

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

令和 2 年 7 月 3 日現在

機関番号：13601  
研究種目：若手研究(B)  
研究期間：2017～2019  
課題番号：17K13646  
研究課題名（和文）支配株主による締出しの場面における少数株主の役割

研究課題名（英文）The Role of Minority Shareholders in Freezeout

研究代表者  
寺前 慎太郎（TERAMAE, Shintaro）  
信州大学・学術研究院社会科学系・講師

研究者番号：00756471  
交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、上場会社を対象会社とする少数株主の締出しの場面を念頭において、対象会社の少数株主による事前の規律づけについて検討するものである。本研究の検討は、アメリカ・デラウェア州法などを対象とした比較法研究の手法を用いて行った。その主な成果としては、少数株主による「自衛」に対する期待や、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件の役割・重要性を指摘したことがあげられる。

## 研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究で得られた成果により、少数株主の締出しの場面で重要な検討課題となっていた、公正な手続（判例の表現でいえば「一般に公正と認められる手続」）の内容をより明確にすることができたと考える。このような公正な手続の明確化は、社会全体にとって望ましい締出しの促進につながり、この点に大きな社会的意義が認められる。

研究成果の概要（英文）：In this research, I study the role of minority shareholders in freezeouts by analyzing the cases and articles in Japan, the United States, and so on. As a result, I find out the function of majority-of-minority conditions and emphasize the significance in Japan.

研究分野：民事法学

キーワード：会社法 企業買収・組織再編 少数株主の締出し

## 様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

(1) 本研究は、いわゆる少数株主の締出しの場面を念頭において、対象会社の少数株主による事前の規律づけのあり方を探求するものである。少数株主の締出しは、対象会社が上場会社であるかを問わず、実施されるものであるが、本研究では、対象会社が上場会社である場合だけを前提としている。このように研究対象を限定したのは、わが国には、上場子会社が数多く存在しているため、締出しの場面で少数株主にどのような救済手段が用意されているか、そして、そのような救済手段にどの程度の実効性があるか、ということが資本市場の信頼に関わる重要な問題となりうる、と考えたことによる。

(2) 本研究を開始したころ、わが国では、上場会社の収益性向上が重要な政策課題の1つとなった。このような状況を受けて、社外取締役を中核とするコーポレート・ガバナンスのあり方などの「平時」に関する議論は急速に蓄積されていった一方で、組織再編や企業買収といった「有事」に関する議論は十分とはいえない状況にあった。特に、上場子会社の完全子会社化やマネジメント・バイアウト(MBO)の場面(以下、これらの場面をまとめて「締出し」という)では、買収者が対象会社の取締役会と株主総会の両方を支配できることから、少数株主が利用できる救済手段に関わらず、締出しの条件の公正さが決定的な争点となるが、この点に関する議論をさらに深める必要があった。

締出しの条件の公正さに関する議論は、会社法制定当初から活発に行われており、締出しに伴う利益相反性を一定の措置(いわゆる利益相反回避措置)によって緩和・軽減し、独立当事者間で行われる買収に匹敵する状況が確保されていれば、当事者間での交渉結果を尊重すべきである、という見解が本研究を開始する前から学界の通説的な地位にあった。そして、最決平成28年7月1日民集70巻6号1445頁(以下、「平成28年最決」という)が、公開買付けと全部取得条項付種類株式制度を組み合わせた締出しの事案で、この見解と整合的な判断を示し、その後は、同決定で判示された「一般に公正と認められる手続」の内容が重要な検討課題となった。

(3) 当時の判例・裁判例や学説には、この「一般に公正と認められる手続」として、特別委員会だけに大きな期待が向けられている傾向がみられた。特別委員会とは、社外取締役をはじめとする一定の独立性と専門性を備えた者から構成される会議体のことであり、理論的には、独立当事者間で行われる買収の場面で対象会社の取締役会が果たす役割を代わりに引き受けることが期待される。もっとも、国内外の有力な学説によれば、独立当事者間で行われる買収で条件の公正さは、対象会社の取締役会と株主総会(公開買付けに関わる場合には、それに応募するかどうかを判断する過程)で行われる2段階の審査を通じて確保されるといわれており、このような仕組みを基礎として締出しの公正さに関する問題を考えるのであれば、対象会社の株主総会に相当する措置の活用も同時に検討されなければならないはずである。しかしながら、当時の議論では、そのような措置に注目が集まることはなかった。

### 2. 研究の目的

本研究は、前記のような議論状況を背景として、締出しの場面で少数株主が果たす役割を検討するものである。このような検討により、事後的な救済手段に依存することなく、少数株主の締出しを規律する方法の可能性と限界を示すことを目的とするものであった。

### 3. 研究の方法

2に記載した目的を果たすため、本研究では、比較法研究の手法を用いて研究を進めた。より具体的には、公開買付けの場面と株主総会での議決権行使の場面を区別したうえで、それぞれの場面に適切な比較法の対象国を設定し、関連する判例や学術論文の調査・分析を行うことを予定していた。そして、このような比較法研究とともに、必要に応じて、わが国の議論状況の整理も行った。

### 4. 研究成果

本研究の成果として、主に、以下の3点があげられる。なお、当初の研究計画では、前記のとおり、ドイツ法やイギリス法から得られた示唆をもとに、わが国の公開買付け規制の検討を行う予定であったが、この点については、研究を進める過程で重要度が相対的に低下したことから、今後の検討課題とすることにした。

#### (1) 対象会社が上場会社である締出しの場面での少数株主の救済

本研究の開始当初、前記の平成28年最決に関する判例評釈が多数公表されたことに伴い、わが国では、少数株主の締出しに関する議論が新たな局面を迎えていた。その過程で、従来の議論ではさほど注目されることがなかった点が新たに論点となり、本研究の前提となる議論状況をあらためて整理しておく必要があると考えた。そこで、当初予定していた比較法研究を本格的に開始する前に、研究代表者がそれまでに行っていた研究の成果を再度検討し、締出しの場面での少数株主の救済に関する方針を確認することにした。

わが国で通説的な地位にある学説は、アメリカ・デラウェア州の判例法理の影響を大きく受けている。支配株主による締出しに関する同州の判例法理によれば、締出しがどのような手法で実

施されるかを問わず、複数の独立取締役で構成される特別委員会による承認と、少数株主の過半数による承認の両方があれば、経営判断原則が適用され、締出しの条件の公正さが裁判所によって厳しく審査されることはない。もっとも、同州でこのような判例法理が確立されたのは、2010年代に入ってからであり、それ以前には、締出しの方法が合併であるか、公開買付けと略式合併の組み合わせであるかによって、審査基準の厳しさに大きな差が生じているようになっていた。本研究開始前に研究代表者が行った研究により、このような判例法理の変遷には、企業買収に対するクラス・アクションの脅威と、特別委員会や少数株主の過半数による承認といった利益相反回避措置に対する裁判所の信頼という2つの要素が影響していることが明らかになっていった。そして、これらの要素は、わが国に存在しているとはいえないことから、わが国で同州の判例法理と同じ手法を単純に採用すると、少数株主の保護の水準が相対的に低くなってしまおうおそれがあると考えられるところであった。

そこで、本研究では、手続規制を強化することによって、このような懸念を克服できないか、ということを検討した。より具体的には、本研究開始前に実施していたドイツの株式法に関する研究をもとに、(A) 締出しの手法に関わらず、持株要件を一律に総株主の議決権の90%以上とすることや、(B) 専門家の意見を取得し、それを開示することを会社法で義務づけることを、わが国でも採用できないかということを検討課題とした。

もっとも、いずれの方法についても、運用にまで目を向けると、ドイツ法のもとですら、少数株主の保護につながっているかは明らかではない。また、(A)の方法は、締出しの拒否権を認める株主の範囲を拡大することを意味しており、少数株主の保護が過剰になりかねない。そして、現在のわが国の開示制度を踏まえると、(B)の方法により、少数株主が追加的な便益を獲得できるとは思えない。これらの点からすれば、デラウェア州の判例法理をもとにした研究によって生じた懸念を手続規制の強化によって克服することには、相当な困難が伴う、と考えられる。

以上のことからすれば、締出しの場面での少数株主の救済について、裁判所による事後的な介入や手続規制に期待できることはそれほど多くなく、少なくとも対象会社が上場会社である場合については、公開買付けへの応募や株主総会での議決権行使を通じて少数株主が「自衛」することに対して、これまで以上に期待してもよいのではないと思われる。このような少数株主の「自衛」に対する期待は、個別事案の妥当な解決や一般的な制度設計を考えるうえで無視されるべきではないだろう。

## (2) 二段階買収による締出しと「公正な価格」

平成28年最決が下されたことによって、株式買取請求権などが行使された場面での「公正な価格」に関するわが国の判例法理は充実し、このことは締出しの場面での少数株主の保護にもつながっている。しかしながら、そのような判例法理の射程が及ぶかどうかははっきりしない事案も、今なお存在する。その一例となるのが、東京地決平成30年1月29日金融・商事判例1537号30頁(以下、単に「本決定」という)である。なお、本決定については、東京高等裁判所に対する抗告と最高裁判所に対する許可抗告が申し立てられたものの、いずれも棄却され、本決定の判断は変更されていない(抗告審決定については、東京高決平成31年2月27日金融・商事判例1564号14頁を参照)。

本決定は、いわゆる二段階買収による経営統合の際に、対象会社の株主が会社法178条の8に基づいて売買価格決定の申立てを行った事案について、対象会社株式の売買価格を先行する公開買付けの買付価格と同額とする旨を判示した。本決定の事案に関しては、(ア) 当事会社間に特別の資本関係が存在していなかった、(イ) 経営統合の手法として、公開買付けと特別支配株主による株式等売渡請求の組み合わせが採用された、(ウ) 経営統合に伴い、対象会社から締め出される株主の中には、事後的に対象会社株式を再度取得する機会が用意されていたものが存在していた、(エ) 対象会社の株式は証券取引所に上場されていなかった、という4点が主な特徴として指摘でき、これらの特徴をすべて備えた事案は、それまでの判例で前提となっていなかった。それまでの判例を踏まえると、(ア)と(イ)のどちらを重視するかが判断の分かれ目になると考えられるところ、本決定は、(ア)の方を重視したと評価できる。というのも、規範を提示する際の本決定の言い回しが最決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁を基礎としていると評価できるからである。同決定は、独立当事者間での組織再編に関するものであったが、いずれ、平成28年最決とともに、その射程がどのような事案にまで及ぶのかを再検証することが理論的な課題となるように思われる。

また、前記の特徴のうち、本研究との関係で重要になるのは、(ウ)である。この特徴により、対象会社株主の中に再取得の機会が与えられたものとそうではないものが混在することになり、このような株主間の利害調整をどのような形で行うかが問われていた。本決定はこの点に言及しつつも、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件(以下、「MOM条件」という)を要求する旨の判断を下すことはなかった。このような本決定の判断には、本事案で生じていた利益相反の程度がMBOや完全子会社化の事例ほど深刻ではなかったことに加えて、株主間の利害調整が必要な場面でMOM条件が果たす役割・機能がわが国で十分に理解されていなかったことが影響していたと思われる。このような本決定の検討を通じて、(3)のMOM条件に関する研究の重要性をあらためて確認するに至った。

### (3) マジョリティ・オブ・マイノリティ条件に関する検討

マジョリティ・オブ・マイノリティ (MOM) 条件とは、一般に、締出しの一環として実施される公開買付けや株主総会で少数株主の過半数が応募・賛成することを締出しの効力発生要件とすることである。わが国の学説では、比較的早い時期から、MOM 条件を利益相反回避措置の 1 つとして認識されてきたが、実際に締出しの場面で MOM 条件が利用されることはほとんどなかった。しかしながら、2019 年 6 月に、経済産業省から『公正な M&A の在り方に関する指針 企業価値の向上と株主利益の確保に向けて』(以下、「M&A 指針」という) が公表され、その中で、MOM 条件について、ほかの利益相反回避措置 (M&A 指針では公正性担保措置) との関係性などが明らかにされたため、前記のような実務の状況は、近い将来大きく変化する可能性がある。もっとも、前記 1 でも指摘したように、学説でも、MOM 条件に関する議論が十分に蓄積されているとはいえない。そこで、本研究では、アメリカ・デラウェア州の判例法理から得られた示唆をもとに、MOM 条件の検討を行った。

デラウェア州では、支配株主による締出しに関する判例法理が変遷していく中で、MOM 条件を利用したことの効果にも変化が生じていた。まず、合併による締出しに関して 1990 年代前半までに確立された伝統的な判例法理のもとでは、MOM 条件の存在は、締出しの公正さに関する立証責任を少数株主から支配株主に転換させるだけにすぎなかった。もっとも、立証責任の転換という効果は、特別委員会を利用することによっても得られたため、伝統的な判例法理のもとでは、MOM 条件が積極的に利用されることはなかったと指摘されている。2000 年代になり、公開買付けによる締出しの事案に関する審査基準が発展していく中で、締出しの当事会社間での交渉結果を尊重するための要件として、MOM 条件が定められていることが求められるようになった。その後、学説での議論を踏まえて、支配株主による締出しに関する審査基準が統合され、現在の判例法理のもとでは、締出しの手法が合併であるか、公開買付けであるかを問わず、特別委員会による承認と MOM 条件が締出しの効力発生要件として事前に設定され、実際にそれらの条件が充足されていれば、その締出しには、経営判断原則が適用されることになった。そして、最近では、特別委員会による承認と MOM 条件の設定は、当事会社間での交渉が始まる前に行われなければならないことが、同州の最高裁判所によって明らかにされ、経営判断原則の適用に関する要件の緻密化が進んでいるといえる。なお、以上の動向とは別に、デラウェア州では、企業買収一般について、利害関係のない株主による承認の果たす役割が大きくなっている。

学説では、MOM 条件の評価が定まっているとはいえないようである。すなわち、比較的早い時期から、MOM 条件の役割として、対象会社の取締役会による提案の最終確認や疑似的なマーケット・チェックを行うことが指摘されており、このことに好意的な見解が主張されていた。先に確認した現在の判例法理の背景にも、このような見解の影響があることは否定できないと考えられる。その一方で、少数株主による機会主義的行動に対する懸念から、買収の阻害効果などの MOM 条件のネガティブな側面が強調されることもある。どちらの評価が正当といえるかを理論的に解明することは難しく、実証研究の成果が待たれるところであるが、ある研究によれば、2010 年以降の非公開化取引に限ってみれば、MOM 条件が少数株主の戦略的な行動を引き起こしているとはいえない、とのことである。他方で、同じ研究では、MOM 条件独自の便益の存在について疑問視されており、今後の議論状況を見守っていく必要がある。

以上のようなデラウェア州法をめぐる議論の状況は、わが国で M&A 指針の作成に向けて行われた議論とそこまで大きな違いはないと評価できる。ただし、デラウェア州の判例法理では、MOM 条件に好意的な見解が反映されているのに対して、わが国の M&A 指針では、MOM 条件によって生じる買収の阻害効果が重視され、MOM 条件がなくても、ほかの措置でその分を補うことによって、締出しの条件が公正であると判断される余地が残されており、この点は看過できない違いである。このような違いをどのように評価するかは非常に困難な問題であるが、独立当事者間での買収を基礎として締出しの公正さを判断するのであれば、M&A 指針も、MOM 条件を特別委員会と同等の「手続の公正性を確保する上での基点」として位置づけるべきであったと考える。

もっとも、M&A 指針の作成に向けた議論の中で、機関投資家の行動パターンが各国で異なっていることが指摘され、それが同指針の内容にも大きな影響を与えたといえる。そのため、今後は、国内外を問わず、また、締出しの場面であるかどうかを問わず、上場会社の株主として重要な地位にある機関投資家の行動パターンとその決定要素を掘り下げて分析・検討することが必要になると考えられる。このような分析・検討を行うことで、わが国での株主総会に関するルール全般に大きな影響を与えることが予想される。また、MOM 条件やその背景にある考え方については、M&A 指針と同日に経済産業省から公表された『グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針』でも、上場子会社の取締役の独立性を確保するための手段として言及されている。このような締出し以外の場面について、本研究で得られた成果がどこまで妥当するかも、今後の検討課題である。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計2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<br>寺前慎太郎   | 4. 巻<br>1570      |
| 2. 論文標題<br>相互に特別の資本関係のない会社間での二段階買収によるキャッシュ・アウトと売買価格の決定[東京地裁平成30.1.29決定] | 5. 発行年<br>2019年   |
| 3. 雑誌名<br>金融・商事判例   | 6. 最初と最後の頁<br>2-7 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子）<br>なし   | 査読の有無<br>無        |
| オープンアクセス<br>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<br>-         |

|  |                       |
|--|-----------------------|
| 1. 著者名<br>寺前慎太郎                        | 4. 巻<br>81            |
| 2. 論文標題<br>支配株主による締出しの場面における株主間の利害調整   | 5. 発行年<br>2019年       |
| 3. 雑誌名<br>私法                           | 6. 最初と最後の頁<br>226-233 |
| 掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子）<br>なし          | 査読の有無<br>無            |
| オープンアクセス<br>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<br>-             |

〔学会発表〕 計1件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

|                                      |
|--------------------------------------|
| 1. 発表者名<br>寺前慎太郎                     |
| 2. 発表標題<br>支配株主による締出しの場面における株主間の利害調整 |
| 3. 学会等名<br>日本私法学会第82回大会              |
| 4. 発表年<br>2018年                      |

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

6. 研究組織

| 氏名<br>(ローマ字氏名)<br>(研究者番号) | 所属研究機関・部局・職<br>(機関番号) | 備考 |
|---------------------------|-----------------------|----|
|---------------------------|-----------------------|----|