

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 8日現在

機関番号： 34419
 研究種目： 若手研究（B）
 研究期間： 2011～2012
 課題番号： 23730082
 研究課題名（和文） 手続的側面を重視した少数株主締め出し規制に関する研究

研究課題名（英文） Procedural protections in the freeze-out arena

研究代表者

伊藤 吉洋（ITO YOSHIHIRO）
 近畿大学・法学部・講師
 研究者番号：50582897

研究成果の概要（和文）：

組織再編等によって支配株主が少数株主を締め出す行為（締め出し取引）について、少数株主が利用する事後的な救済措置（買取請求権、株主総会決議の効力、損害賠償請求等）において手続的側面を重視した運用を行うべきことを提案するとともに、アメリカにおける議論を参考にして、事前と事後との二つの効率性の観点から、順守されるべき手続の細部を明らかにした上で、明確な標準を示した。

研究成果の概要（英文）：

By M&A, a controlling stockholder often freezes out minority stockholders. Against it minority stockholders rely on ex post remedy. I proposed that a civil court should perform operation which considers the procedural side of freeze out process as important. And for the proposition I referred to a U.S. argument. As a result I clarified the details of the procedure which should be observed from a viewpoint of two efficiency and showed the clear standard.

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	1,300,000	390,000	1,690,000

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：支配株主・少数株主・締め出し

1. 研究開始当初の背景

(1) 申請者は、これまでに、(少数)株主の締め出し取引（MBOも含む）にかかる裁判例を詳細に分析した。そして、取引の効力を争う措置、買取請求権等、損害賠償請求という少数株主が利用する事後的な救済措置は、例えば、取引公表直前における業績の下方修正についての各裁判所による評価の差異に起因して買取額に差異が生じることで裁判結果の予測が困難となることから、訴訟費用だけを支出することになることを懸念する少数株主にとっては実効的な救済措置とはならず、ひいては、そもそも株式会社への投資自体の抑制を惹起しかねない状況にあ

り、他方で、支配株主等についてみても、事後的に多額の金銭の支払を命じられること等で企業価値を増大させるような取引実施の阻害要因となりかねない状況にあるとの結論を得た。

(2) そこで、事後的な救済措置において、取引の対価の決定過程の客観性や透明性が担保されるような一定の手続を順守することを要求し、それらの手続が順守された場合にはその結果を尊重し、順守されない場合には救済措置の解釈や運用において裁判所が一定のサンクションを下すことにより、支配株主および少数株主のいずれにとっても裁判結果についての予測可能性を高めること

が必要であるという着想を得た。

2. 研究の目的

組織再編等によって支配株主が少数株主を締め出す行為（締め出し取引）について、少数株主が利用する事後的な救済措置において手続的側面を重視した運用を行うべきことを提案するとともに、アメリカの議論を参考にして、事前と事後との二つの効率性の観点から、順守されるべき手続の細部を明らかにした上で、明確な標準を示すことを目的とするものである。

3. 研究の方法

(1) 締め出し取引・MBO にかかる日本の裁判例・学説・実務の分析を継続的に行ったうえで、裁判結果の予測可能性と二つの効率性の観点の重要性を再確認した。

(2) アメリカの判例・学説を丹念に紹介した上で、それらの見解の問題点を洗い出し、特に事後的な効率性に対して大きな影響を及ぼしうる情報開示規制についての調査・分析を行った。

(3) 不十分ながらも、アメリカと日本との法的小および社会的状況の差異を考慮した。

4. 研究成果

(1) 本研究は、さらに具体的に述べれば、(5)で述べる第一から第三の区分を分析枠組みとして用いながら検討を行い、締め出し取引において順守すべき、各当事者の予測可能性を確保できる程度の、標準的な手続等を十分な根拠と共に提示することを課題とした。なお、具体的な条文との関係では、特別利害関係人の議決権行使による「著しく不当な決議」（会社法 831 条 1 項 3 号）、買取請求権にかかる「公正な価格」（会社法 785 条 1 項等）、対第三者責任における「その職務を行うについて悪意又は重大な過失があった」（会社法 429 条 1 項）の各文言等について、手続の順守状況を重視した解釈論を中心に研究するものである。

(2) そもそも、少数株主が頼りうる事後的な救済措置は、裁判所がどのように判断するかについての予測が困難であること（以下「予測不可能性の問題」という）等が原因となっており、①少数株主にとっても実効性があるとは言えないものであり、②支配株主にとっても締め出し取引の実施への阻害要因となりかねない現状にあると評価することができる。そのような状況において、最近、特に買取請求権にかかる公正な価格の算定に際して、締め出し取引条件の形成過程にお

る手続的側面を重視しようとする見解が主張され始めている。実際、日興コーディアル事件地裁決定、サイバードホールディングス事件における地裁及び高裁決定等といった裁判例においても、手続的側面に着目した形で締め出し取引が審査されているところである。

その見解の背景には、「公正な組織再編条件を客観的に算定することは著しく困難であるとの認識」があると言われているが、予測不可能性の問題等を認識することで、手続的側面を重視する見解のさらなる有意義さが確認されうるように思われる。すなわち、ある一定の手続が取引条件の形成過程において順守されたかどうかは、少数株主が事後的な救済措置に頼るべきかどうかを判断しなければならない時点よりも基本的には前の段階で判明する事柄である。したがって、手続を順守すべきという要求を締め出し取引に介在させながら事後的な救済措置を運用していくことで、予測不可能性の問題を原因として生じる当該救済措置の実効性のなさの問題を一定程度解決することが可能となると考えられる。つまり、締め出し取引において手続が順守されなかった場合には、裁判所が事後的な救済措置において少数株主を有利に取り扱うという運用を行うことで、少数株主は裁判所の判断結果を予測することが可能となる。その結果、少数株主は、手続が順守されたかどうかを目安にして、事後的な救済措置に頼るべきかどうかの判断を行うことができるようになり、ひいては、事後的な救済措置自体が実効性を有するものとなりうる、と言えそうである。他方で、締め出し取引において手続が順守された場合には、裁判所が事後的な救済措置において当該取引の条件を一定程度尊重するという運用を行うことで、支配株主にとっての予測不可能性の問題もある程度解決できるように思われる。つまり、それらの問題に起因して支配株主が締め出し取引に着手することを躊躇するという状況を減少させることができるのではないだろうか。

(3) もっとも、大枠では手続的側面を重視することが有意義であると言えたとしても、その次の段階の問題として、締め出し取引においてどのような手続が行われるよう要求すべきか、当該手続が順守されない場合に事後的な救済措置において締め出し取引をどのように取り扱うべきか等についての詳細な検討が必要となる。そして、当該検討に際して最も重要なのは、投資家の投資抑制可能性の問題を根幹とするタイミング選択の問題等と支配株主による締め出し取引の実施阻害の問題とについて、実際に手続が対処できるかどうか、という点である。しかし、

締め出し取引において手続的側面を重視する判例・学説は、(単にアメリカ法の枠組みを無批判に参照してというのではなく)十分な根拠と共に以上の検討を行ってはいない。本研究の問題意識はこの点にある。そして、(相互に関係する事柄ではあるが)以下の四つの点に区分した上で、順守するよう要求されるべき手続についての実際の検討を行うべきであると考えらる。

(4) 第一に、順守するよう要求されるべき手続の検討に際しては、当該手続に期待される詳細な機能を明らかにする必要がある。

第二に、第一の区分において述べた機能が実効的に果たされるためには、当該手続の主体が、支配株主(及び対象会社取締役会)から独立していること、情報に基づく合理的な判断を行うことができるという前提等がある程度は満たされている必要がある。

第三に、第一の区分において述べた機能が実効的に果たされるためには、当該手続の主体に対してどのような権限及び情報が付与されるべきであるのかについての検討が必要となるはずである。また、各手続の機能が果たされるために付与されるべき権限等が事前に明らかになっていけば、裁判所は様々な事件において、当該権限等の付与状況と実際の当該権限行使等の状況にだけ着目することで、当該手続が順守されたかどうかについて、ある程度定型的に判断することができるはずである。その結果、上述した、裁判所の判断結果についての各当事者の予測可能性がその程度で確保されることになる。

第四として、前述した問題意識に照らしながら、少数株主が頼りうる事後的な救済措置にかかる裁判運用において、裁判所ほどの程度まで及びどのような形で当該手続の順守及び不順守状況を重視すべきかについての検討が必要である。一方の取引当事者にとってだけ満足できる運用であるに過ぎない場合には、投資家の投資抑制可能性という問題か、支配株主による締め出し取引の実施阻害かのいずれかの問題が生じるからである。

(5) 以上を踏まえて、本研究においては、アメリカにおける締め出し取引についての議論を参考として、上述の課題に取り組んだ。そして、最終的には、本研究が検討にあたって重視する投資家の投資抑制可能性の問題の根幹であるタイミング選択の問題等と締め出し取引の実施阻害の問題とについて、実際に一定の手続によって対処できるかどうか、という点は、(手続的な保護措置として、**MOM** (Majority of Minority) 条件と共に、締め出し取引の条件について **SC** (Special Committee) の承認があることを主として要求する) 承認説(のうちに特に **Guhan**

Subramanian) が重視していた事前の効率性と事後の効率性との観点と、大枠では合致することを確認した。さらに、そのことを前提にして、手続的な保護措置の主体である **SC**、**MOM** 条件にかかる少数株主及び **FO** (Fairness Opinion) を作成する投資銀行等について、(相互に関連する事柄ではあるが)各区分にかかる分析枠組みに引き直す形で、アメリカにおける議論について総括を行うのならば、以下のとおりになることを指摘する。なお、これまでの考察結果に鑑みて(を反映させた上での)、(相対的にはあるが)妥当である可能性もある承認説に基づいて、整理を行う。

(6) 順守するよう要求されるべき手続に期待される詳細な機能(第一の区分)についてのみ述べると、以下のように整理することができる。すなわち、**SC** に期待される機能は、主として、①交渉を行うことで、締め出し取引の対価についてのより正確な、公正な範囲を確認する機能の他に、公正な範囲のうちの下限以上の対価を獲得し、**MOM** 条件の過小性を補完する機能、②当該対価について承認するかどうかの判断する役割を担うことで、①の交渉に際しての交渉力を増加させる機能である。加えて、③(対象会社株式の本質的価値の推定値及びその算定の基礎にあるバリュエーション作業に関する全ての重要なポイント(**FO** にかかる詳細)を基本とする)情報を少数株主に対して提供することで、当該対価について **SC** が承認した後、**MOM** 条件の下で少数株主による最終的な判断が行われる際に(**MOM** 条件に期待される機能⑥)、当該判断の基礎となる情報を提供(開示)し、**MOM** 条件の過小性を補完する機能も期待される。そして、④**FO** を作成する投資銀行等の(についても観念できるであろう)過小性を補完するために、当該投資銀行等を選任(雇用)・監督する機能である。

FO を作成する投資銀行等に期待される機能は、主として、⑤前述の機能を期待される **SC** の(過小性に関連すると言えるであろう)適格性を確保(補完)するために、**SC** を助力する機能である。

少数株主にかかる **MOM** 条件に期待される機能は、主として、⑥**SC** の過小性を補完するために、**SC** による承認判断に対して最終的なチェックを行う機能である。

(7) もっとも、当然のことながら、紹介・考察を行ったアメリカにおける議論を踏まえて、日本法への示唆にかかる検討を行うには、日本とアメリカとの様々な状況の類似点・相違点を慎重に確認した上でなければならない。しかし、一定程度の確認作業を踏まえると、日本における締め出し取引において

も、考察結果を反映した上での承認説に基づく手続が順守されるよう要求されるべきである、と現在のところは考えられる。

(8) なお、(あらためて述べると、) 各当事者(支配株主及び少数株主)にとっての、裁判結果についての予測可能性を高め、ひいては、株式会社への望ましいレベルの投資を促進することで、社会全体の効率性を高めることができることが本研究の意義である。

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4件)

(1) 伊藤吉洋、手続的側面を重視した少数株主締め出し規制(三・完)、法学(東北大学)、査読有、77巻2号、2013、(掲載決定)、<http://www.law.tohoku.ac.jp/hogaku/>

(2) 伊藤吉洋、手続的側面を重視した少数株主締め出し規制(二)、法学(東北大学)、査読有、76巻3号、2012、68-146、<http://www.law.tohoku.ac.jp/hogaku/>

(3) 伊藤吉洋、手続的側面を重視した少数株主締め出し規制(一)、法学(東北大学)、査読有、76巻2号、2012、18-90、<http://www.law.tohoku.ac.jp/hogaku/>

(4) 伊藤吉洋、商事判例研究(平成22年10月27日東京高決・サイバードホールディングス事件)、法学(東北大学)、査読有、75巻2号、2011、100-115、<http://www.law.tohoku.ac.jp/hogaku/>

[その他]

ホームページ等
なし

6. 研究組織

(1) 研究代表者

伊藤 吉洋 (ITO YOSHIHIRO)
近畿大学・法学部・講師
研究者番号：23730082

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし