

研究種目：若手研究 (B)

研究期間：2007～2009

課題番号：19730070

研究課題名 (和文) 少数株主の法的地位-株式買取請求権を手がかりとして

研究課題名 (英文) The Legal Status of Minority Shareholders in Japan

研究代表者

齊藤 真紀 (SAITO MAKI)

京都大学・大学院法学研究科・准教授

研究者番号：60324597

研究成果の概要 (和文)：

少数株主の地位に変動をもたらす行為は効率性の観点から望ましい場合がある。しかし、閉鎖的な会社においては、持株比率が、株主が会社に対する利害関係の主たる指標であるとはいえないので、経済的地位の保障のみによって、少数株主の法的地位を本人の意思に反して容易に変更することを認めるべきではないと思われる。株式所有が分散している会社においては、小株主にとって株式は代替性の高い投資商品であるため、株主の経済的地位を保障しつつ、当該行為を実行する道を開くべきである。

研究成果の概要 (英文)：

It might be better to distinguish between the case of public companies going private or carrying out fundamental changes and the case concerning a closely held company. There are some efficiency gains in the former case. If one can effectively distinguish the cases which have efficiency gains from the ones which are not, there seems to be little need to require additional justification in the former ones, so long as dissenting shareholders are ensured a financially reasonable state. On the contrary, the interests of shareholders in a closely held company are diverse and complicated, so that the exclusion of minority shareholders from such a company would be justified with persuading grounds, as is the case with dissolution, which is subject to scrutiny of the court. As the appraisal right is not a sufficient remedy to ensure shareholders a financially reasonable state, there are cases where it is necessary for the court to intervene ex post facto and scrutinize whether the conditions of the action (merger, buyout, and so on) are reasonable. But invalidating the executed action usually has serious consequences, such as confusion in ongoing transactions, or the high cost of restoring the status quo. A more effective remedy could be a right to demand suspension of an action that will cause shareholders to unduly lose their shares or to bear a loss in the value of their shares. Building in an ex ante procedure of evaluating the corporate value like in Germany or, in a case of public companies, combining the function of appraisal right with an obligatory tender offer like in France, could also be an alternative.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2007年度	700,000	0	700,000
2008年度	800,000	240,000	1,040,000
2009年度	500,000	150,000	650,000
年度			
年度			
総計	2,000,000	390,000	2,390,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：法学・民事法学

キーワード：民事法学 会社法 少数株主 株式買取請求権 フランス

1. 研究開始当初の背景

平成 17 年の会社法の制定に伴って行われた法改正により変容した株主の法的地位のうち、代表的なものは以下の二点である。

まず、吸収合併等のいわゆる吸収型再編において、消滅会社等の株主に対価として吸収会社等の株式以外の財産を交付する道が開かれたことにより(会社法 749 条 1 項 2 号等)、組織再編行為後も引き続き同じ事業に直接または間接に資本参加する株主の利益が保証されないことを法が正面から認めた。新設合併等のいわゆる新設型再編においても、対価として社債を交付することが認められていることから(会社法 753 条 1 項 8 号等)、同様のことがいえる。

また、会社法制定により導入された全部取得条項付種類株式は、立法過程における当初の議論とは異なり、明文で用途が制限されなかったことから(会社法 171 条 1 項参照)、定款変更の手続き(および場合によっては種類株主総会の決議)を経て既発行株式の内容を変更するための制度として位置づけられることになった。これにより、所定の手続きを踏めば、一回の株主総会の開催をもって株主の持株の内容が大幅に変更され得ることになった。

このような改正の正当性は、前者においては、反対株主および議決権を行使できない株主に株式買取請求権が付与され(会社法 785 条等)、シナジーも加味した買取価格が保障されること(同 785 条 1 項等の「公正な価格」)、ならびに組織再編行為の条件の公正さが要求されること(同 784 条 2 項 2 号等参照)により、後者においては、株主は取得対価の決定を裁判所に申し立てることができることにより(同 172 条)、株主の経済的地位が保障されている点にあると説明される(『立法担当官による新・会社法の解説』別冊商事法

務 295 号(2006) 43 頁, 198 頁以下参照)。

ここにおいて、株主の法的地位だけでなく、株式買取請求権の意義の変容も見て取ることができる。すなわち、株式買取請求権は、今や、資本多数決によって実行される会社の基礎的変更による持株価値の将来的な低下のリスク(その一部は現在の価値にも織り込まれる)から少数株主を保護するための制度であるだけでなく、資本多数決により自己の投資内容が直接変更される場合(ある会社の株式→他の財産的価値、ある種類株式→他の種類株式など)一般に、投資の経済的価値を保障する制度であるという性格を帯びることになったのである。

新法の規整は、機動的で効率的な会社経営を可能にするものとして一応は評価できる。しかし、多数株主の支配力が制度的に強化されたことに対応して、果たして少数株主の利益保護に十分な法的手当がなされたか、明らかではない。

一方、平成 18 年の証券取引法等の改正により、買付後の株券等の所有割合が一定割合以上(3分の2となる予定である)となる公開買付について、公開買付者に全部買付義務が課された(金商法 27 条の 13)。これは、公開買付の場面で少数株主(になる者)に退出の機会を保障する。しかし、現実には、買付者はそれより低い持株割合の取得によっても株主総会の特別決議を可決できる地位を得るから、上記の改正が十分な保護を実現したとはいえない。

2. 研究の目的

本研究は、平成 17 年の商法改正・会社法制定によりもたらされた株式会社における株主の法的地位の変容に対応して、いかなる少数株主保護が必要となるかを、株式買取請求権に焦点をあて、比較法的視点から解明し

ようにするものである。

### 3. 研究の方法

少数株主に経済的地位を保障することと引換えに、多数株主の意向を会社経営に反映させる制度は、諸外国の法制にみられる。本研究においては、これまで比較的研究蓄積の少ないフランスに着目した。少数株主保護は、複数の制度がお互いに補完しあうことによって総合的に達成されるものである。そこで、まず、少数株主保護の全体像を確認し、その後、株式買取請求権に焦点をあてた。

### 4. 研究成果

(1) フランスにおける少数株主の地位および株式買取請求権の位置づけ

①フランス法における単独株主権・少数株主権

子会社の運営局面における少数株主に与えられる保護としては、第一に、企業結合状況に関する報告、連結計算書類等による情報開示およびその他の様々な単独・少数株主権がある。

それらの単独株主権ないし少数株主権とは、具体的には株主総会決議に関連する書類の送付を受ける権利および株主総会に先立って質問を提出する権利（L225-108条、単独株主権、順に根拠条文、持株要件、以下同じ）、計算書類等の閲覧権（L225-115条、L225-117条、R225-89条、R225-92条、単独株主権）、株主名簿閲覧権（L225-116条、単独株主権）、緊急時における株主総会の招集権限を有する代理人の選任申立権（L225-103条、単独株主権）、緊急時以外の場合の同選任申立権（L225-103条、資本の5パーセント）、取締役に対して会社に対する責任を追及する訴えを提起する権利（L225-252条、単独株主権）、株主総会の議題提案権（L225-105条およびR225-71条、最大5パーセント、会社の資本額が増加するにつれて緩和される）、取締役に対する会社訴権の行使のための代表者選任権（R225-169条、最大5パーセント、会社の資本額が増加するにつれて緩和される）、会社の経営を危うくさせる事項に関して一事業年度当たり二回質問する権利（L255-232条、資本の5パーセント）、会計監査役の上訴または解任請求権（L225-230条およびL225-233条、資本の5パーセント）、業務鑑定人の選任申立権（L225-231条、資本の5パーセント）。

②利益相反取引に関する手続

フランスにおいては、わが国の利益相反取引規制（会社法356条、365条）に対応する手続が、大株主との取引にも適用される。

取締役だけでなく、当該会社の議決権の10パーセント超を保有する株主（および当該株

主が会社である場合において会社を支配している株主）が会社と取引（以下「合意」という）をする場合にも、事前に取締役会の認許を得ることを要する（L225-38条1項）。これらの者が、締結される合意に対して間接的な利益を有する場合もまた同じである（同条2項）。利害関係取締役は、議決権を行使することができない（L225-40条1項）。

合意に取締役会の認許が得られた場合、取締役会会長は、合意の締結から一カ月以内に会計監査役に通知する（L225-40条2項、R225-30条）。会計監査役は、当該合意について報告書（特別報告書）を作成する。合意および特別報告書は直近の定時株主総会に提出され、承認されなければならない（L225-40条3項）。この承認は、通例、当該合意の締結からかなり時間が経ってから事後的に与えられるものであるため、承認のない合意は、詐欺（fraude）を理由に無効と宣言されない限り、第三者との関係においては有効である（L225-41条1項）。しかし、承認を得ない合意によって会社に損害が生じた場合、合意に利害関係を有する者、および場合によっては取締役会の他の構成員も、当該結果に対して責任を負う（同条2項）。承認を与える株主総会において、合意に利害関係を有する株主は、議決権を行使することができない（L225-40条4項）。したがって、大株主との合意の承認が議題となる場合、他の株主には、承認を拒絶し、親会社に対価の不均衡による損害を賠償させ得る道が開かれている。

会計監査役が作成する特別報告書には、株主総会の承認を求める合意名、合意に利害関係を有する取締役または株主の氏名、当該合意の性質または目的、当該合意の重要な内容（とりわけ、代金または料金、リポートまたは手数料、支払期日、利息、担保の記載）等が記載される（R225-31条）。さらに、会計監査役が、株主が合意の締結に伴う利害関係を評価するのに必要であると判断した他のすべての情報（たとえば、類似の合意に通例含まれている条項の欠落等）も記載される。しかし、会計監査役には、当該合意が会社の事業にとって有益かどうかを評価することは求められていない。合意の条件の相当性も、明らかに均衡を欠く場合を除き、会計監査役が判断する必要はない。これらは、株主が、必要に応じて専門家に照会するなどして判断すべき内容である。このような報告書制度は、合意内容それ自体を株主に通知するより、要点がわかりやすく株主に伝わり、また、競業者等に知られたいくない事項を公表せずすむという点において優れているといわれる。

取締役会の事前の同意のない合意は、会社に損害をもたらすものである場合に限り、裁

判所に無効と宣言され得る（L225-45 条）。ただし、会計監査役が特別報告書において同意手続がとられなかった理由を説明し、株主総会の決議によりこの報告書が承認された場合には、無効事由は治癒される（同条3項）。

合意が、会社が現に運営している事業について（opérations courants）、通例の条件でなされた（conditions normales）場合には、取締役会による事前の認許も株主総会による承認も不要である（L225-39 条1項）。ただし、透明性を高めるために開示制度が設けられている。すなわち、このような合意の目的または財務上の意義がいずれの当事者にとっても重要性がない場合を除き、合意に利害関係を有する者から、取締役会会長に報告されなければならない（同条2項）。報告義務の対象となる合意の一覧およびその目的は、取締役会会長によって取締役会の他の構成員および会計監査役に通知されなければならない（同条2項）。この一覧および目的は株主も閲覧することができる（L225-115 条6号）。

本規制の適用範囲を画する株主の持株比率は、企業結合にかかる諸規制が発動する基準より低く、広く大株主との取引が捕捉される。ただし、一般の少数株主権のもっとも厳しい持株要件である資本の五パーセントより高い。

#### ③多数派の地位の濫用

少数株主は、不文の多数決濫用の法理によって保護され得る。すなわち、会社全体の利益に反し、かつ少数株主の利益を犠牲にして多数株主を優遇することを唯一の目的とする決議が可決された場合、株主総会の決議に法令定款違反による無効事由が存在せずとも、多数決濫用に該当するとして、裁判所が無効を宣言することができる。取締役会の決議にも同様に多数決濫用の法理が適用され得る。この場合の主な救済は、裁判所による無効確認宣告および損害を被った者への損害賠償命令であるが、会社の業務の継続が困難である場合には、少数派株主は会社の解散を請求することもできる。なお、多数決濫用の法理が実効的に機能するためには、少数株主に濫用の立証可能性がなければならないが、業務鑑定人（expert de gestion）制度がその一助となっている。

#### ④取締役の責任

L225-251 条は、取締役が法令・定款違反または業務執行上の過失（des fautes commises dans leur gestion）について会社および第三者に対して責任を負う旨規定している。これは正規の取締役に関する規定であるため、親会社が子会社の取締役会に常任代表者を派遣することにより、親会社が子会

社の正規の取締役となる場合（L225-20 条）以外は、同条に基づく親会社の責任は問題とならない。子会社の財務状態が健全である限り、支配的影響力の行使を理由に、親会社に対して、子会社の経営陣に準じた会社法上の責任が課されることは、原則としてない。

#### ⑤団体からの離脱にかかる一般原則

フランスにおいては、株式会社にかかわらず、一般に団体（société）からの離脱には、①構成員たる資格の取得希望者を探し出してその者の構成員資格を譲る方法と②会社また他の構成員に構成員資格を譲り渡して、払戻しまたは対価を得るという方法（退社）がある。いずれも、相手方が取得を望む場合には、問題ない。そうでない場合に、どのような離脱の道が法的に保証されているか。

団体からの退社は、民法上の組合など、構成員間の信頼関係が重要な場合には、退社を希望する社員に「正当な理由」が存在する場合に認められる。は退社することができることが規定されている。また、社員資格の譲渡に承認が必要な場合であって承認が与えられないときにも、退社する道が保証されている。払戻の金額に不満がある者は、専門の鑑

#### ⑥株式会社への投資の引上げ

株式会社における社員関係からの離脱は、基本的には株式の譲渡によることとされ、一般的な株式買取請求権ないし退社の可能性は認められていない。すなわち、投資の引き上げを望む者は、自ら株式の買主を探す必要がある。ただし、株式に譲渡制限が設けられている場合、会社が株式の第三者への譲渡を承認しないときには、取締役会は、対象株式を他の株主もしくは第三者、または譲渡しようとしている者の同意を得て、減資により会社が買い取るようアレンジしなければならない（L228-24 条2項）。この点は、我が国と同様である。

これに対して、上場会社の株主には市場において株式を売却する道が開かれているはずである。しかし、一定の事由が生じた場合には、株式の流動性が著しく低下することに配慮して、少数株主が、支配株主等に株式の公開買付けを申し入れる制度が資本市場法に存在する。

#### ⑦上場会社の少数株主保護

上場会社の支配株主が登場した場合や支配株主が交替した場合には、公開買付けが義務づけられることによって、上場会社の株主には退出の機会が与えられるが、これに加えて、特別の退出のための手続きがある。これは「退出のための公開買付け（offre publique de retrait）」と呼ばれるが、具体的には、次の4つの場合が規定されている。

-上場会社の株主は、支配株主が単独でまたは他の者と共同で会社の議決権の95パーセント以上を保有している場合には、当該支配株主に対して、退出のための公開買付けをすることを要求することができる(236-1条 Règlement Général AMF)。この申立ては、AMFに対してなされ、AMFは、申立てが要件を満たすことを確認した後、支配株主に通知する。

-上記の状況下においては、支配株主のほうからも、退出のための公開買付けを開始することができる(236-3条 Règlement Général AMF)。しかし、残存株主のほうは、買付に応募するか否かの自由がある(第一の場合には、支配株主は応募された株式の取得を拒否することはできない)

-株式会社が株式合資会社(société commandite par actions)に組織変更される場合には、組織変更前に当該会社を支配していた者(複数)または、無限責任社員は、組織変更を承認する決議が株主総会で承認された場合には、公開買付けをしなければならない。公開買付けの条件には、取得の最低限に関する条件を付してはならず、その条件は、AMFと協議の上決定しなければならない。買付者は、AMFに、買付の結果次第で、持分証券および資本・議決権を有する証券のすべてを上場廃止する権利を留保するかどうかを通知する(236-5条)。

-さらに、以下の場合にも、会社を支配している自然人または法人(複数)に対して、退出のための公開買付けがAMFより命じられる(236-6条 Règlement général AMF)。

第一に、それらの者が、会社の基本定款または附属定款の一つまたは複数の重要な変更、特に会社の法的形態、持分証券の処分もしくは譲渡またはその権利内容にかかる条項にかかる重要な変更をなすために臨時株主総会を招集する予定である場合である。

第二に、それらの者が、会社を支配している会社を存続会社とする吸収合併を行うこと、会社のすべてのまたはほとんどの資産を他の会社に譲渡または出資すること、会社の事業目的を変更すること(réorientation)、数事業年度にわたって配当を停止することを決定した場合である。

これらの場合には、AMFが、当該会社の持分証券または議決権を保有している者の権利および利益に照らして、提案されている変更の重大さを審査し、公開買付けがなされるべきか否かを決定する。買付提案は、取得の最低限に関する条件として付すことはできず、AMFとの協議によってその内容が定められな

ければならない。公開買付けの必要性が存在するか否かはAMFが具体的に審査する。例えば、行為後も株式等の流動性が十分であると判断されれば、公開買付けが命じられないこともある。

以上の「退出のための公開買付け」を行った者は、残存株主を締め出すことができる(237-1条 Règlement Général AMF)。また、一般の公開買付けに引き続いて行われる締め出し手続きに関する規定も存在する(237-14条 Règlement Général AMF)。

#### ⑧フランスにおける規制の特徴

フランスの株式会社法制における少数株主の株式買取請求権に対応する制度の特徴は、上場株式の流動性に対する期待の保護に限定されているように思われる。その理由の一つは、少数株主が、買主が見つからないところで、みずからの株式を買い取ってもらうことが制度的に保障されているのは、上場会社においてのみであるからである。この制度の位置づけは、「退出のための公開買付け」を命じるべきか否かにかかるAMFの審査基準に左右されるのであるが、入手した文献によれば、それはもっぱら流動性に焦点をあてるものようである。したがって、我が国のように、上場会社かそうでないかを問わず、少数株主に、資本多数決による自らの経済的地位の変容に対する保護を与えること、ひいては、資本多数決を制する者に、少数株主の地位を変容せしめることを正当化するための制度ではないといえる。

むしろ、フランスの株式会社法においては、株主は、自ら買い主を見つけてくる場合、上場会社においては、市場で株式を売却しうる場合以外には、会社との社員関係に拘束されるのである。その代わりに、少数株主の地位が、自益権・共益権で保護され、多数株主による会社の搾取の手段となる危険が定型的に存在する利益相反取引については厳格な手続規制と責任規制が設けられ、さらに、各社員は、少数派であろうと、多数派であろうと、会社の利益および他の社員の利益を犠牲にして自ら利益を挙げることは厳格に禁止される。

また、少数株主の退出は、個々の株主が個別に持株の買取を請求するのではなく、多数株主等が公開買付けを行うという形で実現される。また、その条件の適正さについては、ひろくAMFに裁量がゆだねられている。このことは、小株主にも退出の機会が実質的にも確保されることにより、多くの費用の負担に耐えうる者だけが権利を行使することができるわが国の株式買取請求権の構造とは異なり、少数株主間の公平を実現しうるように思われる。

(2) 我が国への示唆

少数株主の地位を考えるにあたっては、上場会社のような株式が分散している会社が基礎的な変更を行う場合と、閉鎖的な会社における場合とを区別して論じるべきである。後者においては、株主が会社に対して有する利害関係は複雑であるので、経済的地位の保障のみによって少数株主の法的地位が容易に変更されてしまうことを認めるべきではないと思われる前者においては、行為が効率性の観点から望ましい場合がある一方、また小株主にとって株式は代替性の高い投資商品であるため、小株主の経済的地位を保障しつつ、当該行為を実行する道を開くべきではないかと思われる。しかし、多数株主が望む行為が必ずしも客観的に経済的に望ましいとは限られないため、そうでない場合をどのように区別するのか、有効に区別し得ないとすれば、どのように一般的に少数株主の法的地位に変容を加えることを正当化しうるのか、という理論的な問題点が残る。また、現在の株式買取請求権は、不備の多い制度である。改善方法として、差止め制度を設けることも考えられる。しかし、企業価値の評価手続を組織再編手続に制度的に織り込む検査役の制度や、少数株主のために多数株主等が公開買付けを行う制度も、検討に値すると思われる。

本研究で得た知見は、研究代表者が担当した会社法に関するコンメンタールの執筆に際して、株式買取請求権・少数株主の締め出しに関する記述に取り込まれた。また、平成22年より開始された会社法改正作業において、研究代表者が参加している法制審議会会社法制部会の議論においても反映されている。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計5件)

①Harald Baum/Maki Saito, Übernahmerecht, Handbuch Japanisches Handels- und Wirtschaftsrecht, Hrsg. V. Baum, Harald/Bälz, Moritz, 査読なし, Carl Heymanns Verlag), 2011, S.317-371

②Maki Saito, Squeeze-out and Appraisal Rights in Japanese Company Law, Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010: Unternehmen, Markt und Verantwortung (Stefan Grundmann ほか編著, De Gruyter 出版), 査読なし, Band 2, 2010, S.3305-3319

③齊藤真紀「会社法166条～173条」, 奥島孝康・落合誠一・浜田道代編『新基本法コンメ

ンタール・会社法〔第1巻〕, 査読なし, 300頁-311頁, 2010年, 日本評論社

④齊藤真紀, 「会社法467条・468条」, 落合誠一編『会社法コンメンタール第12巻』, 査読なし, 19頁-70頁, 84頁-94頁, 2009年, 商事法務

⑤齊藤真紀, 「フランスにおける子会社の少数株主・債権者保護」, 森本滋編『企業結合法の総合的研究』, 査読なし, 377頁-391頁, 2009年, 商事法務

[学会発表] (計1件)

①Maki Saito, シンポジウム・パネル報告 Zum Minderheitenschutz im japanischen Gesellschaftsrecht, Symposium Aktuelle Fragen des gewerblichen Rechtsschutzes und des Unternehmensrechts im deutsch-japanischen Rechtsverkehr, 2010年9月2日, The Westin Grand Frankfurt (フランクフルト, ドイツ連邦共和国)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

齊藤 真紀 (SAITO MAKI)

京都大学・大学院法学研究科・准教授

研究者番号: 60324597