

親子会社に関する規律に関する検討事項(3) － 企業結合の形成過程等に関する規律 －

第5 キャッシュ・アウトに関する検討事項

1 キャッシュ・アウトに関する規律の見直し

キャッシュ・アウトを行うために会社法上の制度が用いられる場合の規律について、見直しを検討すべき事項はあるか。

(注1) キャッシュ・アウトを行うために会社法上の制度を用いるための要件について、見直しを検討すべき事項はあるか。

(注2) キャッシュ・アウトを行うために会社法上の制度が用いられる場合に少数株主に交付される対価の適正さを確保するための仕組みについて、見直しを検討すべき事項はあるか。

(補足説明)

1 キャッシュ・アウト（現金を対価とする少数株主の締出し）については、長期的視野に立った柔軟な経営の実現、株主総会に関する手続の省略による意思決定の迅速化、有価証券報告書の提出義務等の法規制を遵守するためのコストや株主管理コストの削減等のメリットが存すると指摘されている。

会社法の下では、現金を対価として合併、株式交換等の組織再編を行うことにより、キャッシュ・アウトを行うことが可能とされている。また、全部取得条項付種類株式の取得や株式の併合等が行われる場合にも、取得対価や併合の割合の定め方によっては、端数処理により交付される現金を対価として、少数株主がキャッシュ・アウトされる結果となることがある。これらの会社法上の制度を利用する際には、いずれも株主総会の特別決議を要する（同法第309条第2項第3号・第4号・第12号）が、組織再編については、略式組織再編の手続が設けられており、存続会社等が消滅株式会社等の総株主の議決権の10分の9以上を有している場合には、株主総会決議を要しないこととされている（同法第784条第1項）。

これに対して、少数株主の保護という観点から、キャッシュ・アウトを行うために会社法上の制度が用いられる場合の規律を見直すべきであるとの指摘がされている。そこで、本文は、この点について問うものである。

2 上記のような指摘の背景にある問題意識は、①少数株主が多数決により株主としての地位を奪われること自体を問題とするもの及び②キャッシュ・アウトに際して少数株主に交付される対価の適正さを問題とするものに整理し得ると考えられるため、それぞれの問題意識に応じた検討を要する。このうち①の問題意識が

らは、会社法上の制度を用いたキャッシュ・アウトが認められる場合を限定すべきではないかという点が問題となり得る。そこで、(注1)は、キャッシュ・アウトを行うために会社法上の制度を用いるための要件について、見直しを検討すべき事項はあるかを問うものである。

具体的には、現金を対価とする組織再編を用いたキャッシュ・アウトは、正当な事業目的がある場合に限って認められるべきであるとの指摘もされている。もっとも、これに対しては、対価が適正であるにもかかわらず許されない組織再編の具体的な類型を整理することなく、正当な事業目的という新たな実体要件を持ち込むことは、無用の混乱をもたらすだけではないかという指摘もある。また、現行法上、濫用的なキャッシュ・アウトに対しては、特別利害関係を有する株主の議決権行使による著しく不当な決議によるものとして、株主総会決議の取消しの訴え(会社法第831条第1項第3号)による救済の余地もある。キャッシュ・アウトを行うために会社法上の制度を用いるための新たな実体要件を一律に設けることの当否については、これらの点も踏まえて検討を要する。

また、キャッシュ・アウトを行うために会社法上の制度を用いる場合には、例えば10分の9の賛成を必要とするなど、株主総会の決議要件を厳格化すべきであるとの指摘もされている。上記のとおり、会社法は、キャッシュ・アウトという結果を生じさせ得る会社法上の制度を用いる際の株主総会の決議要件を特別決議としており、そのような会社法制定時の政策判断につき、見直しを要する状況があるか、株主総会の決議要件を厳格化することの意義等も含めて、具体的に検討することが必要と思われる。

- 3 (注2)は、上記②の問題意識との関係で、キャッシュ・アウトを行うために会社法上の制度が用いられる場合に少数株主に交付される対価の適正さを確保するための仕組みについて、見直しを検討すべき事項はあるかを問うものである。上記のとおり、キャッシュ・アウトという結果を生じさせ得る会社法上の制度には、複数のものが存するところ、これらのいずれが用いられる場合であっても、キャッシュ・アウトされる少数株主に交付される対価の適正さを確保する必要性に差異はないと考えられる。そこで、そのような対価の適正さを確保するための仕組みの在り方については、キャッシュ・アウトという結果を生じさせ得る会社法上の制度の全般にわたって横断的な検討を要すると思われる。

現行法上、組織再編及び全部取得条項付種類株式の取得に際して交付される対価の適正さを確保するための仕組みとしては、反対株主による株式買取請求制度及び裁判所における価格決定手続が設けられている(会社法第172条第1項、第786条第2項等)。これらの仕組みの見直しの要否については、キャッシュ・アウトの場合に限らず、株式買取請求制度や価格決定手続一般に共通する事項として、別途検討を要する(後記第6の1参照)。他方、株式の併合については、現

行法上、株式買取請求制度や価格決定手続は設けられていないが、端数株主に適正な対価が交付されないことがあるという指摘を踏まえ、端数株式の適正な対価を裁判所が決定する制度を創設することなどについても検討を要すると考えられる（**会社法制部会資料 | 3** 第3の2参照）。

また、略式組織再編に際して交付される対価が著しく不当である場合には、差止請求制度による救済も認められている（会社法第784条第2項）。略式組織再編以外の組織再編、全部取得条項付種類株式の取得及び株式の併合についても、差止請求制度を設けるべきか、別途検討を要する（後記第6の2参照）。

以上のほか、キャッシュ・アウトを行うために会社法上の制度が用いられる場合に少数株主に交付される対価の適正さを確保するための仕組みについて、具体的に見直すべき事項があるか、検討を要する。この点に関連して、全部取得条項付種類株式の取得を用いて行われるキャッシュ・アウトについては、組織再編を用いて行われるキャッシュ・アウトの場合と比べ、少数株主に交付される対価の適正さを判断するための情報の開示が十分でないとの指摘もあることから、キャッシュ・アウトのために会社法上の制度が用いられる場合の情報開示の在り方についても、併せて検討を要すると思われる。

2 キャッシュ・アウトを行うための新たな制度の創設

キャッシュ・アウトを行うための新たな制度を創設することについて、どのように考えるか。

（補足説明）

- 1 キャッシュ・アウトを行う場合には、税制上の理由から、全部取得条項付種類株式の取得によることが通例といわれているが、全部取得条項付種類株式の取得については、略式組織再編のように株主総会決議を省略し得る制度は設けられておらず、常に株主総会決議を要する。そのため、キャッシュ・アウトを完了するまでに長期間を要し、時間的・手続的なコストが大きいという指摘がされている。また、キャッシュ・アウトが行われる場合には、それに先行して公開買付けが行われることが多いところ、そのような公開買付けの完了後、キャッシュ・アウトが行われるまでに長期間を要する場合には、その間、公開買付けに応募しない株主が不安定な立場に置かれることから、公開買付けの強圧性が高まる（すなわち、公開買付けの買付価格が不十分であると考えられる株主も、応募しないことから生ずる不利益を避けるために、公開買付けに応募してしまう可能性が高まる）との指摘もされている。

本文は、このような指摘を踏まえて、キャッシュ・アウトを行うために必要な手続的・時間的コストを低減するとともに、先行する公開買付けを含めたキャッ

シュ・アウトに係る一連の手續において株主に交付される対価の適正さを確保する観点から、株主総会決議を要しない新たなキャッシュ・アウトの制度を創設することについて、どのように考えるかを問うものである。

- 2 具体的には、例えば、ある株式会社の総株主の議決権の10分の9以上を有する株主が、当該株式会社の株主総会決議を要せず、少数株主に対して、その有する株式を自己に売り渡すことを請求することができるものとする制度を導入すべきであるとの指摘がされている。

現行法上、ある株式会社の総株主の議決権の10分の9以上を有する会社は、略式組織再編を用いることにより、当該株式会社の株主総会決議を要せずに、少数株主をキャッシュ・アウトすることが可能とされている。そこで、上記のような制度を創設することは、このような現行法の枠組みと整合し得ると思われる。他方、略式組織再編の場合も含め、組織再編の手續においては、吸収合併契約等の締結（会社法第748条等）を通じた消滅株式会社等の取締役（会）の関与が必要とされており、このことが、少数株主の保護という観点から一定の意義を有するとも考えられる。そこで、上記のような制度を創設することの当否や、仮に創設する場合の制度設計の在り方を検討する際には、この点についても配慮を要すると思われる。これに加えて、ある株主の請求による株主間での株式譲渡の強制を認めることも許容されるか、その理論的根拠についても、整理が必要と思われる。

第6 組織再編における少数株主の救済手段に関する検討事項

1 株式買取請求制度に関する規律の見直し

株式買取請求制度について、見直しを検討すべき事項はあるか。

- (注1) 株式買取請求の撤回の制限を実効化するため、会社法及び社債、株式等の振替に関する法律（以下「振替法」という。）の規律を見直すことについて、どのように考えるか。
- (注2) 株式買取請求に係る株式の価格決定手続中に、会社が、反対株主に対し、会社が公正な価格と考える額を支払うことができる旨の規律を設けることについて、どのように考えるか。
- (注3) 一定の時期後に取得された株式に関し、株式買取請求権を認めないものとするについて、どのように考えるか。
- (注4) 一定の組織再編等（例えば、簡易組織再編等）において、株式買取請求権を認めないものとするについて、どのように考えるか。

(補足説明)

1 株式買取請求制度の機能は、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のほか、経営者又は多数株主の行う決定に対するチェックという側面も含めて説明されることがあるが、株式買取請求制度について、見直しを検討すべき事項として具体的な指摘が複数ある。そこで、本文は、株式買取請求制度の機能をより実効化し、かつ、その濫用を防止する観点から、見直しを検討すべき事項はあるかを問うものである。

2 (注1)は、株式買取請求の撤回の制限を実効化するため、会社法及び振替法の規律を見直すことについて、どのように考えるかを問うものである。

株式買取請求の撤回の制限(会社法第785条第6項等)は、反対株主が、とりあえず株式買取請求をし、その後の株価の動向等をみながら、市場で売却した方が裁判所の決定する価格による買取りよりも有利であると判断した場合には、請求を撤回して市場で売却するといった投機的行動を防止する目的で、会社法制定時に導入された。しかし、反対株主が、株式買取請求に係る株式を売却することにより、株式買取請求の撤回が事実上可能となっているとの指摘がある。そこで、株式買取請求の撤回の制限を実効化するため、例えば、振替法による振替を制限する等の規律を設けることについて、どのように考えるか、検討を要する。

3 (注2)は、株式買取請求に係る価格決定に際して、会社は、効力発生日から60日の期間の満了の日後の年6分の利率により算定した利息をも支払わなければならないとしている現行法の規律(会社法第786条第4項等)に関して、価格決定手続中に、会社が、反対株主に対し、会社が公正な価格と考える額を支払うことができる旨の規律を設けることについて、どのように考えるかを問うものである。

年6分の利率による利息の支払が濫用的な株式買取請求を誘発する一因となっているため、供託制度を設けるべきであるとの指摘がある。会社及び反対株主の間で合意があれば、会社は買取代金の仮払いをすることにより、その分の利息負担を免れることができるが、会社が公正な価格と考える額を支払うことができる旨の規律を設けることとすれば、会社は、株主が支払の受領を拒絶した場合に当該額を供託することにより、その分の利息負担を免れることができることとなる。そこで、そのような規律を設けることについて、どのように考えるか、検討を要する。

4 (注3)は、一定の時期後に取得された株式に関し、株式買取請求権を認めないものとする事について、どのように考えるかを問うものである。

組織再編等の案件公表後に取得された株式に関して、裁判例は、株式買取請求権を認めている(大阪地裁平成22年3月30日決定・資料版商事法務314号31頁等)。これに対し、組織再編等の案件公表後に株式を取得した者は、組織再

編等の内容を知り得たにもかかわらず株主になったものであり、そのような者に株式買取請求権を認める必要はないとの指摘がある。他方、株式買取請求権の機能として経営者又は多数株主の行う決定に対するチェックという側面を重視すると、組織再編等の案件公表後に取得された株式についても株式買取請求権を認めるべきこととなるとの指摘もある。そこで、これらの指摘を踏まえ、組織再編等の案件公表後に取得された株式等、一定の時期後に取得された株式に関し、株式買取請求権を認めないものとするについて、どのように考えるか、検討を要する。

- 5 (注4)は、例えば、吸収合併存続会社、吸収分割承継会社及び株式交換完全親会社(以下「存続会社等」という。)において簡易組織再編の要件を満たす場合又は譲受会社において簡易事業譲渡の要件を満たす場合には、株式買取請求権を認めないものとする等、一定の組織再編等において株式買取請求権を認めないものとするについて、どのように考えるかを問うものである。

現行法は、存続会社等において簡易組織再編の要件を満たす場合や、譲受会社において簡易事業譲渡の要件を満たす場合に、株式買取請求権を認めている一方(会社法第797条第1項等)、吸収分割会社又は新設分割会社において簡易組織再編の要件を満たす場合や、事業の重要な一部の譲渡のうち当該譲渡により譲り渡す資産の帳簿価額が小さい場合には、株式買取請求権を認めていない(同法第785条第1項第2号、第784条第3項等)。

存続会社等において簡易組織再編の要件を満たす場合に、株式買取請求権が認められている理由については、簡易組織再編は、組織再編により株主が受ける影響が典型的に軽微であるものの、合併比率が著しく不公正な場合など、組織再編により存続会社等の株主が不利益を受けることもあり得るので、株主の保護に遺漏なきを期すためであると説明されている。また、簡易組織再編の場合であっても、承継される事業等に潜在債務がある場合等、存続会社等の株主が大きな損害を被る可能性があるとの指摘もある。他方、存続会社等において簡易組織再編の要件を満たす場合には、存続会社等の株主への影響は軽微であるため、反対株主に株式買取請求権を与える必要性は乏しいとの指摘がある。そこで、これらを踏まえ、例えば、簡易組織再編等において株式買取請求権を認めないものとするについて、どのように考えるか、検討を要する。

2 差止請求制度に関する規律の見直し

株主が組織再編をやめることを請求することができる権利(差止請求権)について、見直しを検討すべき事項はあるか。

(補足説明)

本文は、組織再編における差止請求権について、見直しを検討すべき事項はあるかを問うものである。

現行法は、組織再編に際して交付される対価の適正さに不服がある株主の救済について、略式組織再編の場合に株主による差止請求権を認める（会社法第784条第2項等）ことを除き、原則として、株式買取請求権にゆだねているが、株式買取請求権には制度的な限界があるとの指摘もある。他方で、組織再編に際して交付される対価の不当性自体が当該組織再編の無効事由となり得るか否かについては争いがあり、仮にこれが無効事由となり得ると考えるとしても、組織再編の無効の訴えによって事後的に組織再編の効力を否定することは、取引の安全に対して与える影響が大きい。

そこで、以上のような観点から、組織再編に際して交付される対価の適正さを確保するための仕組みとして、略式組織再編以外の組織再編においても、組織再編に際して交付される対価が著しく不相当であるとき等に差止請求を認める制度を新たに創設すべきであるとの指摘がある。差止請求においては、適正な対価の額を具体的に特定する必要まではない上、組織再編が差し止められることにより、再交渉がされて対価が適正なものへと変更されれば、すべての株主がその利益を享受することができる。

もっとも、組織再編一般の差止請求制度を創設することは、企業再編や企業経営に与える影響が大きいとの指摘もある。そこで、本文を検討するに当たっては、この指摘も併せて考慮する必要がある。

また、上記以外の場合にも広く差止請求制度を創設すべきであるとの指摘もある。例えば、全部取得条項付種類株式の取得や事業譲渡における差止請求制度のほか、対価の適正性の確保とは異なる観点からの差止請求制度を創設することの当否についても、検討を要する。

なお、上記のような差止請求制度を創設することとする場合には、監査役による同様の差止請求制度を新たに創設すべきであるとの指摘についても、併せて検討することが考えられる。