

## 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収の成否に与える影響の分析——

星 明男

## I はじめに

法制審議会会社法制部会が2011年12月に公表した「会社法制の見直しに関する中間試案」（以下、「中間試案」という）では、特別支配株主による株式売渡請求制度の導入が提案された。同制度では、少数株主に価格決定申立請求権<sup>1</sup>と売渡株式の取得に対する差止請求権が与えられる見込みである<sup>2</sup>。これとの平仄を合わせる趣旨で、従前から少数株主のフリーズアウトに利用されてきた全部取得条項付種類株式の取得手続きと組織再編手続きにも差止めを認める案が提示されている<sup>3</sup>。株式買取請求制度と差止制度は、立法政策上、少数株主のフリーズアウトの局面に限らず、企業買収全般で広く株主救済手段として利用できる仕組みである。それにもかかわらず、この二つの制度が企業買収の成否に与える影響の違いについて、これまで十分な検討がなされてきたとは言い難い<sup>4</sup>。特に、企業買収法制の制度設計にあたっては、効率的な企業買収を阻害しない制度設計を行うという観点が重要であるが、この観点はしばしば見過ごされる傾向がある。本稿の目的は、裁判所による対象会社株式の価格算定に不確実性<sup>5</sup>が存在する状況下では、株式買取請求制度と差止制度は、

<sup>1</sup> 法技術的な違いは存在するものの、企業買収の文脈での価格決定申立請求制度と株式買取請求制度の機能はほとんど同じである。本稿では、両者を包含する意味で株式買取請求制度という表現を用いることがある。

<sup>2</sup> 解説として、齊藤真紀「キャッシュ・アウト」ジュリ 1439号 51頁、51-55頁（2012年）、篠原倫太郎＝藤田知也「キャッシュ・アウトおよび組織再編における株式買取請求等」商事 1959号 22頁、22-29頁（2012年）など参照。

<sup>3</sup> 解説として、齊藤・前掲注(2) 55-56頁、野村修也「組織再編——株式買取請求・差止請求」ジュリ 1439号 58頁、61-62頁（2012年）、奥山健志＝若林功晃「組織再編における株主・債権者保護に関する規律の見直し等」商事 1960号 16頁、16-20頁（2012年）など参照。

<sup>4</sup> 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」森本編・前掲書 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』291頁、306頁（日本経済新聞出版社、2011年）、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、10頁（2011年）、中東正文「企業再編をめぐる会社法制の課題」ジュリ 1437号 17頁、21頁（2012年）など参照。なお、得津晶「民事保全法出でて会社法滅ぶ？——会社法に明文なき組織再編差止制度の可能性」法時 82巻 12号 28頁（2010年）は、現行法の解釈として（公開買付けについては一定の留保をしつつも）企業買収の差止めが認められると解する。

<sup>5</sup> 近時の行動法と経済学(behavioral law and economics)の文献では、客観的確率によって表現できる性質を有するランダム性を「リスク(risk)」、確率的挙動を知ることのできないランダ

それぞれ効率的な企業買収の成否に異なる影響を与えることを示すことにある<sup>6</sup> <sup>7</sup>。すなわち、株式買取請求制度は、裁判所が一旦買取価格の評価能力に対する信頼を確立しさえすれば、個別事案で稀に買取価格を過大評価したとしても、当該個別の企業買収の成立を阻害しない点で優れており、他方、差止制度は、たとえ裁判所が価格算定能力に対する信頼の確立に失敗したとしても、企業買収の一般的抑止効果を生ぜしめない点で優れている。これが、本稿が示そうとする主な主張である。

本論の叙述の順序は次のとおりである。IIでは、現行法の下で用いられている、現金を対価とする企業買収のプロセスを概観し、株式買取請求権と差止請求権が用いられる具体的局面を明らかにする。IIIでは、株式買取請求制度と差止制度のそれぞれの下で、裁判所の価格評価が効率的な企業買収の成否に与える影響を簡単なモデルを用いて分析する。IVでは、現在までの裁判例の状況に照らして、モデル分析が与える立法政策上の示唆を述べる。Vはまとめである。

---

ム性を「不確実性(uncertainty)」と呼んで両者を区別するが(かかる区別はフランク・ナイトに起源を有するものである)、本稿では日常用語としての用法で「不確実性」という言葉を用いている。下記IIIのモデルでは、対象会社株主が予想する裁判所の評価額を確率変数として表現しているので、本稿で言う裁判所の価格評価の不確実性は、上記の区別では「リスク」に該当する。 See, e.g., Eric L. Talley, *On Uncertainty, Ambiguity, and Contractual Conditions*, 34 DEL. J. CORP. L. 755, 763-786 (2009).

<sup>6</sup> 本稿は、裁判所がいかなる基準でどのような要素を考慮して株式の価格算定を行うべきかを論ずるものではない。この点を論じたものとして、下記IV1. の各裁判例についての評釈のほか、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法教 304 号 75 頁 (2006 年)、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)』261 頁 (商事法務、2007 年)、松尾健一「株式買取請求権」ジュリ 1346 号 51 頁 (2007 年)、池永朝昭ほか「MBO (マネージメント・バイアウト) における株主権」金判 1282 号 2 頁 (2008 年)、山田純「M&A をめぐる株価紛争の概観」判タ 1279 号 5 頁 (2008 年)、岡田昌浩「少数株主締め出しと株式取得の対価の公正性の確保」森本滋先生還暦記念『企業法の課題と展望』85 頁 (商事法務、2009 年)、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事 1879 号 4 頁 (2009 年)、田中亘『『公正な価格』とは何か』法教 350 号 61 頁 (2009 年)、内田修平『『公正な価格』の理論的検討』商事 1887 号 102 頁 (2010 年)、十市崇=副田達也「反対株主の株式買取請求権(下)」商事 1903 号 38 頁 (2010 年)、伊達達哉「公開買付価格が公正な価格と認められるための必要十分条件の検討——上場株式に投資した株主の締め出しを伴う MBO を中心として」商事 1906 号 63 頁 (2010 年)、江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」関俊彦先生古稀記念『変革期の企業法』115 頁 (商事法務、2011 年)、弥永真生「反対株主の株式買取請求と全部取得条項付種類株式の取得価格決定(上)(下)」商事 1921 号 4 頁、1922 号 40 頁 (2011 年)、谷川達也「株式買取請求における公正な価格——第三者型」岩原紳作=小松岳志編『会社法施行 5 年 理論と実務の現状と課題』113 頁 (有斐閣、2011 年)、柳明昌「公正な価格——二段階買収・MBO 型」岩原=小松編・前掲書 121 頁、永沢徹「裁判所における適正株価の算定について」門口正人判事退官記念『新しい時代の民事司法』319 頁 (商事法務、2011 年) など参照。

<sup>7</sup> 実定法学の論文の多くは、制定法を所与として裁判所がどのように判断すべきか(いわゆる「解釈論」)を論じるのに対して、本稿は裁判所の判断の趨勢を所与として立法政策を考えている。アプローチの違いに留意されたい。

## II 企業買収プロセスの概観

本節では、現行法下での現金を対価とする企業買収（いわゆる「キャッシュ・ディール」）のプロセスを概観する。次節でのモデル分析の前提として、企業買収のプロセスで株式買取請求権や差止請求権がどのように用いられるかを示すことが目的である。

### 1. 公開買付け+フリーズアウト

現行法下で最も多く用いられているキャッシュ・ディールの手法は、公開買付けにより対象会社株式の支配的割合<sup>8</sup>を取得した後で、残存株主をフリーズアウトするという二段階の取引である。公開買付けに応募するかどうかの判断は対象会社株主の任意なので、公開買付けを規制する金融商品取引法には差止めを認める明文の規定は置かれていない<sup>9</sup> <sup>10</sup>。公開買付け価格に不満のある対象会社株主は、公開買付けへの応募を控え、公開買付けが不成立となることを期待するか、公開買付け成立後のフリーズアウトに際して株式買取請求権を行使し、裁判所による価格算定を求めることになる。

現行法上、少数株主をフリーズアウトするための主な手段として、①通常組織再編を用いる方法<sup>11</sup>、②略式組織再編を用いる方法<sup>12</sup>、③全部取得条項付種類株式を用いる方法<sup>13</sup>の3

---

<sup>8</sup> 支配的割合を具体的に何%と考えるかは状況による。一般的には、取締役の選解任権を取得することのできる総議決権数の過半数（会社法 309 条 1 項参照）と考えるが（東京証券取引所上場規則の「支配株主」の定義（有価証券上場規程 2 条 42 号の 2）も参照）、後述するフリーズアウトの手法のうち、通常組織再編を用いる場合と全部取得条項付種類株式を用いる場合には、いずれも株主総会での特別決議を必要とするため（会社法 309 条 2 項 3 号・12 号）、本稿の目的との関係では、買収者が単独で特別決議を成立させることのできる総議決権数の 3 分の 2 と考えた方がよいかもかもしれない。ただし、日本法は長らくフリーズアウトに対して否定的であると解されていたため（例えば、西村総合法律事務所編『M&A 法大全』862-864 頁（商事法務研究会、2001 年）など参照）、実務では、フリーズアウトを実行するには対象会社株式の 90%前後を取得しておくべきであるという考えも比較的浸透している（太田洋＝山本憲光「支配株主のバイアウト権と少数株主のセルアウト権(上)——その論点と課題」商事 1910 号 45 頁、46 頁（2010 年）参照）。略式組織再編や売渡請求権を用いる場合には総議決権数の 90%の取得が必要である（会社法 468 条 1 項参照）。もっとも、下記Ⅲのモデルでは、分析を単純化するために対象会社株式の過半数の取得を以って対象会社の支配権を取得するものと想定している（後掲注(27)も参照）。

<sup>9</sup> 公開買付けの差止めは認められないと解するのが一般的である（池永ほか・前掲注(6) 3 頁参照。ただし、得津・前掲注(4) 31-32 頁と対照）。もっとも、下記Ⅲでモデル化したように、企業買収プロセスを全体として捉えて公開買付けにも差止めを認めるという立法政策は十分考えられる。

<sup>10</sup> 米国では、衡平法(equity)により取締役の信託義務(fiduciary duty)違反に基づく柔軟な救済が認められており、公開買付けを差止めることも制度上可能である。他方、わが国では、特定の法律上の行為に対する裁判上の救済を制定法で個別に規定するという仕組みが採用されている。Cf. Hideki Kanda & Curtis J. Milhaupt, *Re-examining Legal Transplants: The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law*, 51 AM. J. COMP. L. 887, 895-896 (2003).

<sup>11</sup> 買収ビークルと対象会社を合併させ、合併対価として現金を交付する。または、買収ビークルと対象会社との間で株式交換を行い、株式交換の対価として現金を交付する。

通りが考えられているが、主として税務上の理由<sup>14</sup>により、現在では③の方法が用いられることが多い<sup>15</sup>。中間試案ではこれらに加えて、④売渡請求権を行使するという方法が提案されている。②または④の方法を用いるには、買収者はフリーズアウトに先立って総議決権数の9割以上を保有している必要がある（会社法468条1項参照）。現行法では①～③の全てに株式買取請求権・価格申立請求権が認められているが（会社法116条1項2号・172条1項・785条1項）、差止請求権が認められているのは②だけである（会社法784条2項）<sup>16</sup>。中間試案は、④に価格申立請求権と差止請求権を認めることに加えて、①と③に差止請求権を認める案を選択肢として提示している。

株式買取請求制度において、裁判所が価格決定の申立てを受けた場合、価格算定の基準となるのは「公正な価格」である（会社法116条1項柱書・785条1項、最決平成21年5

---

<sup>12</sup> 株主総会の承認決議が不要となるだけで、通常組織再編による場合と同じく、合併・株式交換の対価として現金を交付する。

<sup>13</sup> まず、対象会社の定款を変更し、対象会社の既存の普通株式を全部取得条項付種類株式に変更する。次に、対象会社は、株主総会決議により、全部取得条項付種類株式を取得し、これと引換えにかつての普通株式と同内容の種類株式を交付する。この際、対象会社の少数株主に交付される対象会社の種類株式が1株未満の端数となるように発行する株式数を設定する。最後に、対象会社の少数株主に対して、会社法234条の規定に従って種類株式の端数の合計を売却することにより得られる現金を交付する。手続きの詳細について、渡辺邦広「全部取得条項付種類株式を用いた完全子会社化」ビジネス法務2008年1月号96頁、太田洋「わが国におけるMBOの実務と課題」日本取締役協会編『経営判断ケースブック——取締役のグッド・ガバナンスの実践』73頁、88-96頁（商事法務、2008年）など参照。なお、平成23年改正産活法の下では、買収者が事前に主務大臣による計画認定を受け、公開買付けにより対象会社の総議決権の9割以上を保有することとなった場合には、上記の手続きにおいて必要となる株主総会決議（種類株主総会決議を含む）および端数株式の売却にかかる裁判所の許可は不要となる（産活法21条の3参照）。藤田知也「改正産活法における会社法特例措置の概要」商事1933号26頁、30-32頁（2011年）参照。

<sup>14</sup> 組織再編の対価として現金を交付すると非適格組織再編となり（法人税法2条12号の8・12号の6参照）、対象会社財産の含み益や暖簾に課税されるからである。長谷川芳孝『三角合併解禁後のM&Aの税務』（中央経済社、2007年）など参照。

<sup>15</sup> 現行法でも、株式併合を用いて少数株主をフリーズアウトすることは制度上可能である。しかし、現行法では株式併合には株式買取請求権が認められておらず、フリーズアウトを目的とする株式併合は、株主総会決議取消原因となり得ると解されているため、実務上はあまり利用されていない。しかし、中間試案では株式併合にも株式買取請求権を認めることが提案されており、法改正後には株式併合がフリーズアウトに利用される可能性が指摘されている。戸嶋浩二＝園田観希央「資金調達に関する規律の見直し」商事1957号14頁、22-23頁（2012年）など参照。

<sup>16</sup> もっとも、現行法の下でも、組織再編無効の訴えや株主総会決議取消しの訴えを本案の被保全権利とする仮処分（得津・前掲注(4)31頁、弥永真生「著しく不当な合併条件と差止め・損害賠償請求」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（上巻）』623頁、630-632頁（商事法務、2007年）参照）や取締役の違法行為差止めの一般規定（会社法360条）により（田中・前掲注(6)「組織再編と対価柔軟化」82頁、弥永・前掲論文634-635頁など参照）、①や③の差止めが可能であるという見解もある。ただし、藤田・前掲注(6)284頁、池永ほか・前掲注(6)7頁、吉垣実「会社関係の保全事件の現状と課題——民事手続法の視点から」法時82巻12号37頁、38頁（2010年）と対照。

月 29 日金判 1326 号 35 頁)<sup>17</sup>。「公正な価格」の判断は裁判所の合理的裁量に委ねられている(前掲最決平成 21 年 5 月 29 日、最決平成 23 年 4 月 19 日金判 1366 号 9 頁)。したがって、下記Ⅲでは、裁判所の決定する「公正な価格」の値を確率変数としてモデルに組み込んだ。

上記②の略式組織再編において差止めが認められるのは、組織再編対価が対象会社の「財産の状況その他の事情に照らして著しく不当である場合」である(会社法 784 条 2 項 2 号)。中間試案は、これと同じ文言で上記④の売渡請求において差止めを認めている。他方、上記①および③の差止請求では、対象会社の「株主が不利益を受けるおそれ」が基準となっている<sup>18</sup>。これらの基準が株式買取請求制度における「公正な価格」の基準とどの程度異なるものであるのかは議論となり得るところであるが、下記Ⅲのモデルでは両者に違いがないことを前提としている<sup>19</sup>。すなわち、「公正な価格」と同じ確率変数として表現している。

## 2. キャッシュ・マージャー<sup>20</sup>

現行法では、キャッシュ・ディールの手法として現金交付合併・現金交付株式交換を用いることも可能である<sup>21</sup>。組織再編が株主総会で承認されれば、法の作用により(by operation of law)対象会社株主に現金が割当てられるので、フリーズアウトのプロセスは必要ない。上述のように通常組織再編には株式買取請求権が認められているが(会社法 785 条 1 項)、株主が株式買取請求権を行使するためには、株主総会に先立って組織再編に反対する旨を会社に通知し、かつ、株主総会において当該組織再編に反対の議決権行使をしなくてはならない(会社法 785 条 2 項 1 号)。したがって、買取対価に不満があり、裁判所による価格算定を求める対象会社株主は、株主総会で反対の議決権を行使することになる。下記Ⅲのモデルとの関係では、これが公開買付けにおいて応募を差し控える判断に対応する。現行法では通常組織再編の差止めは認められていないが<sup>22</sup>、中間試案は一定の範囲で差止めを認め

---

<sup>17</sup> 平成 17 年改正前商法では、組織再編に伴って株式買取請求権が行使された場合の価格算定の基準は、いわゆる「ナカリセバ価格」であったが、平成 17 年の会社法立法時に基準が「公正な価格」に変更された。その経緯と理論的背景については、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(1)」法協 129 巻 3 号 505 頁、513-531 頁(2012 年)参照。

<sup>18</sup> ただし、(a)法令または定款の違反が認められる場合に限られるとする案(ただし、法令違反には取締役の善管注意義務違反は含まれないとされている)と(b)(a)の場合に加えて特別利害関係株主の議決権行使による不当な株主総会決議が行われた場合にも認める案が併記されている。

<sup>19</sup> そもそも下記Ⅲでは、現行法・中間試案が認める範囲より広く差止制度を採用することを前提としているため、本稿の目的との関係では、現行法・中間試案の文言にとらわれる必要はないと考えられる。

<sup>20</sup> 本稿では現金交付合併と現金交付株式交換をあわせて「キャッシュ・マージャー」という。

<sup>21</sup> もっとも、税務上の理由により(前掲注(14)参照)、現在ではあまり用いられていない。

<sup>22</sup> ただし、前掲注(16)を参照。

る選択肢を示している（上記1. 参照）<sup>23</sup>。

### 3. 小括

以上のように、現行法は株式買取請求制度を企業買収における株主救済の軸に据える制度設計となっており<sup>24</sup>、差止制度は限られた範囲でしか採用されていない。しかし、立法は差止制度の適用範囲を拡張しようとする動きを見せている。次節では、株式買取請求を軸とする現行法の制度設計と差止めの適用範囲を企業買収プロセス全般に拡大する制度設計とを対比して、効率的な企業買収の成否への影響を分析する。

## III モデル分析

本節では、買収者が対象会社株式を対象として実施した公開買付けの成立後に残存少数株主をフリーズアウトするという上記II 1. の買収プロセスを前提として<sup>25</sup>、株主に対して①株式買取請求権による救済を付与した場合と②差止請求権による救済を付与した場合とでは、裁判所による価格算定の不確実性が企業買収の成否に与える影響に違いが生じることを示す<sup>26</sup>。なお、差止制度の分析では、中間試案による提案の範囲を超えて、公開買付けにも差止めの効果が及ぶことを前提としている。

### 1. モデルの前提

$t=0$ において、買収対象会社（T社）の株式は広く分散所有されており、その株価を $p_0$ とする。単純化のために負債の存在は捨象して考え、T社の株式時価総額と企業価値は一致す

<sup>23</sup> もっとも、中間試案で最も広く差止めを認める案（前掲注(18)の(b)案）が採用されたとしても、キャッシュ・マージャーによる一段階の買収が差止めの要件を満たすことはほとんどないと考えられる。したがって、公開買付けの場合と同様、下記IIIの分析は中間試案の範囲を超えて差止制度が拡大された場合を想定していることになる。

<sup>24</sup> より詳しくは、藤田・前掲注(6)、川村力「合併の対価と企業組織の形態(1)」法協126巻4号795頁、810-829頁（2009年）など参照。

<sup>25</sup> 買収手法としてキャッシュ・マージャーを選択したとしても、以下の説明に法制度の技術的な側面での差（例えば、公開買付けへの応募の代わりに株主総会での賛成の議決権行使が行われるといったこと）が生じるだけであり、分析の本質には影響しない。

<sup>26</sup> デラウェア州では、本節のモデルが前提とするような買収者と対象会社との間に特別の資本関係が存在しないキャッシュ・ディールの場面では、いわゆるレブロン義務が惹起される。すなわち、買収価格のコントロールを、裁判所の価格算定ではなく、支配権市場の作用に依拠して行うという仕組みになっている。差止めにせよ株式買取請求にせよ、デラウェア州で裁判所の価格算定が買収の成否に影響するのは、既存の支配株主による少数株主のフリーズアウトのように対抗買収者の登場が典型的に期待できない場面に限られる。本稿では、デラウェア州の制度設計についてはこれ以上立ち入らない。なお、フリーズアウトの局面での裁判所の価格算定が買収者の事前の投資行動に与える影響をモデルで分析した文献として、*see, e.g., Benjamin Hermalin & Alan Schwartz, Buyouts in Large Companies*, 25 J. LEGAL STUD. 351 (1996); Kenton K. Yee, *Control Premiums, Minority Discounts, and Optimal Judicial Valuation*, 48 J. L. & ECON. 517 (2005).

るものとする。また、効率的資本市場仮説を前提とし、T社の株価はT社の企業価値を正しく反映しているものとする。t=1において、買収者が公開買付けによるT社の買収（以下、「本買収」という）を公表する。買収価格は $p_1$ である。本買収が成功すればT社の1株あたり企業価値は $v$ に上昇する。本買収から利得を得るために、買収者は、

$$p_0 < p_1 < v \quad (1)$$

を満たすように買収価格 $p_1$ を設定する。(1)式の下で、本買収は効率的な企業買収である。単純化のために、T社株主の50%超の応募があれば、本買収は成功するものとする。また、取引費用の存在や課税の影響は無視して考える。t=2において、T社株主は公開買付けに応募するか、または株式買取請求権・差止請求権を行使するかを選択を行う。個別のT社株主の選択は他のT社株主の選択に影響を与えないものとする。T社株主が株式買取請求権・差止請求権を行使した場合、t=3において、裁判所がT社株式の価格評価を行う。その評価額は $p_j$ である。ただし、 $p_j$ の値は事前にはわからず、T社株主の評価額の予想値 $\tilde{p}_j$ は、その平均値を $E(\tilde{p}_j)$ 、標準偏差を $\sigma$ とする正規分布にしたがうものと仮定する（図1参照）。すなわち、 $\tilde{p}_j$ は確率変数であり、 $p_j$ はその実現値である。この確率分布は買収者にも知られているものとする。買収者はリスク中立的であり、本買収から得られる利得の期待値がプラスの場合には本買収を実行し、マイナスの場合には本買収を実行しない。

[図1をこの辺りに挿入]

## 2. 株式買取請求制度の場合

株式買取請求制度の下では、t=2において、買収価格が裁判所による評価額の予想値を上回る（すなわち、 $p_1 > \tilde{p}_j$ ）と考えるT社株主は公開買付けに応募する。これとは反対に、買収価格が裁判所による評価額の予想値を下回る（すなわち、 $p_1 < \tilde{p}_j$ ）と考えるT社株主は公開買付けに応募せず、公開買付け成立後に行われるフリーズアウトに際して株式買取請求権を行使する。ここで、 $\tilde{p}_j$ は正規分布すると仮定したので、買収者は $\tilde{p}_j$ の平均値 $E(\tilde{p}_j)$ を上回る買収価格 $p_1$ を提示すれば、50%超の応募を集め、本買収を成功させることができる（図2参照）<sup>27</sup>。すなわち、

$$p_1 > E(\tilde{p}_j) \quad (2)$$

が本買収の成立条件である。ここで、買収者が(1)式および(2)式を充足する買収価格 $p_1$ を設定するためには、

$$v > E(\tilde{p}_j) \quad (3)$$

<sup>27</sup> キャッシュ・マージャーによる買収では、T社の株主総会特別決議が必要となるため、買収価格を $p_1 > E(\tilde{p}_j) + 0.44\sigma$ となるように設定する必要がある。中間試案の下での売渡請求権を利用する場合、または少数株主をフリーズアウトするには公開買付けで最低でも90%前後を取得する必要があるという実務に比較的浸透している理解に従う場合には、買収価格を $p_1 > E(\tilde{p}_j) + 1.28\sigma$ となるように設定する必要がある（前掲注(8)も参照）。いずれにしても本文の分析に大きな影響はない。

が満たされている必要がある。したがって、(3)式が株式買取請求制度の下で本買取が開始される前提条件となる。買収者が(1)式および(2)式を充足する買取価格 $p_1$ を設定した場合、 $p_1 > \tilde{p}_j$ と考える T 社株主の割合 (図 2 の薄いグレー部分) を $\alpha$ とすると、買収者が本買取から得ることのできる 1 株あたりの利得の期待値は、

$$v - \alpha \cdot p_1 - (1 - \alpha) \cdot E(\tilde{p}_j) \quad (4)$$

である。(1)式および(2)式より、(4)式はプラスの値をとる<sup>28</sup>ので、買収者は本買取を実行する。ここで注目すべきは、株式買取請求制度の下では買取の開始条件・成立条件は、裁判所による株式評価額の期待値 $E(\tilde{p}_j)$ に依存し、その実現値 $p_j$ には左右されないことである。仮に裁判所が株式買取請求手続きにおいて T 社株式の価値を過大評価し(すなわち、 $p_j \gg v$ )、買収者が本買取から得る 1 株あたりの利得 $(v - \alpha \cdot p_1 - (1 - \alpha) \cdot p_j)$ <sup>29</sup>が結果的にマイナスとなったとしても、本買取自体は成立する。裁判所が T 社株式を過大評価するリスクは買収者が負担することになるからである<sup>30</sup>。

[図 2 をこの辺りに挿入]

### 3. 差止制度の場合

差止制度の下では、 $t=2$ において、裁判所による評価額の予想値が買取価格と対象会社の潜在的企業価値の間にある(すなわち、 $p_1 < \tilde{p}_j < v$ )と考える株主が裁判所に対して本買取の差止めを求める<sup>31</sup>。差止訴訟において、裁判所は T 社株式の評価を行い、その評価額が買取価格を下回る(すなわち、 $p_j < p_1$ )場合には、買収者に買取価格 $p_1$ での本買取の実行を認める。これに対して、裁判所の評価額が買取価格を上回る(すなわち、 $p_j > p_1$ )場合には、買収者は買取価格の再設定を行う。モデルを単純にするために、差止訴訟の審理過程

<sup>28</sup> (4)式を変形して

$$\alpha \cdot v + (1 - \alpha) \cdot v - \alpha \cdot p_1 - (1 - \alpha) \cdot E(\tilde{p}_j) \\ \alpha \cdot (v - p_1) + (1 - \alpha)(v - E(\tilde{p}_j))$$

(1)式、(2)式および $0 < \alpha < 1$ から、上の第 1 項も第 2 項もプラスの値となり、(4)式はプラスの値をとる。

<sup>29</sup> 公開買付けに応募した株主が裁判所の決定した「公正な価格」と公開買付価格の差額 $(p_j - p_1)$ を損害賠償額として買収者に請求した事件で東京地裁は請求を否定している(東京地判平成 23 年 2 月 18 日金判 1363 号 48 頁)。したがって、裁判所が過大な評価をしたとしても 1 株あたりの利得が $v - p_j$ となるわけではない。

<sup>30</sup> 買収者はリスク中立的であると仮定したので、事前の買収行動に影響するのはあくまで裁判所による算定価格の期待値である。なお、前掲注(29)の裁判例に反して、仮に裁判所の評価額と公開買付価格の差額について応募株主に損害賠償が認められるとした場合、買収者にとっての 1 株あたり期待利得は、 $v - E(\tilde{p}_j)$ となる。(3)式より、この値はプラスとなるので、応募株主に損害賠償を認めるか否かが本買取の成否に影響を与えるわけではない。

<sup>31</sup> 後述のように、差止訴訟の結果、 $p_j > v$ となった場合には、買収者は本買取を取り止めるので、裁判所による評価額の予想値が対象会社の潜在的企業価値を上回る(すなわち、 $\tilde{p}_j > v$ )と考える株主は、差止訴訟を提起しない。

で裁判所の考えている評価額の値 $p_j$ が当事者にわかるものとし、買収者は差止め後の再買収価格を $p_j$ に設定するものとする<sup>32</sup>。ただし、 $p_j > v$ となった場合には、買収者は本買収を取り止める。他方、T社株主も差止訴訟後には裁判所の評価を確定的に知ることとなるので、公開買付けに全員が応募する（仮に応募しない株主がいても買収価格と同額でのフリーズアウトが認められる）。以上から、差止制度の下での本買収の成立条件は、

$$p_j < v \quad (5)$$

である。株式買取請求制度の場合とは異なり、買収者が当初設定する買収価格 $p_1$ は、(1)式を充足していることだけが条件となる。裁判所が $p_j < p_1$ と判断する確率を $P(p_j < p_1)$ （図3の薄いグレー部分）、 $p_1 < p_j < v$ と判断する確率を $P(p_1 < p_j < v)$ （図3の濃いグレー部分）、 $v < p_j$ と判断する確率を $P(v < p_j)$ （図3の白い部分）とすると、買収者が本買収から得ることのできる1株あたりの利得の期待値は、

$$(v - p_1) \cdot P(p_j < p_1) + (v - p_j) \cdot P(p_1 < p_j < v) + 0 \cdot P(v < p_j) \quad (6)$$

である。(6)式はプラスの値をとるので、最終的な本買収の成否にかかわらず、買収者は当初の公開買付けを開始することになる。しかし、 $t=3$ における裁判所の算定結果次第で本買収を取り止めることがあり得る。すなわち、株式買取請求制度の場合と対照的に、差止制度の下では、買収の成否は裁判所による実際の評価額（ $\tilde{p}_j$ の実現値である $p_j$ ）に依存する（(5)式参照）。裁判所がT社株式を過大評価するリスクは、効率的な企業買収の実施が阻止されるという形に結実することになる。

[図3をこの辺りに挿入]

#### 4. 評価

以上の分析から、株式買取請求制度の下では、裁判所による株式評価額の期待値 $E(\tilde{p}_j)$ が企業買収の成否に影響し、差止制度の下では、裁判所による株式評価額の実現値 $p_j$ が買収の成否に影響することが分かった<sup>33</sup>。両制度はそれぞれ一長一短である。どちらの制度が望ま

<sup>32</sup> 実際の差止訴訟において、裁判所は対象会社株式の価格算定を行うことを求められるわけではないので、この仮定が現実的ではないという批判もあるかもしれない。より現実に近似したモデルとして、裁判所が差止訴訟の過程で心証形成した対象会社株式の価値 $p_j$ は当事者にはわからず、本買収が差止められた場合には買収者と対象会社との間で買収価格の再交渉が行われ、再交渉価格 $p_r$ が $p_j$ を上回るまで差止めの可能性が継続するというモデルも考えられる。しかし、このモデルの下でも、差止訴訟の審理過程や判決理由を通じて、訴訟当事者が $p_j$ を（確定的な金額ではないとしても）ある程度の範囲で知ることができ、 $p_r$ は $p_j$ に十分近づくと想定することはそれほど不自然ではない。それならば、モデル分析のインプリケーションは本文の仮定を採用した場合とほとんど同じである。本文の仮定を用いた方が（モデルが単純になる上に）株式買取請求制度と差止制度をより鮮明に対比できるため、本稿ではあえてこのような仮定を置いている。

<sup>33</sup> この点は、既存の支配株主が少数株主をフリーズアウトする場面でも同様に当てはまる。しかし、この場合には、支配株主は少数株主のフリーズアウトへの賛否にかかわらずフリーズアウトを成立させることが可能なので、フリーズアウト取引の成立条件が本文で分析

しいかは、 $E(\tilde{p}_j)$ と $v$ の大小関係に依存する。

(a)  $E(\tilde{p}_j) < v$ のとき 株式買取請求制度が望ましい。(3)式より、買収者は(1)式および(2)式を充足する買取価格を設定することができ、買収が常に成立するからである。差止制度では裁判所による評価額の実現値が対象会社の潜在的企業価値を上回った場合に買収が阻止される可能性がある((5)式参照)。なお、 $E(\tilde{p}_j)$ が小さくなる傾向のときに差止制度を採用した場合には、評価額の予想値の標準偏差 $\sigma$ は小さい方がよい。結果的に $p_j > v$ となって買収が中止される確率が低くなるからである(図4参照)。

(b)  $E(\tilde{p}_j) > v$ のとき 差止制度が望ましい。(3)式より、株式買取請求制度の下では買収がそもそも開始されないが、差止制度の下では当初の買収自体は開始される。そのため、差止訴訟において、裁判所による評価額の実現値が対象会社の潜在的企業価値を下回れば、買収が成立する余地が生ずる((5)式参照)。なお、 $E(\tilde{p}_j)$ が大きくなる傾向のときに差止制度を採用した場合には、評価額の予想値の標準偏差 $\sigma$ は大きい方がよい。結果的に $p_j < v$ となって買収が成立する可能性が高くなるからである(図5参照)。

[図4と図5をこの辺りに挿入]

以上の結果を敷衍すれば、次のように表現することができるであろう。すなわち、もし裁判所が先例の蓄積を通じて $E(\tilde{p}_j)$ の値を対象会社の潜在的企業価値より低い範囲に上手くコントロールできるのであれば、株式買取請求制度は個別の企業買収案件で生じ得る裁判所の過大評価の悪影響を帳消しにすることができる。個別案件における裁判所の過大評価リスクは買収者が負担し、効率的な買収行動そのものを抑止することにはならないからである。しかしながら、裁判所が対象会社株式の過大評価を行うという期待を形成してしまった場合には、企業買収に対する抑止効果は甚大である。また、過大評価の期待が一旦形

---

した特別の資本関係のない対象会社を買収する場面での買収成立条件とは異なる。株式買取請求制度の下では、支配株主がフリーズアウトを実行する条件は、 $\gamma$ を裁判所の評価額がフリーズアウト価格を下回ると予想する少数株主の割合とすると、

$$(v - p_1) \cdot \gamma + (v - E(\tilde{p}_j)) \cdot (1 - \gamma) > 0 \quad (a)$$

である。(a)式の成否は、 $v$ 、 $p_1$ および $E(\tilde{p}_j)$ の大小関係ならびに $\tilde{p}_j$ の分散に依存するが、 $E(\tilde{p}_j) < v$ が成立するときは常に正の値をとる(なお、デラウェア州におけるのと同様、仮にフリーズアウトされた少数株主に「公正な価格」とフリーズアウト価格の差額の損害賠償請求を支配株主に対して行うことを認める場合(前掲注(30)参照)には、端的に $E(\tilde{p}_j) < v$ がフリーズアウトの成立条件となる)。(a)式では、裁判所による評価額の実現値 $p_j$ は、フリーズアウト取引の成否に影響しない。これに対して、差止制度の下では、支配株主がフリーズアウトを実行する条件は、

$$v - \max(p_1, p_j) > 0 \quad (b)$$

である。(b)式の成否は、裁判所による評価額の実現値 $p_j$ に依存し、その期待値 $E(\tilde{p}_j)$ には依存しない。

成されてしまったら、抑止効果が過大評価の期待を是正する機会をも奪うという悪循環に陥る可能性もある。

他方、差止制度では、不適切な先例の蓄積による一般的な企業買収抑止効果は生じない。たとえ過大な $E(\tilde{p}_j)$ が形成されてしまったとしても、個別判断のばらつきが大きければ、効率的な企業買収が行われる可能性がある。しかしながら、仮に裁判所が適正な $E(\tilde{p}_j)$ を形成できたとしても、個別案件での過大評価が効率的な企業買収を個別に阻止してしまうという短所が存在する。

### 補論(1)——株式買取請求制度と差止制度が併存する場合

現行の株式買取請求制度を維持したまま差止制度を導入した場合には両制度が併存することになるが、株主救済の主軸は差止制度に移る。上記Ⅲ2. で述べたように、株式買取請求制度の下では、株式買取請求権の行使を期待して公開買付けへの応募を控える T 社株主は、 $p_1 < \tilde{p}_j$ と考える者である。他方、上記Ⅲ3. で述べたように、差止制度の下では、差止請求権を行使する T 社株主は、 $p_1 < \tilde{p}_j < v$ と考える者である。本稿のモデルでは取引費用の存在は無視して考えているので、両制度が併存した場合、 $p_1 < \tilde{p}_j < v$ と考える T 社株主にとっては、差止請求権の行使と株式買取請求権の行使は無差別となる<sup>34</sup>。両制度が併存する場合、 $t=2$  で提起される差止訴訟は株式買取請求に先行する。したがって、上記の $p_1 < \tilde{p}_j < v$ と考える T 社株主が一人でも差止訴訟を提起すると、株式買取請求が提起される可能性があるのは、差止訴訟後買収者が本買収を取り止めなかった場合に限られることとなる。この場合、買収価格は $p_1$ または $p_j$ となるが、いずれも $p_j$ 以上である。ここで、裁判所による評価額の実現値 $p_j$ は既に分かっているので、全ての T 社株主は公開買付けに応募することを選択する<sup>35</sup>。したがって、株式買取請求制度と差止制度を併存させた場合、裁判所による価格算定の不確実性が企業買収の成否に与える影響については、差止制度に関する上記の分析が当てはまると考えられる。

### 補論(2)——「ナカリセバ価格」によって評価する場合

本稿の主題は、裁判所の価格算定に不確実性が存在する場合の株式買取請求制度と差止制度の対比であるが、価格算定が裁判所の完全な裁量によるのではなく、平成 17 年改正前商法で用いられていた「ナカリセバ価格」<sup>36</sup>を基準とする拘束を受ける場合についても簡単に言及しておく。結論から言えば、本稿のモデルにおいて、裁判所の価格算定に「ナカリセバ価格」による拘束がある場合には、株式買取請求制度と差止制度のどちらを選択しても効率的企業買収を阻害する効果は発生しない。裁判所の評価額は確率変数にはならず、

<sup>34</sup> 差止請求における裁判所の評価額と株式買取請求における裁判所の評価額が同じであることを前提としている。

<sup>35</sup> 買収価格が $p_j$ の場合、公開買付けへの応募と株式買取請求権の行使は無差別であるが、時間的価値(time value of money)を考慮すれば、公開買付けに応募した方がよい。

<sup>36</sup> 前掲注(17)参照。

$p_j = p_0$ となり、裁判所が過大評価を行うリスクが消滅するからである。株式買取請求制度の下では、 $t=1$ において買収者が $p_1 > p_0$ となる買取価格を設定すれば、 $t=2$ においてすべての株主が公開買付けに応募する（すなわち、株式買取請求権を行使するという選択肢を取らない）。差止制度の下でも同様に、 $t=1$ において買収者が $p_1 > p_0$ となる買取価格を設定すれば、（裁判所が本買取を差止めないことが確実なので） $t=2$ において差止訴訟を提起する株主は存在しない。したがって、裁判所の価格評価が「ナカリセバ価格」によって拘束される場合、株式買取請求制度と差止制度のどちらを選択しても同じ結果となる。

#### IV 裁判例の傾向と立法政策上の示唆

前節の分析結果に基づき、本節では、これまでのわが国の裁判例の傾向に照らして、株式買取請求制度と差止制度のどちらを採用するのが立法政策として優れているのかを検討する。なお、本節での検討は前節での分析から得られた知見に基づくものであり、株式買取請求制度と差止制度のあらゆる側面を検討するものではない。現実の立法では本稿とは異なる観点からの検討も必要なことは言うまでもない。したがって、本節の議論は、あくまで一つの観点からの示唆に留まる。

##### 1. 裁判例の傾向

上記Ⅲでモデル化したキャッシュ・ディールのプロセスにおいて裁判所が対象会社株式の価格算定を行うことを求められた事案は、これまで5件ある<sup>37 38 39 40</sup>。そのうち4件が

<sup>37</sup> 本稿では個別の事案における裁判所の判断の是非には立ち入らない。あくまで後述する立法政策との関係で裁判例全体の傾向を示すことが目的である。

<sup>38</sup> キャッシュ・ディールに伴うフリーズアウトという範囲では、この他にオープンループ事件（札幌地決平成22年4月28日金判1353号58頁、札幌高決平成22年9月16日金判1353号64頁）がある。オープンループ事件は、対象会社の支配権をめぐる紛争の当事者であり、公開買付けに先立って対象会社株式の39.77%および20.71%をそれぞれ保有していたSKCとクオント・キャピタルとの間での手打ちのような性格を有する事案である。この事案は、上記Ⅲのモデルが想定している典型的なキャッシュ・ディールの場面とは相当異なるものであるため、本文の検討対象から除外した。なお、オープンループ事件では、地裁決定、高裁決定共にSKCの公開買付価格と同額を裁判所の評価額としている。

<sup>39</sup> 純粋なキャッシュ・ディールではないが、キャッシュ・ディールに近い性質を有する事案として日興コーディアルグループ事件（東京地決平成21年3月31日金判1315号26頁）がある。この事案は、買収者であるシティグループが現金を対価とする公開買付けにより日興コーディアルの支配権を取得した後、フローティング方式の株式交換により、公開買付価格相当額のシティグループ株式を日興コーディアル株主に交付し、日興コーディアルを完全子会社化した事案である。この事案で、東京地裁は公開買付価格と同額の1株あたり1,700円を裁判所の評価額と決定したが、抗告されずに地裁決定が確定している。

<sup>40</sup> ストック・ディールの事案は、抗告されずに地裁決定が確定しているもの（東京地決平成21年4月17日および東京地決平成21年5月13日金判1320号31頁、神戸地決平成21年3月16日金判1320号59頁）、買収者側の株主の買取請求について判断しているもの（東

MBO の事案である。上記Ⅲのモデルで外部から客観的に観察可能なのは、買収公表前の株価 $p_0$ 、買収価格 $p_1$ および裁判所の評価額 $p_j$ である。これをまとめたのが下の表である。

	買収公表前株価 ( $p_0$ ) <sup>41</sup>	公開買付価格( $p_1$ )	地裁決定( $p_j$ )	高裁決定( $p_j$ )
レックス事件 <sup>42</sup>	20万2,000円	23万円	23万円	33万6,966円
サンスター事件 <sup>43</sup>	550円	650円	650円	840円
サイバード事件 <sup>44</sup>	4万9,026円	6万円	6万円	6万1,360円
松尾橋梁事件 <sup>45</sup>	86円	122円	140円	140円
カルチュア・コン ビニエンス・クラ ブ事件 <sup>46</sup>	469円	600円	649円	-

この表からは次のことが言える。第一に、いずれの事案でも $p_1 > p_0$ が成立しており、買収者が合理的であるならば、企業価値を高める企業買収であったと推察することができる。第二に、いずれの事件でも最終的な裁判所の評価額は公開買付価格を上回っている。なお、現実には $\hat{p}_j$ の分布を外部から客観的に観察することはできない。しかし、最も公開買付けへの応募が少なかった事案（松尾橋梁事件）でも発行済株式総数の77.6%の応募があったことから推察すれば、いずれの事案においても、事前の予測としては、 $p_1 > E(\hat{p}_j)$ （ひいては $v > E(\hat{p}_j)$ ）が成立していたと考えられる。

以上に鑑みると、株式買取請求制度を株主救済の軸に据える現行法の枠組みは、当初の立法政策としては成功したと考えてよい<sup>47</sup>。仮に裁判所の評価額が $v$ を上回っていたとし

---

京高決平成21年7月17日金判1341号31頁）、株式交換・株式移転により企業価値が毀損されたと認定されているもの（東京地決平成22年3月31日金判1344号36頁、最決平成23年4月26日金判1367号16頁）など、本稿の分析枠組みに馴染まないものばかりであるため、検討の対象から外している。

<sup>41</sup> 各社のプレスリリース等に記載のある買収公表前1ヶ月間の終値の単純平均値を用いた。

<sup>42</sup> 東京地決平成19年12月19日判時2001号109頁、東京高決平成20年9月12日金判1301号28頁、最決平成21年5月29日金判1326号35頁。なお、最高裁決定は特別抗告・許可抗告を棄却したものであり、自ら価格算定を行ったわけではない。

<sup>43</sup> 大阪地決平成20年9月11日金判1326号27頁、大阪高決平成21年9月1日金判1326号20頁。

<sup>44</sup> 東京地決平成21年9月18日金判1329号45頁、東京高決平成22年10月27日資料版商事322号174頁。

<sup>45</sup> 大阪地決平成23年1月28日金判1390号38頁、大阪高決平成24年1月31日金判1390号32頁。

<sup>46</sup> 大阪地決平成24年4月16日金判1391号52頁。なお、この事案は抗告されずに地裁決定が確定している。

<sup>47</sup> ただし、会社法立法当時の立案担当者解説が、組織再編等に先立って公開買付けが行われた場合には「通常、『公正な価格』が公開買付価格を下回ることはない」と述べていたた

たら、差止制度の下では上記の買収事案は成立しなかった可能性があるからである<sup>48</sup>。しかし、これまでの裁判例の傾向として、裁判所の最終的な評価額が常に公開買付価格を上回っている点に現行制度の問題がある<sup>49</sup>。この傾向は、将来の事案で $v < E(\tilde{p}_j)$ という予想を対象会社株主が形成する素地を与えるからである。かかる予想は、買収者が(1)式および(2)式を同時に満たす買収価格の設定を行うことを困難にすることを通じて、効率的な企業買収を抑止するという結果をもたらす<sup>50</sup>。この点をいかに評価するかが立法政策を決する鍵となる。

## 2. 立法政策上の選択肢

上記Ⅱで述べたように、現行法は株式買取請求制度を企業買収における株主救済の軸に据える制度設計となっている。したがって、現時点の立法政策としては、①株式買取請求制度を軸とする現行制度を維持する、②差止制度を導入する<sup>51</sup>、という二つの大きな選

---

め（相澤哲編著『一問一答 新・会社法』222頁（商事法務、2005年）参照）、効率的な企業買収が抑止されてしまうのではないかという懸念が当初から存在した。もし立案担当者の解説が妥当するのであれば、買収者が設定する買収価格 $p_1$ の大きさにかかわらず、 $E(\tilde{p}_j) \geq p_1$ という期待が成立し、買収者は(1)式および(2)式を同時に充足する買収価格を設定することができなくなる。これは、公開会社(publicly-traded companies)に対するキャッシュ・ディールをおよそ抑止するという結果になりかねないものであった。

<sup>48</sup> なお、裁判所の最終評価額は、サンスター事件では、対象会社のファイナンシャル・アドバイザー（以下「FA」という）がDCF法によって算定した価格の上限値を上回っており、松尾橋梁事件では、買収者側のFAがDCF法によって算定した価格の上限値に限りなく近い額となっている。他方で、サイバード事件では、裁判所の最終評価額は、買収者側のFAがDCF法によって算定した価格レンジの中央値付近にある。カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件では、買収者、対象会社および独立委員会のそれぞれのFAがDCF法によって算出した価格レンジには相当の乖離があり、裁判所の最終評価額は、買収者側のFAが算出したDCF法による価格レンジの範囲内ではあるものの、対象会社および独立委員会のFAがDCF法によって算出した価格の下限値を下回っている。

<sup>49</sup> 現行法では、裁判所に対する価格決定の申立てをした場合、全部取得条項付種類株式の取得日から起算して裁判所の決定額に対する年6分の法定利息が付される（会社法172条2項）。この利息は現在の経済状況に照らして著しく高額であり、高裁が地裁を上回る額を決定額とする傾向と相俟って株主に取得価格を争う誘因を与えてきた可能性は否定できない。しかし、このような制度の不備に対しては、中間試案が、裁判所による価格決定前の支払制度を設け、かかる誘因を取り除くことを提案している。

<sup>50</sup> なお、これまでMBOの事案において、高裁決定は、対象会社の買収公表前一定時期の株価（または一定期間の平均株価）に20%のプレミアムを付した額を決定額とする定式を示している。この定式を単純に表現すれば、 $E(\tilde{p}_j) = 1.2p_0$ ということになる。したがって、高裁決定の定式は、企業価値を高める買収であっても、 $p_0 < v < 1.2p_0$ の範囲に留まるものについては、これを抑止してしまう。MBO取引に関する実証研究は、レックス事件高裁決定後に買収プレミアムが有意に上昇したことを示しており、上記の予想と整合的である。井上光太郎ほか「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか——実証分析からの示唆」商事1918号4頁（2010年）参照。

<sup>51</sup> この場合に、株式買取請求制度が併存したとしても株主救済の軸が差止制度に移ることについて、補論(1)参照。

択肢がある。どちらを選択すべきかは、上記 1. で述べた裁判例の評価に依存する。これらの裁判例を以って、裁判所には適正な $E(\tilde{p}_j)$ を形成する能力がないと評価するのであれば、差止制度を導入すべきである。上記Ⅲで述べたように、差止制度は、 $E(\tilde{p}_j) > v$ が成立する場合であっても、企業買収の一般的抑止効果を持たないからである。他方、上記 1. で述べた 5 つの事案だけではまだ過大な $E(\tilde{p}_j)$ が形成されるには至っておらず、今後まだ裁判所が適切な先例を蓄積する余地が残っていると評価するのであれば、現行制度を維持すべきである。

かかる立法政策上の選択肢について、筆者は、現時点では現行制度を維持し、もうしばらく様子を見てもよいと考えている。わが国の裁判所は（デラウェア州の裁判所とは異なり）企業買収に関連する裁判の経験が浅く、裁判例が買収者や対象会社株主の事前(ex ante)の行動に与える影響に対する配慮が十分でない。逆に言えば、経験が浅いが故に改善の余地も大きく残されている。上記 1. で述べた裁判例が企業買収行動を抑止してしまう可能性は、既に多くの論者の指摘するところである<sup>52</sup>。これらの指摘を受けて裁判所が事前の行動に与える影響に対してもっと大きな関心を払う可能性に期待してもよいのではないだろうか。ただし、裁判所による過大評価の傾向が今後も継続するようであれば、立法が適時に差止制度の全面的な導入を図るべきである<sup>53</sup>。

## V まとめ

本稿では、裁判所による価格算定に不確実性が存在することを前提として、株式買取請求制度と差止制度が効率的な企業買収の成否に異なる影響を与えることを簡単なモデルで分析した。株式買取請求制度では裁判所による評価額の期待値が買収の成否を決するのに対して、差止制度では裁判所による評価額の実現値が買収の成否を決する。両制度にはそれぞれ一長一短がある。すなわち、株式買取請求制度は、裁判所が一旦買取価格の評価能力に対する信頼を確立しさえすれば、個別事案で稀に買取価格を過大評価したとしても、当該個別の企業買収の成立を阻害しない点で優れているが、裁判所が対象会社株式を過大評価するという評判を確立してしまった場合には、効率的買収を抑止するという弊害が大きい。他方、差止制度は、たとえ裁判所に対象会社株式を過大評価する傾向があったとしても、企業買収の一般的抑止効果を生ぜしめない点で優れているが、個別案件で効率的な企業買収の成立を阻止する可能性があるという欠点がある。どちらの制度が立法政策上望

<sup>52</sup> 石綿・前掲注(4) 149-151 頁、井上ほか・前掲注(50) 5 頁、太田洋「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」商事 1848 号 4 頁、8 頁および 11 頁(2008 年)、北川徹「MBO における価格決定申立事件再考(下)——サイバードホールディングス事件東京地裁決定を手掛かりに」商事 1890 号 4 頁、8-10 頁(2010 年)、太田洋「サイバードホールディングス事件東京高裁決定の検討」商事 1921 号 27 頁、40 頁注 43(2011 年)など参照。

<sup>53</sup> ただし、「ナカリセバ価格」によって裁判所の裁量を拘束するのであれば、株式買取請求制度と差止制度との間の選択は効率的買収の成否に違いをもたらさない。補論(2)参照。

ましいかは裁判所の価格算定能力に対する評価に依存する。これまでの裁判例には対象会社株式を過大評価する傾向が見られるが、現時点で直ちに差止制度を導入すべきかは見解の分かれ得るところであろう。今後さらなる議論の進展が望まれる。

\* 本稿のドラフトに対しては、宍戸善一教授主催の企業法プロジェクトの参加者より有益なコメントを頂いた。なお、本稿に含まれ得るすべての誤りは、筆者のみの責めに帰すべきものである。

图1

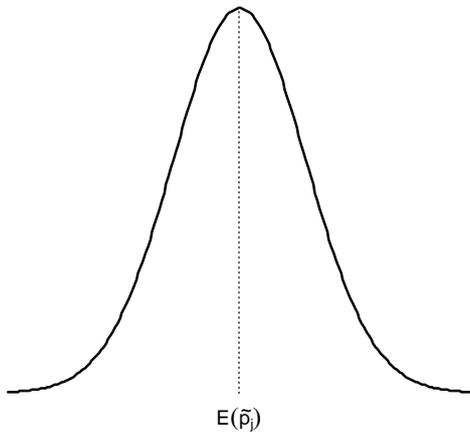


图2

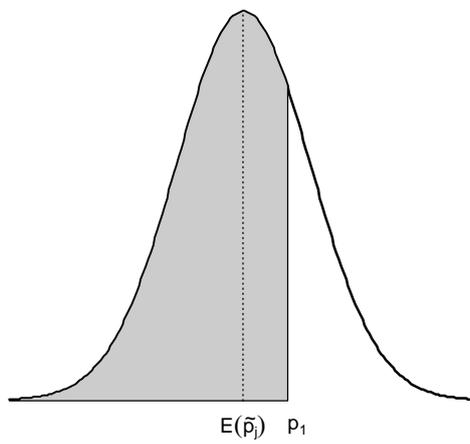


Figure 3

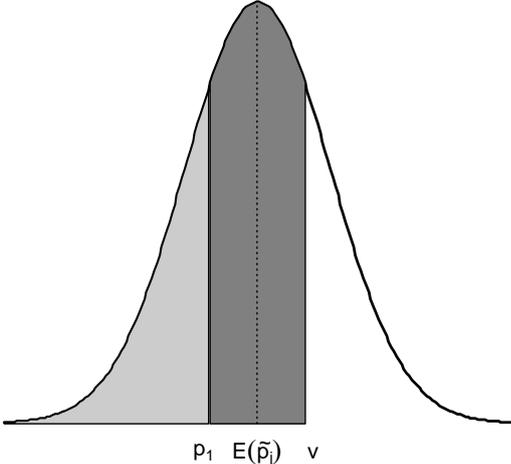


Figure 4

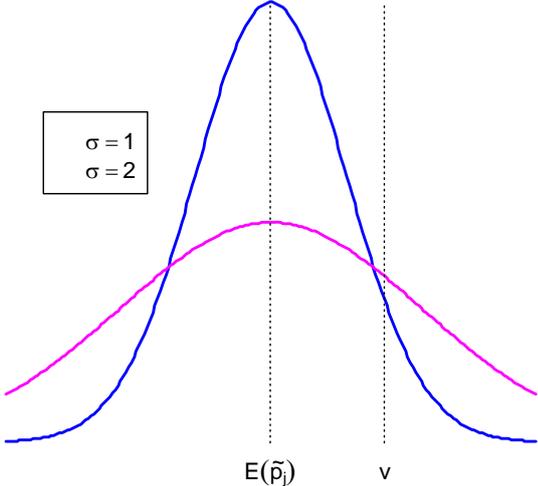


图5

