

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 29 年 6 月 21 日現在

機関番号：13601

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2015～2016

課題番号：15H06241

研究課題名（和文）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

研究課題名（英文）Controlling a Conflict of Interests between Controlling Shareholder and Minority Shareholder 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） 1,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、支配株主による締出しの場面において、支配株主と少数株主の間に生じる利害対立をどのように調整するべきか、という問題を、日本法とドイツ法の文献研究によって検討するものである。本研究の特徴は、締出しの当事会社、制定法（立法機関）、裁判所との役割分担という視点をもとに検討を進めるところにある。その結果、暫定的ではあるものの、支配株主による締出しの公正さを確保することについて、日本では、当事会社の役割が重要である（そして、その傾向が今後さらに強まると予想される）のに対して、ドイツでは、制定法と裁判所の役割が決定的である、という結論に至った。

研究成果の概要（英文）：In this research, I study how we should control a conflict of interests between controlling shareholder and minority shareholder in freezeout by analysis of articles and case law in Japan and Germany. As a result, I find that, while both statute and court play an important role in Germany, the role of party companies is (and will be increasingly) important in Japan.

研究分野：民事法学

キーワード：会社法 少数株主の締出し 完全子会社化 株主間の利害調整

## 1. 研究開始当初の背景

(1) 企業グループの効率的な運営のために、支配株主である親会社がその他の子会社株主を子会社から排除することが必要になる場合がある。このような支配株主による締出しの件数は、2000年以降に、株式交換制度の導入などを契機として急速に増加している。

しかしながら、支配株主による締出しの場面では、支配株主が対象会社の取締役会と株主総会の両方を支配しているため、理論上、締出しの条件が少数株主にとって不利になるように設定されるおそれがある。わが国における資本市場の特徴のひとつとして長期安定的な子会社上場の存在が挙げられることを踏まえると、このような懸念の緩和・解消は、国内外の投資家の市場に対する評価を左右する重要な問題であるといえる。

(2) 会社法制定後、この問題は、株式買取請求権が行使された際に争われる「公正な価格」の算定に関連して論じられ、これについての判例・裁判例も多数公表されてきた。本研究開始当初の時期においては、特に、企業買収の領域で先駆的な地位にあるアメリカ・デラウェア州法を参考にして、特別委員会などの利益相反回避措置が有効に機能していた場合、裁判所は当事会社で定められた締出しの条件を尊重すべきである、という学説が有力に主張されていた。

こうした有力説の影響は、学界での議論のみならず、当時の企業買収実務にも及んでいた。この有力説の背景には、締出しの公正さの担保に関しては、当事会社間での交渉に多くの部分を委ね、裁判所や実体的な規律(立法機関)の役割はできる限り少ないほうが望ましい、という発想があると思われる。

(3) 研究代表者は、本研究開始当初の時点で、上記の有力説と同じように、デラウェア州の判例法理を素材とする比較法研究を行い、その成果の一部を公表していた。しかしながら、これらの研究成果は、いずれも上記の有力説の立場を発展させるものにとどまっていた。また、それまでの研究成果からは、デラウェア州の判例法理を詳しく分析・検討したうえで、日本における特別委員会の構成や権限について考えると、実務での実現可能性が低くなってしまいかねない、という問題が明らかになっていた。以上の経緯から、研究代表者は、上記の有力説の深化・発展とともに、それとは異なる利害調整のあり方を探求し、提示する余地があるのではないかと考えるに至った。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は、上記の問題意識をもとに、支配株主による締出しの場面で支配株主と少数株主の間に生じる利害対立をどのように調整すべきか、という問題を検討するこ

とにあった。特に、締出しの当事会社、制定法(立法機関)、裁判所間の役割分担のあり方を探りながら、可能な限りわが国の実態に沿った仕組みを構築することを目指した。

## 3. 研究の方法

本研究では、2.に記載した目的を達成するために、支配株主による締出しに関連する日本法とドイツ法の文献研究を行った。研究対象とした文献は、学術論文や判例・裁判例を中心とした。

ドイツ法の文献研究にあたっては、株式法327a条以下で規律されている少数株主の締出しに関する文献を集中的に取り扱うことにした。このような方針をとったのは、議論の蓄積の程度を考慮すると、同制度を優先的に検討する必要があると考えたことによる。

## 4. 研究成果

### (1) はじめに

本研究の成果としては、日本法の分析・検討とドイツ法の分析・検討の2点が挙げられる。それぞれの具体的な内容は、次のとおりである。

### (2) 日本法の分析・検討

MBO(マネジメント・バイアウト)や上場子会社の完全子会社化は、いわゆる二段階買収によって実施されることが多い。本研究開始当初の時期には、1段階目として公開買付けを行い、2段階目として全部取得条項付種類株式を利用して少数株主を締め出すことが通常であった。

しかしながら、平成26年の会社法改正が平成27年5月1日に施行された後は、公開買付け後における買収者の持株割合に応じて2段階目のプロセスを変えるという手法が、実務で定着したといわれる。この手法をより具体的に説明すると、買収者の持株割合が公開買付け後に90%以上になれば、2段階目のプロセスとして株式等売渡請求制度を利用し、そうでなければ、株式併合を利用する、というものである。また、このように買収者の持株割合に応じて2段階目のプロセスが変わることについては、買収者が提出する公開買付け届出書の中で事前に開示される。

もっとも、以上のように、少数株主を締め出すための手法が変化したとしても、支配株主による締出しの場面で検討されるべき問題に変化が生じるわけではないと考える。すなわち、この場面では、締出しの条件の公正さをどのように担保するかが実質的な問題であり、このことは、少数株主を締め出す手法(やその救済手段)によって変わることはない。

本研究を開始した後で、最高裁判所は、公開買付けと全部取得条項付種類株式を組み合わせた二段階買収によって完全子会社化

が行われた事案について、1. で言及した学説を支持する判断を下した(最決平成28年7月1日民集70巻6号1445頁)。この最高裁決定によれば、二段階買収(特に、1段階目の公開買付け)のプロセスにおいて「一般に公正と認められる手続」がとられていれば、特段の事情がない限り、当事会社の間で決められた締出しの対価が尊重される。

今後は、同決定が提示した「一般に公正と認められる手続」という基準を満たすためには、どのような手続がとられていけばよいのかを探究することが、重要な課題になる。また、この基準のもとでは、締出しの公正さを担保する際に、当事会社の経営者や(少数)株主が果たす役割がこれまで以上に重要になると予想される。

上記の課題を検討する一環として、東京高裁平成25年10月8日決定(金融・商事判例1429号56頁。以下、「本決定」という)の検討を行った(〔雑誌論文〕)。同決定は、先行研究において、各種の利益相反回避措置を詳しく検討した点に特徴があると評価されており、上記の最高裁決定を踏まえ、その内容を検討することで、今後の議論の参考になる部分があると考えられるからである。

その結果として、本決定では、先行研究で指摘されていた特徴が事案の解決にまで反映されていたわけではなく、裁判所は、手続と対価の公正さを相関的に審査し、価格の公正さをより重視して結論を下した可能性がある、ということが明らかになった。しかしながら、このような検討結果から本決定の判断を支持することは、できないと考える。本決定の審査手法のもとでは、具体的な審査基準が不明確にならざるをえず、その結果として、取得価格決定の申立てを行うことに対する少数株主のインセンティブが過剰になるおそれがあるからである。

また、上記の最高裁決定で示された判断枠組みのもとでは、本決定のような審査手法をとる余地は残されていないと考えられるが、今後の議論において、利益相反回避措置に関する本決定の判示内容が引き続き参照されることは、十分にありうる。そのこと自体は肯定されるべきであるが、その際には、本決定の判示内容を過度に一般化しないように注意する必要があると考える。

### (3) ドイツ法の分析・検討

ドイツでは、2002年に買収法が制定された際に、少数株主が存在することによって生じるコストの削減などを目的として、少数株主の締出制度が株式法に導入された。同制度は、一部の手続の必要性について学説から批判を受けることもあったが、実務においては導入当初から好意的な評価を受けており、これまでに400件あまりが実施されている。

同制度のもとで、会社から少数株主を締め出すためには、以下の手続がとられなければならない。締出しの効力が発生するまでの手

続については、厳格な規定が設けられているが、これは、主に、(少数)株主の財産権に関する憲法上の懸念に対処するためのものである。

なお、〔雑誌論文〕は、以下のからまでの内容をまとめたものである。

株式法上の締出しは、一定の持株要件を満たす株主(主要株主)が対象会社に対してその実施を請求することで開始される(株式法327a条1項)。ここで要求される持株要件は、対象会社における基本資本の95%に相当する数の株式を保有することとされ、比較的高い水準で設定されている。

しかしながら、その充足方法に関しては、さほど厳格に解釈されていない。このことは、有価証券の賃貸借契約によって主要株主が借り受けた株式も持株要件の判定において考慮することを認めた連邦通常裁判所の判決(BGH, Urteil vom 16. März 2009 – II ZR 302/06 –, BGHZ 180, 154)にも、よく表れている。

主要株主は、株主総会の招集までに、対象会社の取締役に対して、信用機関が金銭代償の支払いを保証する旨を示さなければならない(株式法327b条3項)。これは、金銭代償の支払いが少数株主に対して確実に行われることを目的として設けられたものである。

保証を行う信用機関の資格については、特別の規定がなく、主要株主からの独立性は求められていない。ただし、株主総会で決議された金銭代償の額に限っては、主要株主からの支払いがない場合に、少数株主が信用機関に対して直接支払いを請求できることが、確保されていない。

主要株主による締出しは、対象会社の株主総会で承認されなければならない(株式法327a条1項1文)。この株主総会で少数株主が適切な判断を行うためには、締出しの条件などの情報が不可欠であり、株式法では、株主総会時に公告される議事日程、主要株主報告書、検査報告書を通じた情報提供の仕組みが設けられている。

その基盤となっているのが、検査役による検査である。すなわち、管轄を有する裁判所によって選任された検査役が、締出しの対価となる金銭代償の公正さを検査し、その結果をまとめた検査報告書を作成しなければならない(株式法327c条2項2文~4文)。このような検査役検査によって、少数株主の保護とともに、後記の事後審査手続から生じる負担の軽減を図っている。

検査役には、一定の専門知識と主要株主からの独立性が求められる。そのため、検査役への就任は、経済監査士と経済監査士法人にしか認められておらず、ここで準用される商法典の規定では一定の欠格事由が設けられ

ている。もっとも、検査役の独立性に関しては、主要株主側の企業価値評価と検査役検査を同時に実施する並行検査という実務が確立していることに注意が必要となる。

締出しの承認に関する株主総会決議が終了した後、対象会社の取締役は、承認決議の商業登記簿への登記を申請しなければならず、この登記をもって締出しの効力は発生する（株式法 327e 条 1 項 1 文・3 項 1 文）。このような規定の目的は、公開性と法的安定性を確保することにある。

上記の登記申請は、それを受けた裁判所によって審査を受ける。この裁判所による審査は、金銭代償の公正さを除き、申請内容の実質面にも及ぶ。また、上記の株主総会決議に対して、その効力を争う訴えが提起されている場合には、登記手続が停止される（株式法 327e 条を参照）。このように、決議の効力を争う訴えには、締出しの効力発生を差し止める機能があり、これを阻止するためには、対象会社の取締役による否定表明、すべての対象会社株主による提訴権限の放棄、裁判所による解除決定のいずれかが必要となる。

株式法には、締出しにあたって少数株主が利用できる救済手段として、（ア）承認決議の効力を争う訴え（とりわけ決議取消訴訟）の提起と、（イ）裁判所による金銭代償の審査の 2 つが用意されている。これらの手法については、少数株主が金銭代償の公正さ（価格）を争いたいのであれば、（イ）に関する申立てを行い、そうでなければ、（ア）の手法を用いる、ということが想定されている（株式法 327f 条を参照）。なお、ある研究では、8 割以上の案件でいずれかの救済手段が利用されていることが報告されている（Ettore Croci et al., *The Corporate Governance Endgame: An Economics Analysis of Minority Squeeze-out Regulation in Germany*, 14, 34 Table 1 Panel B (July 31, 2013)）。

（イ）の審査は、事後審査手続のもとで行われ、そこでの裁判所の判断（たとえば、金銭代償の増額）が申立てを行っていない少数株主にも及ぶ点に特徴がある（対世効の発生。事後審査手続法 13 条）。また、金銭代償の公正さについては、憲法上の要請が満たされる必要があるとされ、対象会社の株式に市場価格が存在する場合には、それを無視することは認められない（Vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, BVerfGE 100, 289）。また、経済監査士協会が公表する企業価値評価実施原則の影響力の大きさから、実務では、収益価値方式によって金銭代償の額が算定されることが多く、裁判所の判断がこれに基づくこともある。もっとも、以上のような裁判所の審査においては、主要株主と対象会社との交渉過程がほとんど考慮されていないように思われる。こ

の点については、関連する法ルールの議論も含め、さらなる研究が必要となる。

#### （４）まとめ

以上のような日本法とドイツ法の検討結果を 2. で提示した視点から捉えると、支配株主による締出しの場面で条件の公正さを担保するために重要な役割を果たすことが求められている主体について、次のような相違点が見られることを指摘できる。すなわち、この場面において、日本では、当事会社の役割が重要である（そして、その傾向が今後さらに強まると予想される）のに対して、ドイツでは、制定法と裁判所の役割が決定的である、ということである。このことが、本研究全体での結論ということになる。

ただし、このような結論は、今なお暫定的なものであるといわざるをえない。ドイツ法の研究をさらに発展させ、上記の結論をさらに補強していきたいと考えている。同時に、本研究では、日本とドイツの相違点を指摘するだけにとどまっており、アメリカ（デラウェア州の判例法理）の立場も考慮したうえで、それぞれの仕組みがうまく機能するために必要な条件については、十分な検討ができていない。これらの点は、すべて今後の検討課題としたい。

#### 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 2 件)

寺前慎太郎、MBO における全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立て、旬刊商事法務、印刷中、2017 年、査読有  
寺前慎太郎、ドイツ株式法上の締出しをめぐる近時の動向（1）、信州大学経法論集、1 号、pp.445-482、2017 年、査読無  
<http://hdl.handle.net/10091/00019651>

#### ６．研究組織

##### (1)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