

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 28 年 6 月 21 日現在

機関番号：12601

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380097

研究課題名(和文) オプションとしての株主の地位

研究課題名(英文) Shareholders' legal status as option-holders

研究代表者

田中 亘 (TANAKA, Wataru)

東京大学・社会科学研究所・教授

研究者番号：00282533

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,100,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、株主の地位をオプションと捉えることができるという、ファイナンス理論の知見を基礎として、会社法制において株主のオプション利益をどの程度保護することが望ましいかを考察することを目的としている。とりわけ、平成17年の会社法制定を契機にその実行が容易になった、多数決によって株式全部を金銭を対価として取得する取引(キャッシュ・アウト。株主のオプション的権利の剥奪と捉えることができる)について、株主の利益をどこまで保護すべきかという問題を検討し、その成果を、複数の雑誌論文および図書(2016年中に刊行予定のものを含む)の形で刊行した。

研究成果の概要(英文)：This research makes use of a financial theory regarding the status of shareholders as option-holders and investigates how much protection the law should give to the option-like rights of shareholders. Among others, this research examines to what extent shareholders' rights should be protected in "cash out" transactions, that is, transactions in which acquirers take all the interests of shareholders of target companies in lieu of cash by the majority consent of shareholders, and which had been made easier by the enactment of the Companies Act of 2005. In particular, according to the relevant statutes of the Companies Act, minority shareholders who opposed to cash-out transactions have the rights to make petition to the courts to assess the "fair price" of their shares. This research examines thoroughly in what way courts should evaluate the fair price of the shares of opposing minority shareholders.

研究分野：商法、会社法、法と経済学

キーワード：会社法 株主の地位 非公開化取引 キャッシュアウト 公開買付けの強圧性 株式の価格決定

1. 研究開始当初の背景

会社法の制定による全部取得条項付種類株式の導入等、金銭を対価として株主の地位を剥奪することができる制度（いわゆるキャッシュ・アウト）が導入されたことを背景として、わが国でも、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といった、非公開化取引が盛んに行われるようになった。また、公開買付けの後に会社法に基づくキャッシュ・アウトを行う、いわゆる二段階買収も、ごく一般的に行われるようになった。

このような非公開化取引の実務の進展に伴って、非公開化取引あるいはその前段階での公開買付けにおいて、対象会社の株主の利益をどこまで保護することが望ましいかという法律問題が生じ、その解決が会社法学に求められるようになった。

2. 研究の目的

本研究は、株主の地位をオプションと捉えることができるという、ファイナンス理論の知見を基礎として、会社法制において株主のオプション利益をどの程度保護することが望ましいかを考察することを目的としている。

本研究の当初は、倒産の場面を含む、さまざまな場面において株主の地位のあり方を考察することを構想していたが、研究の進展に伴い、本研究代表者の問題関心は、次第に、M&A、ことに非公開化取引における株主の地位の問題に集中していくようになった。

非公開化取引においては、支配株主の決定するタイミングで、少数株主がその保有株式を失い金銭を受け取ることとなるが、これは、企業の継続的価値を享受する株主のオプション的地位（原則として、株主は、株式投資を継続し継続的価値を享受するか、それとも、株式投資を中止し市場で値付けされる株式の現在価値を受け取るかを自ら選択することができる）を剥奪することを意味する。そこで、その剥奪に伴う補償として（現行法の建て付けとしては、反対株主による株式の取得（買取）価格決定手続において裁判所が算定すべき「公正な価格」として）どれだけの価値が保障されるべきか、また、その価値を保障するためにどのような法的手続を用いるべきかという点が、重要な問題となる。

また、上場会社の非公開化取引は、公開買付けとそれに付随して行われる会社法上のキャッシュ・アウト取引の組み合わせによって行われることが通常であるところ、キャッシュ・アウトが予定されているということが、公開買付けの条件、ひいては、対象会社の株主の利得に影響を与えることがある。特に、キャッシュ・アウトが、公開買付価格よりも

低い価格で行われる可能性があったり、たとえ同額で行われるとしても、公開買付けからキャッシュ・アウトまでに時間を要する場合には、株主は、たとえ公開買付の条件に不満があってもこれに応募するようなプレッシャーを受ける可能性がある（これを強圧性という）。

上記のような問題意識から、本研究では、①非公開化取引に反対する株主に対して保障されるべき「公正な価格」の決定方法、および②公開買付とそれに伴う非公開化取引の状況について、研究を行った。

また、③非公開化取引の選択肢を広げた平成26年会社法改正（特に、株主総会決議を経なくても少数派株主のキャッシュ・アウトを可能とする、特別支配株主による株式等売渡請求制度の導入）の意義と解釈問題について検討を行った。

さらに、④公開買付け後に、株主総会決議を経ずにキャッシュ・アウトを行うのに必要な90%超の議決権を取得するために行う新株の発行（いわゆるトップ・アップ・オプション）の法律問題について、研究を行った。

3. 研究の方法

日本法の解釈に関する判例、文献の研究、および、非公開化取引に関する米国法を中心とする比較法研究を主として行った。

また、公開買付けとそれに付随して行われる非公開化取引について研究するうえでは、大手法律事務所の弁護士、会社法学者および経済学者をメンバーとする共同研究を主催し、同法律事務所が構築したデータベースへのアクセスを得て、日本の公開買付けに関する包括的な実態調査を行った。

4. 研究成果

上記のような、非公開化取引に関する多様な法律問題について研究し、多くの研究成果を得た。

まず、キャッシュ・アウトに際して反対株主に保障すべき「公正な価格」について考察し、裁判所は、取引が独立当事者間で行われているか否かおよび取引が公正な手続を経ているか否かに応じた価格の決定方法を採用すべきこと、ならびに、取引が公正に行われていると認められる以上、その後の事情の変化（特に、市場全体の株価動向）を斟酌して公正な価格を決定することはすべきではないことといった結論を得、成果を単行本の一章として公表した（後掲[図書]③）。

また、平成26年に創設された特別支配株主の株式等売渡請求について考察し、本制度

が、特に公開買付けからキャッシュ・アウトまでの期間を短縮して公開買付けが強圧性を持つことを防止する機能を持ちうることを指摘する一方で、本制度導入を契機に、キャッシュ・アウトが正当な目的なく行われていることを理由とする無効の訴えが提起される可能性があり、それについての議論する必要があることを指摘した。この成果は、単行本の一章として刊行した（後掲[図書]②）。

さらに、株式等売渡請求制度の導入に伴って実務で実施が検討されている、トップアップ・オプションの法律問題について、米国の比較法研究を踏まえた考察を行い、適切に設計されたトップアップ・オプションは日本法においても適法であるという結論を得た。この成果は、雑誌論文として公表した（後掲雑誌論文①）。

最後に、公開買付けについては、上記の会社法学者、経済学者および弁護士からなる研究会の代表者として、公開買付けの実証研究および公開買付け法制についての立法、解釈に関する共同研究を主催した。本研究テーマとの関係では、公開買付けにおいてその後にキャッシュ・アウトが予定されているときは、公開買付けに対する応募率が顕著に上昇することが明らかになった点が重要と考える。これは、キャッシュ・アウトが予定されていることから公開買付けが強圧性を持った可能性を示唆している。わが国でも、英国やドイツにならって、公開買付け成立後に応募延長期間を設けるといった形で強圧性を解消する法的対応をとることが、検討に値する。以上のような研究結果を含む、上記共同研究の成果は、2016年中に出版予定の編著（[図書①]）で、公表する予定である。

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 2 件）

①田中亘「トップ・アップ・オプションの会社法上の問題」金融・商事判例 1482 号、2016 年 1 月、12-15 頁

②田中亘「コーポレート・ガバナンスの観点から見た日本版スチュワードシップ・コード——英国コードとの差違に着目して」信託フォーラム 1 号、2014 年 3 月、35-40 頁

[学会発表]（計 件）

[図書]（計 3 件）

①田中亘編著（石綿学、小出篤、飯田秀総、

松中学、加藤貴仁、白井正和、森田果、胥鵬、井上光太郎ほか著）『日本の公開買付け（仮題）』有斐閣、近刊 2016 年予定、序章・第 6 章を担当

②田中亘「キャッシュ・アウト」岩原紳作＝神田秀樹＝野村修也編『平成 26 年会社法改正—会社実務における影響と判例の読み方』有斐閣、2015 年 5 月、73-88 頁

③田中亘「総括に代えて——企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務—企業再編のすべて—』商事法務、2014 年 11 月、205-237 頁

[産業財産権]

○出願状況（計 件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

○取得状況（計 件）

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

[その他]

ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

田中亘 (TANAKA, Wataru)
東京大学 社会科学研究所 教授
研究者番号：00282533

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：