

金融商品取引法研究会
研究記録第 38 号

キャッシュ・アウト法制

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

まえがき

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々の証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成24年7月25日開催の研究会における中東正文委員（名古屋大学大学院法学研究科教授）による「キャッシュ・アウト法制」と題するご報告と、それについての討論の議事録をお届けするものである。

中東先生からは、近年、会社法制の再構築に関する議論において、構造的な利益相反が注目されていることを踏まえ、上場会社に関するキャッシュ・アウト法制について、最新の裁判例も含め、会社法および金融商品取引法における重要な論点を網羅的かつ詳細にご報告いただいた。

このご報告をうけ、委員やオブザーバーの先生方からは、理論・実務の両面における大変有意義なご議論をしていただき、非常に実りある研究会となった。

ご報告をいただき、議事録の整理にご協力いただいた中東委員に厚くお礼を申し上げ、また研究会にご参加いただき、熱心にご討論いただいた委員やオブザーバーの先生方に心から感謝申し上げる次第である。

平成24年9月

公益財団法人 日本証券経済研究所
理事長 東 英 治

キャッシュ・アウト法制

(平成 24 年 7 月 25 日開催)

報告者 中 東 正 文
(名古屋大学大学院法学研究科教授)

目 次

I. 序 論	1
II. 会社法の制定	2
1. 会社法制定とキャッシュ・アウト	
2. 全部取得条項付種類株式の利用状況	
3. 濫用的な利用と裁判所による対応	
III. 産活法の改正	12
1. 序論	
2. 産活法によるキャッシュ・アウト法制	
3. 検討	
IV. 会社法制の見直し	14
1. 序論	
2. 特別支配株主の株式等売渡請求権	
3. 規制の非対称の是正	
4. 救済手段の拡大（差止め）	
5. マジヨリテイ・オブ・マイノリティ	
6. セル・アウト	
V. 結 語	20
討 議	21
報告者レジュメ	45
資 料	67

金融商品取引法研究会出席者(平成24年7月25日)

報告者	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
会長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近藤光男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学法学部教授
オブザーバー	藤瀬裕司	SMB C日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	三森肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
研究所	高坂進	日本証券経済研究所常務理事
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	末吉恵	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

キャッシュ・アウト法制

前田副会長 定刻になりましたので、金融商品取引法研究会の第8回会合を始めさせていただきます。

初めに、日本証券経済研究所で役職変更がございましたので、アナウンスをさせていただきます。

まず、当研究所の常務理事が若林良之助様から高坂進様に変更になりました。

高坂常務理事 高坂でございます。よろしくお願ひ申し上げます。

前田副会長 次に、当研究所の事務局次長が、安田賢治様から末吉恵様に変更になりました。

末吉事務局次長 末吉でございます。どうぞよろしくお願ひ申し上げます。

前田副会長 よろしくお願ひいたします。

それでは、既にご案内のとおり、本日は、名古屋大学の中東正文先生から「キャッシュ・アウト法制」というテーマでご報告をいただきます。

中東先生、よろしくお願ひいたします。

中東報告者 キャッシュ・アウト法制についてご報告申し上げます。

レジュメと資料をお配りいただいておりますが、レジュメの1ページの注1にございますように、本報告に当たっては多くの方のご教示を得ております。

I. 序論

ご案内のように、近年、会社法制の再構築に関する議論において、構造的な利益相反が注目されています。例えば、法制審の会社法制部会における検討におきましても、中間試案では、子会社少数株主の保護やキャッシュ・アウトといったものが意見照会に付されております。利益相反の契機をより広く理解いたしますと、社外取締役の選任義務づけ、社外取締役等の要件における親会社の関係者等の取り扱い、会計監査人の選解任等に関する議案等及

び報酬等の決定なども、広い意味での利益相反として検討されています。

本報告では、上場会社に関するキャッシュ・アウト法制に限定して検討を行わせていただきます。もとより、少数株主の排除が企図されていない支配従属会社間の組織再編などについても、基本的には同様の考察が妥当すると考えております。

II. 会社法の制定

1 会社法制定とキャッシュ・アウト

キャッシュ・アウト法制に関しては、会社法制定に伴う実質改正が実務に大きな影響を与えています。すなわち、組織再編の対価柔軟化がなされたことによって、当事会社の株主が組織再編後の会社の株主であり続けることは当然の前提ではなくなりました。むしろ、対価が存続会社等の株式であるか、あるいは現金であるかは、少なくとも会社法制において、どちらが原則であるかとの位置づけもなされないことになりました。

また、全部取得条項付種類株式も、法的な倒産手続によらなくても、少なくとも一定の場合には、多数決によって株主の地位を失わせることを正面から可能とするものです。

もちろん、会社法制定前であっても、事業譲渡と解散の組み合わせ、あるいは大規模な株式併合といったことを通して少数株主を締め出すことを試みることも不可能ではなかったと考えられています。ただ、実務的には簡単なあるいは安定的な方法ではないことも、指摘されていたところでございます。

2 全部取得条項付種類株式の利用状況

少数株主のキャッシュ・アウトが利用される典型的な場面は、MBOのほか、完全子会社化、完全支配化などがあります。完全子会社化の案件数の推移については、表1（資料1）をご参照いただきたいと思います。

これによりますと、ゴーイング・プライベートの取引の案件数がふえてきたのは2007年（平成19年）からでございます。MBOによる上場廃止を

発表した企業数も同年から一気にふえ始めております。また、別のデータによりますと、2011年は、同年末までに発表した会社が19社となり、過去最高であったとされています。

会社法が施行された2006年（平成18年）5月1日以降は、表1の「TOB＋少数株主排除」において、主として課税上の理由から全部取得条項付種類株式が用いられたと考えられています。

集計中の数値で恐縮ではございますが、表2（資料2）と表3（資料3）は、上場会社における全部取得条項付種類株式の利用状況でして、これは学生に整理をしてもらったものです。

これらの表の基礎となっておりますのが、その次の表4（資料4－1から4－3）です。これは全部取得条項付種類株式の利用を、MBO、完全子会社化、完全支配化という類型別に証券コードによって整理したもので、固まっているところはそこがふえている感じがわかるものです。

「完全子会社化」と「完全支配化」との違いですが、全部取得後に対象会社が特定の株主の完全子会社になる場合を「完全子会社化」と整理しております。他方で、全部取得後に対象会社が複数の会社によって完全に支配されることになる場合については「完全支配化」とここでは整理しています。

この暫定的な整理から注目できそうなことは、第1に、全部取得条項付種類株式は、会社法制定時に利用が期待されていたいわゆる100%減資の手段としてはほとんど用いられていないことです。上場会社に限っては、ラディアホールディングスの例に限られるようでございます。この事案は、債務超過を回避するめどが立たず、上場廃止基準に抵触するおそれがある状況において、産活法に基づく事業再生ADRを使っています、その点でも特徴的な事案であると理解することもできるかと存じます。

第2に、MBOは、JASDAQなどの新興市場に上場していた会社が過半の事例を占めているわけですが、2011年（平成23年）に公表された事例では東証一部上場会社が5社あるなど、大規模な上場会社にも広がっていることがうかがわれるということでございます。

この点も含めて、MBO については、資料5でございしますが、太田洋先生がご著書の中で5つの時期に区分して現在までの傾向を分析していらっしゃいます。このご整理について、簡潔に紹介させていただきます。

第Ⅰ期、第Ⅱ期あたりが会社法制定前になりますが、第Ⅰ期では、会社の事業部門や子会社がその幹部を中心として分離独立する形でのMBO（カーブアウト型MBO）が主流でした。

第Ⅱ期においては、上場会社の経営陣がバイアウト・ファンドと組んで非上場化する形でのMBOが本格的に登場するようになりました。

第Ⅲ期においては、同族経営の上場会社において、創業家のイニシアチブのもとにMBOによる株式非公開化を行う動きが本格化しました。ただ、第Ⅳ期になりますと、そういった創業家主導のMBOによる株式非公開化にブレーキがかかったということで、これはテーオーシーの創業家によるMBOが失敗したことが契機になっているとのこと。このあたりから少数株主の権利保護が注目を浴びるようになったと分析されています。

第Ⅴ期として、リーマン・ショックに端を発する日本経済の低迷を背景にMBOによる非公開化が再び活性化したということ。第Ⅳ期を経ての話なので、手続の公正性確保に一層注意が払われるようになったとのこと。でございます。

太田先生のご整理から、手続の公正性を確保するという姿勢が実務の中で強まっていったことが注目されると思います。

第3に、完全子会社化または完全支配化のために全部取得条項付種類株式を利用する例が少なくありません。幾つかの理由があると思われませんが、一般的に言われているのは、第1に、対象会社の株主に対して現金の交付が予定されている場合には、課税上の理由から全部取得を使うのが一番よいとされているということです。この点につきましては、太田先生の資料をご参照いただければ幸いです。

もう1つは、全部取得条項付種類株式を利用すると、対象会社の有報提出義務が直ちに消滅すると解釈されています。対象会社が全部取得した上で当

該株式を消却いたしますと、金商法 24 条 1 項各号に該当する有価証券が存在しなくなるという事情がございます。このため、これも太田先生のご分析ですが、近時では、有報提出義務を消滅されることを目的として、取得された株式とは異なるものであることがはっきりわかる形にしようと、普通株式とは異なる株式を交付する例が多いとされています。

全部取得条項付種類株式を用いた少数株主の排除は、実質においては株式の併合による端数処理と同様であると考えております。にもかかわらず、このように、継続開示義務の帰趨に違いが生じるのが現状です。もちろん、実務上は株主数が 25 名未満になるということが通常でしょうから、そうなりますと継続開示が一気に緩和され、それぐらひは大きな負担ではないようではございます。ただ、理論上は規制の非対称が残ることになります。この点については、資料 6 でございますが、大阪大学の久保田安彦准教授との共著論文で、もうすぐ公表されるかと思いますが、久保田先生のご了解を得て初校前のゲラをそのままつけさせていただいております（久保田安彦＝中東正文「少数株主の締出しと金融商品取引法上の継続開示義務の帰趨」金融・商事判例 1397 号 2 頁（2012 年））。

この問題は、この研究会でも、特定組織再編成発行手続あるいは同交付手続について川口先生がご示唆なさいましたように、あるいは黒沼先生がご論文の中でご示唆されていますように（黒沼悦郎「ディスクロージャーに関する一省察」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論〔下〕』613-614 頁（商事法務、2007 年）、発行開示と継続開示を連続してとらえているので、最終的には、発行したときの株式が残っているかどうかという問題になります。ただ、そのような現行法の建付けあるいは枠組みが適切なのかということについては、再検証する必要があるという問題提起を、久保田先生との共著論文では行っております。

3 濫用的な利用と裁判所による対応

まず、2-3-1 の「諸論」ですが、全部取得条項付種類株式は、本来の

目的とは異なっているものの、健全な形で用いられている場合もあれば、濫用的に利用されている例もあると思われます。実際、締め出された株主が裁判において、取引の過程や対価の公正さを争う例が多く生じていることはご案内のとおりでございます。

次に、2-3-2の「価格決定に関する裁判例」です。

裁判となる事例では、通常、株式取得価格決定申立事件の形がとられています。裁判所が決定すべき取得価格については、会社法の文言上は明確ではありませんが、組織再編行為等について反対株主が株式買取請求権を行使した場合に関する公正な価格と同じであると一般に理解されています。全部取得条項付種類株式と株式買取請求権に関する価格決定事件を、両方あわせて考えますと、相当数の裁判例が蓄積されてはいるものの、非訟事件の性質上、最終的には裁判所の合理的な裁量にゆだねざるを得ないこともありまして、決定される価格について、実務家の先生の前で申し上げるのは僭越ですが、当事者の予見可能性は高くないのではないかと私自身は思っております。

他方で、時期的な問題もあろうかと思えます。最高裁判所で示された規範が下級審の裁判例で反映されていない事例も見られるのではないかと考えておりまして、テクモ事件に関する最高裁の平成24年2月29日の決定について、レジュメの6ページの最初にその一部を抜粋させていただきました。

すなわち、「相互に特別な資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとするのが相当である」と判示されています。

裁判所はセカンドゲスをしなない、独立当事者間の交渉で同意される企業再編の条件をもって公正な価格の基準としていく、また、そのような条件については裁判所の介入を限定するという従来の学説とも基本的には整合的であると考えられています。

ところが、例えばCCCのMBOに関する大阪地裁平成24年4月13日決定は、テクモ事件に関する最高裁決定から2カ月たっていない決定ですが、ここでは、レジユメに掲げましたような判断がなされています。公開買付届出書、意見表明報告書などで利益相反を回避するための措置について開示されていることにも関係いたしますが、「本件公開買付けが、利益相反関係を抑制し、公開買付価格の公正性等を担保するための種々の措置が講じられた上で実施され、かつ、多数の株主の応募を得て成立したとの前記の認定を前提としても、このことのみをもって、本件買付価格が、ナカリセバ価格と増加価値分配価格とを合算した価格を下回らないと即断することはできない」と判示し、裁判所は積極的な介入を試みています。実際、「MBOにおける全部取得条項付種類株式の取得価格は、ナカリセバ価格と増加価値分配価格とを合算した価格なのであって、実体的な概念である」と判示をしまして、積極的にみずから公正な価格の決定を行うという姿勢が示されているとも思われます。

そもそも、裁判所が決定する公正な価格をナカリセバ価格と増加価値分配価格とを合算して算定するという枠組みについては、論理的に妥当であるのかについても検討する必要があるようにも思われますが、その点を差し置いても、実践的な枠組みであるのかについては疑問があります。実際にも、決定書を読んでみますと、このような枠組みに沿って価格を決定しているのかどうかよくわからない裁判例もあると思っております。

のみならず、先ほども少し申し上げましたが、「利益相反関係を抑制し、公開買付価格の公正性等を担保するための種々の措置が講じられた」、ここまで認定しておきながら、実践的ではないと思われる算定の枠組みを使って裁判所が介入するということになれば、安定的な取引の設計が困難にならないか、それゆえに効率的な取引を萎縮させないか、こういった問題も懸念されると思われます。

次に、2-3-3の「価格決定制度の限界（その1）—証拠の偏在—」です。価格決定の枠組みについては、最高裁決定も少なからずあらわれまして、

議論が深められているものの、全部取得条項付種類株式に関する株式取得価格決定申立権あるいは組織再編等に関する株式買取請求権などには、取引の公正さを十分に制度的に担保することは、現状では期待しがたくなっていると思われます。

株主にとっては、会社との協議が調わずに裁判に至ると、非訟事件の世界に入って、裁判所の合理的な裁量によって価格が決定されることになります。価格決定の裁判の手続は、昨年の非訟事件手続法の制定と整備法による会社法改正によって争訟性が強い裁判類型であると整理されて、当事者主義的に組み直されています。ここでは、キャッシュ・アウトを公正に行わせるという観点から、当事会社に情報の十分な開示を求められる枠組みになっている例として、当事者の責務と文書提出命令について簡単に触れさせていただければと思っています。

非訟事件手続法は、当事者の責務として、「信義に従い誠実に非訟事件の手続を追行しなければならない」との規定を置いております。また、事実の調査及び証拠調べ等についても、「当事者は、適切かつ迅速な審理及び裁判の実現のため、事実の調査及び証拠調べに協力するものとする」と規定されています。後者は、当事者の責務の規律を裁判資料の収集という側面において具体化したものであると考えられます。

非訟事件の当事者には事案解明義務が課されるものではございませんが、当事者の責務に関する規律に加えて、新非訟法では、文書提出命令に関する民訴法の規定を準用することとされています。非訟事件の性質上、文書提出命令に応じなかったからといって真実擬制はされないということはありますが、ただ、裁判所の自由心証の中で文書の不提出という事実が考慮されることが想定されています。

この点については、既に新非訟法の制定前から、レックスホールディングス事件等でMBOに関する株価算定の過程を明らかにする文書（事業計画、株価算定評価書）を会社が提出しないことから、裁判所が裁量において会社の主張する価格を上回る価格を決定した事例もあって、先取りはされている

ところではありますけれども、これが明確になったということができると思われます。

実体法の問題としましても、構造的な利益相反が存する取引においては、公正さを確保するために情報開示が拡充されるべきであると思われます。例えば、MBOに際しては、買収側の経営陣が提示する価格が公正な価格であることが、開示された書面や情報からのみであっても理解されるものでなければならぬはずで、この限りにおいて、価格設定の裁判において文書提出命令が活用されることは望ましいと考えています。

また、本報告では詳細を論じる余裕はございませんが、シャルレのMBOに関する代表訴訟事件に関しては、神戸地裁平成24年5月8日決定が注目されます。同決定では、申立ての対象になった文書の多くについて文書提出が命じられていますが、文書提出義務が否定される自己利用文書の意義が問題になっています。

この点については、最高裁平成11年11月12日決定、レジユメの9ページですが、富士銀行に対する貸出稟議書の提出が否定された事例ですが、大枠として①～③にありますように、自己利用文書と言えるためには、作成に関して内部文書性がなければなりません(①)。これだけですと民訴法の文言通りになるわけですが、それだけではなくて、もし文書を提出させると所持者へ看過しがたい不利益が生じるということが必要であると解されています(②)。さらに、仮に①と②の要件を満たしていないにしても、それを否定する消極要件として、特段の事情がある場合には提出の対象になるとされています(③)。

神戸地裁の決定でございますが、「MBOは、株式会社の経営陣等が株式を買い取って株式会社の経営権を把握する手法であり、売る側(株主)と買付側(経営陣等)とは、本質的に利益相反の関係にある上、情報格差も大きいことが一般的である。そのため、MBOにあっては、手続過程の透明性、合理性を確保する必要があるとされている(……)。そうすると、手続過程の透明性を確保するためには、将来、当該MBOが適正にされたか否かの検

証を行うことができる態勢が必要であり、当該MBOの手続過程における意見を含めた資料等が将来の検証の資料とされることが求められる」とされており、「その結果として、当該MBOの手続過程における意見が開示され、自由な意見交換や意見表明等に心理的な制約が生ずることとなるが、このような制約は、MBOの上記特質に照らして一定程度受忍されなければならない」と判示されています。このような一般的判断は、実体法の規範を基礎に自己利用文書の該当性を検討するもので、妥当であると考えております。

他方で、神戸地裁決定は次のようにも述べております。「集金伝票や請求書は、いずれも法人税法や消費税法において相手方に保存が義務づけられた帳簿書類に当たり、国税庁等による調査に際して、国税庁等に提示することが予定されている文書である」。ここまでの基準が採用されるということになりますと、会社法の帳簿閲覧権に関する規制あるいは利益衡量が手続法によって覆される可能性があると思っています。持株要件や拒絶事由などがなく何でも認めるということになると、望ましくないのではないかとことです。

なお、代表訴訟の関係では、平成12年12月14日の最高裁の決定がございます。八王子信用金庫の貸出稟議書に関するものでして、会員と信用金庫自身が同一視しやすい事例であったと思いますが、最高裁は、「会員代表訴訟は、会員が会員としての地位に基づいて理事の信用金庫に対する責任を追究することを許容するものにすぎず、会員として閲覧、謄写することができない書類を信用金庫と同一の立場で利用する地位を付与するものではない」と判示しています。その上で、代表訴訟において文書提出命令の申し立てがなされたからといって、自己利用文書と認められない特段の事情があると言いうことはできないとしています。

この点について、神戸地裁決定は、「開示により相手方に看過し難い不利益が生ずる恐れがないとする特段の事情」の有無を問題としておりまして、比較的簡単にといいますか、文書提出命令を認めているということではないかと思っています。

なお、レジユメの10ページの注16では、最高裁の平成13年決定を挙げており、これは貸出稟議書についての文書提出命令が認められた事例ですが、整理回収機構が入ってきているとか、特別な事例であり、同一視しやすい事例であったと思います。

次に、2-3-4の「価格決定制度の限界（その2）—個別的な効果—」です。

より根本的な価格決定制度の限界は、使い勝手が悪いというだけではなく、申立株主のみが個別的な救済を受けることができる制度であることから、規律づけの手段として十分ではないとも言えますし、同時に、公正に設計され実施されたキャッシュ・アウトですら、不公正な取引であるとの烙印を押されかねないという逆の効果をも生じさせる可能性があるということを懸念しています。

法制審でも、新しいキャッシュ・アウト制度の創設に関して、価格決定の効果を申立株主以外の株主以外にも及ぼすことが示唆されたわけですが、これは採用されることにはなりません。もっとも現行法でも、全部取得条項付種類株式あるいは株式の併合を用いたキャッシュ・アウトについては、全員に効果を及ぼす手段がないわけではありません。つまり、通常、端数処理のために裁判所の売却許可が必要になりますので、この許可決定の過程で売却価格の公正さが担保される余地はあるのかもしれませんが、ただ、この売却許可決定は容易に得られて、何のハードルでもないと実務上は理解されているようですので、現時点では余り期待することができないと思われます。

ただ、株主の利害関係参加が新非訟法で認められ、また、文書提出命令が活用されることになれば、裁判所も当事者主義的に運用するのが難しい許可決定の事件ですが、もしかすると状況が変わるかもしれません。ただ、現状において、価格決定の非訟事件による救済は、わずかの株式しか有しない株主が利用する際には、裁判費用に見合った不利益の回復を期待することが難しいのが一般的であると思われます。

費用対効果という点では、これに見合っていないのは、株主だけではない

と考えています。会社にとっても同様であるということです。わずかの株主だけが争っている場合に、弁護士報酬等の裁判費用に見合った経済的な利益を得ることは難しいと思います。実際、会社は地裁の決定に不満があっても、抗告を断念する例、あるいは、係属していた裁判が取り下げられるといった例も少なくないと認識しております。

とりわけ MBO の場合には、不公正な価格であるという裁判所の判断が世の中に残されてしまっても、そもそも対象会社は市場からエグジットすることを目的としていますので、再上場を近い将来に見込んでいるのでもなければ、株式市場で悪いレピュテーションが生じたとしても、それほど問題ではありません。このような場合には、せっかくプランニングを頑張っているスキームにしたのに、会社は十分に争うことなく不満足な裁判を受け入れることがむしろ経済合理性に合致してしまうということになり、そうなれば、公正さを確保するためのプランニングに努力したくなくなってしまうのではないかと、そういう懸念を持っています。

次に、2-3-5の「その他の裁判」です。

吉本興業の MBO では、ご案内のように、個人株主が差し止めを求めたようではありますが、公開買付は成立しており、株主総会では全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュ・アウトが承認されており、大阪地裁は総会決議の無効確認の訴え等を退けました（大阪地決平成 24 年 6 月 29 日）。このような状況ですと、事前の救済手段である差し止めには、余り多くを期待できないということになりそうです。ただ、差し止めについては、会社法制が変わっていけば、より活用し得る制度になるのではないかと考えておきまして、この点については後で申し述べます。

Ⅲ. 産活法の改正

1 序論

現在の会社法上のキャッシュ・アウトのための手法はいろいろありますが、他の目的にも資する方法をいわば転用する形で利用されてきました。そのた

めに制度間のゆがみや規制の非対称の問題が生じてきたと言えると思います。具体的には、手続、情報開示、少数株主の保護手段、課税などです。

2 産活法によるキャッシュ・アウト法制

規制の非対称の問題については、後で会社法のところで述べさせていただくことにしまして、ここでは、経産省の主導によって平成23年に改正された産活法について紹介させていただきます。

経産省は、法制審の議論の終結を待たずに、会社法の特例を含む産活法改正を成立させていまして、この点については、資料7の読替え対照条文をご参照下さい。

キャッシュ・アウト法制に関する会社法の特例の概要については、同法案の要綱では、レジュメに掲げましたように述べられていまして、要するに、全部取得条項付種類株式に関する規律の特例を設けるということです。その手続の要点は①～⑦でございまして、認定事業者が認定計画に従って公開買付を行い、議決権ベースで90%を取った場合、主務大臣から特例利用の認定を受ければ、定款変更に係る総会決議が省略され、全部取得条項付種類株式の取得に係る株主総会議決が省略されて、端数の売却に係る裁判所の許可が省略されるという形になります。

この特例を使わないと、通常、公開買付終了後、完全子会社化が完了するまでにおよそ4～6カ月の時間が必要になって、それに加えて、株主総会の開催の費用が必要となり、これが機動性阻害の要因になっていました。改正産活法の特例を使えば、公開買付から全部取得までの期間は1～2カ月で済むこととなります。ただ、申請に先立つ事前相談などをしているとそれに1～2カ月かかるとのことで、本当にどれだけ短くなったのかなという感じもいたしますし、現在のところ、これを利用した例はないようです。

3 検討

利用されてはいないにしても、この特例ができたことをどう考えるかとい

うことですが、積極的に評価される面とそうでない面があると思っています。

積極的に評価されてもいいのではないかと思われますのは、これもよしあしだと思いますが、平成年間における組織再編に関する柔軟化のように、経産省の立法が会社法制の改正を促してきたという点です。その意味では、とりわけ組織再編のように企業活動の機動的な展開にかかわる場面では、実質的に見て積極的に評価されるべき面もあると思います。ただ、会社法のルール形成主体はだれであるべきかという点から考えますと、事実上の私法規範について、法務省に先んじて経産省が一定の道筋をつけていくことについては、これでよいのかという課題が一般論としてあると思います。

個別具体的な面でも、全部取得条項付種類株式制度の特例に基づくキャッシュ・アウト制度については、法制審でも議論をしている折に、それを追い抜くのが適切でないとも申し上げるつもりはないのですが、ただ、主務大臣の認定が必要であるとか、あるいは公開買付を前置するといったかなり厳格な形で認めるといった枠組みになっています。結局、だれも問題にしなかったようではありますが、そういう特別法があるときに、それより緩やかな要件で一般法をつくるという順番になってしまっているのではないのかという感触を持っております。

なお、法制審の部会には経産省から「今後の企業法制の在り方について」が提示され、公開買付後のスクイーズ・アウトとセル・アウトをセットで導入すべきであると主張されていたのに、スクイーズ・アウトだけを導入して、セル・アウトは残した形になり、それでいいのかという問題意識も持っています。

IV. 会社法制の見直し

1 序論

ご案内のように、現在、要綱案の策定に向けて大詰めを迎えているところです。本報告との関係では、キャッシュ・アウトを目的とする制度の創設、規制の非対称の是正、救済手段の拡大、とりわけ差止め制度の拡充、これら

が要綱案に盛り込まれる見通しであるようでございます。他方で、マジョリティ・オブ・マイノリティを総会決議要件とすることは見送られたようですし、また、セル・アウトも導入されないことになりそうです。

2 特別支配株主の株式等売渡請求権

特別支配株主の株式等売渡請求権制度とは、対象会社の特別支配株主が、対象会社の株主全員に対して、その有する株式の全部を特別支配株主に売り渡すことを請求することができるとするものです。「特別支配株主」とは、ある株式会社の議決権の90%以上を有する者などということになっています。手続につきましては、レジユメの②（手続）でお示ししたとおりでございます。

株主の救済手段としては（レジユメ③）、株主に対して、差止請求権、売買価格の決定申立請求権、無効提訴請求権を与えています。

このような売渡請求制度を英国法上のバイ・アウト制度と比較することが雑誌論文でも試みられていますし、カナダでもバイ・アウトの制度がございますが、次の①～③のような違いがあるとされています。①90%以上の議決権を有するに至った方法や経緯は問われておらず、公開買付の前置が予定されていない、②90%要件の分母には買付者が既に有していた株式が含まれない、③行使期限に制限がないということです。

これらの特徴が日本の現行法の枠組みにおいて特異なものかということになると、そうではないと考えています。略式株式交換を利用すれば、売渡請求制度とほぼ同様の手続でキャッシュ・アウトを行うことができますので、その意味において、英国と違うということが直ちに悪いということではないと考えられます。

ただ、①と②に関係いたしますが、公開買付が前置されていないので、価格の公正さが手続の中で担保される仕組みになっておらず、それでいいのか、疑問があります。この点では、略式組織再編を使った場合でも同じことになりますので、キャッシュ・アウト法制の枠組みに関する課題として、残

されていると評価すべきであると思われます。また、スクイズ・アウトはあるけれどもセル・アウトはなくていいのかということも問題になっていますが、これはまた後で申し上げたいと存じます。

3 規制の非対称の是正

規制の非対称についても、各種の手法を転用してきましたので、残っていて仕方がないという面もございしますが、(a)で書かせていただきましたように、全部取得の場合については、今考えられているのは、①、②、⑥のように、事前の情報開示を充実し、株主に差止請求権を付与し、ただ、差止めについては法令定款違反と株主が不利益を受けるおそれがある場合に限定するということです。そして、事後の情報開示を充実するということです。

(b)は株式の併合についてですが、これもほぼ同様ですけれども、③～⑨にありますように、従来、反対株主に株式買取請求権がなかったものを認めようという点が違っています。

(c)は、新株予約権の売渡請求を省略する形で記載しましたが、新しい制度として導入されようとしている特別支配株主による株式売渡請求です。ここでも、事前の情報開示を充実するということと、(3)で書かせていただきましたように、売渡株主の保護として、差止請求権と売買価格決定申立権を与え、無効の訴えの提起を可能とするということです。①の差止めとの関係では、法令定款違反あるいは著しく不当な条件のどちらかが満たされればよいとされています。株主総会を経ていないためと説明されているようでございます。

こういった形で、規制の非対称は解消されつつあります。

4 救済手段の拡大（差止め）

救済手段の拡大として差止めを活用しようと試みられております。「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」を抜粋させていただきました。いろいろ議論はあったけれども差止めを認める旨の明文規定を設けようとい

うことになりました。ただ、要件としては、①全部取得条項付種類株式の取得の場合、②株式の併合の場合、③略式組織再編以外の組織再編の場合に限定した上で、かつ、法令定款違反がある場合に株主が不利益を受けるおそれがあるときとされています。条件等が著しく不当である場合は含まれていませんので、価格に不満があるだけでは、新しい差止請求権は使えないことが予定されているということです。

とはいうものの、中間試案でも差止請求権を明文化する案には注記がありました。A案の注1ですが、「上記に加えて、特別の利害関係を有する者が議決権を行使することにより、当該組織再編に関して著しく不当な株主総会の決議がされ、又はされるおそれがある場合であって、株主が不利益を受けるおそれがあるときに、株主が当該組織再編をやめることを請求することができるものとするかどうかについては、なお検討する」とされており、最終的には解釈にゆだねようということになったと承知しています。

今後の解釈としては、価格が著しく不当であるか否かについては、価格を直接的に検証する方法によるのは望ましくなく、特段の事情がなければ、取引過程の公正さを検証することが先決問題になるのではないかと、この点に留意をすべきではないかと思います。その意味では、著しく不当な株主総会決議がなされる場合に、株主総会決議取消請求権を被保全権利にするという従来の解釈論で相当に対応はできると思われます。

さらに、新しい差止請求権が明文化されれば、本来の趣旨とは違うのかもしれないませんが、法令違反の場合には差止めの請求を認めることになっておりますので、この新しい差止め請求権を被保全権利としつつ、先ほど述べましたような決議に瑕疵がある総会が行われる場合には、法令違反があると理解すれば、差止めがより認められやすくなる、そういう解釈も可能かもしれないと考えています。

5 マジヨリティ・オブ・マイノリティ

キャッシュ・アウト法制の一部として、従来から株主総会の決議要件の加

重が検討されています。オンタリオ証券委員会では、随分と前から規定を設けています（資料10）。カナダの連邦会社法（CBCA：Canada Business Corporation Act）の第193条は、州の証券規制に従わなければゴーイング・プライベート取引はできない旨を規定しています。証券規制を会社法制で取り入れているものであり、両者の間で連携が図られているところは注目すべきであると考えています。

わが国の会社法制の見直しにおいては、マジョリティ・オブ・マイノリティは要件として入らないということになったわけですが、部会資料20の補足説明にありますように、「対象会社の株主総会における議決権行使の状況（特に、支配株主以外の株主が有する議決権の過半数が賛成しているかどうか等）は、裁判所による価格決定手続における公正な価格の検討等に際して、考慮要素となり得る」と考えられます。つまり、明文では書かれていないけれども、マジョリティ・オブ・マイノリティが満たされているか否かは、公正かどうかの1つの判断要素になるということを含み置いた上で明文では書かないということになったと理解しております。

確かに、マジョリティ・オブ・マイノリティを決議要件とする、必ずそれを取りなさいということになると、この計算が簡単なのかと言われれば、必ずしもそうではないという課題もございます。また、持株状況によっては、およそ無理であるという場合もあるかもしれず、そのようなときには、逆に、少数株主の立場が濫用的に利用される危惧がありますので、決議要件として導入することが躊躇されたことは理解できなくもないと思っております。

ただ、先ほども申し上げましたように、実務では、CCC事件にしても、あるいはそれに続くホリプロ事件にいたしましても、マジョリティ・オブ・マイノリティを目指す設計を試みられており、これは大変有意義なことであると考えています。この点は、先ほどの補足説明で示されているところにも通じるものです。補足説明では価格決定を中心に述べられていますが、「公正な価格の検討等」の「等」は、価格の決定だけではなくて、差止め、無効、損害賠償請求等の場面にも同様に考えることができるということは、内田関

係官のご発言でも示されています。

なお、実務的には、マジョリティ・オブ・マイノリティで十分なのか、スーパーマジョリティ・オブ・マイノリティが必要なのかということが議論されることがあるようです。簡潔に申し上げますと、マジョリティで十分ではないかと思っています。スーパーマジョリティ、日本でいう特別決議でしたら議決権ベースで3分の2以上となりますが、そうすると、少数株主の中で部分的な解散を決めたと理解することもできます。とはいえ、特別決議の要件については、米国等とは違って、分母が出席株主の議決権数であり、定足数は過半数ということですので、スーパーマジョリティを下限として第一段階の公開買付を実施することを求めるのは、厳しすぎるとも思われます。もちろん、スーパーマジョリティ・オブ・マイノリティが得られれば、その分、公正な取引が行われたとの評価が得られやすくなると思います。

6 セル・アウト

法制審の会社法制部会での検討において、セル・アウトがいつの間になくなったのではないかという疑問は、昨年11月の太田先生のご報告でもあったところでございます。

中間試案の補足説明(39-40頁)をごらんいただければわかりますように、新たな支配株主があらわれたとか、そういうこととの連携で考えられていましたので、やはりセル・アウトという発想が出てきにくかったのかなとも思っております。ただ、セル・アウト制度の創設が見送られたことについては、中間試案の段階でも批判が非常に強く、例えば、大証の金商法研究会においても、黒沼先生は、キャッシュ・アウトを認めるのであればセル・アウトも認めるべきであるのご発言されており、龍田先生も、黒沼先生のおっしゃるとおりであり、せめてバランスをとるべきであると述べていらっしゃいます。森本先生も、そういう論理関係にあるとおっしゃっています。

特別支配株主の株式売渡請求権の特徴としては、先ほど申しましたように、

公開買付の前置が予定されていない、あるいは行使期限に制限がないということ。つまり、特別支配株主になれば、そのことに由来して、こういった権利を与える、こういう建て付けになっています。この裏の問題として、支配株主はいいけれども、では支配されている少数株主はどうなのかということになります。特別支配株主に、その地位に基づく特別な権利を与えるのであれば、同時に、その地位に基づく負担として、少数株主にセル・アウトを与えることが適切であると思っております。

なお、もし少数株主に退出の権利または機会を与えるのであれば、金商法ではなく会社法で対応するのがよいと考えています。キャッシュ・アウトを会社法で規定するのであれば、セル・アウトも会社法で規定するのが自然です。のみならず、特別支配株主がセル・アウトに応じてくれないときに、会社法で規定しておけば、少数株主権がセル・アウト権を行使すれば、売買類似の関係が形成されるわけですので、請求株主が特別支配株主に対して代金の支払いを請求すればよく、裁判所を通じたエンフォースメントが容易であると考えられます。他方で、もう一回、公開買付を実施せよといったように、金商法の世界で対応すると、エンフォースメントが難しくなることが懸念されると思われまます。

V. 結語

キャッシュ・アウト法制は、冒頭に申し上げましたように、構造的な利益相反が象徴的にあらわれる場面であると考えられます。ただ、法令による実体規制や開示規制によって明確な公正さを担保する仕組みが整備されているとは言いがたいと考えております。

そこで、今後も実務の工夫が大いに期待されることになると思います。実務が工夫を行うに当たっては、立法に至らなかった事項についても、是とされるものは実務の運用において積極的に取り入れるべきです。例えば、マジョリティ・オブ・マイノリティもできる場合には入れようとか、そのような工夫でございます。

他方で、実務が十分に工夫を行ったディールについて裁判所が後見的に介入し過ぎるということになると、実務の発展を阻害することにもなりかねませんし、ひいては効率的な取引が行われないうことになりますので、そのような状況になることは望ましくないと考えております。

大変雑駁でございますが、以上で私の報告を終わらせていただきます。ご指導いただければ幸いです。

討 議

前田副会長 中東先生、どうもありがとうございました。具体的な利用状況あるいは裁判例を基礎に、会社法上の問題、金商法あるいは産活法上の問題、さらには最近の会社法制の見直しに係る問題など、包括的にキャッシュ・アウト法制についてご報告をいただくことができました。

それでは、どこからでも結構でございますので、ただいまのご報告につきまして、ご質問、ご意見をよろしく願います。

太田委員 実務の観点から若干の補足と申しますか、ご紹介だけさせていただければと思います。

まず、CCCの関係につきましては、私自身会社側の代理人であり、特別利害関係がありますので、コメントは差し控えたいと思いますが、それ以外のところで、レジユメの3ページ目の「全部取得条項付種類株式の『いわゆる100%減資』の手段としての利用」についてですけれども、これは確かに上場会社では余り利用されていないとは思いますが、非上場会社では結構利用例がございます。私自身も関与した経験がございますが、例えば、これは新聞報道もなされておりますが、三菱重工の子会社の三菱農機という会社が、債務超過に陥ったために、少数株主を排除して、三菱重工主導で会社を立て直すというときに、100%減資の手段として、この全部取得条項付種類株式を利用しています。このように、実務上、非上場会社では、100%減資の手段として、本来の用途のために全部取得条項付種類株式が広く利用されているものと理解しております。

それから、4 ページ目から5 ページ目の「全部取得条項付種類株式の利用」のところでございますが、この部分との関係でもう1点補足させていただきます。即ち、親会社による子会社の完全子会社化の手段として、全部取得条項付種類株式が用いられる場合がございます。これは米国の証券法のフォームF-4に係る規制と関係するものでございまして、親会社による完全子会社化のためには、特にスクィーズ・アウトが必要でない限り、本来、普通の株式交換を実施すれば良い訳ですが、大株主を除いた一般株主の中に米国居住株主が10%以上存在しますと、米国のSECにフォームF-4を提出しなければならないこととされています。ご案内のとおり、NYSEやNASDAQに上場していない日本企業がこのフォームF-4を提出することになりますと、米国会計基準に従って財務諸表を作り直さなければならなくなったり、大変重い負担を背負うことになります。従って、特段スクィーズ・アウトを実施したい訳ではない場合でも、かかる事態を避けるため、やむを得ず全部取得条項付種類株式を利用して完全子会社化するということがあります。その意味で、フォームF-4の問題の回避のために全部取得条項付種類株式が利用される事例もあるということです。

もう1点、補足させていただきます。これは質問ではなく、単なる意見なのですが、最後の20 ページ目の「セル・アウト」の点につきましては、以前に私自身が公開買付けに関してご報告させていただいた際にも申し上げていた話なのですが、中東先生の仰るとおり、私自身もセル・アウト権は導入すべきだと思っております。これに関連して、私が報告させていただいた際に、前田雅弘先生から、セル・アウトについては、ある意味では不満がある少数株主は市場で売ればよいではないかとの考え方もあるので、セル・アウト権まで取って認める必要があるのか、との議論があると伺った記憶があります。しかしながら、例えば、TOBを実施して、支配株主が90%を取得した後、特段スクィーズ・アウトを行うことなく放置した場合で、TOB 価格が不満であったために、5%を保有している株主がTOBに応じないでそのまま残ったというようなときに、市場においては流動性の問題があるため、

なかなか株式を売却できないことがあります。

従って、スティーズ・アウトに係る制度整備がなされる機会に、この補足説明の②、即ち、総株主の議決権の10分の9以上を有する支配株主が登場した場合におけるセル・アウト権については、認める方が良いのではないかと考えております。

加えて、今回の要綱案からは、経済界の強い反対によるものと理解しておりますが、子会社の少数株主の保護に係る部分（親会社の責任に係る規定）が削除されています。もし、子会社の少数株主の保護法制が立法化されるのであれば、10%未満の株式を保有しているような少数株主の保護については、当該法制によって対処するという事は十分あり得ると思うのですが、結局、会社法制部会での要綱案では、当該法制について立法化が見送られましたので、そうであれば、セル・アウト権等は是非導入すべきではなかったか、と個人的には思っております。

中東報告者 非上場会社について、全部取得条項付種類株式が本来の目的で使われているという実務のことをお教えいただきありがとうございました。そこまで私の調査は及びませんでしたので、大変ありがたく拝聴いたしました。

セル・アウトが必要かという議論については、前田先生がお答えしてくださるのではという気もしているのですが、マーケットで売ればよいのではないかについては、先生のご報告の折に、上場廃止基準等との関係もあったりして、そういう話が出たのかも記憶しております。

私も太田先生と同じ意見なのですが、5%を持っている人が残るときに困るじゃないかという見方も、それはそれで1つのロジックであると思います。ですが、5%を持って残った人は相当力を持っているという見方もできるかもしれません。現在の会社法でも、5%を持っている株主は、ごねようと思えば相当に会社を困らせることができ、そういう意味では5%を持って残った人のほうが、僅かの株式を持って残された人よりも、まだましではないかという感じもいたします。

前田副会長 キャッシュ・アウトとセットでセル・アウトも入れるべきだという意見にも相当の説得力があるとは思いますが、ただ、前に太田先生からこの問題についてご報告をいただいて以降は、法制審議会の会社法制部会では、特にこの問題が復活して論じられることはなかったと思います。

山田委員 少しおくれたので、そのときにお話があったかもしれませんが、7ページ、8ページ、9ページの「証拠の偏在」というところでお伺いしたいと思いますが「価格決定制度の限界」ということで、株式買取請求権で価格を決定する際に必要な証拠というのは基本的に会社が持っています。そこで、どういう証拠があれば、逆に言うと、文書提出命令の対象として、どのようにすればそれを出してもらえるのかという点について、中東先生のご意見を伺いたいと思います。

ちょっと話がそれますけれども、ちょうどレジユメに文書提出命令の稟議の話が出ていますので申し上げますと、銀行取締役で書かせていただいたんですが、これは全く逆の事例があります。つまり、RCCが経営を取得すると、従前銀行取締役であった人に対して訴訟を起こすときに、原告が被告の不利な証拠を全部持っているわけです。最終的に裁判所が事後的に融資判断の決定の検討に入る際にも、一番有利な証拠を原告の側が持っているのですべて出せる。これは民事裁判の原則からも非常に問題ではなかろうかと思っております。

そこで、お話をお伺いしたいんですが、買取請求権の関係で申し上げますと、結局、価格決定に一番必要な情報というのは、例えば今後ゴーイング・プライベートした後でどのような経営をするのか、もしくは仮にファンドがMBOなりをして、その後に再上場の予定があるということであれば、そのような形の計画書なのか、どういうものがあればそのような形で価格決定に必要な情報を手に入れることができるのかということですが、そのような資料をどのようにして、価格決定を求める側が手に入れることができるのでしょうか。雑駁な質問で申しわけございませんが、中東先生のご意見を伺えればと思います。

中東報告者 第1点目のどういう証拠があればいいのかということについては、必ずしも価格決定に限ったものではないですが、構造的に利益相反の取引をするのであれば、それを解消するいろいろな手当てをとることが必要であると思います。その中の1つには、当然、情報の開示があつて、その開示されるべきものは、この取引が確かにフェアに行われているということがわかる資料であると考えております。先ほど申しましたように、公開買付が前置される場合ですと、公開買付届出書等で記載されるべきことが十分な内容になれば、それはそれでよいと思います。現在の規制では、例えば、受け取らなかった意見書をどうするかとか、そのような問題があるかもしれません。

2つ目のご意見につきまして、RCC判決の時期に原告が証拠を全部持っていて、これは被告としては厳しいのではないかということですが、そういう状態になったのは被告の責任でもあるので、それは仕方がないというのが私の意見です。

山田委員 2点目は私の意見ですので、コメントは承りましたが、1点目は、そうすると先生のご意見だと、結局、MBOが適正に行われましたという関係の証拠を提出するだけで価格も、例えば将来的にシナジーが幾ら程度あるかという資料は全く提出する必要がないということなんでしょうか。

中東報告者 全然要らないわけではなくて、固有価値増加分があると判断しているからこそ、MBOを実行しようとするのですから、その増加分については、既存株主とこのように分けたいということは示さなければならないと思います。その意味では事前に、場合によっては差止めの機会も与えられる段階で、出すべきものは全部出すべきであるという発想です。

黒沼委員 中東先生の報告では、最初に構造的な利益相反がある場合についての検討をすとおっしゃられたのですが、この「構造的に利益相反がある場合」というのは、どういうことを念頭に置いておられるのか、質問したいと思います。

テクモ事件の最高裁決定がありまして、ここでは「相互に特別の資本関係のない会社間において、一般に公正と認められる手続で組織再編行為が行わ

れる場合には、その比率は原則として公正なものとするのが相当である」という判示をしまして、中東先生のご報告では、それに賛意を表されているのかなと感じたのです。

しかし、例えば特別な資本関係のない会社間で行われる組織再編だけれども、組織再編の結果支配株主が出現する場合には、取締役には潜在的な利益相反関係があるのではないかということが指摘されています。アメリカの裁判例なんかでも、これは白井先生の論文の受け売りですけれども、そういった場合に、きめの細かい判断をデラウェア州の裁判例がしているという紹介もあるところです。

そういった点からいうと、私はテクモ事件の最高裁決定の一般的な判示はかなり割り切り過ぎて、今のような潜在的な利益相反関係、この事件にあるのかどうかわかりませんが、そういうの見過ごしていると思っているんですが、そういう場合はどう考えられますか。

中東報告者 先生がおっしゃいますように、テクモについては、この判示に関する限り賛成であるということをございまして、確かにあるディールが行われたときに支配株主が生まれるような構造になっている場合に、この規範をそのまま当てはめてよいかどうかというのは、それはまた別途問題としてあり得ると思っております。

この最高裁決定も、特段の事情がない限りという事情の中に、支配株主が生まれるという事情を読み込むことも可能かもしれませんが、私が考えておりましたのは、これからディールの設計をするという段階で利益相反が見られるかということでした。クロージングした時の出来上がり図を見通した上で、利益相反の契機を判断するところまでは考えが及んでおりませんでしたので、白井先生のご論文をもう一回じっくりと拝読して、勉強させていただきたいと思っています。

黒沼委員 考えてみると、複数の取引が競合的にあって、その中から選べるという状態ならば余り問題がないのかもしれないんですが、交渉の初めからそういう可能性を排除して、特定の者に買収される。買収された後に経営

者としてとどまるためには、その支配株主の顔色をうかがい、提示された条件をのまざるを得ないということもあり得るわけですね。そういう事態をどう考えるかは、かなり難しい問題ではないかと思っています。

中東報告者 おっしゃるとおりだと思います。例えば、ディール・プロテクションの設計や司法審査なども、そのような要素を考慮しながら、行われていくべきであると思います。ある取引をするときにだれかが儲かるような仕組みになっていて、それを固定するような形で行われるということであれば、フィデュシャリー・アウトなどをも含めて、公正さを担保するための工夫や制度が必要であると思います。これが完璧にできれば最もよいのですが、なかなか難しく、公正であると簡単に判断することは避けるべきであると考えています。難しい問題であることは、先生のおっしゃるとおりであると思っています。

川口委員 違うところなんです、4ページのところで、全部取得条項付種類株式が完全子会社化されるために利用される理由の1つに、継続開示義務を消滅するという点があるというご指摘が有りました。確かに全部取得条項付種類株式に変換し、会社がそれを全部取得して消却してしまうということであれば、その株式がなくなってしまうので、開示義務がなくなるということなのかもしれません。他方で、全部取得条項付種類株式取得の対価として、別の株式が交付されるという場面においては、それがもし募集に該当すれば、そこでまず発行開示が発生し、それに基づいて継続開示が必要になってくるということだと思えます。

この点、結局キャッシュ・アウトされてしまうので、25名未満になってしまつて継続開示義務も消えてしまうというので、この点を余り議論する意味がないというのもそのとおりだと思います。

一方で、新たに発行される株式の発行はそもそも募集に該当しないという考えはあり得ませんか。キャッシュ・アウトの場合にキャッシュ・アウト先に発行される株式は通常端数株式です。それは、結局、会社法の手続にのつとって金銭で消却されてしまいますが、発行される株式が端数であるので募

集に該当しないというふうになるのでしょうか。

中東報告者 全部取得がなされて、取得された株式の全部が消却されると、発行開示を必要とした株券が全部なくなるということです、端数処理との関係は直接ないような感じはいたします。

資料6でございますが、久保田先生との共著の最後のページの（注11）あるいはこの本文で、その点については若干触れさせていただいております。米国連邦証券取引法の15条d項では、同じ種類の証券が残っている限り継続開示義務は残り、ここでいう種類には、「発行者の証券で実質上同じ性格を持ち、その保有者が実質上同じ権利と特権を享受することができるすべての証券を含むものと解釈しなければならない」という規定を設けているわけですが、日本ではそれが無いので、形式的に違う証券に変わったら、その時点で、継続開示義務はなくなることになると思います。

先生がおっしゃいますように、別の証券が発行されるという場面をとらえるのであれば、そこで発行開示がかかるような形の発行がされているかを判断することになるのではないのでしょうか。

川口委員 発行されるものが端株なのでそもそも開示が要らないということなのかと思ったのですが……。

黒沼委員 1株は発行されているんじゃないですか。親会社が保有する分がありますから。上場会社で1株でも発行すれば……。

川口委員 上場株式で、少なくとも1株以上発行されていれば、他が端数であっても、募集に該当するということでしょうかね。

黒沼委員 届出の提出は必要なんですけど、ただ、どの瞬間に非上場になるのか。

太田委員 確かこの部分につきましては、金融庁から出されているTOB・Q&A（株券等の公開買付けに関するQ&A）か何かに記載されていたかと思うのですが、金融庁の取扱いとしましては、理由は余り覚えておりませんが、一応発行開示は不要であるという整理になっていたはずですよ。

中村委員 日本は、組織再編について発行開示をとらえるというのは原則的

にまだしてなくて、組織再編のところは、そもそもが継続開示をさせるがために、発行開示に類似の形で特定組織再編成の制度を設けたというだけの話なので、その点、多分黒沼先生はもともと日本とは違うんだというお話でしょうが……。

黒沼委員 それだけじゃなくて、全部取得条項付種類株式の取得というのは、組織再編行為として位置づけられてないですね。

中村委員 まあそうですね。

川口委員 その辺で整合性がとれてないというお話だと思います。

松尾委員 開示ガイドラインで、全部取得条項付種類株式についてその全部を取得する旨の株主総会の決議があったことにより有価証券を発行する場合には、「有価証券の募集」に該当しないとされています。これは勧誘がないという考え方だと思います。平成18年改正により組織再編成に係る開示制度を創設したときのこの整理は、今度東北大学の教授になりました谷口さんが説明されていましたが、一般的には勧誘がなく、募集概念には該当しないけれども、募集と同じように扱おうという趣旨で特別の種類を設けたものです（金融商品取引法研究会研究記録第23号（2008）20頁・21頁）。そして、全部取得条項付種類株式の取得が開示規制上は組織再編成として扱われていないということです。実質的には組織再編なのに、これは前、中東先生がこの研究会でご指摘されたと記憶しています（証券取引法研究会研究記録第18号（2007）26頁）が、平成18年改正により組織再編成に係る開示制度を入れたけれども、全部取得条項付種類株式の取得は組織再編成としては扱われてないということです。

前田副会長 全部取得条項付種類株式についても、株主総会で取得の決議をしますが、その決議で株主が賛否の判断を迫られる状況は、実質的には株式の取得の申し込みの勧誘を受けるのとかなり近い状況にあるのだと思います。

私も議論をお聞きしていて、なぜ公募にならないのか疑問に思いましたけれども、それ以前に、そもそももとの証券が消えるという構成が問題ではな

いかと思うのです。会社法のもとでは、確かに法形式上は全部取得条項付種類株式も、取得請求権付株式も取得条項付株式もそうですが、とにかく会社が自己株式を取得して新たに株式を交付するという形をとりました。

会社法制定前は、全部取得条項付種類株式はありませんでしたけれども、取得請求権付株式と取得条項付株式に相当するものはあって、転換予約権付株式とか、強制転換条項付株式と呼ばれていました。あのときは「転換」と言っていただけで、恐らく、株式の種類は変わるけれども、もとの株式は残っていたのではないかと。ここはまた考え方が分かれていたのかもしれませんが、「転換」というのはそういう概念であったのではないのでしょうか。たまたま会社法のもとで、取得してもう一回渡すという法形式をとったがために、こういうややこしい問題が出てきましたけれども、実質は「転換」であって会社法制定前と変わりはないので、もとのものが消えるという構成が果たしていいのかどうか、私は疑問を感じています。

太田委員 お手元の『証券六法』の2514ページをご覧ください。企業内容等開示ガイドライン（企業内容等の開示に関する留意事項について）の2-4の⑤は、「有価証券の募集」とはならない場合として、「取得条項付株式について取得事由が生じたこと又は全部取得条項付種類株式についてその全部を取得する旨の株主総会の決議があったことにより有価証券を発行する場合」が挙げられています。これは、他に列挙されている場合と併せて見ますと、今の前田先生のお話と同じですが、要するに、形式上、会社法の下では取得プラス発行という形になっているが、事実上は大きさを変換しただけであり、実質的には併合や分割と似たようなものであるので、「募集」には当たらないという整理なのではないかと思われまます。

松尾委員 理論的に勧誘がないと整理されているわけです。ただ、勧誘がないということでしたら、これは昔から指摘されていますが、2の3で新株予約権無償割当が募集に当たるというのがおかしいですね。

中村委員 多分、さっき前田先生がおっしゃったとおり、現行法は、株主総会決議を通じたところについては取得勧誘と考えていないという整理だと思

うんですね。

川口委員 ただ、特定組織再編成の場合には、たとえば、吸収合併の場合でも、株主総会はあるんだけど、別途を開示させているわけですね。そこの整合性の問題ですね。

中村委員 先生がおっしゃるとおりで、また、中東先生も問題提起されているとおりで、これは要するに、国家が継続開示義務を強制するのが適切かどうかという価値判断だと思っていて、特定組織再編の場合には50名以上の株主がいるので、届出と同様の利益状況というのは確保されているわけなんですね。

それに対して、全部取得の場合には最終的に残るのが支配株主だけなので、そこで国家が継続開示義務を強制することによって、何か国民的な利益が得られるかどうかという観点からすれば、それは要らないんじゃないのか。そうだとすると、状況が違うんだから、すなわち、発行開示で50名以上であれば届出が必要というのと平行に考えれば、状況が違うから規制の非対称というのが正当化されるわけであって、状況が同じところで規制の非対称が起こっているわけではないというのが私の考えです。これは、中東先生がご論稿で想定される批判としては、多分取り上げられてなかったところかなと思う次第です。

中東報告者 取引の形式は異なっても、実質的な状況は同じなのかなと、前田先生のお話を伺っていても思うのですが、国家の価値判断として要らないコストはかけない、これはこれでわかる話ではあります。前田先生がおっしゃいましたように、全部取得は基本的には株式併合を行っているだけで、株式が入れかわったというのは、形式上そうになっているだけであって、実質はそうではないと思います。この点に注目すれば、継続開示義務の行方が異なるのは、規制に非対称が存在しているということであると思います。

いつも神田先生にご指導いただいていますように、金商法は基本的に書き切っているものなので、書き切っていないということになれば、株式の併合を含めて、どのような場合に継続開示させるのかを基礎から考えていく必要が

あるのではないかという問題提起のつもりで申し上げました。

神作委員 また戻りますけれども、私も黒沼先生がご指摘された点と同じところで疑問を持ちましたので、教えていただければと思います。

テクモ事件の最高裁の決定は、特別の資本関係がない会社間のM&Aが問題となっているのに対して、CCC事件というのは利益相反関係のある者、つまり会社の情報を持っている者が買うという構造的な利益相反関係が存在するケースです。テクモ事件は、買おうとする者は必ずしも事前には十分な情報を持ってないという点で、決定的に利益相反の状況が違うと思うのです。テクモ事件の最高裁の判例を引かれて、下級審は従ってないのではないかというのは、両者は大きく事案が異なるので、簡単には比べられないのではないかともしました。その点が1つ目のご質問です。

それから、その点にも関係するのですが、特別支配株主が株式等の売渡請求をする場合においては、取締役はテクモ事件で示されたような行為規範で行動すればいいのか、それとも、もうちょっとより少数派の株主のために何か努力をする必要があるのか。つまり、適切な言葉かどうかわかりませんが、もしテクモ事件のような独立当事者間のケースでは少なくとも公正な価格で取引すれば良く、基本的に独立した交渉がなされれば公正な価格であると事実上推定されるのに対し、MBOのように構造的な利益相反関係が認められる場合には、公正な価格以上で取引しなければならないといったより厳格な行為規範が認められるべきであるのかどうか。このような比喩が適切かどうかわかりませんが、何か利益相反の状況により、取締役に異なる行為規範が認められるのかどうかという点について、あわせてお尋ねできればと思います。

中東報告者 先生がおっしゃいますように、テクモのような場合とCCCの場合は根本的に違っていると思います。ただ、独立当事者間取引が一方であって、他方で利益相反の契機があるものがあって、後者のディールを設計するときに、どれだけ独立当事者間取引に近づけるかという話として捉えれば、確かに埋めがたい溝はあると思うのですが、溝があるから埋まらないといっ

たら、その瞬間に設計では何も努力はしないということになってしまわないかと危惧しています。

CCCの具体的な利益相反の解消策について意見を申し上げるつもりはないのですが、大阪地裁決定の中で「公開買付価格の公正性等を担保するための種々の措置が講じられた上で実施され、かつ、多数の株主の応募を得て成立した」とまで認定しているのに、でも、やっぱりもともと溝があるから、裁判所が自分たちで決めますということになると、実務は動かないのではないか、このような趣旨で申し上げたつもりでございます。

2番目にご質問をちょうだいいたしました特別支配株主の売渡請求との関係で、対象会社の取締役の承認が必要になるわけですが、その行為規範は何かということ、難問と感じているのが正直なところでございますが、特別支配株主が存在している時点で、その取締役は特別支配株主によって選ばれているはずですので、そんなに多くを期待することができるのかという現実的な問題はあろうと思います。ただ、職を賭してであっても公正な条件を導き出さなければ、承認決議に賛成してはいけないということについては、理屈の上ではそうなると考えております。

太田委員 今の神作先生のご質問のそれぞれについて、私なりに考えていることがございます。

1点目のご質問についてですが、テクモのような事案とCCCのようなMBOの事案とで状況的に全く異なるというのは仰るとおりなのですが、議論としましては、独立委員会のようなものが適切に機能して、かつ、マジョリティ・オブ・マイノリティのような状況が担保されたときには、テクモの最高裁決定で述べられているように、独立当事者間取引に準じて考えることが可能か否かという問題なのではないかと思っております。別のところで東大の田中亘先生がそのようなことを仰っておられましたので、それに従った形で色々と公正性を担保するための措置を講じた訳ですが、結論的に、大阪地裁はそのような主張には乗らなかったということではないかと私自身は思っております。

それから、2点目のご質問ですが、売渡請求の際の対象会社取締役の行為規範の問題は、今後、実務では非常に大きな問題になるのではないかと考えております。この点は会社法制部会でこの点について積極的にご発言されていた藤田先生にお伺いできたらと思っていたのですが、問題はここでいう取締役会の承認の対象が何かということなのだろうと考えておまして、普通に考えると、価格の公正性も含めて承認することなのだろうと思う訳ですが、そのような理解で宜しいでしょうか。それとも、例えば、価格については色々な考え方があると思うけれども、取締役としては、後は裁判所で決めてくれというような、そういう留保条件付きの承認ができるのでしょうか。取締役としては、結構苦しい立場に追い込まれると申しますか、まさに特別支配株主から選ばれて取締役になっている訳ですから、少数株主と特別支配株主の板挟みのような状況に陥ることにもなる訳です。従って、この場合における取締役の行為規範については、ある程度詰めておいていただけると、今後の実務には大きく役立つのではないかと考えております。

藤田委員 私の個人の意見よりも、会社法制部会でどんな形で議論していたかを紹介します。少なくとも、部会での議論や中間試案における補足説明を見る限り、提案の中身としては、取締役は少数株主が不当な値段で追い出されないように配慮する義務を負っているという前提であることは明らかだと思います。レックス・ホールディングスの事件の東京地裁の判決（東京地判平成23年2月18日金判1363号48頁）の中で、「MBOにおいては、本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、自ら株主から対象会社の株式を取得することになり、必然的に取締役についての利益相反的構造が生じる上、取締役は、対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有しており、株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間には、大きな情報の非対称性が存在していることから、対象会社の取締役が、このような状況の下で、自己の利益のみを図り、株主の共同利益を損なうようなMBOを実施した場合には、上記の株主の共同利益に配慮する義務に反し、ひいては善管注意義務又は忠実義務に違反する」と述べられています。その意味

がよくわからないのですが、「株主共同利益」というのがMBOを行う側の株主も含めた株主全体の利益だとしますと、少数株主を安く締め出すことが、会社のため、株主共同利益のためという議論さえ出てくるかもしれません。しかし会社法制部会の議論では、取締役は少数株主の利益も配慮する義務だと理解した上で、特別支配株主が株式等の売渡請求に対して会社の承諾——取締役会設置会社では取締役会決議——を要求し、取締役会決議では少数株主の利益を配慮して判断させよう、それをしなかった場合には、取締役に対する損害賠償請求にもつながり得る、そういう前提で提案はつくられていると思います（法制審議会会社法制部会第12回会議（平成23年8月31日開催）議事録10-17頁、法制審議会会社法制部会第14回会議（平成23年10月26日開催）議事録24-27頁参照）。この点は、補足説明でも明示的に述べられているところです（会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明（平成23年12月、法務省参事官室）第2部第3・1（3）〔「このような趣旨からすれば、対象会社の取締役（対象会社が取締役会設置会社である場合には、取締役会）は、株式売渡請求をすることについて承認をする際には、売渡株主の利益に配慮し、キャッシュ・アウトの条件が適正なものといえるかどうかを検討すべきであると考えられる。また、当該承認をした場合には、キャッシュ・アウトの対価の相当性についての判断やその理由等を含め、その検討内容に関する情報を開示するものとするのが考えられる』））。

会社の利益あるいは株主全体の利益とは少し異なるものを取締役の行為規範として考えているという意味では、伝統的な会社法の議論からは多少違和感があるのかもしれませんが、ただ、これは実は過去にも既に似たような問題は起きているのです。種類株主が存在している場合に、種類株主間で利益が移転するような種類の措置をとった場合には、そんなことをやっていいのですかという問題が昔からあって、その場合も任務懈怠があるとして会社法429条で訴えられる潜在的な危険はあったわけです。それと同じような問題がここでもクローズアップされて出てくる。そしてそれを取締役会決議というステップを踏ませ、明示的に判断をさせることで、責任追及のための手が

かりがはっきり残るような法制度にするという前提の制度だと思います。さらに付け加えるなら、売却の申し込みがあった後に会社の承認があれば撤回を認めるのですけれども、会社は自由に承認できるのではなくて、承認しないことが少数株主の利益を害するようなケースでは認めていいけれども、そうではない場合は、たやすく承認してはいけないというのが事務局の説明でした（法制審議会会社法制部会第18回会議（平成24年3月21日開催）議事録21-22頁参照）。会社法制部会の議論はそういうものでした。

黒沼委員 質問なのですが、対象会社の承認を受けなければならないといっても、先ほど言われたように、取締役は特別支配株主によって選任されたか、あるいはその前に選任された取締役であって特別支配株主によって解任され得る立場にあるんだから、こんな制度を入れるのは無意味だという議論はなぜなされなかったんでしょうか。

藤田委員 いや、そういう議論はなされました。特別支配株主が9割以上議決権を持っている以上、取締役会の承諾を要求しても無意味なのではないかといった意見は、ありました。これに対しては、だからといって会社の承認というプロセスあるいは取締役会決議が要らないということにならないのではないでしょうといった反論があり、また一部の委員からは取締役会の関与は前提にさらに何らかの手續を加えるべきであるという意見が出たり、そういう議論を経て、現在の提案のようになっていきます（法制審議会会社法制部会第12回会議（平成23年8月31日開催）議事録5-7頁、11頁）。

中東報告者 私も藤田先生のように慎重かつ明確に言えるといいなと思っていますのですけれども、概念として、「会社の利益」、「株主共同の利益」、「個々の株主の利益」が十分に整理されておらず、取締役が具体的にどのような義務を負うのかが、分からない場面が残されているという感じがしています。

藤田先生がおっしゃいましたように、種類株主総会のときにも同じような問題が存在しているのですが、略式組織再編を使う場合にも、同様の問題は存在してきたと思います。そのときには実務ではどのように対処されてきたのでしょうか。同じような状況に子会社の取締役は立たされるわけですが、

そのような場合の取締役の行為規範はどのように考えられてきたのですか。

太田委員 実務では、実は略式株式交換は余り利用されていなかったわけですが、これを利用する場合においては、基本的には、少数株主に配慮する義務というものはない、というのが実務の割切りだったと思います。義務がないと申しますか、もしかするとある種の義務はあるかもしれないけれども、取締役会で承認するときに、少数株主保護のために買取請求権その他の法定の制度が用意されている訳ですので、そこは、少数株主にとってこれが公正な価格かというところまでぎりぎり詰めて承認の是非を検討していたかと申しますと、従来の実務は必ずしもそのような形で動いていた訳ではないのではないかと思います。

ただ、今回このように、売渡請求のような制度が導入されますと、藤田先生が仰られたように、取締役会の承認が要求されているということは、取締役会が少数株主に対する配慮義務を有するということが、ある意味、明文で裏付けられるようなことになるのではないかと考えております。そうしますと、恐らく、従来の実務では余り実践されていなかったと思いますが、取締役会で承認をするときには、第三者から評価書を取得した上で、当該評価書におけるレンジの範囲に収まっているので、仮に後で裁判所において異なる判断が出されたとしても、少なくとも取締役としては善管注意義務は尽くしています、という形で対応する方向で、実務は動くことにならざるを得ないのではないかと思います。

中東報告者 もし売渡請求でそのように実務が変わるとすれば、略式組織再編のほうでも同じように変わっていく可能性があるということですか。

太田委員 ロジカルにはそうなのだと思います。

神作委員 先ほど黒沼先生のご質問ですけれども、取締役会の承認決議は余り意味がないのではないか、だからこの制度はなくそうという議論ではなくて、法制審議会の会社法制部会で、全然有力ではない少数説だったのですが、1つの考え方は、結論はわかっているけれども株主総会が承認すべきだ、そこで少数株主に質問させて、説明させて、場合によっては決議をアタックする。そ

のような機会を与えるために、総会の決議事項にすべきであるという説は唱えられていたと思います。

藤田委員 報告の中で、マジョリティ・オブ・マイノリティについて、いかに公正な価格を担保するかという手続との関係で触れられていたと思います。実務はそういうことをやりたいというのをやるなというつもりもありませんし、これで最後に残った多数決のときのマイノリティの過半数が賛成しているというなら、それは内容としても公正である蓋然性が高いとも言えるとは思いますが、こういう考え方を強調することの理論的な意味が、いま一つよくわからないところがあります。

締め出される少数者の側の多数の賛成という一見もつとも思えるのですが、締め出しに先行して TOB が行われることを考えると、なかなか変なことになります。つまり条件はこれでいいやと思った人はみんな TOB に応じてしまっているわけで、残っている人というのは基本的には条件に不満な人です。だから、最初の TOB よりも高い値段じゃないと嫌だと言っている人たちの集りで多数決をやることの論理的な意味というのがよくわからないのです。マジョリティ・オブ・マイノリティを要件とすると、最初の TOB よりもいい条件でないと締め出しはできないという制度になってしまいかねないですが、そうなると、TOB の条件に自分が不満か否かにかかわらず、待った方が有利になるので、応じる人がいなくなってしまうかねないような気がします。ですから締め出しの多数決の要件として、これを入れるのは弊害が大きすぎますが、たとえ多数決の要件にないにせよ、裁判所がこれを斟酌し、そこでマジョリティ・オブ・マイノリティが賛成してないと不公正と推認したりしはじめると、これは最初の TOB の応募に極めて悪い影響を与える気がします。

より一般的にいうと、TOB のプロセスから始まって最後の締め出しが完了するまで、全体として、締め出される人にとって構造的にバイアスがかかっているストラクチャーになってないかが問題のときに、2段階目の締め出される場所の多数決での条件をいじることで、全体のストラクチャーの構造

的なバイアスみたいなものに手当しようというのは、発想としてそもそもおかしいのではないかという気がします。ですから、マジョリティ・オブ・マイノリティということ強調される方というのは、理論的にはどうお考えに基づいているのか知りたいので、可能ならお話しいただければと思います。

中東報告者 先生がおっしゃいましたように、ディール全体で見ないといけないとは私も考えていまして、CCCも当然そうなのですが、このマイノリティの中には、第一段階の公開買付を始めたときに買付者が持ってない株式も含まれています。その意味で全体を通じてということで、先生おっしゃったような最初の公開買付を終わってみて、これより高い値段じゃないので出ていきたくない、そのようなことにはならないと思います。例えば、公開買付前に4.9%を保有している場合に、残りの95.1%の中でマジョリティを公開買付でとるのであれば、同一条件でキャッシュ・アウトしたっていいという話ですので、マジョリティ・オブ・マイノリティの計算においては、分子にも分母にも、第一段の公開買付で応募した株主も含まれることを前提として議論しているつもりです。

藤田委員 第一段も含めて多数か否かを考えてよい、そういう意味でのマジョリティでよいとなると、今度は余り意味がないような気がします。全体を通じてマイノリティがオーケーしているということでもいいというのであると、結局第2段階での単純多数決と同じではないでしょうか。また最初の段階では既に多数派なんていないわけですから、そうすると、理論的にもますます意味がよくわからないのですけど。

中東報告者 先生のご意見を十分に理解できているか分かりませんが、もちろん最初の段階で多数派はいないわけですがけれども、MBOであれば、経営者は両方の立場に立っているという意味で利益相反の契機が存在すると考えています。どのようにして、利益相反の要素を排除して、公正な取引を実行するかという観点からは、十分な情報開示がなされて、取引の過程や条件について独立した者による評価がなされて、その上で、マジョリティ・オブ・マイノリティがとられていれば、公正な形で行われたと一応は考えてよいので

はないでしょうか。

近藤委員 全く別な論点で、まだ触れられてないことですが、12ページの産活法について、中東先生はどのように評価されているかがよくわからなかったのですが。結局、13ページに書かれているように、積極的に評価できる面は、会社法制の改正を促したという点だけであって、このような制度は公開買付を前置するとか、主務大臣の認定という非常に厳格な要件が課されているとかという点があり、マイナスの面が大きいというご理解なのではないでしょうか。つまり、この産活法が存在する意味というかその評価、それについてプラスに評価されているのかどうかということです。

中東報告者 十分に考えがまとまってないところではあるのですが、経産省が何のためにこの特例を急いで産活法に導入したのかが分からないという印象を持っています。特別法である産活法で厳格な要件のもとで導入されたばかりなのに、一般法である会社法で緩やかな要件で同じ目的を達成する制度を導入するのは時期尚早である、産活法の運用状況を見てからにすべきであるという考え方もあり得たと思います。ですが、そのようにはならず、むしろ、特別法に任せずに、一般法での手当てが望ましいという方向に働いたかもしれません。産活法改正がなくても影響はなかった気がいたしますし、あったから勢いづいたとも言えるかもしれないと思っています。

前田副会長 今回、会社法のほうで新しい締め出しの制度が施行されますと、その後、なお産活法の制度を使ったほうが良いという、何か利点は残るのでしょうか。

中東報告者 ほとんどないと思います。実際の利用例もないようでございますし。産活法の認定を経ているので、裁判所に争いが持ち込まれたときに、事実上、取引の公正さが認められやすいといったことは、もしかするとあるかもしれません。これまでの産活法と会社法の歴史に倣うのであれば、会社法に導入された時点で、産活法を改正する整備法によって、産活法の特例はなくなるのが自然であると思っています。

黒沼委員 蛇足かもしれませんが、理屈の点から言うと、なぜ主務大

臣の認定を受ければ会社法の一定の手続を省略できるかという点が全く説明できないですよ。それが説明できるのであれば、会社法にも何らかの形で入れるのがいいのかもしれませんが。ただ、この主務大臣というのは、すべての会社について主務大臣があるという発想を経産省はしているのでしょうか。そのあたりも、一般私法の観点からいうと受け入れがたいものがあるんじゃないか、これが入らなくてよかったと私は思っています。

松尾委員 規制業種はそれぞれの規制法でもともと主務大臣が決まっていますので、別に何のことはないのですが、規制業種ではない業種の会社は、経済産業大臣が主務大臣になって、権限を行使したい人たちが、いろいろ会社が自分たちのところにお願いに来て喜びたいと思ったのかもしれませんが、全然活用されなくてよかったなと私も思います。

太田委員 レジュメの9ページの「文書提出命令」の箇所について中東先生にお伺いしたいと思います。シャルレのMBOに関する神戸地裁の判断は非常に広汎で、先生が仰っておられるとおりであると思っております。先生のお話は、神戸地裁の判示の前段の総論は宜しいけれども、結論としては文書提出命令が認められる範囲が広過ぎるのではないかということだと思うのですが、先生のお考えになる、あるべき規範についてご教示いただけないでしょうか。つまり、裁判所が判断するときどのような形で基準を設定して、この範囲内であれば開示すべきだけれども、この範囲外であれば開示しなくても良いとすべきなのか、その辺りはいかがでございましょうか。

中東報告者 団体法ないし組織法としての会社法上、見せるべきものは見せる、そうでないものは見せなくてもよいと考えています。ただ、倒産してしまうとか、会社が管理処分権を失うようになると、会社内部の問題についても、また別の考えがあり得るとは思います。ゴーイング・コンサーンの会社を前提すると、いかなる場面であろうとも、実体法上要求されている要件を満たさずに、裁判を起こせば、手続法を利用して、見ることができなかった文書が見ることができるようになってしまう、そういったことがあってはいけないと考えております。

山田委員 先ほどの私の質問の意図は、例えばゴーイング・プライベートの後に、それを決定した取締役会議事録とかその後の事業計画、その事業計画のもとになった資料、そういうものを開示していかなければ、株主としてある程度今後の事業のプランがわかって、キャッシュフローも分かると思います。逆にそのような資料がないと、結果的には他の同じ業界の株価とか、利益の何カ月分ということで決めざるを得ない。

中東先生のお話を伺っておりますと、文書提出命令に、具体的に例えば何月何日付の取締役会決議あるいはその附属書面もしくは事業計画というものにした場合に、それを出してくれというのは難しいのでしょうか。

中東報告者 取引の公正さを説明するために必要な程度に事業計画等を開示してないのであれば、会社法上も本来は開示が必要であったと考えるべきでしょうから、文書提出命令の対象になることもあり得ると思っています。取締役会で示される文書については、企業秘密に属する部分もあればそうでない部分もあるのでしょうか。ただ、このような取引をしたいので、株主には、この価格で会社から出て行ってもらいたいという話になっているときに、株主に対して見せることができない資料で説得等をするのはよろしくない、こういう発想です。

太田委員 実務の観点から申し上げますと、事業計画は営業秘密に当たるものが多いので、一般的に開示すべきということにならないと思うのです。これは純粹に実務ではこうであるというだけなのですが、このシャルレのMBOのときに色々と問題になったこともあり、現在の実務の運用としては、事業計画については、MBOを行う前から存在したas isのものを用いて、DCF等で株式価値評価をするということを行っています。しかしながら、as isのものでいいますと、多くの会社の事業計画というのは、結構「イケイケ」な形になっているのが実情です。新規事業を開始したらすぐほぼ垂直的に売上げが立ってしまうというような、ちょっとバラ色の感じの計画が書かれているものも、実務ではたくさんあります。従業員を鼓舞していかなければいけませんので。そうしますと、そのような事業計画に基づいてDCF

法で株式価値を算定すると、とんでもない価格になってしまいます。このように、実務で一番苦勞しているのは、事業計画どおりに算定すると、著しく会社の企業価値の実態と乖離した数値が出てくるのが往々にしてあるという点です。従って、我々実務家は、事業計画を開示することに極めて消極的です。なぜ消極的かと申しますと、著しくミスリーディングだからなんですね。

日本の会社では、勿論会社によって差はあると思いますが、多くの場合、事業計画はある種の努力目標と申しますか、精神的な「掛け声」のような部分が相当程度含まれていますので、それが金科玉条のごとく企業価値・株式価値の算定ベースになるというのはいかがなものかと思います。

やはり、実務家の感覚としては、対象会社が作ったバラ色の事業計画に基づいて株式価値の算定を行うより、買い手が一番リスクを背負う訳ですから、買い手がどのような価格でないと折り合わないと考えているかの方が本当は重要なのではないかと思っております。

中村委員 今、太田先生がおっしゃったとおりなんですけれども、事業計画の信憑性について、すべてが目標的なものというわけではなくて、会社によって差があるといったところにポイントがあるということだけ、最後に付言しておきます。

太田委員 中村先生のおっしゃるとおりで、ちょっと言葉が過ぎていますが、要するに、対外的に事業計画を開示しておられる会社、中期経営計画等を出しておられる会社は、当然対外的にも説得性のある堅めの計画を作っておられるのだと思いますが、そのような会社でない場合、対外的な開示が予定されていない場合には、ちょっと努力目標的な部分も含まれている場合が往々にして存在するということです。

そうすると、対外的に公表していない、そういう意味では公表しようと思って作成した訳でもない事業計画については、中村先生が適切に訂正して下さったとおり、かなり努力目標的なものも含んだ形でのやや生煮えの事業計画も含まれていることになる訳ですが、一方で、シャルレのMBOの事例な

どでは、MBO の実施が決まったので、真剣に検討しなければならないのだが、その時点から事業計画を新たに作成する、ないし事業計画を精緻化するのは良くない、マニピュレートの危険がある、などと散々会社側の対応が批判された訳です。そうしますと、結局、株式価値の算定に利用できるのは、MBO を実施しようと思っていなかった段階における、対外公表していない、ある意味で希望的観測等も含んだ生煮えのものだけということになりますので、そうであれば、そのような事業計画を過度に重視し過ぎると、かえって判断を誤ることになるのではないかと考えております。

前田副会長 それでは、そろそろ時間になりましたので、これで質疑を終了させていただきます。中東先生、どうもありがとうございました。

今回は、神田秀樹先生から「デリバティブに関する規制」というテーマでご報告をいただくことになっています。日時は平成 24 年 9 月 12 日（水）午後 2 時から午後 4 時、場所は当研究所会議室です。

それでは、これで研究会を閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

キャッシュ・アウト法制¹

名古屋大学 中東正文

1	序論	1
2	会社法の制定	2
2-1	会社法制定とキャッシュ・アウト	2
2-2	全部取得条項付種類株式の利用状況	3
2-3	濫用的な利用と裁判所による対応	5
2-3-1	緒論	5
2-3-2	価格決定に関する裁判例	5
2-3-3	価格決定制度の限界（その1）――証拠の偏在――	7
2-3-4	価格決定制度の限界（その2）――個別的な効果――	10
2-3-5	その他の裁判	11
3	産活法の改正	11
3-1	序論	11
3-2	産活法によるキャッシュ・アウト法制	12
3-3	検討	13
4	会社法制の見直し	13
4-1	序論	13
4-2	特別支配株主の株式等売渡請求権	14
4-3	規制の非対称の是正	15
4-4	救済手段の拡大（差止め）	16
4-5	マジョリティ・オブ・マイノリティ	17
4-6	セル・アウト	20
5	結語	22

1 序論

構造的な利益相反

¹ 本報告の準備にあたっては、本研究会の委員のほか、三苦裕弁護士、殿村桂司弁護士、遠藤努弁護士、久保田安彦准教授などからご教示をいただいた。

法制審議会会社法制部会の中間試案

- ▶ 子会社少数株主の保護（下から上）（第2部第2）
 - ◇ 親会社等の責任（第2部第2の1）
 - ◇ 情報開示の充実（第2部第2の2）
- ▶ キャッシュ・アウト（第2部第3）
 - ◇ 特別支配株主による売渡請求等（第2部第3の1）
 - ◇ 全部取得条項付種類株式の取得に関する規律（第2部第3の2）
- ▶ 社外取締役の選任義務付け（第1部第1の1）
- ▶ 社外取締役等の要件における親会社の関係者等の取扱い（第1部第1の3（1））
- ▶ 会計監査人の選解任等に関する議案等及び報酬等の決定（第1部第2の1）

2 会社法の制定

2-1 会社法制定とキャッシュ・アウト

（1）会社法

組織再編の対価柔軟化
全部取得条項付種類株式

（2）会社法制定前

事業（営業）譲渡と解散の組合せ
株式の併合 など

2-2 全部取得条項付種類株式の利用状況

キャッシュ・アウト

①MBO

②完全子会社化（完全親子会社関係の形成）

③完全支配化（複数の会社で対象会社に対する完全な支配を形成）

【表1】上場会社の完全子会社化案件数の推移（2011年12月末まで）

資料1

【表2】全部取得条項付種類株式の利用状況（その1）資料2²〔暫定値〕

----利用形態別・市場別一覧（2011年12月末日までに公表分）

【表3】全部取得条項付種類株式の利用状況（その2）資料3〔暫定値〕

----利用形態別・年別一覧（2011年12月末日までに公表分）

【表4】全部取得条項付種類株式の利用状況（その3）資料4〔暫定値〕

----証券コードによる整理

(1) 「いわゆる100%減資」の手段としての利用

ラディアHD（旧グッドウィル）のみ？

産活法に基づく事業再生ADR手続とともに実施

平成21年（2009年）9月28日定時株主総会、10月23日事業再生ADR
手続成立、10月29日上場廃止、11月10日全部取得効力発生

(2) 太田洋弁護士ら「わが国におけるMBOのトレンド」資料5³

² 資料の収集と分析は、科学研究費補助金（基盤研究（C））課題番号21530078の成果の一部である。具体的な作業は、学部ゼミ生などに協力してもらっており、今回の暫定的な集計については、伊藤謙介君が尽力して下さった。

³ 太田洋＝矢野正紘編著『M&A・企業組織再編のスキームと税務----M&Aを巡る戦略的プランニングの最先端----』217-222頁（大蔵財務協会、2012年）。

第Ⅰ期（1998年頃～2003年前半頃）

会社の事業部門や子会社がその幹部を中心として分離独立する形でのMBO（カーブアウト型MBO）が主流であった。

第Ⅱ期（2003年後半頃～2005年頃）

上場会社の経営陣がバイアウト・ファンドと組んで、非上場化（ゴースティング・プライベート）する形でのMBOが本格的に登場するようになった。

第Ⅲ期（2005年頃～2007年初頭頃）

同族経営の上場会社において、創業家のイニシアチブの下にMBOによる株式非公開化を行う動きが本格化した。

第Ⅳ期（2007年半ば～2008年半ば）

創業家主導のMBOによる株式非公開化にブレーキがかかった（2007年から開始されたテーオーシーの創業家によるMBOが、ダヴィンチ・アドバイザーズの対抗TOBによって失敗）。

→ 少数株主の権利保護が注目を浴びるようになった。

第Ⅴ期（2008年半ば～）

リーマン・ショックに端を発する日本経済の低迷を背景にMBOによる株式非公開化が再び活性化した。手続の公正性確保に一層注意が払われるようになった。

（3）完全子会社化または完全支配化のための全部取得条項付種類株式の利用

①課税上の理由 資料5：240-255頁

②有価証券報告書提出義務 資料6

- 金融商品取引法24条1項各号に該当する有価証券が存在しなくなる。
- 近時では、有価証券報告書提出義務を消滅させることを目的として、普通株式とは異なる株式を交付する例が多い⁴。
- 株式の併合による端数処理と同様であると思われるが、このよ

⁴ 太田＝矢野編・前掲225頁注（22）。

うに、継続開示義務の帰趨に違いが生じている。

- ◇ 規制の非対称
 - 特定組織再編成発行手続など（川口教授）
 - 黒沼悦郎「ディスクロージャーに関する一省察」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論〔下〕』613-614頁（商事法務、2007年）
- ◇ 発行開示と継続開示を連続して捉えている現行法の建付け
ないし枠組みを再検証？

2-3 濫用的な利用と裁判所による対応

2-3-1 緒論

2-3-2 価格決定に関する裁判例

(1) 裁判所が決定すべき価格

- 反対株主によって株式買取請求権が行使された場合に関する「公正な価格」⁵。
- 当事者の予見可能性は高くない。

(2) 最高裁判所で示された規範が下級審の裁判例で反映されていない？

- 最高裁平成24年2月29日決定（金融・商事判例1394号34頁）（テクモ事件）⁶

⁵ レックスHD事件に関する最高裁判所平成21年5月29日決定（金融・商事判例1326号35頁）における田原睦夫裁判官の補足意見を参照。

⁶ 石綿学「テクモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討〔上〕――株式買取請求権制度における『公正な価格』の判断枠組み――」商事法務1967号17-18頁（2012年）、十市崇＝廣田駿「テクモ株式買取価格決定申立事件最高裁決定の意義と実務への影響」会社法務A2Z 2012年7月号23頁を参照。

◇ 相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとするのが相当である。

▶ 大阪地裁平成 24 年 4 月 13 日決定（金融・商事判例 1391 号 52 頁）（カルチュア・コンビニエンス・クラブ（CCC）事件）（下線は、中東）

◇ 本件公開買付けが、利益相反関係を抑制し〔マジョリティ・オブ・マイノリティ、交渉権限を付与された独立委員会の設置〕、公開買付価格の公正性等を担保するための種々の措置が講じられた上で実施され、かつ、多数の株主の応募を得て成立した〔関係者を除く発行済株式総数の 91.95%〕との前記の認定を前提としても、このことのみをもって、本件買付価格が、ナカリセバ価格と増加価値分配価格とを合算した価格を下回らないと即断することはできない。

◇ MBOにおける全部取得条項付種類株式の取得価格は、ナカリセバ価格と増加価値分配価格とを合算した価格なのであって、実体的な概念である。⁷

● 実践的な基準か？⁸

⁷ 大阪地裁は、「公正な手続による株式公開買付けにおいて多数の株主の応募を得たとしても、その公開買付価格が、実体的にみてナカリセバ価格と増加価値分配価格とを合算した価格か、これを上回る場合でなければ、当該公開買付価格をもって取得価格であるとみることができないはずである。多数の株主が株式公開買付けに応募したとの事実から、当該公開買付価格をもって取得価格であると容易に推認するのでは、株式公開買付けが成立した場合には、これに反対する株主にも同額での買付けに応ずることを強制することと変わらないこととなってしまう。これでは、公開買付価格に不服があるにもかかわらず、その意思に反して保有株式を強制的に取得されることになる反対株主の保護を図ろうとした取得価格の決定申立制度の趣旨が失われることにもなりかねない」とする。

⁸ 弥永真生教授は、企業価値が増加する組織再編の場合について、「公正な価格」

①ナカリセバ価格

(取得日における当該株式の客観的価値)

+

②増加価値分配価格

(強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格)

- 効率的な取引を萎縮させないか?⁹。

2-3-3 価格決定制度の限界(その1) ----証拠の偏在----

(1) 取引の公正さの十分に制度的な担保¹⁰

(2) 価格決定事件の手続

とは、①ナカリセバ価格と②増加価値分配価格とを合算したものであるとすることについて、裁判規範として機能しない、実務に耐え得ないという危惧を示されている(大阪地裁平成24年4月13日決定(刊行物未掲載)を検討の対象とされる)。「弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定〔上〕」商事法務1967号6-7頁(2012年)参照。ただし、CCC事件については、そのような懸念を持たれていないようである(弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定〔下〕」商事法務1968号6-11頁(2012年)参照)。

⁹ CCCのMBOについての設計を積極的に評価するものとして、中東正文「企業結合」商事法務1940号37頁(2011年)。なお、ホリプロも、平成23年12月16日に、「MBOの実施及び応募の推奨に関するお知らせ」を公表し、「買付価格の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置等、本公開買付けの公正性を担保するための措置」として、①独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得、②独立委員会の設置、③独立した法律事務所からの助言、④当社における利害関係を有しない取締役及び監査役全員の承認、⑤公開買付価格の適正性を担保する客観的状況の確保(30営業日、取引保護条項なしなど)、⑥マジヨリティ・オブ・マイノリティに相当する買付予定数の下限の設定を記載している。

¹⁰ 会社法制定時には、制度設計として理想的でないにせよ、株式買取請求権制度に組織再編等の条件の公正さを担保する機能が期待されることになった。例えば、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『企業法の理論〔上〕』(江頭憲治郎先生還暦記念)284頁(商事法務、2007年)参照。

- 非訟事件手続法のもとで、裁判所の合理的な裁量によって価格が決定¹¹

- 平成 23 年の非訟事件手続法の制定と整備法による会社法改正¹²
 - ◇ 当事者の責務
 - ◇ 「信義に従い誠実に非訟事件の手続を進行しなければならない。」(非訟法 4 条)
 - ◇ 「当事者は、適切かつ迅速な審理及び裁判の実現のため、事実の調査及び証拠調べに協力するものとする。」(同 49 条 2 項)
 - ◇ 文書提出命令 (非訟法 53 条 1 項)。
 - ◇ 非訟事件の性質上 (真実主義、職権探知主義など)、文書を提出しない場合の真実擬制はなされない(同 53 条 1 項括弧内参照)。とはいえ、裁判所の自由心証の中で、文書の不提出という事実が考慮されることが想定されている¹³。
 - ◇ 東京高決平成 20 年 9 月 12 日金融・商事判例 1301 号 28 頁 (レックスHD 事件)¹⁴

(3) 情報開示と文書提出命令

¹¹ 最決昭和 48 年 3 月 1 日民集 27 卷 2 号 161 頁ほか。

¹² 金子修=脇村真治「新非訟事件手続法の概要と会社法等の整備の解説」商事法務 1939 号 68 頁 (2011 年) ほか。

¹³ 金子=脇村・前掲 77 頁注 (10) 参照。

¹⁴ 東京高裁は、「原告人〔株主〕らの度重なる要請にもかかわらず、相手方〔会社〕は、その事業計画を提出しないし、また、……デューディリジェンスを実施した上で作成した株価算定評価書を検討すれば、その性質上、事業計画を踏まえた株価算定の過程が明らかになることが容易に推認できるにもかかわらず、株価算定評価書の提出もしないのであって、本件においては、一件記録に基づき、MBO に際して実現される価値を検討した上で、株価の上昇に対する評価額を決することは困難といわざるを得ず、当裁判所としては、一件記録に表われた疎明資料に基づき、本件 MBO に近接した時期において MBO を実施した各社の例などを参考にして、その裁量により、本件株式の株価上昇に対する評価額を決定するよりほかはない」と説示して、会社の主張する価格を是認した原決定を大幅に変更した(1 株 23 万円を 33 万余円に変更)。この決定は、最高裁 (特別抗告・許可抗告審) でも、支持されている (最決平成 21 年 5 月 29 日金融・商事判例 1326 号 35 頁)。

」

- 最高裁平成 11 年 11 月 12 日決定（民集 53 卷 8 号 1787 頁。富士銀行に対する貸出稟議書の提出が否定された事例）¹⁵
 - 文書提出義務が否定される「自己利用文書」（民事訴訟法 220 条 4 号ニ）
 - ①作成に関する内部文書性
 - ②所持者への看過しがたい不利益
 - ③これらを否定する消極要件としての特段の事情

- 神戸地裁平成 24 年 5 月 8 日決定（金融・商事判例 1395 号 40 頁）（シャルレのMBOに関する代表訴訟事件）
 - ◇ MBOは、株式会社の経営陣等が株式を買い取って株式会社の経営権を把握する手法であり、売る側（株主）と買付側（経営陣等）とは、本質的に利益相反の関係にある上、情報格差も大きいことが一般的である。そのため、MBOにあっては、手続過程の透明性、合理性を確保する必要があるとされている（……）。そうすると、その手続過程の透明性を確保するためには、将来、当該MBOが適正にされたか否かの検証を行うことができる態勢が必要であり、当該MBOの手続過程における意見を含めた資料等が将来の検証の資料とされることが求められる。もっとも、その結果として、当該MBOの手続過程における意見が開示され、自由な意見交換や意見表明等に心理的な制約が生ずることとなるが、このような制約は、MBOの上記特質に照らして一定程度受忍されなければならないというべきである。
 - 実体法の規範を基礎に自己利用文書の該当性を検討
 - ◇ 集金伝票や請求書は、いずれも法人税法や消費税法において相手方に保存が義務づけられた帳簿書類に当たり、国税庁等による調査に際して、国税庁等に提示することが予定されている文書である。
 - 会社法の帳簿閲覧権に関する規整ないし利益衡量が手続法によって、覆される可能性

- 最高裁平成 12 年 12 月 14 日決定（民集 54 卷 9 号 2709 頁）（八王子信用

¹⁵ 例えば、伊藤眞「文書提出義務をめぐる判例法理の形成と展開」判例タイムズ 1277 号 32 頁（2008 年）参照。

金庫事件)

特別の事情とは、文書提出命令の申立人がその対象である貸出稟議書の利用関係において所持者である信用金庫と同一視することができる立場に立つ場合をいうものと解される……。会員代表訴訟は、会員が会員としての地位に基づいて理事の信用金庫に対する責任を追及することを許容するものにすぎず、会員として閲覧、謄写することができない書類を信用金庫と同一の立場で利用する地位を付与するものではない。

◇神戸地裁決定

「開示により相手方に看過し難い不利益が生ずる恐れがないとする特段の事情」¹⁶

2-3-4 価格決定制度の限界（その2）----個別的な効果----

(1) 申立株主のみが個別的な救済を受ける。

◇ 新しいキャッシュ・アウト制度における検討

◇ 端数処理のために裁判所の売却許可の運用（会社法 235 条 2 項）

◇ 株主の利害関係参加？（非訟法 21 条）

◇ 文書提出命令

(2) 費用対効果が見合わない事例

①株主の利益が保護されない。

②会社も、不満足な裁判を受け入れることが、経済合理的となる。

¹⁶ なお、最高裁平成 13 年 12 月 7 日決定（民集 55 卷 7 号 1411 頁）は、「本件文書の提出を命じられることにより、原告人〔整理回収機構〕において、自由な意見の表明に支障を来しその自由な意思形成が阻害されるおそれがあるものとは考えられない。／上記の事実関係等の下では、本件文書につき、上記の特段の事情があることを肯定すべきである」として、信用組合の貸出稟議書についての文書提出命令を認めているが、破綻した金融機関に関するものであり、しかも、整理回収機構が貸出稟議書の所持者となっているという事情が存していた。

2-3-5 その他の裁判

吉本興業のMBO

- 個人株主による差止め？
 - ◇ 平成 21 年 10 月 29 日に公開買付けは成立
 - ◇ 平成 22 年 1 月 29 日に開催された株主総会では、全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュ・アウトが承認
- 株主総会決議の無効確認および取消の訴えなど
 - ◇ 平成 24 年 6 月 29 日に、大阪地方裁判所で請求棄却（刊行物未登載）¹⁷

3 産活法の改正

3-1 序論

制度の転用¹⁸

- 「制度間の歪みの問題」ないし「規制の非対称」
 - ◇ 手続、情報開示の内容、少数株主の保護手段、課税面など¹⁹

¹⁷ 吉本興業「弊社TOBに関連する訴訟についてのお知らせ」（平成 24 年 6 月 29 日付け）。このリリースによれば、「弊社を存続会社とし、旧吉本興業を消滅会社とする合併手続きの効力が確定したことにより、当該株主総会決議の無効確認ないし取消を求める原告らの利益が消滅したことを理由として」、原告の請求を退けたとされる。東京高判平成 22 年 7 月 7 日金融・商事判例 1347 号 18 頁（日本高速物流事件）参照。

¹⁸ 戸倉圭太「キャッシュ・アウトに係る英国の法制と日本における制度設計への示唆〔下〕」商事法務 1970 号 26-27 頁（2012 年）。

¹⁹ 戸倉・前掲 26-27 頁、大石篤史「キャッシュ・アウト制度相互間の歪みとその是正」MARR2011 年 2 月号 34-35 頁などを参照。

3-2 産活法によるキャッシュ・アウト法制

平成 23 年産活法改正²⁰ 資料 7

改正法案の要綱

第七 全部取得条項付種類株式の発行及び取得に関する特例

認定事業者が認定計画に従って、公開買付けの方法により他の株式会社の総株主の議決権の十分の九以上の数の議決権の保有者になった場合において、当該他の株式会社による全部取得条項付種類株式の発行及び取得であって、主務大臣の認定を受けたものを行う場合について、会社法の規定に関する特例を設けるとともに、所要の規定を整備すること。
(第二十一条の三関係)

手続の要点（産活法 21 条の 3）

- ①認定事業者が認定計画に従って、
 - ②公開買付けを行い、
 - ③対象者の議決権総数の 90%以上の議決権の保有者になった場合に、
 - ④主務大臣から特例利用の認定を受ければ、
 - ⑤定款変更に係る株主総会決議が省略され、
 - ⑥全部取得条項付種類株式の取得に係る株主総会決議が省略され、
 - ⑦端数の売却に係る裁判所の許可が省略される。
- この特例を使わないと・・・
 - ◇ 公開買付け終了後に完全子会社化が完了するまでに、おおよそ 4 か月から 6 か月の時間が必要
 - ◇ 株主総会開催の費用が必要
 - 改正産活法の特例を利用すれば・・・
 - ◇ 上記の期間は、1 か月から 2 か月
 - ◇ 事前相談の開始から認定までに要する期間が通常 1 か月から 2

²⁰ 経済産業省経済産業局産業再生課『逐条解説 産活法』149-154 頁（商事法務、2011 年）、藤田知也「改正産活法における会社法特例措置の概要」商事法務 1933 号 30-32 頁（2011 年）、太田＝矢野編著・前掲 255-258 頁など。

か月程度²¹

- 利用例は、ゼロ件？²²

3-3 検討

(1) 積極的に評価される面

産活法が会社法制の改正を促した？

(2) 消極的に評価される面

①会社法のルール形成主体は誰であるべきか？

②法制審議会会社法制部会でも、特別支配株主による株式売渡請求権制度の創設が検討されている折に、産活法改正法案が提出された。

◇ 主務大臣の認定

◇ 公開買付けの前置

- 法制審議会会社法制部会の第3回会議(平成22年6月23日)(参考資料11)
経済産業省「今後の企業法制の在り方について」資料8:11-12頁

TOB後の『セルアウト』及び『スクイーズアウト』の両制度を創設することで、手続を簡略化するとともに、強圧性を削減し、法的安定性のある迅速な二段階買収を可能にするべきである。

4 会社法制の見直し

4-1 序論

法制審議会会社法制部会「会社法制の見直しに関する要綱案(第1次案)」(部会資料26) 資料9

²¹ 太田=矢野編著・前掲257頁。

²² 経済産業省ウェブサイト「平成15年法改正以降の個別認定実績」
<http://www.meti.go.jp/sankatsuhou/nintei/h15after_result.html>。

4-2 特別支配株主の株式等売渡請求権

(1) 手続等

①特別支配株主

ある株式会社の総株主の議決権の90%以上をある者および当該者が発行済株式の全部を有する株式会社その他これに準ずるものとして法務省令で定める法人が有している場合における当該者

②手続

対象会社に対し、その旨と売渡に関する事項を通知

対象会社の承認（取締役会設置会社は、取締役会の決議）

対象会社は、取得日の20日前までに、売渡株主に対して通知または公告

特別支配株主は、取得日に、売渡株式の全部を取得

③株主の救済手段

差止請求権

売買価格の決定申立請求権

無効提訴請求権

(2) 英国法上のバイ・アウト制度との比較²³

①90%以上の議決権を有するに至った方法や経緯が問われておらず、改正産活法のように、公開買付けの前置が予定されていない。

②90%要件の分母には買付者が既に有していた株式が含まれない。

③行使期限に制限がないという特徴が指摘されている。

(参考) 略式株式交換との比較

²³ 戸倉・前掲 27-30 頁。

4-3 規制の非対称の是正

(a) 全部取得条項付種類株式 資料9：19-20頁

- ①事前の情報開示を充実
- ②株主に差止請求権を付与
(法定款違反+株主が不利益を受けるおそれがあるとき)
- ⑥事後の情報開示を充実

(b) 株式の併合 資料9：20-22頁

- ①事前の情報開示を充実
- ②株主に差止請求権を付与
(法定款違反+株主が不利益を受けるおそれがあるとき)
- ③～⑨反対株主に株式買取請求権と価格決定申立権
- ⑩事後の情報開示を充実

(c) 特別支配株主による株式売渡請求 資料9：15-19頁

- (2) ③売渡株主に対する通知または公告
 - ⑤事前の情報開示を充実
 - ⑧事後の情報開示を充実
- (3) 売渡株主に対して、
 - ①差止請求権が与えられ
(「定款法令違反 or 著しく不当な条件」
+ 株主が不利益を受けるおそれがあるとき)
 - ②売買価格決定申立権
 - ③～⑦売渡株式等の取得の無効の訴え
(被告は、特別支配株主)

4-4 救済手段の拡大（差止め）

（1）趣旨

会社法制部会 資料9：24頁

法務省民事局参事官室「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」（平成23年12月）（同53頁）

株主や債権者が組織再編の効力を争う手段として、現行法では、組織再編の無効の訴えが設けられているが（会社法第828条）、組織再編の効力発生後に、事後的にその効力を否定することについては、法律関係が不安定となるおそれがあることから、略式組織再編以外の組織再編（株主に及ぼす影響が軽微である簡易組織再編を除く。）についても、事前の救済手段として、株主による組織再編の差止請求に係る明文の規定を設けるべきであるとの指摘もされている。

（2）要件等

- ①全部取得条項付種類株式の取得
- ②株式の併合
- ③組織再編以外の組織再編（簡易組織再編の要件を満たす場合を除く。）

+

法令または定款に違反する場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるとき

（注）

略式組織再編の差止請求（第784条第2項及び第796条第2項）については、現行法の規律を維持するものとする。

☆価格が著しく不当である場合？

（会社法784条2項2号・796条2項2号参照）

中間試案 A案（注1）（同19頁）

上記に加えて、特別の利害関係を有する者が議決権を行使することにより、当該組織再編に関して著しく不当な株主総会の決議がされ、又はされるおそれがある場合であって、株主が不利益を受けるおそれがあるときに、株主が当該組織再編をやめることを請求することができるものとするかどうかについては、なお検討する。

補足説明 54 頁

仮にA案の（注1）の場合が明文の差止要件として掲げられなかったとしても、そのような場合に、株主による組織再編の差止請求を認める上記のような解釈論が否定されるものではないと考えられる。

（3）今後の解釈

- 価格が著しく不当であるか否か
 - ◇ 株式の価格を直接的に検証する方法によるのは望ましくない。
 - ◇ 特段の事情がなければ、取引過程の公正さを検証することが先決問題になる。
 - ◇ 著しく不当な株主総会決議がなされる場合に、解釈論によって、差止めの仮処分を認めることで相当に対応が可能であろう。
 - ◇ 新しい差止請求権が明文化されれば、この請求権を被保全権利として理解して、同請求権の要件である法令違反として、決議の瑕疵を読み込むことも考えられる。
 - ◇ 従来の略式組織再編の場合の差止めの要件との整合性？

4-5 マジョリティ・オブ・マイノリティ

（1）序

株主総会の要件の加重？

➤ オンタリオ証券委員会 (OSC)

Rule 61-501 資料 10

CBCA (Canada Business Corporations Act)

Going-private transactions

193. A corporation may carry out a going-private transaction. However, if there are any applicable provincial securities laws, a corporation may not carry out a going-private transaction unless the corporation complies with those laws.

(2) 法制審議会会社法制部会

「親子会社に関する規律に関する個別論点の検討(2)」(会社法制部会資料 20)
(平成 24 年 3 月 21 日) 9 頁) (下線は、中東)。

(補足説明)

パブリック・コメントにおいては、キャッシュ・アウトを行うための対象会社における株主総会の決議について、出席した株主の議決権の 10 分の 9 以上の賛成や、支配株主以外の株主が有する議決権の過半数の賛成を必要とするなど、その決議要件を加重すべきであるとの意見も寄せられた。

もともと、これらに対しては、当部会において、一部の少数株主の反対によってキャッシュ・アウトが阻止され得るという規律は合理的ではないとの指摘や、そのような少数株主の立場が濫用的に利用される懸念があるとの指摘がされている。また、パブリック・コメントにおいても、合理的なキャッシュ・アウトが阻害されることへの懸念から、少数株主に交付される対価の適正さを確保するための制度の整備を条件に、決議要件の加重は要しないとする意見が寄せられている。

対象会社の株主総会における議決権行使の状況 (特に、支配株主以外

の株主が有する議決権の過半数が賛成しているかどうか等）は、裁判所による価格決定手続における公正な価格の検討等に際して、考慮要素となり得ると考えられる（親会社との株式交換における株式買取請求に係る価格決定につき、東京地裁平成23年3月30日決定・金判1370号19頁参照）。もつとも、キャッシュ・アウトに先行して公開買付けが行われる場合等も念頭に置くと、決議要件を一律に加重することは、かえって合理的なキャッシュ・アウトを阻害するおそれもあり、適切でないと考えられる。

本文は、このような観点から、決議要件については、現行法の規律を見直さないことを提案するものである。

（3）今後の実務

①マジョリティ・オブ・マイノリティを目指す設計を試みることは有意義

価格決定手続における公正な価格の検討の場面だけではなく、
差止め、無効、損害賠償請求の場面などにも、同様に考えられるべき。

補足説明でも、「公正な価格の検討等」と、「等」が付されている²⁴。

②スーパーマジョリティ・オブ・マイノリティ

²⁴ 法制審議会会社法制部会の平成24年3月21日の会議でも、内田修平関係官から、本文の補足説明について、「支配株主以外の株主が有する議決権の過半数の賛成を得ているなどの事情が全く考慮されないということではないのだということ、この場で御議論いただいておりますという意図もございまして、このような記述を入れさせていただいた次第でございます。価格決定のみならず、決議取消訴訟や、差止制度を導入する場合には差止めの仮処分申立てといった手続の中でも、このような事情が考慮される余地があるという点についても、御指摘いただいたとおりに思っております。補足説明の第3段落の『公正な価格の検討』の後に『等』というのを細かく入れていきますのも、そのような理解に基づくものでございます」と述べられている。法制審議会会社法制部会第18回会議議事録（平成24年3月21日）PDF版36-37頁〔内田関係官発言〕。

- ◇ 少数株主の中での部分的な解散 → 特別決議
日本法では、最低で、総議決権の $1/2 \times 2/3 = 1/3$
→ 単純なマジョリティで十分？

- ◇ 構造的な利益相反がある取引において、独立した専門家の評価がなされ、また、十分な情報が与えられた上で、「マイノリティ・オブ・マジョリティ」が得られていれば、基本的には、取引は公正であるとの事実上の推定が働く。

4-6 セル・アウト

(1) セル・アウト権の創設を試案に盛り込まない理由

補足説明 39-40 頁

部会では、①株式会社に新たな支配株主が現れたこと又は②株式会社の総株主の議決権の10分の9以上を有する支配株主が存することを要件として、少数株主に、自己の有する当該株式会社の株式を当該支配株主に売却する機会を与える制度（セル・アウト制度）を創設すべきであるとの指摘もあった。このうち、①の要件によるセル・アウト制度（新たな支配株主に対するセル・アウト制度）は、支配株主の異動が生じた場合に少数株主に退出の機会を与えることにより、少数株主の保護を図るための制度として位置付けられ得るが、これに対しては、企業結合の形成に際して生じ得る費用が増大し、企業価値を高める企業結合の形成がされにくくなるおそれもあるとの指摘があったところである。また、②の要件によるセル・アウト制度（大多数保有支配株主に対するセル・アウト制度）は、新たな支配株主に対するセル・アウト制度とは異なり、支配株主の異動が生じた場合に少数株主に退出の機会を与えるための制度として位置付けることは困難であり、制度の目的・趣旨を慎重に検討する必要があると考えられる。そこで、試案では、これらのセル・アウト制度の創設は掲げないこととしている。

(2) 批判

例) 大証の金融商品取引法研究会²⁵

黒沼悦郎教授 (35 頁)

企業経営の効率化という点では、キャッシュ・アウトを認めたほうがいいというのが表向きの理由だと思うのですが、それだったら、セル・アウトも認めなきゃいけないのではないかと思います。

龍田節教授 (36 頁)

せめて公正な価格で買い取ってくれと、それがあればバランスとれるのではないのでしょうか。

10%未満となった少数株主が著しく不利益な地位に置かれるから、それに対する道を与えるということに尽きるのではないのでしょうか。

森本滋教授 (38 頁)

キャッシュ・アウトを認めるならセル・アウトも認める、そういう論理関係があると以前は思っていた。

(3) 考察

特別支配株主の株式売渡請求権の特徴

- ①公開買付けの前置が予定されていない。
- ③行使期限に制限がない。

↓

特別支配株主の地位に基づく権利

とするなら、特別支配株主の地位に伴う負担として、少数株主にセル・アウト

²⁵ 大証金融商品取引法研究会報告「会社法制の見直しに関する中間試案について----親子会社関係」(報告者:同志社大学法学部 伊藤靖史教授)35-38 頁(2012年)。

ト権を与えることが適切である²⁶。

金融商品取引法ではなく、会社法で規定することが適切であろう。

(理由)

- ①会社法のキャッシュ・アウトに対応するもの
- ②エンフォースメントの容易さ

5 結語

²⁶ 以上につき、戸倉・前掲 31 頁参照。

配付資料一覧

- 資料1 【表1】上場会社の完全子会社化案件数の推移（2011年12月末まで）
- 資料2 【表2】全部取得条項付種類株式の利用状況（その1）〔暫定版〕
----利用形態別・市場別一覧（2012年12月末日までに公表分）
- 資料3 【表3】全部取得条項付種類株式の利用状況（その2）〔暫定版〕
----利用形態別・年別一覧（2011年12月末日までに公表分）
- 資料4 【表4】全部取得条項付種類株式の利用状況（その3）〔暫定版〕
----証券コードによる整理
- 資料5 太田洋＝矢野正紘編著『M&A・企業組織再編のスキームと税務----
M&Aを巡る戦略的プランニングの最先端----』（大蔵財務協会、2012
年）〔213-262頁＋奥付〕
- 資料6 久保田安彦＝中東正文「少数株主の縮出しと金融商品取引法上の継続
開示義務の帰趨」金融・商事判例1397号（初校刷り＋校正前）
- 資料7 「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法の一部を改
正する法律案読替え対照条文」〔目次、25-33頁〕
- 資料8 経済産業省「今後の企業法制の在り方について」（法制審議会会社法制
部会第3回会議（平成22年6月23日）：参考資料11）〔表紙、1-2頁、
10-12頁〕
<http://www.moj.go.jp/content/000049412.pdf>
- 資料9 法制審議会会社法制部会「会社法制の見直しに関する要綱案（第1次
案）」（部会資料26）
<http://www.moj.go.jp/content/000100364.pdf>
- 資料10 ONTARIO SECURITIES COMMISSION RULE 61-501 INSIDER BIDS, ISSUER
BIDS, BUSINESS COMBINATIONS AND RELATED PARTY TRANSACTIONS
〔5975-5985頁、5992-5996頁、6008-6011頁、6014-6015頁〕

（注）配布資料のうち、資料2、資料3、資料4を次頁以降に掲載。
他の資料については掲載を省略。

【表2】全部取得条項付種類株式の利用状況（その1）

----利用形態別・市場別一覧（2011年12月末日までに公表分）

	東証			大証 〔※1〕				その他 〔※2〕	合計
	1部	2部	M	1部	2部	J	H		
完全子会社化	19	8	8	1	5	21	5	3	70
完全支配化	5	2	0	0	0	4	0	0	11
MBO	9	11	0	2	3	38	3	2	68
その他〔※3〕	1	0	0	0	0	1	0	0	2
合計	34	21	8	3	8	64	8	5	151

※1：2010年10月12日に、ヘラクレスは、JASDAQに統合された。

※2：名証および福証

※3：事業再生型（ラディアHD）

※4：重複上場銘柄については、左側に配置された市場に分類した。

【表3】全部取得条項付種類株式の利用状況（その2）

----利用形態別・年別一覧（2011年12月末日までに公表分）

年〔※1〕	06	07	08	09	10	11	合計
完全子会社化	0	11	12	21	15	11	70
完全支配化	0	0	3	7	1	0	11
MBO	0	7	17	15	12	17	68
その他	0	1	0	1	0	0	2
合計〔※2〕	0	19	32	44	28	28	151

※1：各年の1月1日から12月末日までに、全部取得条項付種類株式の利用に関する具体的情報を公表分

※2：事業再生型（ラディアHD）

資料4-1

全部取得条項付種類株式を用いたMBO証券コード表示

MBO	東証		Mothers	大証		JASDAQ	Helacres	その他	
	第一部	第二部		第一部	第二部				
2007									
H19		2595		4863		2688			7
						7933			
						4701			
						9323			
						4843			
2008									
H20	9669	1725			3890	1998	2446		17
	6825				3570	1735			
						9711			
						7929			
						9677			
						4542			
						2310			
						4823			
						4622			
						2723			
						7740			
2009									
H21		7940			8493	2360	1729	9617	15
		7617				7880	3044	9834	
						7457			
						9756			
						7830			
						2909			
						4731			
						2366			
2010									
H22	7560	2394		3117		3818			12
	9665	9615				2913			
		5919				2135			
		3362				3364			
						5383			
2011									
H23	9030	3049				8744			17
	9947	5996				4329			
	4756	9652				5980			
	6749					2589			
	2738					4289			
						9817			
						4244			
						9838			
						7843			
2012									
H24						9794			2
						7620			
	9	11		2	3	38	3	2	68

40(2012)

70(2012)

金融商品取引法研究会名簿

(平成 24 年 7 月 25 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近 藤 光 男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学法学部教授
オブザーバー	古 澤 知 之	金融庁総務企画局市場課長
〃	永 井 智 亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻 野 明 彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	藤 瀬 裕 司	S M B C 日興証券法務部長
〃	金 井 仁 雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知 日出海	日本証券業協会専務執行役
〃	平 田 公 一	日本証券業協会常務執行役
〃	三 森 肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣 瀬 康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	東 英 治	日本証券経済研究所理事長
〃	高 坂 進	日本証券経済研究所常務理事
〃	萬 澤 陽 子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	末 吉 恵	日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（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」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 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 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）－企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度－」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）－確認書、内部統制報告書、四半期報告書－」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士

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研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/>にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第38号

キャッシュ・アウト法制

平成24年10月3日

定価（本体500円＋税）

編者 金融商品取引法研究会
発行者 公益財団法人 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>

ISBN978-4-89032-654-9 C3032 ¥500E