

株式買取請求権に関する一考察

著者	山本 真知子
雑誌名	甲南法学
巻	54
号	3・4
ページ	109-132
発行年	2014-03-30
URL	http://doi.org/10.14990/00000579

株式買取請求権に関する一考察

山本真知子

はじめに

- 一 昭和25年商法改正から会社法に至るまでの経緯
 - 二 アメリカにおける状況——MBCA（模範事業会社法）型の立法と Delaware 州会社法の二つの方向性——
 - 1 MBCA（模範事業会社法）型の立法と Delaware 州会社法
 - 2 フリーズ・アウト・マージャーに関する留意点
- おわりに～今後の課題～

はじめに

平成17年の会社法制定にあたって、合併等の場合の反対株主による株式買取請求権の規定が改正され、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（平成17年改正前商法408条ノ3第1項等。いわゆる「ナカリセバ価格」という文言が単に「公正な価格」に改正された（会社法785条1項等）⁽¹⁾）。その意図するところは、企業再編がなされた場合のシナジー

-
- (1) その他、平成17年商法改正前においては、株式買取請求権を行使できるのは合併等の承認に関する株主総会決議において合併等に「反対」した株主（改正前商法408条ノ3第1項等）であり、議決権制限株式の株主など株主総会において議決権を行使できない株主に株式買取請求権が認められるか否かについては、明文の規定がないことから解釈上争いがあった。会社法は、このような株主にも投資した会社の基礎に変更が生ずる場合には投下資本を回収して経済的救済を得る途

の配分といった要素も取り込んだ買取価格の決定を可能にすることになると一般に説明され⁽²⁾、近時シナジースの分配を肯定した決定もいくつか出されている⁽³⁾。本稿においては、昭和25年商法改正から会社法に至るまで

を与えるため議決権制限株式の株主等についても株式買取請求権を認めることとした（会社法785条2項1号口等）。株主総会による承認を要しない略式組織再編制度が創設されたが、この場合にも株主の株式買取請求権が認められている（会社法784条1項本文、785条1項等）。また、株式買取請求権の濫用、投機的権利行使に対する対応として、改正前は株式買取請求権行使後の請求取下げに制限はなかったのが、当該株式会社の同意を要する（会社法785条6項等）ものとされた。株主がとりあえず株式買取請求権を行使しておいて、市場売却が買取りよりも有利と判断した場合には請求を取り下げる等の事案に対応したものである。この請求取下げの制限により請求段階において従来に比べより慎重な判断が要求されることとなった。そこで、株式買取請求権の行使期間をできる限り効力発生日に近づけることによって、行使権者による効力発生日におけるより正確な状況把握を可能とするため、改正前には株式買取請求の行使期間は原則として合併契約等の承認決議の日から20日以内（改正前商法408条ノ3第2項・245条ノ3第1項等）とされていたものが、一律に効力発生日の20日前の日から効力発生日の前日まで（会社法785条5項等）とされた。立案担当者の説明として、相澤哲編著『一問一答 新・会社法 [改訂版]』210-212頁（商事法務、2009）。

- (2) 相澤・前掲注(1) 210頁。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『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（上巻）』261頁、264頁（商事法務、2007）参照。これに対して、あくまでシナジースの考慮を可能にする趣旨であって、それを強制する趣旨ではなく、具体的事案に応じて必要な場合にのみシナジースの分配を反映する趣旨だと解する学説もある。拙稿「新会社法における株主の株式買取請求権」山本爲三郎編『新会社法の基本問題』69頁、78-79頁（慶応義塾大学出版会、2006）、河和哲雄＝深山徹「株式買取請求権」江頭憲治郎＝門口正人編集代表『会社法体系 株式・新株予約権・社債（第2巻）』95頁、97-98頁（青林書院、2008）等。なお、藤田・前掲263頁は、「極めて詳細にルールを書き尽くそうとしているかのように見える新会社法であるが、株式買取請求権制度（とりわけ買取価格）に関する限りは、従来の商法の規定よりも解釈の余地が大きい文言を採用しており、さまざまな解釈問題を引き起こすことが予想される。」としている。
- (3) 例えば、最高裁第三小法廷平成23年4月19日決定・民集65巻3号1311頁は、「反対株主に『公正な価格』での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨

株式買取請求権に関する一考察

の経緯を概観した上で(一)、株式買取請求権制度の母国ともいべきアメリカにおける近時の立法状況等を参考にしながら(二)、株式買取請求権に内在する問題点について一考したい(おわりに～今後の課題～)。

一 昭和25年商法改正から会社法に至るまでの経緯

周知の通り、日本の会社法における株式買取請求権は、昭和25年の商法改正の際にアメリカの制定法上の株式買取請求権にならって導入されたものであり、その制度趣旨は少数株主の保護にあると説明されてきた。昭和25年の商法改正の主要な目的は、①会社の構造を民主化するとともに、②外国からの資本投下を容易にすることに置かれていた。そして、この改正の主要な目的を達成するための「少数株主の権利および救済(minority stockholders' rights and remedies)」のための制度として、取締役の義務および責任、代表訴訟、違法行為差止権、解散命令及び解散判決、各種の訴え、少数株主の権利とともに、多数決の修正のための制度として合併及び営業譲渡等の場合に反対株主に株式買取請求権が認められることとなった。⁽⁴⁾大森忠夫は、昭和25年の商法改正に際して「商

は、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確保し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある。」としている。ただし、本決定は「会社法782条1項所定の吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合に、同項所定の消滅株式会社等の反対株主がした株式買取請求に係る『公正な価格』は、原則として、当該株式買取請求がされた日におけるナカリセバ価格をいうものと解するのが相当である」とした上で、本件事実関係によれば本件吸収分割によりシナジーが生じるものではないとして本件買取請求における「公正な価格」は本件買取請求がされた日における「ナカリセバ価格」であるとした。多くの学説も新会社法の下でも「ナカリセバ価格」基準も排除されていないと解釈している。藤田・前掲注(2)281頁。

法の一部を改正する法律案要綱」の段階で以下のように述べている。

「アメリカでは、定款に定められた会社事業の通常の運営に関する事項についてこそ、株主は取締役会又は株主総会の多数決に従わねばならないが、会社の合併・営業譲渡その他会社事業の目的・組織・運営方針の根底を左右するようないわば非日常的な問題を決定するには、会社構成員としての株主全員の同意がなければならない、とする傾向が比較的最近まで強かった……。その後会社の規模の拡大と株主数の増大にともない、このような全員一致主義を貫くことは實際上不可能に近くなり、各州とも成文法を設けて、程度の差こそあれ株主の中一定の多数の賛成があればこれらの重要事項をも決定し得る、とするにいたったのであるが、なお各株主の意思を尊重する趣旨から、ある種の重要事項について多数決が有効に成立した場合には、これに不賛成の株主が、一定の要件の下に、会社に対して自己の有する株式の買取を請求する権利、すなわちいわば会社から脱退してその持分の評価額の払戻を受ける権利をみとめているのである。⁽⁵⁾」アメリカにおける初期の会社は現代のパートナーシップに近いものであり、コモン・ロー上全員一致の原則が採られていた。⁽⁶⁾

(4) 中東正文「昭和二五年商法改正——GHQ 文書から見た成立過程の考察(1)」中京法学30巻3号1頁、18頁(1995)、同「昭和二五年商法改正——GHQ 文書から見た成立過程の考察(2)」中京法学31巻1号129頁、145-154頁以下(1996)、同「昭和二五年商法改正——GHQ 文書から見た成立過程の考察(3)」中京法学31巻3号21頁、61・63頁(1997)、同「昭和二五年商法改正——GHQ 文書から見た成立過程の考察(4)・完」中京法学31巻4号107頁、128・130・133・134頁(1997)。なお、昭和25年の商法改正に関する詳しい経緯については、同論文及び同論文(1)5頁の注(3)に挙げられている論文等に詳しい。拙稿「アメリカ法における株主の株式買取請求権と議決権との関係」法學政治學論究(慶応義塾大学大学院法学研究科)36号221頁、222・241頁注(1)(1998)。

(5) 大森忠夫「株主の地位の強化とアメリカ法」法律タイムズ3巻7号10頁、14頁(1949)、京都大学商法研究会編『英米會社法研究』所収166頁、179-180頁(有斐閣、1950)。なお、旧字体を新字体に改める等の修正を行った。

そして、規模が拡大していく株式会社の経営上の必要性からそれまで株主全員の同意が必要であると考えられていた定款変更や合併決議等の会社の基礎的な変更が多数決でなし得ると考えられるに至っていく過程で⁽⁷⁾18世紀後半から19世紀始めにかけて制定法上認められていったのが株式買取請求権である。⁽⁸⁾1927年には最少で20の州が株式買取請求権に関する制定法を採用していたという。⁽⁹⁾日本の商法は、このアメリカにおける株式買取請求権を昭和25年の商法改正の際に採り入れたのである。しかし、株式買取請求権は、株式会社について組合契約的などらえ方をしているアメリカの制度を株式会社について大陸法的に社団ととらえる日本の商法に採り入れたものであるため、その性質を理解するのは容易ではなく、⁽¹⁰⁾

(6) Michael R. Schwenk, *Valuation Problem in the Appraisal Remedy*, 16 CARDOZO L. REV. 649, 650 (1994).

(7) 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整（五・完）」法協99巻2号223頁、244頁（1982）、島本英夫「株式買取請求権——米國法と比較して——」同志社商学2巻2号146頁、148頁（1950）。Mary Siegel, *Back to the Future : Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, 32 HARV. J. ON LEGIS. 79, 86-93 (1995), 拙稿・前掲注（4）229頁以下。ただし、その発生の経緯は必ずしも明らかではないという（神田・前掲244頁）。また、英米会社法の株式買取請求権には解散に代わる救済というもう一つの系譜がある（川島いづみ「反対株主の株式買取請求権」江頭憲治郎編『株式会社法体系』187頁、187頁（有斐閣、2013））。

(8) Robert B. Thompson, *Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law*, 84 GEO. L. J. 1, 55-60 (1995). 飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』97頁（商事法務、2013）。

(9) Siegel, *supra* note 7, at 90.

(10) 上柳克郎・鴻常天編集代表『新版 注釈会社法(5) 株式会社の機関(1)』281頁（有斐閣、1986）〔穴戸善一〕。松本丞治「会社法改正要綱批判」法律時報22巻3号2頁、5頁（1950）は、「会社の設立行為をもって組合契約的な単純な契約と見たならば、会社が今までの営業状態を全く変更するような合併をするとか、あるいは営業譲渡をしるとか、又は営業の目的事業をまったく変更するというような場合において、反対の株主が会社から脱退できるということを認めることにも理由があり得るかもしれないのであるが、われわれの会社法の理論から申すと、

論 説

立法当初から行使する株主以外の株主及び会社債権者の利益を考慮した立法論的な批判も少なくなかった⁽¹¹⁾。これに対して、株式買取請求権は少数派株主の保護に寄与するとともに多数派による不正な行為の予防的機能があるとして評価するものもあった⁽¹²⁾。株式買取請求権が認められる場合は、昭和25年以降も増加の一途をたどっている⁽¹³⁾。

会社法における株式買取請求権の請求原因は、(1)組織再編行為等に関わるものと(2)株式に譲渡制限を付ける場合等株式の内容に変更が生ずる

会社の株主は決して通常の契約関係でできたものではなく、株主と会社との間の関係は少なくとも通常の契約理論から論ずることはできないのであって、こういう買取請求権を認めるべき理論上の根拠はない。」としている。なお、旧字体を新字体に改める等の修正を行った。

(11) 昭和27年末の商法改正要望事項についての法務次官名による各方面への意見照会には「五 株主の株式買取請求権に関する規定を削除すること（理由）営業譲渡又は合併に反対する株主の株式買取請求権の制度は、買取価格の評価が困難で当事者間に争いを生ずる因をなすものであるのみならず、当該株主の利益のみを保護し、他の株主及び会社債権者の利益を顧みないうらみがあり、特に悪質の株主がこれを会社荒らしの武器として濫用する弊害がおそれられているからである」との項目があり、回答としては、株式買取請求権制度を排除すべきであるという意見が多数を占めていたという。法務省民事局編『商法改正に関する意見集』（昭和28年）のうち株式買取請求権制度に関する部分につき、島本英夫「株式買取請求権について」同志社法学15巻4号(83号)1頁、14-16頁(1964)。また、同意見集を含め昭和25年商法改正の際に株式買取請求権の制度について改正の前後に批判がなされたことにつき、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(1)」法協98巻6号761頁、811頁、812頁注(4)(1981)参照。

(12) 龍田節「合併の公正維持」論叢82巻2・3・4号262頁、283頁(1968)。

(13) 昭和41年の改正で③株式の譲渡を制限するための定款変更（改正前商法349条）、平成2年の改正で④株式会社から有限会社、または合名会社への組織変更（有限会社法64条ノ2、平成2年商法改正附則5条4項・有限会社法64条ノ2）にも株式買取請求権が認められた。また、平成9年の商法改正によって新設された簡易合併の場合にも一定の要件をみたした株主には株式買取請求権が認められた。平成11年改正で新設された⑤株式交換、株式移転、平成12年改正で新設された⑥新設分割、吸収分割においても株式買取請求権が認められた。

株式買取請求権に関する一考察

場合（会社法116条）の二つに大別できる。前者に当たるものとしては①吸収合併（会社法785条、797条）、新設合併（会社法806条）、②吸収分割（会社法785条、797条）、新設分割（会社法806条）、③株式交換（会社法785条、797条）、④株式移転（会社法806条）、⑤事業譲渡等（469条）の各場合において原則として反対株主の株式買取請求権が認められている。株主総会決議が不要となる、簡易組織再編行為（会社法796条3項、467条1項5号）及び略式再編行為（会社法784条1項、796条1項、468条1項）の各場合にも株式買取請求権が認められる。会社法上組織変更について株式買取請求権は認められなくなったが、会社の基礎的な変更を伴う組織再編行為等について株主に株式買取請求権を与えるという基本姿勢に関しては会社法と改正前商法を比しても変化はない。ただし、改正前商法の下では簡易合併の場合はあくまでも例外的であり、原則として株式買取請求権は株主総会での反対を前提とする議決権と結びついたのであり無議決権制限株式には認められないとの理解もあったのに対し、会社法においては、株主総会特別決議を必要とする合併等の場合であっても議決権の有無とは関係なく株式買取請求権が認められることになった⁽¹⁵⁾。後者については、会社法では種類株式との関係で株式買取請求権が認められる場合が増加している（会社法116条1項2号3号⁽¹⁶⁾）。

二 アメリカにおける状況——MBCA（模範事業会社法）型の立法と Delaware 州会社法の二つの方向性——

日本の株式買取請求権制度の母国であるアメリカにおいては、現在、

(14) 鈴木竹雄＝石井照久『改正会社法解説』134頁（日本評論社、1950）宍戸・前掲注（10）286頁、藤原俊雄「反対株主の株式買取請求権」判タ1048号112頁、113頁（2001）。

(15) 拙稿・前掲注（2）74頁。本稿注（1）参照。

(16) 詳細については拙稿・前掲注（2）72頁。

反対の方向性を示す二つの立法の動きがあるという。一つは模範事業会社法 (Model Business Corporation Act、以下 MBCA とする) 及びそれにならった各州の会社法⁽¹⁷⁾であり、もう一つは Delaware 州会社法⁽¹⁸⁾である。近時日本においても Delaware 州会社法及び裁判例の詳細な検討がなされているが、以下に述べるように各法域の会社法は MBCA に従った立法⁽¹⁹⁾が多数派であるとの評価もあり⁽²⁰⁾、Delaware 州会社法の位置づけを確認する上で両者の比較をすることにも一定の意義があると考えられる。株式買取請求権の母法であるアメリカの立法の状況を概観したい。

1 MBCA (模範事業会社法) 型の立法と Delaware 州会社法

MBCA は、①合併 (merger)、②株式交換、③資産の処分、④株式併合によって生じる端数の株式を会社が取得する権利または義務を定める定款変更⁽²¹⁾、⑤組織変更若しくは州内会社化⁽²²⁾の各場合に株式買取請求を認

(17) なお、本稿において「州」とするものは、正確には「法域 (jurisdiction)」であり、50州とコロンビア特別区 (the District of Columbia) を意味するものである。Mary Siegel, *An Appraisal of the Model Business Corporation Act's Appraisal Rights Provisions*, 74 LAW and CONTEMPORARY PROBLEMS 231, 232 n. 6 (2011) 参照。

(18) Siegel, *supra* note 17 at 231. アメリカで長きにわたって会社法の二つのテンプレートであるとされてきた MBCA と Delaware 州会社法は、類似した規定を有していることが多いにもかかわらず、株主の株式買取請求権の分野においては大きく異なるという。

(19) 飯田・前掲注 (8) 42頁は、日本とデラウェア州の比較を行うことの理由としてデラウェア州の会社法が一般的に持つ影響力の大きさと企業買収をめぐる判例法の豊かな蓄積を挙げている。本稿も当然のことながらデラウェア州会社法の重要性を否定するものではない。

(20) Siegel, *supra* note 17, at 231.

(21) この場合に買取請求権を認める理由はキャッシュ・アウト・マージャーの場合に類似していると説明されている。すなわち、どちらの場合においても影響を受ける株主に彼らの投資に対して会社が算定した金額のキャッシュを受け入れることを強いることになるからである。MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 OFFI-

株式買取請求権に関する一考察

めているが、Delaware 州会社法は各種の合併 (merger or consolidation) と公益会社への変更のための定款変更の場合にしか株式買取請求を認めていない⁽²³⁾。全ての州の会社法が、合併の場合に株式買取請求権を認めている⁽²⁴⁾が、合併の場合に限っているのは2つの州のみである⁽²⁵⁾。その他の州の会社法の大多数は MBCA 型の立法をしているとの評価がある。強制的株式交換の制度がある44の州全てにおいて強制的株式交換の場合に株式買取請求権が認められ⁽²⁷⁾、重要な資産の処分の場合に46の州、一定の定款変更の場合に Delaware 州以外に39の州、一定の組織変更若しくは州内会社化の場合に15の州⁽³⁰⁾が株式買取請求権を認めている⁽³¹⁾。なお、制定法による株式買取請求の請求原因に加えて、MBCA も Delaware 州会社

CIAL COMMENT 1.(4)(2011).

(22) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 (a) (1)-(4), (6)-(8) (2011). MBCAは組織変更と州内会社化を3つに分けて規定しているが、これらの行為は本質的に類似していて州法では同じグループとされていることが多いため、まとめて記した。

Siegel, *supra* note 17 at 232.

(23) Delaware 州会社法は、多くの合併 (merger or consolidation) の場合に株式買取請求権を認めている。DEL. CODE. ANN. tit. 8 §262(b), §251, §252, §253, §254, §257, §258, §263, §264, §267 (2013). ただし、一定の合併の場合には株式買取請求権が認められない。一定の持株会社合併の存続会社の株主 §251(g)、262(b)、簡易吸収合併 (short-form merger) の親会社の株主 §251(h)、§262 (b)(3) 等である。なお、以下合併 (mergers) の語句には新設合併 (consolidations) も含むものとする。Siegel, *supra* note 17, at 232 n.8 参照。

(24) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 STATUTORY COMPARISON 1. (2011).

(25) *Id.* Kansas, District of Columbia.

(26) Siegel, *supra* note 17, at 234.

(27) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 STATUTORY COMPARISON 1. B.(2011).

See the Annotation to section 11.03. なお、Delaware 州は強制的株式交換を認めていない。

(28) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 STATUTORY COMPARISON 1. C.(2011).

(29) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 STATUTORY COMPARISON 1. D.(2011).

(30) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 STATUTORY COMPARISON 1. F.(2011).

(31) なお、MBCAにも Delaware 州会社法にも規定がないが、13の州が支配株式

法も詳細は異なるが定款によって制定法で定められた場合以外の合併、定款変更、資産譲渡について株式買取請求権の付与をすることを認めており、35の州の会社法が同様の規定を設けていた。⁽³²⁾⁽³³⁾

MBCA, Delaware 州会社法ともに流動性のある市場がある場合に株式買取請求権を除外する規定を設けていて、37の州の会社法が同様の除外規定を設けている。⁽³⁴⁾⁽³⁵⁾ただし、MBCA は利益取引の場合の「除外規定の除外規定」⁽³⁶⁾を1999年の改正で設けたのに対し、Delaware 会社法はこのような「除外規定の除外規定」は設けていない。「除外規定の除外規定」を設けているのは2011年の時点で11の州に留まっていた。⁽³⁷⁾他の点についてはMBCA 型の立法が多数派であるにも関わらずこの点に関しては Delaware 州型の立法が多数派であることについて、「除外規定の除外規定」を設けた MBCA の改正が1999年であったため、各州の立法担当者が除外規定のメリットについての検討をする時間が比較的少なかったためであるとの2011年時点での指摘がある。⁽³⁸⁾

の買取の場合に株式買取請求権を認めている。MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 STATUTORY COMPARISON 1. E.(2011).

(32) DEL. CODE. ANN. tit. 8 §262 (c). MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 (a)(5) (2011).

(33) Siegel, *supra* note 17, at 234.

(34) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 (b)(1), DEL. CODE. ANN. tit. 8 §262 (b)(1). 流動性のある市場があるといえるためには、一定の市場において取引され、かつ最低2,000人の株主がいることなどが条件とされる。

(35) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 STATUTORY COMPARISON 2.(2011).

(36) “Interested transaction”とは、支配株主、senior executives と directors の関係する取引をいう。MODEL BUS. CORP. ACT. §13.01 (5.1), OFFICIAL COMMENT 2. *Definitions* INTERESTED TRANSACTION (2011). この定義規定は、2006年の改正で加えられた。MODEL BUS. CORP. ACT. §13.01 HISTORY (2011), 61 BUS. LAW. 659 (2006), 61 BUS. LAW. 1427 (2006).

(37) Siegel, *supra* note 17, at 248, n. 91.

(38) Siegel, *supra* note 17, at 232.

株式買取請求権に関する一考察

1984年の改正 MBCA は、「公正な価格 (fair value)」とは、①「反対株主が反対するその会社の行為が実行される直前の価格」とした上で、②「その会社の行為を予想するところの、騰貴または低落を除外することが衡平に反しないときは、これを除外」⁽³⁹⁾ するとしていた。1999年の改正で②の部分は削除され、代わりに、評価方法 (methodology) として「買取が要求されることになった取引ごとと同様の事案において一般に受け入れられた評価の概念及び技術に基づいて決定されるべき」⁽⁴⁰⁾ であるとしている。Delaware 州会社法は、「公正な価格」は、「吸収合併または新設合併の遂行または期待から生じる価値のいかなる要素をも除外」されたものであり、裁判所は、「関連する全ての要素を考慮」⁽⁴¹⁾ して「公正な価格」を決定するとしている。この1984年の MBCA 型のものが23州、1999年改正後の MBCA 型のものが11州あり、Delaware 州以外にも9の州は MBCA とは異なる独自の定義規定を有している。⁽⁴²⁾

支払いについては、MBCA も Delaware 州会社法もともに「公正な価格」に利息をプラスした支払いを求めている。⁽⁴³⁾ ただし、MBCA は、原則として買取手続がなされてから30日以内における会社が公正な価格と算定した額と利息の会社による支払いを求めているのに対し、⁽⁴⁴⁾ Delaware 州会

(39) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.01 OFFICIAL COMMENT 2. *Definitions* FAIR VALUE (2011).

(40) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.01(4). 評価の問題は、本質的に定義と算定方法の2つの要素に区分されるとするアメリカ法律協会『コーポレート・ガバナンスの原理』§7.22 に倣ったものである。The American Law Institute Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations (以下『ALI 原理』) Vol. 2 §7.22 (a) at 303, Comment d. *Valuation* at 306 (1994), Model Bus. Corp. Act. §13.01 OFFICIAL COMMENT 2. *Definitions* FAIR VALUE (2011).

(41) DEL. CODE. ANN. tit. 8 §262 (h).

(42) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.01 STATUTORY COMPARISON (2011).

(43) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.24 (a), DEL. CODE. ANN. tit. 8 §262 (i).

(44) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.24 (a) and 13.22 (b).

社法は手続終了時における裁判所による価格決定を求めている。⁽⁴⁵⁾ 9の州の会社法が MBCA 型の立法をし、⁽⁴⁶⁾ 21の州が手続終了後即時の支払を求めた1984年 MBCA 型の立法をし、7の州が Delaware 州会社法型の立法をした。⁽⁴⁷⁾ 例えば、買取価格について株主が100ドル、会社が70ドルであると主張している場合、MBCAは手続の初期において争いのない70ドルの支払いを認めるが、Delaware 州会社法はこれを認めない。このことにより株主の買取請求の容易さに違いが生じるとされる。⁽⁴⁸⁾

訴訟費用については、MBCAが原則として会社の負担としているのに対し、Delaware 州会社法は裁判所が原則各当事者に衡平に負担させるように決定することとしている。⁽⁴⁹⁾ 鑑定人、弁護士等に係る当事者の費用については、MBCAは訴訟費用とは異なり会社が支払うとの推定はしていない。⁽⁵¹⁾ Delaware 州会社法は裁判所が当事者の弁護士費用等を反対当事者に割り当てることができるかについては何も述べていないが、裁判所は一人の株主の費用を全ての株式買取請求権を行使した株主に割り当

(45) DEL. CODE. ANN. tit. 8 §262(i).

(46) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.22 statutory comparison (2011). Siegel, *supra* note 18, at 238.

(47) Siegel, *supra* note 17, at 238.

(48) Siegel, *supra* note 17, at 236, 237.

(49) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.31(a). ただし、株式買取を請求する株主が「恣意的、濫用的、または悪意で（不誠実に）(arbitrarily, vexatiously, or not in good faith) 行動したとき」には例外であるとする。

(50) DEL. CODE. ANN. tit. 8 §262 (j). ただし、Delaware 州最高裁判所の二つの判例は株式買取請求権を行使する株主の悪意、不誠実 (bad faith) がない場合には訴訟費用を会社の負担とする Delaware の慣習を是認している。Tri-Continental Corp. v. Battye, 74 A.2d 71, 77 (Del. 1950); Meade v. Pac. Gamble Robinson Co., 58 A.2d 415, 418 (Del. 1948). Siegel, *supra* note 18, at 240.

(51) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.31(b). (1) 会社が13章の重要な要求に従わなかった時は会社が、(2) 「恣意的、濫用的、または悪意で（不誠実に）行動した」と裁判所が認めた当事者が支払うことになる。

株式買取請求権に関する一考察

ることができる⁽⁵²⁾としている。訴訟費用を原則として会社負担としていることなどから、MBCAの方が株式買取請求手続の遂行を経済的な面により容易にするものであるとの評価がある。訴訟費用については、32の州が大筋においてMBCAの規定をフォローし、Delaware州と同様の規定を有する⁽⁵⁴⁾のは6州である。当事者の経費については、45の州が明文で鑑定人の費用は状況に応じて会社、株主である当事者、または両者に負担させることを規定している⁽⁵⁵⁾。

以上の立法について、MBCA及びそれに倣った各州の会社法は比較的多くの場合に株式買取請求を認め、訴訟費用の点等からも株主が株式買取請求権を行使しやすい「株主に友好的 (shareholder-friendly)」な立法であるのに対し、Delaware州会社法は、特殊な場合を除き各種の合併の場合にしか株式買取請求を認めておらず、訴訟費用の点等からも「株式買取請求の頻度を低くする」⁽⁵⁶⁾ものであるとの評価がある。

2 フリーズ・アウト・マージャーに関する留意点

アメリカの状況を検討する上で、フリーズ・アウト・マージャーの場合にはいくつかの点に留意することが必要であるように思われる。

(52) DEL. CODE. ANN. tit. 8 §262 (j). ただし、Delaware州の判例法は、各当事者が自らの費用を負担するルールの例外として悪意、不誠実 (bad faith) な場合の衡平法上の例外を認めている。Cede & Co. v. Technicolor Inc., 684 A.2d 289, 301 (Del. 1996) は、「衡平法上の例外がない場合には、株式買取手続の原告はその鑑定人と弁護士との支払いの責任を負っている」としている。Siegel, *supra* note 17, at 241.

(53) Siegel, *supra* note 17, at 242.

(54) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.31 STATUTORY COMPARISON 1. *Costs* (2011).

(55) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.31 STATUTORY COMPARISON 2. *Counsel Fees* (2011).

(56) Siegel, *supra* note 17, at 242-243.

第一に、主にフリーズ・アウト・マージャーを対象として株式買取請求権の機能について経済学的な見地からの説明がなされている。アメリカでは、株式買取請求権一般の目的、機能について様々な見解が示されているが、⁽⁵⁷⁾株式買取請求権が株主に公正な価格で投下資金を回収して会社から離脱することを可能にする、といった伝統的な説明は時代遅れであるとして、株式買取請求権は事前または事後において経営者の行為の監視 (monitor) の役割を果たすという「監視の理論」(monitoring theory) が主張されたことがあった。例えば、Fischel は、買収者が二つの一連のオファーをアナウンスした場合のプリズナーズ・ジレンマを想定して、株式買取請求権は、少数派の株主達に交渉の力の欠如または経営者の利益相反の結果として彼らの株式に割り当てられる価値からの事前の保護を与えるとしている。例えば、ターゲットの株式が50ドルで売られるとする。買収者がこのターゲットの株式の51パーセントに対する60ドルのテンドー・オファーと同時に残りの49パーセントがフリーズ・アウト・マージャーにおいて30ドルで得られるであろうとのアナウンスをする。もし一人の株主が全ての株主のために交渉することができたなら、このオファーは拒絶されるだろう。なぜなら、取引前のターゲットの株式の市場価格50ドルは買収の平均値約45ドルを超えているからである。しかし、各々の株主は個人的に行動し、各々の株主の有する全ての株式について30ドルを受け取ることを避けるために合理的に60ドルで株式を差し出すことにするであろう。他の買収者との競争がないと仮定すれば、プリズナーズ・ジレンマの下でこのようにオファーは成功するかもしれ

(57) 全員一致の原則から多数決主義への移行の過程における株主の「拒否権に対する補償」、多数派株主の保護といった説明もされたことがあった。拙稿・前掲注(4) 229頁以下。提案された株式買取請求権の諸目的について検討した上でこれらの諸目的のほとんどは『少数派株主保護というゴールによって意義を与えられている』とするものとして、Barry M. Wertheimer, *The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy*, 65 TENN. L. REV. 661, 680 (1998).

ないという。そして、Fischel は、株式買取請求権がこのプリズナーズ・ジレンマの解決策となるとしている。もし取引の第二段階において株主が株式買取手続において取引前の市場価格である50ドルを受け取ることができるならば、全ての株式に対して平均して約45ドルを支払おうとしている買収者の買収はうまくいかないというのである。この例からFischel は「株式買取請求権は全ての株主をこの株式の価値を下げる取引から守り、株主により高い価格での株式売買をさせることを可能にする」

- (58) Daniel R. Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 1983 AM. B. RES. J. 875, 878-879 (1983). このFischelの監視の理論に対しては、これを古い理論、すなわち株式買取請求権の意義は「公正な価格で投下資金を回収して会社から離脱」することを認めることにあつたことの焼き直しに過ぎず、「監視」とは、単に株主が公正な価格で投下資金を回収して会社から離脱することを認めることの結果の一つにすぎないとの意見がある (Siegel, *supra* note 7, at 107-108)。ただし、Siegelは、結論として、株式買取請求権について株式に市場のある会社とない会社を区別して考察している。そして、株式に市場のある会社については株主が市場では「公正な価格で投下資本を回収して会社から離脱」することができない可能性がある場合、すなわち、会社の経営者に利益の相反があるときにのみ株式買取請求権を認めるべきであるとしている (Siegel, *id.*, at 110)。すなわち、Siegelは、株式買取請求権が株主に「公正な価格で投下資本を回収して会社から離脱」させるという機能を果たすべき範囲を限定するため、会社経営者を「監視」しなければならない場合を会社経営者に利益の相反がある場合を挙げているのである。したがって、Siegelは、「監視の理論」は、株主に公正な価格で投下資金を回収して会社から離脱を認めることの焼き直しにすぎないとはしているが、「監視の理論」を完全に否定している訳ではなく、むしろ株式買取請求権が株主に「公正な価格で投下資金を回収して会社から離脱」させる機能を果たすべき範囲を限定する際の視点として取り入れているものと考えられる。ただし、あくまでも監視ということは、単に株主が公正な価格で投下資金を回収して会社から離脱することを認めることの結果として副次的に生まれる機能に過ぎず、それ自体が目的とされているのではないとの前提に立っていると考えられることに注目すべきであろう (拙稿・前掲注(4) 231-234頁)。なお、Thompson, *supra* note 8, at 52-53は株式買取による救済は、現在では二つの異なる目的に資するものであるとしている。すなわち、一つは伝統的で現在ではあまり使われることのない目的であり、多数派株主が根本的な意味で企業の方向性を変更する場合に少数派

と結論づけているのである。⁽⁵⁸⁾その他合併から生じる利益の分配の是非をめぐる議論についても、論者によりそのニュアンスは異なるが、⁽⁵⁹⁾経済学の見地からの主にインセンティブに関する研究は、基本的に、支配株主がフリーズ・アウトをするという局面を対象にすることが多い。⁽⁶⁰⁾

第二に、アメリカ法律協会の「コーポレート・ガバナンスの原理」も株式買取請求権の「公正な価格」がシナジーを含むか否かという点について、フリーズ・アウト・マージャーの場合とそれ以外の場合の違いを意識している。すなわち、同原理は、伝統的な考え方としては反対株主がシナジーによる利得をシェアすることには否定的であったとしている。その理由は、禁反言である。すなわち、反対株主は、買取請求によって会社から離脱することを決定したのであるから、会社に残ることを選択したものが受け取るであろう利得をシェアすることを期待することはできず、⁽⁶¹⁾その結果、彼らは両方を得ることはできないというのである。しかし、同原理は、フリーズ・アウト・マージャーの場合には、この禁反言は当てはまらないとしている。なぜなら、この場合、株主達は多数派の株主または経営者らによって追い出されるのであり、禁反言は適用さ

株主に株式の流動性を与えることであり、二つ目は現代的に支配的なものであり、多数派株主が多数派が交付金合併によって多数派が設定した条件で少数派株主を企業の外に強制的に追い出すことを選択する場合において少数派株主を利益相反から保護する目的であるとする。Thompson は、Siegel 同様伝統的な目的を否定している訳ではないが、二番目の目的がより支配的であるとする点で Siegel が第一の目的を達するために利益相反のある場合においては市場がある場合の株式買取請求権の適用除外を認めるべきではないとしているのとは異なっている。

(59) Benjamin Hermalin & Alan Schwartz, *Buyouts in Large Companies*, 25 J. LEG. STUD. 351 (1996), Kenton K. Yee, *Control Premiums, Minority Discounts, and Optimal Judicial Valuation*, 48 J. LAW & ECON. 517 (2005) 等。これらを紹介するものとして、飯田・前掲注(8) 238-242頁。

(60) 飯田・前掲注(8) 242頁。

(61) 『ALI 原理』(前掲注(40)) §7.22 Comment *d Valuation* 314-315頁。

れるべきではないというのである。⁽⁶²⁾

第三に、株式に流動的な市場のある場合の株式買取請求権の適用除外についてもデラウェア州会社法はフリーズ・アウト・マージャーの場合にはこの適用除外を適用除外としている。⁽⁶³⁾ Fischel は、これを現金が対価の場合には不正が行われる可能性が高いので、少数株主の保護のために市場性株式の例外の例外が認められていると説明している。⁽⁶⁴⁾

第四に、フリーズ・アウト・マージャーの場合、キャッシュ・アウトそれ自体が株式に一種の「流動性」を提供するため、株主はそもそも株式が現金化されることそれ自体を望む訳ではない。そこで、この場合に株式買取請求権を認めるとすればどのような意義があるのかが問題となり得る。⁽⁶⁵⁾

以上の様に、アメリカにおいては現在の株式買取請求権が問題になる事案の大多数が交付金合併であるにもかかわらず、フリーズ・アウト・マージャーの場合における株式買取請求権は、伝統的な株式買取請求権に関する体系的な理解ではとらえきれないことが再認識されよう。

おわりに～今後の課題～

昭和25年の導入時には反対論も多かった株式買取請求権であるが、その後商法改正の度に日本の商法・会社法における存在感を増してきたといえる。今一度その母法であるアメリカ法の現在の状況を検討すると、

(62) 『ALI 原理』(前掲注(40)) 315頁。

(63) DEL. CODE. ANN. tit. 8 §262 (b)(2).

(64) Fischel, *supra* note 57, at 885. これに対して、例外の例外の導入は少数株主の救済手段を狭いものにしようという考えに由来するという歴史的な経緯を無視するとするものとして Peter V. Letsou, *The Role of Appraisal in Corporate Law*, 39 B. C. L.Rev. 1121, 1164 n. 156 (1998).

(65) Wertheimer, *supra* note 57, at 680.

(66) Thompson, *supra* note 8, at 25-26.

以下のような点に気づかされる。

第一に、株式買取請求権の認められる場合である。MBCA は合併以外の場合にも比較的広く株式買取請求を認めているが、Delaware 州会社法は公益法人化という特別の場合を除き各種合併の場合に限定している。アメリカにおいては、MBCA が株式買取請求権を認める 5 つのケースはいずれも株主の投資の基礎の重大な変更であるとされる一方で、株式買取請求に係るコストや費用の問題が指摘されている⁽⁶⁷⁾。また、定款変更のように一つの会社のみによる行為の場合、株式買取請求権を認めると株式買取請求権を行使しない株主から株式買取請求権を行使する株主に直接的な富の移転が生じるとの指摘もある⁽⁶⁸⁾。もっとも、MBCA は、1999 年の改正において株式買取請求権が認められる場合を大幅に削減し⁽⁶⁹⁾、会社の解散や株式併合に係る場合を除いて定款変更の場合には株式買取請求権は認められないこととなった。また、株式買取請求権は合併もしくは株式交換の場合交換もしくは転換させられる株式の株主についてのみ認められることとなり、合併の存続会社の株主と株式交換完全親会社の株主には株式買取請求権が認められないこととされた。存続会社が発行する株式の割合、定款及び主要な株主の変更の有無、持株会社合併か否か等に関する条件はつけられていない⁽⁷⁰⁾。一方、前述したように制定法が株式買取請求権を認めていない場合に会社が定款の規定または単に取締役会の決議によって合併、株式交換、資産の処分、定款変更について株式買取請求権を利用できるようにすることも認められているが、反対に、

(67) Siegel, *supra* note 18, at 233.

(68) Siegel, *supra* note 18, at 234.

(69) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 *Historical Background* (2011).

(70) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 *Historical Background* (2011).

(71) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02 (5), §13.02 *Historical Background* (2011).

Delaware 州会社法も一定の場合に会社が独自に株主に株式買取請求権を付与することを認めている。DEL. CODE. ANN. tit. 8 §262 (c).

株式買取請求権に関する一考察

MBCA は定款の規定によってある種類の優先株式について株式買取請求権をないものとする若しくは限界づけることもできるとしている⁽⁷²⁾。MBCA においては各会社の株式買取請求権に関する制度設計の自由度が比較的高いといえよう。そのように各会社に一種の裁量を認めるか否かの議論を含め、日本法においても会社法上のような場合に株式買取請求権を認めるべきか、拡大の方向性が真に望ましいものであるのか⁽⁷³⁾、再検討の余地もあると思われる⁽⁷⁴⁾。株式買取請求権は「株主に友好的」であればよいわけではない。昭和25年の立法当初に立ち返るようであるが、他の株主、会社債権者等の利益に関する配慮も必要であろう。しかし、同時に近代的な会社経営の効率化という要請も重要である。

第二に、アメリカにおける流動性のある市場がある場合の株式買取請求権の適用除外であるが、これを株式買取請求権の存在意義との関係でどうとらえるべきか。株式買取請求権の機能分析には様々なものがあるが、その目的が合併等の場合に株主に株式会社では例外的な退社を認めることにあることを完全に否定することはできない。だからこそ、流動的な市場で株主が会社から去ることが可能である場合には株式買取請求権の適用除外を認めるという立法がされているのではないだろうか⁽⁷⁵⁾。利

(72) MODEL BUS. CORP. ACT. §13.02(c). (2011). ただし、2011年のMBCA改正について 65 BUS. LAW. 1121, 1146 (2010), 66 BUS. LAW. 365 (2011) 参照。

(73) 資本制度等株式会社制度全体の構造に関わる問題意識から安易な株式買取請求権制度の拡大は行われるべきではないとするものとして宮島司『会社法概説 [第3版補正2版]』473頁(弘文堂、2004)。会社法461・464条参照。

(74) この点、国会提出中の会社法の一部を改正する法律案は、簡易組織再編、略式組織再編等における株式買取請求について、①存続株式会社等において簡易組織再編の要件を満たす場合及び譲受会社において簡易事業譲渡の要件を満たす場合には、反対株主は、株式買取請求権を有しないものとする、②略式組織再編又は略式事業譲渡の要件を満たす場合には、特別支配会社の株主は株式買取請求権を有しないものとするなどの内容を含んでいる(会社法785条、797条の改正)。

(75) ただし、市場がある場合の適用除外は、元来株式買取請求権制度廃止論を唱

益相反取引の場合の適用除外の適用除外も、そのような場合には市場が公正な対価を提供できない可能性が高いことから認められているといえよう。「監視」を目的とするのであればより直接的な「監視」の制度の検討が必要となるのか。⁽⁷⁶⁾ 株式買取請求権は有用ではあるが万能ではない。⁽⁷⁷⁾

第三に、繰り返しになるが追い出し型の合併の場合の特殊性である。前述した様にシナジー分配については伝統的な禁反言による説明を不可能にしてしまう。アメリカにおける経済学的な見地からの「監視」理論等はフリーズ・アウト・マージャーを念頭にしたものが多いが、⁽⁷⁸⁾ アメリ

えた Manning が株式買取請求権は株式市場の代替物として株式市場が存在しない場合においてのみ認められるとしたことに由来し、1967年の Delaware 州会社法において導入された（神田・前掲注（7）274頁）。Bayless Manning, *The Shareholders's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 YALE. L. J. 223, 261 (1962).

(76) ただし、本稿も株式買取請求権の存在が一種の「監視」の機能を果たすことを否定するものではない。例えば簡易吸収合併等において法務省令で定める数の株式を有する株主が株式買取請求をした場合に株主総会の特別決議による承認が必要となる（会社法791条4項）場合、株式買取請求が一種の監視機能を果たしているのとらえることもできよう。

(77) 龍田・前掲注（12）301頁。

(78) 株式買取請求権の機能については日本でも近時その詳細な検討がなされ、株式買取請求権はスクリーニング機能を果たそうとしていると理解することによって、会社法の株式買取請求権の構造の多くを説明できるとするものがある（飯田・前掲注（8）319頁）が、スクリーニング機能によっては現金合併の場合に株式買取請求権が認められることの説明は困難であるとされる（飯田・同220頁以下）。スクリーニング機能とは、「選考調和（preference reconciliation）」という考え方により株式買取請求権が株式のリスクが変化するような会社の基礎的な変更が行われる場合に、その変更についての株主の評価が分かれるときに、当該変更によって利益を得られる株主の利益が、当該変更によって不利益を被る株主の不利益を上回る場合にのみ行われるようにする機能をいい（飯田・同208-209頁、Peter V. Letsou, *supra* note 64）、Delaware 州会社法をも上手く説明できるという（飯田・同214-220頁）。同稿においてはその他株式買取請求権の機能として、支配株主の忠実義務違反責任の代替機能、利益相反の要素の解消措置の動機付け機能、

カにおいてもフリーズ・アウト・マージャーは当初からその正当性が是認されていたものではなく、それを認める過程ですでに存在していた株式買取請求権との関係が議論されてきた。⁽⁷⁹⁾ 伝統的な権利行使としての株式買取請求権にとってフリーズ・アウト・マージャーの場合の株式買取請求権はその性質を変容するものであるのか。そもそも株主が自らの意思によらずに退社を強制される場合の公正な対価とは何か、憲法上の財産権の補償との関係が問題となり得よう。⁽⁸⁰⁾

第四に、「公正な価格」の意義とシナジーの分配の問題であるが、アメ

公開買付けの強圧性の解消機能が検証されている（同311-315頁、317-318頁）。

(79) Elliott J. Weiss, *The Law of Take Out Mergers: A Historical Perspective*, 56 N.Y.U. L. REV. 624 (1981), James Vorenberg, *Exclusiveness of the Dissenting Stockholder's Appraisal Right*, 77 HARV. L. REV. 1189 (1964).

(80) 高橋英治『株主と憲法上の財産権——会社法改正に憲法上の限界はあるのか——』民商法雑誌130巻2号210頁、211頁（2004年）は、会社法制定前の時点において「わが国では近年商法改正が頻繁に行われているが、その理念は、主として会社運営の効率性の確保に向けられている。商法改正には、効率性を実現する一方で、株主をはじめとする会社の利害関係者の保護を実現する必要がある。本稿は、株主の憲法上の財産権という観点から、会社法改正の憲法上の限界について考察する。わが国では憲法29条1項が、株主の財産権を保障する根拠条文となる。最高裁判例によると、同条1項は、私有財産制度を保障するとともに、個々の国民の財産権につきこれを基本的人権として保障する（森林法違憲判決、最大判昭和62・4・22民集41巻3号408頁）。この思考法からすると、憲法29条1項の財産権保障は、当然株主の財産権にも及ぶ。しかし、わが国では、憲法上の財産権保障が会社法改正に限界を与えるかについては憲法学の見地からも、会社法学の見地からも全く研究がなされていない。」としている。さらに、同248-249頁は、「わが国では、株式買取制度が、株主の地位に重大な変更が生じた場合に、少数派株主が受けた不利益を回復する『憲法上の補償』に変わる機能を果たしてい」て、「株式買取制度に対しては学界からの批判も強く、この制度を廃止するという立法論も主張されてきた。特に近年では簡易合併につき株式買取を認めないという立法論も出されたが、単元株および株式交換・株式移転において、株式買取制度を維持することは、単に立法政策の当否の問題に止まらず、憲法上の要請である。」としている。

リカの MBCA は「反対株主が反対するその会社の行為が実行される直前の価格」とした上で、シナジーの分配を排除したとも読める規定を削除し、「公正な価格」の「方法論(methodology)」にシフトしている。Delaware 州においても Weinberger⁽⁸¹⁾ 判決がブロック・メソッドを否定し、会社法262条 (h) の除外事由の解釈に服しながら、よりリベラルな「経済界において一般に受け入れられ、裁判手続上も承認されている評価手法」が採用されるべきであるとしている。方法論として継続企業価値を現在に引き直すというのであれば一種の「将来」価値が算定される⁽⁸²⁾。この点、そもそもシナジーとは何かについて、日本においても、アメリカにおいても合併から生じる企業価値の増加（相乗効果）と理解されるが、アメリカでは、将来における価値増加として顕在化する場合でも、実際には価値増加を生じさせる要素を特定し、それが合併の効力発生日において消滅会社の operative reality といえるかが問題とされるとの指摘がある⁽⁸³⁾。

(81) Weinberger. v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del, 1983). 同判決及びその後の裁判例については、柳明昌「株式買取請求権制度における『公正な価格』の意義——シナジー分配の問題を中心として——」青柳幸一編『筑波大学法科大学院創設記念・企業法学専攻創設15周年記念 融合する法律学 上巻』351頁、367-381頁（信山社、2006年）及び飯田・前掲注（8）112-154頁参照。

(82) 柳・前掲注（81）376頁は、「合併の実現や期待から生じる価値の増加あるいは減少は考慮してはならないという規定の意味は、デラウェア州裁判所の考え方に示される様に、将来の価値増加を一切認めないという趣旨ではない。……一見すると将来要素とは、文字通り合併から将来生じる要素のようにも思えるが、そうではない。最終的には、一定の評価算式を前提として（評価方法の問題ではない）、個々の事案において、企業収益の増加を生じさせる要素が、合併の効力が発生する基準日で消滅会社の『事業の実体』として性格づけられるかという事実の評価の問題に帰着することになる。」としている。

(83) 柳・前掲注（81）376-377、382頁は、「日本では負のシナジーの場合にはナカリセバ価格、正のシナジーの場合には『合併を前提とした価格』という考え方が有力に主張されるが、アメリカでは、合併の効力発生日における、合併から生じる操作の余地のある要素を除いた価格という基準で一貫するし、アメリカにおけ

第五に、株式買取請求権をどのような場合に認めるべきかの問題とも関係するが、株式買取請求権で救済できる（またはすべき）場合と他の制度との関係が問題となる。現実には不公正な内容の決議がなされた場合、株式買取請求権によって保護されるのは、当該会社の株主であることに見切りをつけ、投下資本の回収を望む株主だけに限られる。株主として居残りつつ補償を求めることはできない⁽⁸⁴⁾。立法論としては、企業再編との関係で与えられる株式買取請求権は、異なる二つの権利に分化し、1 企業再編がなされなかった場合の経済的な状態の補償機能（従来型の「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」として規定）と2 企業再編シナジー再分配のための制度としての企業再編対価の追加請求権とすべきとの意見もある⁽⁸⁵⁾。他の救済手段、損害賠償⁽⁸⁶⁾、合併差止との関係も考

るシナジー分配とは、合併により将来生じる要素を下の企業価値に応じて分配するという内容でもなく、合併時転移おける会社の資産を基礎として継続企業価値を算定することを意味する」とする。

(84) 龍田節「株主総会における議決権ないし多数決の濫用」末川先生古希記念論文集刊行委員会編『末川先生古希記念 権利の濫用 中』126頁、133頁（有斐閣、1962）。

(85) 藤田・前掲注（2）287頁注48、松尾健一「株式買取請求権」ジュリ1346号51頁、57頁（2007）、木俣由美「反対株主の株式買取請求権」浜田道代・岩原伸作編『会社法の争点』38頁、39頁（有斐閣、2009）。企業再編対価の追加請求権に近いものとしてドイツ法上の現金代償制度がある。島田志帆「株式買取請求権制度の意義の再検討——ドイツ組織変更法上の現金代償制度を参考に——」法學政治學論究（慶応義塾大学大学院法学研究科）62号101頁（2004）参照。ただし、この立法論に対しては、2つの制度が提供する何れの権利を行使すべきかについて株主が十分な情報を入手できる制度を整えるなど、制度設計上、併せて検討すべき課題があり、従来から指摘のあるように、合併等の比率の公正確保のために検査役またはこれに類する制度を導入すること、あるいはこれに代替しうる制度を構想することが、やはり、必要になるのではないであろうか、との指摘がある（川島・前掲注（7）215頁）。中村健「合併比率の公正確保」竹内昭夫編『特別講義商法Ⅰ』293頁、303頁以下（有斐閣、1995）、早川勝「商法からみた会社分割立法のあり方」ジュリ1165号10頁、12-13頁（1999）等参照。

慮が必要である。⁽⁸⁸⁾

以上、本稿においては問題点の指摘にとどめ、全部取得条項付種類株式に関する問題も含め詳細については次稿以下において検討することとしたい。

(86) 会社法制定の際に、「ナカリセバ価格」を変更するか、事後の損害賠償請求を認めやすくするかが検討されたが、前者が採用されたという。神田秀樹「組織再編」ジュリ1295号128頁、129頁（2005）。損害賠償制度の改正が困難であることから、「使いやすい損害賠償制度」の代替物として株式買取請求権が位置付けられているとするものとして、笠原武朗「少数株主の縮出し」森淳二郎＝上村達男編『会社法における主要論点の評価』113頁、123頁（中央経済社、2006）。

(87) 会社法においては略式合併の場合にのみ差止めの制度が設けられている（会社法784条2項、796条2項）が、合併一般に拡大する法律案が国会に提出されている（会社法の一部を改正する法律案784条ノ2、805条ノ2）。

(88) 株式買取請求が認められる場合に他の救済方法を制限するものとして、MODEL BUS. CORP. ACT. §13.40。