

# 組織再編法制の分析

湯 原 心 一

## 要 旨

本稿では、事案を単純にするための仮定をおいた上で、厚生を最大化の観点から、わが国の組織再編法制、特に、組織再編における株主総会決議及び株式買取請求権を分析する視座を明らかにする。分析の対象として、上場会社を想定し、支配株主以外の株式は多数の株主によって分散所有されているものとする（議論によっては、支配株主を想定する）。第一に、株主総会決議がカルドア＝ヒックス効率的な組織再編を導くかについて、組織再編が全員一致の場合及び多数決の場合を検討し、また、取引費用の影響を検討した。第二に、株式買取請求権がカルドア＝ヒックス効率的な組織再編を導くかについて、特に、株式買取請求権を裁定取引として用いる場合を検討した。おおむね、株式買取請求権を有する多数決の組織再編をカルドア＝ヒックス効率的な組織再編を確保する制度と整合的に理解することができるが、わが国の制度では、株式買取請求権が裁定取引として用いられる可能性を否定できない。

## An Analysis of the Japanese Corporate Acquisitions Regime

Shinichi YUHARA

### Abstract

In this paper, I analyze the Japanese takeover regime—especially, the shareholders' vote at the shareholders' meeting and the appraisal rights—from the welfare point of view given certain assumptions. I assume that the target company is a listed company with widely-dispersed shareholders (though, in certain cases, I assume a controlling shareholder). First, I analyze whether the shareholders' vote will lead to the Kaldor-Hicks improvement taking into account the unanimous vote, the majority (or special majority) vote and transaction costs (including, strategic behavior). Second, I analyze whether the appraisal rights will lead to the Kaldor-Hicks improvement, especially, when the appraisal rights are used in part of a risk arbitrage (merger arbitrage) transaction. The current Japanese takeover regime with the special majority vote and appraisal rights can be largely understood as the measure to filter out the Kaldor-Hicks inefficient transactions, but it cannot exclude the possibility of the risk arbitrage transaction using the appraisal rights.

### 1. はじめに

本稿<sup>(1)</sup>では、事案を単純にするための仮定を置いた上で、組織再編法制を分析する視座を明らかにすることにより、組織再編制度の意義の一端を明らか

にすることを試みる<sup>(2)</sup>。分析の対象として、上場会社を想定し、支配株主以外の株式は多数の株主によって分散所有されているものとする。なお、事例によっては支配株主の存在を仮定する。

私は、法制度の目的が社会厚生を最大化であると

(1) 本研究は、早稲田大学における2015年度特定課題研究助成費（課題番号：2015S-179）による助成を受けている。また、早稲田大学高等研究所セミナーシリーズ【政治・経済・法の計量分析】の参加者から有益な示唆を受けた。

考えている<sup>(3)</sup>。しかし、ある法制度がすべての側面で厳密に社会厚生を最大化と整合的であることが難しいことがあることも理解している<sup>(4)</sup>。組織再編に関する法制度も、社会厚生を最大化と厳密に整合的であるように構築することは難しい。特に、本稿では、社会厚生ではなく、単に当事者の富の最大化について分析しているのみである<sup>(5)</sup>。しかし、このような制限にも拘わらず、組織再編を分析する視座を検討することは有益であろう。本稿では、次の順で検討を加える。

- 組織再編法制分析の視座
- 組織再編における株主総会決議
- 株式買取請求権

## 2. 組織再編法制分析の視座

### 2.1. 会社支配権市場

#### 財と自主的交換

自主的な財の交換は、パレート改善である<sup>(6)</sup>。ある所与の資源配分は、当該資源があるグループや領域 (territory) の中で、誰にも悪影響を与えず (worse off) に誰かをより良い状態にする (better off) ような再分配ができないときパレート効率的 (Pareto

efficient) であると定義される<sup>(7)</sup>。このような状態をパレート最適 (Pareto-optimal) という<sup>(8)</sup>。

#### 会社支配権という財の希少性

会社の支配権は、希少性<sup>(9)</sup>を有する財である<sup>(10)</sup>。希少な財の利用が効率的であるために、最も当該財を高く評価する者が取得して利用することが社会的に望ましいであろう<sup>(11)</sup>。そして、コースの定理<sup>(12)</sup>が成立する場合、財は、当該財をより高く評価する者が取得して利用することになろう。一般論として、財の交換は、促進されるべきだとすると、会社の支配権という財についても同様のことがいえる<sup>(13)</sup>。ただし、会社という財の場合は、一般の財と違って留意すべき点がある。なぜなら、後述する通り、会社支配権の移転に際して、厚生を促進させる支配権の移転を妨げずに、厚生を減少させるような支配権の移転が起きないように留意する必要があるからである<sup>(14)</sup>。

#### 厚生を最大化

会社支配権が交換される市場を会社支配権市場 (market for corporate control) という<sup>(15)</sup>。法制度の目的が社会厚生を最大化であるとして、会社支配権市場が社会厚生を最大化を導いているのかには留意

(2) 文脈は違うため個々に引用してはいないが、既存の論考として、Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161 (1981); Alan Schwartz, *Search Theory and the Tender Offer Auction*, 2 J.L. ECON. & ORG. 229 (1986); Alan Schwartz, *The Fairness of Tender Offer Prices in Utilitarian Theory*, 17 J. LEGAL STUD. 165 (1988); Lucian Arye Bebchuk, *The Sole Owner Standard for Takeover Policy*, 17 J. LEGAL STUD. 197 (1988) 等を参考にしている。

(3) 少なくとも、法制度の規範的分析は、社会厚生を考慮して行われるべきであると考えている。See STEVEN SHAVELL, *FOUNDATIONS OF ECONOMIC ANALYSIS OF LAW 2* (2004).

(4) ある法制度が実際に社会厚生を最大化することを論証することは難しい。法制度の一部を検討しても、その部分均衡の最大化が必ずしも社会厚生を最大化を意味しているとは言えないからである。See William W. Bratton & Michael L. Wachter, *Shareholders and Social Welfare*, 36 SEATTLE U. L. REV. 489, 525-26 (2013).

(5) See FRANK H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 39 (1991) (必ずしも会社の利益と社会厚生を最大化が一致するわけではないことを指摘する); Marcel Kahan, *Sales of Corporate Control*, 9 J.L. ECON. & ORG. 370 (1993) (法制度の目的を厚生を最大化であると述べる); REINIER KRAAKMAN ET AL., *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* 29 (2d ed. 2009).

(6) See JOSEPH E. STIGLITZ & CARL E. WALSH, *ECONOMICS* 11 (4th ed. 2006).

(7) See WILLIAM T. ALLEN ET AL., *COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION* 4 (2d ed. 2007); Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089, 1093-94 (1972); A. MITCHELL POLINSKY, *AN INTRODUCTION TO LAW AND ECONOMICS* 7 n.4 (4th ed. 2011); ROBERT B. COOTER & THOMAS ULEN, *LAW AND ECONOMICS* 14 (6th ed. 2011); LOUIS KAPLOW & STEVEN SHAVELL, *FAIRNESS VERSUS WELFARE* 54 (2002). Calabresi 教授及び Melamed 弁護士による論文の紹介として、藤倉皓一郎「Guido Calabresi & A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 HARV. L. REV. 1089 (1972)」アメリカ法 1976-1 号 85 頁 (1976)、翻訳は、グイド・カラブレージィ=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『不法行為法の世界』115 頁 (木鐸社, 2001)。

(8) See ALLEN ET AL., *supra* note 7, at 4.

(9) See N. GREGORY MANKIW, *PRINCIPLES OF MICROECONOMICS* 4 (7th ed. 2014).

(10) See Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. POL. ECON. 110, 112 (1965).

(11) See Zohar Goshen, *Voting (Insincerely) in Corporate Law*, 2 THEORETICAL INQ. L. 815, 816 (2001).

(12) Ronald H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 J.L. & ECON 1 (1960).

が必要である。会社を契約の束と捉え、会社支配権市場が機能し、会社の支配権が移転することにより会社から得られる効用の総計が増加すると仮定<sup>(16)</sup>しても、企業価値の増加という富の最大化が社会厚生 of 最大化と必ずしも一致しない可能性はある。特に、富の分配によって社会厚生が変化する場合である。富の再分配 (redistribution) と社会厚生 of 最大化の問題は、避けられない問題ではあるが、(税法等が主に議論しており) 会社法及び金融商品取引法は、富の最大化と社会厚生 of 最大化が一致しやすい分野であるから、本稿では、富の最大化を目的として議論する<sup>(17)</sup>。

## 2.2. 行われるべき組織再編の判断基準

### 望ましい組織再編と望ましくない組織再編

組織再編が行われるべきか否かを判断する際に、支配者に生じる私的利益を含めて会社から得られる効用の総計が増加するか否かを基準とすることが考えられる<sup>(18)</sup>。端的に言えば、支配者を含めた株主が

株式を所有することから得られる効用と支配者に対して生じる私的利益に基づく効用の総計が増加する場合に組織再編は行われるべきであるし、当該効用の総計が減少する場合には、組織再編は行われるべきではない<sup>(19)</sup>。

本稿では、効用の総計が増加し、実行されることが望ましい組織再編を「望ましい組織再編」と呼び、効用の総計が減少し、実行されるべきではない組織再編を「望ましくない組織再編」と呼ぶ。

### 企業価値基準

過去に企業価値<sup>(20)</sup>を基準として組織再編が実行されるべきかを議論した論文がある<sup>(21)</sup>。前述の効用の総計が増加するか否かは、企業価値が最大化するか否かと同義ではない。例えば、企業価値の最大化という議論には、支配者が有する私的利益が考慮されていないからである<sup>(22)</sup>。ただ、法政策として、効用の総計の最大化ではなく、企業価値の最大化を目的とする可能性は残っているように思われる<sup>(23)</sup>。本稿では、組織再編の前後で債権者への利益移転や債権

(13) See Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 STAN. L. REV. 819, 854 (1981); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L.J. 698, 704 (1982). 会社支配権の異動について、オークションが行われる場合、勝者の呪い (winners curse) や自信過剰等の限定合理性が問題となることはありえよう。E.g., RICHARD H. THALER, THE WINNER'S CURSE PARADOXES AND ANOMALIES OF ECONOMIC LIFE 52 (1992); Brad M. Barber & Terrance Odean, *The Behavior of Individual Investors*, in 2B HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE 1533, 1547 (George M. Constantinides, Milton Harris & René M. Stulz eds., 2013).

(14) 藤田友敬「支配株式の取得と強制公開買付—強制公開買付制度の機能」岩原紳作=山下友信=神田秀樹編集代表『会社・金融・法 [下巻]』(商事法務, 2013)。See ALLEN ET AL., *supra* note 7, at 425.

(15) See Manne, *supra* note 10, at 112.

(16) 会社支配権市場が機能する場合でも、必ずしも会社から得られる効用の総計が最大化するとは限らない。支配株主が得る私的利益及び株式から得られる価値並びに少数株主が株式から得られる価値の合計が増加するか否かが議論の対象となっている。See Kahan, *supra* note 5, at 368; Lucian Arye Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 Q.J. ECON. 957 (1994).

(17) 米国では、株主は、典型的には、富裕層で、年寄りがかつ白人であることから、株主価値の増加は、効率性に寄与することはあっても社会厚生への寄与への根拠としては薄弱であるという指摘がある。See Bratton & Wachter, *supra* note 4, at 525–26.

(18) Kahan, *supra* note 5, at 370; Bebchuk, *supra* note 16, at 962.

(19) See Kahan, *supra* note 5, at 370 に基づくと、次の通りである。 $S_b > 0$  及び  $S_s > 0$  を売主と買主の支配にかかる株式 (支配株式) の価値とする。この価値は、すべての株式について、株式の数に比例して生じるものとする。 $C_b \geq 0$  及び  $C_s \geq 0$  を売主及び買主に対して支配から生じる私的利益とする。 $C_s$  は、売却の前に売主に対して生じているものとし、 $C_b$  は売却後に買主に対して生じるものとする。 $W_b$  及び  $W_s$  を会社の社会的価値 (social value of the corporation) とし、 $W = S + C$  であるとする。社会厚生 of 最大化の観点から、 $W_b > W_s$  である場合にのみ会社の支配権が移転することが望ましいということになる。

(20) 本稿では、企業価値 (EV: enterprise value) はファイナンスで標準的に用いられる定義である株主価値及び負債価値の和を用いる。See CHENG F. LEE & ALICE C. LEE, *ENCYCLOPEDIA OF FINANCE* 104 (2006).

(21) 企業価値研究会「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収 (MBO) に関する報告書」9頁 (2007年8月2日公表)、神田秀樹ほか「企業価値研究会報告書と今後の買収防衛策のあり方 (上)」商事1842号8頁 (2008) [神田秀樹発言]。ここで企業価値という場合、負債価値が組織再編の前後で一定であると仮定して、実質的に株主価値を基準としているのか不明である。例えば、合併による多角化 (ポートフォリオ) 効果及び債権の引当てとなる財産の増加により負債価値が  $\Delta V_d > 0$  だけ増加し、株主価値が  $\Delta V_s < 0$  だけ減少する場合、 $\Delta V_d + \Delta V_s > 0$  である場合に企業価値に基づく組織再編は、実行されるべきということであろうか。

(22) 本稿注(5)における Kahan 教授の表現を用いれば、 $S_b > S_s$  の場合に、組織再編がされるべきと考えているのかもしれない。

(23) 例えば、支配者が支配権から得られる私的利益が無視できるほど小さいことを前提として、企業価値の最大化を基準とすることが考えられる。

者からの利益移転が存在しない<sup>24</sup>と仮定し、また、支配者が有する私的利益を無視し、株主価値の増加を基準として、議論を進める（ただし、一部の議論において株主の私的利益を考慮した）。すなわち、パレート改善やカルドア＝ヒックス効率的という場合、株主総体を基準として判断している。

### 2.3. 検討の範囲

組織再編に関する法制度には様々なものがある。例えば、合併、会社分割、株式交換、株式移転などの会社法上の組織再編の制度を筆頭に、公開買付や事業譲渡、新株発行に関する制度も組織再編に影響を与える制度である。本稿では、このうち、組織再編に関する株主総会決議及び株式買取請求権について、組織再編に関する法制度の目的は、前述の定義に従った望ましい組織再編を促進し、望ましくない組織再編を妨げることにあるという前提で、検討を加える。また、議論の範囲を絞るために、合併の被買収会社（対象会社）について検討する。

#### 組織再編が行われる場合の価格

組織再編で買主が売主に対して合意の上で対価を払いすぎること、又は、買主が売主に対して支払う対価が少なすぎることは、当事者の厚生合計に影響を与えない<sup>25</sup>。この観点からは、組織再編により、当事者の厚生合計が増加するか否かに焦点を当てた法制度の検討が重要であると言えるだろう。他方、当事者の厚生合計に影響を当てない点について、法制度の検討が不要であることを意味しない<sup>26</sup>。当事者間での利益移転に関する法制度であっても、組織再編当事者の組織再編への誘因に影響を与えるからである。例えば、組織再編から生じる買収者の期待利得が対象会社の株主に移転して減少する場

合、当事者の厚生合計には影響を与えないが、期待利得の減少は、買収者が買収を行う誘因を減少させるものとなる。

## 3. 組織再編における株主総会決議

### 3.1. 組織再編決議が全員一致決議を要求する場合序論

厚生を減少させる組織再編を妨げる仕組みとして最も基本的なものは、組織再編に要求される、株主総会決議であろう。多数決の議論をする前に、単純な例として、組織再編が全員一致の決議を要求する場合を検討する<sup>27</sup>。投票という制度に関しては、例えば、①議題の設定（どのような議題を設定するか、一括した議題にするか、分割した議題にするか）、②議題が複数存在する場合の投票の順序及び戦略的行動、③決議要件及び定足数要件等の様々な論点が考えられる<sup>28</sup>。この点、本稿では、組織再編の条件を所与とし、当該組織再編を実行するか否かという点についてのみ株主が投票をする場合について検討する。

#### 前提及び仮定

組織再編における株主総会決議の要件と投資家の厚生との関係について概観する。議論を単純化するために、発行者が重要な情報について証券市場に対して情報を開示している（以下「仮定①」という）<sup>29</sup>、及び対象会社の株式が情報が緩い情報効率性（informational efficiency）を満たし、取引費用等を勘案すると、株価が証券の基礎的価値から乖離することを奇貨として超過収益を得ることはできない程度の準強度の効率的（semi-strong form efficient）な市場で取引され、開示された情報が市場価格（株価）に反映されているが基礎的価値に関する効率性（fun-

24) このため、支払不能に近い会社及び支払不能に陥った会社に関する組織再編や組織再編の結果、他方が支払不能となる場合などは、検討の対象外である。

25) See EASTERBROOK & FISCHEL, *supra* note 5, at 185.

26) 例えば、組織再編から余剰が発生する場合、その分配について、法制度が介入する理由がないと指摘されることがある。藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論上巻』289頁（商事法務、2007）、飯田秀総「企業再編・企業買収における株式買取請求・取得価格決定の申立て―株式の評価」法教384号30頁（2012）。しかし、後述する通り、余剰の分配の結果に対して法制度が影響を与える場合、当事者の組織再編への誘因に影響を与えるのだから、法政策の観点から、組織再編当事者へ何らかの誘因を与えるために法制度で介入する可能性が考えられよう。

27) 米国では、かつて、組織再編において全員一致の決議が求められていた。See RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, *THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS* 642 (2d ed. 1995). 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258頁（1966）。

28) 林正義ほか『公共経済学』175-189頁（有斐閣アルマ、2010）。

29) 非現実的な仮定かもしれないが、組織再編に伴って重要な情報が開示されるのであれば、ある程度達成が可能な仮定であろう。この状態を発行者と投資家との間に情報の非対称性が存在していないと言い切れるかは、議論の余地がであろう。

damental value efficiency) は満たさないものとする(以下「仮定②」という)と仮定する。また、本稿では、発行者について、種類株式及び単元株制度が存在せず(すなわち、株式について1株当たりの議決権数に差が存在しない)、また、株式から得る利益はその数に比例して生じる(以下「仮定③」という)<sup>30</sup>、及び株主が限定合理性を有しているため、株主間の株式の評価に差異が生じるが、できる限り合理的に行動しようとする(以下「仮定④」という)という仮定を置く。

### パレート改善

株主間での交渉が不可能な場合でも、パレート改善である場合には、全員一致の決議がなされうであろう<sup>31</sup>。パレート改善である組織再編は望ましく(望ましい組織再編)、投資家が合理的であれば、全員一致であっても、これは実行されよう。パレート改善であり、投資家が合理的であるという前提を置いても、株主が戦略的行動(strategic behavior)を取るために取引費用が高くなる可能性はある<sup>32</sup>。例えば、少ない利益しか得ない株主が全員一致決議であることを奇貨として、より高い利益を得る者に対して利益の一部を要求する場合である<sup>33</sup>。

ここでパレート改善である場合とは、組織再編の対象会社の株主及び買収会社の双方においてパレート改善であることを意味する。なぜなら、前段落の理由により、組織再編の対象会社の株主においてパレート改善であろう。また、買収会社は、自発的な買収であれば、当該買収における対価を、買収会社

が利益を得ることができる水準に設定するはずであり、買収会社も組織再編から利益を得ることができるはずだからである<sup>34</sup>。

### カルドア=ヒックス効率的

次に、一部の者に対して利益を与え、一部の者に損失を与えるものの、全体として利益がより大きい組織再編を検討する。これは、全体として見た場合に利益がより大きいため、望ましい組織再編であり、実行されることが望ましい。

株主間の交渉の費用がゼロである場合、カルドア=ヒックス効率的であれば、利益を得る者が損失を被る者の損害を補償することによって、全員一致の決議は、なされう<sup>35</sup>。しかし、現実には、交渉に費用が掛かり、例えば、利益を得る者が複数存在し、誰がどの程度の補償をするかについて交渉する必要がある場合や拒否権を利用して利益配分に与ろうとする者などの存在によって交渉費用は、高くなりうる<sup>36</sup>。交渉費用を減少させるために株主総会決議を全員一致ではなく(ある種の多数決とする)ことが考えられる<sup>37</sup>。すなわち、多数決は、望ましい組織再編を促進するための制度であると考えられよう<sup>38</sup>。多数決の場合については、追って検討する。

### カルドア=ヒックス非効率的

次に、一部の者に対して利益を与え、一部の者に損失を与えるものの、全体として損失が大きい組織再編を検討する。この組織再編は、カルドア=ヒックス効率的ではなく、望ましくない組織再編であ

<sup>30</sup> 少数株主に関する限り、株式を保有することから得られる利得は、各株式に比例しており、事後(ex post)の観点からは、株主間に差異は生じない。しかし、事前の観点からは、当該株式の評価について、株主間で差異が生じうる。See Lynn A. Stout, *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, 81 VA. L. REV. 611, 616 (1995).

<sup>31</sup> 利益を得ることはないが、損失も被らない者が賛成票を投じると仮定している。この場合、誰も損失を被らず、誰かが利益を得るような状況である場合(パレート改善)、当該決議に対して全員が賛成することになるであろう。

<sup>32</sup> See Robert Cooter, *The Cost of Coase*, 11 J. LEGAL STUD. 1, 17-18, 28 (1982) (コースの定理に存在する問題として、仮に取引費用が存在しないとしても、交渉ゲームであれば、戦略的に行動する誘因の存在により、効率的な結果が達成されない可能性があることを示す); KRAAKMAN ET AL., *supra* note 5, at 263; EASTERBROOK & FISCHEL, *supra* note 5, at 101; Minor Myers & Charles R. Korsmo, *Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A*, 92 WASH. U. L. REV. 1551, 1558 (2015) (ホールド・アウト問題への言及)。

<sup>33</sup> 伊藤・前掲注27 259頁。

<sup>34</sup> 事後(ex post)で買収が失敗することがあっても、事前の観点(ex ante)からは、利益を得ることができると考えて買収がされるはずである。

<sup>35</sup> すなわち、全員一致を基準とすることによって、カルドア=ヒックス基準において非効率的な組織再編がなされないようにする効果があると言えよう。また、補償の結果、パレート改善である組織再編が実行され、パレート最適結果が導かれよう。

<sup>36</sup> See Easterbrook & Fischel, *supra* note 13, at 728 n.81.

<sup>37</sup> See *id.*

<sup>38</sup> 伊藤・前掲注27 263頁注9(「多数決原理の拡大の速度を増す潤滑油であると考えられる」と述べる)、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(一)」法協98巻6号815頁(1981)。See Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1549, 1574 n.79 (1989).

る。全員一致の決議を要求する限り、株主間の交渉費用がゼロであるとしても、当該組織再編は実行されない。なぜなら、損失を被る株主が当該組織再編に反対するからであり、利益を得る株主が損失を被る株主のすべての損失を填補できないからである。

#### 小括

全員一致決議を要求する場合、望ましくない組織再編は、実行されない。他方、望ましい組織再編が妨げられる可能性は存在する。その理由として、戦略的行動を含む取引費用が挙げられる。

### 3.2. 組織再編決議が多数決を要求する場合

#### 序論

次に、多数決の決議によって組織再編が行われる場合について検討する。議論を単純にするために、買収者が100%の株式を得ると仮定する（以下「仮定⑤」という）<sup>39)</sup>。組織再編を可決するために必要な決議要件は、特別決議（309条2項12号）とする。

#### パレート改善

パレート改善である組織再編の場合、全員一致を条件とする株主総会決議が通ることは、前述した通りである。このため、株主総会決議の要件が多数決であったとしても、組織再編は、可決される。パレート改善である組織再編が社会的に望ましいという点及び投資家による戦略的行動が生じうる点も、全員一致の場合の議論と同様である。

#### カルドア＝ヒックス効率的

カルドア＝ヒックス効率的な組織再編については、多数決での決議がなされる。これには、株主間で補償が必要な場合と必要でない場合が考えられる。

第一に、カルドア＝ヒックス効率的な組織再編が株主間での補償を要せず可決されるか否かは、当該組織再編から利益を得る者と損失を被る者の比率がどの程度かに依存する。組織再編の要件が特別決議である場合、当該組織再編から利益を得る者が保有する議決権数が3分の2を超える場合、組織再編が可決される。

第二に、取引費用が存在しない場合、組織再編か

ら利益を得る株主が保有する議決権が3分の2に達しない場合でも、組織再編から得る利益が、組織再編から損失を被る一部の株主の損失を填補し、その結果、利益を得る株主保有する議決権が3分の2を超えるように交渉がなされるため、組織再編は、可決される。ただし、取引費用が存在する場合や株主が戦略的に行動する場合、必ずしもこのような結果が得られるとは限らない<sup>40)</sup>。

#### カルドア＝ヒックス非効率的

カルドア＝ヒックス非効率的な場合、組織再編が可決される場合と否決される場合の両方が考えられる。また、カルドア＝ヒックス非効率的な場合についても、株主間で補償が必要な場合と必要でない場合が考えられる。

第一に、カルドア＝ヒックス非効率的な場合に、株主間の補償なしで組織再編が可決されるかは、当該組織再編から利益を得る者と損失を被る者の比率がどの程度かに依存する。当該組織再編から利益を得る者が保有する議決権数が3分の2を超える場合、組織再編が可決される。

第二に、カルドア＝ヒックス非効率的な場合に、株主間の補償を行うことで組織再編が可決される場合が考えられる（必ずしも株主間の補償によって可決されるとは限らない）。すなわち、組織再編から利益を得る者が決議要件に足りない場合に、自らの利益を他の株主に補償し、当該他の株主が賛成することで、決議要件を満たす場合である。

第三に、カルドア＝ヒックス非効率的な場合、カルドア＝ヒックス効率的な場合と違い、取引費用を無視しても、また、株主間で補償をしても、組織再編が可決しない場合が考えられる。例えば、株主が100人おり、それぞれが1株を有しているとする。そのうち66人が組織再編から1単位の利益を得るとし、残りの34人が組織再編から各67単位の損失を被るとする。この場合、当該34人のうち1人を賛成させれば特別決議を可決することができるが、組織再編から利益を得る者が得であろう利益が補償に十分ではないため、組織再編決議

<sup>39)</sup> 例えば、合併後の株式を対価として組織再編が行われるような場合を意図している。買収者が一段階で全ての株式を取得しない場合には、二段階買収として構造的強圧性 (structural coercion) により、望ましくない組織再編が生じる可能性がある。See Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, 44 BUS. LAW. 247, 267 (1989); EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 5, at 179; Jonathan R. Macey & Fred S. McChesney, *A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail*, 95 YALE L.J. 13, 20–23 (1985). 藤田・前掲注(14) 51頁参照。

<sup>40)</sup> 公開買付は、このような当事者間の契約の費用を減少させる仕組みであると理解できる。See EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 5, 171.

は、否決される<sup>(41)</sup>。

## 4. 株式買取請求権

### 4.1. 平成17年改正

平成17年改正前商法におけるナカリセバ価格は、「企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証機能」<sup>(42)</sup>を果たしていると考えられる（以下、この価格を「ナカリセバ価格」という）。すなわち、この機能において買取価格は、パレート原理の下限となる<sup>(43)</sup>。他方、公正な価格が認められることにより、「企業再編によるシナジーの再分配機能」<sup>(44)</sup>が追加された（以下、この価格を「シナジー分配価格」という）。公正な価格は、「企業再編がなされること自体は賛成であるが、その対価の定め方に不満がある」という理由での反対<sup>(45)</sup>に、ナカリセバ価格は、「企業再編がなされること自体への反対」<sup>(46)</sup>に対応している。そして、学説では、反対株主は、株式買取請求権の行使にあたり、どのような理由により組織再編に反対したかを示させる仕組みを置いていない以上、ナカリセバ価格とシナジー分配価格のいずれか高い額が認められることになるであろうと指摘されている<sup>(47)</sup>。

個別具体的な事案の下でナカリセバ価格又はシナジー分配価格のいずれが適用されるべきか（どのようにならぬが適用されるべきかを判定するか）について、ナカリセバ価格とシナジー分配価格のいずれか高い方が適用されるという見解<sup>(48)</sup>と株主価値の増加又は減少に応じてシナジー分配価格又はナカリセバ価格を基礎とする見解<sup>(49)</sup>がある。

最高裁判所は、平成23年の楽天対TBS事件（最三小決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁）で、反対株主の株式買取請求権に基づく株式買取価格決定の文脈で、反対株主の株式買取請求権及び公正な価格の意義について述べ、これは、テクモ事件（最二小決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁）において、次の通り一般化された（ただし、同事件の決定要旨がいずれか高い方という考え方と整合的でない点がある<sup>(50)</sup>）。

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は、反対株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、株式移転がされなかったとした場合と経済的に同等の状態を確保し、さらに、株式移転により、組織再編による相乗効果（以下「シナジー効果」という。）その他の企業価値の増加が生ずる場合には、これを適切に分配し得るものとするにより、反対株主の利益を一定の範囲で保障することにある。

### 4.2. 組織再編がカルドア=ヒックス非効率性の判別

次の問題は、ある組織再編が可決されたとして、当該組織再編がカルドア=ヒックス効率的であるかを判断することができるかである。この点、組織再編法制では、組織再編法制に伴って株式買取請求権が規定されている<sup>(51)</sup>。組織再編における株式買取請求権の経済的機能を次に検討する<sup>(52)</sup>。

株式買取請求権が存在しない場合かつ多数決の場合

(41) 本稿では、組織再編から生じる利益は、どの株主の組み合わせで賛成したとしても一定であると仮定している。実際は、どの株主が賛成するかによって、その後の会社経営やこれに伴う買収後の会社の価値が変化し、ひいては、買収前の株主に分配される利得が変化し、賛成に必要な株主の組み合わせが変化するかもしれない。岡田章『ゲーム理論・入門—人間社会の理解のために』224-225頁（有斐閣アルマ、2008）。

(42) 藤田・前掲注26 282頁。

(43) See EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 5, at 145.

(44) 藤田・前掲注26 282頁、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法教304号79頁（2006）。

(45) 藤田・前掲注26 283頁。「新会社法のもとでの株式買取請求権は、あるべき企業再編条件を想定し、それから逸脱した企業再編が行われた場合に反対株主に救済を与えるという性格がある」。藤田・前掲注26 276頁。

(46) 藤田・前掲注26 283頁。

(47) 藤田・前掲注26 283頁。同様の意見として、江頭憲治郎「判批」金判1353号5頁（2010）、江頭憲治郎『株式会社法』871-872頁（有斐閣、第6版、2015）（以下、「江頭・株式会社法」という。）、川島いづみ「反対株主の株式買取請求権」江頭憲治郎編『株式会社法大系』189頁（有斐閣、2013）、田中亘「『公正な価格』とは何か」法教350号63-64頁（2009）。

(48) 藤田・前掲注26 282-283頁、田中・前掲注44 90頁。

(49) 東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社非訟』112頁（判例タイムズ社、2009）。

(50) 拙稿「株式移転完全子会社の反対株主がした株式買取請求における『公正な価格』」早法90巻4号115頁（2015）。

(51) 本稿では、どのような場合に買取請求権が認められるべきかという点については、検討しない。この問題について、例えば、Bayless Manning, *The Shareholders's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 YALE L.J. 223, 239-244, 262 app.1 (1962) 参照。

合、組織再編は、株主総会決議という条件が存在したとしても、必ずしもパレート改善とはならず、また、カルドア＝ヒックス効率的とはならないであろう<sup>53</sup>。ナカリセバ価格による株式買取請求権には、カルドア＝ヒックス効率的な組織再編を判別する効果があるので、ナカリセバ価格を保障する株式買取請求権、及びシナジー分配価格を保障する株式買取請求権を順に検討する。

#### ナカリセバ価格を保障する株式買取請求権

反対株主に対して組織再編がなされる前の価値<sup>54</sup>を補償する株式買取請求権<sup>55</sup>は、カルドア＝ヒックス効率的ではない組織再編が実行されないようにする効果がある<sup>56</sup>。すなわち、当該組織再編から利益を得ることができる者は、組織再編に賛成する。組織再編に反対する者は、株式買取請求権が認められ、組織再編がなされる前の価値を補償する<sup>57</sup>ことによって、組織再編から損失を被らないことになる。買取者は、組織再編から損失を被る者に対して、株式買取請求によって組織再編がなされる前の価値を補償されることになるとしても利益を得る場合にだけ、組織再編を実行する。株式買取請求による補償

がなされる結果、当該取引は、パレート改善となるし、また、当該取引は、カルドア＝ヒックス効率的であると言えよう。すなわち、前述した通り、ナカリセバ価格を保障する株式買取請求権には、当該取引がカルドア＝ヒックス効率的であることを判別し、カルドア＝ヒックス基準に基づいて効率的なものだけが実行されるように担保する機能があると言えよう。

また、全員一致の場合と比較すると、カルドア＝ヒックス効率的な組織再編が実行されるという点で共通であるが、当該組織再編から損失を被る者に対して保障するための交渉が不要である点に違いがある。すなわち、組織再編を多数決で行い、株式買取請求権の手続きを定めることで、取引費用（交渉費用）を低減することが可能となる。

#### シナジー分配価格を保障する株式買取請求権

次に、公正な価格の解釈に関して、ナカリセバ価格とシナジー分配価格のいずれか高い価格を保障する趣旨であると解して<sup>58</sup>議論を進める<sup>59</sup>。

ナカリセバ価格とシナジー分配価格のうち高い方を裁判所が認め、シナジー分配価格を裁判所が認め

52) わが国の買取請求権制度について、株主の利益に重大な関係のある事項につき、多数決を認めるとともにこれを修正し、少数派株主に投下資本を回収する途を与えて救済する制度であると述べるものがあり、多数決制度との関係が見られる。落合誠一編『会社法コンメンタール 12 一定款の変更・事業の譲渡等・解散・清算 (1)』97頁 (商事法務, 2009) [柳明昌], 森本滋編『会社法コンメンタール 18 組織変更, 合併, 会社分割, 株式交換等 (2)』95-96頁 (商事法務, 2010) [柳明昌]。また、最近では、少数株主に公正な価格を保障することにより多数派の機会主義を監視する機能が重視されているとも述べられている。落合編・前掲・97頁 [柳], 森本編・前掲・96頁 [柳]。このような観点から見れば、本稿で述べるところは、多数派の機会主義を防ぐということの経済的な意味を明らかにするものと捉えることができよう。

53) 組織再編において多数決が求められているのは、多数決の賛成がカルドア＝ヒックス効率性を満たすと仮定するからであると述べるものがある。See GILSON & BLACK, *supra* note 27, at 643. ある取引に賛成する者が1単位の利益を得、反対する者が1単位の損失を被る状況である場合、賛成が多数となることは、当該取引がカルドア＝ヒックス効率的であることを示すことになる。しかし、実際には、当該取引に賛成する者がどの程度の利益を得、反対する者がどの程度の損失を被るのかは、明らかではないため、一概に多数決がカルドア＝ヒックス効率的であるとは言えないであろう。例えば、100人の株主がそれぞれ1株を有する会社において、70人の株主が各1単位の期待利得を得るために組織再編に賛成するとして、残り30人の株主が各3単位の期待損失を被る場合、当該取引が実行されることは、事前 (ex ante) の観点からカルドア＝ヒックス効率的とは言えない。

54) 例えば、発行者と投資家との間に情報の非対称性が存在していない (仮定 1A) 及び対象会社の株式が情報が準強度の効率的 (semi-strong form efficient) な市場で取引され、開示された情報が市場価格 (株価) に反映されているが満たされる (仮定 2A) という前提を置いた上で、組織再編がなされる前の価値は、ビジネス・プランニングを促進するために、公表日前日の市場価格とするような法政策が考えられよう。See Trevor S. Norwitz, *Delaware Legislature Should Act to Curb Appraisal Arbitrage Abuses*, THE CLS BLUE SKY BLOG (Feb. 10, 2015), <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2015/02/10/delaware-legislature-should-act-to-curb-appraisal-arbitrage-abuses/> (last visited Aug. 21, 2015). この価値は、いわゆるナカリセバ価格とは厳密には異なるであろうが、考え方として類似しているため参考になるとと思われる。

55) 米国において、組織再編の株主総会決議が全員一致から多数決へ移行の過程において株式買取請求権が発生したと述べるものがある。伊藤・前掲注<sup>27</sup> 259頁, 261頁, 266頁, 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 244頁 (1982)。なお、神田・前掲・246頁は、全員一致原則に服することなく合併などを行うための制度として導入されたという見方と、多数決での合併が許容された後、少数株主を保護するために認められた制度であるという見方を紹介する。

56) 藤田・前掲注<sup>26</sup> 274-275頁。ただし、カルドア＝ヒックス効率的である組織再編がすべて実行されるわけではない。

57) 川島・前掲注<sup>47</sup> 189頁 (旧商法下の株式買取請求権は、組織再編の承認決議に不満のある反対株主に当該組織再編が行われないと仮定した場合の価格で持株を手放して、会社から退出する機会を提供するものであった)。



る場合、ナカリセバ価格よりも高い価格で買収者が会社を買収していることになる。ナカリセバ価格での株式買取請求権を認める買収がカルドア＝ヒックス効率的なのであから、ナカリセバ価格よりも高い価格での株式買取請求を認める買収もカルドア＝ヒックス効率的である。

ここでの問題点は、組織再編の過剰抑止を生じるという点である。この点を次に議論する。

### 組織再編の過剰抑止

シナジー分配価格を認める場合の問題は、公正な価格を認めることによって、組織再編が過剰に抑止される可能性があることであろう<sup>60)</sup>。この問題は、冒頭の支配権市場において財がどの価格で移転されるべきかという問題と関係している。売主及び買主の支配株主の私的利益を無視して（以下「仮定⑥」という）、企業買収前の株式の価値を $S_s$ とし、企業買収後の株式の価値を $S_b$ とする。 $S_b > S_s$ の場合、当該買収が望ましく、 $S_b < S_s$ の場合、当該買収は、望ましくない。前述の通り、仮定①、②及び⑥が満たされるという前提であれば、組織再編を実行する理由は、主に、組織再編から生じるシナジーを得ることにあるだろう<sup>61)</sup>。すなわち、シナジー $AS$ を $AS \equiv S_b - S_s$ とし、取引費用を $C_t$ とした場合、取引か

ら生じる利益 $E[P]$ は、 $E[P] = AS - C_t$ となる。

### 買収者が取引から生じるシナジーを独占する場合

買収者が取引から生じる利益を独占できる場合、すなわち、株式買取請求によって株主に対して支払われる価格がナカリセバ価格である場合、 $AS > C_t$ である限り、 $E[P] > 0$ となり取引が生じる。取引費用を費やしても得る利益が大きいことから、これは社会的に望ましい取引である。

### 対象会社株主がシナジーを一部受領する場合

次に、対象会社株主がシナジーを一部受領する場合、すなわち、株式買取請求によって株主に対して支払われる価格がシナジー分配価格である場合について検討する。買収者が株式買取請求権を行使した株主に対してシナジー分配価格として支払う総額を $P_s$ とし、また、ナカリセバ価格として支払う総額を $P_e$ とする。シナジー分配価格がナカリセバ価格より高いという前提に基づき、 $P_s > P_e$ であるとす。すなわち、この差額 $AD \equiv P_s - P_e$ は、 $AD > 0$ であるとす。

シナジー分配価格として、買収対象会社の株主がシナジーの恩恵に与る場合、 $AS > C_t \Leftrightarrow AS - C_t > 0$ であったとしても必ずしも取引は実行されない。すなわち、 $AS - AD < C_t \Leftrightarrow AS < C_t + AD$ である場合に

58) 藤田・前掲注20) 281頁、283頁。なお、最二小決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁は、公正な価格の解釈に関して、ナカリセバ価格とシナジー分配価格のいずれか高い価格を保障する趣旨であると解することができる部分だけでなく、これに矛盾する判示が含まれていると解することができるため、本文で述べる批判は、相当程度軽減されている。拙稿・前掲注50)参照。

59) 公正な価格が、ナカリセバ価格とシナジー分配価格を比較しないで決定される場合、シナジー分配価格がナカリセバ価格を下回る場合も考えられよう。特に、シナジー分配価格の算定方法とナカリセバ価格の算定方法が複数存在し、許容されている場合である。この場合、算定方法によっては、シナジー分配価格がナカリセバ価格を下回るときが考えられる。また、ナカリセバ価格とシナジー分配価格のいずれか高い価格を保障する趣旨であると解しているにも拘らず、片方のみを算出して依拠する場合には、留意が必要である。例えば、ナカリセバ価格を利用する条件として、「企業価値が毀損している」ことを用いることがあるが、企業価値が毀損していることの判定が、ナカリセバ価格とシナジー分配価格のうち、ナカリセバ価格が高いことを担保するものとなっているのか疑問がある。ナカリセバ価格がシナジー分配価格を超えるかは、シナジー分配価格とナカリセバ価格がどのように算定されるかによる。シナジー分配価格について、①株価以外の方法が用いられるのか、②株価に補正がなされるのか、③株価以外の方法が用いられる場合の具体的な方法等が問題となる。特に、株価以外の方法が用いられる場合には、ディスカウントド・キャッシュ・フロー法等の価値評価方法の具体的な手順の他に、通常、交渉によって分配額が決定される要素、例えば、事業上生じるシナジー、私的利益、本源的価値と株価との差の分配等をどのように取り扱うかという問題がある。ナカリセバ価格は、その算定方法、特に、①ナカリセバ価格算定の基準日、②ナカリセバ価格算定について補正を行うことができるか、③補正を行う場合、その参照日、補正の対象とする項目、補正の方法等に依存する。補正を行うこと自体については、最三小決平成23年4月26日民集236号519頁において裁判所の合理的な範囲内であると認められている。原審の東京高決平成22年10月19日金判1354号14頁では、マーケット・モデルにおける補正が認められているが、マーケット・モデルによる補正がなされる場合、取引の公表直後の株価の市場指標からの統計的に有意な下落は、必ずしも、ナカリセバ価格がシナジー分配価格を上回ることを保証するものではない。

60) 藤田・前掲注26) 276頁（「公正な余剰の分配を強制することが柔軟な企業再編を妨げる弊害」に言及する）。この結果、株価が下落することが考えられる。See Jonathan M. Karpoff & Paul H. Malatesta, *The Wealth Effects of Second-Generation State Takeover Legislation*, 25 J. FIN. ECON. 291, 308 tbl.3 (1989)（買収防衛立法の株価への影響）。

61) 他に、本稿における前提では、市場の非効率性、特に市場が基礎的価値に関する効率性について非効率であることから生じる利益を得ることが考えられるが、この点は措く。

取引が生じない。特に、 $\Delta S - C_i > 0$ であれば、社会的に望ましい取引であるにも拘らず、実行されないという過剰抑止が生じることになる<sup>62)</sup>。

社会的に望ましい取引を促進するという観点からは、平成17年改正は、望ましくないということになろう<sup>63)</sup>。他方、平成17年の法改正は、シナジーの分配を強制することにより、社会的に望ましくない取引が発生することを防ぐという機能<sup>64)</sup>を強化するものとなる。

#### 4.3. 基準日後株主による買取請求権の行使

基準日後株主による買取請求権の行使が可能であること<sup>65)</sup>は、買取請求権を行使する権利が基準日後も売買の対象となっていることを意味する<sup>66)</sup>。これにより、組織再編取引を行うか否かの判断に関して、集合行為の問題を緩和するかもしれない<sup>67)</sup>。

他方、基準日後に取得した株式について株式買取請求権を認め、基準日後に買取請求に係る株式が増加する場合、株式買取請求権を行使する議決権数が①組織再編の前の事前の反対通知に係る株式数、②株主総会での反対に係る株式数、及び③総株式数の3分の1を超える可能性がある<sup>68)</sup>。これにより組織再編の当事者に費用が掛かる可能性がある。例えば、①株式を対価とする組織再編の買収者が買取請求に応じるために現金を用意しなければならなくなる、②株式を対価とする組織再編の買収者が組織再編に想定する組織再編当事者の旧株主の比率について変動が生じる、③裁判所が買取請求に基づく価格決定として組織再編の対価額を超える価格を認定することで現金を対価とする組織再編の買収者が支払う買収対価が増加する可能性がある。

ここでは、基準日後株主による買取請求権の行使について、買取請求に基づく買取価格が公正な価格(ナカリセバ価格とシナジー分配価格のうちどちらか高い方)である場合とナカリセバ価格である場合を検討する。

#### 基準日後株主による買取請求権の行使

##### 一ナカリセバ価格である場合

買取請求に基づく買取価格がナカリセバ価格である場合、買取請求される数が増加すると、一株当たりの買取請求に係る取引費用が減少すると考えられる。ナカリセバ価格とシナジー分配価格のうちどちらか高い方という金額と比較して、ナカリセバ価格は、シナジー分配価格と同額か低い金額にしかかなりえず、また、ナカリセバ価格を望ましくない組織再編が実行されることを妨げるために用いているのであれば<sup>69)</sup>、買取請求にもとづいてナカリセバ価格を支払われる株主が増加することが正当化されうる(この法政策において、買収者が対象会社の株主に対してナカリセバ価格を支払うことは、組織再編を実行する前提であると考えられる)。

株式を対価とする組織再編の買収者が買取請求に応じるために現金を用意しなければならなくなるという問題は生じるが、買収者は、ナカリセバ価格よりも取得に係る株式を高く評価しているのだから、この意味で、経済的な損失を被らない。流動性を得るために、何らかの経済的な負担が生じることが考えられるが、この点は、銀行借入<sup>70)</sup>等で対応ができるように思われる。

そして、再交渉が生じることを前提とすれば、株式買取請求権の行使により組織再編から生じる利益が株式買取請求権を行使する株主に移転する可能性

62) See Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, 11 BELL J. ECON. 42, 43 (1980).

63) 買取価格の期待値が増加すると、事前の観点(ex ante)から見た場合の潜在的な買収者の買収の誘引を削ぐ結果となり、特に買収により買収者が利益を得られなくなる水準まで買取価格の期待値が増加するとき、当該買収者は、買収する誘引を失う。See EASTERBROOK & FISCHER, *supra* note 5, at 174. 江頭憲治郎「裁判における株価の算定—日米比較をまじえて—」司法研修所論集122号36-79頁(2013)(株式買取請求の文脈の公正な価格について、米国では、シナジーを含めるべきではないという見解が相当根強いことを紹介する)、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『融合する法律学(上)』355頁(信山社, 2006)参照。

64) Myers & Korsmo, *supra* note 32, at 1598.

65) 例えば、東京地決平成27年3月25日金判1467号34頁、東京地決平成25年7月31日資料商事358号148頁、東京地決平成25年9月17日金判1427号54頁、東京地決平成25年11月6日金判1431号52頁。

66) Myers & Korsmo, *supra* note 32, at 1554.

67) Myers & Korsmo, *supra* note 32, at 1555, 1566.

68) 葉玉匡美「略式株式交換における株式買取請求権」商事1878号43頁(2009)参照。

69) なお、ナカリセバ価格といいつつ、組織再編が行われる前の価値を超える価値を支払うよう買収者に強要する法制度の場合には、買収者に追加の費用を課すため、基準日後株主による買取請求権の行使が正当化されない。

が減るから、望ましくない組織再編を防ぐという観点からは、基準日後はもとより、決議後の株主に対しても株式買取請求権を行使することが認められやすくなる<sup>71)</sup>。他方、契約条項の不明確さ<sup>72)</sup>や取引費用等<sup>73)</sup>により再交渉が必ずしも生じないこと<sup>74)</sup>、及び株式買取請求権自体から生じる取引費用に基づき、株式買取請求権を行使することができる株主を一定の者に限ることが認められよう。

### 基準日後株主による買取請求権の行使

#### —シナジー分配価格である場合

基準日後株主による株式買取請求権の行使に基づく買取価格がシナジー分配価格である場合の問題点は、次の通りである。

第一に、シナジー分配価格は、その定義上、ナカリセバ価格以上の価格となる。ナカリセバ価格は、組織再編を承認する旨の株主総会の決議がされることがなければその株式が有したであろう価格（最三小決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁、最三小決平成23年4月26日集民236号519頁）であり、もし、ナカリセバ価格に「企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証機能」<sup>75)</sup>があると考える場合、シナジー分配価格は、企業再編がなされる前の価値に対して企業再編によって付加される（増加される）価値の一部を、既存株主に対して分配することになる。これは、買収者が組織再編（買収）を行う誘因を減少させるものである。

第二に、基準日後株主による株式買取請求権の行使により、株式買取請求権を行使する株主の数が、

潜在的に増加しうる。取引費用を無視し、また、買主の支配株主の私的利益を無視して（仮定⑥）、買収者による買収後の株式の価値を $S_b$ とし、買取価格 $S_a$ を $S_a < S_b$ とし、株式買取請求権が行使された際のシナジー分配価格（買取価格） $A_s$ をとすると、第一に、シナジー分配価格が買収者による買収後の株式の価値と同額未満である場合 $A_s < S_b$ 、買収者は、買収後に何らかの利益を得ることができるため、組織再編を実行することになる<sup>76)</sup>。第二に、シナジー分配価格が買収者による買収後の株式の価値を超える場合 $S_a < S_b < A_s$ 、多くの株式買取請求権が行使されると、買収者が組織再編から利益を得ることができなくなる可能性がある。株式買取請求権がどの程度行使されるかを事前に知ることが難しく、また、買取価格が幾らになるかを事前に知ることが難しいため、特に、リスク回避の買収者が組織再編を行う誘因を減少させるであろう。

なお、株式を対価とする組織再編の買収者が買取請求に応じるために現金を用意しなければならないという点は、ナカリセバ価格の場合と同様である。

## 4.4. 株式買取請求という制度を設計する際の変数

### 4.4.1. 序論

株式買取請求権に、望ましい組織再編を促進し、また、望ましくない組織再編を妨げるという機能があると考える場合、①株式の買取価格、②株主が買取請求権を行使すべき日及び③買取価格を決定する

70) 米国では、一定数の買取請求がなされた場合の組織再編契約の解除で対応できると指摘されている。Myers & Korsmo, *supra* note 32, at 1600. デラウェア州の法改正に関する議論においても、組織再編に基づく裁定取引について、デラウェア州では、株式買取請求権に係る反対株主が一定以下であることを組織再編の条件として当事者間の契約に盛り込むことができるといことが、同裁定取引を法律上禁止しない理由として挙げられた。Lowenstein Sandler, *Delaware Bar Finds That Appraisal Remedy Protects Investors*, APPRAISAL RIGHTS LITIGATION BLOG (Mar. 19, 2015), <http://www.appraisalrights litigation.com/2015/03/19/delaware-bar-finds-that-appraisal-remedy-protects-investors/> (last visited Aug. 6, 2015). 上柳克郎ほか編集代表『新版注釈会社法(5) 一株式会社機関 (1)』285頁（有斐閣、1986）〔矢戸善一〕（書面による反対の意思通知について、会社に対して議案提出の判断及び決議成立のための対策をなさしめることに言及するが、その実効性に疑問も付す）。わが国では、株主総会に先立つ反対通知が多い場合に組織再編を解除する旨を契約で合意することが考えられるが、基準日後の株主にも株式買取請求権が認められる場合、このような合意の実効性には疑問があろう。そもそも、反対通知の実効性に疑問が付されている。森本編・前掲注52) 98頁〔柳明昌〕。

71) 学説は、決議後の株式による株式買取請求権の行使を否定している。江頭・株式会社法・前掲注47) 837頁、川島・前掲注47) 209頁、齊藤真紀「判批」商事1973号123頁（2012）。

72) COOTER & ULEN, *supra* note 7, at 340.

73) 例えば、再交渉を行う余裕がない場合（再交渉を行う取引費用が高い場合）や情報の非対称性による交渉の決裂が指摘されている。SHAVELL, *supra* note 3, at 315.

74) COOTER & ULEN, *supra* note 7, at 328.

75) 藤田・前掲注26) 282頁。

76) ただし、取引費用が存在する場合や買取価格が幾らになるのか事前に知ることが難しいため買収者がリスク回避である場合は、必ずしも組織再編が実行されるとは限らないであろう。

基準日という変数をどのように定めるかによって、当該機能の効果が異なる<sup>77)</sup>。次にこれらの点を検討する。

#### 4.4.2. 株式の買取価格

##### 序論

株式買取価格（すなわち、公正な価格の解釈）が組織再編に与える影響は、抽象的に言えば、①買取価格が高い場合に望ましい組織再編を抑制する効果があり、また、②買取価格が低い場合には、望ましい組織再編を抑制する効果が低い（ひいては、法制度によっては望ましくない組織再編が生じる可能性が高まる）ということになる。

##### 買取価格が高い場合

具体的には、取引費用等を勘案しても買取価格が組織再編の対価よりも高い場合、株主は、株式買取請求権を行使する誘因を有する。この場合、買取者は、株式買取請求権を行使した株主に対して組織再編よりも高い買取価格を与えるという点で買取費用が増加し<sup>78)</sup>、これを負担することになり、また、組織再編に反対する株主が増加することで組織再編が実行されない可能性が高くなるというリスクを負担することになる（この点について、後述する。）。特に、買取価格が組織再編後の株主価値の増加を反映することにより、買取価格を超えるという理由で株主が組織再編に反対（すなわち、協調の拒否）（holdout）することは、公開買付規制の文脈でのただ乗り（free-ride）の議論と類似するものとなる<sup>79)</sup>。

株式買取価格が高い場合でも組織再編は生じうる。それは、組織再編から生じる利益の一部を株式

買取請求権を行使する株主に渡しても、買取者が、利益を得ることが出来る場合である。この場合、株式買取請求権は、組織再編から利益が生じる（すなわち、望ましい組織再編である）ことを担保する制度となる。他方、組織再編から生じるすべての利益が株式買取請求権を行使する株主に帰属する場合、組織再編から社会的な利益が生じるときでも、買取者は、組織再編を行う誘因を有しないから、望ましい組織再編を阻害するということになる<sup>80)</sup>。

また、リスク中立<sup>81)</sup>の買取者とリスク回避<sup>82)</sup>の買取者では、株式買取請求権が与える影響に差が生じうる。前提として、リスク中立の買取者にとって将来生じる期待利得が正であるとしても、その分散が高い場合には、リスク回避の買取者にとって、期待利得が正とならない場合が考えられる。この場合、リスク回避の買取者は、組織再編を行う誘因を有しない。さらに、株式買取請求権が存在する場合、株式買取請求権を行使されるリスクや株式買取請求権に基づく公正な価格が不明確であることから生じるリスクにより、リスク回避である買取者が有する組織再編を行う誘因を減少させるものとなる。

##### 買取価格が低い場合

買取価格が低い場合、典型的には、買取価格よりも低くかつ買取価格が市場価格よりも低い場合、株主は、買取請求権を行使する誘因を持たない。この場合、買取請求権は、買取者にとって追加の費用負担にはならない。株式の買取価格が低い場合の問題点は、社会的に望ましくない組織再編を妨げることができない可能性が増すという点にある。

77) ④行使するまでに必要な手続き、⑤基準日後に取得した株式について買取りを行使できるかは、株式買取請求に係る株式数に影響を与えるが、本節では、議論を省略する。

78) 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（三）」法協129巻5号986頁（2012）（株式買取請求権の存在は、買取側にとってコスト増大要因であり、買取価格を引き下げる要因となりうること、ひいては買取対象会社株主の利益とならない可能性があることを指摘する）、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（四）」法協129巻6号1255頁（2012）（シナジーの分配により支配株主が企業価値を高めるような合併を実行する誘因を損うことになるという学説を紹介する）。See KRAAKMAN ET AL., *supra* note 5, at 201.

79) 公開買付後の株式の価値が公開買付価格を上回る場合に、株主が公開買付に応募しないで、新たな買取者による株主価値の向上という利益を費用を負うことなくするというただ乗り（free-riding）が生じる。See Grossman & Hart, *supra* note 62, at 45; See GILSON & BLACK, *supra* note 27, at 1238（公開買付後の株式の価値が、公開買付前よりも高い場合、株主は、公開買付に応募しないことに言及する）; Goshen, *supra* note 11, at 819–20. わが国における議論として、黒沼悦郎「公開買付規制の理論問題と政策問題」江頭憲治郎編『株式会社法大系』534頁（有斐閣、2013）、仮屋広郷「企業買取法制のあり方と今後の展望：制度設計への視座」一法11巻1号85頁注86（2012）、星明男「少数株主から支配株主への利益移転は抑止されるべきか—会社支配権市場の規律的效果とその誘因」ジュリ1326号135頁（2007）。

80) 他にも、株主に株式買取請求権を行使する過度の誘因を与える場合（すなわち、株主の期待利得が組織再編の対価額よりも株式買取請求権を行使した方が高い場合である）、買取者が組織再編を行う誘因を減少させることになる。特に、社会的利益を買取者と既存株主で分け合う場合でも、取引費用を勘案すると組織再編を行う誘因をなくすという可能性がある。

81) POLINSKY, *supra* note 7, at 31; COOTER & ULEN, *supra* note 7, at 45; SHAVELL, *supra* note 3, at 178.

82) POLINSKY, *supra* note 7, at 59; COOTER & ULEN, *supra* note 7, at 45; SHAVELL, *supra* note 3, at 258.

第一に、仮定⑥を緩めて、支配者に私的利益が生じるとする場合に、望ましくない組織再編が生じる可能性が指摘されている<sup>83)</sup>。組織再編によって全体としての厚生が減少するにも拘わらず、私的利益が大きいことによって潜在的な買収者に対して、買収の誘因を与える場合、株式買取請求権によって当該潜在的な買収者の利益を組織再編に反対する株主に与えることによって、買収の誘因を減少させることができる。

第二に、仮定①及び仮定②が成立しない場合に、望ましくない組織再編が生じることが指摘できる<sup>84)</sup>。例えば、ある会社の継続企業としての本源的価値の推定が1株100円であったとし、清算した場合の価値が1株90円であったとする。また、経営者と株主の間に情報の非対称性が存在し、又は、市場が非効率的であるために、現在の社の株価が1株50円であるとする。経営者が20パーセントのプレミアムを付して、1株当たり60円で買収し、会社を清算して1株あたり90円を得るとする。継続企業としての価値よりも低い価格で清算されており、結果として、望ましくない買収が行われたと言えるだろう<sup>85)</sup>。

この場合、株式買取請求権を行使した後の公正な価格として、90円<sup>86)</sup>が認められる場合、潜在的な買収者は、買収後の清算という方法で利益が、買取請求権が行使された分だけ減少することになる。また、公正な価格として100円が認められる場合、株式買取請求権を行使されても利益を得ることがで

きる買収者（公正な価格として100円が認められても買収の誘因を有する買収者）は、さらに限定されることになる。このように、法政策的な観点から<sup>87)</sup>は、株式買取請求権制度は、情報の非対称性や市場の非効率性により生じる望ましくない組織再編を妨げる装置として用いることもできる。

#### 4.4.3. 取引が社会的に望ましいことの判断の基準日をいつにするか

##### 序論

最高裁判所は、ナカリセバ価格（最三小決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁、最三小決平成23年4月26日集民236号519頁）及びシナジー分配価格（最二小決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁）の両方において、買取価格算定の基準時を買取請求時とする旨、判示した。しかし、この判決の前まで、学説及び下級審裁判例では、①組織再編行為の公表時、②承認決議時、③株式買取請求権の行使時、④買取請求期間満了時、⑤組織再編の効力発生時の説が存在した<sup>88)</sup>。この点を次に検討する。

##### 前後関係

前述の通り、社会的に望ましい組織再編を促進し、望ましくない組織再編を妨げる装置として組織再編法制を考え、株式買取請求権にその機能の一部を担わせる場合、取引が社会的に望ましいことの判断の基準日をいつにするかという問題が生じうる。この論点について、問題点を明らかにしたい。

まず、ある時点において組織再編が望ましいもの

<sup>83)</sup> Bebchuk, *supra* note 16, at 965; Kahan, *supra* note 5, at 375. Bebchuk 教授及び Kahan 教授の論文は、組織再編制度に限られるものではなく、私的な交渉により支配者から株式を取得する場合や公開買付を行う場合について議論しているが、これらの議論も参考になる。既に支配者が存在する組織再編において少数株主に支配権プレミアムを分け合う必要がないという法制度を前提として、支配権から生じる私的利益が既存の支配者と新たな支配者の間で一致する場合、取引が生じる条件と取引が望ましい場合が一致する。Bebchuk, *supra* note 16, at 967. 私的利益が生じる場合で、既存の支配者と新たな支配者の私的利益が一致しない場合、望ましい取引が実行されず、また、望ましくない取引が実行されることがある。Bebchuk, *supra* note 16, at 965-66.

<sup>84)</sup> Bebchuk, *supra* note 16, at 964（一定の情報の非対称性を仮定している）; Kahan, *supra* note 5, at 370.

<sup>85)</sup> 経営者は、買収後に、情報の非対称性や市場の非効率性を解消して1株あたり100円で株式を転売するように努力することもできるし、そうする可能性もあろう。しかし、情報の非対称性を解消した後でも市場の非効率性が残るような場合、経営者にできることは限られており、60円以上で継続企業としての会社の買い手を見つけることが難しいかもしれない。このような場合、資産を個々に売却して、清算価値を手に入れるということは、ありうるであろう。

<sup>86)</sup> 一般論として、株式買取請求権に基づく公正な価格として、清算価値（及び本源的価値）を主張しているのではなく、公正な価格が買取価格かつ市場価格よりも高い価格となることによる影響を明らかにするものである。

<sup>87)</sup> 筆者は、かつて、市場の効率性について検討し、会社法に適用することを検討したことがあるが、当該論文において、法政策的観点からの分析を欠いていることを明示していた。拙稿「証券市場の効率性の分類とその会社法・証券法事案への応用（3・完）」早稲田大学法研論集146号232頁（2013）。本稿は、この点について、文脈が限られてしまうものの、補足するものである。

<sup>88)</sup> 北村雅史「楽天対TBS株式買取価格決定事件最高裁決定と公正な価格の算定基準時（最高裁三小法廷平成23年4月19日）」商事1941号8-9頁（2011）、川島・前掲注47)210頁。

ではなく、それ以後の時点において組織再編が望ましい場合、当該組織再編は、望ましいから実行されるべきという結論になるだろうか。また、ある時点において組織再編が望ましいものであったが、それ以後の時点において組織再編が望ましいものではない場合、当該組織再編は、望ましくないから実行されるべきではないということになるだろうか。これは、組織再編が望ましいかを判断する時点が変わることによって、望ましいとされる組織再編が違ってくことを意味する。組織再編が望ましいかを判断する時点をいつにすべきかは、難しい問題である。しかし、株式買取請求権に関する限り、基準日での公正な価格が反対株主に支払われるのだから、株式買取請求権という制度は、基準日において組織再編が望ましいかの判断を行っていると考えられるように思われる（少なくとも、そのような機能を一定程度担っていると考えられよう）。

### 批判

他方、基準日を後ろ倒しにすることで、承認決議の時点から効力発生時までの間に生じる組織再編以外の要因による株価下落のリスクを反対株主に負担させることになることが指摘されている<sup>89)</sup>。逆に、基準日を早めることで、株主が裁定取引を行うことができるようになるのではないかと、ひいては、組織再編決議に反対するのではないかと懸念が指摘されている<sup>90)</sup>。

### 原因

この問題は、結局の所、次の2つの制度上の理由に起因している。

第一に、所有と経営の分離 (separation of ownership and control) である<sup>91)</sup>。組織再編の公表の際に、合併契約等の契約が締結される。そして、これは所有と経営が分離されている株式会社において、会社同士で行われ、株主は当該契約の当事者ではない<sup>92)</sup>。

そこで、当該合併契約に不満足な株主が、当該合併契約に反対することができてしまう。合意した条件で組織再編を行うという契約の効力が株主に対しては及ばないということになる。ここでは、契約日（通常、公表日に近接する）と買取請求権の行使日に乖離があることが問題となる。

第二に、株主が最終的に株式買取請求権を行使するか否かを決定する時点（現在の法制度では、株式買取請求権の行使時）と基準日が前後するか（株式買取請求権の行使日と基準日が乖離するか）という問題である。また、追加の考慮要素として、基準日の価値の算定に際して、基準日の前の時点を参照するかという問題でもある。

### 対処法の例

これらの問題に対処する方法として、①契約日、②公表日、③基準日（参照日）及び④買取請求権行使日をできるだけ近接した日とすることが考えられる。具体的には、契約日と公表日が近接することを前提として、基準日を公表日の前日、買取請求権行使日を、公表後の一定期間とすることである<sup>93)</sup>。ここでの問題点として、次の2点が考えられる。

第一に、組織再編取引が契約に従って（例えば、重要な変更に基づく契約の解除<sup>94)</sup>）又は規制当局の許認可を得ることができないために、組織再編が実行されない可能性があるという点である。本稿では、この点は、措く。

第二に、組織再編が社会的に望ましいか否かの判断基準が比較的早期になっているという点である。

後者の点について、結論から言えば、組織再編が実行されるべきか否かの判断は、私的自治に委ねられるべきであろう。理由は、次の通りである

まず、組織再編が両当事者にとって不利益を齎すものであれば、当該組織再編に関する再交渉が起きてしかるべきであるし<sup>95)</sup>、一方当事者にとって不利

89) 川島・前掲注(47) 211 頁。

90) 川島・前掲注(47) 211 頁、北村・前掲注(88) 9-10 頁。

91) ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY 7 (rev. ed. 1968).

92) 経営者が株主を代理して交渉することで買取の条件について個々の株主と交渉をすることが不要となるという点で取引費用削減の恩恵を受けており、それ自体が必ずしも非効率というわけではない。STEPHEN M. BAINBRIDGE, CORPORATION LAW AND ECONOMICS 203 (2002). ただし、分散保有される上場会社の場合、株主に直接売却を促すことが、構造的強圧性 (structural coercion) を生じる場合がある。Gilson & Kraakman, *supra* note 39, at 267.

93) Norwitz, *supra* note 54, at ¶ 7. 投資家保護や機会主義的行動を防止する観点から、一時点とすべきか一定期間とすべきかは難しい問題である。基準日と行使日を近接させる観点からは、行使期間を短くして基準日と近接させるほうが好ましいが、株式買取請求権の行使も投資判断であるとすると、過度に短い期間は設定しづらい。

94) MAC (material adverse change) 条項や MAE (material adverse effect) 条項と呼ばれる。原田充浩ほか「MAC 条項を巡る実務対応に関する一考察 (上)」金判 1380 号 2 頁, 10 頁注 2 (2012)。

益を齎すものであれば、組織再編に係る契約条項<sup>(95)</sup>や効率的な契約違反<sup>(97)</sup>の問題となろう。

適時開示制度の存在から、契約日と公表日がほぼ一致するという前提に立った上で、現在の法制度は、契約日、公表日、基準日、参照日及び買取請求権行使日とできるだけ近接した日とするという定式化から、次の点で乖離しているということになる。

第一に、契約日＝公表日<sup>(98)</sup>と基準日＝買取請求権行使日<sup>(99)</sup>が乖離している。

第二に、基準日と参照日が乖離し、参照日が公表日前（又はその一定期間）となることがある<sup>(100)</sup>。

これらの乖離から生じる問題点は、次の通りである。

第一に、契約日＝公表日と基準日＝買取請求権行使日が乖離する点は、買収者による買収の誘因を減少させる点に問題がある。この問題点は、買収者が契約日時点で想定する買収対象会社の企業価値<sup>(101)</sup>が基準日までの間に変動することに起因する。このため、買取請求権が行使された場合の買取価格が、買収者による見積りから乖離しうる。この点、買収者がリスク回避である場合、このようなリスクが生じることにより、買収をする誘因を減少させることになる。

第二に、取引費用等の存在により株式買取請求権

が行使されること自体が買収者のリスクとなる場合、契約日＝公表日から基準日＝買取請求権行使日までの間、株式買取請求権の行使による費用が発生するのか否か、どの程度の株式について株式買取請求権が行使されるのか、基準日における公正な価格が幾らとなるのかの見積りが難しいため、買収者のリスクとなりうる。

第三に、基準日と参照日が乖離することの問題点は、参照日及び参照日から基準日までの情報に基づいて、基準日時点の公正な価格を算出することができるようになる可能性である。基準日＝買取請求権行使日の株価と推定される公正な価格との乖離が生じる場合に、株式買取請求権を用いた裁定 (appraisal arbitrage) が生じる可能性がある<sup>(102)</sup> (株式買取請求権を行使できる株主の範囲等の関連する議論について後述する)。例えば、①ある事案がナカリセバ価格が用いられる事案である<sup>(103)</sup>、②ナカリセバ価格が公表日前日（参照日）の株価を参照し、マーケット・モデル<sup>(104)</sup>を用いて補正し、基準日のナカリセバ価格を算出されるものである<sup>(105)</sup>、③マーケット・モデルにおいてアルファとベータを算出する推定期間等が定められている<sup>(106)</sup>という条件を満たす場合、基準日の時点でナカリセバ価格を知ることができるため、基準日前の時点で株価がナカリセバ

<sup>(95)</sup> SHAVELL, *supra* note 3, at 315 n.29. 戦略的行動などの取引費用を無視すれば、カルドア＝ヒックス基準を満たさない組織再編において、契約条項により一方当事者が不利益を被り、他方当事者に利益を生じる場合（すなわち、一方当事者の不利益が他方当事者の利益よりも大きい場合）も、契約違反に対する救済条項にも拘わらず、再交渉が生じるものと思われる。COOTER & ULEN, *supra* note 7, at 328 (コースの定理が成立する場合に資源が効率的に用いられることを契約法の観点から述べる)。

<sup>(96)</sup> 原田充浩ほか「MAC条項を巡る実務対応に関する一考察（下）」金判1381号2頁（2012）。

<sup>(97)</sup> COOTER & ULEN, *supra* note 7, at 325–26; SHAVELL, *supra* note 3, at 309–10.

<sup>(98)</sup> 例えば、東京証券取引所に上場する会社の場合、適時開示が要求されるため、組織再編に関する契約日と公表日は、近接すると考えられる。東京証券取引所「有価証券上場規程」402条1号i-m（平成27年6月1日版）。

<sup>(99)</sup> 最三小決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁、最三小決平成23年4月26日集民236号519頁、最二小決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁。

<sup>(100)</sup> 参照日が用いられた例として、東京地決平成27年3月4日金判1465号42頁、東京高決平成22年10月19日金判1354号14頁、東京地決平成27年3月25日金判1467号34頁。受川環大「判批」金判1480号8頁（2015）。

<sup>(101)</sup> これに伴って買取価格が算定され、また、基準日時点でのナカリセバ価格やシナジー分配価格を見積る基礎となる。

<sup>(102)</sup> なお、田中亘「総括に代えて—企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務—企業再編のすべて』219–223頁（商事法務、2014）は、「いずれか高い方」という定式化について、投機の弊害を指摘している。

<sup>(103)</sup> 例えば、最三小決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁では、吸収分割の方法により、テレビ放送事業及び映像・文化事業に関して有する権利義務を完全子会社に承継させ、その対価を何ら交付しないことなどを内容とする吸収分割について、本件吸収分割により事業が承継されてもシナジーが生じるものではなく、公正な価格がナカリセバ価格になると判示している。

<sup>(104)</sup> そもそも、マーケット・モデルを用いることについて決定係数が低いという批判が考えられる。モデルを用いて株価の変動を推定することには限界があるため、株価を用いない方法で買取価格を算定することも検討に値すると思われる。Allen Ferrell, *If We Understand the Mechanisms, Why Don't We Understand Their Output?*, 28 J. CORP. L. 503, 503 (2003) (ファイナンスの手法を用いて、株価の変動を説明しようとする場合に、モデルによって説明できる変動は、その2割から3割程度であると述べる)。

<sup>(105)</sup> 東京地決平成27年3月4日金判1465号42頁、東京高決平成22年10月19日金判1354号14頁、東京地決平成27年3月25日金判1467号34頁。

価格を下回る場合、株式を購入して、株式買取請求権を行使することで、利益を得ることができる可能性がある<sup>(106)</sup>。

株式買取請求権の行使による裁定取引に関する論点について、次に検討する。

#### 4.5. 株式買取請求権の行使による裁定取引

##### 4.5.1. 序論

##### 裁定取引との差異

反対株主の株式買取請求権が裁定取引 (arbitrage) に用いられる可能性があるという指摘は数多くなされてきた<sup>(106)</sup>。買取請求による裁定は、一つの商品に2つの価格が明確に付されているわけではないため、通常の裁定取引と、厳密に同じではないが<sup>(107)</sup>、現在の株価（又は組織再編が実行された場合の価値）と株式買取請求権の行使により得られる現金との裁定取引と捉えることができるため、裁定の用語を用いる。

本節では、上場会社の組織再編に伴う株式買取請求権を裁定取引に用いることができるかを主に投資家<sup>(108)</sup>の立場から検討するものとする<sup>(109)</sup>。投資家が株

式買取請求権を行使することによってリスクなく利益を得ることができ又はリスクはあるがそれを勘案しても正の期待利得を得ることができる場合、投資家に株式買取請求権を行使する誘因を与え、買収者から株式買取請求権を行使する株主への利益移転になり、ひいては買収者が買収を行う誘因を減少させることになる。この場合、行われる企業買収の数が減少することになり、法制度として望ましいかを検討する余地がある。

##### リスク・アービトラージ

組織再編に伴う裁定取引 (リスク・アービトラージ (risk arbitrage) 又は合併アービトラージ (merger arbitrage) と呼ばれる<sup>(110)</sup>) は、必ずしも株式買取請求権の行使を伴うものではない。実際、組織再編について裁定取引から利益を得ようと試みる投資戦略において、株式買取請求権を行使することは、必ずしも予定されるものではないであろう<sup>(111)</sup>。しかし、株式買取請求権の行使自体は、一定の条件が付されるものの、株式買取請求権の行使期間において必須のものではない。必須のものではなく行使することができる権利 (オプション) は、それ自体に価値が

<sup>(106)</sup> マーケット・モデルにおける推定をどのように行うかは、明確化されていないように思われる。森田果「会社訴訟における統計的手法の利用 (東京地裁平成 22 年 3 月 31 日)」商事 1910 号 4 頁 (2010)、森田果「☆もりはつ☆の 59% は勢いで出来ています:  $R^2$ 」法セ 57 巻 3 号 54 頁 (2012)、石塚明人「インテリジェンス株式買取価格決定申立事件における計量経済モデルの利用」ソフトロー研究 19 号 35 頁 (2012)、石塚明人「楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件における株価補正のための『回帰分析的手法』の検討」ソフトロー研究 20 号 95 頁 (2012)、池谷誠「会社訴訟におけるマーケットモデルとイベント分析の利用 (上) (東京地裁平成 22 年 3 月 29 日)」商事 1990 号 12 頁 (2013)、池谷誠「会社訴訟におけるマーケットモデルとイベント分析の利用 (下) (東京地裁平成 22 年 3 月 29 日)」商事 1991 号 17 頁 (2013) 参照。

<sup>(107)</sup> 取引費用、株式を購入する際の株価変動、株式を購入してから基準日までの期間の株価変動のリスク、買取価格の決定ひいては支払いまでの期間が長期化するリスク、他の投資家が同様の投資戦略を取ることによる競争等、現実の裁定取引 (ここでは通常のリスク・アービトラージで生じるリスクや費用に加えて、株式買取請求権に係るリスクや費用が加わる) には、様々なリスクが存在するが、とりあえず、基準日時点で公正な価格を知ることができるようになるかもしれないという点を強調したい。

<sup>(108)</sup> 太田洋「日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討」商事 1869 号 13 頁 (2009)、スクランブル (Perfume)「日興コーディアルグループの株式買取価格決定とその射程」商事 1867 号 54 頁 (2009)。Merion Capital LP v. BMC Software, Inc., 2015 WL 67586, at \*1 (Del. Ch. Jan. 5, 2015); *In re Ancestry.com, Inc.*, 2015 WL 66825, at \*8 (Del. Ch. Jan. 5, 2015); Norwitz, *supra* note 54, at ¶ 6.

<sup>(109)</sup> Myers & Korsmo, *supra* note 32, at 1574 n.86.

<sup>(110)</sup> 典型的には、イベント・ドリブン戦略 (event driven strategy) を採用し、その中でリスク・アービトラージを行うことを標榜しているヘッジ・ファンドが考えられる。例えば、ポールソン・アドバンテージ・オープン「交付目論見書」(2015 年 6 月 19 日付) (投資戦略としてイベント・ドリブン戦略を用いること、その中で M&A アービトラージ (裁定) 戦略に言及する)。

<sup>(111)</sup> 組織再編による裁定取引としては、株価が清算価値を下回る会社についてマネジメント・バイアウトや敵対的組織再編により買取価格と清算価格の差額の利益を得ることが企図されることが指摘されている。越知保見「株式価格決定に関する MBO 型スクイズアウトとセルアウト型の比較と事例研究」早法 86 巻 4 号 33 頁 (2011)、池永朝昭ほか「MBO (マネジメント・バイアウト) における株主権」金判 1282 号 5 頁 (2008)、太田洋＝中山龍太郎編著『敵対的 M&A 対応の最先端』128 頁 (商事法務, 2005)。これらは本稿の検討の対象外である。

<sup>(112)</sup> イベント・ドリブン戦略や企業の合併買収に伴う裁定取引戦略について言及する事案として、東京地決平成 27 年 3 月 4 日金判 1465 号 42 頁。

<sup>(113)</sup> LIONEL MELKA & AMIT SHABI, MERGER ARBITRAGE: A FUNDAMENTAL APPROACH TO EVENT-DRIVEN INVESTING (2014); KEITH M. MOORE, RISK ARBITRAGE: AN INVESTOR'S GUIDE (1999).



あり<sup>(114)</sup>、それを行使することに伴うリスクとリターンを勘案した上で、株式買取請求権を行使すべきか<sup>(115)</sup>を検討することには、意味があると考えられる<sup>(116)</sup>。

買取請求権を裁定取引に利用できるか否かと関係する論点として、次の2点が挙げられる。

第一に、株式買取請求権が裁定以外の理由により正の期待値を有する場合である。例えば、株式買取請求権の行使に伴う税法上の影響や法定利息の影響により、株式買取請求権を行使することが投資家として合理的になる場合である。買取請求権を裁定取引に利用するためには、これらの影響も勘案しなければならないが、本稿では、これらの付随的な影響については特段検討しない<sup>(117)</sup>。

第二に、買取請求権が行使されることが組織再編の成否に与える影響である<sup>(118)</sup>。

なお、本稿では、買取請求権を裁定取引に用いることができるかという観点を中心に検討し、この文脈において、組織再編に反対することは、株式が分散して保有され、各株主の判断のみでは組織再編の成否に影響を与えないと仮定する。

#### 4.5.2. 従前のリスク・アービトラージと

##### 買取請求権による裁定の類似性及び差異

##### 序論

本節では、従前のリスク・アービトラージ戦略

(以下、この戦略を「戦略①」とし、当該戦略をとる投資家を「投資家①」とする)と株式買取請求権を行使することによる裁定(以下、この戦略を「戦略②」とし、当該戦略をとる投資家を「投資家②」とする)との間にどのような類似性及び差異が存在するかについて検討する。

##### 株式の取得時期

従前のリスク・アービトラージ戦略では、株式の取得時期は、株主総会の直前に限られない。組織再編が成功するか否かについての投資家の見積りに鑑み、組織再編が成功した場合の対価と現在の株価のスプレッドが十分に大きいかが重要である。

買取請求権の行使のみを主眼としたリスク・アービトラージ戦略では、株式の取得が遅いに越したことはないであろう。なぜなら、株式の取得後に生じるリスクを減少させることができるからである<sup>(119)</sup>。この点、幾つかの下級審判決では、基準日後に取得した株式についても、株式買取請求権の行使が認められている<sup>(120)</sup>。これらを考慮して、議論を簡単にするために、投資家①及び投資家②がともに株主総会の直前に市場にて株式を購入すると仮定する<sup>(120)</sup>。

##### 投資の例

ある会社A(買収会社、存続会社)が会社T(被買収会社、消滅会社)の株式について現金100円

(114) オプションを行使した後に得ることができる価値がゼロにならないかぎり、当該オプションには、価値が存在するであろう。RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MYERS & FRANKLIN ALLEN, PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE 514 (10th ed. 2010); STEPHEN A. ROSS, RANDOLPH W. WESTERFIELD & BRADFORD D. JORDAN, FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE 447 (8th ed. 2008).

(115) リスク回避の投資家が、リスク回避であることを考慮した上で、期待収益(率)が正になるか。

(116) 仮に、リスク・アービトラージ戦略を取る投資家がある事案について、対象会社の株式を取得したとし、対象会社が株式併合を用いて現金で買収されることになったとする。実際に、買収取引が実行されることになった際に、当該投資家は、①そのまま組織再編に伴う対価(現金)を受領してポジションを清算することもできるし、②買取請求権を行使してそこから利益を得ることを試みるということもできる。株式買取請求権を行使する段階では、前者は、リターンがほぼ確定している状態である一方、後者のリターンは、買取価格が不明であること、価格決定の申し立てに伴う費用が不明であること等から、リスクが高い選択肢であると言えよう。この観点から、前者は、機会費用と見ることができる。本稿では、前者と後者の選択について議論するものではない。

(117) 中東正文「会社非訟事件の当事者主義的な運用」金判1315号1頁(2009)。平成26年改正による株式買取請求に係る株式等に係る価格決定前の支払制度について、坂本三郎ほか「平成26年改正会社法の解説〔VIII〕」商事2048号14頁(2014)、岩原紳作「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説〔5〕」商事1979号7頁(2012)、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」50頁(平成23年12月)。

(118) 法制度が組織再編の成否に与える影響についても、様々な論考が存在する。E.g., Grossman & Hart, *supra* note 62, at 43; Mark Bagnoli & Barton L. Lipman, *Successful Takeovers without Exclusion*, 1 REV. FIN. STUD. 89, 92 (1988).

(119) Gaurav Jetley & Xinyu Ji, *Appraisal Arbitrage—Is There a Delaware Advantage?* 8, 11 (July 1, 2015), [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2616887](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2616887) (last visited Aug. 6, 2015) (基準日後に証券購入が可能である場合、そうでない場合と比較して、投資判断を遅らせることができるという価値があり、これには新しい情報を反映した価格で株式を購入するという利益と組織再編が失敗する可能性が減少するという点で利益があることを指摘する)。株式の取得は、株式買取請求権を行使して得られる期待値が株式の取得額を超えることを前提としている。しかし、株式買取請求権を行使して得られる期待値が減少するような出来事が、株式の取得後に生じる可能性は否定できない。このため、株式の取得は、株式買取請求権というオプションを行使する期日にできるだけ近接していることが望まれる。

(120) 本稿前掲注(65)参照。

で吸収合併の取引をする事案を考えてみよう。当該合併には株主総会が必要であり、株主総会の後、数ヶ月で合併の効力が発生するとする。投資家①は、その戦略上、どのような場合にも株式買取請求権を行使することはないものとし、投資家②は、状況によっては、効力発生日の前（会社法785条5項）に株式買取請求権を行使するとする。

当該吸収合併取引について、会社Aが会社Tの株式について、1株当たり100円の現金による買収を提案し、株主総会の時点では、当該組織再編の効力が発生するか及び金利の影響等<sup>(121)</sup>を考慮して、T社株式の市場価格が99円であったとする。

投資家①及び投資家②について、それぞれの戦略においてイベントがどのような時系列で生じるかを考えると、次の通りとなる。

第一に、投資家①は、株主総会の直前に株式を購入するかを決定する。購入するか否かの決定に際して、株主総会決議で賛成されるかを含め組織再編が成功する可能性とその時点でのスプレッドを比較することになる。株式を購入した場合、基準日後であるため、株主総会決議では投票ができない。効力発生日に、投資家①は、対価100円の引渡請求権を有することになる<sup>(122)</sup>。

第二に、投資家②は、株主総会の直前に株式を購入するかを決定する。株式買取請求権を行使するという観点からは、基準日時点での公正な価格の見積りが重要である。この前提として、公正な価格がナカリセバ価格となるのかそれともシナジー分配価格になるのかという点も判断する必要がある。公正な価格が取引費用や時間価値を考慮しても現在の株価よりも高い場合、投資家は、株式を購入する。基準日後であるため、株主総会決議では投票ができない。投資家②は、効力発生日の20日前の日から効力発生日の前日までの間（会社法785条5項）に、株式買取請求権を行使するかを決定する。株式買取

請求権を行使しない場合、効力発生日に、投資家②は、対価100円の引渡請求権を有することになり、結果として、投資家②の行動は、投資家①と同じものとなる。買取請求権を行使する場合で協議が調わないとき、価格の決定の申立ての手續きに進むことになる（会社法786条2項）。

### 株主総会前に株式を取得するか判断

株式買取請求権を行使する前提で株式を入手する場合、株主総会前に株式を取得するかを判断するに当たり、まず、公正な価格がナカリセバ価格となるのか、シナジー分配価格となるのかを判断する必要がある。

最高裁の決定は、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は、ナカリセバ価格を算定し、これを公正な価格とし（最三小決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁、最三小決平成23年4月26日民集236号519頁）、また、シナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合…以外の場合には、公正な価格は、原則として、株式移転計画において定められていた株式移転比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格をいうものと解するのが相当である（最二小決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁）と述べる<sup>(124)</sup>。

関係する論点として、次の2点が挙げられる。

第一に、上述の規範が、公正な価格が、ナカリセバ価格とシナジー分配のいずれか高い方という定式化と矛盾する点が挙げられる<sup>(125)</sup>。

第二に、下級審裁判例の中では、組織再編の比率等の条件公表日及びそれ以後の対象会社の市場価格の下落が、市場指標の下落と比較して大きいことによって、企業価値の増加又は毀損を認定するものがある<sup>(126)</sup>。しかし、裁判所の手法は標準的なイベントスタディによるものと言えず、また、簡易な方法で

(121) なお、株主総会の直前に株式を大量に購入する場合、当該購入が需給に影響を与え、ひいては市場価格に影響を与えることが考えられる。しかし、本稿では、議論を簡単にするために、株式購入によって市場価格は、変動しないと仮定する。

(122) 市場価格は、様々な要素の影響を受けるが、リスク・アービトラージの観点からもっとも重要なのは、本文で掲げた2つの要素であろう。See MOORE, *supra* note 113, at 9.

(123) 森本滋編『会社法コンメンタール 17—組織変更, 合併, 会社分割, 株式交換等 (1)』147頁 (商事法務, 2010) [柴田和史]。

(124) 川島・前掲注(47) 194-195頁。

(125) 拙稿・前掲注(50)参照。すなわち、組織再編によって、シナジー効果その他の企業価値の増加が生じるとしても、必ずしも、シナジー分配価格がナカリセバ価格を上回るとは限らない。特に、組織再編の公表直後に株価が下落したとしても、必ずしも、ナカリセバ価格がシナジー分配価格を上回るとは限らず、逆に、組織再編の公表直後に株価が上昇したとしても、必ずしも、シナジー分配価格がナカリセバ価格を上回るとは限らない。また、合併比率、交換比率又は移転比率が公正であったとしても、必ずしも、シナジー分配価格がナカリセバ価格を上回るとは限らない。

企業価値の増加の有無を認定することが妥当ではないという批判がある<sup>(127)</sup>。

このため、現時点で、ある組織再編に対して、公正な価格がナカリセバ価格となるのか、シナジー分配価格となるのかを確実に判定することは難しい。とりあえず、現時点の判例法理に基づいて、シナジー分配価格になる場合とナカリセバ価格になる場合、それぞれに、裁定取引としての株式買取請求権の行使にどのような論点があるかを検討する。

### 株主総会前に株式を取得するかの判断

#### 一シナジー分配価格の場合

第一に、シナジー分配価格となる場合、株式買取請求権を行使する前提で株式を入手することは難しくなる。その理由として、テクモ事件（最二小決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁）の最高裁判決が挙げられる。同事件において最高裁判所は、「株式移転によりシナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合…以外の場合には、株式移転後の企業価値は、株式移転計画において定められる株式移転設立完全親会社の株式等の割当てにより株主に分配されるものであること（以下、株式移転設立完全親会社の株式等の割当てに関する比率を『株式移転比率』という。）に照らすと、上記の『公正な価格』は、原則として、株式移転計画において定められていた株式移転比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格をいうものと解するのが相当である」と述べ、更に、「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みるのが相当である」と述べた。すなわち、相互に特別の資本関係がない独立第三者間において、一般に公正と認めら

れる手続により組織再編の効力が発生した場合、特段の事情がない限り、合併比率等が公正となり、原則として、当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると価格となる<sup>(128)</sup>。

本件により既にこの要件が知られた以上、著名な弁護士事務所を当事者双方に擁する上場会社の組織再編の手続きは、今後、ここでいう一般に公正と認められる手続を満たすものとなる可能性が非常に高い。上述のテクモ事件の決定要旨は、「特別の事情」を認めており、また、「原則として」と述べられているため例外を許容するものであるが、これらに該当しない限り、投資家が株式買取請求権を用いて裁定を行うことは難しいであろう。なぜなら、株式買取請求権を行使しても、得られる公正な価格が株式買取請求権行使日の市場価格となり、投資家は、取引費用について損失を被るからである。

### 株主総会前に株式を取得するかの判断

#### 一ナカリセバ価格の場合

第二に、ナカリセバ価格となる場合、株式買取請求権を行使する前提で株式を取得する可能性は、シナジー分配価格となる場合よりも高いように思われる。ナカリセバ価格の算定は、組織再編の計画公表直前の株価又は公表前の一定期間の株価平均により「ナカリセバ価格」を算定するものが多かった<sup>(129)</sup>。これに対して、計画公表から基準時までの市場全体や業界全体の相場変動を反映した補正を行うことが必要であると主張され<sup>(130)</sup>。実際、インテリジェンス事件高裁決定（東京高決平成22年10月19日金判1354号14頁）では、このような補正がなされ、最高裁もその合理性を認めたと解される<sup>(131)</sup>。

ナカリセバ価格が組織再編の計画公表直前の株価又は公表前の一定期間の株価平均となる場合、又は、インテリジェンス事件のような補正の対象となる場合<sup>(132)</sup>、株主総会の直前及び株式買取請求権行使日時点での現実の株価は、ナカリセバ価格よりも高くも低くなりうる。

そして、投資家は、株主総会の前の時点で、現実

(126) 飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事2076号39頁（2015）。

(127) 飯田・前掲注(126)39-40頁。

(128) 伊藤靖史「判批」判時2166号177頁（2013）、柴田義明「判批」ジュリ1455号99頁（2013）、柳明昌「判批」リマークス46号97頁（2013）、伊藤靖史ほか『会社法〔第3版〕』409頁（有斐閣、2015）。

(129) 川島・前掲注(47)200頁。

(130) 川島・前掲注(47)200頁。

(131) 川島・前掲注(47)200-201頁、伊藤ほか・前掲注(128)412頁。

(132) 補正が行われた例として、本稿注(100)参照。

の株価が算定されるナカリセバ価格よりも相当程度（少くとも取引費用等を考慮しても利益を得られる程度）低い場合に、株式を取得し、また、株式買取請求権行使日時点でも、現実の株価が算定されるナカリセバ価格よりも相当程度（少くとも取引費用等を考慮しても利益を得られる程度）低い場合に、株主は、株式買取請求権を行使することになる<sup>(133)</sup>。

すなわち、ナカリセバ価格の場合、投資家は、株主総会の前の株式取得及び株式買取請求権行使日時点での株式買取請求権の行使がオプションを有しており、株式買取請求権を行使するという裁定取引を行う余地が理論上存在すると言えよう。また、株式を取得した後、ナカリセバ価格と実際の株価の乖離が減少し、また、基準日の時点でナカリセバ価格が実際の株価を下回ることがあったとしても、株式買取請求権を行使しないことで買取価格を入手することができ、投資家の損失は（組織再編が成功する限りで）限定されているといえる<sup>(134)</sup>。

#### 株主総会直後の株価の動き

通説に従って株主総会後に取得した株式について、株式買取請求権というオプションが行使できないと考えると、理論的には株主総会の後に、当該オプションの価値の分だけ、株価が下落することになる<sup>(135)</sup>。その後の株価の変動は、株式買取請求権を考慮しない株価変動になるであろう。

#### 株主総会から基準日まで株価変動

投資家①は、株主総会以後、株式買取請求権を行使するまでの間の市場一般の変動（以下「市場一般の変動」という）や合併以外取引以外の理由で生じたT社固有の価値の変動（以下「合併以外のT固有価値変動」という）を気にしないはずである。なぜなら、通常、現金を対価にした株価は、時間の経過とともに、取引価格に収斂し<sup>(136)</sup>、市場一般の変動や合

併以外のT固有価値変動の影響を受けにくいからである。投資家①の収益は、レバレッジ、取引価格が何らかの理由で上昇すること、配当等を除けば、取引価格と株式取得時の株価の差額（以下「スプレッド」という）が収益という認識であるからである<sup>(137)</sup>。

他方、投資家②は、市場一般の変動及び合併以外のT固有価値変動の双方を考慮した上で株式買取請求権を行使するかを決定する。これら2つの要素により、公正な価格が変わりうるからである<sup>(138)</sup>。

ここで、投資家②が株式買取請求権を行使することはオプションであり、選択権を有すること、及び買取請求権を行使しない場合、投資家①と同様の収益を得ることが指摘できる。株主総会の時点で保有している株式について、取引の完了により十分な収益が得られるのであれば、投資家②は、株式買取請求権を行使することをためらうかもしれない。

株式買取請求権による裁定を抑止しようとする組織再編の当事者は、株主総会時点でのスプレッドを広くする<sup>(139)</sup>ことによって、株式買取請求権による裁定を抑止する誘因を多少なりとも与えることができる。ただし、市場が効率的、競争的であり、十分に流動性がある場合、このような市場の操作は、難しいであろう。ただ、組織再編の後に当局の許認可を得るような場合、当該許認可の後で取引価格への収斂が生じるであろうから、株式買取請求権の行使を抑止する誘因となりうるかもしれない。

#### 4.5.3. 株主間の差別となるか

株式買取請求権の行使が株式買取請求権を含めた組織再編に基づく裁定取引を行うヘッジファンド等に限られるとして、株式買取請求権の制度は、株式買取請求権を行使する機関投資家を優遇する制度となりうるか<sup>(140)</sup>。思うに、機関投資家を優遇する制度

<sup>(133)</sup> 株式買取請求権行使日時点で、現実の株価が算定されるナカリセバ価格よりも高い場合、株主は、株式買取請求権を行使しない。

<sup>(134)</sup> すなわち、株式を取得した時点で、通常のリスク・アービトラージと同様のリスクを引き受けているといえる。

<sup>(135)</sup> 株主総会決議が可決されたことにより組織再編が成功し、スプレッドが狭まる（株価が上昇する）であろうから、株式買取請求権を行使することができるというオプションの価値の下落を認識することは難しいであろう。

<sup>(136)</sup> MELKA & SHABI, *supra* note 113, at 10–11. 買取取引が成功する場合に、株主は、買取価格の現金を入手できるため、取引完了直前（支払直前）には、支払額とほぼ同額になるはずである。

<sup>(137)</sup> MOORE, *supra* note 113, at 27–29.

<sup>(138)</sup> 株式買取請求権の行使に基づく公正な価格の決定及び会社法172条に関する価格決定の申立てに関して、統計的手法に基づく補正を認めた事案として、東京高決平成22年10月19日金判1354号14頁、東京地決平成27年3月4日金判1465号42頁、東京地決平成27年3月25日金判1467号34頁がある。

<sup>(139)</sup> 例えば、行政庁の許認可等が株主総会の時点までに取得できていない場合、許認可等が取得できない可能性を考慮して、スプレッドは、既に取得できている場合よりも広くなると考えられる。

としての機能は、次の点で限界があるように思われる。

第一に、株式買取請求権を行使することにより裁定取引を行う投資家が増加することで、市場価格が当該投資戦略を考慮した上で競争的な価格となり、ひいては、株式の市場価格が（このような投資家が存在しない場合よりも）上昇することが考えられる。株式の市場価格の上昇は、当該投資戦略による投資家の利益を減少させるものとなり、ひいては、当該投資戦略を行う投資家を減少させる。

第二に、組織再編に関して、株式買取請求権を行使するためには、当該組織再編が株主総会で承認されることが前提となる。すなわち、わが国の場合、組織再編に反対する株主が出席した株主の3分の1を超えてはならない。組織再編決議が否決されることにより株価が下落するとすれば<sup>(14)</sup>、株式買取請求権を行使するために反対の議決権を行使することにはリスクが有り、ひいては、当該投資戦略を行うリスクとなる。このため、株式買取請求権に関連して株主に反対の議決権を行使する誘因を与える<sup>(14)</sup>という点の影響力は限定的であると思われる。

#### 4.5.4. 小括

以上の通り、株式買取請求権を裁定取引として用いることについて検討した。現状の法制度の下では、株式買取請求権を裁定取引として用いることが理論上可能であると思われる。特に、公正な価格がナカリセバ価格で算定されるときに問題となりうる。ただし、このような裁定取引には買取請求の手続き等の取引費用がかかるため、ナカリセバ価格であれば、必ず、投資家が利益を得るということにはならない点に留意されたい。

## 5. 結論

本稿では、経済的な観点から、組織再編法制を分析した。その概要は、次の通りである。

### 組織再編法制分析の視座

まず、財の自主的交換がパレート改善であることを出発点とした。社会厚生を増減を判断することが難しいため、本稿では、組織再編当事者の厚生との総和が改善するかを分析の視座とした。すなわち、組

織再編によって、当事者の効用の総和が増加する組織再編を望ましい組織再編、当事者の効用の総和が減少する組織再編を望ましくない組織再編とした。

### 株主総会決議

次に、組織再編取引における株主総会決議について検討した。前提として、発行者が重要な情報について証券市場に対して情報を開示している（仮定①）、市場が緩い情報効率性を満たす（仮定②）、種類株式や単元株制度が存在しない（仮定③）、株主が限定合理性を有しているが合理的に行動しようとする（仮定④）を置いた。

組織再編決議が全員一致を要求する場合、第一に、パレート改善である場合、戦略的行動等の取引費用を考慮しなければ、株主総会決議が全員一致でなされる。第二に、パレート改善ではないが、カルドア＝ヒックス効率的な組織再編の場合、取引費用を無視すれば、株主総会決議が成立する。組織再編から利益を得る者が、損失を被る者を補償することができるからである。第三に、カルドア＝ヒックス非効率的な組織再編は、全員一致を要求する場合、取引費用を無視しても成立しない。損失を被る者を補償することができず、損失を被る者が組織再編取引に反対するからである。

組織再編決議が多数決を要求する場合、買収者が買収後に100%の株式を得ると仮定して（仮定⑤）、検討した。第一に、パレート改善の組織再編は、全員一致でも可決されるのだから、多数決でも可決される。第二に、カルドア＝ヒックス効率的な組織再編は、可決のために補償が必要な場合と、不要な場合が考えられる。第三に、カルドア＝ヒックス非効率的な組織再編は、可決のために補償が必要な場合と、不要な場合が考えられ、また、取引費用が存在せず株主間で補償をすとしても決議が否決される場合が考えられる。

### 株式買取請求権

株式買取請求権は、完全ではないが組織再編が望ましい組織再編であるかを判別する機能があると考えられる。ナカリセバ価格を保障する株式買取請求権は、カルドア＝ヒックス効率的ではない組織再編が実行されないようにする効果がある。全員一致の

(14) Myers & Korsmo, *supra* note 32, at 1600.

(14) See Mark Mitchell & Todd Pulvino, *Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage*, 56 J. FIN. 2135, 2139 fig.1 (2001); MELKA & SHABI, *supra* note 113, at 39.

(14) 十市崇＝副田達也「反対株主による株式買取請求権（下）」商事1903号38頁、40頁（2010）。

場合とは、損失を被る者に対する補償について交渉が不要になる点であり、株式買取請求権は、取引費用を低減する制度と理解することができる。

シナジー分配価格を保障する株式買取請求権も、同様に、組織再編をカルドア＝ヒックス効率的にするが、ナカリセバ価格を保障する場合と比較して、組織再編の抑止力が高まる。ひいては、公正な価格として、シナジー分配価格を認める場合、組織再編取引の過剰抑止が生じうる。

#### 基準日後株主による買取請求権の行使

基準日後株主が株式買取請求権を行使することは、株主による集合行為の問題を解消する可能性がある。一方で、買収者にとって費用（リスク）となる可能性があり、シナジー分配価格を保障する株式買取請求権である場合に特に問題となる。

#### 株式買取請求制度の設計

株式買取請求権に基づく買取価格が高い場合、望ましい組織再編を抑制する効果があり、また、買取価格が低い場合には、望ましい組織再編を抑制する効果が低いということになる。

#### 基準日

株式買取請求権を組織再編が望ましいかを判断する装置と捉える場合、基準日は、いつの時点で組織再編が望ましいかを判断することと結びつく。契約日、公表日、基準日（参照日）及び買取請求権行使日を近接させ、判断日とするという単純化から、現在の法制度は、①契約日＝公表日と基準日＝買取請求権行使日が乖離している、及び②基準日と参照日が乖離し、参照日が公表日前（又はその一定期間）となる点が点で異なる。これにより、①買取請求権が行使された場合の買取価格が、買収者による見積りから乖離しうる、②基準日における公正な価格が幾らとなるのかの見積りが難しいため、買収者のリスクとなる、及び③株式買取請求権を用いた裁定が生じうるという問題を生じる。

#### 株式買取請求権の行使による裁定取引

株式買取請求権の行使による裁定取引について検討してみると、株主総会前に株式を取得するか否かについて、特に、公正な価格がナカリセバ価格で判断される場合に、裁定取引の余地があるように思われる。株式の取得及び株式買取請求権行使の両方の時点で、①実際の株価がナカリセバ価格を下回る可能性があり、②株式の取得及び株式買取請求権の行使がオプションであり、③基準日の時点でナカリセ

バ価格が実際の株価を下回るとしても、株式買取請求権を行使しないことで、買収対価を入手することができるため、リスクが限定されているからである。