【別紙 2】

論文審査の結果の要旨

氏名　宗　小春

平成 17 年の会社法制定により、日本法においても、多数決による少数株主の「締め出し」（スクイーズ・アウト）が可能になった。その結果、締め出される株主の利益をいかにして保護するかが、会社法上の重要な問題となった。とりわけ、取締役と少数株主の間の利益相反が問題となるマネジメント・バイアウト （MBO）取引においては、少数株主に対して与えられる対価をめぐって、近時紛争が頻発してきている。現行法の下では、少数株主の救済は、主として、株主総会決議における反対株主の株式買取請求権や全部取得条項付種類株式を用いる場合の価格決定申立権（以下では両者をあわせて「株式買取請求権」と呼ぶことにする）に依存しているが、それが十分であるかどうか疑問も呈されている。本論文は、少数株主の締め出しについて、長い歴史と経験を有するデラウェア州における判例法理や議論を考察・検討し、そこから得られる知見をもとに、日本法に対する提言を試みるものである。

本論文は 5 章からなる。第 1 章では、研究の背景と目的、本論文の構成が簡潔に説明される。

続く第 2 章においては、現在の日本の法制度のもとで、締め出しの対象とされた少数株主にどのような法的救済が与えられるかが検討される。平成 17 年の会社法制定によって企業再編の対価が柔軟化され交付金合併等が可能になった経緯を踏まえ、(1)株式買取請求権、(2)取締役に対する損害賠償請求、(3)株主総会決議の取消、(4)事前差止めといった諸手法の分析がなされる。結論として、現行法のもとでは、ほとんど全面的に株式買取請求権に依拠せざるを得ないこと、しかし同制度にはメリットも少なくないものの、株式の公正な価値を判定するための裁判所の能力、株主が株式の公正な価値を主張するための情報及び費用といった問題があり、少数株主に対する救済が、不十分であることが明らかにされる。

第 3 章では、デラウェア州会社法における締め出し法制について、親子会社間の締め出し合併の際の少数株主の救済手段を中心に検討がなされる。デラウェア州において少数株主の法的救済手段として利用されてきたのは株式買取請求権、損害賠償請求権および衡平法上の差止請求権である。まず事後的に株主に金銭的補償を与える救済方法として、株式買取請求権と取締役・支配株主に対する損害賠償請求権についての判例の変遷が概観される。株式買取請求権については、合併によって生じる将来的な価値について考慮してこなかったかつての判例法が、同州の最高裁が下したワインバーガー判決によって改められ、合併後のシナジー、合併前に存在していたビジネスプランに起因する利益等も含めて買取価格が算定されるという形に「現代化」されたことが紹介される。他方、株式買取請求権の内容の現代化にもかかわらず、訴訟コストの問題等から、事後的救済方法としては、む

しろ少数株主のクラスアクションが多用される傾向があることが指摘される。損害賠償請求の可否は締め出しの条件が「完全な公正性の基準」を満たすか否かで判断されるが、その際、少数株主と会社の間で対等な交渉がなされたか否かが重視される。そして対等な交渉がなされたか否かの判断にあたり、かつては独立交渉委員会等の設置が決定的と考えられたこともあったが、現在では形式的に独立交渉委員会が置かれたか否かよりも、完全な情報開示がなされたか否かの方に重点が移転してきていることが観察される。最後に、衡平法上の差止め制度に関する判例の変遷をたどった上で、現在では、この制度によって、会社から締め出される少数株主が、会社から十分な情報を引き出し、より強い立場で、締め出しの条件について交渉する環境を作り出すことに資する結果となっているが指摘される。

このように締め出し合併における少数株主の救済方法がデラウェア州においていかに発展してきたかを検討した結果、(1)締出し合併が行われる際の少数株主の救済手段を制定法上の株式買取請求権制度に絞ろうという動きが一時期あったものの、現在では株式買取請求権、損害賠償請求及び事前的差止めは、それぞれ独自の存在理由をする制度として、併存的に利用・運用されてきていること、(2)株式買取請求権の内容が現代化され、締め出しによって達成されるシナジー等も反映した価格での買取りが認められるようになったこと、(3)事後的な金銭的補償の手段としては、株主による支配株主等に対する損害賠償請求も併用されており、むしろ後者がより活用されていること、(3)損害賠償の有無を判断するに際しては、独立交渉委員会の設置の有無のような交渉手続の形式・外形ではなく、交渉過程の実質、とりわけ完全な情報開示の有無が着目されていること、(4)衡平法上の事前差止め制度は、株主が会社から情報を引き出し、少数株主に有利に条件が改善されるような再交渉が行われるようにすることをその主要な機能としていることが示される。

以上のような比較法的知見を前提に、本論文は、第 4 章において、日本法に対する解釈論・立法論的な提言を行っている。具体的な提言内容としては、(1)株式買取請求権制度を利用して規制を行う場合、「公正な価格」の判断について、現在一部の裁判例で見られるような、形式的に利益相反関係を解消する措置が講じられたどうかに着目し、解消措置がとられていたなら「公正な価格」について裁判所が独自に決定することは控えるといった消極的姿勢をとることは適切ではなく、そのような場合であっても裁判所は、「公正な価格」を算定することが必要であること、(2)株主総会決議にさきがけて反対の意思表示をし株主総会において反対したことを要件とする株式買取請求制度では、少数株主を適切に救済できない可能性が残るため、少数株主の締め出しについて、それ以外の救済手段も必要とされること、(3)それ以外の救済手段としては、デラウェア州と同様に取締役・支配株主の損害賠償責任、事前差止め請求も考えられるが、現在の日本の裁判制度や裁判所の権限を前提とする限り十分に機能しないおそれがあること、(4)そこで、これらの制度によるよりは、むしろ株主の締め出しに要求される株主総会決議要件を加重すること、具体的には利害関係のない少数株主の過半数の賛成を追加的な要件として義務付ける（いわゆるマジョリテ

ィ・オブ・マイノリティ）（ただし、締め出しに先立ち公開買付けによって株式が取得されるいわゆる二段階買収の場合には、このルールの適用除外とする）ことによって、株主の交渉力を強め、締め出し条件の改善を図る方が実効性のある現実的解決策だと考えられることが、主張されている。

最後に第５章では、本論文における検討内容とその結論を要約した上で、さらに今後の研究のために残された課題――特に、①一部の国で法制化されており、また平成 24 年に公表された「会社法制の見直しに関する要綱」においても提案されている株主総会決議を要しない締め出しにかかるルール、および②公開買付けに関する実体規制――を指摘している。

本論文には、以下の特色が認められる。

第１に、本論文は、近年、紛争が急増し、理論的にも実務的にも重要な課題となっている少数株主の締め出しに関するルールについて、デラウェア州法を参照して日本法への具体的な提言を行うものである。本論文は、単に経験と蓄積のある外国法制の現状や良さそうに見える部分を模倣するといった安易な方法によらず、参照したデラウェア州法のルールが全体として果たしている機能は何かということを十分咀嚼した上で、実質的に同じレベルの少数株主保護を日本法において達成するために必要とされる現実的な法的手段は何かという観点から慎重に検討している。たとえば、株主による事前差止め請求については、裁判所の権限や裁量権の行使についての実態を踏まえると、日本においてデラウェア州と同様の機能を期待することはできないとして、マジョリティ・オブ・マイノリティの導入による株主総会決議要件の加重を主張するなど、比較法の対象であるデラウェア州法における解決とは結論的には異なる法的救済を提言している。このような本論文の比較法研究と日本法の考察は、比較法研究のあり方として、評価することができる。

第２に、締め出しの対象となった株主の保護の手法として、現行法上広く用いられているのは株式買取請求権であるが、デラウェア州法が株式買取請求権に加えて、取締役・支配株主に対する損害賠償請求（事後規制）と株主による締め出しの差止め（事前規制）との組み合わせによって、少数株主の保護を図っていることも踏まえ、日本においても株式買取請求権のみに依存せず、他の法的救済方法と組み合わせることにより、少数株主の保護という目的を達成すべきであるというマクロな視点からの指摘には説得力がある。

第３に、デラウェア州法のルール、とりわけ株主による締め出しの事前差止めが果たしている機能として、株主が会社・経営者から十分な情報を引き出すことを可能にし、それによって少数株主側の交渉力を高めることで締め出しの条件の改善が図られているとするのは、アメリカ法を理解する上で、これまでに見られない重要な視点である。

第４に、少数株主の締め出しにかかる株主総会決議の要件としてマジョリティ・オブ・マイノリティを採用するという立法論は、わが国においても、これまでにも主張されたことがないわけではない。しかし、日本の裁判制度・訴訟実務を前提とする限り、支配株主

に対する損害賠償請求や株主による締め出しの差止めに期待できる役割には限界があり、これらの制度によったのでは、デラウェア州で達成できている少数株主保護の実質―――十分な情報と交渉力が与えられた状態で株主が適切な対価について交渉できる環境を保証する―――を確保することは難しいとして、日本法のもとでこれらに代替する手法として位置付けた点は、これまでにない斬新な発想であり、本論文の大きな貢献である。

他方、本論文にもいくつかの問題点がないわけではない。

第１に、本論文では、デラウェア州の判例について従来の学説による異なる読み方や位置付けを提示する箇所がある。たとえば著名なワインバーガー判決は、合併無効および損害賠償請求が問題となった事案であったため、合併によって生じたシナジーを考慮すべきであるとの判旨が株式買取請求の局面にも妥当するという理由ついて、必ずしも十分な説明がなされていない。このため、本論文の主張するデラウェア州のルールの理解が必然的なものかどうか明確でない面があり、本論文の説得力が弱まりかねない面がある。

第２に、立法論としてどこまで視野に入れて検討するかという点に関して、やや恣意的に検討範囲を限定していないかという疑問がある。ディスカバリー制度の導入や裁判所の権限といった裁判制度の根幹にかかわる改正について検討範囲から除外することは理解できるにせよ、たとえば公開買付制度についての検討を、情報開示の改善の点を除いて今後の課題としてしまっている点は、惜しまれる。本論文は、デラウェア州とは異なり公開買付け後に行われる締め出し段階における資本多数決のルールの改正によって問題を解決しようとしているために、公開買付規制のあり方とそれとマジョリティ・オブ・マイノリティとの関係がより重要になると思われるからである。とりわけ二段階買収の場合にはマジョリティ・オブ・マイノリティを要求するルールの適用除外とするという本論文の立場からは、公開買付けによる支配権取得のプロセスにおいて投資家の判断が歪められるおそれがないか（いわゆる公開買付けの強圧性の問題）が問題とされなくてはならないはずであるが、日本ではそもそも強圧性の問題は深刻ではなくリアリティを欠くと簡単に断定し、立ち入った検討はなされていない。

第３に、論文の叙述がこなれていない面があり、一読しただけでは論旨を理解することが難しい箇所が散見する。

しかし、以上のような問題点はあるものの、冒頭に述べたような本論文の意義および長所が大きく損なわれるものではない。

以上から、本論文の著者が自立した研究者あるいはその他の高度の専門的な業務に従事するに必要な高度な研究能力およびその基礎となる豊かな学識を備えていることは明らかであり、本論文は博士（法学）の学位を授与するにふさわしいと判定する。