている場合には株式買取請求権は認められないこととなっている (上場株式の例外)¹⁷⁾。ただし、消滅会社の株主が受け取る合併対価が、存続会社の株式、または、他の会社の株主であって、その株式が上場されているか、または登録株主数が2,000人を超えている場合のほか、端数株式の代わりに現金が交付される場合、または、これらの手法の組み合わせ以外の場合には、「上場株式の例外」の例外として株式買取請求権が認められることとなっている¹⁸⁾。また、デラウェア州における株式買取請求制度は、原告株主が単にシナジーを含まない「価格の適正性」(ナカリセバ価格)を争う場面に限定された限定的な救済制度として規定されている点で、我が国と異なる¹⁹⁾。シナジーを分配すべきかについて、Weinberger v. UOP Inc.事件は解釈の余地を残したが²⁰⁾、現在の判例では、シナジーを除外するという解釈が一般的である²¹⁾。

その子会社とUOP社との間で現金を交付し合併するという手法を予定していた。これに対し、本件合併に反対したUOP社の少数株主が、衡平法上の取消し (equitable rescission) と損害賠償を求めてクラス・アクションを提起した。理由は、不適切な対価を提供したこと、また、少数派株主排除の目的のみで締め出しを行ったことにより多数株主のSignal社はその信託義務 (fiducially duty) に違反したというものである。デラウェア州最高裁判所は、会社の取締役が取引の双方に立つ場合、取締役は取引について、最大の誠実 (utmost good faith) と最も慎重な公正さ (utmost scrupulous inherent) を証明しなければならないとした。その上で、締め出しによる合併は完全な公正基準 (entire fairness rule) によらなければならないとし、これは、公正な取引 (fair dealing) と公正な価格 (fair price) をその内容とする。公正な取引であったかについては、

取引の時期、誰が主導で、どのような構造の取引を、どのような交渉の経緯で行ったか、取締役への情報開示、取締役と株主による承認がどのようにして得られたか等の事情によって判断され、公正な価格 (fair price) であったかについては、経済学的、ファイナンスの理論の観点から判断され、そこでは、会社の資産価値、市場価値、収益、将来の収益予想、その他、会社の株価の本来的な価値に影響を及ぼす全ての要素が考慮されるとされた。

Weinberger v. UOP, INC., 457 A.2d 701 (Del. 1983) 事件はクラス・アクションによって争われたが、完全な公正基準 (entire fairness rule) の判断要素となる公正な価格 (fair price) は株式買取請求権における公正な価格と同一であると解釈されている。

21) 株式買取請求権において、シナジーの排除という解釈を明示的に示した判決として、Global GT v. Golden Telecom, 993 A.2dがある。

2. デラウェア州における 株式買取請求権の機能をめぐる議論

デラウェア州における株式買取請求権の機能をめぐる議論は以下4つの観点から整理できるように思われる²²⁾。

(1) 公正な価格で投下資本を回収し退出する機能

株式買取請求権には少数株主に対して現金を交付し退出させる機能がある。これは、投下資本を回収する機能であり、以下で述べる他の機能をめぐる見解と二律背反的なものではない²³⁾。

(2) 拒否権剥奪の補償とする見解

アメリカにおいては、伝統的に株式会社を組合契約的にとらえており、組織再編等の場合には、株主全員一致の原則がとられていた。しかし、商業の近代化に伴う会社組織の拡大の要請がある一方で、僅かな株式を購入して合併を阻止しようとするいやがらせ訴訟 (strike suit) を阻止する必要が生じた。そこで、次第に多数決原則が肯定されるようになり、それと引換えに反対株主の株式買取訴訟が認められるようになってきた²⁴⁾。当時の証券市場はまだ十分に発達しておらず、株式買取請求権は、反対株主に流動性を与えることに意義があった。つまり、株式買取請求権は拒否権 (veto power) 剥奪の補償と捉えられていた²⁵⁾。

(3) 会社の取引を容易にすることによって 多数派株主を保護するという見解

しかし、証券市場の発達に伴い、上場会社の株主に株式買取請求権を認める根拠があるのかという疑問や、別の正当化根拠があるのではないかという疑問が生じてきた。これに対し、Manningは証券市場が十分発達したことに伴い、このような考え方は時代遅れのものである、株式買取請求権は少数派株主の保護という観点からよりも、むしろ、多数株主の保護という観点から、株式市場が存在しない会社においてのみ株式請求権が認められればよく、市場性を有する株式会社においては、株式買取請求権は不要であると主張した²⁶⁾。このManningの主張は、1967年改正の際にデラウェア州会社法改正委員会に対して報告書を提出したFolkによって支持されることとなり、デラウェア州の1967年の法改正で市場性株式の例外条項として採用されることとなった²⁷⁾。

(4) 会社の経営に対する監視機能とする見解

このようなManningの見解に対し、有力な反対論が展開された。その代表的論者の一人であるFischelは、株式買取請求権は、少数派株主の交渉力の欠如、もしくは経営者の利益相反の結果として、割り当てられる価値から事前の保護を与えると

22) デラウェア州の議論の整理にあたっては、邦語の文献として、木俣由美「株式買取請求権の現代的意義と少数株主の保護」法学論叢141巻第4号を参考にした。

23) 株式買取請求権の株式価格に最初に言及した判決として、Jackson Co.v.Gardiner Inv. Co., 200 F 113, 116(1st Cir 1912)。

24) See Robert B Thompson, Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law, 84 Geo. L. J. p.18.

25) See id at 19. 邦語の文献として、伊藤紀彦「アメリカにおける株式買取請求権の発生と発展」中京法学1巻1号257頁以下。神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準—アメリカ法」『鴻常夫先生還暦記念八十年代商事法の諸相』810頁以下。同「資本多数決と株主間の利害調整の基準(1)」法学教会雑誌98号810頁以下参照。

26) See Bayless Manning, "The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Cocker", Yale L. J. Vol. 72. pp. 261-262.

27) See Folk Report p.198.

28) See Fischel, The "Appraisal Remedy in Corporate Law, 1983" Am. B. Found. Res. J. p.879, pp. 901-902.

し²⁸⁾、Siligmanも、不満を持つ反対派が株式買取請求を行使するかもしれないという潜在的な可能性が、取締役等経営陣に、利害関係のある取引行為を踏み止まらせる効果があると主張する²⁹⁾。Kanda and Levmoreも、株式買取請求権は信認義務違反となる、独立当事者間取引であるか疑わしい対象会社の支配株主に対する隠された支払を発見し、誤った行動を遅滞させる機能があるとする³⁰⁾。

3. 小括

デラウェア州法では、取締役はデラウェア州の会社を経営・指揮し、裁判上の行為をする権限を有する。このような取締役の権限に対して、取締役は会社と株主に対して、注意義務 (duty of care) と忠実義務 (duty of loyalty) をその重要な構成要素とする信認義務 (fiducially duty) を負う。デラウェア州においては、このように取締役は会社のみならず「株主」に対して信認義務を負うことを前提に少数株主の保護制度が設計されている。デラウェア州においても、少数株主の保護制度として、株式買取請求権制度が存在し、その基本的な構造は我が国の制度と同様である。しかし、取締役の株主に対する信認義務を前提として、株主買取請求権の他、少数株主の保護制度として、株式公

開買付の差止制度や、クラス・アクションによる損害賠償請求という途が開かれており、また、上場株式には原則として、株式買取請求権が認められておらず、シナジーを含まない「価格の適正性」(ナカリセバ価格) を争う場面に限定された救済制度としてのみ規定されていることから、実際に株式買取請求をめぐる訴訟となるケースは少ないと言える。

III 我が国における 少数株主の保護制度と 株式買取請求権をめぐる議論

1. 我が国の少数株主の保護制度の概要

現行会社法において、キャッシュ・アウトされる少数株主が取り得る理論上の救済制度としては、事前のものとしては、取締役等の違法行為の差止請求 (会社法360条) が考えられる。また、事後的な救済制度としては、合併等の無効の訴え (会社法828条) のほか、取締役等に対する損害賠償請求がある。会社法上の損害賠償請求としては、取締役の会社に対する責任 (会社法423条) を追及する株主代表訴訟と、取締役等の第三者に対する損害賠償請求 (会社法429条) があり、民法上は不法行為による損害賠償請求 (民法709条) を

29) See Seligman, "Reappraising the Approval Remedy", Geo. Wash. L. Rev vol. 52, p.841.

30) See Kanda & Levmore, "The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law", UCLA L. Rev. Vol. 32, p.432.

提起することが考えられる。さらに、会社法上、組織再編に反対する株主に対して、株式買取請求権(会社法785条等)、または裁判所に対する価格決定の申立制度(会社法172条)が用意されている³¹⁾。

しかし、現行法上の取締役の違法行為の差止めを規定する会社法360条は、取締役が法令・定款に違反する行為をし、またはするおそれがある場合において、当該行為により「会社」に「著しい損害」(監査役設置会社または委員会設置会社においては「回復することができない損害」(同条3項))が生じることを要件としているが、その解釈をめぐっては、不明な点が多い。すなわち、会社法360条の「法令」には、取締役の善管注意義務・忠実義務も含まれると一般に解釈されているが³²⁾、我が国の法令の文言上、取締役は「株主」ではなく「会社」に対して善管注意義務・忠実義務を負うと規定されているため(会社法356条・民法644条)、条文の文言を素直に読めば、会社の利益の増大を見込んで行われる組織再編によってキャッシュ・アウトされる株主の対価が不当であっても、「会社」に損害が発生せず、本条に該当しないと解釈できる³³⁾。近年、取締役は、株主に対して、最善の利益を提供すべきとする米国のレブロン義務類似の義務を負うとする見解が主張されており、この見解を採用したと思われる裁判例もあるが³⁴⁾、この論点に関して、議論は未だ錯綜した状況にあ

る³⁵⁾。また、合併比率が著しく不当であること自体は、合併無効原因ではないとするのが多数説および下級審判例の立場である。そして、株主代表訴訟に関しては、合併比率が著しく不当であっても会社には損害は生じないため、解釈上の困難が予想される。さらに、少数株主が多数株主に対して直接損害賠償請求をする手法は、立証責任や訴訟費用の負担等の観点から、実際的ではないとされる。そこで、支配株主は少数株主に対して忠実義務を負うかについて正面から議論し、他の法規との調整することを避け、株式買取請求権についての「決議ナカリセバ其ノ有スペカリシ公正ナル価格」とする旧商法の文言規定を、現行会社法の「公正な価格」に変更し、キャッシュ・アウトされる株主に対してシナジーの分配を可能にする途を開くこととなった。現行法上は、実務においても、キャッシュ・アウトされる株主は、専ら株主買取請求権と裁判所に対する公正価格の算定の申立てに過度に依存した状況である。

2. 我が国における株式買取請求権をめぐる議論

(1) 平成17年改正の経緯と改正後の

通説的解釈と運用

改正前商法においても組織再編行為に反対する株主は株式買取請求権を行使できたが、買取

31) 弥永真生「著しく不当な合併条件と差止め・損害賠償請求」黒沼悦郎=藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念論文集 企業法の理論 上巻』(商事法務・2007年)632-635頁。池永朝昭=小館浩樹=十市崇「MBO(マネージメント・バイアウト)における株主権」金融・商事判例1282号(2008)2頁以下。村田敏一「株式会社の合併比率の著しい不公正について—その抑止策と株主の救済策を中心に」立命館法学321・322号515頁以下。拙稿「MBOにおける少数派株主保護—少数派株主が株主として会社にとどまる利益の保護を中心として—」九大法学101号(2010)282頁以下。

32) 代表的な裁判例として、東京地裁平成16年6月23日決定(三菱重工業新株引受差止請求事件・

金融商事判例113号61頁)、東京高判平成11年3月25日判決(東京電力福島第二原子力発電所運転差止訴訟控訴審判決)。代表的な学説として、落合誠一編『会社法コンメンタール8—機関(2)』(商事法務・2009)132頁(岩原紳作)。

33) 江頭憲次郎『株式会社法〔第4版〕』有斐閣(2011年)784頁、東京高判平成7年6月14日資料版商事法務143号161頁、大阪地判平成12年5月31日判時1742号141頁。

34) 東京高決平成17年6月15日判時1900号156頁(ニレコ事件)。

35) 近年の忠実義務に関する学説の詳しい整理としては、太田洋=矢野正紘「対抗的買取提案を受けた対象会社取締役はいかに行動すべきか

価格については「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」(408条ノ3等)とされていた。これについては、改正前商法においても、争いはあったが、組織再編の対価として用いることが出来るのは株式のみであると解するのが通説であり、対価が株式の場合は、シナジーについて算定しなくとも当該シナジーが分配されると考えられていたからである。これに対し、平成17年の改正後会社法は単に「公正な価格」(会社法785条1項・797条1項・806条1項)へと、条文の文言が変更された。改正の理論的な根拠については、会社法改正の要綱案についての座長の解説³⁶⁾で引用される資料によれば、支配・従属関係の存在する場合の現金合併では、シナジーを支配会社が独占することとなる。すなわち、従属会社少数株主は、支配会社が合併を決定すれば、好むと好まざるにかかわらず従属会社の地位を喪失するから、その「合併から生ずるシナジーを支配会社に独占させるのは、従属会社の少数株主にとり不公正」だというものである³⁷⁾。この論理は厳密には、2つの要素に分けることができると指摘されている³⁸⁾。一つ目は、少数株主は自らの意思によらずに株主の地位を喪失させられてしまうという点である。この点を受けて、「組織再編の対価柔軟化への対応のため株式買取請求権でシナジーの適切な分配を行う」という平成17年改正時の議論が行われたと言

える。二つ目は、シナジーの分配のあり方が、支配株主の意見だけで決められてしまえば、支配株主により、少数株主の搾取が行われ不公正であるという点である。二点目の、組織再編の対価にシナジーを含めるべきとする理論的根拠は、支配株主の忠実義務違反の観点を意識して位置づけたものである³⁹⁾。すなわち、組織再編に反対する株主は、なぜ当該組織再編に反対するかと言えば、当該組織再編がなかったならば自分はより利益を得ていただろうというものであり、これは支配株主の少数株主に対する忠実義務違反を意味する⁴⁰⁾。言い換えれば、会社の部分解散(清算)に加えて、支配株主の少数株主に対する忠実義務違反の解決としての(比喩的な意味での)「損害填補」を株式買取請求権で実現しようとしているというものである⁴¹⁾。また、現行法上、費用負担の問題や損害の立証の問題等を解決する方向で損害賠償制度を改めることも考えられるが、そのような方向での改正が現状では困難であるため、「使い易い損害賠償制度」に代わるものとして株式買取請求権を位置づけたと見る見解もある⁴²⁾。

改正後のシナジーの分配に関する解釈論であるが、座長の解説にあったように「支配・従属関係が存在する場合に限る」というように限定するのは一般的ではない。支配・従属関係に限定されることなくシナジーの分配は可能であるが、シナジー

——わが国会社法とレブロン「義務」——」岩倉正和＝
太田洋編『M&A法務の最先端』商事法務(2010年)
37頁以下、また、この問題についての先行研究として、
白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する
規律(1)～(8・完)」法学協会雑誌127巻12号(2010)
1935-2036頁、128巻4号(2011)1002～1095、
128巻5号(2011)1259～1337頁、128巻6号(2011)
1533～1618頁、128巻7号(2011)1830～1898頁、
128巻11号(2011)2677～2755頁、
129巻2号(2012)258-330頁、
129巻4号(2012)681～761頁がある。

36) 江頭憲次郎「会社法制の現代化に関する
要綱案の解説〔V〕」商事法務1725号4頁以下。

37) 江頭憲次郎「結合企業法の立法と解釈」(有斐閣・1995)

38) 前掲註10飯田)23-24頁。

39) 前掲註)24頁。

40) 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整の基準
—アメリカ法」江頭憲次郎編「八十年代商事法の諸相—
鴻常夫先生還暦記念」(有斐閣・1985年)331頁。

41) 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務
1879号5頁、神田秀樹「会社法〔第15版〕」(弘文堂・2013年)
334-335頁。

42) 前掲註49笠原)123頁。

43) 前掲註8田中)79頁。

を分配すべきか否かは、独立当事者間による取引かどうかに着目して決定すべきとされる。すなわち、互いに独立した経済主体である場合には、両当事者会社の交渉の上、合意され株主総会の承認を得た組織再編行為の条件は、基本的には公正なものとして尊重される⁴³⁾。これに対して、支配・従属関係にある会社間で組織再編行為が行われる場合には、当時会社の交渉結果を直ちに信頼するわけにはいかない。対価の決定過程の公正さに疑問があるときは、裁判所が仮に両当事者が独立の経済主体であったとすれば、交渉の上合意したであろう価格を決定し、それを買取価格とすべきというものである⁴⁴⁾。この見解も、利益相反状況が存在するか、すなわち支配株主の少数株主に対する忠実義務違反という文脈で位置づけることができよう。以上の通説的な解釈は、最近の裁判例とも整合的であることが指摘されている⁴⁵⁾。

(2) シナジーの分配が不要であるとする見解

平成17年改正以前の学説において、シナジーの分配をするべきであるということだけで全ての学説が一致していたわけではなく、シナジーの分配は不要であるとする見解も存在した。この見解の代表的論者は⁴⁶⁾、支配株も少数株も基本的には一株あたりの経済的利益は等しくなくてはならないとする株主間における経済的公正の原則に従い、支配株主と少数株主との間の利害調整を行うべきであると一般論を提示しながらも、支配株の交換価値を基準に少数株の規範的価値を算定することを提案する⁴⁷⁾。そして、支配株主が事実上享受しうる経済的利益の中には、支配株主が独占してよいものと、少数株主にも持分比率に応じて分

配しなければならないものと両方が含まれていると分析しつつも、シナジーについては、支配株主の正当な企業家利益として認知してもよいものであり、少数株主の合理的期待の範囲内に含まれない部分であるため、少数株主に分配する必要はないとする⁴⁸⁾。しかし、平成17年改正の際の議論においては、反対説について十分に考慮されないままに、シナジーの分配ありきで立法化されたことが指摘されている⁴⁹⁾。そのため、改正後も、シナジーの適切分配価格の基準を株式買取請求権に導入すべきではなかったとする見解も根強く残っている⁵⁰⁾。例えば、最近の研究において、株式買取請求権が行使された場合、その費用は「会社」が負担することとなり、ひいては、株式買取請求権を行使しなかった株主、債権者等の会社の利害関係人にも負担が繋がる可能性があるのに対し⁵¹⁾、支配株主の少数株主に対する忠実義務に関しては、取締役等・支配株主が賠償する点で違いを有する。何故、忠実義務違反の問題について、直接のその責任がないものが負担すべきか合理的な理由が説明出来ないとする通説に対する批判が主張されている⁵²⁾。

(3) 小括

このように、平成17年改正で、単に「公正な価格」(会社法785条1項・797条1項・806条1項)へと、株式買取請求権に関する条文の文言が変更された。文言が変更された理論的な根拠としては、組織再編によって、少数株主はシナジーを受け取ることができなくなるという支配株主の少数株主に対する忠実義務違反の解決策として損害を補償するためであると一般に解されている。また、現行

44) 前掲註)79-80頁。

45) 前掲註10飯田)21-22頁。

46) 宍戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」岩原紳作編『現代企業法の展開－竹内昭夫先生還暦記念』(有斐閣・1990年)397頁以下。

47) 前掲註)430頁。

48) 前掲註)424頁。この他、シナジーの分配についての必要・不要は各会社の判断に委ねるべきとする説も存在した(原秀六「合併シナジー分配の法理」(中央経済社・2000年)209頁)。

49) 前掲註10飯田)18頁。

法上、費用負担の問題や損害の立証の問題等を解決する方向で損害賠償制度を改めることは、現状では困難であるため、「使い易い損害賠償制度」に代わるものとして株式買取請求権を位置づけたと見る見解もある。しかし、平成17年改正以前の学説においても、シナジーの分配をするべきであるということですべての学説が一致していたわけではなく、シナジーに分配は不要であるとする見解も存在した。しかし、平成17年改正の際の議論において、反対説について十分に考慮されないままに、シナジーの分配ありきで立法されたことが指摘されている。そのため、改正後も、シナジー適切分配価格の基準を株式買取請求権に導入すべきではなかったとする見解も依然として存在している。

3. 組織再編の差止制度の導入と

株式買取請求権

このように、平成17年の改正会社法の株式買取請求権に関して、シナジーを含めるべきかに関して議論があったが、平成24年の法制審議会会社法制部会において、現行法においてキャッシュ・アウトされる少数株主の権利の保護が必ずしも十分になされていない可能性があるとの問題意識から略式組織再編以外の組織再編の差止について議論がなされた⁵³⁾。そして、平成24年9月7日、「会社法制の見直しに関する要綱」を取り纏め、略式組織再編以外の組織再編についての差止制度の導入が決定された⁵⁴⁾。

改正会社法においては、キャッシュ・アウトされる株主の事前の救済手段として、組織再編の差

会社法制の見直しに関する要綱⁵⁵⁾

組織再編の差止請求

次に掲げる行為が法令又は定款に違反する場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は、株式会社に対し、当該行為をやめることを請求することができるものとする。

- ① 全部取得条項付種類株式の取得
- ② 株式の併合
- ③ 略式組織再編以外の組織再編(簡易組織再編の要件を満たす場合を除く。)

(注) 略式組織再編の差止請求(第784条第2項及び第796条第2項)については、現行法の規律を維持するものとする。

止制度が設けられることとなるが、事後的な救済手段としての株主買取請求権制度との関係について、今後どのように解釈していけばよいか。

4. 組織再編の差止制度の導入が

株式買取請求権に及ぼす影響

(1) 組織再編の差止制度の条文構造

組織再編の差止めは、そもそも組織再編においてキャッシュ・アウトされる少数株主の保護が不十分であるとの認識から設置が検討された制度である。しかし、米国において取締役の株主に対する利益相反行為との関連で問題になる忠実義務(duty of care)に対応する、わが国の忠実義務(会社法355条)が⁵⁵⁾、そもそも本制度の「法令」には含ま

50) 例えば、木俣由美「反対株主の株式買取請求権」浜田道代=岩原紳作編『会社法の争点 ジュリスト増刊 新・法律学の争点シリーズ5』(有斐閣・2009年)38頁以下。

51) 前掲註)29頁。

52) 前掲註)315頁。

53) 略式組織再編以外の組織再編の差止めに関しては、第12回会議(平成23年8月31日)において詳しく論じられた。

54) 法制審議会会社法制部会第24回議事録8頁。法制審議会会社法制部会第1回会議は、現行会社法が施行された平成18年5月から、約4年後の平成22年4月28日に開催された。

55) 『会社法制部会資料27』24頁。

れるかに関して議論がある。この議論の前提として、まず組織再編差止制度の条文構造を他の差止制度の条文と比較して確認する。

会社法360条に規定する、取締役の違法行為の差止め請求に関しては、「法令・定款」違反を要件としているが、「法令」には、善管注意義務・忠実義務違反が含まれると解されている⁵⁶⁾。つまり、「会社」に「著しい損害が生じるおそれ」があれば、価格の当・不当の問題についても取締役の違法行為の差止請求が認められる余地がある。一方で、略式組織再編の差止を規定する784条2項、796条2項については、キャッシュ・アウトされる株主の対価が不当である場合にも差止を許容している(784条2項2号・796条2項2号)。組織再編の差止制度は784条を参考に要件を構築されたと説明されるが⁵⁷⁾、同条の2号の要件に該当する文言は見られない。また、要綱の文言を見た限りにおいて、略式組織再編の差止制度というよりもむしろ、募集株式の発行等についての差止請求制度(210条)の差止事由から、同条2号の「著しく不公正な方法により行なわれる場合」を除いて構築されたのではないかと先行研究で指摘されている⁵⁸⁾。いずれにせよ、略式組織再編の差止制度、あるいは募集株式の発行等の差止制度のどちらを参考に組織再編の差止制度が構築されたかに関わらず、組織再編の差止が認められるのは、①「法令または定款に違反する場合」で、②「株主が不利益を受けるおそれがあるとき」に限って株主は差止請求権を行使できるとされ、「対価の当・不当について争う」ための条項は要綱に記載されなかったと言える。このことは、依然として、キャッシュ・アウトされる株主の対価の当・不当を問題に組織再編の差止が認められるか否かについては、「法令違

反」の「法令」の解釈に、善管注意義務・忠実義務が含まれるか否かによって決まる余地が残されることとなったことを意味している。

法令に善管注意義務・忠実義務が含まれると解する余地はないかについて、法制審議会第14回会議において、委員の1人から「法令」には善管注意義務違反も入るとすると、「価格の問題も当然入りうること」になるが、「手続きに絞るのか、あるいは価格の当・不当までも対象としてこういう制度を設けるべきか」明示すべきであると主張された⁵⁹⁾。この見解の根拠は、組織再編の差止は、実際には、仮処分命令の申立てで争われるため、短期間での審査を求められることが予想される。組織再編の対価の当・不当といった実体的な問題について、短期間で裁判所が審理を行うのは極めて困難であることを理由とする⁶⁰⁾。これに対して関係官からは「価格の当・不当を除くということは条文には書けない」すなわち「補足説明で書かせて頂くことは検討の余地はある」との発言がなされている⁶¹⁾。最終的に出来上がった要綱には、「価格の当・不当を除く」旨の明文が書かれていない。

法制審議会の議論は、要綱の組織再編等の差止制度についての解釈についてもあてはまり、実務における運用の指針となるとと思われる。立法経緯を斟酌するなら、組織再編の差止制度における「法令」には善管注意義務・忠実義務は含まれないと解釈すべきであろう。法令違反の「法令」に善管注意義務・忠実義務が含まれると解釈することは、訴訟経済という観点から困難が予想されるからである。

(2) 小括

以上のように、キャッシュ・アウトされる株主の対価が著しく不当な場合という明文の規定が外さ

56) 落合誠一編『会社法コンメンタール8——機関(2)』商事法務(2009年)132頁〔岩原紳作〕。

57) 岩原紳作「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説〔V〕」商事法務1979号(2012年)8～9頁。

58) 太田洋=安田桂大「組織再編等の差止請求制度と

その論点」商事法務1988号(2013年)16頁。

59) 「第14回議事録」33頁〔鹿子木委員発言〕

60) 会社法制部会第7回会議議事録49頁〔鹿子木委員発言〕、同部会12回会議議事録36頁〔鹿子木委員発言〕

れることとなり、また法制審議会においても、法令違反の「法令」の要件には善管注意義務・忠実義務は含まれないと法務省民事局参事官室から明示されていることから、価格の当・不当を理由として組織再編の差止制度を用いて、キャッシュ・アウトされる少数株主を救済することは予定されていないと思われる。

IV 結論

要綱が採択される前であるが、わが国の少数株主の救済制度が、その役割を株式買取請求制度や価格申立制度に過度に委ねられているのが現状であるため、その解決策として、デラウェア州のように、事前と事後の救済制度が担う役割を明確にすべきであるとする見解があった⁶²⁾。この見解は、支配株主や取締役等の利益相反的な行為に対する監視機能については事前の救済である取締役の違法行為の差止請求制度にゆだね、株式買取請求制度については、支配株主の少数株主に対する忠実義務という観点から捉えるべきではなく、価格の適正性（ナカリセバ価格）の問題にだけその機能を集約すべきであると主張するものである⁶³⁾。しかし、この見解は、法制審議会会社法制部会において、組織再編の差止制度の機能について未だ明確にされていない時点で出されたものであり、立法経緯から、組織再編の差止制度における「法令」には善管注意義務・忠実義務は含まれないとされた以上、このように株式買取請求権を価格の適正性に限定して解釈するのは困難であるように思われる。法制審議会の議論の経緯を前提にするならば、「法令又は定款違反」として想定されているのは、手続上の違法に限られ、取締役

の善管注意義務・忠実義務違反は差止自由には該当しないという趣旨であると説明される。すなわち、組織再編の対価の不当性それ自体は差止事由にならないという趣旨である。そうだとすると、要綱の提案は、従来の組織再編の差止肯定説の論者の主張からみると、今回の改正は非常に小幅な改正にとどまり、実際上の影響はあまり大きくはないものであると考えられる⁶⁴⁾。とするならば、差止めが問題となる事前の段階で裁判所に対価の妥当性を判断させるのは不適切であるから、価格の当・不当といった利益相反にかんする忠実義務違反の問題は、暫定的な措置としてではあるが、今後も株式買取請求権におけるシナジーの問題としてとらえるべきであるように思われる。ただし、前述のように、株式買取請求権と支配株主の忠実義務は、そもそもその性質が異なるものであり、その費用を、誰が負担するかという点で大きな違いを有することが先行研究において指摘されている⁶⁵⁾。この問題を抜本的に解決するためには、今後、我が国において忠実義務に関する議論が、より深められていくことが必要となると思われる。

【付記】

本稿の内容の組織再編の差止制度にかかる部分については、拙稿「略式組織再編以外の組織再編の差止－著しく不当な対価によるキャッシュ・アウトの差止の手法」『彦根論叢』第397号(2013年9月)18頁以下において、より詳細に論じている。

61) 「第14回議事録」33頁〔坂本幹事発言〕

62) 前掲註11(北川)4頁以下。

63) 前掲註)9頁。

64) 飯田秀聡「組織再編等の差止請求規定に対する不満と期待」ビジネス法務12巻12号(2012)76～81頁も同様の評価をしている。

65) 前掲註10(飯田)28～29頁、314～315頁。

A Reflection on Appraisal Rights In Relation to the Introduction of a Protective Scheme Against Corporate Reorganization

Masaki Fujita

On September 7, 2012, the Japanese Ministry of Justice's Legislative Council Subcommittee on the Companies Act put forth an "Outline regarding the revision of corporate legislation." Some are of the opinion that there will not be as many major changes in the upcoming revision as at the time of the enactment of the current Companies Act, when heated discussions took place on topics such as more flexible treatment of the valuation of an acquired company. Still, the proposed introduction of a preventive scheme against corporate reorganization other than short-form reorganization is drawing the attention of not only academic commentators but also practitioners.

Issues surrounding the cashing out of minority shareholders in the event of corporate reorganization can be broken down into two categories. One is when, regardless of the appropriateness of the cash payout amount, minority shareholders are deprived of their holdings against their will. The other is when minority shareholders are pushed out in exchange for an inadequate amount of cash. In response to these classifications, we can think of two approaches to solve the problems arising from the cashing out of minority shareholders: 1) to ensure that minority shareholders remain shareholders of the surviving company, protecting their right to continue their investment in

the ongoing operations, and 2) to ensure that minority shareholders are given a fair amount of cash if they are to be cashed out.

However, given the difficulty involved in the interpretation of the law, whose central concept is the duty of care and the duty of loyalty, and from the viewpoint of the burden of proof as well as legal costs, introduced at the time of the transition from the former Commercial Code to the current Companies Act was a way of remedy where synergies are distributed to minority shareholders who are cashed out. In practice, today, most shareholders who are cashed out upon corporate reorganization resort to after-the-fact remedies such as the exercise of appraisal rights and filing a suit over the appropriateness of the amount of cash received. Notwithstanding this situation, in interpreting the current Companies Act, scholars do not agree on the necessity of distributing synergies through the use of appraisal rights. There are some who contend that, as is the case in the State of Delaware, U.S.A., it is unnecessary to distribute synergies to minority shareholders through the exercise of appraisal rights. In the upcoming revision of the Company Act, a preventive mechanism against corporate reorganization is slated to be introduced as a before-the-fact remedy for minority shareholders who are threatened to be cashed

out. Once such a measure is in place, how can we position the appraisal rights scheme, which is an *ex-post facto* remedy for such minority shareholders?

In this study, we will aim at considering what role the appraisal rights scheme should play while a preventive measure against corporate reorganization is installed in the revised Companies Act. Specifically, we will first look at the debates regarding the issue of the protection of minority shareholders and appraisal rights in the State of Delaware, where, despite the existence of a fair accumulation of discussions pertaining to legal rulings on corporate mergers, there is no requirement of distribution of synergies. We will then conduct a comparative study of the discussions in our country regarding the protection of minority shareholders and appraisal rights, and finally, I will present my own opinion on whether appraisal rights should be regarded as an “easy-to-use” compensation system after the introduction of a preventive scheme against corporate reorganization.