

KONAN UNIVERSITY

# 株式買取りによる救済(Appraisal Remedy)に関する Fischel理論再考

著者	山本 真知子
雑誌名	甲南法学
巻	56
号	3・4
ページ	117-162
発行年	2016-03-30
URL	<a href="http://doi.org/10.14990/00001699">http://doi.org/10.14990/00001699</a>

# 株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考

山本真知子

はじめに～本稿の目的と対象～

本稿は、アメリカにおいて一般的に合併等の企業再編後における少数派株主救済のための制度であると理解されていた株式買取りによる救済 (appraisal remedy) について、これを全ての株主の利益のための事前における黙示の契約条項 (an implied contractual term) であると主張した Fischel 教授の理論についてその意義を再評価するとともにその限界を画すことを目的とする。

Fischel 教授は、1983年の論文<sup>(1)</sup> (以下本稿本文において「Fischel 論文」とする。) の結論として以下のように述べている。<sup>(2)</sup> 「一般的に少数派株主の保護の仕組みであると解されてきた株式買取りによる救済 (appraisal remedy)<sup>(3)</sup> であるが、私はこれを全ての株式の価値を増加させるための黙

---

(1) Daniel R. Fischel, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 8 Am. B. Found. Res. J. 875 (1983).

(2) Ibid., at 901-902.

(3) Fischel 論文は株式買取りによる救済 (appraisal remedy) という語を用い、その救済によって株主に一定のタイプの会社の取引に反対し会社からその有する株式に対して支払いを受ける権利が与えられる、としている。Ibid., at 875. Fischel 論文のように、株式買取りによる救済を多数派株主を含む全ての株主の

示の契約条項であると理解することが最善であることを示した。株主の得られる対価を決定する基準としては、*Weinberger* 判決によって暗示された第三者売却価格よりも取引前の市場価格によることが望ましい。取引前の市場価格の評価は可能な限り実際のもしくは修正された市場価格によるべきである。株式買取りによる救済は排他的な救済方法 (exclusive remedy) であるべきである。例外として詐欺的行為 (fraud) を含む極端な場合には排他性が否定されるが、その場合であっても損害賠償は認められるが差止めは認められるべきではない。」 Fischel 論文は、それまで合併等の企業再編の場合の事後的な少数派株主の救済方法であると考えられていた株式買取りによる救済を全ての株主の利益になる事前の契約条項と捉え、その本質の根本的な変換を図ったものであり、その後の株式買取りによる救済の機能 (function) 論に多大な影響を与えている。<sup>(5)</sup> 日本においても、特に平成17年の会社法制定以来、株式買取請

---

利益になるものであるとするならば、第一義的には権利の調整・救済という意義での「remedy」とするのがより適切であり、厳密には少数派株主の権利としての株式買取請求権 (appraisal right) とは区別すべきである。

(4) Eisenberg 教授は Fischel 論文以前に株式買取りによる救済は公開会社において経営に対するチェック機能を有するとしていた。Melvin A. Eisenberg, *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis* 83 (Little, Brown & Co., 1976). しかし、後述するように Fischel 論文によると Eisenberg 教授はあくまでも株式買取りによる救済の事後における役割を重視しているという。

(5) 論者によりその主張は異なるが、例えば、Letsou 教授は、「選好調和」 (preference reconciliation) 理論を主張するに際し、Fischel 論文を紹介し批判した上で、「株式買取請求権は株主にとってネット・ロスの結果を生じるリスク変更取引の可能性を減少させ、「全ての」 (all) 株式が「事前に」 (ex ante) より高い価格で取引されるようにする。」としている。批判はしているものの Fischel 論文の影響が見受けられる。Peter V. Letsou, *The Role of Appraisal in Corporate Law*, 39 B.C. L. Rev. 1121, 1125-1130, and 1141-1150 (1998). Letsou 教授の見解を株式買取請求権はプロジェクトに賛成する株主が負担するコストが利益を上回る場合にはプロジェクトが実行されないようにするスクリーニング機能を有すると解する理論として紹介し、これを支持するものとして、飯田秀聡『株式買取請求

求権の機能として経営者あるいは多数派株主の行う決定に対するチェック機能を強調する論者がいるが、そのような主張に Fischel 論文の影響があるとの指摘もある。<sup>(6)</sup> Fischel 論文については会社法制定前から複数の詳細な紹介・検討があるが、<sup>(7)</sup>現時点においてその意義と限界を探ることには意義があると考える。特に、平成26年会社法改正において組織再編の差止制度が新設されたこと<sup>(8)</sup>に鑑み、株式買取りによる救済と他の救

---

権の構造と買取価格算定の考慮要素」208-223頁、319頁（商事法務、2013年）。

- (6) 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、276頁（商事法務、2007年）は、株式買取請求権制度については、もともとは株主の地位に大きな影響を与える重要な決定が行われた場合の投下資本の回収という側面を重視した説明がなされてきた（西島彌太郎「株式買取請求権」田中耕太郎編『株式会社法講座 第三巻』981頁、982-983頁（有斐閣、1956年））が、最近では、経営者あるいは多数株主の行う決定に対するチェック機能の側面に着目する見解が増えつつあるとする。そしてそのような見解の典型として株式買取請求権制度を忠実義務論の中で位置づけるべきであるとする見解（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』331頁、355頁（有斐閣、1985年））を挙げ、その背景にはアメリカにおける株式買取請求権の理解の変化もありそうである、として Fischel 論文を挙げている（藤田友敬・本注279頁注（24））。その上で、経営者あるいは多数株主の行う決定に対するチェック機能に着目する見解は従来の制度の下でも妥当し得たが、新会社法の下でいわゆる「ナカリセバ価格」から「公正な価格」に変更されたが買取価格がシナジーを加味したものであるとすれば、新会社法のもとではこのチェック機能の方が前面に出てくることになる、とする（同前・275-276頁）。また、河和哲雄・深山徹「6. 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、120頁（青林書院、2008年）は、「株式買取請求権の経営チェック機能は会社法により強化された」とする。

- (7) 木俣由美「株式買取請求権の現代的意義と少数派株主の保護（一）」論叢141巻4号30頁、35頁（1997年）、山本真知子「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」法学政治学論究（慶應義塾大学大学院法学研究科）36号221頁、232頁以下（1998年）、野田耕志「株式買取請求権の利用局面の再検討——アメリカ法における最近の理論状況について——」法学64巻4号488頁、501頁以下（2000年）、飯田・前掲注（5）198頁以下等。

済方法（差止め及び損害賠償）との関係についての Fischel 教授の理論に注目したい。ただし、本稿においては、個別の論点に焦点を当てその結論の是非を検討するのではなく、その前提となる会社観、市場の効率性に対する評価を含む理論の全体像を捉え、その意義と限界を画することを目的とする。

以下、第一章において Fischel 論文の株式買取りによる救済についての理論を概観し、第二章においてその意義と限界について再検討し、おわりに近年の日本における議論と Fischel 論文の方向性の相違点について検討した上で残された課題を示したい。第一章においては Fischel 論文のみを対象とし、Fischel 教授と Easterbrook 教授の1991年の共著のうち株式買取りによる救済に関する部分（以下本稿本文において「Easterbrook & Fischel」とする。）については、共著であること、Fischel 論文の数年後の著作でありその間に1984年の MBCA の大改訂や新たな判例が存在することなどに鑑みて、Fischel 論文の理解に必要な限度で第二章において参照するに留めたい。また、これ以外の Fischel 論文以降の法改正、判例、議論の展開についても Fischel 論文の意義を明確にするために必要な範囲で第二章において限定的に紹介するのみとする。なお、本稿はその対象を原則として企業再編、特に合併に限定し、定款変更等企業再編以外の場合の株式買取りによる救済は対象としない。また、Fischel 論文は、株式買取りによる救済における「公正な価格」とは合併等の取引の前における市場価格であると結論づけていて、プラスのシナ

---

(8) 会社784条の2、796条の2、805条の2。ただし、取締役の善管注意義務や忠実義務の違反及び組織再編対価の不相当は差止めが認められる「法令又は定款」の違反には含まれないと解されている。坂本三郎編著『立案担当者による平成26年改正会社法の解説 別冊商事法務393号』205-206頁（商事法務、2015年）。

(9) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 145-161 (Chapter 6: The Appraisal Remedy) (Harvard University Press 1991, paperback ed. 1996).

株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考

ジーもマイナスのシナジーも分配しないことによってこそ株主の富が最大化されるとするが、本稿においてはここに結論を示すに留め、算定方法に関する議論を含めた詳細については株式買取りによる救済の目的と機能についての本稿の検討を踏まえ別稿で検討したい。

## 一 Fischel 論文の概要

Fischel 論文によるとその当時、各州制定法は、一般的に吸収合併 (mergers) と実質的に全ての資産の売却 (sales of substantially all assets) の場合に株式買取請求権を定めており、それに比べて数は減るが一定のタイプの定款変更の場合にも株式買取請求権を定めていたという。反対者達 (dissenters) は合併等の取引 (transaction) 前における株式の「価格 (value)」又は「公正な価格 (fair value)」を得る権原があり、その価格は、いくつかの手続的な形式が満たされた後に司法手続によって決定されていたという。Delaware 州は同州で設立される会社の数が極端に多いことから会社法実務上最も重要な州であるとされていたが、同州は、株式買取りによる救済をいくつかの種類<sup>(10)</sup>の吸収合併 (merger) と新設合併 (consolidation) の場合に限定していた (Del. Code Ann. tit. 8, § 262 (b) (Cum. Supp. 1982)) という。これに対して、模範事業会社法 (MBCA) は、より広い範囲で株式買取りによる救済を認めていた (Model Business Corp. Act § 80 (1979)) <sup>(12)</sup> という。また、Delaware 州を含む約20州が市場性のある株式についての株式買取りによる救済の適用除外について定めていた <sup>(13)</sup> という。

以上のような制定法の立法状況の下、Fischel 論文は、前提として会

---

(10) Fischel, *supra* note 1, at 902.

(11) *Ibid.*, at 886.

(12) *Ibid.*, at 875-76, notes 1-3.

(13) *Ibid.*, at 884.

社を契約の束と捉えた上で、株式買取りによる救済は、①合併等の事後における少数派株主の救済のためにあるのではなく、その目的は少数派株主だけではなく多数派を含む全ての株主の利益を増進することであり、理論的根拠は株主間の事前の黙示の契約条項であるという点に求められるべきである、②市場性がある株式についての株式買取りによる救済の適用除外は認められるべきではない、③株式買取りによる救済は、原則として排他的な救済方法である、とする。以下、各点について概観する。

## 1 株式買取りによる救済の目的 (purpose)・理論的根拠

～事後の少数派株主救済から事前の全株主の利益増大へ～

Fischel 論文は、株式買取りによる救済を従来のように事後的な少数派株主の救済とするのではなく、事前の黙示の契約条項であり、全ての株主の利益になるものであると解している。すなわち、第一に、会社は契約の束であるとの前提に立った上で、事後的救済から事前の契約条項への時期的転換、第二に、少数派株主のみならず多数派を含めた全株主の利益になるとする利益の享有主体の転換が特徴的である。

### (1) 事前の契約条項

Fischel 論文は第一に、伝統的な見解、Manning 教授の見解及び Eisenberg 教授の見解を批判した上で、株式買取りによる救済を事前の契約条項であるとする。

#### ① 伝統的な見解とこれに対する Fischel 論文の批判

Fischel 論文は、伝統的な見解は一般的に株式買取りによる救済を全員一致の原則の放棄に伴う少数派の権利の調整として分析しているとして以下のように述べている。<sup>(14)</sup>「19世紀の大半を通して、普通株式の権利または優先権に変更を与える結果となる全ての取引は株主の全員一致の同

---

(14) Ibid., at 877.

意を要求していた。典型的な会社が近代的な閉鎖会社に類似した小規模な経済的単位であった時にはこのルールは妥当であったが、企業の規模が大きくなるにつれ同意を拒否する者の存在が大きな問題となっていった。その結果、全員一致のルールは全ての法域において多数派に少数派の意思を押し切る権原を与えるルールに取って代わられた。こうして株式買取りによる救済は多数派の抑圧に対する少数派の保護として発展してきた。<sup>(15)</sup> 救済が憲法<sup>(16)</sup>または公正さ (fairness)<sup>(17)</sup>の何れによって必要とされるのかについては争いがあるが、株式買取りによる救済は一般的に全員一致のルールの廃止にともなって必要とされた少数派の諸権利の調整として分析されている。」

Fischel 論文は、このような理解はおそらく歴史的には正しいものであるだろうが憲法も公正さも株式買取りによる救済の必要性と内容を分析するにあたっては説得力に乏しいとする。<sup>(18)</sup> Fischel 論文は、これらの概念によって少数派の権利を意義づける一般的な説明を二つ挙げ、それぞれを批判している。

一つ目の説明は、合併は取用に類似した取引であり、全員一致のルー

---

(15) 株式買取りによる救済の歴史的な背景について Fischel 論文は主に以下の文献に拠っている。William J. Carney, *Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes*, 5 Am. B. Found. Res. J. 69 (1980). 伊藤紀彦「アメリカにおける株式買取請求権の発生と発展」中京 1 巻 1 号 257 頁 (1966 年) 参照。ただし、株式買取請求権制度の発生の経緯は必ずしも明らかではない(神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整 (5・完)」法協 99 卷 2 号 223 頁、244 頁以下 (1982 年))。

(16) Bayless Manning, *The Shareholders's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 Yale L. J. 223, 246-247 (1962). Manning 教授のその他の主張については後述。

(17) Eisenberg, *supra* note 4, at 75. Eisenberg 教授のその他の主張については後述。

(18) Fischel, *supra* note 1, at 877-878.

ルが失われると株主はその「財産」又はその株式に伴う合併の「拒否権」を失うことの補償を受け取る必要があることを株式買取請求権の根拠とするものである。<sup>(19)</sup>二つ目の説明は、少数派に「劇的に異なった企業」に投資すること又は市場で株式を売却することを強制されることからの保護を与えることが必要であることを株式買取りによる救済の根拠とするものである。<sup>(20)</sup>

Fischel 論文は、一つ目の見解に対しては、「会社は契約による約束であるから、会社との契約の当事者の権利を財産権または拒否権といった自然法概念によって基礎づけることはできない。株式買取りによる救済の内容は明示または黙示の契約の条項によらずに定義づけることはできず、検討しなければならないのは投資者と会社との間の理想的な契約に株式買取りによる救済がなぜ含まれなければならないかである。」としてこれを批判する。<sup>(21)</sup>また、二つ目の見解についても、「近代的なファイナンス理論の下では、株式の所有は特にリターンにリスクがある将来の

(19) 会社法の歴史における株式所有理論についての議論については以下の文献を参照。Carny, *supra* note 15.

(20) Fischel, *supra* note 1, at 878.

(21) Ibid. Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 Colum. L. Rev. 1416 (1989). Easterbrook & Fischel, *supra* note 9 (Chapter 1) に所収。

1980年代にアメリカで法学上も影響力を取得した会社を「契約の束」(nexus of contracts)と捉える思想は、「契約自由が関係者の富の最大化をもたらす」との考えを基礎に、会社法は原則として任意法規(定款自由)であるべきだと主張した。この考えによれば、任意法規(一種の標準契約書式)たる会社法の意義は、基本的に「取引費用(関係者の合意形成に要するコスト)の節減」にあるに過ぎない。江頭憲治郎『株式会社法〔第6版〕』57頁(有斐閣、2015年)。Easterbrook & Fischelの「会社契約」を紹介・検討するものとして、西尾幸夫「契約の連鎖としての会社——『法と経済学』における一つの会社観——」立命231・232号1394頁(1993年)等。

(22) Fischel, *supra* note 1, at 878.

収入に対する参加の権利であり、多くの似通った代替物があるのだから形式の変更に対して保護を与えることが必要であるというのは疑わしい。」として否定している<sup>(23)</sup>。そして、株主達はその投資の形態の変更に対する防衛として契約を結び、この契約の後に契約を根拠として法による救済方法が作り出されるのであるとして、後述するように「黙示の契約条項」という理論を展開している<sup>(24)</sup>。

② Manning 教授と Eisenberg 教授の論争と Fischel 論文 (事前の黙示の契約条項)

Fischel 論文より前の株式買取りによる救済をめぐる議論として、Manning 教授の少数派株主の保護としての株式買取りによる救済制度を強く批判し、これは会社の取引を容易にすることによってむしろ多数派株主を保護するものであるという主張とこれに対する Eisenberg 教授の反論が挙げられる。Fischel 論文は、この論争を以下のように捉えている<sup>(25)</sup>。「株式買取りによる救済の目的と価値については長きにわたって議論がされてきた。著名な論文において Bayless Manning は、株式買取りによる救済は、反対株主にとっては実際的な利益は少なく、会社にとってはコストがかかるものであるとしている<sup>(26)</sup>。さらに、Manning は、合併のような特定の取引にのみ救済を認め他の同様の若しくはさらに大きな経済的な結果をもたらす取引に認めないのであれば、株式買取りは19世紀のイデオロギーと憲法上の原則の残存物であり、経済的な問題に対する解決策ではないとしている<sup>(27)</sup>。Manning に対するよく知られた反論として、Melvin Eisenberg は、株式買取りによる救済は、異なった企業

---

(23) Ibid.

(24) Ibid.

(25) Manning, *supra* note 16, at 227.

(26) Fischel, *supra* note 1, at 876.

(27) Manning, *supra* note 16, at 232-234.

(28) Ibid., at 239-248.

に投資することを望まない少数派株主を恣意的に市場での株式売却をさせられることから保護する仕組みであり、また経営者をチェックすることを提供する仕組みでもあるとして擁護した。<sup>(29)</sup>

以上のような Manning 教授と Eisenberg 教授の論争について Fischel 論文は、株式買取りによる救済について両者は反対の結論には至っているが、両者ともに主に事後 (*ex post*)、すなわち取引がアナウンスされた後における株式買取りのコストと利益に焦点を当てている点において共通しているとみている。<sup>(30)</sup>そして Fischel 論文は、株式買取りによる救済を事後 (*ex post*) の救済ではなく、事前 (*ex ante*)、すなわち取引のアナウンスの前の黙示の契約条項であるとする点において両者の見解と異なっているとみる。<sup>(31)</sup>前述したように、法が株主保護のために救済方法を定める前に株主は保護を受けるために契約を結び、むしろ法による救済方法はその契約を根拠としているというのである。<sup>(32)</sup>

Fischel 論文は、株式買取りによる救済が事前の黙示的な契約条項であることを説明するために、以下のような二段階の公開買付けとフリーズ・アウト・マージャーの場合におけるプリズナーズ・ジレンマの例を挙げている。<sup>(33)</sup>「対象会社の株式が50ドルで売却されているとする。公開買付け者が51パーセントの株式を60ドルで買い付けるとのアナウンスをし、同時に残りの株式はフリーズ・アウト・マージャーによって30ドル

(29) Eisenberg, *supra* note 4, at 69-84. 前述したように Eisenberg 教授は公平さを株式買取りによる救済の根拠としている。前掲注 (17)。Manning 教授の株式買取りによる救済に対する強い批判と Eisenberg 教授の反論については、神田・前掲注 (15) 251-261頁に詳しい。

(30) Fischel, *supra* note 1, at 876. なお、Eisenberg 教授は経営者のチェック機能も挙げているが、Fischel 論文これを主に *ex ante* に着目しているものであるとする。前掲注 (4) 参照。

(31) Fischel, *supra* note 1, at 876.

(32) *Ibid.*, at 878-879.

(33) *Ibid.*

で取得されるであるとのアナウンスをする。もし1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、このオファーは拒否されるであろう。なぜなら取引前の対象会社の株価50ドルは買付けの平均価格約45ドルを超えているからである。これに対して、各株主が個別に行動するならば、個人の株式全てについて30ドルを受け取ることを避けるために60ドルの買付けに応じるのが合理的であるであろう。このようにして、クラスとしての株主はより悪い状態におかれるとしても、他の競争的な買付者がいないと仮定した場合、オファーは成功するかもしれない。株式買取りによる救済はプリズナーズ・ジレンマに対する解決策となる。取引の第二段階における株主は株式買取りの手続において40ドルを超える額を受け取るとすると、買付者が全ての株式に対して45ドルを払おうとするのであればその買付けは成功しない。このように、株式買取りによる救済は、価値減少的な取引から全ての株主を保護し、マイナスの状況の可能性を減少させて全ての株式をより高い価格で取引させようにする。」

Fischel 論文は、後述するように親子会社合併、閉鎖会社化、交渉合併 (negotiated merger) のような取引においても、株式買取りによる救済は、多数派が少数派の株式と引き換えに支払わなければならない最低価格を画し、かつ、多数派が買収価格を一方的に決定することを妨げ、その結果、投資者が購入する株式の価格にも影響を与えると主張する。<sup>(34)</sup>

## (2) 全ての株主の利益

Fischel 論文は、第二に、従前の見解は少数派株主の保護にのみ焦点を当てているが、株式買取りによる救済は合併等の取引の実現可能性を高めるという機能を有しているのであるから、少数派株主だけでなく多数派株主の利益にもなり、全ての株主の利益になるものだとする。<sup>(35)</sup> また、

(34) Ibid., at 879-880. 野田・前掲注(7) 104頁参照。

Fischel 論文は、以下のような支配株主による株式売却後のフリーズ・アウト・マージャーの例を挙げて、株式買取りによる救済は多数派株主の利益にもなるとしている。「会社の株式を、100%所有している株主が、51%の株式を残して49%の株式の売却を望んでいるとする。適用される州会社法が合併の承認に両当事会社において51%の株主の議決を要求しているとする<sup>(36)</sup>。この場合、支配株主は最初に49%の株式を売却した後、その設定するいかなる条件においても少数派株主を排除することができる。支配株主が最初に株式を高値で売却することができ、次に少数派株主を低い対価で排除することができれば、大きな利益となる。この場合の問題点は、後の合併によって低い対価が支払われるという可能性が少数派株主が株式を取得する時に支払う価格に影響を与えるということである。多数派株主に株式を買われる可能性が高ければ高いほど、少数派株主はより低い価格しか支払わないことになる。かくして、少数派ではなく、多数派が事後 (*ex post*) の少数派の搾取 (*exploitation*) の可能性のコストを事前 (*ex ante*) に負うのである。」Fischel 論文によると、このような場合に株式買取りによる救済が存在すれば、少数派の株式が多数派によって一方的に設定された価格によって買い取られる可能性が減少し、そのことが株式取得時において少数派の支払う対価を上昇させるから、結局、多数派と少数派の双方の株主の利益になるというのである。<sup>(38)(39)</sup>

---

(35) Fischel, *supra* note 1, at 878.

(36) *Ibid.*, at 880.

(37) *Ibid.* 合併承認の要件については本稿では検討しない。

(38) *Ibid.*

(39) Fischel 論文は、株式買取りによる救済の効果は、社債契約における株主と社債者との間の利益の違いを最小化するための条項の効果に類似しているとして以下のように言う。「株主達は、非常にリスクのある計画に投資しようとするインセンティブを有しており、会社の価値が最大化されないと社債権者の不利益となる限度を超えた配当政策を容認する。このような株主達による機会主義的な行動を社債権者達が常に監視しているという状態は企業の価値を減少させるため、

株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考

そして、この株式買取りによる救済の存在自体の影響は、株式買取りによる救済の原因となる取引がなされるか否かに関わらず全ての株主に及び、特定の取引に反対する株主を想定する必要はないという。<sup>(40)</sup>

(3) 株式買取りによる救済が認められる場合

① 株式買取りによる救済の原因となる取引 (Appraisal Triggering Transactions)

Fischel 論文は、前述したように制定法がどのような場合に株式買取りによる救済を認めているかを示してはいるが、どのような取引が株式買取りによる救済の原因となるべきであるかについては検討しておらず、専ら合併を念頭において議論を進めている。

② 交渉合併等について

Fischel 論文は、上述した二段階の公開買付後のフリーズ・アウト・マージャー、支配株主による株式売却後のフリーズ・アウト・マージャー以外の場合、すなわち、親子会社合併、閉鎖会社化、交渉合併 (negotiated merger) のような場合においても株式買取りによる救済の意義が認められると主張する。すなわち、これらの場合にも株式買取りによる救済の存在によって多数派が少数派の株式と引き換えに支払わなければならない最低価格が画され、かつ、多数派が買収価格を一方的に決定することが妨げられ、そのことによって投資する者がより高い価格で株式に投資することになるというのである。交渉合併の場合には、経営者が<sup>(41)</sup>

---

両者は社債契約に社債権者達が支払う対価を最大化する条項を含むようにすることによって事前 (*ex ante*) にこれらのコストを減少させようとする。株式買取りによる救済は全く同じ機能を果たす。」Ibid., at 880-881.

(40) Ibid., at 876. 一定の取引に反対する少数派株主の権利にのみ着目した分析は株式買取りによる救済が株主の富を増加させるか否かという問いに答えることができないという。

(41) Ibid., at 879-880. 野田・前掲注(7) 104頁参照。

株主の立場に立って交渉することができるため、株式買取りによる救済の必要性は最も低くなるが、この場合であっても株式買取りによる救済の存在によって経営者が交渉することのできる価格を具体的に提示することができ、その価格は株主が議決権を行使する際に会社の取引を承認する<sup>(42)</sup>ような価格になるという。

Fischel 論文は、制定法が独立当事者間の合併についても株式買取りによる救済を認めていることについては、要約すると以下のように説明できるとい<sup>(43)</sup>う。「極論すると、株主、特に大株主は株式の価値が下落するのであればどんな場合でも株式買取りを請求するインセンティブを有しているものであり、それは合併等の場合に限らず、新製品の導入、多額の寄付等による場合でも同様である<sup>(44)</sup>。一方で、経営者は企業の価値を最大化にするという強いインセンティブを有しているので、株主としては、ほとんどの場合には株式買取りによる救済のコストを生じさせるよりも経営者達に決定を委ねておく方が賢明である。そこで、実際には、コーディネーションまたは利益相反の問題のいずれかによって価値増加の戦略が当てはまりそうにはない場合にのみ株式買取りによる救済がコストに見合うことになる。制定法が独立当事者間における合併についても株

---

(42) Fischel, *supra* note 1, at 879, note 15.

(43) *Ibid.*, at 883-884, note 36.

(44) Manning 教授による株式買取りによる救済に対してそれが認められる会社の取引か否かの区別には経済的理由がないとした批判 (Manning, *supra* note 16, at 239-244) に対して反論する形で、Fischel 論文は、株式買取りによる救済が認められる会社の取引とは、事後に損失を生み出す取引が何かではなく、事前に株式買取りによる救済を定めておくことによって会社の価値を最大化するのはどのような場合であるかによって決定されるべきであるとしている。大統領の心臓麻痺や国際収支の赤字といった外部要因は企業の価値を増加させるインセンティブにはならないが、内部的要因の場合にはインセンティブになり、極論すれば本文にあるように株主は株価が下落する場合にはいつでも株式買取りを請求するインセンティブを有しているという。Fischel, *supra* note 1, at 882-883.

株式買取りによる救済を認めているのにもかかわらず、実務上、株式買取りによる救済に関する判例集搭載のケースが極めて高率で外部的株主が支配株主の定めた条件の下にフリーズ・アウトされる事案であるのは、このような観点から説明することができる。」

## 2 株式に市場性がある場合の株式買取りによる救済制度の適用除外に対する批判

前述したように、Fischel 論文の時点で遡ること15年ほどに渡って Delaware 州を含む約20州が株式に市場性がある場合に株式買取りによる救済制度を適用除外とすること (market-out exception)<sup>(46)</sup> を定めていた。

Fischel 論文は、市場性がある株式についての株式買取りによる救済制度の適用除外について否定的である<sup>(47)</sup>。しかし、その理由とするところは資本市場が効率的ではないことではない<sup>(48)</sup>。Fischel 論文は、資本市場

---

(45) 市場性があるとは、株式が証券取引所に上場されているか又は広く取引されていて事実上の取引市場が存在していることをいう。Ibid., at 884.

(46) Ibid. この株式買取りによる救済の適用除外を認める理論の根拠は、株式買取りは反対株主に司法的に作り出される市場を提供するものであるから、実際に取引市場がすでに存在している時には不必要だという点にあり、Manning 教授以来の株式買取りによる救済の批判論に由来する。神田・前掲注 (15) 274頁、飯田・前掲注 (5) 98頁。市場があれば市場で株式を売却すればいいというのである。

(47) Fischel, *supra* note 1, at 885.

(48) Ibid., at 884-885. これに対して Eisenberg 教授は、資本市場が効率的ではないことを理由として適用除外の制度に批判的である。Eisenberg, *supra* note 4, at 81. Fischel 論文の時点で、MBCA は、1969年に加えた市場性のある株式についての適用除外の制度を1978年に削除したところであった。その理由とするところは、市場で公正な価格にアクセスすることができない可能性があるという点であった。Fischel, *supra* note 1, at 884, note 40, Alfred F. Conard, *Amendments of Model Business Corporation Act Affecting Dissenters' Rights (Sections 73, 74, 80 and 81)*, 33 Bus. Law. 2587, 2595 (1978).

が効率的であるとの前提に立ちながら、市場性がある場合の株式買取りによる救済制度の適用除外を批判している<sup>(49)</sup>。すなわち、市場性がある場合の適用除外の制度は、前述した株式買取りによる救済の目的と矛盾するものである。Fischel 論文は、以下のように言う<sup>(50)</sup>。「上述した会社のオーナーが49%の株式を外部の株主に公募で売却する場合、49%の固まりの株主の株式買取りによる救済をその株式が市場で取り引きされていること若しくはオーナー達が市場で取り引きされている株式を受け取ることを理由に否定することは、事後に多数派株主が少数派株主から利益を移転することを可能にするという問題を解決することができない。なぜなら、少数派株主が事前に低い額しか株式に支払いたくなくなるからである。株式に市場性があることは、株式買取りによる救済を否定された株主がその株式を処分するのにかかるコストが低くなることを意味するに過ぎず、利益移転の問題には何の解決にもならない。」

さらに、Fischel 論文は、フリーズ・アウト・マージャーの場合には最も利益移転の問題が生じやすいと指摘し、この場合には市場性があっても株式買取りによる救済を認める必要性が高いとしている<sup>(51)</sup>。Delaware 州会社法は、フリーズ・アウト・マージャーの場合には市場性株式の適用除外の例外として株式買取りによる救済を認めていた<sup>(52)</sup>というが、Fischel 論文によるとこのような適用除外の例外を定めれば利益移転の問題は小さくなる<sup>(53)</sup>という。

---

(49) Fischel, *supra* note 1, at 885.

(50) *Ibid.*

(51) *Ibid.*

(52) *Ibid.* Delaware 州会社法は、株式が公の市場で取引されている場合でも、株主が株式を現金又は債権と交換しなければいけない場合には、株式買取請求権が認められるとしていた(Del. Code Ann. tit. 8, § 262 (k) (1) (Cum. Supp. 1982))という。

(53) *Ibid.*

### 3 排他性 (exclusiveness) の問題

Fischel 論文は、株式買取りによる救済は、原則として株主の排他的な (exclusive) 救済方法であるとする。一般に、株式買取りによる救済が排他的であるという場合には、企業結合の公正に関して株式買取りによる救済が差止めなどの他の救済方法を排除し、株主総会の承認決議がなされた後の唯一の救済方法である<sup>(54)</sup>ということを意味する。アメリカにおいては従来から株主は企業結合に際して企業の結合行為自体の効力を争う衡平法上の種々の訴権を有していた。そこで、州会社法上の規定によって設けられた株式買取りによる救済が、これらの他の救済方法を完全に排除し企業結合時の反対株主が行使しうる唯一の救済方法として存するようになったのか、それとも従来認められてきた衡平法上の救済方法とは別のものとして設けられそれらと併存し、株主はそれらの救済方法を同時にあるいは選択的に行使できるものであるとするかが問題とされる<sup>(55)</sup>のである。前述したように、Fischel 論文は原則として株式買取りに

---

(54) 排他性は、二つの段階でこれを考えることができる。第一は、株式買取りによる救済の存在自体が他の救済を排除するという意味での排他性であり、第二は、株主が株式買取請求権を現実に行使した場合には——買取手続が完了する以前であっても——その株主はもはや他の救済に訴えることはできないという意味での排他性である。第一の排他性を肯定すると第二の排他性はもちろん問題とならない。このうち重要なのは第一の排他性の問題であり、普通単に排他性という場合には、この第一の排他性を意味する。神田・前掲注 (15) 267頁。なお、Vorenberg 教授は、第一に株式買取りによる救済の存在によってフリーズ・アウトを目的とした合併等が行われることが許容され他の救済方法が排除されるのか、第二に、それが否定された場合、株式買取りによる救済の可能性が会社の取引の実質的条件についての司法判断の本質にどの程度の影響を与えるのか、という問題提起をし、株式買取りによる救済の存在によってフリーズ・アウトが正当化されるわけではないが、多数派株主が会社の行為が公正であるとの立証責任を負うものではないと結論づけている。James Vorenberg, *Exclusiveness of the Dissenting Stockholder's Appraisal Right*, 77 Harv. L. Rev. 1189, 1191-1192, 1205, 1217 (1964).

(55) 岸田雅雄「企業結合における公正の確保 (二) ——アメリカ法を中心として

よる救済の排他性を認めながら、詐欺的行為 (fraud) の場合には例外的に排他性が否定されるとしている。ただ、その場合であっても損害賠償による救済は認められるが差止めによる救済は認められるべきではないとする。

(1) *Weinberger* 判決に対する評価と損害賠償法ルール (liability rule)

Fischel 論文によると、アメリカにおいては、長年に渡り株式買取りによる救済は詐欺的行為 (fraud) 又は違法行為 (illegality) の場合を除き株主の排他的な救済方法であるとみられていた。しかし、*Weinberger* 判決<sup>(56)</sup>に先立つ2つの判決の後、その排他性が否定されていた<sup>(57)</sup>という。まず、Delaware 州最高裁判所は、親子会社間のフリーズ・アウト・マージャーに関する *Singer* 判決<sup>(58)</sup>において、少数派株主がもし「公正な事業目的」に欠け「完全に公正」ではないことを証明できれば合併に差止命令を出すことができるとした。次に、同裁判所は、親会社による吸収合併に先立つ子会社株式の公開買付けにおける情報開示に関する *Lynch* 判決<sup>(59)</sup>において、少数派株主はクラス・アクション訴訟を維持することができ、買収会社に対して不実表示 (misrepresentations) 又は株式公開買付けに関連する忠実義務違反を理由として原状回復的損害賠償 (restitutionary damage)<sup>(60)</sup>を得ることができるとしたというのである。Fischel 論文によると、この2つの判決によって反対株主は株式買取請求に加えて、差止

---

——」神戸26巻2号234頁、285-286頁 (1976年)。

(56) *Weinberger vs. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

(57) Fischel, *supra* note 1, at 898.

(58) *Singer v. Magnavox*, 380 A.2d 969 (Del. 1977).

(59) *Lynch V. Vickers Energy*, 429 A.2d 497 (Del. 1981).

(60) この場合における原状回復的損害賠償とは、原告に吸収合併によって取り上げられた株式の価値の回復を認めるものである。価値の算定は吸収合併の時点又は損害賠償がされる時点においてなされる。Fischel, *supra* note 1, at 898.

請求をすること又は原状回復的損害賠償を求めてクラス・アクションを起こすという選択肢を持つことになったという<sup>(61)</sup>。そのような状況の下、支配株主によるフリーズ・アウト・マージャーの事案に関する *Weinberger* 判決は、株式買取りによる救済は詐欺的行為 (fraud) 又は不実表示 (misrepresentation) の場合を除き、反対株主の排他的な救済となるとした<sup>(62)</sup>というのである。

Fischel 論文は、同判決を、実質的に原状回復的損害賠償を求めるクラス・アクションの数を減少させ、株式買取りによる救済の重要性を増す<sup>(63)</sup>ものであるとして肯定的に評価している。理論的な説明としては、著名な Calabresi 教授と Melamed 教授の論文等を注に掲げながら、この排他<sup>(64)</sup>

---

(61) Ibid. *Singer* 判決の「事業目的」と「完全な公正性」の基準は定義づけ又は適用が困難であること、*Lynch* 判決の損害ルールによって株主はプレミアムと取引後の価値増加分をも得られることになるため相対的に株式買取りによる救済の魅力が低下することの問題点も指摘している。Ibid., at 899.

(62) Ibid. *Weinberger vs. UOP, Inc.*, 457 A. 2d 701, 715 (Del. 1983).

(63) Fischel, *supra* note 1, at 899.

(64) Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 Harv. L. Rev. 1089 (1972). 同論文によると、所有権法ルール (property rule) 及び損害賠償法ルール (liability rule) は権原 (entitlement) に関するものであり、ある者がその保持者から権原を移転しようと望む場合に保持者から自由な意思による取引で売却者の同意した価格によって購入する必要がある場合にはその権原は所有権法ルールによって保護されており、ある者が客観的に決定された権原の価値を支払うことを望むと最初の権原を破壊することになる場合にはその権原は損害賠償法ルールによって保護されているという (Ibid., at 1092.)。権原は、これら2つのルールと不可譲な権原ルール (inalienability rule) に3つのルールによってそれぞれ保護されるものがあるが、絶対的な区別ではないともされている (Ibid.)。所有権法ルールの下では、権原は差止めによって保護されるが、損害賠償法ルールの下では、権原を有する者は裁判所のような共通の権威によって決定された損害を賠償されることになる (A. Mitchell Polinsky, *Resolving Nuisance Disputes: The Simple Economics of Injunctive and Damage Remedies*, 32 Stan. L. Rev. 1075, 1076 (1980))。

性の問題を所有権法ルール (property rule) と損害賠償法ルール (liability rule) の問題として捉えている。すなわち、株式買取りによる救済の排他性を否定した *Singer* 判決を所有権法ルールによるものであると捉え、それを *Weinberger* 判決が損害賠償法ルールに置き換えたというのである。<sup>(65)</sup> Fischel 論文は、要約すると以下のように言う。<sup>(66)</sup> 「所有権法ルールによると、各株主が差止めを請求することができ、市場における取引が強制される。すなわち、合併等の取引を進めるためには、原告の差止めを請求する権利を購入することが不可欠となる。これに対して、損害賠償法ルールによれば、このような取引は必要とはされず、被告は合併等を継続でき、原告に対して損害を賠償すればいい。損害賠償の額は裁判所若しくは他の第三者によって決定される。」

Fischel 論文によると、現実的な取引コストの下では、所有権法ルールは不十分な結果をもたらすという。会社の全ての株主に差止請求を認めるという法的ルールは、当事者の数の多さ、差止請求することを拒否する人の問題、又は原告間の利益の争いといった危険性があり、交渉が結実しないかもしれないからである。また、多くの株主が存在する場合には、被告が各人と差止請求をする権利の購入について交渉することは極端に困難であり、加えて、各株主が自身にとってできるだけ多くの利益を得ようとしてあくまでも高い価格を要求することを望み戦略的な行

---

Calabresi & Melamed 論文の邦訳として、ゲイド・カラブレイジイ、A・ダグラス・メラムド／松浦以津子訳「所有権法ルール、損害賠償法ルール、不可譲な権原ルール：大聖堂の一考察」松浦好治編訳『不法行為法の新世界』111頁（木鐸社、1994年）。藤田友敬「忠実義務の機能」法協117巻2号283頁、296頁（2000年）参照。その他、Fischel 論文は、注に Richard A. Posner, *Economic Analysis of Law*, 27-64 (Little Brown & CO., 1977) を挙げている。Ibid., at 899, note 103. ただし、本稿筆者が参照できたのは同書の 9th ed. (Aspen Pub., 2014) である。

(65) Fischel, *supra* note 1, at 900.

(66) Ibid., at 899.

株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考

動を取る可能性があることから、差止めは脅威となるというのである。そのため、通常取引コストの下では、所有権法ルールではなく、損害賠償法ルールが採られるべきであると Fischel 論文は結論づけている。<sup>(67)</sup> そして、Fischel 論文は、*Singer* 判決を所有権法ルールによるものであり、同判決の最大の問題点は少数派株主に戦略的な行動をとることのインセンティブをもたらすことであるとして以下のように言う。<sup>(68)</sup> 「*Singer* 判決は、もっぱら事後における公正さの概念として少数派株主の保護の必要性を想定していて、所有権法ルールが最善の会社定款によるものであるのか、換言すると、個人株主が投資の時点において他の全ての株主が差止請求の権利を有しているとしたら同権利について交渉するかどうかという点を考慮していない。<sup>(69)</sup> 全員一致の原則の消滅が示すように、このような交渉は、戦略的な行動によって価値増加的な取引が阻止される可能性があるため、成功の可能性の非常に低いものである。*Singer* 判決の所有権法ルールを損害賠償法ルールに置き換える *Weinberger* 判決の帰結は、投資に関する事柄に関する条件が全て明示的に交渉されている場合に株主達が至ると仮定される交渉により大きく近づくものである。」

---

(67) *Ibid.*, at 900. 「もし取引コストがゼロであれば、所有権法ルールと損害賠償法ルール間の選択は無意味なものである。被告は、被告の利益が原告の損失を超えるものである場合は常に損害を賠償するか又は原告の差止請求をする権利を購入することができる。対照的に、もし原告の損失が被告の利益を超える場合には、被告は原告の差止めを請求する権利を購入すること又は損害を賠償することは望まないであろう。」 *Ibid.*, at 899-900, *citing*. R. H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 J. Law and Econ. 1 (1960).

(68) Fischel, *supra* note 1, at 900.

(69) *Singer* 判決の「事業目的」と「完全な公正性」の基準は定義づけ又は適用が困難であること、*Lynch* 判決の損害賠償法ルールによって株主はプレミアムと取引後の価値増加分をも得られることになるため相対的に株式買取りによる救済の魅力が低下することの問題点も指摘している。 *Ibid.*, at 898-899.

## (2) 詐欺的行為 (fraud) の場合の例外

Fischel 論文によると、*Weinberger* 判決は、原則として株式買取りが排他的な救済方法であるとしながら詐欺的行為 (fraud) を含む場合には差止めなど他の救済方法が認められるとしている。Fischel 論文は、これを伝統的なルールを再確認したものであるが、詐欺的行為の場合に差止めを認める理論は明確ではないと評価する。そして、Fischel 論文自体は、詐欺的行為の場合にも差止めを認めることには否定的である<sup>(70)</sup>。法的な視点からは、「伝統的な法的分析においては、差止めは一般的に原告が回復できない損害と制定法による適切な救済の欠如を示した場合にのみ認められる。しかし、株式はリターンにリスクがあるものであり、多くの代用品が存在するため、原告が金銭損害の賠償を得た場合にこれらの要件が満たされる場合を想定するのは困難である。」<sup>(71)</sup>とする。経済的な問題としては、「差止めはクラスとしての株主にネット・ロスがある場合にのみ請求されるべきである。しかし、実務上裁判所がそのような事実を認定することは非常に困難であり、特に原告が戦略的に最も軽微な不実表示若しくは不作為を詐欺的なものであるとして主張するインセンティブを有している時には難しい。」<sup>(72)</sup>とする。

一方、Fischel 論文は、損害賠償には肯定的であり、「損害賠償は、価値減少的な取引を抑止し、裁判所が価値増加的な取引を誤って差し止める可能性は減少させる。」<sup>(73)</sup>としている。

また、Fischel 論文は、株式買取りの請求ができる期間が過ぎた後に詐欺的行為が発見される可能性を指摘し、その場合のためにも他の救済方法が必要であるとしている<sup>(74)</sup>。ただし、以下の二つの限界があるという。

---

(70) Ibid., at 900.

(71) Ibid.

(72) Ibid., at 901.

(73) Ibid.

第一に、その範囲は買収される会社の買収前の市場価格に影響する現実的な詐欺に限られるべきであり、不実表示や情報に関する不作為は、買収される会社の買収前の市場価格と関連性のないものや、買収される会社の取引前の市場価格ではなく取引によって作り出される価値に影響を与えるにすぎないものは、この場合の詐欺的行為とはならないとすべきであるという。第二に、損害賠償が認められる場合であっても、原状回復的損害賠償は基準とされるべきではないとする<sup>(75)</sup>。この場合の原状回復的損害賠償とは、原告にその主張する詐欺とは無関係の市場価格の上昇分を賠償するものであり、原告に訴えの対象となった詐欺的行為の存在と効果が明らかになった時点のずっと後における市場価格の上昇<sup>(76)</sup>についてのコストレスのオプションを与えることになるという。そして、Fischel 論文は、原状回復的損害賠償は価値増加的な取引を抑止し、法的なルールが擬態しようと努力すべきところの最善の会社定款に相反するものであるから基準とされるべきではないとしている<sup>(77)</sup>。

その上で、Fischel 論文は、次の段階として、詐欺的行為を含む全ての訴えは、株式買取りの手続中において法廷で争われるべきであるとして<sup>(78)</sup>。そして、特に少数の株式しか持たない株主が株式買取りを請求しないという事態を避けるためには株式買取りの手続的な問題の解決が必要であるとする<sup>(79)</sup>。その内容として挙げられているのは、裁判所が勝訴した原告に対して利息と弁護士費用を含むコストを補う裁量を有するようになることと、通常のクラス・アクションのように小さな訴訟を統合する方法によることを考案することである<sup>(80)</sup>。

---

(74) Ibid.

(75) Ibid.

(76) Ibid.

(77) Ibid.

(78) Ibid.

(79) Ibid.

## 二 Fischel 理論の意義と限界

Fischel 論文は、株式買取りによる救済について、①前提として会社を「契約の束」と捉えた上で、②事前の黙示の契約条項であり、③全ての株主の利益の増加のためのもので、④フリーズ・アウト・マージャー等の場合以外にも交渉合併の場合等を含め広く認められるべきである、⑤市場性のある株式に関する適用除外は認めるべきではない、と主張する。⑥このような Fischel 教授の理論は、「監視」の理論として紹介されることがある。さらに、Fischel 論文は、⑦株式買取りによる救済は原則として排他的な救済方法であり、例外として詐欺的行為の場合には損害賠償が認められるが、この場合であっても差止めは認められるべきではないとし、⑧手続について問題提起をしている。以上の各点について検討した上で、⑨ Fischel 理論全体の意義と限界について検討したい。

### 1 「契約の束」としての会社観について

Fischel 論文は、前提として会社を「契約の束」としてしている。そして、前述したように、伝統的見解が株式買取りによる救済の基礎を財産権又は拒否権といった自然法の概念に求めることは、この立場から首肯し得ない<sup>(81)</sup>としている。この点、そもそもその前提とする、「契約の束」としての会社観<sup>(82)</sup>に対して評価が分かれ得る。しかし、制定法が株式買取

---

(80) Ibid.

(81) 伝統的な見解に対しては、前述したようにファイナンス理論から株式の金融商品としての性質からは投資先の企業が「劇的に異なる」ことになったとしても保護を与える必要はないとの反論もしている。株主はどのような形態の企業に出資していたとしても、将来の収入が得られればよいという趣旨であると思われるが、法的観点からはそのように言い切れるのかについては疑問である。会社に関する「契約」の内容の問題となろう。

(82) 代表的な法律辞典は、会社を「州又は国家の法による権限によって作り出さ

請求権を法定していれば会社を「契約の束」と捉えるか否かに関わらず多数派株主も少数派株主も株式買取請求権の存在を認識せざるを得ない。会社を「契約の束」と捉えることは Fischel 論文のその他の主張にとって欠くことのできない前提であるとは思われない。

## 2 事前の契約条項とする点について

Fischel 論文は、Manning 教授の理論及び Eisenberg 教授の理論をとるに取引のアナウンスを基準として事後 (*ex post*) の救済にポイントを置いたものであるとして批判し、株式買取りによる救済は事前 (*ex ante*) において株主の利益になるという目的を果たすものだとする。合併等の取引が実際になされるか否かに関わらず、その存在自体がいわば抑止的効果を有するというのである。しかし、Fischel 論文は株式買取りによる救済の事後における救済としての役割を完全に否定しているわけではないと思われる。なぜなら、Fischel 論文の冒頭において「株式買取りによる救済は、株主に一定の種類の子会社の取引に反対し会社からその有する株式に対する支払いを受ける権利を与えるものである。」<sup>(83)</sup>としているからである。株式買取りによる救済を事前の「契約」条項と解するとし

---

れた若しくはその法の下にある法人または法主体」と定義している。Black's Law Dictionary 307 (5<sup>th</sup> ed. 1979).

また、当然ではあるが、会社を契約の束と捉える者の間でもその詳細、株式買取りによる救済に対する考え方は一義的ではない。例えば、以下の文献は、合併ではなく定款変更について論ずるものであるが、会社は契約の束であり原始定款は契約であるが、定款変更そのものは契約ではないとした上で、株主はどのような時に株式買取りによる救済を請求すべきかについての適切な情報を有しておらず、株式買取りによる救済は、価値減少的な定款変更を防ぎ価値増加的な定款変更は妨害しないというスクリーニング機能を果たすものではないとする。Lucien Arye Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 Harv. L. Rev. 1820, 1852-1856 (1989).

(83) Fischel, *supra* note 1, at 875.

でも、株主が株式買取りの請求をするのは合併等の事後であるから、結果として事後の救済について事前に「契約」しているにすぎないともいえる。

この点につき、Siegel 教授は、Fischel 教授の理論は単に古い理論の焼き直しに過ぎないと指摘している。<sup>(84)</sup> すなわち、Fischel 論文は少数派株主に公正な価格を与えて会社から離脱することを認めるという株式買取りによる救済の本来の目的の一つを忘れていて、この本来の目的の結果にすぎない事前の効果を新しいものだと信じているというのである。<sup>(86)</sup> 傾聴に値する。

また、Siegel 教授は、Fischel 教授は株式買取りによる救済の事前の効果を重視しているために、株式買取りによる救済が請求されることが少ないのは何らかの欠陥があるためではないかという可能性を無視しているとも指摘する。<sup>(87)</sup> しかし、Fischel 論文の理論によるならば、株式買取りによる救済が合併等の事前に存在することによって株主の利益が図られているならば、実際に株式買取りの請求がなされないのは、まさにその制度の趣旨が果たされている状態ということになろう。また、手続的な問題点については前述したように Fischel 論文でも指摘されているところである。

なお、前述したようにこれを「契約」と捉えなくても事前に制定法上の条文<sup>(88)</sup>があることによって事後に救済がなされるという結果は異ならな

---

(84) Mary Siegel, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, 32 Harv. J. on Legis. 79, 108 (1995). 拙稿・前掲注(7) 233頁参照。

(85) 株式買取りによる救済によって株主は投下資本を回収して会社から退出することができる。これは他の「機能」と二律背反的なものではないとされる。木保・前掲注(7) 35頁。

(86) Siegel, *supra* note 84, at 108-109.

(87) *Ibid.*, at 109. 拙稿・前掲注(7) 233頁参照。

(88) ただし、制定法として Fischel 論文が主に対象とする Delaware 州会社法は、

い。Fischel 論文自体も、後述するコストと利益との関係で、黙示の契約条項があるにすぎないのだから当事者は直接的に契約締結と交渉のコストを負うのではなく、会社を設立する州を選ぶにすぎないとしている。<sup>(89)</sup>

### 3 全ての株主の利益になるとする点とコストの問題

Fischel 論文は、株式買取りによる救済は全ての株主の利益になるものであるとしている。しかし、自ら、株式買取りによる救済は、コストがかかるものであり、常に投資価値を増加させるものであるかどうかは疑問であるとする。<sup>(90)</sup> この場合のコストには二つの面があるという。第一に、株式買取り自体のコスト、すなわち株式の買取りによって会社から資本が流出すること及びその後の新たな資本構築にかかるコスト、第二に株式買取りの<sup>(91)</sup> 手続にかかるコストである。株式買取りの利益がそのコストを上回るという点について、Fischel 論文は、経験則上株式買取りによる救済が過去何百年にわたって存続していることそのものをその根拠<sup>(92)</sup> としている。あまり説得力のある説明ではない。しかも、Fischel 論文は、以下の二つの理由によって利益がコストを上回るという仮定は誇張されるべきではないという。<sup>(93)</sup> 第一に、上述したように株式買取りによる救済は黙示のものであることから、当事者達は明示の条項のように契約

---

MBCA に比べて「株主に友好的ではない」ことが指摘されている。Mary Siegel, *An Appraisal of the Model Business Corporation Act's Appraisal Rights Provisions*, 74 *Law & Contemp. Probs.* 232, 251 (2011). 2011年の指摘であるが、Fischel 論文の当時からその傾向は変わらないように思われる。

(89) Fischel, *supra* note 1, at 881. 実際には会社を設立する州の「制定法」を選ぶことになる。

(90) *Ibid.*

(91) *Ibid.*

(92) *Ibid.*

(93) *Ibid.*, at 881-882.

(94) *Ibid.*

## 論 説

作成と交渉のコストを負うのではなく、代わりにどこの州で会社を設立するかを選択するにすぎないからであるという。株式買取りによる救済が生き延びていることは利益がコストを上回っていることの根拠とはなり得るものの、利益が少ない救済方法であったとしてもコストが低ければ存続できるのであるから、この理由づけは弱いものだというのである<sup>(95)</sup>。第二に、近年、MBCAこそ株式買取りが認められる場合を拡大し、市場性のある場合の適用除外を削除したものの、多くの制定法が株式買取請求権が認められる場合を減らしており、Delaware州においては *Weinberger* 判決のように株式買取りによる救済の重要性を強調する判決が出されてはいるものの、最も効率的な会社法であるとされる同州会社法は吸収合併と新設合併の場合にしか株式買取りによる救済を認めていないので、存続していることが利益になることの証拠であるという仮定も理由づけとしては弱いという<sup>(96)</sup>。

以上のように、Fischel 論文は、株式買取りによる救済の利益主体を少数派株主から多数派を含む全ての株主に変換しようと試みているが、この点に関する根拠は制度の存続自体を中心とした説得力に欠けるものである。繰り返しになるが、上述の Siegel 教授の Fischel 論文に対する指摘が説得力を持つように思われる。

### 4 株式買取りによる救済が認められる取引について

#### (1) 合併とそれ以外の取引について

Fischel 論文においては、合併を中心に議論が進められ、合併以外のどのような場合に株式買取りによる救済が認められるか、いわゆる株式買取請求の原因となる取引 (appraisal triggering transaction) についての検討がなされていない<sup>(97)</sup>。そのため、Fischel 教授の理論に対しては、会

---

(95) Ibid., at 882.

(96) Ibid.

社の目的の変更をする定款変更の場合には株式買取りによる救済が一般的に認められ、解散、株式併合といった多数派株主によって少数派をフリーズ・アウトするために利用される可能性のある取引の場合に株式買取りによる救済が認められていないことが多いという状況を説明できないとの批判<sup>(98)</sup>もある。ただし、Fischel 論文の理論からすると、取引の内容いかんにかかわらず、極論すれば、株価が下がるおそれがある会社の行為であればどんな場合でも、株式買取りによる救済を認めておくことが全株主の利益になるという結論に至ると考えられる。

なお、この点、Fischel 論文においては必ずしも明確ではないが、Easterbrook & Fischel には関連する記述がある。すなわち、株式買取りによる救済は、それが姿を現した19世紀にはごく限られた取引の場合にしか認められず、基本的に解散の場合に限定されていたが、20世紀を通して拡大傾向<sup>(99)</sup>にあるとした上で、以下のように述べている<sup>(100)</sup>。「株式買取りによる救済は、価格を留保するものである。本書第1章は、株式買取りによる救済制度は、『遅れてきた条項』 (“latecomer term”)、すなわ

---

(97) Letsou, *supra* note 5, at 1127.

(98) *Ibid.*

(99) Easterbrook & Fischel, *supra* note 9, at 160-161. Carney, *supra* note 15, at 77-94; Eisenberg, *supra* note 4, at 69-84. Easterbrook & Fischel は、「現代」においては買取される会社の株主だけでなく、買取する会社の株主にもその買取が議決を必要とする場合には、反対し、買取りを請求する権利を有していることを挙げている。また、より興味深いものとして株式買取りによる救済が認められる定款変更範囲が拡大していることを挙げている。1984年版の改訂 MBCA の下では、株主の優先株式若しくは議決権、新株予約権または累積投票に影響する定款変更の場合に株式買取りによる救済を認め、また、定款若しくは規則によって株式買取りによる救済の原因となる取引を追加することが可能であった (RMBCA § 13.02 (a) (4) and (5))。

(100) Easterbrook & Fischel, *supra* note 9, at 161.

(101) *Ibid.*, at 1-39 (Chapter 1: The Corporate Contract).

ち定款、規則、そして投資のリスク又は期待されたリターンに変化を加える証券の構造の予期しない変更に対して適切な解決の一つになり得ることを示唆していた。我々は、株式買取りの対象がこれからも拡大していくことを期待している。会社とその弁護士達は、ますますマネージャーが新しい資本を構築し市場の判断をあおぐ必要がない方法でリスク・リターンに関する投資の性質を変更することに長けてきている。」株式買取りによる救済が認められる場合の拡大を主張するものであるが、Fischel 論文の帰結ともなり得る見解であろう。繰り返しになるが、株式買取りによる救済の目的について Fischel 論文のように考えるならば、株式買取りによる救済が認められる場合は拡大の方向が望ましく、また、実際に株式買取請求がなされないとすれば事前に救済の存在そのものによって全株主の利益を保護するという目的が達せられているからであると捉えることになろう。

## (2) 利益相反のない取引について

Fischel 論文が結論として利益相反のない取引にも株式買取りによる救済を認めている点について、Siegel 教授からの批判がある<sup>(102)</sup>。Fischel 論文はフリーズ・アウト・マージャー等利益相反のある取引の場合を挙げて株式買取りによる救済を説明しており、筋道としては利益相反のない取引については株式買取りによる救済を否定するべきであるのに、結論が異なっているというのである。しかし、株式買取りによる救済の目的について Fischel 論文のように考えるのであれば、利益相反の有無は重要ではない。なぜなら、實際上利益相反のない場合よりもある場合の方が利益移転の可能性が高いというにすぎず、利益相反のない場合であっても利益移転の可能性がゼロではない以上事前の契約は必要であるとの帰結に至るからである<sup>(103)</sup>。Fischel 論文は、株式買取りによる救済は現

---

(102) Siegel, *supra* note 84, at 109.

株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考  
金の流出を生じるため、経営陣が会社の行為と利害関係を持つか否かに  
関わらず、その存在自体が抑制的効果を持つとしている。<sup>(104)</sup> その結論の是  
非はともかく、Fischel 論文の論理自体は一貫している。

## 5 市場性株式の適用除外に対する否定的な意見について

Fischel 論文は、市場の効率性を前提としながら市場性のある株式に  
ついては株式買取りによる救済を認めるべきとの結論に至っている。<sup>(105)</sup> 市  
場があることは、利益移転の問題には何の解決にもならないというので  
ある。<sup>(106)</sup> Fischel 論文の主張する株式買取りによる救済の目的・理論的根  
拠からすればこのような結論に至るのは当然の帰結であると考えられる。  
ただし、Fischel 論文が主張するように市場の効率性を認めることがで  
きるのか、その前提には疑問が残る。

## 6 「監視」の理論としての紹介について

Fischel 論文の理論は、いわゆる「監視」(monitor) の理論として紹介  
されることがある。<sup>(107)</sup> 株式買取りによる救済の実施は現金の流出を生じる  
ため、経営陣が会社の行為と利害関係を持つか否かに関わらず、その存

---

(103) ただし、前述したように Fischel 論文は株式買取りによる救済の原因となる  
会社の取引の範囲をどのように解するのかについては明確に示していない。

(104) Fischel, *supra* note 1, at 875, 879, and 901-902. 木俣・前掲注(7) 35頁  
参照。

(105) 飯田・前掲注(5) 199頁は、この点を、市場性株式の例外規定を説明でき  
ないという Fischel 論文の限界であるとする。

(106) Fischel, *supra* note 1, at 885.

(107) James D. Cox & Thomas Lee Hazen, 4 *The Law of Corporations* 81 (3<sup>rd</sup>  
ed. Thomson Reuters, 2010); Siegel, *supra* note 84, at 106. Siegel 教授は、他  
に監視理論とされるものとして、株式買取りによる救済は「発見」の機能を果た  
すとする次の論文を挙げている。Hideki Kanda & Saul Levmore, *The Appraisal  
Remedy and the Goals of Corporate Law*, 32 *UCLA L. Rev.* 429 (1985).

## 論 説

在自体が抑制的効果を持つ、つまり会社の行為を「監視」(monitor)する  
という理論だというのである。<sup>(108)</sup> もっとも、Fischel教授自身は1983年  
の論文において「監視」(monitor)という語は使用しておらず、また、  
株式買取りによる救済の存在は、価値減少的取引を防ぐことによって全  
ての株主の利益になると主張しているのであるから、これをもって「監  
視」理論とすることには疑問がある。確かに、Fischel論文は、前述し  
たように株式買取りによる救済の存在が多数派株主の行動に影響を与え  
るとの前提に立っている。しかし、あくまでも事前に契約として株式買  
取りによる救済について定めておくことが少数派にとっても多数派にと  
っても利益になるということを主張しているに過ぎず、株式買取りによ  
る救済の存在が多数派の行為を「監視」する効果があるとまで直接的に  
は述べていない。後の論者がFischel論文の理論から多数派の「監視」  
という副次的効果を特に強調して読みこんだに過ぎないのではないだろ  
うか。Fischel論文は株式買取りによる救済の「目的 (purpose)」につい  
て検討しているもので、「機能 (function)」について検討しているもの  
ではない。<sup>(110)</sup> ある「目的」のための制度なり権利について副次的にある  
「機能」が読み込める場合に、今度はその「機能」が一人歩きして「目  
的」になってしまう場合がある。Fischel論文の理論を「監視」理論と捉  
えるのもそのような場合の一つの例であろう。伝統的な説明に対して機

---

(108) Siegel, *supra* note 84, at 106-108, *citing* Fischel, *supra* note 1, at 878-887.

(109) Siegel教授は、Fischel教授の理論は株式買取りによる救済が経営者の「モニター」として作用するとするものだとしている。Siegel, *supra* note 84, at 106, *citing* Fischel, *supra* note 1, at 76. ただし、前述したようにSiegel教授自身は「監視」の理論は伝統的な理論の焼き直しに過ぎないとしている。

(110) Fischel, *supra* note 1, at 877. ただし、Easterbrook & Fischelは、株式買取りの機能 (Functions of Appraisal) について検討している。Easterbrook & Fischel, *supra* note 9, at 145.

株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考  
能論を展開する場合には、その機能を直接の目的とした他の制度との関係についての検討が必要である。株主間の利害調整に当たって一つの規整に全てを期待することはできず、複数の規整の趣旨・長所を生かすことが必要である。<sup>(111)</sup> 副次的な「機能」の「目的」化を防ぐためにも、以下に述べる排他性の問題、すなわち他の制度との関係性が非常に重要である。

## 7 排他性を認める点とその例外について

Fischel 論文は、株式買取りによる救済を原則として排他的なもので<sup>(112)</sup>

---

(111) 神田・前掲注 (15) 285頁は、「巨視的視点」として、以下のように言う。  
「株主間の利害調整に関する個々の規整を考えるにあたってはつねに他の諸規整の存在・機能を考慮に入れるべきであり、ある規整を他の諸規整を含めた株主間の利害調整に関する法理全体の中に位置づけてみて初めて、その規整の機能が明らかになり、その規整の適用範囲などの問題の妥当な解決が得られる、ということである。一つの規整にすべてを期待するのは誤りである。また、ある規整がある機能的欠点を有するからといって、それだけでその規整が妥当でないとするのも短絡的である。その欠点が他の諸規整で補完されているか否か、逆に、その規整が他の諸規整の欠点を補完しているかを検討すべきである。その際、複数の規整の趣旨・長所を生かした新しい規整が考えられないかという考察も重要である。」

(112) 株式買取りによる救済の排他性に関しては、Lattin 教授とカリフォルニアの Ballantine 教授の論争が知られている。1931年にカリフォルニア普通会社法が「合併に関する株主総会の決議が適法の多数決で決議された限り——決議成立に必要な多数の賛成がなかったという攻撃は別として——反対株主は合併の効力を争う普通法上及び衡平法上のいかなる権利をも有しない」(4123条)との立法をしたことをめぐって賛否両論が激しく戦わされた。Lattin 教授は、カリフォルニア州の立法をあまりにも極端に走り過ぎ、多数者の利益しか念頭においていないとして批判した (Norman D. Lattin, *Remedy of Dissenting Stockholders under Appraisal Statutes*, 45 Harv. L. Rev. 233, 244-245 (1931))。これに対して、Ballantine 教授は、カリフォルニア州の立法を弁護してこれに反論し、衡平法上の訴権は、①悪意ある少数株主には濫用されるし、また、②衡平法上の救済は非常な手続と費用を要する訴訟を通じてのみ与えられるものであり、しかも裁判所は容

あるとしている。特に差止めについて否定的である。詐欺的な行為があったとしても、合併等の差止めではなく損害賠償による解決が望ましく、それを株式買取請求とあわせて一つの訴訟手続で行っていくという方向性を主張している。

特徴的なのは、損害賠償は認められるが差止めは認められないとする理論的根拠として所有権法ルールと損害賠償法ルールという概念を援用している点である。これらの概念自体が必ずしも伝統的で一般的な概念ではなく、また、論者自体も2つの概念の区別は絶対的なものではない<sup>(113)</sup>としているところから、その意図するところを理解するのは必ずしも容易ではない。また、自明の理ということなのかもしれないが、合併等の

---

易にこれを与えようとはしないため、善意の少数株主を保護するには充分ではないから、このようなものは奪い取っても構わないと主張した。(Henry W. Ballantine and Graham Lee Sterling Jr., *Upsetting Mergers and Consolidations: Alternative Remedies of Dissenting Shareholders in California*, 27 Calif. L. Rev. 644, 644-673 (1939))。これに対して Lattin 教授は再び反論し、Ballantine 教授のいう①訴権の濫用と言う事実は根拠がない、②衡平法上の救済を求めることが非常に厄介であるのであれば、“いやがらせ訴訟”の裁量の防御になるのであるから Ballantine 教授の主張は矛盾しているとしている (Norman D. Lattin, *A Reappraisal of Appraisal Statutes*, 38 Mich. L. Rev. 1165, 1165-1173, and 1181-1188 (1940))。この論争については、以下の文献に詳しい。深見芳文「アメリカ会社法に於ける株式買取請求権制度」論叢64巻5号50頁、78頁以下 (1949年)。

- (113) Calabresi & Melamed, *supra* note 64, at 1092. 藤田友敬・前掲注(64)300頁注(31)は、「仮に救済が損害賠償の形をとっても、その賠償額次第では property rules とみなされるべき」であり、「property rules と liability rules は、実は二項対立的に捉えられるものではなく、程度の差があるに過ぎないものと捉えられるべきことになる。極論するなら、property rules も liability rules の一種であり、ただ賠償すべき損害額の設定に特徴があるだけの違いに過ぎないとも言える。」「property rules と liability rules の違いは、要するに entitlement を取得するためのオプションの行使価格の高低に過ぎないと表現するもの」として、Ian Ayres and J. M. Balkin, *Legal Entitlement as Auctions: Property Rules, Liability Rules, and Beyond*, 106 Yale L. Rev. 703, 705-706 (1996) がある、としている。

場面において Calabresi & Melamed の言うところの損害賠償法ルールがどう当てはまるのかについての詳細な説明はされていない。Calabresi & Melamed は、ニューサンスと公害の問題を 4 つのルールに分類しているが、<sup>(114)</sup>株式買取りによる救済はそのうちの第二のルール、T は汚染できるが、生じた損害については隣人 M (唯一の隣人と仮定する。) に賠償しなければならない (ニューサンスが認定されるが損害賠償法のみによって救済される。) というルールと平行に考えられるのだろうか。多数派株主は多数決によって少数派株主の意思に関わらず合併等を実行できるが、生じた損害については少数派株主に賠償しなければならないが差止めは認められないとするのか。もっとも、Fischel 論文が指摘しているように、全員一致の原則の消滅ということを考えるのであれば、このようなルールを持ち出さなくても、多数派が決定した合併等の取引について少数派がこれを差止めることができるという意味での所有権法ルールは妥当ではないと考えることは一つの筋道である。また、前述したように Fischel 論文は株式買取りによる救済を事前の黙示の会社契約の条項であるとしているのであるから、所有権法ルール、損害賠償法ルールといった概念を持ち出さなくても、事前の救済策としては (事

---

(114) 第一のルールは、T は、隣人 M (唯一の隣人と仮定する。) がそれを許す (M が T のニューサンスを差止めることができる。) のでなければ汚染できない、第二のルールは、T は、汚染できるが、生じた損害については M に賠償しなければならない (ニューサンスが認定されるが損害賠償法のみによって救済される。)、第三のルールは、T は自由に汚染することができ、M が T に金を払う場合だけ M は汚染を阻止することができる (T の汚染は M に対するニューサンスとは判断されない。) というものである。以上 3 つのルールは、マイケルマン教授によるものである。Frank I. Michelman, *Pollution as a Tort, A Non-Accidental Perspective on Calabresi's Costs*, 80 *Yale Law J.* 647, 670 (1971). Calabresi & Melamed は、第四のルールとして、T に汚染する権原を与えるが、その権原は損害賠償法ルールによってだけ保護されている、というものを加えている。Calabresi & Melamed, *supra* note 64, at 1115-1116. 松浦以津子訳・前掲注 (64) 139-140頁。

後に行使されるものではあるが) 株式買取りによる救済があるのであるから、差止めは認められないとの方向に行くのが自然である。合併等の会社の基礎的変更の場合にも全員一致の原則を放棄した現代においては、Fischel 論文のように、多数派株主の決定による合併等そのものの差止めを認めるのではなく、少数派株主の救済は損害賠償による解決に求めるのも一つの方向性である。もっとも、重大な手続違背、例えば、株主総会決議がなされないとか、株式買取りの手続が全く履踐されないといった場合にまで差止めを認めないという結論に至るのかどうか。Fischel 論文からは読み取ることができなかった点の一つである。

損害賠償が認められる詐欺的行為の範囲については、Fischel 論文は買収される会社の買収前の市場価格に影響する現実的な詐欺に限るとしているが、その言うところの株式買取りによる救済の目的からすれば当然の論理的帰結であろう。ただし、Fischel 論文は、*Weinberger* 判決が排他性の例外として挙げている、「詐欺 (fraud)、不実表示 (misrepresentation)、自己取引 (self-dealing)、会社資産の意図的な浪費 (deliberate waste of corporate assets) 又は重大で明白な優先条項 (gross and palpable overreaching)<sup>(115)</sup>」を原則としてひとまとめに詐欺的行為 (fraud) として検討しているため、その範囲は明確とはいえない<sup>(116)</sup>。忠実義務との関係も問題となろう。損害賠償については原状回復的損害賠償を否定しているが、どの範囲で損害賠償が認められるべきであるかについて明確にしてはいない<sup>(117)</sup>。他の救済制度全体との関係を含め具体的<sup>(118)</sup>

---

(115) *Weinberger vs. UOP, Inc.*, *supra* note 56, at 715.

(116) その他、損害賠償が認められるべきとする場合の原告は少数派株主であることは明確であるが、被告との表現が会社のみを指すのか、多数派株主に対して忠実義務違反等による損害賠償請求を認める趣旨なのかは明確ではない。

(117) 市場価格の上昇分を加味しないとされている。Fischel, *supra* note 1, at 901.

(118) アメリカにおいては株主の損害を回復するための救済方法として差止め、

株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考  
な論点については課題が残る。<sup>(119)</sup>

## 8 手続上の問題とクラス・アクション

Fischel 論文は、詐欺的行為 (fraud) を含む全ての訴えは、株式買取りによる救済の手続中において法廷で争われるべきであるとしている。<sup>(120)</sup> そして、特に少数の株式しか持たない株主が株式買取りを請求しなくなるためには株式買取りの手続的な問題を解決する必要があるとする。<sup>(121)</sup> その内容として挙げられているのは、裁判所が勝訴した原告に対して利息と弁護士費用を含むコストを補う裁量を有するようにすることと、通常のクラス・アクションのように小さな訴訟を統合する方法によることを考案することである。<sup>(122)</sup> この点、Fischel 論文の意図するところは必ずしも明確ではないが、論文全体の趣旨と、前述したようにシナジー分配

---

原状回復 (rescission)、損害賠償訴訟、証券法10b-5に基づく直接訴訟、制定法上の株式買取りなどがあり、また、制定法に規定がない場合であっても裁判所が株式の買取りを命ずる場合がある。Cox & Hazen *supra* note 107, at 76-111. Letsou 教授は、Fischel 論文は、異なった形式の株式買取りによる救済を区別していないと批判している。Letsou, *supra* note 5, at 1130. なお、会社に対する損害については代表訴訟という救済方法もある。

(119) なお、Easterbrook & Fischel によると、*Weinberger* 判決後に出された2つの判決によって、株式買取りによる救済は排他的というにはほど遠いものになってしまったという。Easterbrook & Fischel, *supra* note 9, at 158. *Rabkin v. Philip A. Hunt Chemical Corp.*, 498 A.2d 1099 (Del. 1985), *Cede & Co. v. Technicolor*, 542 A.2d 1182 (Del. 1988).

(120) ただし、具体的な手続は述べていない。

(121) Easterbrook & Fischel は、Fischel 論文後の1984年にRMBCAがこの点について大きな進展を遂げたと評価している。RMBCAは、会社に株式買取手続のイニシアティブを取りコストを負担することを要求し、全ての請求を一つの手続で行うこととした (§ 13.30, 13.31)、という。株式買取請求の手続、費用等の簡素化につき、Joel Seligman, *Reappraising the Appraisal Remedy*, 52 *Geo. Wash. L. Rev.* 829, 856-60 (1984)、木俣・前掲注(7) 44頁注(71) 参照。

(122) ただし、具体的な提案はしていない。

には否定的であることに鑑みると、株式買取りによる救済における「公正な価格」に損害賠償的な意味合いをも加味するというのではなく、<sup>(123)</sup>株式買取りの手續と詐欺的行為による損害賠償請求の手續を一本化し、さらに、通常のクラス・アクションのような訴訟統合の方法を検討すべきであるという趣旨ではないかと考えられる。近年においても、株式買取りによる救済に関する重要な問題はどの程度までクラス・アクションに類似した改正をするべきであるかとの指摘がある。<sup>(124)</sup>Fischelの問題意識は現在に通づる的確なものであったと思われる。

## 9 Fischel 理論の意義と限界

Fischel 論文は、前提としての契約の束としての会社観、市場の効率性を肯定的に捉えるならば、株式買取りによる救済は全ての株主の利益になる事前の黙示的な契約条項であるとする論理には一貫性があると思われる。

---

(123) 木俣・前掲注(7)43頁は、「買取請求訴訟の中に損害賠償等を読み込んだ株式価値の評価を認めるとするなら、買取請求訴訟は費用のかかる肥大化した訴訟となるであろう。」とする。なお、木俣・本注44頁注(70)は、買取請求訴訟過程において取締役の違法行為に基づく損害賠償請求をもなし得るとした判決として、Fischel 論文後の *Steinberg v. Amplica, Inc.*, 729 P. 2d 683, 689-691 (Cal. 1986) を挙げている。アメリカにおいては、買取請求訴訟よりも、損害賠償請求、差止請求のクラス・アクションの方が、コスト・ダメージが少なくないとの指摘がある。William Prickett & Michael Hanrahan, *Weinberger v. UOP: Delaware's Effort to Preserve a Level Playing Field for Cash-Out Mergers*, 8 Del. J. Corp. L. 59, 76-77 (1983). 木俣・本注44頁注(73)参照。

(124) William A. Klein, John C. Coffee Jr., and Frank Partnoy, *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles* 218 (11<sup>th</sup> ed. Foundation Press, 2010). なお、公正な価格と合併価格との差額の支払いを求める準株式買取請求 (quasi-appraisal) のクラス・アクションを認めた近時の Delaware 州の判例として、*Berger v. Pubco Corp.*, 976 A.2d 132 (Del. 2009) がある。飯田・前掲注(5)157頁参照。

ただし、前述したように、会社を契約の束と捉えたり、株式買取りによる救済が事前の黙示の契約条項であると解さなくても、制定法が株式買取りによる救済の制度を法定していて、多数派株主も少数派株主もその存在を事前に認識し得るのであれば、Fischel 論文と同様の結論に至ることは可能であると考えられる。その意味で、前述したように Siegel 教授の Fischel 理論は少数派株主が公正な価格を得て会社から離脱することを認めるという株式買取りによる救済の伝統的な理論の焼き直しに過ぎないという指摘には説得力がある。

むしろ特異なのは、株式買取りによる救済が多数派株主の利益にもなる点である。この前提を欠くと、株式買取りによる救済は専らその少数派株主の保護のための株式買取請求権という側面が強調されることになる。Fischel 理論は、株式買取りによる救済が少数派株主のみならず多数派株主の利益にもなることによって、多数派株主と少数派株主の利益の調整としての役割を意識していたのかもしれない。その現れが、その理論的根拠とする損害賠償法ルールの特异性はあるものの、排他性に関する Fischel の理論ではなかるうか。全員一致ではない多数決の下で、多数派株主と少数派株主の利益の「調整」が図れるのはどのような権原のバランスか。Fischel 理論は株式買取りによる株主間の利益の調整という視点そのものにその意義があるのかもしれない。前述したように、Fischel 理論が多数派株主を「監視」する機能があるとしてそれを強調しすぎることはない。株式買取りによる救済と他の救済方法との総合的な視点から、株主間の利益調整を考えることが必要となろう。

もっとも、前述したように Fischel 論文には、忠実義務と株式買取りによる請求との関係をどのように捉えるか、株式買取りによる救済の原因となる会社の取引とは何か、など十分に論じられていないもしくは理解が容易ではない点もある。個々の論点についての検討は Fischel 論文

の後の議論の展開も含めて別稿に譲りたい。

おわりに～日本法に対する示唆、今後の課題～

Fischel 教授の理論については、前述したように日本においてもその影響が散見される。その理論には多数決の下での多数派と少数派の権利調整を試みた意義深いものではあるが、限界もある<sup>(125)</sup>。本稿において明らかにしたその意義と限界を踏まえて、各論点についての検討は今後の課題としたい。例えば、会社を「契約の束」ととらえる考え方は日本にも広く紹介されている。本稿においてはその是非についての検討にまでは至らないが、この主張に対しては、「合意形成に参加できない第三者（不法行為債権者等）の存在、あるルールを強行法規化することによりもたらされる画一性等に基づく効率性等、伝統的な学説が重視してきた強行法規性（定款自治の制限）の根拠をすべて否定しざるほど強力な主張とは思われない」が、「伝統的な学説に対し、どの範囲の事項にいかなる要件で定款自治を認めるべきかに関するより厳密な検討が必要であるとの課題を課した」ものであるとの評価がある<sup>(126)</sup>。また、Fischel 理論は市場の効率性を前提としているが、日本において市場が完全に効率的であるとの考え方が一般的であるとはいえず<sup>(127)</sup>、前提となる市場観に違いがある。また、日本の株式買取請求権は、昭和25年改正の際にアメリカ法を母法として導入されたものではあるが、一般に株主の権利という形でとらえられているため、Fischel 教授のように多数派の利益にもなる権利調整という意味での救済（remedy）という理解にはなじみにくい<sup>(128)</sup>。

---

(125) Letsou, *supra* note 5, at 1127 は、Fischel の理論は完全からはほど遠いとする。

(126) 江頭・前掲注 (21) 57頁。

(127) 日本における状況については、「日本私法学会シンポジウム資料 会社法・金商法における株式市場価格の意義と機能の探求」商事2076号 4頁（2015年）。

(128) もっとも、会社法、旧商法ともに厳密には株主が株式買取請求権を有すると

以上のような前提とコモン・ロー、衡平法のアメリカと沿革的には大陸法系の日本という法体系の違いを捨象しても、現在の日本の会社法における株式買取請求権は、独自の発展をしている。平成17年の会社法制定に際し株式買取請求権の買取価格がいわゆる「ナカリセバ価格」から「公正な価格」(会社785条1項等)に改正されたことにもない、日本では、株式買取請求権の存在感が増し、多くの決定が出されている<sup>(129)</sup>が、Fischel 論文も、Fischel 論文によると当時の Delaware 州会社法も、シナジーの分配には否定的であった<sup>(130)</sup>。比較法的に見ても、日本の株式買取請求権は重責を担っているとの指摘がある<sup>(131)</sup>。「株式買取請求権制度にどのような役割を担わせるべきかは、その国の会社法の有する他の利害調整手段との組み合わせによって決まる。」との意見がある<sup>(132)</sup>。また、株式買取請求権に期待される機能には本来は別の概念・制度で対応すべきことを株式買取請求権で代替的に実現しようとすることから生じる限界があり、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づけ機能・公開買付けの強圧性の解消機能がその典型であるとするものも

---

は規定しておらず、株主が株式の買取りを請求するという形をとっている(会社785条1項等、旧商法408条ノ2第3項・245条3項等)。また、昭和25年の立法過程においては当初「少数株主の権利および救済 (minority shareholders' rights and remedies)」として代表訴訟等とともに検討されていた。中東正文「昭和二五年商法改正—GHQ 文書から見た成立経緯の考察(2)」中京法学31巻1号129頁、145-154頁(1996年)。

(129) 組織再編においてキャッシュ・アウトされる株主の殆どが、株式買取請求制度や、裁判所に対する公正価格の申立による事後的な救済に依存しているのが現状であると指摘するものとして、藤田真樹「株式買取請求権をめぐる一考察 組織再編の差止制度の導入をめぐる」彦根論叢398号156頁、156頁(2013年)。

(130) Fischel, *supra* note 1, at 886. Del. Code. Ann. tit. 8, § 262 (b).

(131) Alan K. Koh, *Appraising Japan's Appraisal Remedy*, 62 Am. J. Comp. L. 417, 455 (2014).

(132) 藤田友敬・前掲注(6)284頁。

<sup>(133)</sup>ある。そして、この限界は、「本来であれば忠実義務の制度や公開買付規制において正面から対応すべきものであるのに、そうせずに株式買取請求権を利用しているから生じるものであり、正面からの対応がなされれば株式買取請求権を代替的に活用する必要がなくなり、この限界もそもそも発生しなくなるという関係にある。」<sup>(134)</sup>というのである。日本においては、平成26年会社法改正前の見解として、支配株主や取締役等の利益相反的な行為に対する監視機能については事前の救済である取締役の違法行為の差止請求制度にゆだね、株式買取請求制度については、支配株主の少数株主に対する忠実義務という観点から捉えるべきではなく、価格の適正性（ナカリセバ価格）の問題にだけその機能を集約すべきであると主張するものがあつた。<sup>(135)</sup>日本の少数株主の救済制度が、その役割を株式買取制度や価格申立制度に過度に委ねられているのが現状であるため、その解決策として、Delaware州のように、事前と事後の救済制度が担う役割を明確にすべきである<sup>(136)(137)</sup>というのである。Fischel教授が差止め可否

(133) 飯田・前掲注（5）318頁。

(134) 同書。

(135) 北川徹「現金対価による少数株主の締出し（キャッシュアウト）をめぐる諸問題」商事1948号4頁、9頁（2011年）。

(136) 同論文4頁以下。ただし、本稿注（8）で述べたように、平成26年改正において新設された組織再編の差止制度（会社784条の2、796条の2、805条の2）における「法令」には善管注意義務・忠実義務は含まれないと解されている以上、株式買取請求権を価格の適正性に限定して解釈するのは困難であるとするものとして、藤田真樹・前掲注（129）167頁がある（要綱の段階の見解である。）。

その他、会社法制定後平成26年改正以前において差止制度の導入を支持あるいは示唆する文献として、石綿学「企業結合の形成過程における株主間の利害調整についての実務からの試論」森本滋編『企業結合法の総合的研究』139頁、154-155頁（商事法務、2009年）、松中学「アメリカの企業結合形成過程に関する規制」同書167頁、179-180頁、関口健一「株式買取請求権制度再考——インセンティブの観点から——」宍戸善一編『「企業法」改革の論理 インセンティブ・システムの制度設計』291頁、306頁（日本経済出版社、2011年）、中東正文「企業再編をめ

定的であるのと逆方向の議論ではあるが、株式買取りによる救済と他の制度との関係を検討すべきであるという方向性は共通しているのではなからうか。

この点、日本には企業再編についてそもそも多数株主の忠実義務のような一般条項的な事後規制が存在しないことが指摘されている<sup>(138)</sup>。また、事前の規制という点では、株式買取りによる救済を唯一の救済手段とする<sup>(139)</sup>ことの強硬論者 Ballantine 教授について、彼はその手によるカリフォルニア会社法典の該当規定の正当性を擁護しているが、同法典そのものが、他の州に比類を見ない強力な行政的事前審査により「公正」の基準に合致した合併だけを許可することにより、別の方法で合併の公正さを確保しているのであるから、同州法のもとではじめて通用する議論であり、これを事前審査制度の全くない日本にそのまま移し入れるのがまちがっていることは明らかである、との指摘があった<sup>(140)</sup>。平成17年会社法改正後においても、日本には事前開示書面における対価の相当性に関する開示以外は組織再編に関する事前規制（合併検査役による調査等）が存

---

ぐる会社法性の課題」ジュリ1437号17頁、21頁（2012年）、吉村一男「デラウェア州の裁判所における DCF 法による株式価値評価の審査基準」ビジネス法務2012年6月号114頁、125頁、白井正和『友好的買取の場面における取締役に対する規律』506-532頁（商事法務、2013年）等。また、株式買取請求権と差止制度のそれぞれにおける、裁判所の価格評価が効率的な企業買取の成否に与える影響のモデル分析として、星明男「株式買取請求か差止めか？ 裁判所による価格算定の不確実性が企業買取の成否に与える影響の分析」飯田秀総・小塚荘一郎・榊素寛・高橋美加・得津晶・星明男編『商事法の新しい礎石 落合誠一先生古希記念』343頁以下（有斐閣、2014年）。

(137) 北川・前掲注(135) 8頁は、不当な対価の問題については、差止制度の要件とは切り離し、事後的な株式買取請求制度で対処すべきであるとしていた。

(138) 藤田友敬・前掲注(6) 284頁。

(139) Ballantine, *supra* note 112, at 644-673.

(140) 龍田節「合併の公正維持」論叢82巻2・3・4号262頁、279-280頁（1967年）。

## 論 説

在しないことの指摘がある<sup>(141)</sup>。さらに、事後的救済については、従来より「株式買取請求権制度は昭和二五年の商法改正によって導入され、当時すでに存在した合併無効の訴えの制度（商法四一五条）はその後も維持されている。したがって、日本ではこれら二つの救済手段が併存していることは明らかである。アメリカのように合併については株式買取請求権が唯一の救済手段かどうかという問題は起こりえない。ただ、買取請求は合併が有効なことを前提しているため、特定の反対株主が同時に双方の救済手段を利用できるかが争われている。とはいっても、株式買取請求権制度がある以上合併の無効原因は手続違背（それも重要な）に限ればよく、合併の公正・不公正を問題にする必要はないとの考えも存在し、そこには買取請求の排他性に関するアメリカの議論が影響しているように見受けられる。」との指摘があったところである。Fischel 教授の理論の背景にあるであろう時系列にそって取引の事前または事後において多数派株主と少数派株主の利益調整にはどのような手段がふさわしいかを考察するという視点は、日本法における事前規制と事後的救済の検討に際しても参考になると考える。

また、Fischel 教授は、株式買取請求には手続的な問題があることから、その手続をクラス・アクションに近づけることを提案しているが<sup>(145)</sup>、そもそも日本では株式買取請求は非訟手続とされており、その問題点も指摘

---

(141) 藤田友敬・前掲注（6）284頁。

(142) 石井照久『株主総会の研究』68-71、177、229頁（有斐閣、1958年）、同『会社法 上巻（商法Ⅱ）』287頁（勁草書房、1967年）。

(143) 龍田・前掲注（140）278頁。

(144) 経済学における事前・事後の明確な区別が法的ルールにおける公正を考えて行く上で重要であるとするものとして、柳川範之・藤田友敬「序章 会社法の経済分析：基本的な視点と道具立て」三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』1頁、19頁（東京大学出版会、1998年）。

(145) 飯田・前掲注（5）343頁は、クラス・アクションを企業再編時の支配株主の忠実義務違反の損害賠償請求に導入することを提案している。

株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考  
されているところである。<sup>(146)</sup> 検討すべき課題であろう。<sup>(147)</sup>

株式買取請求権は、立法当初には①多数決原理と矛盾する、②出資払い戻しを認めることになり、資本維持原則に反する等の制度自体に対するさまざまな批判がなされたところであり、<sup>(148)</sup> 株主間の利害調整法理全体の中でのその意義と限界の見極めが重要である。<sup>(149)</sup> 株式買取請求権については「ナカリセバ価格」の補償に機能を限定し、その他事前、事後の救済制度を整備するののも一つの方向性である。<sup>(151)</sup> しかし、その是非を問う前

---

(146) 株式買取価格決定が非訟手続であることの問題点を指摘し、実体法の観点から、非訟事件の手続を当事者主義的に組み直すものとして、中東正文「株式買取請求権と非訟事件手続」名古屋大学法政論集223号(河野正憲教授退職記念論文集)233頁以下(2008年)。

(147) 平成26年改正によって、株式買取請求制度の手続が整理された。坂本三郎編著・前掲注(8)34頁高橋均発言。株式買取請求の撤回の制限の実効化のための振替法の改正(振替法155条1項・3項)や、価格決定の手続中に会社が公正と考える額を支払うことができるようにされた(会社786条5項等)。

(148) 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頁及び812-815頁注(1)(1981年)に引用された文献参照。簡易合併について株式買取請求権が認められた時点において、近時の株式買取請求権の拡大化傾向は資本の制度を中心として株式会社制度全体の構造にも関わる問題を提起するものであり、安易な拡大は行われるべきではないとの意見として宮島司『会社法概説〔第3版補正2版〕』473頁(弘文堂、2004年)。

(149) 神田・前掲注(15)285-286頁。

(150) 龍田・前掲注(140)283頁は、株式買取請求権制度は、少数株主を保護するとともに、多数派の政策実現を容易にするという効用をもち、買取を請求する株主が多ければ多数派も初期の目的を達しえないので、この制度の存在自体が不公正な合併を思い止まらせる予防的機能がある程度もつとしながら、「買取請求制度も万効薬ではない。」としている。

(151) 飯田・前掲注(5)348頁は、現在の株式買取請求権に関するルールは過渡期的なものであると評価し、将来的には、支配株主等の行為義務・責任、対象会社取締役の行為義務・責任のルールを立法論・解釈論によって明確にするなどして利益相反的な行為の問題に対応する一方で、株式買取請求権はスクリーニング機能を果たすナカリセバ価格に戻るのが理論的には望ましいのではないかという

## 論 説

には、Fischel 教授の理論の検討からもその特殊性が浮かび上がるフリーズ・アウト・マージャーと株式買取請求権の<sup>(152)</sup>関係についての詳察が必要である。会社に残存できない株主にとって特に問題となるシナジーの分配の有無を含めた「公正な価格」の意義とともに今後の検討課題としたい。

---

問題を提起している。

(152) フリーズ・アウト・マージャーの場合の株式買取りによる救済の問題点を指摘するものとして、拙稿「株式買取請求権に関する一考察」甲南法学54巻3・4号109頁、121-125頁（2014年）。Fischel 論文は、株式買取りが排他的であるならその原因となる取引がなされると、株主には3つの選択肢として①取引に賛成すること②市場での株式売却③株式買取りの請求があるとする（Fischel, *supra* note 1, at 901）が、フリーズ・アウト・マージャーの場合には、当然のことながら株主には会社に残るという選択肢がない。龍田・前掲注（140）283頁は、「株式買取請求権制度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である。……株主として居残りつつ不公正な合併の是正を望んだり、蒙った不利益の補償を望む者にとって、この制度はなんらの保護をも与えない。」とする。Letsou 教授のスクリーニング機能論にも、現金合併の場合に株式買取請求権が認められることを上手く説明できないという限界があるという。Letsou, *supra* note 5, at 1161. 飯田・前掲注（5）220頁。

（甲南法学'16）56-3-4-162（240）