

証券取引法研究会研究記録
第 15 号

新会社法のもとでの株式買取請求権制度

財団法人 日本証券経済研究所
証券取引法研究会

ま え が き

今回の「証券取引法研究会研究記録」では、8月2日開催の研究会における、藤田友敬委員（東京大学教授）による「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」というテーマでのご報告とそれについての討論の議事録をお届けする。

藤田先生のご報告は、新会社法では、株式買取請求権制度につき、買取価格、手続き、買取権者の改正が行われたが、一番重要なのは、買取価格の改正で、もともとは「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と書かれていたものが、「公正な価格」と表現が変わったことと指摘している。「意図されているところは、企業再編がなされた場合のシナジーの配分といった要素も取り込んで算定できるようにするため」であるが、このことは、「抽象的、理論的に見ると、非常に大きな改正」であり、買取請求権制度の機能、性格を大きく変えるものであるとして、この制度の導入の経緯や米国制度との比較等の分析を展開していただいている。その他、「公正な価格」の算定に当たっての裁判所の役割、算定の時期等、実務的にも関心の深い諸問題を取りあげていただいた。このご報告をうけ、ご参加いただいた研究者や実務家等委員、オブザーバーの方から活発な論議が行われた。新会社法のもとで、企業再編等の問題の関心が深まっている中、興味深い研究記録となっている。

貴重なご報告をいただき、議事録の整理にもご協力をいただいた藤田先生に厚くお礼を申し上げ、又研究会にご出席いただき熱心にご討議いただいた江頭・森本両共同会長をはじめ、委員の先生方に心からお礼を申し上げたい。

証券取引法研究会の今ラウンドは、2004年11月から研究活動を続けてきたが、今回を最終回とし、引き続き、メンバーを再編成の上、新しいラウンドを今秋から開始していただくこととなっている。今ラウンドの研究報告は、先生方のご協力をいただき、その都度、研究記録として刊行（研究記録第5号～第15号）し、お役に立てていただいたと思うが、さらに、それぞれのご報告を論文として整理していただき、論文集として出版することとしてい

る。ご期待いただきたいと思う。今ラウンドの研究活動をご指導いただいた江頭憲治郎・森本滋共同会長、神田秀樹・前田雅弘幹事に改めて厚くお礼を申し上げ、また、ご参加いただいたメンバーの先生方、オブザーバーとしてご参加いただいた実務家の方や行政当局の方に心から感謝の気持ちを申し上げます。

2006 年 9 月

財団法人 日本証券経済研究所

理事長 高 橋 厚 男

[参考] 既に公表した「証券取引法研究会研究記録」

第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」 報告者 森田章同志社大学教授	2003年11月
第2号「システム障害と損失補償問題」 報告者 山下友信東京大学教授	2004年1月
第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」 報告者 前田雅弘京都大学教授	2004年3月
第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」 報告者 浜田道代名古屋大学教授	2004年6月
第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向」 —投資商品、証券業務の範囲を中心として— 報告者 神作裕之東京大学教授	2005年7月
第6号「近時の企業情報開示を巡る課題」 —実効性確保の観点を中心に— 報告者 山田剛志新潟大学助教授	2005年7月
第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・ 販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」 報告者 青木浩子千葉大学助教授	2005年9月
第8号「目論見書制度の改革」 報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授	2005年11月
第9号「投資サービス法(仮称)について」 報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長 松尾直彦金融庁総務企画局 投資サービス法(仮称)法令準備室長	2005年11月
第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題」 —委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に— 報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士	2005年11月
第11号「集団投資スキームに関する規制について」 —組合型ファンドを中心に— 報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士	2005年12月
第12号「証券仲介業」 報告者 川口恭弘同志社大学教授	2006年3月
第13号「敵対的買収に関する法規制」 報告者 中東正文名古屋大学教授	2006年5月
第14号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 報告者 戸田暁大学教授	2006年6月

証券取引法研究会出席者(平成 18 年 8 月 2 日)

共同会長	江 頭 憲治郎	東京大学教授
〃	森 本 滋	京都大学教授
幹 事	神 田 秀 樹	東京大学教授
〃	前 田 雅 弘	京都大学教授
委 員	近 藤 光 男	神戸大学教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学教授
〃	神 作 裕 之	東京大学教授
〃	藤 田 友 敬	東京大学教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学教授
〃	青 木 浩 子	千葉大学教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学助教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	太 田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士
オブザーバー	松 尾 直 彦	金融庁総務企画局金融商品取引法令準備室長
〃	永 井 智 亮	野村證券執行役
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	神 山 正 文	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	若 林 泰 伸	日本証券業協会客員研究員・国学院大学法学部講師
〃	美濃口 真 琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

新会社法のもとでの株式買取請求権制度

(平成 18 年 8 月 2 日開催)

報告者 藤 田 友 敬
(東京大学教授)

目 次

はじめに	1
1 新会社法における主要な改正点	2
(1) 買取価格の改正	2
(2) 買取権者の範囲の改正	3
(3) 買取手続の改正	3
2 企業再編と株主間の利害調整	4
(1) 企業再編と株主の利害：子会社の吸収合併を例として	4
(2) 平成 17 年改正前	5
(3) 改正の意義と評価	6
(4) 株式買取請求権の二重の機能	10
(5) 全部取得条項付株式制度との関係	12
3 「公正な価格」に関わる解釈論上の諸問題：企業再編の場合	14
(1) 裁判所の役割	14
(2) 「公正な価格」をめぐる諸問題	15
(3) 買取価格算定の基準時	18
4 全部取得条項付株式と株式買取請求権	20
5 新株予約権の買取請求権	23
むすび	24
討 議	26
報告者レジュメ	54
配付資料	68

新会社法のもとでの株式買取請求権制度

江頭共同会長 本日は、本セッションの最後になりますが、藤田友敬委員から、「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」についてご報告をいただきます。

それでは、藤田委員お願いいたします。

はじめに

藤田委員 本日の報告内容については、「仮題」という形で皆さんに連絡がいていたと思いますが、もともと企業買収の経済分析というのを報告しようと思っていました。実は先日、法と経済学会というところでそういう内容の報告をしており、実は経済学者と実証研究もやっていました。今年の総会で導入された買収防衛策のイベントスタディーのデータを集め始めたのですが、集め切れなかったこともあってあきらめました。そして、この研究会でも以前敵対的買収の報告があったと聞いていましたし、会社法でも構わないということなので、急遽、こういう内容に変えさせていただきました。

今回これを取り上げたのは、新会社法は立法・立案担当者が非常に詳細な解説を色々なところで非常に詳しく説明してくださるのですが、どういうわけか、この話だけは全く解説がないのです。公正な価格で買い取れますといっているだけで、その中身も考え方も余り説明がなく、不思議な論点だと思っていました。

株式の買取請求なので、多少は証券市場にも関係があるということで、このテーマを選ばせていただいたのですが、改正の意味やインパクトが余り正面から受けとめられずに、過小評価されているような印象を全体として持っています。そもそも、どういう改正だったのかという方向でお話しさせていただければと思います。

なお、資料が5つほどありますが、きょうお話しすることは4番と5番の資料に沿ったもので、これらは近々発表予定のものです。しかし、この見解

は既にかなり修正していますので、相当手直ししなければいけないもので、その内容の一部を並べかえてお話しするような内容になっています。残りの資料はアメリカのルールについてですが、これは後で報告の途中で少しだけ触れることといたします。

1 新会社法における主要な改正点

(1) 買取価格の改正

改正内容を簡単に申しますと、新会社法では3つほど改正点がありまして、買取価格の改正と、手続の改正と、買取権者の改正が含まれています。いうまでもありませんが、一番重要なのは買取価格の改正でして、もともとは「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と書かれていたものが「公正な価格」と表現が変わりました。これだけだと、何の改正かわからないのですが、意図するところは、企業再編がなされた場合のシナジーの配分といった要素も取り込んで算定できるようにするためだと説明されています。このことは法制審の段階でも繰り返しいわれていたところで、実質としては余り異論がなかったところだと思います。

しかし、この改正の意味がどうも過小評価されているような印象を受けています。色々なものを読みましても、要するに、裁判所が値段を決めるときに多少裁量権が増えたというような言い方で捉えられています。確かに裁判所の能力や情報からして、実質は、そうなるのかもしれませんが、また、実際にどれだけの人がこの手続に来るかという話もあります。この手続が余り改正されていなので、実際は大したことがないというのかもしれませんが、しかし、抽象的、理論的に見ると、非常に大きな改正だったのではないかと思います。買取価格の数字を書きかえるだけでなく、教科書の株式買取請求権制度の説明を一番最初から根本的に書きかえなければいけなくなるような改正なのではないかと思っていますが、後でそういった点もお話ししたいと思っています。

(2) 買取権者の範囲の改正

きょうの報告とそれほど強く関係しないことですが、買取権者の範囲も改正されています。従来は多かれ少なかれ議決権の行使と結びつけられていた制度が、議決権の行使とは無関係に行使できる制度に変わりました。

沿革をいいますと、株式買取請求権はアメリカ法から由来する制度です。もともとアメリカ法では、会社の基礎的変更に総株主の合意が必要であったことを多数決でできるようにした。拒否権をなくしたかわりにできたのが買取請求権であるという流れでした。だから今でもアメリカでは議決権と結びつきがある州法が多いのです。それを完全に消してしまったという意味で、日本の株式買取請求権制度は、もともとの制度とは相当性格が違っているという印象を持っています。これ自体が重大だというつもりではないのですが、もうわが国の株式買取請求権制度を論じる際には、過去の沿革や比較法的考察に余り引きずられてはダメなのであろうという印象を強くする、象徴的な改正だったと思います。

(3) 買取手続の改正

3つ目が買取手続の改正ですが、私の全く理解できない部分でもあります。1つは、785条等色々な箇所、反対株主が買取請求権を行使した場合、会社の承諾がない限り自由には撤回できないという制限を加えました。もう1つは、行使期間が組織再編の効力発生日の20日前から発生日の前日までという形になりました。

前者の方は、従来は、当該株主に一定の価格が保証されいつでも株式を売却できるような状態があり、とりあえず買取請求権を行使しておいて、後で株価の動向見る、といった投機的な行動がされていたのを防止するためだといわれています。これについては法制審で議論があり、会社法現代化要綱にも載っている話です。

これに対して、2つ目の行使期間の話は全く議論がなかったのですが、立案担当者がお書きのところを見ると、買取請求をすると取り下げが不可能になるという重要な効果が発生するので、できるだけ遅くしたということのよ

うです。ただ、普通の総会を考えると、6月の定時総会で決めて、10月に効力発生というのが組織再編の割と多いパターンだったと思います。それでいきますと、買取請求をするかどうか、3カ月近く猶予期間、考慮期間があるということになり、せっかく最初の方の撤回制限をしたのが、全くむだになってしまったのではないかと思わせるような改正であります。これは、そこが気持ち悪いというだけなのですが、恐らく買取価格の算定の基準時を解釈するときにも、多少考慮しなければいけない要素になってきたのではないかと思います。この話と買取価格が変わったことを合わせると、基準時についてもう少し考える必要があるような気がしています。これは後で触れることにします。

以上が改正点です。

2 企業再編と株主間の利害調整

(1) 企業再編と株主の利害：子会社の吸収合併を例として

基本的なところに少し戻って考えたいと思います。組織再編、企業再編と株主間の利害調整のあり方について、従来と今の改正法でどういう違いがあるかということを説明したいと思います。企業再編という言葉を使うのは、組織再編を使うと事業譲渡が含まれなくなるということで、それほど深い意味合いあって使っているわけではありません。

まず、企業再編によって当事会社の株主が受ける影響というのは基本的に2つの原因があります。それは、企業再編が当事会社の企業価値それ自体を変える、企業価値の合計を変えるという変動、もう1つは、両会社の株主の間での分配比率がその対価によって変わる、この2つです。

これがどういう形であられるかについて、レジュメの2ページに設例1、2ということで示してあります。一々計算をここですることはいたしません、少数株主の保護が典型的に問題となる子会社の吸収合併のケースを使って、いろいろな場合を分けて計算をしてみたものです。

この設例の意味だけ説明しておきますと、設例1というのは、企業価値が

下がるというマイナスのシナジーが発生するような合併です。そのケースですと、少数株主の株式の価値が落ちて多数株主の株式の価値が上がるという形で、結局、多数株式が得するので合併はなされるというケースの典型的な設例です。

設例2の方は、企業価値を上げるものですが、3つの条件が書かれていて、①の5対4の合併比率ですと、少数株主の立場は合併をされなかった場合と比べてもさらに悪くなります。企業価値は上がるのですが、それを上回る利益の移転があるということです。②の合併比率6対5というものですと、少数株主の立場は何もなかった場合と基本的に同じ状態で、別の言い方をすると、シナジーのようなものはすべて多数株主が取っているというケースです。③の合併比率1対1の場合は、両方の株主が得をするという形です。増えた部分が分配されているもので、基本的に企業価値に応じてシナジーの分配がなされています。比率がだんだんA会社株主に有利になっていくわけで、それに応じて3つのパターンがあるということです。

設例1、設例2、いずれも親会社は利益を得ますので、すべて決議は成立するのですが、問題は、こういったA会社株主における不利益のうち、どのあたりまでが守られるか、あるいは守られると考えるべきかということです。

(2) 平成17年改正前

平成17年の改正前の状況については、よくわからないのです。何回も考えたのですが、法律が何を守ろうとしていたかは、よくわかりません。論理的には2つぐらい考え方がありそうで、1つは、当該株主が組織再編、企業再編前に有していたであろう株式の価値を保証するというものです。もう1つは、組織再編が公正な条件でなされて投資が継続したならば得られる現在価値を保証する。この2つぐらいの論理的な可能性がありそうですが、平成17年改正前の商法というのは、どちらの趣旨なのか評価が難しいと思います。

従来の学説は、合併比率は企業価値に応じたものでなくてはいけない、と

盛んにいっていたのです。これを額面どおり受け取りますと、先程説明しました設例2の③でなければいけないとっていることになります。それは組織再編前の株式価値だけ保証すればいいわけではない、とっているようにも見えるのです。

設例2の①や②のようなことが、実際に行われた場合にどうなるかといいますと、株式買取請求権や合併無効の訴えという救済の方法になります。合併無効の訴えはいろいろ説が分かれていて、細かい法律論は致しませんが、いずれの方法をとっても、前の状態に戻るか、前の状態に戻ったよりもっと悪い状態になるか、——合併無効の訴えなどをしますと恐らくはさまざまな無駄なコストがかかるからですが——、いずれかなのです。

救済があり得るのは、設例1のように、企業価値を下げておいて、さらなる利益移転をして、少数株主を害している場合か、設例2の①のように、企業価値は上がるけれども、甚だしい利益移転があつて、従来より悪くなるようなケースに限られるわけです。したがって、学説のかけ声と実際の法制度が何かミスマッチな感じで、結局、全体としては何が保護されていたのかよく分からないというのが、私の従来の制度についての評価であります。

(3) 改正の意義と評価

新会社法は、これに対してはっきりとした立場をとったわけであります。株式買取請求権の買取価格についてシナジーを分配できるような価格にしたということによって、組織再編後も公正な条件で投資が継続したなら得られるであろう利益を保証すべきである、というふうな政策判断を明示的にとった。しかも、かけ声だけではなくて、救済制度もあわせて用意したということになります。

これは組織再編対価の柔軟化と関連づけて論じられることがあるのですが、論理的には、そういう関係にはないことに注意する必要があります。まあ、経緯としては関連させて論じられたきらいがないでもないのですが、論理的には関係ないはずです。改正前も、比率が不公正な場合一方の会社がシナジーを独占できるという事態は、さっきの例でもわかるように幾らでも

あったわけで、その場合保護はなかったのです。それを改めた。保護がなく、「かけ声」しかなかったところを改めたというのがこの改正であって、対価柔軟化で初めて生まれるような不利益を保護したというものでは全くないのです。

いささかくどいことをわざわざ強調したのは、次のようなことをいう人がいるからです。従来どおりの合併、交付金合併ではない合併をした場合に、公正な価格というのは、従来の買取請求権の買取価格と同じような解釈で計算すればいい、という主張です。買取価格の改正は、対価柔軟化で導入されたものだから、というわけです。こういう議論が出てくる一因は、対価柔軟化との関係でこの買取価格の改正が導入された、ということが不必要に強調されているところから出てくる話のように思っています。論理的に無関係であることは、よく押さえる必要があろうかと思います。

これによって買取請求権制度の機能と性格も大きく変わりました。買取請求権制度を通じてシナジーの配分を可能にするということは、企業再編が行われることを前提に、あるべき企業再編対価を保証するということを意味します。しかし、こういう制度になりますと、裁判所による株式買取価格の算定は、もはや組織再編当事会社の企業価値を客観的に測定するという作業ではなくなってきます。むしろ企業再編条件の審査とあわせて、場合によっては、あるべき企業再編条件の再設定をする、という性格の作業に変わっていくということになります。

恐らくこれとあわせて買取請求権制度の趣旨の説明も変わってくるのだと思います。もともとの教科書的な説明は、株主の地位に大きな影響を与えるような基礎的変更が行われる場合に、株主に投下資本の回収を可能として離脱を保証するための制度と説明されていました。昭和25年改正による導入のころの解説はみなこう書いてありましたし、今の教科書でも、標準的なものはこう書いてあると思います。

しかし、ここ15年ぐらい前から、一部の論者から、むしろ経営者あるいは多数株主の行う決定に対するチェックの機能の方を重視したような説明が

なされるようになってきています。神田先生が昔お書きになった論文で、忠実義務論の一環としてこの制度は位置づけるべきである、というご主張あります（神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準——アメリカ法」『八十年代商事法の諸相鴻常夫先生還暦記念』（有斐閣、1985年）355頁）。これは、こういう立場の典型的ですが、その後もこういう視点を強調する論文は幾つか出ています。

恐らく株式買取請求権制度が、裁判所による企業再編条件の事後的審査と、あるべき条件の再設定という性格を持つに至った新会社法のもとの理解としては、後者の位置づけがより前面に出てきそうです。後者だけになったのではないと思うのですが、より前面に出てくることにはなと思います。

このあたりは、もともとのアメリカの買取請求権制度とは相当性格が違ってきていることにも注意する必要があると思います。ちょっと揺れはあるのですが、アメリカでは基本的に買取請求権制度は、依然、「決議ナカリセバ」という基準で運用されていると理解しています。

資料1「模範事業会社法」の1ページ目、セクション 13.01. の（4）に“Fair value” というものの定義が書かれていますが、「決議ナカリセバ」基準に近いような定義がなされています。

資料2「デラウェア州一般会社法」の15ページの（h）というところに、“fair value exclusive” で始まって“accomplishment or expectation of the merger or consolidation” という形で、こういったものは除くと書かれています。しかし、この辺がちょっと複雑で、条文はこうは書いてあるのですが、資料3につけました有名なワインバーガーの判決では、今の文言を非常に限定解釈しています。これは合併その他によって生じる将来の評価の投機的な価値の部分は算定しないといっているだけで、合理的なものであったら入れてもいいというような、非常に乱暴にいうと、それに近い一般論を述べているところがあります。右上に713と書いてあるページの右の段落の真ん中あたり、“It is significant” で始まる段落は、一般論を述べているところですが、非常に限定解釈して、将来の合併の価値も考慮できるかといっているかのよう

にも読める一般論を展開しています。

しかし、これはそうしなかった原審を破棄差し戻しした判決なのです。差し戻審は、判決の結論はそのまま維持していき、そういう意味では、抽象論が非常に広がったというべきでしょう。しかし、常に合併後のシナジーを考慮しなくてはいけないというふうな運用の仕方を、どうも裁判所はしているわけでもなさそうだ、という見解は知っておいた方がいいのかもしれない。

いずれにしても、アメリカ法では、若干リベラルな解釈をすることはあるものの、一般論としていいますと、買取請求権制度によって反対株主が組織再編を前提としたあるべき価値を常に主張できる、というふうには少なくともなっていない。原則は、決議がなかったときの地位の保証であるというのが、大ざっぱな言い方なのだと思います。

そうすると、日本の今回の改正というのは、もともとアメリカから輸入した制度ですが、随分遠くに来たものだな、というイメージがある改正だということになります。そういう制度の評価ですが、これも微妙です。微妙な理由は、買取請求権制度だけを比べれば違うのかもしれませんが、組織再編全体でいろいろな違いがありまして、あわせて考えると、評価は難しいということでもあります。

日本の組織再編を巡るルールの特徴として、諸外国と比べたとき、直ちに思いつく違いは3つほどあります。

1つは、差し止め制度がないということです。従来は、不公正な条件で合併されても、差し止めようがなかった。これも解釈問題だったのですが、新会社法は、略式再編について差し止め制度という明文を設けましたので、その反対解釈として、総会決議を経る場合は恐らく差し止めがないといわざるを得ないと思います。これは比較法的には、かなりはっきりした特徴的な点だと思います。

2つ目に、合併比率の公正さについての事前審査もないのです。ドイツなど大陸法系の国ですと、合併検査役とか分割検査役という制度があるので

が、これがない。これは法制審の議論の途中では一時話題には出て、要綱試案では言及ぐらいはあったと思うのですが、結局採用されず、こういう制度がないということです。

3つ目に、事後的な救済として、多数株主の忠実義務といったものもないということになります。

こういう3つの特徴をそのまま維持するという前提をとって、なおかつ公正な条件による組織再編の継続的な投資の利益を保証する、というふうな政策的な結論をとらなければいけない。それゆえ2つ条件があるのですが、シナジーのようなものも配分するという政策をとり、なおかつほかは修正しないという2つを前提にするならば、株式買取請求権制度としてはやや性格が特異かもしれませんが、改正法のような制度にするというのも考え得る選択肢なのかなと思います。それゆえ、幾つかの条件付きで支持できるような改正ではないかと思います。

(4) 株式買取請求権の二重の機能

しかし、この制度の内容がわからなくなっているのは確かであります。それは次に申し上げます買取請求権の二重の機能であります。新会社法のもとでも、依然として株主は従来どおりの「決議ナカリセバ」の基準でも買取請求できるといっております。2つの基準が併存するとすれば、買取請求権制度というのは、企業再編によって生じる付加価値の裁判所による再配分の機能と、企業再編がなされなかった場合の状態の保証という2つの全く異質な機能を発揮できる制度ということになるわけであります。

これらの2つの機能は、株主が組織再編に反対したくなる、2つの異なる理由と対応しているわけです。しかし、組織再編の承認決議の際に、なぜそれに反対するのかということを開示させる仕組みは置いていませんので、その反対の動機や理由に応じて買取価格の算定方法を変える、といった解決をとることができません。

また、同じような話ですが、複数の株主が買取請求権を行使してきたときに、株主によって状況判断して違った価格で買取価格を決めるということは、

理論的にはないということになります。訴訟が違うので値段が事実上違うという場合は、話は別ですが。実は買取請求の併合という制度がなくなってしまったので、今のような話を前提にすると、何の意図もなく、一緒にさせるというほどのこともあるまいという程度のことで、非訟事件訴訟法の方の改正で全く別に行われたものです。そこに余り深い意味を持たせるべきではないとすると、さっきいったような解釈となります。結局、いずれの価値が高い方で常に請求できるという制度になるのだと思います。

これは現行法のつくりとしてはそうになってしまうのですが、どう行動したかを問わず、後になってとにかく高い方というのは、いかにも過剰な保護を与える観が否めません。恐らくこれは1つの制度に二重の全く異なる機能を担わせて、選択的に行使することを認めるということから生じている機会主義的な行動であります。できたばかりの法律について立法論を考えるのもどうかと思いますが、中長期的には、こういうふうにするのであれば、この2つの機能に応じて異なるような制度に分化していくというのが、あるべき姿ではないかと思っております。

どういう方向で分化するのかというと、上の方の付加価値の再配分というのは、買取請求というよりは、企業再編対価の追加請求権となります。足りない場合は追加を請求するという形で規定するのかと思います。ドイツの現金代償制度は、それに近いつくりになっています。そういう形にすると、交付金合併じゃない合併をされたような場合には、株式を維持したまま救済を受けられるというメリットにもなる。

「決議ナカリセバ」の方は、従来どおりのものとして維持して、企業再編に関する決定がなされた後、一定の期間に、いずれでいくかをその段階で選択させる、というふうな形で分化させていった方が、恐らくはいいのだと思います。今だと、最後の最後の瞬間まで、どちらか高い方という形なのですが、機能は恐らく分化した方がいいと思っています。しかし、現状では仕方ないというので、大きく制度が変わって性格が変わってということが、余り細部まで整理され切れてないまま放置されたような感じを持っております。

(5) 全部取得条項付株式制度との関係

最後に、全部取得条項付種類株式についても一言だけお話ししておきたいと思います。従来、株式買取請求権というのは、基本的には基礎的変更、組織再編的なものと、例外的なものとして譲渡制限の定款変更というのがありました。新会社法は、総会の特別多数決によって既存の株式に全部取得条項を付すことを認めて、さらに、特別多数決で全部取得の決定をすることも認めています。別の言い方をしますと、2段階のステップを経れば、2段階といっても1回の総会決議でできるわけですが、株式の場合はいつでも変更できます。それに対する救済は、株式買取請求権と、非常に似た制度ですが、全部取得を決定したときの価格決定請求権の2つということになります。

ご承知のように、これはもともと百パーセント減資を制度化するためにつくられた制度ですが、条文には全く目的の制約がありませんので、何にでも使えるようなつくりになっています。

組織再編の対価の柔軟化によって少数株主は、組織再編であれば、いつでもお金その他の財産の交付か、あるいは公正な価格の支払いか、いずれかを強制的に選ばされるということになったわけです。そのバランスだけ言えば、全部取得条項付種類株式制度の導入というのも、形式的には特に驚くべきことではない。組織再編の場合を含めて一貫した政策判断です、株主の権利内容が大きく変更される場合には特別多数決プラス買取請求権です、そう整理されたただけだというふうにも思えます。恐らく立法担当官などはそういうふうに関切ったのだと思います。

しかし、2つの点で、非常に大きなギャップがあるように思っています。

1つは、交付金合併その他对価柔軟化導入を従来支持してきた学説なのですが、余り無限定に株主の権利を変更される場合の話としてではなくて、具体的な組織再編を念頭に置いて議論されていたのだと思います。交付金合併のようなものは、その具体的な類型を念頭に置きながら、一応例外もあるが、一般論としては合理的なケースが十分あり得る、経済合理性のある行動だという判断を前提としていたので、そういうものを認めるべきだといってきた

のだと思います。

この全部取得条項付株式の本来の目的であった百パーセント減資についても、すべてが合理的とは言いませんが、恐らく合理的な使い方が十分あり得るのだろうという判断は前提にしていたと思います。

しかし、およそ多数決による権利内容の変更が合理的だということは、恐らく今までだれも言ったことがないことであります。例えば、株主の議決権をなくすという変更は、一般論として合理的かといわれると、公平にいつて、どちらかよく分からない。もう少し懐疑的な言い方をするなら、株主の利益の移転や意思決定のゆがみをもたらす可能性も非常に強そうだ、ということになると思います。それゆえ、形式的にお金を渡せば権利内容をいつでも変更できるということが対価柔軟化の含意であるという形では、恐らく一般化はできなかっただろうと思います。

もう1つ大きな問題があります。目的や場面を限定しないで、こういう多数決による権利内容の変更を認めた場合、本当に適切な保証が与えられるだろうかということでもあります。恐らく全部取得条項付種類株式を使って何か行う場合も、組織再編の場合と同じように、それによって生じる余剰の分配の公平の話や、少数株主から多数株主への利益の移転という問題は起こり得ます。しかし、全部取得条項付株式の取得の対価については、組織再編の場合のような対価の相当性についての開示や手続は一切ありません。どういう使い方をされるかわからないので、開示事項なども定めようがないからですが、全くありません。その結果、全部取得条項付株式の利用に伴う株式買取請求権、定款変更で生じる株式買取請求権や、取得の決定によって生じる価格決定請求権は、事実上「決議ナカリセバ有セシ公正ナル価格」という、それまでの株式の価値を払えばいいという形で運用される可能性が少なくないと思っています。

そうなりますと、この制度は、少数株主の株式を従来の株式の価値によって強制収用するという制度として機能するということになります。これは組織再編対価の柔軟化のところで、柔軟化そのものとは論理関係がないといっ

てしまったので、少し表現を注意しないといけませんが、組織再編についての新会社法の行った明示的な政策判断とは、実は相入れない、異なるものだという事になります。

全部取得条項付株式制度というのは、特別多数決プラス株式買取請求権で強制的に株式を別の財産に変えるという制度である、という表面的なレベルだけ見ると、対価柔軟化と非常に整合的に見えます。しかし、運用次第では、組織再編についての政策判断と実質的には相入れない面が出かねないことに注意する必要があります。

この後どのように論理が進むかといいますと、適切にこの適用の場面を限定するという事に加えて、株式買取請求権とか価格決定請求権の中身についても、類型に応じてどういう考え方で決めるのかということを含めておかないといけない、ということになるわけであります。これは買取請求権の対象が非常に広がったこととの関係で出てきた新しい問題ということになります。

3 「公正な価格」に関わる解釈論上の諸問題：企業再編の場合

(1) 裁判所の役割

次に、より基本的なことに戻りたいと思います。企業再編にまず限定して、その場合の公正な価格について、詳しく見ることにしたいと思います。

まず、考えなければいけないのは裁判所の役割であります。新会社法は、繰り返し申し上げますように、株式買取請求権制度を、公正な対価によって企業再編がなされた場合ならば得られた利益を保証する、という立場に変えたわけです。しかし、このことは株主側が買取請求を行使してきた場合、常に裁判所が独自の立場からシナジーなどを算定して、それを分配しなければいけない、ということを含む意味してないわけであります。例えば、独立の会社同士の合併であれば、この手の余剰の分配というのは基本的には当事者の交渉次第、内容次第で、適切な情報開示を前提にするなら自由に決めていいものと考えています。

これは従来の学説が、企業価値に応じて比率が決められなければならないと非常に強調してきたこととやや矛盾している面もありますが、その場合も独立当事者間であれば、それなりの裁量は事実上容認していた、というふうに私は理解しています。もちろん、当事者間での交渉の強弱や交渉の状況によって、一方が全部シナジーをとってしまうということがあり得ます。しかし、それは取引当事者間であるバーゲニングパワーの違いで、これはここに限らずいつでも起きる問題です。組織法上は、別に介入すべき理由があることではないと思います。

組織法上介入しなければいけないのは、普通の当事者間での交渉とは違う要素がある場合であり、端的にいいますと、多数、少数の対立が構造的にある状態で、資本多数決がなされた場合ということになると思います。典型的には、最初の設例で見たような、子会社の吸収合併や、同一支配会社の傘下の従属会社同士の組織再編などの状況であります。そうではないケースですと、買取請求権の解釈としても、適切な情報開示がなされたことを条件にして、裁判所としては、決議で承認された再編対価をもって公正な価格と割り切って判断していいと思います。公正な価格の買取請求権は、条文上排除されないのですが、行使しても、何もしなかった場合にとれる以上のものはとれない、という形になると思います。

もちろん、企業価値が下がった場合の「決議ナカリセバ」基準の適用があるものは、また別ですが、今申し上げたのは、組織再編が行われた場合を前提として、公正な対価を請求するタイプの新しい基準の方の話であります。

(2)「公正な価格」をめぐる諸問題

次に、公正な価格を巡って、さらに細かな問題を幾つか見ていきたいと思います。

公正な価格について裁判所が何か介入しなければいけない場合は、どういう基準でなければいけないか。介入しなければいけない場合も限定されるというのがこれまでの話でしたが、しなければいけない場合のやり方です。これも抽象的にいえば、利害対立がない状態で独立当事者間であったらどん

な条件であったのだろうか、ということを想定して考えるということになるでしょう。しかし、そういうことをいっても分からないので、結局は企業価値に応じた分配ということにならざるを得ないと思うのです。しかし、その場合も、いきなり裁判所がシナジーを計算して割り算するということにいくのではなくて、もう少し手順を踏んでやるべきだと思います。

介入しなければいけない場合、例えば子会社の吸収合併のような場合であっても、まず当事者が企業再編の条件の中で行ったシナジーの配分その他が、企業再編前の当事者の企業価値から見て合理的に説明できるかどうか、そういう審査をすべきだと思います。また例えば、シナジーの発生原因がある程度特定できる場合などのように、合理的な説明が可能であったら、機械的に企業価値に比例していなくてもいい、とする余地はあるわけです。まず当事者のした判断が、企業価値から見て合理的に説明できるかどうか。それを明らかに超えている場合、仕方がないので、独自の立場から計算して割り振るということをせざるを得ない。ですから、裁判所が独自の力でしなければいけない場合というのは、二重、三重に限定されてこざるを得ないと思います。

次に、特殊な問題ですが、実質的債務超過会社の場合、このシナジーの配分にはやや面倒な問題があります。これは考え方と結論だけ申し上げますが、2つ話があります。

1つは、そもそも債務超過会社の企業再編はできるのだろうか。債務超過会社といっているのは、いわゆる実質的債務超過会社のことで、簿価のみならず時価で全部評価し直しても債務超過ということです。こういう会社を含む企業再編が可能かどうかということは、新法でも、依然解釈論の問題です。合併差損などが出るのは認められますが、それは簿価の話であります。簿価でマイナスが出るときに、無理やり時価評価をし直したりしなくてもいい、ということまではあの条文から読めますが、それ以上のことは実は読めないのです。

結論だけをいいますと、立案担当者もその趣旨を述べていますし、多くの

学説もそういっています。しかし、新法のもとでは、実質的債務超過の会社であるというだけの理由で、組織再編の当事者になることができない、例えば消滅会社になる場合であってもできない、ということにはならないと考えております。

問題は、その場合のシナジーの分配です。そういった再編が行われた場合の買取請求の考え方です。これも場合を2つに分けなければなりません。十分な情報の開示がなされた上で、独立の会社がした場合であれば、裁判所はタッチしないということになります。そうでない場合の分配のあり方ですが、片方が実質的債務超過である場合は、発生したシナジーは、そうでない方の会社が独占して構わない、ということにならざるを得ないと思います。限りなくゼロに近い会社と優良な会社ですと、配分は限りなく偏りますけれども、それがゼロになり、マイナスになったら、これはシナジーがとれないということになっても仕方がないということでもあります。

しかし、その場合であっても、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」の基準による救済がなくなるわけではないので、現状より悪くなるようなことはない。つまり、債務超過会社でも株式は一定の価値がついているはずで、その価値は最低限保証されることになると思います。それゆえ、ただで常に追い出せるというわけには、ならないと思います。

次に、「決議ナカリセバ」基準というのを隠すケースは、今までも何度か出てきました。裁判所は公正な価格の算定に当たっては、相当抑制的に介入すべきだと申し上げましたが、それはすべて再編がなされた場合の公正な対価、それを前提にした算定の話です。「決議ナカリセバ」という従来の基準については、そういう制約は全くかぶらないで、常にこの価格による請求はできると思います。それは、従来もそうであったということに加えて、この基準による救済というのは全く機能が違うので、多数株主、少数株主の利害対立によって決定がゆがめられたという話とは無関係に生じるような場合も、対象にした話だと考えるべきだからであります。

(3) 買取価格算定の基準時

次に、全く別の問題ですが、最初の方で予告しました算定基準時、正確には対価が株式の場合の金銭への換算時の話について少しお話ししたいと思います。

価格算定の基準時も、同じような問題があります。「決議ナカリセバ」の基準の場合は、恐らく従来の考え方でいいと思うので、ここでも新しい方の基準、再編があった場合の公正な対価の保証という基準を前提にお話ししたいと思います。難しいのは、対価の種類によって細かく分けて考える必要がありそうだということでもあります。

まず第1に、現金などを対価とする場合です。この場合考え方は比較的簡単でありまして、公正な対価を現金の形で受け取ったら幾らもらえたはずであるかということを考え、それに足りない額を足し算した額で買取請求できるということです。別の言い方をしますと、決議の時点で、あとどれだけ合併交付金などを積んでおけば、公正な対価と判断されただろうか、という判断を裁判所はするということだと思います。

こういう形の場合、買取請求権との関係で、株主の投機的な行動は余り問題とならないと考えていいと思います。つまり、再編の効力の際に現金などをもらうという条件で決定がなされていますと、企業再編の決議後は、恐らく再編条件である金銭の価格の周辺で、株式はずっと張りつくでしょうから、株主のその後の投機的な行動を余り気にすることはないと思います。

問題は、存続会社の株式などを対価とする、いわゆる従来型の再編が行われた場合です。この場合、反対株主は公正な比率が存続会社株式の割り当てを受けて、存続会社株主になった場合の利益が保証されるということになるわけです。

まず第1に、再編比率の公正さの判断、これ自体は決議時点で判断されます。問題なのは、公正な比率が採用されていたなら割り当てられたであろう株式の評価というのが、どの時点でされるかです。考えられそうな典型的な時点として、買取請求の決議が行われた時点か、株式買取請求権を行使した

時点か。もう1つは裁判時点というのもあり得なくはないのですが、これはどうかと思います。基本的にこの2つで考えますと、従来は基本的に決議時、場合によっては、それよりさらに前の計画公表時というようなことをいっていたのですが、本当にそういう基準でいいのだろうかということです。

もし合併その他の承認決議時を基準としますと、株主は、その決議時点での株価に対して、それを公正な割り当て比率で修正した額、これが保証された状態で、買取請求時まで自由に当該株式を売買することができることになります。

買取請求時が基準となるとすれば、買取請求時の時価を公正な割り当て比率で修正した額を受け取るか、それまでの間に株式を売買するかという選択肢が与えられることになります。

どちらでも多少の投機的な行動は可能ですが、従来の「決議ナカリセバ」の基準のもとでも似た問題があったので、余り深刻に考える必要はないというふうに思われるかもしれませんが、そう割り切るのもひっかけりは覚えます。といいますのは、従来のルールですと、会社が株価を下げるような、会社の側で問題のある行動をとらなければ、かなりの程度問題は緩和されたからであります。多くの場合、まともにいい合併をしていれば、プットオプションの行使価格は、決議時の株価よりは相当低くなっているというのが通常のはずだからです。

これに対して、もし改正法のもとで決議時の株価というのを基準にしますと、決議時点の株価がそのまま買取価格になります。しかし、完全に公正な比率で決議し、会社の側として何も問題がないにもかかわらず、決議時点の株価を行使価格とするプットオプションが与えられる。これは大体3カ月後ぐらいが行使期日になる、現在の株価を基準とするプットオプションになりますので、価値は非常に高いと思います。これが与えられて、これは防ぎようがない。理想的なことをやっている場合そういう状態になり、これは幾ら何でも、組織再編に反対する理由が強くなり過ぎるのではないかとも思われます。

そうなりますので、結局、新法のもとでは、買取請求権の行使時の株価を基準に判断せざるを得ないと思います。これは新法上の買取請求時期の規制が適切ではないことにも、部分的には由来する問題であります。法制審でも基準時は議論され、私は、当然これは決議時でしょうとってしまったのです。議事録を見ると、はっきりそう書いてあり、非常に恥ずかしい。あのとき買取請求権の行使時というのは、決議時点からの非常に短い期間だと思い込んでいましたので、それであれば決議時と考えていました。しかし、随分先だということになりますと、やはり考え方を修正する必要がある出てくると思っています。

今の議論で、言葉遣いの問題かもしれませんが、ちょっと混同すべきではないことがありますので、念のためにもう1回触れます。今申し上げたことは、対価の公正な判断の基準時が、現金かそうでないかによって違うのではないのです。対価の公正さの判断の基準時は、現金の場合も株式の場合も、あくまで決議時点。現金の場合は額の公正さ、株式の場合は比率の公正さを決議時点で判断するのです。しかし、得られた対価について、株式の場合は得られるはずの対価の金銭的評価が問題となるので、その話が少し新しい問題として出てきます。それについては、後ろにかなりずらす必要があるだろうという話であります。

4 全部取得条項付株式と株式買取請求権

今までの話が企業再編を前提とした普通の買取請求の話ですが、少しずつ変わった方向にいくことにします。全部取得条項付株式の買取請求です。

既に説明しましたように、株式買取請求権は、株主の権利内容の多数決による変更を正当化するという機能も与えられています。全部取得条項付株式のときにそれが問題となるのですが、組織再編の場合と違い、このシチュエーションでの公正な価格について、従来ほとんど考えられてこなかったのではないかと思います。そもそも最初に申し上げましたような理由から、全部取得条項付株式の利用それ自体が、合理的に制限されなければいけないのでは

ないかという印象を持っています。それが認められる場合の救済内容について類型に応じて考える必要がありそうです。

ここでは、間違いなく利用できる典型として、いわゆる百パーセント減資について、見ておきたいと思います。それ以外の使い方場合は、また考え方を整理する必要があると思いますが、典型的な場合だけを考えたいと思います。

百パーセント減資については、全部取得条項付株式を使ってこれを行う場合、2つの根拠で株主は金銭的な保証を請求することができます。1つは、全部取得条項をつける定款変更決議の反対によって生じる買取請求です。もう1つは、全部買取決議によって生じる、会社法172条の価格決定請求権です。後の方の価格決定請求権については、「公正な価格」という文言もなく、完全なフリーハンドであるかのようにも見えます。しかし、これについても買取請求などと同じように、考え方の整理をしておく必要があるのではないかと思います。

まず、分解して考えますと、最初の方の全部取得条項を付す定款変更決議は、単純に株式の内容が制約されるだけなので、恐らく従来の株式の価値を保証するという救済になると思います。したがって、「決議ナカリセバ」基準だけが、この場合は問題になると思います。百パーセント減資が問題となるような典型的な場合を前提にしますと、ほぼゼロだと思いますが、そういう形になると思います。

問題は、全部取得条項に基づいて全部取得を行う場合、恐らく全部取得が行われて、直ちに増資がなされるのですが、そういう場合であります。百パーセント減資によって既存株主が全部追い出され、新たに資本注入に応じる株主が出てきますので、そういう形の再建によって得られる利益を新しい株主が全部独占できるわけです。その限りで、企業再編の際のシナジーの分配に似た問題があるはずです。逆に、シナジー的なものを新しい株主に独占させることによって再建を可能にしよう、そういう仕組みといってもいいわけです。

そうなりますと、組織再編、企業再編の場合のシナジーの分配を反映させた買取請求権の行使と買取価格の決定ということが、ここでも出てくることになります。何点か形式的な議論、実質的な議論をしなければいけないと思います。形式的に見ると、新しく資本注入する株主というのは、全部取得決議そのものによって利益を得ているのではなく、その後の株式の引受けで利益を得ている。よって、これは全く別であり、全部取得決議それ自体は除かれる話で、従来の株式の価値でいいという形式論もできなくはないのです。しかし、この形式論は、幾ら何でも少し危険だと思います。

まず第1に、全部取得と新株発行は、やはり一体と見なければいけない。株式を全部取得して、そのまま放っておくことはできませんので、当然その後の新株発行は予定されているわけで、両者を一体として見なければいけない。第2に、この手の形式論を認めると、組織再編の直前に全部取得を行うと、すべてシナジーの分配をしなくていいということにもなります。

しかし、一体として見たらどうなるかというのは、難しい問題であります。百パーセント減資が問題となるのは、実質的債務超過会社の場合が多いと思います。実質的債務超過会社を、例えば吸収合併する場合の買取請求権の保護については、先程存続会社側がシナジーを独占してもいいと申し上げました。同じような議論がここでも妥当するのであれば、全部取得条項付株式によって追い出される、百パーセント減資によって追い出される株主にも、シナジー的なものは配らなくてもいいという議論は可能になるかもしれません。

その場合も、何もいえなくなるわけではない。「決議ナカリセバ」に相当するような救済は、債務超過会社の吸収合併の場合でも考えられたわけですが、それに相当する価格決定の請求はできると思います。これは実質的には非常にノミナルな額ですけれども、常にゼロとは限らない。限りなくゼロに近いと思いますが、請求はできると思います。

実際の運用がどうなるかといいますと、実質的債務超過会社である限り、従来の用語法でいえば、無償の強制消却を行って、もしある株主が文句をいっ

てくれば、なけなしの対価を払えばいい、という形の価格決定請求の運用になると思います。完全にゼロできるわけではないという限りでは不便かもしれませんが、多数決でできるようになったことの引きかえで、若干の文句をいつてきた人に対するノミナルな支払いぐらひはする、というのが改正法のもとでの運用なのかと思っています。

今の議論は、実質的債務超過会社であることを前提にしていますが、条文では何の制約もかぶっていませんので、実質的債務超過でない会社で百パーセント減資をしたという場合になりますと、先程からの議論は全部根本が崩れて、新しく資本注入する人とのシナジーに相当するような、公平な利益の分配ということが、正面から出てこざるを得ないと思います。その結果、買取価格も相当高額になる可能性はあります。そもそも実質的債務超過会社でない会社について、無償の百パーセント減資などというのできるのかということが問題だと思います。仮に実施した場合の救済としても、相当高額な価格決定請求ができると考えています。

5 新株予約権の買取請求権

最後に、ますます変わったものになりますが、新株予約権についても買取請求という制度が導入されましたので、これについてもお話ししておきたいと思います。これは株式買取請求権に一見似ていますが、全然違うという話をするための例であります。

新会社法は、企業再編の場合の新株予約権の買取請求を規定しております。これは、企業再編が行われる場合に、新株予約権が引き継がれる旨及びどういう条件で引き継がれるかについてあらかじめ発行時に定めておき、それに合った引き継ぎをすればいい。しかし、それ以外の場合には公正な価格、同じ言葉が使われていますが、新株予約権を公正な価格で買取請求できることになっているわけであります。

この場合も買取請求と同じ言葉が使われており、どういう意味なのかということが出てきます。従来の「決議ナカリセバ有セシ価格」なのか、それ以

外の価格なのかという疑問が出てくるのですが、恐らく2つの場合に分けて考えることになるのだと思います。

1つは、具体的な引き継ぎ条件がはっきり規定されている。つまり、機械的に当てはめれば、引き継ぎ条件が分かるような場合であります。この場合は、「決議ナカリセバ」ではない、条件どおり引き継ぎがなされた場合に得られた利益の保証だと思います。

しかし、私の知る限り、具体的な引き継ぎ条件がきっちり書かれた新株予約権が、発行されているのだろうかという気はします。公正な方法で算定して引き継ぎますとか、何らかの会社の裁量権が入っているような書き方をしているものが多い。単純に株式の比率に応じてオプション行使の場合の割り当て数を決めます、などとはなっていないのが普通なので、こうしたケースは実際には少ないと思います。

それ以外の場合は、企業再編の際に新株予約権を引き継ぐことは決められていたが、引き継ぎ条件が十分に具体的でない場合と、そもそも再編の場合の取り扱いが全く定められてない場合です。こうした場合、仕方ありませんので、その再編時点での評価額で買い取る、ということにならざるを得ないと思います。前者のケースは、いわば履行利益的なものが賠償請求できるようになっているのに対し、後者の方は開示をした場合の原状回復にしかないような扱いだと思います。

そうした意味で、新株予約権については、非常に契約類似の処理になっている。株式の場合とは相当性格の違う発想で公正な価格を解釈していくことにならざるを得ないと思っています。

むすび

最後になりますが、改正法の内容を考える上で、特に重要と思われる視点に幾つか触れておきたいと思います。今まで述べたことの繰り返しになりますが、余り強調されることがないので、列挙しておくことにします。

まず第1に、株式買取請求権は、単なる企業価値の評価、株式の価値の評

価という作業ではなく、企業再編条件についての裁判所の事後的な介入、審査と、場合によっては条件の再設定という性格を持つようになった、ということであります。そのことは、あわせて株式買取請求権の機能が、従来の教科書に書かれていたような、株主の投下資本の回収の保証とittedだけでは説明ではない性格を、帯びることになってきたことも意味します。

2番目に、新法のもとでは買取請求権は、企業再編による付加価値の再配分と、企業再編がなかった場合の地位の保証という二重の機能を持つことになります。

第3に、企業再編による付加価値の再配分の方の機能については、どういう場合に裁判所が介入しなければいけないのか、どういう基準で、どういう手順でやるのかということは、多少は詰めて考える必要があります。私は、裁判所の能力を信頼しない方向での解決策を申し上げましたが、異論は色々あるであろうと思っています。

第4に、買取請求権の行使時期に関する規制の不適切さと相まって、機会主義的な行動の危険は大きい制度です。根本的には制度のつくり直し、二重の機能の分解という方にいくべきだと思いますが、当面は、例えば、従来型の組織再編であれば、買取価格の算定の基準時などについての考慮が必要になってくると思います。

最後に、全部取得条項付種類株式制度については、形式論ではともかく、その運用次第によっては、組織再編についてとられている政策判断と、実質的に相入れない結論になる危険が少なからずあると思っています。その結果、制度の利用それ自体の制限と、この制限が利用された場合の株式の買取価格、あるいは取得価格の決定の合理的な解釈が必要となってくると思います。

百パーセント減資については、若干申し上げましたが、むしろ本当は議論しなければいけないのは、そうではない、より濫用的なケースだと思います。しかし、どういう場合にこれが使われるかというのが、全く見えていない状況なので、今後、現実に使われる利用の状況を見ながら、考えていきたいと思っています。

私の報告は、以上です。

江頭共同会長 どうもありがとうございました。

討 議

江頭共同会長 それでは、討議に入らせていただきます。

株式買取請求権、特に藤田委員が重点を置かれた買取価格の問題については、市場価格のある株式の場合と、ない株式の場合の差異という問題もあります。また合併のような典型的な企業組織再編の場合と、全部取得条項付種類株式のような場合とが同じであるのか違うのかといった問題、そして、例えば合併でも、存続会社側と消滅会社側とで同じなのかという問題などが従来からあったように思います。しかし、従来、それについて深く追及した研究は少なかったように思います。

きょうは藤田委員から、従来からの問題点も含め、大変有意義なご報告をいただいたと思います。

理論的な話が多かったのですが、まず実務的な観点から何か質問等がありますか。

中村委員 パワーポイントの資料6ページの「公正な価格」の解釈のところで、裁判所が独自に評価すべき場合について、相当抑制的になされるべきということをお伺いしました。

独立当事者間の交渉による比率の適正というのが一応保証されているとしても、例えば自分の会社の経営陣がおろかな交渉の結果として、合併比率が必ずしも相当な比率に決まらなかったというケースで、機関投資家等が経営陣に友好的で3分の2の多数がとれたというケースは、必ずしも多数対少数という資本多数決固有の問題がある場合ととらえられないような感じもします。

そういうケースにおいても、裁判所における救済が必要なケースがあり得るという感じがします。したがって、「公正な価格」について、裁判所が独自の価格算定をする必要があるようにも思われますが、その観点で、資本多

数決固有の問題がある場合として、どのような外縁まで含むのかということについて、お教えいただきたいと思います。

藤田委員 資本多数決固有の問題といったときに、いわゆる「合理的無関心」の問題が含まれると考えるとすれば、今の問題が入りそうですね。そういう意味では、「資本多数決固有の問題」という表現は直した方がいいと思い始めました。今中村先生がいわれた問題は、私は救済するに値しないケースの典型だと思っております。もちろん、救済は、ゼロでなく、取締役を訴えるなり、「決議ナカリセバ」の価値での買取を求めるなり、それはあり得ると思います。しかし、情報が適切に開示されて、多数・少数がない状態で起きた決定であれば、株主がばかな決定したら、それは株主が、責任をとるべきだと思います。それについて、会社法は、ほかのところでも全く救済してないと思います。ただし、「決議ナカリセバ」の方はあるので、反対して、私は賢い、ばかな人達のせいで巻き添えを食ったという人は、なかった場合の地位までは保証してもらえます。これは従来からありますし、なくなっていないと思います。

江頭共同会長 合併を考えますと、その実体を買収の場合には、一応は独立当事者間の取引と性格づけられる例が多いかもしれませんが、買収側と被買収側があった場合、買収側が、いくら出すかは、たしかにビジネスジャッジメントの問題です。それに対し、買われる方は、取締役等に潜在的には利益相反の問題があり、そちらはかなり問題です。それゆえ、株式買取請求のようなものが重要になってきます。しかし、買う方については、本当に株式買取請求で救済しなければならないような状況なのかというところから、そもそも問題があるという気はします。

黒沼委員 今のお答えというのは、独立当事者間の合併とそうでない場合とで、「公正な価格」の解釈に差を設けるべきだ、ということですか。

藤田委員 解釈というより、「公正な価格」そのものは裁判所が決めるのですが、その場合、裁判所が何を「公正な価格」と考えるかというときに、どこまで独自で、自分の頭で考えなければいけないかということです。今の独

立当事者間であつたら、当事者が決めた条件をそのまま「公正な価格」と受け取って解釈していい。その結果、買取請求権はなくなりますが、行使してもむだな価格にしかない。

黒沼委員 それは独立当事者間の合併であれば、当事者間が合意した価格が「公正な価格」とであると解釈するということではないですか。

藤田委員 そうですね。

黒沼委員 独立当事者間かどうかというのは、合併無効の無効事由があるかどうか、そういうところで判断するのはわかるのです。しかし、合併無効の無効事由まではいかないが、買取請求権は認めましょうというのが制度としてあり、それを判断するときに、そこで差をつけるという発想はどこから出てくるのでしょうか。

藤田委員 例えば、通常の取引について、取締役の責任が問題となるようなケースでも、裁判所は原則として内容には介入しません。そして、純粋な利益相反取引であれば介入するわけですが、それが任務懈怠になるかどうかというのは、最終的な条件の内容で決まると思うのです。そのとき条件をどう判断するかというと、その他の独立当事者間の取引などと比べておかしい内容であればなると思うのですが、それと同じような発想だと思います。

現にそこで独立当事者間として交渉しているのだから、それはそのまま当てはめてよろしいという論理なのです。

黒沼委員 利益相反取引の場合であれば任務懈怠までつながる問題だということですか。

藤田委員 普通の利益相反取引などの場合の、適正な条件というのは何かということを考える場合と、同じような発想で考えていいと思うのです。

従来、確かに、公正な合併比率は、合併無効の話との関係で論じられることは多かったかと思います。まあ、企業価値に応じて合併比率を決めるという場合、基準そのものも人によって全く違い、独立当事者間取引か否かを問わず、常に企業価値に比例していなきゃいけない、ということを抽象論として説かれる方もいらした。だから従来の基準というのもよく分からないとこ

ろはあるのですが、発想そのものは、効力要件の話にあえて限定して議論しなければいけない、というものではないと思います。

前田幹事 今回の買取価格の改正は、組織再編の対価柔軟化とは、論理的には無関係であるというお話はよくわかりました。ただ、現金交付合併がされた場合を考えてみますと、同じく合併に反対している株主の中に、株式買取請求権を行使せずに単に合併対価として現金を受け取る株主と、わざわざ株式買取請求権を行使して現金を受け取る株主と、両方出てくる。そうしますと、対価が柔軟化した関係で、この両者の均衡が、気にならざるを得ないのです。

藤田先生のお話では、独立した当事者間であれば、普通は両者、つまり、合併対価として現金を受け取る株主と、株式買取請求権を行使して現金を受け取る株主と、その受け取る額は同じであるということですか。

藤田委員 同じになる。それゆえ、行使してもむだになるべきであると思います。

前田幹事 しかし、裁判所が、シナジーの分配が十分に織り込まれていないと判断すれば、裁判所は買取請求権の価格を、高く決めることはできるのですよね。

藤田委員 裁判所は、そういう形で価格の決定をするな、というふうに主張していることになりますね。それは裁判所のやることではないといっているのです。

前田幹事 分かりました。ありがとうございました。

中東委員 独立当事者間取引ならば、という基準は非常にわかりやすいと思います。しかし、先ほどシナジーの分配を多数株主が全部持っていてもいいとするのは、また、百パーセント減資の場合でも、債務超過会社の取り分はゼロでもよいとするのは、独立した当事者間であったら、そのような交渉をしないと思うのです。中村先生の言葉で申し上げると、おろかな交渉をしていると思うのですけれども、本当にそれでいいのでしょうか。

藤田委員 債務超過会社の場合や、百パーセント減資の場合は、賢いからこ

そ、ゼロでないのではないか。むしろ発想として。そうでないと、成り立たないからではないですか。例えば百パーセント減資というのは、このままだとだれも増資してくれないので、追い出すという形で初めて再建が成り立ち得るケースです。

中東委員 取り分はゼロなのだけれども、買取請求を行使したら幾ばくかもらえるということでしょうか。

藤田委員 幾ばくというのは、「決議ナカリセバ」の方がもらえるわけです。それは認めています。

中東委員 合併のときに、プラスのシナジーがある場合に、それを多数株主が独占してもよいということをおっしゃったと思うのですが。

藤田委員 まず独立当事者間で決めたのであれば、それを尊重するというのが基本線なんです。ゼロであってもよい。次に、そういう交渉ではない場合であれば裁判所が独自に価値を決めますが、裁判所はシナジーの源泉みたいなものは分からないという場合には、企業価値で割るしかない。最後はそれで割るしかないというのが考え方としてデフォルトだと思うのです。それでいくと、マイナスの会社とプラスの会社の場合、マイナスの会社が仮にゼロとかゼロに限りなく近いと、シナジーの割り方は、限りなくゼロに近づくはずで、それがマイナスになったときに、ゼロでいいということではないでしょうか。

中東委員 マイナスの会社を考えずに、設例2の②の場合（企業価値は上がるが、甚だしい利益移転があつて、少数株主が以前よりも悪い状況に置かれる事例）だけをお聞きすれば、誤解がなかったと思うんですが、このときは多数株主がプラスのシナジーを独占していますね。

藤田委員 してます。

中東委員 それで構わないという話だったと思うのですが、それでよいのでしょうか。

藤田委員 構わないとはいってないと思いますが、これは子会社の吸収合併なので、当然には認められるケースではないです。よほど何か特殊な事情が

合理的に説明つかない限り、この偏りは正当化できない。これはだめです。しかし、これが完全に独立な会社同士でこんな分配であったら、中村先生のさっきのお話で、自業自得ということです。

青木委員 独立関係というのは、どういうふうに決めるのでしょうか。例えば合併の場合は、これは比較的分かり易いのかもしれません。しかし、救済型というか再建型になると、例えば取締役を送っている、親会社・子会社関係はないが、関連会社の人が取締役に送られているという場合は幾らでもある。こういうことはたちまち独立関係ではないということになりますか。

藤田委員 今のは、簡易とか略式でない、総会決議が必要な場合ですね。

青木委員 そうです。

藤田委員 その場合であれば、最初の案をつくる人が、取締役として兼任していたというだけでは、独立関係がないというふうにはならない。多数決を行う会社の方の株主間に、多数少数の利害対立がない限りは考えていないのです。子会社の吸収合併とか同一支配会社化の場合というのは典型です。まあ、それしかないかという、多少は広がるかもしれません。ただ役員の兼任それ自体は、直接そういう場合になるとは考えていません。

江頭共同会長 独立か独立でないかは、人によって判断が分かれるので、先程いったように、買う方が幾ら色をつけてやるかは、完全にビジネスジャッジメントで、他方、買われる方については、原則として何か利益相反はあると思っていた方が、いいのではないかという気がします。

藤田委員 それは経営者の利益相反を、主として念頭に置くのか、株主のレベルで、自分たちは得するがほかの株主は損するという、利益の出方を気にするかだと思います。取締役の方の利益相反を重視するというのであれば、先ほどの青木さんの質問は、そちら側に関係するのですが、今いった方向になってくるかと思います。

今まで、買取請求権制度というのは、資本多数決との関係で考えてきたのか、それとも取締役のその種の利益相反との関係で考えてきたのか、よく分からない。整理ができなかったところなのです。

江頭共同会長 区別すべき点は色々あると思います。今は市場価格のある株式を前提に議論していますけれども、そうでない会社の合併もあるわけで、そのケースでの株式買取請求権は、端的に、株主に売る機会をなるべくたくさん与えた方がいい、ということはあったと思います。

藤田委員 それは額の問題というより、とにかく「決議ナカリセバ」でも何でもいいから、現金がという話ですね。

江頭共同会長 何でもいいから、現金化する機会を与えるということです。

藤田委員 これは今回の改正によって変わった買取価格の話ではないですね。そういう発想からすれば、むしろ交付金合併など、よくぞ認めてくれましたということになるでしょう。今言われた話に係るのは、むしろ、今回の改正にはない機能です。閉鎖会社の買取請求権制度は機能が全く違うという議論が昔からありますが、そちらの話です。

江頭共同会長 パワーポイントの資料の最初のページですが、新会社法による主要な改正点には、もう1つありまして、それは株式買取請求の効力発生時期です。例えば、合併の消滅会社については、合併の効力発生時に株式買取請求の効力が発生する。他方、存続会社の方は、金銭の交付時である。この問題は、先ほどいわれた、いつを基準時にするかに関係してくると思います。素直に考えれば、株式買取請求の効力発生時が基準時であるはずである。しかしその原則だけで問題を処理すると株主の濫用、市場開放をにらんでの投機が始まるので、よくある議論は、基準時は基本的には株式買取請求の効力発生時だけれども、例えば決議時からその時点までの値上がり分は考慮せず、他方、値下がり分は考慮する。これは判例に時々出てくる議論です。この点も色々な見方があるので、その点も改正点の1つとして挙げておいた方が、いいのではないかという気がします。

藤田委員 下がる方を見るのは、私も全く異論がなかったのですが、下がる場所だけ見るという理屈が、立つのかどうかがよく分からない。

江頭共同会長 今までの裁判例で、あるのではないですか。ある時点から値上がり分は見なくていいというのは。

藤田委員 「決議ナカリセバ」の方の、理論的説明がつかないというふうに評価されているかなと思いましたが。

江頭共同会長 投機を防止するためには、理論的に説明できるかどうかはともかくとして、あり得る考えではないですか。恐らく実務には、そうした考えが非常に強いのではないかという気がします。

藤田委員 決議の時点の価格を上限としてということですね。

江頭共同会長 そうです。

中東委員 決議に反対しているのですから、決議の成立を前提とした値上がり分を含めないのは、自然なことであると思います。

森本共同会長 7ページの上の価格算定の基準日について、2度丁寧に説明されたので、余計分からなくなったのです。現金の場合には、承認決議時でいい。これは比率の公正さと同じで、存続会社の株式の場合に比率の公正さは、決議時に判断されます。例えば1株対2株にしますと、その1株の評価額は、買取請求時といわれました。この買取請求時というのは、例えば1日目の人と20日目の人とで変わるという話ですか。

藤田委員 それは差が出ても構わないかなと思っています。

森本共同会長 そういう意味では、先ほどちょっといわれた併合なども、ケース・バイ・ケースということになるわけですね。

藤田委員 はい、そうなります。併合されても日によって価格変わることがありますので、併合したら差がつけられないかどうかは、よくわからないのですが、よりやり易くなると思います。

森本共同会長 それは投機を排すという趣旨からですね。

藤田委員 そうです。しかし、それを強くいうと、先程江頭先生がいわれたように、むしろ上限を決議時点にした方がよいのかもしれない。

森本共同会長 買取請求価格について、複数の人がそれぞれ違っていいということを、織り込み済みかどうか確認させてもらいました。

藤田委員 その時点から撤回できなくなりますので、その後の上下をカウントすると、かわいそうかなということで買取請求時と考えてみました。

森本共同会長 撤回できないということは、今度は特定の日ではないから、請求時でもいいし、効力発生時でもいいということになりますね。

藤田委員 そうですね。

森本共同会長 その意味での大きな差はないように思うのですが、どうでしょうか。

藤田委員 撤回できなくなった以上、そうかもしれません。

森本共同会長 例えば、価格の決定について、117条4項を見ると、効力発生日から60日は利息を払わない。効力発生日の60日後からは利息が入ることになります。こういうことから効力発生日のほうが、買取請求時期よりも、あらゆる人にいいのではないかと思いました。いずれにせよ、これはマイナーな問題です。

藤田委員 効力発生時か請求時かは、決議時をとる場合ほどの差はないので、まあそれほど大きな違いはないかもしれません。

森本共同会長 むしろ20日の間で変えるべきであると、積極的に思わないようにということなのです。

藤田委員 差し当たり採用した理由は、先程述べた撤回のところですが、そこは見捨ててもいいのかもしれません。

江頭共同会長 そう思いますね。買取請求した以上は、撤回が原則できなくなったのだから、買取請求の効力発生時の方が、理屈はつきやすいように思います。

藤田委員 買取請求は、期限が来たらいきなりするのではなく、直前にこうして捨てようというのは、それで割り切りとしてはあると思います。

江頭共同会長 決議時点と買取請求の効力発生時点とが、それほど離れるのかということについて、先程はこれが3カ月あるという前提の話でした。しかし、新会社法は、そうではなくなる、ということを前提とした法制度なのではないのですか。今までは確かに10月1日か9月30日かを合併の効力発生時とすることが多かったと思うのです。しかし、そうではなく、総会決議前から買取請求の手続はやっておく。つまり通知などは承認決議前にやって

において、承認決議があったらすぐに合併の効力を発生させるというやり方が、新会社法ではできるようになった。それを前提に20日云々の制度になっているのではないですか。逆にいえば、そういう制度になっているのに、3カ月後に効力発生ということにすると、投機されても仕方がないのではないかと。

藤田委員 撤回に制約を課したので、十分な考慮期間があるようにわざわざ効力発生時の20日前にしたという立案担当者の説明が一方であります。そうだとすれば、必ずしもすぐに効力を発生する場合は、常に念頭にあったのかどうかは、よく分からないと思います。

江頭共同会長 この辺は、中村さん、太田さん、どうなる見込みですか。

中村委員 恐らくはそんなに時間は置かない形だと思います。

藤田委員 そのぐらいというのはどのくらいですか。

中村委員 ちょっと現状では見えていません。

藤田委員 1カ月も置かないのではないのでしょうか。決議から1カ月超えると、かなり引っ掛かりがあります。

中村委員 今情報は持ち合わせておりません。

江頭共同会長 実例はまだないのですか

藤田委員 検討はしていますが、まだありません。

太田委員 状況に応じても、多分異なるものだと思います。前からそういう準備ができるような場合もあるでしょう。またMBOの場合のように、TOBで全部とってから、産活法の現金株式交換でスクィーズ・アウトを行うわけですが、そのときに手続の流れとの関係で、余り前から買取請求をスタートしていいのかなどなのか。準備が間に合わないということもあるかと思いますが、色々と議論しているときには、やっぱり買取請求手続を前倒しにするのは、何と怖いというか、今までの実務との連続性から何か積極的な理由がないと、なかなかそうしないのではないかという気がします。まだこうしたことについて、実務が固まる関係ではないと思います。

黒沼委員 公正さとか「公正な価格」というのは、ここでは企業価値ということで議論されていて、直接株価との関係は論じられていないのですね。

藤田委員 この時点で、直接していません。

黒沼委員 そうすると、きょうのご報告から外れるかもしれないのですが、よくある議論で、企業再編を公表すると株価は変動するので、あるいは新株有利発行のときによく議論されますが、統合前の株価を基準にして、「公正な価格」かどうかを判断すべきだと。そうでないと、シナジーの分配が不当になるという議論があります。私は、企業再編なり新株発行をやると公表した後の株価の方が、むしろシナジーを含んでいる価格であって、それを基準にして比率を決めるのが公正な比率ではないか、価格ではないか。ただし、そのときに条件を合わせて公表すると、その条件につられて株価が変動しますので、条件を公表しないで、ただ企業再編をするということで見ないといけない。こうしたことについて、どのようにお考えですか。

藤田委員 従来の判例の関係等でいっていた、公表後云々というのは、「決議ナカリセバ」ということなので、ああした枠がはまったのです。「決議ナカリセバ」、つまりなかったことを前提にする以上は、織り込んだのは排除した方がいいという理屈です。その話と、条件を考えるときのシナジーの分配が、企業価値に応じるべきだという話とは、一応次元が違う話なのですが、後者についていうと、既に両方の株価が上がってしまっている状態で割り算するものなのかなのです。

要するに、シナジーの分配というのは、何もなかった場合の状態を両者とも考え、その状態で割り算すると、発想として思っていました。そうだとすれば、その後の株価の変動は、みてはいけないと思うのです。従来も、企業価値に応じて合併比率を決めなければいけないと学説は説いてきましたが、そのとき、何を前提にした企業価値を考えていたのかということです。私は、両方とも何もなかった場合を前提としていたと思っています。

黒沼委員 そうすると、ここでいう決議時の公正さの判断も、計画が公表される前の、もし株価を算定するならば、それを参考にして公正かどうかを判断するということですか。

藤田委員 より正確にいうと、決議時点での企業価値なので、その時点で、

もし計画も何も漏れてなかったら幾らになっていただろうかと、抽象的な考え方としてはなるのだと思います。現実的にはそういうことができないので、恐らく前倒しにしたときの株価を見て、あとは回帰的な方法か何かで修正して大体そういう数字と推定する手法になると思います。株価で企業価値をはかるという手法をとればですが。

黒沼委員 例えば、救済合併などで、救済合併を公表すると、救済される側の株価が上がり、救済する方が下がります。本来そういう合併は、救済する方の経営者として、やってはいけないと思うのですが、その変動した後の株価がシナジの分配比率ということになるのではないですか。ただし、もしそういうことをすると、救済合併が行われなくなるから、当事者間の交渉で決めていいというのは分かりますが。

藤田委員 いや、そうではなくて、救済を受けなかったらゼロに近い会社であるということなので、シナジを基本的に分配しなくていいという発想だと思います。だから、やっぱりそのときも再編がなかった場合を前提に分けていると思います。

逆に、再編がなされた場合のお互いの価値は、最終的には足し算されることになる。それが分配の基準を決めることになるので、理屈としてむしろ分からないですね。

黒沼委員 それは組織再編行為が、それぞれの会社にとって持つ価値が違うからではないのですか。救済される側にとって組織再編行為というのは、大きな価値を持つわけです。そういう行為をしてもらうのだから、その価値をもらっていいということにはならないですか。

藤田委員 たくさん利益を受けるから、たくさんもらっていいとはならないですね。分配について公正ということを用いるのであれば、何もなかったとき、交渉を考えれば、交渉が決裂したときの状態というのが両者の交渉のスタート行為になります。それを前提に交渉したと考えるべきではないでしょうか。

江頭共同会長 実質的債務超過会社の組織再編と全部取得条項付種類株式の百パーセント減資のときの扱いですが、その場合に株主が株式買取請求をす

れば、「決議ナカリセバ」幾らか値段がついていた限り、本当にいくらかもらえるのですか。

藤田委員 どちらの場合でしょうか。

江頭共同会長 まず、実質的債務超過会社の合併を考えますと、普通は、存続会社の株式を対価とする合併はできないと従来いつてきました。マイナス財産に対して株式は発行できないと。そのこのころはどう考えられるのですか。そういう形式的議論はとらないのですか。

藤田委員 それは今回とらないですね。資本充実が非常に緩くなったからできるようになりました。対価にかかわらずできるようになったと思います。しかし、決議の内容の公正の話は、後でもちろん出てくると思います。子会社などであると、場合によっては決議取り消し訴訟になるということは、また別論としてあると思います。

江頭共同会長 株価に値段がついていることは事実です。しかし、それは破産申し立てなり、解散なりされたら、ゼロになるものです。それと同じですから、実質的債務超過会社の組織再編の場合の買取価格は、ゼロでも仕方がないと私は考えていたのですが、本当に株式買取請求をすれば幾らかもらえるのですか。そのこのころは色々な考え方がありそうです。

中東委員 破産申し立てされたとか、外在的な要因でゼロだとされた場合にはやむを得ない気もします。しかし、資本多数決でゼロだと決められてしまうのはどうかと思います。解散をすればゼロになっただろうということはいえるかもしれませんが、組織再編なり百パーセント減資することで会社は生き残るわけですから、それなりに価値があったということになると思います。

中村委員 藤田先生や江頭先生のお考えとも少し違うと思うのですが、「決議ナカリセバ」の価格は、実質債務超過会社なのですから、むしろゼロでもいいという話しがあり得るのではないかと思います。他方でシナジーの分配という点については、救済される会社の方は非常にいい技術を持っている。それに対して救済する会社の方は、非常に資金力もあり、販路も持っているし、事業化能力も持っている。これが一緒になることによって、新しいビジ

ネスが生まれる。その将来のビジネスにおける収益力を、お互いが持っている技術力と事業化能力に応じて分配するという考え方はあり得るのではないのでしょうか。シナジーの分配は、できるけれども、「決議ナカリセバ」の方はゼロという考え方はあり得るのではないかと考えました。

藤田委員 シナジーを分配したらいけないといっているのではないんです。自主的に分配するのは当事会社の勝手なのです。ですから、まず、非常に技術力があるから買う価値があると思って、若干対価をつけて合併することは自由なのです。そうしなかった場合に、当然に、うちは技術力があつたのだから、買取請求のときのシナジーを幾ばくかよこせとまで権利としていえるかどうかです。技術力があつたということが、強いファクターになるかどうかがよく分からないです。

むしろ、買取請求の方が、解散してないことを前提に、現に価格がついて、「決議ナカリセバ」はゼロだ。というものは、決議なかったら解散していたと、そこがはっきりしているならいいのですが、それがいえないと、理屈として少しきついなという気がします。従来は確かにそれが起きなかったので、そうした買取請求の公表はなかったが、もしそういう合併ができるのであれば、ゼロということにはなり得ないかなという気はしました。

それを突き詰めていいますと、債務超過会社は、実質的に多数決で常に無対価で追い出せるということです。債務超過となると、そのようなものかという気はしますが、法的な倒産手続に入らないでそれができるかどうか。中東さんと、その感覚は同じなのです。

江頭共同会長 そういうことが起こるのは、必ず多数派が追い出すケースなのです。ゼロになる人ばかりであつたら、そういう意見は通らない。

藤田委員 要綱試案の段階でも、全部取得条項付株式でなくて、強制的な株式償却という制度でした。あのときも株式買取請求権というのは、制度として導入していたのです。ゼロでいいとしたら、償却は株式買取請求には伴っていない制度なので、株式買取請求権を導入するということ自体がどうなのでしょうか。

江頭共同会長 いや、それは本当にゼロかどうか分からないからです。多数派はゼロだといっているが、少数派はゼロだと思ってないときがあります。しかし、本当に債務超過なら、ゼロだと私は思っていました。百パーセント減資は、当然ゼロだと。

藤田委員 現在の株式の価値である限りなくゼロに近い価格というのが、百パーセント減資が多数決でできることのメリットの引きかえであるということが、もともとの発想なのかと思っていました。いずれにしても、額としてはそれほどではないとは思いますが、買取請求権の行使の費用を考えれば、現実的にはほとんど差はありませんが。

江頭共同会長 倒産手続に入ってしまうえばゼロなのです。例えば会社更生手続ではゼロになるのですから。

森本共同会長 少しもとに戻りますが、6ページの上の「公正な価格」、特に裁判所が裁量で積極的にやるのは、資本多数決固有の問題がある場合であるとされます。そして、3ページの17年改正前の議論ですが、17年改正前は、株主総会の特別決議があるので、特殊な事情がない限りは、無効事由にならない、あるいは決議取消事由にならないというのが、通説というか有力であった。しかし離脱の事由は認めようということで、「決議ナカリセバ」というものがある。これが従来の大きな流れと理解していいと思うのです。資本多数決固有の問題の範囲はあるにしても、昔の条文でいうと、247条の1項の3号の特別利害関係で、取消事由、さらには無効事由になるという考え方がなお有力だと思うのです。その247条1項3号的な問題、あれは「著しく」不公正ということがあるので、直接ではないが、基本的に藤田さんの発想にはそういうものを含む、と理解していいということですね。

藤田委員 そうです。247条1項が適用されるような特別利害関係人等保護の要件がある場合に近い場合、それより若干広いかもしれませんが、それが裁判所が介入すべき場合である。「著しく」がない分、恐らくその介入しなければいけない場合の基準は、もう少し裁量が狭いと思いますが、効力も否定されていないので、多少現実には介入はできるのだと思います。2つ要件、

実質的な方と介入すべきか否かの両方について、247条に近い発想です。

それは恐らく、先ほど申しましたが、利益相反取引などについての新法の整理も、それに近い方向になってきているのかと思っています。決議の話のみならず、一般的に利益相反状況のあるような場合、新法のもとでは、任務懈怠の反証ができるのです。

森本共同会長 最後のまとめの①と②で、裁判所の事後的な審査条件の再設定、とりわけ二重の機能のうちの後段がそれになるわけです。そう限定すると、事後的審査条件の再設定というのがやや薄れてくる。これを強調すれば、ヨーロッパのように全部に認めることにする。特に現金の場合は、500円で文句いった人が600円になったら、600円を全部にすることも合理的なのでしょう。事後的な審査条件の再設定であるが、特殊な利害関係取引があったら、企業再編条件についての事後的審査というよりも、利益相反関係がある場合のチェックに限定することが妥当なのではないでしょうか。それとの関係で、二重の機能のうちの「決議ナカリセバ」が8割、9割で、1割の話となるのかどうか、その辺がはっきりしないように思います。

藤田委員 適用場面は2つの機能で全く違うつもりです。このまとめのところは字数の関係で省略しています。再設定の機能を持つようになったということは、再設定のためにもっと頑張れという趣旨ではない。

森本共同会長 これだと、そうとる人もいるだろうと思ったのです。

藤田委員 森本先生のおっしゃるように、機能が加わったが、そうした機能は考えずにうっかり行使されると困る。逆にすべての条件を、再審査しなければいけないと受け取られると、結局全く機能しないという報告です。まとめの仕方の表現は直した方がいいですね。

太田委員 1つよろしいでしょうか。さっき藤田先生が公正な価値の算定の際に、「株価で企業価値を測るということを前提にすれば」という話をされていましたが、企業価値の測定において株価が出発点になるのか、それとも会社の純資産価格が出発点になるのかという点は如何でしょうか。典型的な状況を挙げますと、現在でも幾つかの会社は、株価が1株当たり純資産価

格を割っています。P B Rが1を大きく割り込んでいる会社も実態としてあるわけです。1株当たり純資産額が、例えば1000円である場合に、株価が500円で低迷をしています。プレミアムを40%つけて700円でT O Bをして、その後スキーズ・アウトをしますというときに、一体買取請求の額はどちらの方に寄せて算定すべきなのか。株価の方をベースに考えるべきか、純資産価格の方をベースに考えるべきなのか。いつも悩ましい問題で、どう考えればいいか。

藤田委員 今は純資産価格ではなく簿価である。

太田委員 実質P B Rとして、含み益も考慮した修正P B Rでも1を割り込んでいる異常な状況なのですが、現実には市場にはそういう会社が存在しています。そういう場合に一体どうすればいいのか。

藤田委員 それは固有の問題ではないですね。企業価値をどういう方法で算定するか。市場価格が信用できないときには純資産。簿価ではだめですが、そういう形にするかどうかということです。新株発行などのときにも全く同じようにあります。極端に投機で値段がずれているときに無視していいかどうか、あれと同じ問題で、抽象的にはそう答えるしかないと思います。

太田委員 株価にかなり重きを置かれるとすると、もう1つ情報開示で問題が生じる例があります。先程黒沼先生が出されたものと近いのですが、会社の売上げが下がっていて、近く業績の下方修正をするに至るであろうが、現在の状況ではまだ決算も締まってない。経営者の感覚としては業績は悪くなるであろうが、数字が固まってないので、対象会社自体としては、現在の段階では下方修正とかタイムリー・ディスクロージャーすべき段階にない。そういうときに、株価が今1000円で、1200円でT O Bをしたとします。その後業績の下方修正を行ったところ、株価は800円に急落をしたとします。その後スキーズ・アウトしますので、先ほどの現金対価による合併の承認決議の時点でいっても、そのときの株価は、下方修正の結果800円にまで落ちている。そうした場合に、ネガティブな、まだタイムリー・ディスクロージャーに至るまでに成熟してない情報を考えると、実態的にはT O Bの時点ではも

う少し安い価格が適正な株価であったかもしれないが、結果として株式買取請求が行われる時点では、T O B 価格より大分下の株価になっているという場合には、どちらをベースに買取請求の価格を考えればいいのかという問題です。

藤田委員 買取請求は基本的に、すべての内部情報を反映しなければいけないということではなく、情報を反映した額だと思うのです。T O B を高くかけておいて追い出したという、ストラクチャーの問題なので、今まで議論していた企業価値とか、通常の株式買取請求の価格の算定と違った異質の問題を含んでいるという気がします。

太田委員 違った問題を含んでいることは間違いないと思うのですが、追い出そうという目的があるわけではなく、たまたま株価が高くついてしまっているので、株を集めるためにはプレミアムを乗せざるを得ない。ネガティブ情報があるのを知っていて、T O B 価格を高くつける。その後案の定ネガティブ情報が出て、株価が下がった結果として、買取請求の段階では株価は下がっている。最初から低い価格でT O B を行うこと、ないし締め出しを行うことを意図しているわけではなく、もともと株価が実力以上の額で推移しているような場合に、内部情報を全部踏まえた上で、公正な価値を考えていいということになると、その後のタイムリー・ディスクロージャーされた時点、株価が急落した後の 800 円まで落ちた株価をベースに、買取請求の価格を考えていい、ということになるという気がするのですが。

藤田委員 買取請求だと、そうなるのが原則なのではないですか。

太田委員 なるほど。要は、藤田先生は、基本的には、内部情報も基礎として考えた場合の「公正な」株価が反映された買取価格であればそれでよいということですか。

藤田委員 そうだと思います。戦略的に今の逆もあると思います。悪いのを隠して合併して、相手方に損害をかけたとか、相手方はそんな条件であったら、合併しませんでしたというのは、当然いえると思うのです。そういう基本的な情報を反映した価格というのが基本なのですが、今の問題に対処する

としたら、買取請求の考え方の修正ではないところで解決すべき問題だと思います。

太田委員 もう1つ、非常に悩ましい問題がありまして、買取請求権を行使できる株主の適格という問題です。簡単にいうと、端数株式しか持っていない人は、買取請求をできるかということです。10月1日から株式交換の税制が変わるので、スクィーズ・アウトのために現金株式交換をやると税務上適格でなくなってしまう、対象会社の資産の含み益に全部課税がされます。それを回避するための便法として、全部取得条項付株式を使って、普通株式を全部取得条項付株式に変えて全部取得条項付株式の取得の対価を端数株式にする。実質的には従来からも事例のある端数の株式しか渡さない形での株式併合と同じことを実現する方法です。なぜそういう形でやるかという、株式併合手続には買取請求はない。全部取得条項付株式にするときは買取請求権があるので、手続保障という意味では、そっちの方がすぐれている。これを行った場合に、端数の株主というのは果たして買取請求ができるのか。時間の関係上、全部取得により端数株式になる前に買取請求を持っていくと、買取請求の手続が裁判所で争われて6カ月ぐらいかかるので、基本的には後ろの方で、要するに端数になってから、買取請求をする形にできれば一番いい。前倒しにしないのが一番いい。こういう状況の問題があるのですが、端数株主が株式買取請求を行使できるかというのがなかなか分からなくて法務省に聞いても分からないという状況なのですが、どう考えればよいでしょうか。

藤田委員 そういうことは、私に聞かれても（笑）。全部取得条項株式というのは、そのようなために使われているのですか。今の質問は、端数にして、その後再編による買取請求が生じるか否かですね。全部取得条項付株式に変えることによって、普通の企業再編の場合に保証されているものを、基本的に奪うような方向での利用は制約されると思います。今の場合は、代替的なものとして、全部取得のときに価格決定請求権などが発生するので、すこしやっかいなのです。これはやはり本来配るべきものを配らずに済ませるス

キームの一環のようになる。一般論として、だから端数株主でもありますと、一般論が組み立てられるかということ、苦しいですね。どの段階でとめるかの話だと思うのです。

太田委員 ややテクニカルな、怪しげな手法であることは百も承知なのですが、対象会社の含み益に全部課税がされると、喜ぶのは課税当局だけでして、当事者はみな悲しむべきことになります。

藤田委員 解決策として、今の価格取得請求のところで、将来のそういったものを織り込むような方向は、ワークしないのですか。

太田委員 具体的にはどういう。

藤田委員 全部取得条項付株式の全部取得の価格について、申し立てさせるわけですね。

太田委員 そうです。

藤田委員 先程も、将来のシナジーのようなものを全部一体的に見られる場合は、とらえた額で価格決定すべきだと申し上げました。それゆえ、実質的には、端数株主が買取請求行使できたと同じような額で決定されるという方向で、解決できるのかなという気がします。手続的に、時系列でそれがうまくいくかどうか。特に、後でそうすることをいわずに、全部取得されてしまいますと。

太田委員 いや、当然それは最初にキチンと説明したという前提です。

藤田委員 そうすると、そこで取得請求させて、最終的なスキーム完了のときの正当な利益が価格になる、という解釈にはいきませんか。そうすれば実質は、買取請求と同じことをするわけですね。

太田委員 そうですね。いずれにせよ、適格が問題になる。タイミングによっては裁判所に申し立てするときに、1株単位整数の株式を持ってないと、買取請求ができないのか、条文からではよく分からない。

藤田委員 だから全部取得によって、変えられてしまうときの価格決定請求ですね。最終的な目標まで全部出ているのであれば、最終的な状況で本来なら得られた額というものが、価格決定請求で決定される価格になっている。

それが現段階では、一番実現可能性がありそうな解釈になると思います。

江頭共同会長 証券界の方から何かご質問等ございませんか。

浅場OBS ことしの5月以降、当社のビジネスにも新会社法の影響が色々出ていますが、この「公正な価格」についてもかなり影響があるかと思います。特に私どもの投資銀行部門は、株価算定書の作成といいますか、M & Aで株価はどのくらいのレンジにあるかとか、交換比率はどのくらいか、というアドバイザーとしての算定書を出すことがかなりあります。5月以降、それに裁判所が関心を持ち、本来であればお客さんだけに見せるものをオープンにしろといってくるケースが増えています。

何故かと思っていたのですが、やはり「公正な価格」ということを裁判所が相当意識しているのかもしれませんが。実際に株価算定書はかなり精緻で、相当のページ数のものを、お客さまに出すわけです。それをオープンにしろといってくるんですが、先程藤田先生がおっしゃった裁判所の能力とか、裁判所はどこまでやるのかという観点から見ますと、財務アドバイザーといいますか、投資銀行がやっているようなことを、裁判所がやろうとしているように見えます。そうしますと、裁判所の役割が、先程先生がおっしゃっていたのと逆の方向なのではないかという感じがしたものですから、その辺のご意見をお伺いできればと思いました。

藤田委員 逆の方向というのはどういうことですか。

浅場OBS 裁量が入り込む余地が、どの程度あるのかわからないのですが、裁判所が、財務アドバイザーがやるような議論を自らやる方向に動いているような感じがします。

藤田委員 裁判所は、余り生兵法に走らない方がいいのではないかと、というのが私の報告の基本的な方向なのですが。

中東委員 藤田先生の「公正な価格」の解釈のところで、裁判所が合理的に説明できるものであれば、それを尊重するということでしたが、その資料として出していただきたいということですか。

藤田委員 当然そのようになります。

浅場OBS 「公正な」という言葉だけ読みますと、私どもが出しているフェアネス・オピニオンとか、「フェアネス」というところにどうしても絡んでくるものですから、そこに議論がいくと、私どものビジネスにも関連がでくるのかなと思います。

藤田委員 裁判所自身に、フェアネス・オピニオンを書けというのはよくない。当事者が決めてフェアだというものを出してきて、まずはそのレビューから始まる。当事者が出してきて、それを裁判所が読むことまではいいと思うのですが、どの程度その場合精査してレビューし直さなければいけないかというのは次の問題です。その限りで職がなくなるのではなくて、むしろそれがないと裁判所が判断してくれなくなる、ということが出てくるのではないのでしょうか。利用の可能性が広まる。まあ見せたくない人まで見せなければいけないという問題は、あるかもしれませんが。

松尾OBS 会社法のことはよく分からないのですが、今回TOB規制を見直しましたが、その過程で公開買付制度等ワーキング・グループ報告にも書いてあるように、例えばTOB価格の決定プロセスをより開示すべきではないかという指摘がありました。これはあくまでも、より充実した「開示」ということであって、開示を超えて行政がこの価格は実質的におかしいということは一切言わないということになっています。

ところが、この前の通常国会でも議論があったのですが、例えば、上場会社が実質債務超過だったと後でわかって、上場廃止になりました。再編のためにTOBしたのですが、価格が不当に低いとして、従来の株主が怒っているという事案がありました。上場しているときの株価というのは、誰にとっても分かり易い指標です。一方、企業価値というものは財務アドバイザーが算定されるのですが、絶対そうだとは限らないものでしょう。そうしたときに、今の裁判官が果たして、精緻につくられたかのように見える企業価値の算定を代替できるとは、スタッフの数も少ないので、実際にはなかなか難しいのではないのでしょうか。それでは、「公正な価格」ということで財務アドバイザーが出した価格を受け入れていいのかというと、疑問の余地もあるわ

けです。

そうしたときに、株価か企業価値かという、株価の方が分かり易いともいえます。企業価値といえ一見分かり易いのですが、実際に価格にするときには幅があるわけです。どう考えればよろしいでしょうか。

藤田委員 当然の前提は、その時点での株価というのが、かなり特殊なつき方をしているということですね。

松尾OBS ええ、そうです。

藤田委員 それを基準に正しいというのは、逆にいえない。

松尾OBS 株価が正しいとは限らないとおっしゃるわけですね。

藤田委員 といいますか、株価が、多分特殊な要因でついているだろうというのが、今の議論ではないですか。そうでないなら、株価の方から逆算してということも排除する必要はないと思います。その時点の状況次第ですが。

中村委員 藤田先生の議論を徹底していくと、独立当事者間で適切な交渉をしている限りにおいては、公正な対価であろうということになるので、逆に株価にとらわれずに、交渉の適切性のみを立証することによって、裁判所の価格に対する介入を排除できるということですね。

藤田委員 1段目ではそれで排除して、2段目に介入しなければいけないときのレビューの仕方としてという形です。

中村委員 おっしゃるとおりですね。

藤田委員 2段目以降のところに限定されているのです。もちろん、前提として情報の開示の問題があり、情報を出さずに交渉した場合が問題にはなるのです。最初の方の、当事者が合意したという話になる。

永井OBS 現実の世界では、特に債務超過に陥っているかもしれないような会社の場合には、価格算定がかなりブレてくる。極端な例ですと、プラスで出てくる算定もあれば、マイナスで出てくる算定もある。本来はどちらを採用すべきか、という議論になってしまったりするので、精緻なものを出さざるを得ない。双方から、専門家の鑑定なり価格算定なりが詳細な形で出されるというのが、海外ではよくあるケースです。

藤田委員 実質としてどちらが正しいか、という議論にできるだけ入らないような形のスキームを組むのが、望ましいですね。独立当事者ならいいとして、独立ではない、親子関係のようなものがあるとか、関連会社になっている場合に、意思決定のプロセスで内容を見られるかどうか。きょうは余り正面からいわなかったのですが、利害関係者を除いた人の、3分の2の承諾をとれているか、などという手続の方に置きかえて、審査しないという形が考えられないかと思うのです。今の2つの資料がきちんと出ていることが前提ですが。そうした形で補強し、裁判所が自分で決めるのはだめで、資料のどちらをとるかという最終的な決定にもできるだけいかにようにする。別の人の判断の合理性の方に収斂させる方向で、運用できる方がいいのではないかと考えています。

しかし、まだそういう体制をどの会社もできるわけでもないでしょうし、まして、利害関係のない株主の多数を算定する手続が今あるのかどうか。アメリカだとよくやるのですが、そうする方が本当はいいのだらうなと思うのです。

神作委員 株式買取請求制度の中核にあるのは、裁判所が本当に「公正な価格」を決められるかどうかはさておき、少なくとも形式上は「公正な価格」を決めるということだと思います。別に自分で決める必要はなく、それこそ専門家の意見などを聞いたり、鑑定意見を求めることが裁判所ではできるはずです。とにかく、一番大事なことは、最後は裁判所が「公正な価格」を決定するということだと思います。逆にそこが揺らいでしまうと、利益相反の関係があるとき、「公正な価格」を裁判所が決定できるのかという点に疑義が生じ、一番大事なところもひっくり返ってしまう気がします。「公正な価格」は、最終的には裁判所が決めます、徹底的に審査するというのが制度の前提であり、そういう議論をしてはいけないのでしょうか。

藤田委員 それはどこも否定していないわけです。ただ、最初から裁判所が正しい値段を決める——鑑定書とかそういったものを利用するにせよ——というのではなくて、プロセスなどで正当化できるところがどこにもな

かったら、最終的には裁判所は独自に専門家でも使って決めてくださいとならざるを得ないわけです。しかし、それ以前のところに、さまざまなプロセスが合理的に組まれている。例えば、開示であったり、できるだけ独立の株主だけを取り出した意思決定などが入っている。あらゆる取引について裁判所は、利益相反取引であっても全部見ますというのではなく、色々な要素で手続を含めて見ていくと思うのです。

そういう意味で、あまり矛盾していることをいっているつもりもないのですが。

青木委員 藤田先生は、裁判所は介入すべきでないというお考えのようなので、このようなことを伺うのはフェアでないかもしれませんが、教えて下さい。第三者鑑定価格についても、先ほどプラスかマイナスかという例がありました。そこまで極端でなくても、幾つか例をとれば評価は必ず分かれると思います。

そうした場合、先程、実質的債務超過会社を百パーセント減資して、立て直しのため資本注入をし、時間をかけてシナジーが、どのくらい出るものか見た上で、資本注入した人と元株主とが一緒に分けるようにしてはどうか、ということをおっしゃいました。そのようにすれば、第三者評価が割れてどうしようもないときに、少し時間がかかりますが、客観的に決定できるのではないかと思ったのです。

これはシナジーを関係者が分かつにはいい方法だとは思いますが、時間がかかるということが問題で、例えば再建などに2年か3年かかる。資本注入も2件も3件もあつたりすると、再建の成果を分けるのは大分先のこととなります。このことを非訟手続でしていいのでしょうか。

藤田委員 非訟を訴訟にしたからできるという話でもないと思うのですが。

青木委員 質問がよくなかったかもしれませんが、具体的にはカネボウの事件を考えています。株主の考えている値段、昔の株価、今の清算時価とに乖離がある。今の価値で株価を算定すると確かに低くなる。しかし、スクイーズ・アウトでなく、株を持たせた形で再建したら相当上がるのが、どう見

てもはっきりしている場合に、その上昇分を株主にとらせる方法はないかです。

しかし、それを裁判所がやるということになると大変難しい。第三者評価は原則的に収益還元方式なので、鑑定家によって分かります。藤田先生が最初にいったように、できるだけ避けるというのは賢明だと思います。しかし、(対等になり難い) 再建の場合には、避けられないことも多いのではないかと。そうした場合に、どのようにすればいいかです。私が先程申し上げた、時間延ばし、つまり再建が成功するまで評価を待ってもら、というやり方が改正法下ではあり得るのだろうか、それが知りたいことなのです。

藤田委員 どう答えていいか、難しいですが、時間延ばしという点についてだけ言えば、この問題は、結果論で判断する話ではないということです。成功したから買取価格が上がり、失敗したから下がるという話では本来ない。時間をかけて2年たって、その2年間で努力した成果というのは、努力した人にいくべきもので、買取価格の話はそうではない。裁判所が、その後どうなった、実際はどうだったと見たくなるのは分かるのですが、余りその方向を押していくのは、筋が変な気がします。ではどうやってやるのか、ということとは答えられないままです。

青木委員 実際、プリンシパルファイナンスなどをやるときに、長い間ズルズルと引きずられたらとてもやっていけないでしょう。しかし、今の時点で決めるのは非常に難しい。第三者評価を使えばいいかというところでは決していないというのが現状なのです。

藤田委員 それゆえ、決めようがないという、先程からの繰り返しの問題のさらに1つの問題の追加ということですね。

江頭共同会長 多方面からご議論いただきましたが、ほかに何かご意見等ございますか。

この株式買取請求の問題は、理論的にも実務的にも難しい問題が色々残っていますが、藤田さんの論文を機会に、また議論が深まれば大変結構なことだと存じます。

この研究会の今回のセッションは、本日で最終回でございます。各委員の皆様には充実した報告をいただき、また毎回熱心なご議論をいただき、研究会活動は、大変充実したものになったと存じます。

そして、森本先生と私が共同会長ということで司会を毎回務めさせていただきましたけれども、今回をもちまして、森本教授と私は会長を退くこととさせていただきます。

森本先生から一言お話がございます。

森本共同会長 この研究会が始まったのは、昭和40年代後半で、江頭さんと私が20歳の後半から参加した、いわば原始会員ということになります。そして、昭和50年中頃には、河本一郎先生、竹内昭夫先生、龍田節先生が3つの部会の部会長をされていたように記憶しています。その当時の三先生のお歳は、40代、河本一郎先生が50歳半ばといったところでした。龍田先生は40歳になられたかどうかという若い方々が、昭和50年代以降のこの研究会を支えられました。

このような事情から、数年前にこの研究会の代表者になるように話があったとき、50歳代の後半がもはや出る幕でないということを申し上げたのですが、まあともかくということで、しばらくお手伝いをさせていただくことにいたしました。しかし、この研究会も軌道に乗ったようですし、もうこれでよかろうということで、江頭先生と私は退かせていただくことにいたしました。今後は、神田先生を会長として、さらに、前田先生を副会長として、30年以上伝統ある研究会をますます発展させていただきたいと思います。

最初に申しましたように、30年前には40歳代の方を中心に20歳代後半から30歳代が頑張っていました。ここにおられる方は、失礼ながらそれよりもお年を召されている人が大半ではないかと思います。今後、若い力を積極的に注入して発展していただければと思います。

つたない司会でしたけれども、ご協力いただきまして有難うございました。また、神田・前田両先生を中心に発展されることを祈念して、一言あいさつさせていただきました。どうも有難うございました。

江頭共同会長 証券取引法という法律名も変わりました。神田会長、前田副会長のもとで各委員の皆様には引き続き研究会にご参加いただき、この研究会がますます発展することを祈念しております。どうも有難うございました。

新会社法のもとでの株式買取請求権制度

2006年8月2日

藤田友敬

はじめに

- 1 新会社法における主要な改正点
 - (1) 買取価格の改正
 - (2) 買取権者の範囲の改正
 - (3) 買取手続の改正
- 2 企業再編と株主間の利害調整
 - (1) 企業再編と株主の利害：子会社の吸収合併を例として
 - (2) 平成17年改正前
 - (3) 改正の意義と評価
 - (4) 株式買取請求権の二重の機能
 - (5) 全部取得条項付株式制度との関係
- 3 「公正な価格」に関わる解釈論上の諸問題：企業再編の場合
 - (1) 裁判所の役割
 - (2) 「公正な価格」をめぐる諸問題
 - ① 基本的な運用のあり方
 - ② 実質的債務超過会社の再編
 - ③ 「決議ナカリセバ」基準
 - (3) 買取価格算定の基準時
 - ① 現金等が対価の場合
 - ② 存続会社の株式が対価の場合
- 4 全部取得条項付株式と株式買取請求権・価格決定請求権
- 5 新株予約権の買取請求権

むすび

【資料】

1. 模範事業会社法
2. デラウェア州一般会社法 262 条
3. William B. Weinberger v. U.O.P, Inc., et.al, 457 A.2d 701 (1983)
4. 藤田友敬「組織再編」商事法務 1775 号掲載予定
5. 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」

設例 1：企業価値を毀損する合併

A社（企業価値 90 億円，9000 万株発行）は，B社（企業価値 100 億円，1 億株発行）の子会社である（B社が発行済株式の 3 分の 2 を保有している）．B社がA社を吸収合併した場合，B社の企業価値は 120 億円になるとする．A社株式 1 株について，B社株式 0.6 株を割り当てるという条件での吸収合併の承認決議がA社，B社の株主総会にかけられるとする．

このケースでは，B社以外の株主が持っている 3000 万株の株式に対して，B社株式 1800 万株が発行される，企業価値は 120 億円で総株式数は 11800 万株になるので，一株あたりの価値は約 101. 69 円となる．A社株式 1 株を保有していた株主は，約 61. 02 円（ $101.69 \times 0.6 \div 61.02$ ）の対価を，またA社の少数株主全体では約 18. 31 億円（ $30 \times 1800 / 11800 \div 18.31$ ）を得ることになる（表 1，2 参照）．

【表 1】合併の前後の両会社の株主の地位

	合併前の状態	合併後の状態	差引
旧 A 社株主	100 円	61.02 円	-39.98
B 社株主	100 円	101.69 円	+1.69

【表 2】合併の前後の A 会社少数株主と多数株主（B 会社）の利害

	合併前の状態	合併後の状態	差引
旧 A 社株主全体（B 社を除く）	30 億円	18. 31 億円	-11. 69 億円
B 社	100 億円	101.69 億円	+1.69 億円
合計	130 億円	120 億円	-10 億円

この設例のケースでは，A社の企業価値のうちの 3 分の 2 はすでにB社が保有しており（B社の 100 億円のうち 60 億円分はA社株式），単純に足し算すれば合併後のB社の企業価値は 130 億円になるはずである．したがって，合併後の企業価値は 120 億円となる合併では，10 億円の価値の毀損（マイナスのシナジー）が生じていることになる．しかし，合併無効の訴えや株式買取請求権の行使といった問題を度外視すれば，この設例の合併は成立することになる．B社(及びB社株主)にとって利益になるからから，B社株主総会では合併は承認され，またA社株主総会においても，（B社が 3 分の 2 の議決権を有するため）承認される．

設例 2：企業価値を増大する合併

A 社（企業価値 90 億円，9000 万株発行）は，B 社（企業価値 100 億円，1 億株発行）の子会社である（B 社が発行済株式の 3 分の 2 を保有している）．B が A を吸収合併した場合，B 社の企業価値は 150 億円になるとする．このような合併が，それぞれ，

- ① A 社株式 5 株について，B 社株式 4 株を割り当てるという条件
 - ② A 社株式 6 株について，B 社株式 5 株を割り当てるという条件
 - ③ A 社株式 1 株について，B 社株式 1 株を割り当てるという条件
- で両社の株主総会にかけられた場合を想定してみよう．

① A 社株式 5 株について B 社株式 4 株を割り当てる場合

B 社以外の株主が持っている 3000 万株の株式に対して 2400 万株が発行される，企業価値は 150 億円で総株式数は 12400 万株になるので，一株あたりの価値は約 120.97 円となる．A 社株式 1 株を保有していた株主は，約 96.77 円（ $120.97 \times 4/5 \div 96.77$ ）の対価を，また A 社の少数株主全体では約 29.03 億円（ $150 \times 2400/12400 \div 29.03$ ）を得ることになる（表 3，4 参照）．

【表 3】合併の前後の両会社の株主の地位

	合併前の状態	合併後の状態	差引
旧 A 社株主	100 円	96.77 円	-3.23 円
B 社株主	100 円	120.97 円	+20.97 円

【表 4】合併の前後の A 会社少数株主と多数株主（B 会社）の利害

	合併前の状態	合併後の状態	差引
旧 A 社株主全体（B 社を除く）	30 億円	29.03 億円	-0.97 億円
B 社	100 億円	120.97 億円	+20.97 億円
合計	130 億円	150 億円	+20 億円

② A 社株式 6 株について B 社株式 5 株を割り当てる場合

B 社以外の株主が持っている 3000 万株の株式に対して，2500 万株が発行される，企業価値は 150 億円で総株式数は 12500 万株になるので，一株あたりの価値 120 円となる．A 社株式 1 株を保有していた株主は，100 円（ $120 \times 5/6 = 100$ ）の対価を，また A 社の少数株主全体では 30 億円（ $150 \times 2500/12500 = 30$ ）を得ることになる（表 5，6 参照）．

【表 5】合併の前後の両会社の株主の地位

	合併前の状態	合併後の状態	差引
旧 A 社株主	100 円	100 円	0 円
B 社株主	100 円	120 円	+20 円

【表 6】合併の前後の A 会社少数株主と多数株主（B 会社）の利害

	元々の状態	合併後の状態	差引
旧 A 社株主全体（B 社を除く）	30 億円	30 億円	0 億円
B 社の既存株主全体	100 億円	120 億円	+20 億円
合計	130 億円	150 億円	+20 億円

③ A 社株式 1 株について B 社株式 1 株を割り当てる場合

B 社以外の株主が持っている 3000 万株の株式に対して、3000 万株が発行される、企業価値は 150 億円で総株式数は 13000 万株になるので、一株あたりの価値は約 115.38 円となる。A 社株式 1 株を保有していた株主は、約 115.38 円（ $115.38 \times 1 = 115.38$ ）の対価を、また A 社の少数株主全体では約 34.62 億円（ $150 \times 3000 / 13000 \approx 34.62$ ）を得ることになる（表 7，8 参照）。

【表 7】合併の前後の両会社の株主の地位

	元々の状態	合併後の状態	差引
旧 A 社株主	100 円	115.38 円	+15.38
B 社株主	100 円	115.38 円	+15.38

【表 8】合併の前後の A 会社少数株主と多数株主（B 会社）の利害

	元々の状態	合併後の状態	差引
旧 A 社株主全体（B 社を除く）	30 億円	34.62 億円	+4.62 億円
B 社の既存株主全体	100 億円	115.38 億円	+15.38 億円
合計	130 億円	150 億円	+20 億円

設例 2 の合併は、①から③のいずれの割当比率であっても、（合併無効の訴えや株式買取請求権の行使といった問題を度外視すれば）決議は成立する（B 社及び B 社株主の状態は合併前と比べて改善されることになる）。①から③のケースの違いは、（B 社を除く）旧 A 社株主と B 社（B 社株主）の間の分配だけである。

①の合併比率ではA社少数株主の立場は、合併がなされなかった場合と比べてもさらに悪くなっている（B社がシナジーを独占するのみならずA社少数株主からの利益機転も同時に生じている）。

②の合併比率では、A社少数株主の立場は合併がなされなかった場合と同じであり、合併で生じたシナジーはすべてB社（B社株主）に帰属している。

※ちなみに逆にA社がシナジーを独占するのはA社株式3株あたりB社株式5株を割り当てた場合であり、これ以上A社に有利な比率を定めるとB社は合併しなかった場合よりも状態が悪くなる

③では、合併前の企業価値に応じてシナジーが分配されていることになる。



新会社法における主要な改正点

(1) 買取価格の改正

「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」
→「公正な価格」

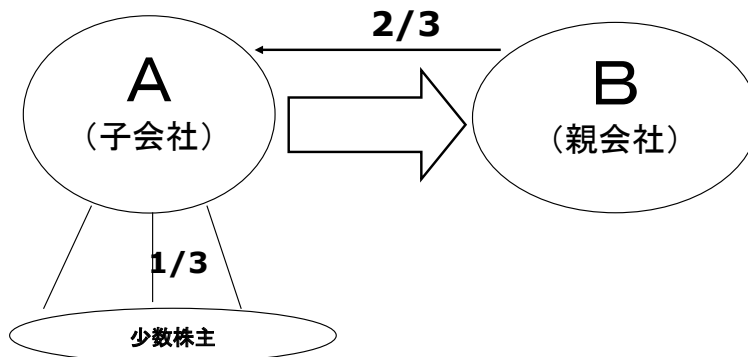
(2) 買取権者の範囲の改正

議決権との結びつきを撤廃

(3) 買取手続の改正

①買取請求権の撤回制限, ②行使期間(組織再編効力発生前20日)

企業再編と株主の利益



企業再編と株主の利益

設例1

企業価値 ↓ 少数株主 ↓ 多数株主(B) ↑

設例2

- ① 企業価値 ↑ 少数株主 ↓ 多数株主(B) ↑
- ② 企業価値 ↑ 少数株主 = 多数株主(B) ↑
- ③ 企業価値 ↑ 少数株主 ↑ 多数株主(B) ↑

平成17年改正前

「合併比率は企業価値に応じたものでなくてはならない」

→公正な比率で組織再編がなされた場合の継続投資の価値の保証？

不公正な比率の合併が行われた場合の救済（株式買取請求権，合併無効の訴え）

→従前の株式価値の保証

買取価格改正の意味

株式買取請求権の買取価格の改正

→公正な比率で組織再編がなされた場合の継続投資の価値の保証するという政策の選択

※対価柔軟化によって害される利益の保護ではない

cf 従来型の組織再編と「公正な価格」

株式買取請求権の性格付

裁判所を行う作業

企業価値の客観的な測定

→組織再編条件の審査・あるべき条件の設定

株式買取請求権の趣旨

※基礎的変更の際に離脱する自由

※経営者・多数株主の決定に対するチェック機能

改正法の評価

日本法の特徴

- ①不公正な条件の企業再編の差止制度がない
- ②組織再編の公正さについての事前審査(合併検査役の調査等)がない
- ③多数株主の忠実義務のような事後規制がない

これらを維持したまま、公正な条件による継続投資の利益を保証するなら、改正法のような解決も一つの考え得る選択肢

株式買取請求権の二重の機能

- 1 企業再編によって生じる付加価値の再配分
- 2 企業再編のなされなかった場合の状態の保証

・1, 2は株主が決議に反対する異なった動機に対応。しかし、反対理由の開示はなされないの
で、結局いずれか高い額となる

・株主の機会主義的行動→制度論としては2つ
の機能を分化させる方がよい

全部取得条項付種類株式

企業の基礎的変更のみならず、株主の権利内容
の変更一般を株式買取請求権によって正当化

組織再編対価の柔軟化との対比

- ・目的の正当性？
- ・組織再編の場合と同じような利害調整が働くか

「公正な価格」の解釈

裁判所が独自の立場から「公正な価格」を算定しなくてはならない場合

→資本多数決固有の問題がある場合に限定

裁判所が介入する場合の基準・手法

→当事者が行った配分が、企業再編前の当
事会社の企業価値からみて合理的に説明
できるか

→できない場合にはじめて独自に配分

実質的債務超過会社との組織再編

●実質的債務超過会社との組織再編の許容性

●シナジーの分配

- ・債務超過会社の取り分は0でもよい
- ・「決議ナカリセバ」の価格は保証

価格算定の基準時

現金等が対価の場合

→承認決議時点の「公正な対価」

存続会社等の株式が対価の場合

→承認決議時点の公正な割当比率で割り当てられた株式の金銭評価の基準時

—決議時？ 買取請求時？

全部取得条項付種類株式

百パーセント減資

- ・全部取得条項を付す決議への反対によって生じる株式買取請求権(116条1項2号)

→「決議ナカリセバ」基準？

- ・全部取得決議に対する取得価格決定請求権(172条1項)

→資本注入による一種のシナジーの分配？

全部取得条項付株式

実質的債務超過状態での百パーセント減資

cf 債務超過会社との組織再編

- ・シナジーは分配しなくてよい
- ・「決議ナカリセバ」の基準は適用

新株予約権買取請求権

●具体的な引き継ぎ条件が規定されている場合
→条件に沿った引き継ぎがなされた場合を想定して、その場合に得られた利益を補償

●組織再編の際に引き継ぐ旨は規定されているが引き継ぎ条件が具体的ではない／組織再編の際の扱いが定められていない
→再編時点での評価額

まとめ

- ①株式買取請求権は、企業再編条件についての裁判所の事後的な審査・条件の再設定という性格を併せもつようになった
- ②株式買取請求権は、株主に対して、企業再編による付加価値の再分配と企業再編がなかった場合の地位の保証という二重の機能もつ
- ③裁判所が企業再編による付加価値の再分配を行うべき場合と、その基準の検討が必要
- ④株式買取請求権行使時期に関する規制の不適切さとあいまって株主の機会主義的行動の懸念があり、買取価格算定の基準時を考える際には、この点を考慮する必要がある
- ⑤全部取得条項付種類株式制度は、組織再編に関してとられた政策判断と実質的にも整合的なように、制度の利用それ自体の制限に加え、株式の買取価格・取得価格の決定の合理的な解釈が必要になる

配付資料

配布資料一覧

- 資料 1 模範事業会社法
Subchapter A. RIGHT TO APPRAISAL AND PAYMENT FOR SHARES

- 2 デラウェア州一般会社法
262 条 Appraisal rights

- 3 ワインバーガー判決
William B. Weinberger v. U.O.P, Inc., et.al, 457 A.2d 701 (1983)

- 4 藤田友敬「組織再編」商事法務 1775 号掲載予定

- 5 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」

【資料 1】 抜粋

1. 模範事業会社法

Subchapter A.

RIGHT TO APPRAISAL AND PAYMENT FOR SHARES

§ 13.01. DEFINITIONS

In this chapter:

(1) “Affiliate” means a person that directly or indirectly through one or more intermediaries controls, is controlled by, or is under common control with another person or is a senior executive thereof. For purposes of section 13.02(b)(4), a person is deemed to be an affiliate of its senior executives.

(2) “Beneficial shareholder” means a person who is the beneficial owner of shares held in a voting trust or by a nominee on the beneficial owner’s behalf.

(3) “Corporation” means the issuer of the shares held by a shareholder demanding appraisal and, for matters covered in sections 13.22-13.31, includes the surviving entity in a merger.

(4) “Fair value” means the value of the corporation’s shares determined:

(i) immediately before the effectuation of the corporate action to which the shareholder objects;

(ii) using customary and current valuation concepts and techniques generally employed for similar businesses in the context of the transaction requiring appraisal; and

(iii) without discounting for lack of marketability or minority status except, if appropriate, for amendments to the articles pursuant to section 13.02(a)(5).

(5) “Interest” means interest from the effective date of the corporate action until the date of payment, at the rate of interest on judgments in this state on the effective date of the corporate action.

(6) “Preferred shares” means a class or series of shares whose holders have preference over any other class or series with respect to distributions.

(7) “Record shareholder” means the person in whose name shares are registered in the records of the corporation or the beneficial owner of shares to the extent of the rights granted by a nominee certificate on file with the corporation.

(以下省略)

【資料２】抜粋

デラウェア州一般会社法

§ 262. Appraisal rights.

(a) Any stockholder of a corporation of this State who holds shares of stock on the date of the making of a demand pursuant to subsection (d) of this section with respect to such shares, who continuously holds such shares through the effective date of the merger or consolidation, who has otherwise complied with subsection (d) of this section and who has neither voted in favor of the merger or consolidation nor consented thereto in writing pursuant to § 228 of this title shall be entitled to an appraisal by the Court of Chancery of the fair value of the stockholder's shares of stock under the circumstances described in subsections (b) and (c) of this section.

(中 略)

(h) After determining the stockholders entitled to an appraisal, the Court shall appraise the shares, determining their **fair value exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation**, together with a fair rate of interest, if any, to be paid upon the amount determined to be the fair value. In determining such fair value, the Court shall take into account all relevant factors. In determining the fair rate of interest, the Court may consider all relevant factors, including the rate of interest which the surviving or resulting corporation would have had to pay to borrow money during the pendency of the proceeding. Upon application by the surviving or resulting corporation or by any stockholder entitled to participate in the appraisal proceeding, the Court may, in its discretion, permit discovery or other pretrial proceedings and may proceed to trial upon the appraisal prior to the final determination of the stockholder entitled to an appraisal. Any stockholder whose name appears on the list filed by the surviving or resulting corporation pursuant to subsection (f) of this section and who has submitted such stockholder's certificates of stock to the Register in Chancery, if such is required, may participate fully in all proceedings until it is finally determined that such stockholder is not entitled to appraisal rights under this section.

(以下省略)

ワインバーガー判決

Del. 713

William B. WEINBERGER, Plaintiff
Below, Appellant,
v.

UOP, INC., et al., Defendants
Below, Appellees.

Supreme Court of Delaware.

Submitted: July 16, 1982.

Decided: Feb. 1, 1983.

Corporation which was majority shareholder of subsidiary sought, and acquired, remaining shares of subsidiary by merger transaction including payment of cash to minority shareholders of subsidiary for their minority shares. Minority shareholder, on behalf of class of all subsidiary shareholders who had not exchanged their shares for merger price, attacked validity of merger transaction and sought to set merger aside or, in the alternative, an award of monetary damages against subsidiary, majority shareholder of corporation, and investment banking firm which provided fairness opinion prior to merger. The Court of Chancery, New Castle County, Brown, Vice Chancellor, 426 A.2d 1333, entered judgment for defendants, and minority shareholder appealed. The Supreme Court, Moore, J., held that: (1) merger did not meet test of fairness, where feasibility study prepared by two of subsidiary's directors, who were also directors of parent, indicating that a price in excess of what parent ultimately offered for subsidiary's outstanding shares would have been a good investment for parent, was not disclosed to subsidiary's outside directors, and (2) on remand, minority shareholders would be entitled to damages based on the fair value of their shares as determined by taking into account all relevant factors, including the elements of rescissory damages if susceptible to proof and appropriate to the issue of fairness.

Reversed and remanded.

1. Corporations ⇐584

Plaintiff in suit challenging cash-out merger must allege specific acts of fraud,

consonant with the purpose and intent of our statutory law. Under 8 Del.C. § 262(h), the Court of Chancery:

shall appraise the shares, determining their fair value exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger, together with a fair rate of interest, if any, to be paid upon the amount determined to be the fair value. In determining such fair value, the Court shall take into account all relevant factors ... (Emphasis added)

See also *Bell v. Kirby Lumber Corp.*, Del. Supr., 413 A.2d 137, 150-51 (1980) (Quillen, J., concurring).

It is significant that section 262 now mandates the determination of "fair" value based upon "all relevant factors". Only the speculative elements of value that may arise from the "accomplishment or expectation" of the merger are excluded. We take this to be a very narrow exception to the appraisal process, designed to eliminate use of *pro forma* data and projections of a speculative variety relating to the completion of a merger. But elements of future value, including the nature of the enterprise, which are known or susceptible of proof as of the date of the merger and not the product of speculation, may be considered. When the trial court deems it appropriate, fair value also includes any damages, resulting from the taking, which the stockholders sustain as a class. If that was not the case, then the obligation to consider "all relevant factors" in the valuation process would be eroded. We are supported in this view not only by *Tri-Continental Corp.*, 74 A.2d at 72, but also by the evolutionary amendments to section 262.

Prior to an amendment in 1976, the earlier relevant provision of section 262 stated:

(f) The appraiser shall determine the value of the stock of the stockholders ...

The Court shall by its decree determine the value of the stock of the stockholders entitled to payment therefor ...

The first references to "fair" value occurred in a 1976 amendment to section 262(f), which provided:

(中 略)

(以下省略)

証券取引法研究会メンバー

(平成 18 年 8 月 1 日現在)

共同会長	江 頭 憲治郎	東京大学教授
〃	森 本 滋	京都大学教授
幹 事	神 田 秀 樹	東京大学教授
〃	前 田 雅 弘	京都大学教授
委 員	近 藤 光 男	神戸大学教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学教授
〃	神 作 裕 之	東京大学教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学教授
〃	藤 田 友 敬	東京大学教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学教授
〃	青 木 浩 子	千葉大学教授
〃	山 田 剛 志	新潟大学助教授
〃	戸 田 暁	京都大学助教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	太 田 洋	西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士
オブザーバー	松 尾 直 彦	金融庁総務企画局金融商品取引法令準備室長
〃	永 井 智 亮	野村証券執行役
〃	桑 原 政 宜	大和証券グループ本社法務部長
〃	神 山 正 文	日興コーディアルグループ法務部長
〃	浅 場 達 也	みずほ証券法務室長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会常務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	山 内 公 明	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	若 林 泰 伸	日本証券業協会客員研究員・国学院大学法学部講師
〃	美濃口 真 琴	東京証券取引所総務部法務グループリーダー
〃	大 島 眞	東京証券取引所売買審査部デリバティブ・調査庶務グループリーダー
研 究 所	高 橋 厚 男	日本証券経済研究所理事長
〃	若 林 良之助	日本証券経済研究所常務理事
〃	関 要	日本証券経済研究所顧問
〃	小 林 和 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	安 田 賢 治	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

当研究所刊行の法律関係出版物

(金額は消費税込みです)

イギリスの金融規制

A5判 273頁 2,730円 送料290円(2006年7月)

近年の証券規制を巡る諸問題

A5判 211頁 2,940円 送料290円(2004年11月)

市場改革の進展と証券規制の課題

A5判 219頁 3,045円 送料290円(2002年8月)

金融システム改革と証券取引制度

A5判 279頁 3,360円 送料340円(2000年6月)

欧米における証券取引制度の改革

A5判 253頁 3,360円 送料290円(1998年9月)

証券取引における自己責任原則と投資者保護

A5判 236頁 3,262円 送料290円(1996年6月)

コーポレート・ガバナンス

—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究—

A5判 291頁 4,077円 送料340円(1994年12月)

ドイツ第四次資本市場振興法の概要

A5判 112頁 1,680円 送料210円(2005年2月)

イギリス資本市場研究会編

証券取引法研究会編

証券取引法研究会編

証券取引法研究会編

証券取引法研究会国際部会編

証券取引法研究会国際部会編

証券取引法研究会国際部会訳編

当研究所訳編

外国証券関係法令集 (当研究所訳編)

イギリス 2000年金融サービス市場法

A5判 385頁 4,515円 送料290円(2001年3月)

ドイツ 証券取引法、取引所法、投資会社法、販売目論見書法、寄託法他

A5判 232頁 3,465円 送料290円(2002年1月)

証券取引法研究会研究記録 (証券取引法研究会編)

第1号 裁判外紛争処理制度の構築と問題点 (2003年11月)

第2号 システム障害と損失補償問題 (2004年1月)

第3号 会社法の大改正と証券規制への影響 (2004年3月)

第4号 証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等) (2004年6月)

第5号 EUにおける資本市場法の統合の動向 (2005年7月)

第6号 近時の企業情報開示を巡る課題—実効性確保の観点を中心に— (2005年7月)

第7号 プロ・アマ投資者の区分 (2005年9月)

第8号 目論見書制度の改革 (2005年11月)

第9号 投資サービス法(仮称)について (2005年11月)

第10号 委任状勧誘に関する実務上の諸問題 (2005年11月)

第11号 集団投資スキームに関する規制について (2005年12月)

第12号 証券仲介業 (2006年3月)

第13号 敵対的買収に関する法規制 (2006年5月)

第14号 証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制 (2006年6月)

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内はホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

証券取引法研究会研究記録 第15号

新会社法のもとでの株式買取請求権制度

平成18年9月10日

定価（本体500円＋税）

編 者 証 券 取 引 法 研 究 会
発行者 財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669)0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>