

令和元年6月21日現在

機関番号：32689

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2015～2018

課題番号：15K03229

研究課題名（和文）株式会社法における少数株主の締め出し制度 - ドイツ法との比較

研究課題名（英文）Squeeze out of minority shareholders in the corporation law

研究代表者

福島 洋尚（Fukushima, Hironao）

早稲田大学・法学大学院（法務研究科・法務教育研究センター）・教授

研究者番号：70267962

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は株式会社法における少数株主の締め出しを対象とするものであり、平成17年の会社法制定以来、MBO取引や非公開化取引において、裁判を通じた多くの紛争例が現れているものである。本研究はわが国と締め出しの手法が複数存在するドイツを比較法の対象としつつ、平成26年会社法改正により新設された制度の運用や同改正により締め出しの手法として考えられるようになった制度を利用することの許容性、さらには公正な対価が与えられたといえるための手続がどのようなものであるべきかについて検討を行い、一定の成果を得たものである。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の研究成果は、近時の会社法改正によって整備されたとされる少数株主の締め出しに関する問題につき、一部について解釈論上の問題を提起しており、締め出し関連の法制度に関する解釈について一定の議論の材料を提示するものとして、学術的意義があるものと思われる。また、MBO取引や非公開化取引では、最終的に少数株主の締め出しが行われるが、そこで求められる公正な手続とは何かについて、一定の議論の材料を提示するものとして、実務的・社会的にも意義があるものと思われる。

研究成果の概要（英文）：This research is aimed at squeeze out of minority shareholders in the corporation law. Since the enactment of the company law in 2005, there have been many cases of disputes through trials in MBO transactions and going private transactions. In this research, the German law, which has multiple squeeze-out methods as in Japan, is the subject of comparison. In this research, the 2014 revision of the company law examined whether it was acceptable to use a system that could be regarded as a squeezing method, and what procedures could be evaluated as having received fair compensation, and obtained certain conclusions .

研究分野：社会科学

キーワード：会社法 キャッシュ・アウト 少数株主 ドイツ会社法

1. 研究開始当初の背景

研究開始当時、MBO 取引や非公開化取引において少数株主を締め出す手段として広く用いられている全部取得条項付種類株式の制度は、平成 17 年会社法制定に際し、もともとは会社が債務超過の場合などに法的な倒産手続によらずに、いわゆる 100 パーセント減資を行う場合なども正当な理由がある場合を想定して制度化されたものであるが、立法過程において債務超過の要件が不要となり、株式の有償取得も可能とされ、立法過程においては想定されていなかった少数株主の締め出しのための手段として利用されるに至った。これに伴い、平成 17 年会社法施行後は、締め出しの条件をめぐる紛争例として、価格決定申立事例が多く現れ、当時においても、締め出しの効力そのものを株主総会決議取消しの訴えで争う事例や、事後的な損害賠償請求訴訟を通じて関与した取締役等の責任を追及する事例など、紛争の類型も多様化している状況にある。また、これらの紛争例を通じて、締め出された株主の原告適格の問題や、価格決定申立ての権利を行使する際の、個別株主通知の要否の問題など、立法の段階では想定されていなかった問題にも直面していた。

また、研究開始当初にその内容が確定し、施行が待たれていた平成 26 年会社法改正は、これまで実務に定着した全部取得条項付種類株式を用いた締め出しの手法を残しつつ、新たなキャッシュ・アウトの制度として、特別支配株主による株式等売渡請求の制度を創設した。この制度においては、実行することのできる特別支配株主として 10 分の 9 の保有を要求するが、従来とは異なり、株主総会の決議を不要とするなど、一面では会社側、買収社側の負担を軽減する措置が取られている。他面では、差止請求、価格決定申立、無効の訴えの制度を設けるなど、新たなキャッシュ・アウト制度を用いた場合に、これまでとは異なった類型での紛争例が出現する可能性が存在していた。また、平成 26 年会社法改正は、これまでの全部取得条項付種類株式の取得につき、差止制度を設け、加えて、これまで少数株主の締め出しの手段としては用いられてこなかった株式併合の制度について、株式買取請求権の制度、差止制度を設けたため、株式併合が全部取得条項付種類株式と並んで締め出しの手法として利用される可能性が生じてきていた。

2. 研究の目的

本研究の目的は、大きく 2 点である。まず、我が国において、平成 26 年会社法改正が施行される直前の時点において、少数株主の締め出しをめぐる会社法上の問題を理論的に整理し、具体的な紛争例を類型化した上、基礎的な考察を行うことである。少数株主の締め出しが行われる場合に、締め出される株主には、大きく、(1)公正な価格を下回る対価で締め出しを強制される可能性と、(2) 締め出しを望まないのにこれを強制される可能性、の二つがあるが、(1)については、価格決定申立ての事例、株式買取請求の事例など、締め出しの対価をめぐる紛争類型と、事後的な損害賠償責任の追及という紛争類型があり、それぞれに一定の裁判例の蓄積が認められる。(2)については、締め出しを承認する株主総会決議の効力を争う紛争類型がいくつか存在し、今般の会社法改正により立法的な解決を見た締め出された株主の原告適格の問題に加え、決議の効力に影響を与え得る総会決議の瑕疵をどのように考えるのかといった問題が具体的な事例において争われるに至っており、具体的な紛争例の検討を通じて、問題を類型化が必要であると考えられた。

もう一つは、平成 26 年会社法改正による、少数株主の締め出しのための手段の多様化の問題、さらには、制度が併存する中での制度間比較、制度間調整の問題である。平成 26 年会社法改正は、これまで少数株主の締め出しの手段としては用いられていなかった株式併合について、直接的に締め出しの手段とし得る改正を加えた。具体的には、株式併合について株式買取請求権を認めたほか、差止制度を設けたため、これまで締め出しの対価のみに不満を持つ株主(既述したところでいえば、(1)の不利益のみを問題とする株主)を決議の効力を争う方向に向かわせず、対価の水準を争うことに向かわせることができるようになったことから、直接的に締め出しの手段として使われることが考えられるのである。加えて、平成 26 年会社法改正で加わった特別支配株主による株式等売渡請求も、その実行のための持株要件は 10 分の 9 と高いものの、締め出しそのものを目的とする制度として新設された。平成 26 年会社法改正施行後は、基本的に 3 つの締め出しのための制度が併存する状態におかれることになる。これらの複数の制度が存在する中では、制度の利用やその結果生じる紛争の解決に極端な違いが生じることは避けなければならない。そのためには、一定の制度間の比較や制度間の調整の問題を考察することが必要であると考えられる。

3. 研究の方法

第一に、我が国における少数株主の締め出しの問題につき、締め出しの許容性の基礎を上場会社・非上場会社を軸として理論的に整理をする。その上で問題となる紛争例を典型的に整理した上、理論的な検討を加える。第二に、そのような体系的・理論的な整理に対する平成 26 年会社法改正の影響を検討し、締め出しのための制度がどのように併存し得るのかを検討する。第三に、以上の比較法研究をなし得る土台を形成した上で、ドイツにおける株式会社法(株式法)上の締め出し制度と、資本市場法(企業買収法)上の締め出し制度をそれぞれ検討し、制度間の

比較を行った上、両制度をめぐる問題を取り上げ、制度の併存に伴う問題について、どのような議論・対処がとられているのかを検証する。検証を踏まえて、日本における締め出し制度の併存につき、どのような運用、解釈がとられるべきかについての示唆を得ることとする。

4. 研究成果

(1)平成 26 年会社法改正により締め出しの手法として位置付けられるようになった株式併合につき、改正前後の議論および株式併合制度のこれまでの沿革と併せて検討を行った。会社法制定後今回の会社法改正までの間、キャッシュ・アウトの手法として実務上定着したのは全部取得条項付種類株式の利用であり、株式併合が選択されてこなかったのは、対価の水準を争うための対策が用意されていないため、キャッシュ・アウトそのものの効力が争われることが想定され、その利用はリスクが高いと認識されていたためであると考えられる。端数を生じる反対株主の株式買取請求権が認められた改正後においては、そのようなリスクが軽減されるため、株式併合は現実的な選択肢となりうる。また、全部取得条項付種類株式と株式併合の平仄が合わされることになると、近時の裁判例が示す問題は、全部取得条項付種類株式の利用を回避して株式併合を利用する方向へと向かわせることが考えられる。

改正過程を振り返ると、キャッシュ・アウトについての株式併合の利用は、制度の目的外使用であると認識されていたものの、かかる目的外使用がなされた場合であっても、少数株主の救済が図られるよう手当てするというものであり、当時におけるキャッシュ・アウトに関する規律を変更するものである。

平成 26 年会社法改正における株式併合に関する改正事項は、全部取得条項付種類株式を利用して行われるキャッシュ・アウトに対して指摘されていた問題点を、株式併合がキャッシュ・アウトに利用された場合に置き換えたものである。もっとも、効力を争う方法と効力を争うことのできる期間など、他のキャッシュ・アウト手法との平仄が合っていない部分もなお存在しており、株式併合をキャッシュ・アウトの手法として利用することは、なお制度の目的外使用と位置づけられるべきであるとの結論に至った。

株式併合によるキャッシュ・アウトがなされる場合、決議の効力を争う訴えにおいて、目的の不当性が問題となりうるが、もともと株式併合が法定された場合にのみ許されていた頃においても、平成 13 年 6 月改正による株式併合に関する改正が行われた際にも、株式併合によりキャッシュ・アウトが生じる場合の多数決濫用の問題は指摘されており、平成 13 年 6 月改正商法による株式併合に関する規制の改正は少数株主保護の問題が質的に変化するわけではないことを前提としていたはずである。そして、会社法の制定時にもその問題についての理解は維持、踏襲されていたものと考えられる。会社法制定後の全部取得条項付種類株式の利用によるキャッシュ・アウトの効力が争われた裁判例の判示は、全部取得条項付種類株式制度の導入が、会社法により、公正な対価をもって少数株主を締め出すことを制度的に予定しているとするものであるが、平成 26 年会社法改正により導入された特別支配株主の株式等売渡請求の制度の創設との位置づけを併せて検討した場合であっても、そのような理解は直ちに導かれるものとはいえないと考えられる。

(2)平成 26 年会社法改正により、締め出しのための制度として新設された、特別支配株主による株式等売渡請求制度について検討を行った。同制度は、特に対象会社の承認を要求する制度設計をしたことで、取締役の善管注意義務の内容に変容をもたらすものであり、理論的には今後なお検討されるべき点はあるものの、キャッシュ・アウトの場面において取締役に少数株主の利益擁護者としての役割を担わせることには一定の評価が与えられるべきものと考えられる。もっとも、売渡請求の撤回の場面など判断が困難な場合も想定され、取締役が第三者責任を負う可能性があることのみでは制度の適正な運用が担保しきれない部分があるものと思われる。取締役(会)が、特別支配株主が対価を支払えなくなった場合に撤回の承諾を与えることは、売渡請求の承認を与えるか否かの決定に際して対価の交付の見込みの確認が適切でなかったことを疑わせることになり、特別支配株主の想定を超える数量の売渡株式について価格決定の申立てがされた場合に撤回の承諾を与えることは、売渡請求の承認を与えるか否かの決定に際して対価の相当性の判断が適切でなかったことを疑わせることになるとと思われる。厳密に言えば、特別支配株主が提示した対価が相当であるか否かの判断と、売渡株主の多数が当該対価を相当であるかという判断(すなわち、取締役(会)から見て、提示された対価が売渡株主にとって説得的であるかという判断)は異なり得る。そのため、特別支配株主の想定を超える数量の売渡株式について価格決定の申立てがされた場合には撤回の承諾を与え得るとの解釈が採られるのであれば、取締役(会)には、売渡請求の承諾を与えるか否かの決定をする段階で、対価の相当性の判断には、提示された対価が売渡株主にとって説得的であるか、という点も含めて判断がなされなければならないとの結論に至った。

また、同制度はその施行後、活発に利用がされているが、特別支配株主による株式等売渡請求にかかる対象会社の公告後に売渡株式を取得した者による売買価格決定申立ての可否が問題となった最高裁の判断が現れており(最決平成 29・8・30 民集 71 巻 6 号 10)、これについても検討を行った。同決定が他のキャッシュ・アウト手段との平仄を意識しているであろうこと、そして、その根拠と推察されるのが、主として会社法制定前の株式買取請求権に関する議論で

あることが推察されるが、同決定の結論を導く基礎がそのようなものであるにもかかわらず、株式買取請求権が不当な条件での組織再編を抑止する機能を有することからは、特別支配株主の株式等売渡請求制度における価格決定申立権についても、同様に不当な条件での売渡請求によるキャッシュ・アウトを抑止する機能を検討すべきであるが、同決定はこれらの点について触れていない。不当な条件、すなわち対価が低廉なキャッシュ・アウトについて、売渡株式取得の差止請求(会社 179 条の 7)、売渡株式の取得の無効の訴えにより、これを争う手段は用意されており、これをよって不当な条件での売渡請求の抑止を期待することもできようが、保有分の少ない零細な株主には、いずれの措置も費用や時間に見合ったものとはなりにくく、価格決定申立てについても保有分の少ない株主にとっては同様のことがいえる。保有分の少ない株主が価格決定申立てを費用や時間に見合ったものにするために、通知または公告後に株式を買い増し、保有分と合わせて価格決定申立てをすることは認められるべきであろう。また、これを認めるのであれば、キャッシュ・アウトの対価が公正な価格に比して低廉であると判断する投資家が、通知または公告後に、そのような株主たちから株式を買い集めて価格決定申立てをすることを認めることで、個別の事例についての問題としてではなく、長期的に対価が低廉に設定されることを抑止する機能を期待することができると考えられる。これに対して、本決定が価格決定申立てができる株主の範囲を通知または公告時の株主に制限する根拠は通知または公告後の譲受人に保護を与える必要はないというもののみであり、積極的な理由は見当たらない。これまで検討した通り、価格決定申立ができる売渡株主を制限的に解する本決定の結論には問題があり、正当性を見出すことができないとの結論に至った。

(3) 公正な対価が与えられたといえるための手続がどのようなものであるべきかについて、特に二段階買取の手法で少数株主が締め出しが行われる場面を念頭において、検討を行った。この問題についての判断基準を示す JCOM 事件最高裁決定(最決平成 28・7・1 民集 70 巻 6 号 1445 頁)は、多数株主による二段階買取の場面においても、手続的公正性をもって対価の公正性に代替するとの、テクモ事件最高裁決定(最決平成 24・2・29 民集 66 巻 3 号 17 頁)が示した立場を受け継いだものと評価されるが、JCOM 事件最高裁決定において示される手続の公正性を審査するための基準や具体的内容、すなわち、「多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置」(利益相反回避措置)、ないし「一般に公正と認められる手続」の内容は、は法廷意見からは必ずしも明らかでない。適切な情報開示、第三者機関の株式評価を踏まえること、さらには合理的根拠に基づく交渉を経ることなどは、独立当事者間での手続的公正性を示すテクモ事件最高裁決定の基準においても求められているものと思われ、JCOM 事件最高裁決定において示される「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど」の手続が、形式のみを整えたもので足りると受け止められるなど例示の解釈・運用次第では、テクモの事件最高裁決定の示す独立当事者間で求められる基準と変わらなくなってしまう可能性がある。そこで本研究では、JCOM 事件を含む前後 3 つの裁判例で取り上げられた手続の公正性を認めた要素に着目し、そのうち、特に MOM ないし MOM 条項、第三者委員会の設置を、利益相反回避措置として有効性が認められる措置として取り上げて、独立当事者間の基準からの延長線に位置付ける試みを行った。

本研究では、多数株主が存在する場合の二段階買取における利益相反回避措置につき、テクモ事件最高裁決定の示す独立当事者間の手続の公正さを担保する要素としての、株主総会による承認に代替するものとして MOM 条項(いわゆる Majority of Minority-以下、単に少数株主の多数を指すときは「MOM」と、公開買付けの成立要件(下限)として設定される条件を指すときは「MOM 条項」という)を位置づけ、「それぞれの会社において忠実義務を負う取締役が当該会社及びその株主の利益にかなう計画を作成することが期待できる」状況を多数株主が存在する場合には期待できないため、第三者委員会の設置、機能をそれに代替するものとして位置付けた上で検討を進め、MOM 条項の設定については、株主総会による承認に代替するものとして位置付ける場合には、株主総会での特別決議に相当するものとして、少数株主の 3 分の 2 の賛成が求められることになるが、多数株主の保有比率がもともと高い場合には、比較的少数の株主が取引の成否について拒否権を有することになる可能性がある。少数株主の過半数の応募を求めることは、株主総会での普通決議に相当するものとなるが、それでも株主総会での承認の代替とはいえるであろう。

また、社外取締役など取締役としての地位を有する者を除き、外部からの委員が登用される場合、当該各委員は会社に対して忠実義務を負っているわけではない。そのため、第三者委員会に、独立当事者間取引における各会社の取締役のような役割を求め、会社・株主の利益にかなう条件を引き出すことは、当然には期待することができないのかもしれない。それでも、多数株主によって選任され、支配下にある対象会社取締役との対比、ないしは対象会社取締役に對して、第三者委員会が独立した立場で監視・参画することで、会社および株主の利益にかなう条件を引き出すことは期待できる。多数株主の保有比率が高く、利益相反状況が深刻な場合には、第三者委員会独自の財務アドバイザーの選任権限や、買収者たる多数株主との交渉権限を付与することで、より実効性を期待することができると考えられる。MOM 条項の設定も、第三者委員会の設置・機能も、独立当事者間での手続に期待される役割に完全に取って代わることができるわけではないと思われるものの、手続的公正性をもって対価の公正性に代替する以上、独立当事者間に比肩する手続が求められるべきであるとの結論に至った。

(4)なお、締め出しに関する複数の制度間の均衡、調整については、個々の制度に関しての議論から一定のバランスを図る解釈を提示しているが、ドイツ法との比較において、立法論も含めた調整についての提言を検討しており、今回の成果報告書に記載するには時間が十分でなかったが、近い将来に本研究の延長としての成果を公表していくこととしたい。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 3 件)

福島 洋尚 「二段階買収による完全子会社化と手続の公正性」尾崎安央ほか編『公開会社法と資本市場の法理』(商事法務) 査読なし 2019年 549-575

福島 洋尚 「特別支配株主による株式等売渡請求にかかる対象会社の公告後に売渡株式を取得した者による売買価格決定申立ての可否」判例評論 717号 査読なし 2018年 159-165

福島 洋尚 「株式併合によるキャッシュ・アウト」上村達男ほか編『企業法の現代的課題』(成文堂)所収 査読なし 2015年 475-494

〔学会発表〕(計 2 件)

福島 洋尚 「株式併合によるキャッシュ・アウトと株主平等原則」商法研究会(早稲田大学)、2018年12月20日

福島 洋尚 「公開買付後のキャッシュ・アウトで株式の取得価格が公開買付価格と同額とされた事例」商法研究会(早稲田大学)、2017年11月9日

〔図書〕(計 0 件)

〔産業財産権〕

出願状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年：
国内外の別：

取得状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年：
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1)研究分担者

研究分担者氏名：

ローマ字氏名：

所属研究機関名：

部局名：

職名：

研究者番号（8桁）：

(2)研究協力者

研究協力者氏名：

ローマ字氏名：

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。