

## 科学研究費助成事業（学術研究助成基金助成金）研究成果報告書

平成 25 年 4 月 30 日現在

機関番号：14501

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2011～2012

課題番号：23730090

研究課題名（和文） 企業買収における株主間の利害調整の法的メカニズムの分析

研究課題名（英文） An Analysis of Legal System on Regulating the Conflict of Interests of Shareholders in Mergers and Acquisitions

研究代表者

飯田 秀総 (IIDA HIDEFUSA)

神戸大学・大学院法学研究科・准教授

研究者番号：80436500

研究成果の概要（和文）：本研究は、企業買収における株主間の利害調整の法的メカニズムのうち、現在の日本において最も重要な株式買取請求権を分析した。その結果、株式買取請求権は、スクリーニング機能を果たそうとしていると理解することによって、たとえば、合併等の一定の場合にのみ株式買取請求権が認められるのは、会社のリスクに対して重大な変化をもたらす類型だからである、というように、株式買取請求権の構造の多くを説明できることを明らかにした。

研究成果の概要（英文）：I explore the central question facing the law of mergers in Japan: Is the appraisal remedy the best rule to regulate the conflict among shareholders in mergers? In my research, I demonstrate that the appraisal remedy can serve as a screening function which ensures that the decision of the shareholders' meeting on mergers is value-increasing. This understanding explains what problems the current rule can and cannot solve.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
交付決定額	1,700,000	510,000	2,210,000

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、企業買収、会社法、株式買取請求権、M&amp;A

## 1. 研究開始当初の背景

(1) 支配株主が従属会社を合併等によって企業買収する場合、支配株主に不当に有利な条件での買収を実現することは論理的に可能である。なぜなら、支配株主は、その定義上、従属会社の意思決定を左右することができるからである。そこで、支配=従属会社間での買収条件が公正なものになるよう法的介入を行うべきであると考えるのが、わが国の一般的な見解だった。

(2) 視点を海外に向けると、やはり支配株主は不当な利益を得るおそれがあるということをも前提として、この問題のための法的規

律として、株式買取請求権や売渡請求権、取締役の信認義務、支配株主の忠実義務、義務的公開買付制度、合併検査役などの法的規律が用意されていたり、議論されている。これに対し、わが国の法的規律の現状では、株式買取請求権しか用意されていないといっても過言ではなく、株式買取請求権制度の枠内で様々な問題が論じられている。

(3) しかし、わが国の現状・先行研究には次の2点において欠点があった。第1に、現在の通説的な議論は、株式買取請求権を支配株主の忠実義務の代替的な制度として位置づけている。しかし、株式買取請求権と支

配株主の忠実義務は別の概念であるとともに、別の機能を果たすものであるから、現在の日本法の状況には制度的に無理がある。第2に、実際の企業買収の条件を実証的に検証していないという欠点がある。特に、いくつかの先行研究によれば、支配株主が過大な利益を得ている証拠が実証的には存在しないことが明らかにされてきている。そうだとすると、現実のデータを踏まえた上で、解釈論・立法論を論じないと、現実の社会に不適合な議論を行うおそれがあるといわざるを得ない。

(4) そこで、本研究はこの2点を克服しつつ、株式買取請求権の機能をより明確に分析するとともに、比較法的な見地をも考慮しながら、現在の日本の企業買収の現状を踏まえた上で、あるべき法的規律の方向性を検討する必要性があった。

## 2. 研究の目的

支配株主は従属会社を搾取するおそれが高いという発想に基づいて、株式買取請求権を支配株主の忠実義務・利益相反の観点に注目して位置づける議論の方向で平成17年会社法改正が行われた。しかし、株式買取請求権と支配株主の忠実義務は別の概念であるとともに、別の機能を果たすものであるし、また、支配株主が従属会社を搾取しやすいという実証的な裏付けがあるわけでもない。本研究は、比較法・法と経済学・実証分析の3つの手法を用いて、株式買取請求権の機能をより明確に分析して従来一般的な理解を批判するとともに、現在の日本の企業買収の現状を踏まえた上で、あるべき法的規律の方向性を検討することを目的とする。

## 3. 研究の方法

本研究は、2段階に分けて作業を行う。

(1) 第1段階は、先行研究の批判的検証の作業である。研究の方法としては、比較法研究・法と経済学の分析・実証研究の3つのアプローチを採用する。具体的には、日本の学説の問題点、支配株主による企業買収の特徴の実証研究、デラウェア州の判例法理の比較法的な検討、株式買取請求権の法と経済学の分析の考察を行う。

(2) 第2段階は、法的規律の方向性の提言と成果の公表である。第1段階で得られた知見を総合し、今後の法的規律の方向性について、解釈論・立法論の両面について分析を行う。その際には、やはり、比較法・法と経済学・実証研究の3つの手法から分析を行う。

## 4. 研究成果

(1) 本研究は、株式買取請求権について、利益相反・忠実義務違反の要素が類型的に存在する企業再編の局面の事後的な解決手段として位置づける通説的な理解に対して疑問を投じる結果を得た。

① 第1に、通説のよってたつ大前提には実証的な証拠によって支持されていないという問題があることが明らかになった。つまり、利益相反の要素のある場合には支配会社に有利、従属会社に不利な条件で企業再編が行われやすいという理由から、株式買取請求権の買取価格はシナジーを反映させた価格とするべきであるという議論が有力に行われてきた。しかし、そもそも支配株主が従属会社を安く買収する傾向があるわけではないという事実がある。シナジーを反映させた価格を裁判所が算定することを正当化する理論的根拠が実証的には支持されるわけではない。

② 第2に、デラウェア州の状況を分析すると、利益相反の要素のある企業買収の利害調整は、日本のようにあるべき買収条件を再構築して金銭的に解決するのではなく、交渉プロセスとして一定の措置を講じるように当事者を動機付けるメカニズムが形成されていることが明らかになった。さらに、マイノリティ・ディスカウントをめぐる取り扱いに関して、日本とデラウェア州の裁判例の運用とは差があり、現在の日本の裁判所のように市場価格についてマイノリティ・ディスカウントの修正を施すことをしない運用では、シナジーの反映をも目的とした平成17年改正及びその後の通説的な解釈の目的とするコンセプトが、バリュエーションの次元では実現できていないのではないかという問題があることを明らかにした。また、デラウェア州には存在している信認義務の規律は、日本ではそもそも存在しないか、または存在するとしても機能していないことから、株式買取請求権においてデラウェア州では行われていないシナジーの反映を認めることで、規律のバランスを保とうとしていると日本法を評価することも可能ではある。しかし、このような方法で規律のギャップを埋めようとするのが妥当なのかには疑問がある。株式買取請求権では、企業再編の条件の交渉を行う取締役会に対する動機付けが弱く、買取価格をナカリセバ価格からシナジー適切分配価格にかえたところで、取締役会に対して取引の交渉プロセスを適切なものにしてしようとする動機付けの機能としては、デラウェア州の信認義務の規律と同等のレベルのものにはならないように思われるからである。さらに、マイノリティ・ディスカウントに関する裁判所の運用を考えると、マイノ

リティ・ディスカウントの修正をデラウェア州の裁判所が行う場合には日本の裁判所がシナジーを適切に反映した価格として算定する場合とほぼ差がない。そのため、日本法が株式買取請求権においてシナジーを反映させた買取価格を認めることで、デラウェア州に存在し日本では機能していない規律の穴埋めをしようとしているという評価はこの場面では当てはまらないことも明らかにした。

③ 第3に、アメリカでの学説の議論を検討し、支配株主の忠実義務という視点は、一部分では正しいものの、株式買取請求権の基本構造と整合的でないことが明らかになった。そして、Letsouの議論を紹介し、株式を会社が買い取るという構造からは、当該買取請求権が発生する原因となる行為（つまり、合併等）が価値上昇型となるように保障しようとするスクリーニング機能の視点から理解した方が優れていることを明らかにした。

④ 第4に、このことを100パーセント減資の局面を用いて、敷衍して検討した。この局面に関する通説的な解釈は、利益相反の視点を後退させており、その理論的根拠に乏しいことを明らかにした。また、スクリーニング機能の視点からは、債務超過の局面での特別扱いをするべきかどうかは、実証的に検証可能な問題として捉えられることを示した。

⑤ 第5に、株式買取請求権によって公開買付けの強圧性の問題に対応するには理論的に限界があるものの、あえてこれで対応するとすれば買取価格を公開買付け価格と同額とするべきであることを示した。

⑥ 第6に、株式買取請求権の特徴をふまえて、他の法的規律が十分とはいえない状況にあるという前提の上で、あえて株式買取請求権を利用して対応しようとするならばどのような方法が考えられるかということを示した。さらに、今後の法的規律の基本的な方向性についても、暫定的ながらも提案し、株式買取請求権に過剰に期待されている諸機能を発展的に解消するための道筋の1つを示した。

(2) 以上のように、本研究は、合併等の企業再編の際に株式買取請求権が発生することの意義について、通説のように、利益相反・忠実義務違反からの少数株主保護の観点から事後規制として理解するには限界があり、むしろ、事前の視点からのスクリーニング機能に基本があるとみるべきではないかという問題を提起するものである。もちろん、

現在でも、株式買取請求権には投下資本の回収という機能があると分析できる局面（典型的には閉鎖会社における株式を対価とする合併）が存在しているのと同様に、忠実義務違反の処理という機能があると評価できる局面（つまりフリーズ・アウトの場合）は存在する。しかし、これらの機能が発揮されるのは、企業再編における株式買取請求権の全体から見ると、部分集合においてでしかない。この点において、解釈論としての限界があるのではないかということである。いうまでもなく、解釈論の基本は条文から出発しなければならないと一般的に考えられている。条文の構造をうまく説明できる理論の方が、解釈論としてはより説得的であると評価することができる。この一般論からすれば、スクリーニング機能から理解する方が条文の構造をうまく説明できる点で、解釈論としてより説得的である。特に、株式買取請求権に関しては、会社が相手方であって、取締役や支配株主が被告になるわけではないという構造は、アメリカにおいても日本においても共通する、かなり本質的な特徴である。この点をうまく説明できる理論の方が優れている。少なくとも、スクリーニング機能に着目することによって、解釈論・立法論に対して統一的な評価基準が提供できる。もちろん、スクリーニング機能にも限界はあるが、株式買取請求権の起源であるところの、株式を対価とする合併の場合における株式買取請求権の構造の多くを説明できるという利点は否定できないだろう。ただし、スクリーニング機能が現実にはたらくためには、裁判所が正確な算定を行うことが可能であることや、株主が株式買取請求権を行使することが現実的に可能な程度にその権利行使コストが低いこと等が必要である。いずれも簡単な課題ではないが、学説が理論的な貢献ができる余地が大いに残された領域であり、今後の議論の1つの手がかりを本研究は提供するものである。

## 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）

(1) 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（5・完）」法学協会雑誌 129 巻 7 号 1455 頁～1523 頁[2012] 査読無し

(2) 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(4)」法学協会雑誌 129 巻 6 号 1229 頁～1305 頁[2012] 査読無し

(3) 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(3)」法学協会雑誌 129  
巻5号 965頁～1037頁[2012] 査読無し

(4) 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(2)」法学協会雑誌 129  
巻4号 762頁～839頁[2012] 査読無し

(5) 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(1)」法学協会雑誌 129  
巻3号 505頁～586頁[2012] 査読無し

〔学会発表〕(計1件)

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、日本私法学会、2012年10  
月14日、法政大学市ヶ谷キャンパス

〔その他〕

ホームページ等

<http://hidefusaiida.blog28.fc2.com/blog-entry-81.html> (「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素」のレジюме)

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

飯田 秀総 (IIDA HIDEFUSA)

神戸大学・大学院法学研究科・准教授

研究者番号：80436500

### (2) 研究分担者

なし

### (3) 連携研究者

なし