

い とう よし ひろ
伊 藤 吉 洋

学位の種類 博士（法学）
学位記番号 法博第91号
学位授与年月日 平成22年3月25日
学位授与の要件 学位規則第4条第1項該当
研究科・専攻 東北大学大学院法学研究科（博士課程後期3年の課程）
法政理論研究専攻
学位論文題目 手続的側面を重視した少数株主締め出し規制
論文審査委員 （主査）
教授 吉原 和志 准教授 松井 智予 准教授 森田 果

論文内容の要旨

本論文は、組織再編等によって支配株主が少数株主を締め出す行為（締め出し取引）について、少数株主が利用する事後的な救済措置において手続的側面を重視した運用を行うべきことを提案するとともに、当該手続の細部を明らかにすることを目的としている。

〔第一章 序論〕

第一章では、締め出し取引に関するわが国の問題状況と有るべき方向についての筆者の基本的な考え方がおおよそ以下のように提示している。

締め出し取引は、取引当事者だけではなく、社会全体にとっても有益なものとなりうるが、その一方で、支配株主によって一方的に対象会社の本質的価値よりも低い対価が決定される可能性があること等を懸念した投資家が株式会社に投資すること自体を抑制するという状況をも作り出しかねない。しかし、そのような状況を生じさせないためにも、事後的な救済措置（組織再編の効力を争う訴え、株式買取請求、損害賠償請求等）が、締め出し取引について不満のある少数株主にとって実効的なものであることが必要なのであるが、裁判結果の予測不可能性等の問題があり、そうなってはいないのが現状である。他方で、同じく予測不可能性の問題等が生じることから、支配株主も締め出し取引を実施することを躊躇しかねない状況にある。それらの問題を解決するためには、裁判結果の予測等がある程度可能となるように、事後的な救済措置について手続的側面を重視した運用を行うことが必要である。どのような手続を順守するよう要求すべきかを考えるにあたって、締め出し取引の実施と投資家の投資意欲との促進という上述した観点 が重視されるべきである。

〔第二章 アメリカ法〕

第二章では、手続的側面を重視した締め出し取引規制をめぐる議論が活発に行われているアメリカ法の判例および学説を紹介・検討している。

支配株主が少数株主を締め出す主要な手法には、制定法上の合併による場合(合併締め出し)と公開買付と略式合併を組み合わせる場合(公開買付締め出し)がある。これら2の方法は、機能的には等しいはずであるが、デラウェア州判例法上は異なって取り扱われていた(合併締め出しは完全な公正性の基準による審査を受けるのに対し、公開買付締め出しは完全な公正性の基準による審査を免れる)ことが確認される。

このような審査基準の不整合の問題を最初に取り扱ったのがピュア事件(In re Pure Resources, Inc.)であった。同事件は、公開買付締め出しはそれが強圧的でない限り完全な公正性の基準に服さないとし、強圧的でないといえるための要件として、少数株主の過半数の賛成を公開買付の撤回不可能な条件とすること等を掲げるなど、手続的側面を重視した締め出し取引規制の1つのあり方を提示したものであり、同事件の判旨を詳細に紹介している。

その後、ピュア事件が順守するよう要求した手続では不十分であるとして、学説およびその後の判例によって新たな手続が提唱されている。合併締め出しか公開買付締め出しかを区別せず、完全な公正性の基準による審査の可能性を背景にしながらも、特別委員会の承認や少数株主の過半数の賛成の条件等といった手続的側面を重視した解決策により、締め出し取引の規制を行おうとする見解として、特にサブラマニアン(Subramanian)の見解やギルソン等(Gilson & Gordon)の見解等を詳しく紹介・検討している。

次いで、以上の見解に対し、いわば議論の座標軸の両極にある見解として、完全な公正性の基準の不適用を主張するプリチャード(Pritchard)の見解と完全な公正性の基準の排他的適用を主張するステベルマン(Stevelman)の見解を紹介・検討している。

最後に、以上の議論では明示的には取り扱われていないが、重要な問題として、締め出し取引に際して、支配株主または対象会社取締役会がどのような情報を開示することを義務付けられるのか、情報開示との関係で特別委員会がどのような役割を担うのか、少数株主の過半数の賛成の条件を要求することは、少数株主にいわば拒否権を与えることに等しく、支配株主による締め出し取引の実施が阻害されてしまうことにならないかといった問題を検討している。

アメリカにおける当該情報開示規制の状況等をも考え合わせると、ピュア事件とその後の新たな見解は、事後の効率性と事前の効率性という観点からみて、非常に合理的な提案をしているというのが筆者の評価である。

[第三章 日本法への示唆と検討]

第三章では、第二章のアメリカ法の紹介・検討を踏まえ、わが国とアメリカとの社会的状況や法的状況の差異に留意しながら、わが国の締め出し取引において順守するよう要求されるべき具体的な手続として、以下の手続を提案している。

①対象会社取締役会は、特別委員会を設立し、締め出し取引の対価について支配株主と交渉する権限および少数株主に当該取引の対価について意見表明をする権限を付与しなければならない。②支配株主は、自身が作成した締め出し取引後の事業計画書等および当該取引の対価に関する留保価格を、特別委員会または少数株主に対して情報開示する必要はない。ただし、対象会社取締役会は、自身が作成している当該事業計画書等を少なくとも特別委員会に

対しては情報開示しなければならないし、対象会社についてデューデリジェンスを行う権限を特別委員会に付与しなければならない。③対象会社取締役会はフェアネスオピニオン等を作成する投資銀行を雇用または指名する権限を特別委員会に与えなければならない。④特別委員会は、対象会社株式の現在の市場価格に完全に依拠することなく、当該株式の本質的価値を算定する作業を投資銀行の協力を得て行わなければならない。⑤特別委員会を超えている場合にだけ、当該取引に賛同するべきという意見表明を行わなければならない。⑥対象会社取締役会は、特別委員会が意見表明に際して依拠したフェアネスオピニオン等の詳細な要約および特別委員会と支配株主との間の交渉状況等の詳細を、少数株主に対して情報開示しなければならない。⑦支配株主は、締め出し取引について事前に、少数株主のうちの過半数の賛同があることが必要であるという条件を付さなければならない。また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑧また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑨また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑩また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑪また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑫また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑬また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑭また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑮また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑯また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑰また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑱また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑲また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。⑳また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉑また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉒また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉓また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉔また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉕また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉖また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉗また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉘また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉙また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉚また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉛また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉜また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉝また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉞また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㉟また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊱また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊲また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊳また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊴また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊵また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊶また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊷また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊸また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊹また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊺また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊻また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊼また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊽また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊾また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。㊿また、賛同した少数株主数を算定するにあたっては、一部の少数株主を排除しなければならない。

以上の手続を順守しなかった場合には、買取請求権にかかる公正な価格の算定等、事後的な救済措置の解釈や運用において、裁判所は、少数株主に有利な取り扱いを行うべきである。

論文審査結果の要旨

平成17年制定の会社法によって組織再編の対価が柔軟化され、また全部取得条項付種類株式の制度が創設されたことにより、株主総会の多数決によって少数株主に金銭等を交付して会社から締め出すことが制度上可能になった。支配株主による少数株主の締め出しは、完全子会社化・非上場化による各種費用の節減等を通じた企業価値の増大をもたらしているが、支配株主（ないしその影響下にある対象会社の取締役会）と少数株主の間の利害対立・利益相反性、締め出し取引にともなう強圧性、支配株主と少数株主の間の情報の非対称性などといった要因から、少数株主が不当に低い対価しか受け取れないおそれがある。そこで、少数株主にどのような救済手段が与えられるべきか、少数株主に与えられるべき公正な価格をどのように算定すべきかが重要な問題となる。わが国でも、重要な裁判例が相次いで公表されるとともに、研究者や実務家の論稿が数多く発表されつつある。

本論文は、現在の会社法学において最も議論が盛んな主題の1つである締め出し取引の規制のあり方に取り組んだ意欲作である。この分野におけるデラウェア州の裁判例を紹介した先行研究は既に存在するし、手続的側面の重要性を強調した主張も既になされているが、本論文は、以下のような意義を有すると評価することができる。

第一に、本論文は、少数株主が享受してしかるべき公正な価格を保障しつつ、同時に企業価値を増大させるような締め出し取引を阻害しないようにするという視点に立ち、現在のわが国に

において少数株主に認められる救済は少数株主にとっても支配株主にとっても結果の予測が困難であると批判し、規制の枠組みとして、価格決定過程の客観性や透明性が担保されるような一定の手続を順守することを要求し、それらの手続が順守された場合にはその結果を尊重する（順守されない場合には事後的な救済措置の解釈や運用において裁判所が一定のサンクションを下す）ことにより、支配株主と少数株主のいずれにとっても予測可能性を高めることが望ましいという基本的な考え方を提示する。少数株主に公正な価格が保障されるべきだといっても、ただ少数株主に株式買取請求権等を与えるだけでは、実効的な救済の実現は期待できないのであって、本論文のように、一定の手続を順守するよう要求することが、当事者の予測可能性を高めることを通じて、少数株主の公正な取扱いを確保するとともに望ましい投資を促進することにもつながるとい主張には、十分に説得力があるように思われる。

第二に、締め出し取引の手続面を重視し、公正な手続により株主の利益を配慮すべきことは、経済産業省「企業価値の向上および公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」などでも指摘されてきたことであるが、本論文は、要求されるべき手続について、アメリカにおける経験や議論を丹念に紹介・分析した上で、各手続が有する機能や各手続の相互補完的な関係性等を意識しながら、細部まで明確にして、わが国への具体的な提案を行っていることである。たとえば、特別委員会の設置について、本論文は、特別委員会にどのような役割・権限を付与すべきなのか、情報開示規制や少数株主の判断の手続との関係で特別委員会がどのような役割を担うべきなのか、特別委員会の構成をどのように考えるべきなのかといった制度設計の細部まで、綿密な考察を行っている。本論文は、締め出し取引において要求されるべき手続の構築に向けて、明確な標準を示したものであることができる。

ただ、本論文はいくつか欠点や課題を残している。第一に、先行研究にはいささか表面的ないし不正確な部分があるという認識から、アメリカ法の議論をできるかぎり正確かつ丁寧に紹介しようとするあまりのことではあろうが、第二章では、依拠した判例や文献の引用・要約が長過ぎて冗長に感じられる部分があり、また、直訳調・翻訳調で日本語としてこなれていない部分がまま見受けられることである。第二に、日本法への示唆を得るにあたり、アメリカと日本とでは社会的状況や法的状況に差異があることは本論文も意識して慎重に議論を進めているが、本論文の検討が十分であるかどうか、なお疑問がないとはいえないことである。たとえば、少数株主の過半数の賛成を締め出し取引の条件とすることに関して、アメリカでは、その株式所有の分布状況から、少数株主の大半が機関投資家であることが前提とされ、機関投資家の判断能力に期待するところが大きいと思われるのに対し、わが国では、アメリカほど機関投資家の株式保有割合は高くなく、また株式の持合いを進めている会社も少なくないことから、少数株主の過半数の賛成を要求することがどれだけ有効に機能しうるのか、より掘り下げた検討が必要であろう。また、本論文は、裁判所による事後的な救済措置の解釈や運用を通じて、その提案する手続の順守を実現させていくことを考えているようであるが、アメリカとは異なりそのような手続がまだ実務慣行として浸透していないわが国では、法令、実務上の指針、証券取引所の規則等による積極的な裏付けがある程度必要なのではないかとも思われる。

しかし、これらの事項は本論文の価値を大きく損なうものではない。むしろ、数え切れないほどの文献が現在進行形で蓄積しつつある主題について、限られた年限で、日米の議論を丹念に整理・分析し、具体的・実践的な提案に結実させ、理論・実務の両面において従来の議論を大きく進展させたことは、高く評価されてよいし、筆者の研究者としての能力の可能性を示しているといつてよいであろう。

以上により、本論文は、博士(法学)の学位を授与される水準に十分達しているものと認められる。