

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

—「公正な価格」について—

山本真知子

はじめに—本稿の目的—

本稿は、Fischel 教授の株式買取りによる救済 (appraisal remedy) における「公正な価格」(fair value) の概念について再考し、その意義と限界を画すことを目的とする。Fischel 教授は、1983年の論文⁽¹⁾ (以下本稿本文において「Fischel 論文」とする。)において、「公正な価格」とは合併などの取引 (transaction) 前の価格であり⁽²⁾ その評価 (valuation) は原則として市場価格によるべきだ⁽³⁾ としている。その前提として、Fischel 教授は株式買取りによる「救済」の意義について、「一般的に少数派株主の保護の仕組みと解されてきたが、全ての株主の利益のための事前 (ex ante) における黙示の契約条項 (an implied contractual term) である。」⁽⁴⁾ と主張している。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⁽⁵⁾。「公正な価格」の解釈部分についても紹介ないし検

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

(2) Ibid., at 886.

(3) Ibid., at 893-894.

(4) Ibid., at 901-902. 山本真知子「株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考」甲南法学56巻3・4号117-162頁 (2016年) 参照。

討がなされているが、本稿においては Fischel 教授の株式買取りに関する「救済」の意義についての主張と「公正な価格」の関係に焦点を当てて検討したい。

以下、第一章において Fischel 論文の株式買取りによる救済における「公正な価格」の意義とその「評価方法 (valuation)」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検討を加え、おわりに日本法における「公正な価格」(会社785条・797条・806条)の意義の検討につながる今後の課題を示したい。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。なお、Fischel 論文の中で本稿が対象とする部分は、会社支配の取引 (Corporate Control Transactions) に関する Fischel 教授と Easterbrook 教授の1981年の共著論文⁽⁸⁾を前提としているた

(5) 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)、飯田秀聡『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』198頁以下(商事法務、2013年)等。

(6) 飯田・前掲注(5)236-237頁、243頁以下(商事法務、2013年)、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)。

(7) 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).

(8) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions* (甲南法学'17) 58-1・2-40 (40)

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

め、以下同論文を必要な部分に限定して「Easterbrook & Fischel 会社支配取引論文①」として取り上げたい。また、同論文と同旨の論文が上に挙げた「Easterbrook & Fischel」の掲載されている1991年の共著書に掲載されている⁽⁹⁾ため、これを「Easterbrook & Fischel 会社支配取引論文②」とするがこちらも限定的な参照に留めたい。これら以外の Fischel 論文以降の法改正、判例、議論の展開については Fischel 論文の意義を明確にするために必要な範囲で第二章以下において限定的に紹介するのみとする。本稿の対象は原則として企業再編、特に吸収合併 (merger) 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。

一 Fischel 論文の「公正な価格」についての理論

本章においては、Fischel 論文における議論を評価時点に関わる「公正な価格」の意義 (1) と評価 (Valuation) の問題 (2) に分けて紹介する。これは、Fischel 論文が章立てとして2つを分けていることに基⁽¹⁰⁾づく。

1 「公正な価格 (fair value) の意義—取引前の価格—

Fischel 論文の理解によると、Weinberger 判決以前には取引前市場価格基準が支配的であったが、Weinberger 判決はこれとは異なっている⁽¹¹⁾。「第三者売却価格基準」を示したという。結論として、Fischel 論文は「第三者売却価格基準」を否定し、「取引前の価格」を基準とするべきで

tions, 91 Yale L. J. 698 (1981).

(9) Easterbrook & Fischel, *supra* note 7, 109-144 (Chapter 5 Corporate Control Transactions).

(10) 論文全体の構成は、導入部分、I. 株式買取りによる救済の目的、II. 市場がある場合における株式買取りによる救済の例外、III. 公正な価格の意義、IV. 評価の問題、V. 株式買取りによる救済の排他性、結論である。

(11) Fischel, *supra* note 1, at 886.

あるとしている。

(1) 取引前の価格

Fischel 論文は、当時の一般的な制定法が、株式買取りによる「救済」において反対者は「公正な価格 (fair value)」を受け取る権利を有するとし、さらに「一定の日において決定される彼らの投資の市場価格で、反対した取引によって生じた上昇又は下落を除いたもの」⁽¹²⁾についての権利を有すると規定することを前提として議論を進める。

Fischel 論文は、この基準が株主の富を最大化するものだと評価する⁽¹³⁾。この部分の前提として引用される「Easterbrook & Fischel 会社支配取引論文①」は、要約すると、「一般的には、会社支配の取引により生じるエージェンシー・コストの削減などによる利益 (gain) は広くシェアされるべきであるとされる。しかし、利益を生み出す者がその生み出した利益を保持することが許されるべきである。信認義務 (fiduciary duty) は投資者の利益の最大化を目的とするが、投資者の平等な取扱いを要求するものではない。」⁽¹⁴⁾とする。そして、このことが株式買取りによる救済についても当てはまるとする⁽¹⁵⁾。これを前提に、Fischel 論文は、株主達の関心は利益の配分よりもまず利益を生み出す取引の数が最大化されるこ

(12) Ibid. ただし、Fischel 論文が注に挙げる文献によると、反対株主が受け取ることができる価値は「市場価格」「公正な価格」「価格」又は「公正な金銭価値」などと多様に定義されていたといい、必ずしも「市場価格」としていた訳ではないようである。Cf. Harry G. Henn & J. Alexander, *Laws of Corporations and Other Business Enterprises* 977-1003 (3d ed. St. Paul, Minn : West Publishing Co., 1983), Fischel, *supra* note 1, at 886, n. 46. 「市場」価格とするのは後述するように Fischel 論文が市場価格を基準とすべきとする点を先取りしているともいえる。

(13) Fischel, *supra* note 1, at 886.

(14) Easterbrook & Fischel, *supra* note 8, at 698-704, 731.

(15) Ibid.

株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考
とにあるという。⁽¹⁶⁾「Easterbrook & Fischel 会社支配取引論文①」には、
要約すると以下のような例が挙げられている。「会社が二つのベンチャー
のうち一つへの出資を選択する。ベンチャー 1 は100ドルを投資者に
平等に分配する。したがって、10人の投資者がいれば各投資者の期待で
きる価格は10ドルである。ベンチャー 2 は150ドルを分配するが、10人
の投資者のうち 5 人のみエクストラのリターンがなされる。したがっ
て、『幸運な』投資者 5 名は20ドルを受け取るが、幸運ではない 5 名は10
ドルを受け取る。各投資者は50パーセントの確率で幸運になる機会があ
るから、各自がベンチャー 2 は15ドルの価値があると思うかもしれない。
企業のディレクターはベンチャー 1 ではなく 2 を選択しなければならない。
なぜならベンチャー 2 の方により高い価値が存在し、ベンチャー 2
において投資者は誰も損をしないからである。⁽¹⁷⁾「株主は全員、利益がど
のように分配されるかに関わらず、利益の総量が最大化されるような法的
ルールをより好む。理想的な取引というのはベンチャー 2 のような取引
である。なぜなら、利益が平等には分配されないが、全ての株主が最低
限取引前と同じ経済的な状態にあるからである。」⁽¹⁸⁾「Eastrbrook &
Fischel 会社支配取引論文①」は、「株主の富は利益を生み出すものが利益
を可能な限り保持することができる場合に最大化される」という。⁽¹⁹⁾「支
配を買収する者は、支配を得るために投資者にプレミアムを支払い、資
産のより生産的な利用をせずプレミアムを控除するようなその他の請求
を除去する。全ての投資者が最低限彼らの取引前の持ち高の市場価値を
受け取ることが、利益の生ずる取引を有害な取引と区別する有益な経験
法則である。全ての投資者が最低限その者が以前に有していたものを受

(16) Fischel, *supra* note 1, at 886.

(17) Easterbrook & Fischel, *supra* note 8, at 703-704.

(18) *Ibid.*, at 714.

(19) Fischel, *supra* note 1, at 895, n. 88 による要約である。

け取り、ある者がプレミアムを受け取る場合、その取引は利益を生む。⁽²⁰⁾そして、株主に取引前の価格よりより多くを与える基準は価値を増加させる取引をより費用のかかるものにしてその数を減少させる、反対に、株主に取引前の価格より少ないものを与える基準は価値を減少させる取引を活発にするというのである。⁽²¹⁾さらに以下のような例を挙げて論が進められている。「全ての者が最低でも実際の条件におけるその投資の価値を受け取るという要請は、盗まれたものに対するルールと同じ機能を果たす。盗人は盗んだものを盗難の被害者よりも良い利用をする力があつた『かもしれない』が、そうだとしたら彼は盗んだものに対して支払いをしなければならない。このように、支払いの可能性は取引が価値減少的である可能性を増加させる。さらに、盗まれたものを没収することはまた、所有権者に盗まれたものに対して手の込んだ予防措置を取るインセンティブを下げる。例えば、投資者たちは彼らのシェアを没収する機会を減らすためのコストのかかるモニタリングの仕組みに訴えるかもしれない。全ての取引が合意に基づくのであれば、これらの予防措置は不必要である。このように、没収することを禁ずることによって、信認義務の原則は同時に社会的に非効率的な会社支配の取引の数を減少させ、無駄な支出を減少させる。⁽²²⁾」

(2) 第三者売却価格の否定

(1)で述べたように、Fischel 論文は、「公正な価格」とは取引前の価格であるとしている。そして、著名な *Weinberger* 判決⁽²³⁾を取引前市場価格基準の適用に疑問を投げかけたものと位置づける。同判決は、*Signal* 社が

(20) Easterbrook and Fischel, *supra* note 8, at 714-715.

(21) Fischel, *supra* note 1, at 886.

(22) Easterbrook and Fischel, *supra* note 8, at 715.

(23) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701,714 (Del. 1983). 以下、*Weinberger* とする。

UOP 社株式の公開買付けを行い、その数年後、UOP 社が残存する少数派株主を排除するスクイーズ・アウト・マージャーを実行したというケースであった。UOP 社の取引前市場価格は14ドルだったが、公開買付けとスクイーズ・アウト・マージャーの二つの段階で UOP 社の株主に支払われた対価はともに21ドルである⁽²⁵⁾。そして、裁判所は、この親子会社合併の事例に関して、親会社は子会社の株主に対して株式の最も高い評価額を開示すべきであった、独立取締役は子会社の立場に立って交渉すべきであった、そして他の合併事例において支払われたプレミアムが株式買取りによる救済の手続きにおいて反対株主の株式の価値を決定するための関連証拠となるとした。Fischel 論文は、Weinberger 判決について、判決が明示はしていないがいわゆる第三者売却価格基準 (third-party sale value standard) を採用したものであると解釈している。第三者売却価格基準とは、少数派株主は第三者に彼らの株式を売却する場合の最も高い価格を得る権利を有するとするものであるという。結論として、Fischel 論文は、第三者売却価格基準は取引前に株式の価値を最大化するものではないとする⁽²⁷⁾。結論に至るため、以下の三つの場合に分けて論が進められている。

第一に、株式の購入者が、投資の時点で特定の A 社が買収のターゲットとなるのかそれとも他の会社の買収者となるのかを知ることができない場合である。Fischel 論文は、この場合に第三者売却価格基準を課すことは、投資者の価値を損ねるといふ。「期待される利益として会社がターゲットになる場合に得られるであろう高い価格があるが、これは予想される損失、すなわち会社を買収者となる場合に支払う高い価格とオフ

(24) Fischel, *supra* note 1, at 886.

(25) Fischel 論文における事実関係の把握である。Ibid., at 887.

(26) Fischel 論文における判旨の把握である。Ibid., at 886.

(27) Ibid., at 886.

セットの関係にある。しかし、価値を増加させる取引はコストが増すために数が減少し、それが事前の投資者にとっての不利益となるため、対応する利益のオフセットにはならない。」⁽²⁸⁾ というのである。

第二に、株式の購入者が、C社がターゲットになる可能性を把握でき、同じ購入者が他のD社の株式を取得することもできる場合（D社は買収者となる可能性を有する。）である。Fischel論文は、この場合は第一の場合と同様であるという。「ターゲットとなる可能性のある株式を所有することによる利益は、買収者となるかもしれない他の会社の株式を所有することによる損失とオフセットになり、補償されない損失が生じ、⁽²⁹⁾ 投資者は第三者売却価格基準によっては満たされない」という。

第三に、投資者がいくつかの会社の全体又は一部からなるポートフォリオを有していて、それらの会社を買収される可能性が非常に高い場合である。Fischel論文によると、この場合投資者は第三者売却価格基準によって利益を得ることができそうではあるものの、利益を得られることは確実ではないという。「なぜなら、期待されるプレミアムがより高ければ高いほど、そのプレミアムはプレミアムが得られないというより低い可能性と比較検討されることになるから、利益の存在は明確ではないからである。少数派に支払われる価格が高ければ高いほど、支配を得るのにかかる費用が高くなる。例えば、全ての反対者を買収者への支配移転の価値を支払われなければ会社の買収ができないとすれば、全ての株主に彼らが反対者にならないようにより高い対価を支払わなければならないことになる。ある段階においては、将来的な買収を減少することによって想定されるコストは、買収が実際になされる場合により高いプレミアムを受け取ることによる想定される利益を上回ることになる。ターゲットになるであろう会社の投資者にとってすら、第三者売却価格基準

(28) Ibid., at 886-887.

(29) Ibid., at 887.

株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考
は曖昧なものである。」と説明されている⁽³⁰⁾。

以上のような分析から、Fischel 論文は、第三者売却価格基準は、事後 (ex post) において株主を利し、事前 (ex ante) においても狭い範囲の株主の利益にはなるが、クラスとしての株主をより悪い状況に置く結論づけている。「法的なルールは事前における総計的な投資の価値最大化を目的とするものであるから、第三者売却価格基準は Weinberger 以前に支配的であった取引前市場価格基準に劣るものである。」⁽³¹⁾というのである。

2 市場価格又は再構築された市場価格による評価 (Valuation)

Fischel 論文は、前述したように「公正な価格」の意義と評価の問題を分けて論じているようである。そして、評価に関してはいわゆる Delaware ブロック・メソッドを否定し、原則として市場価格又は再構築された市場価格によって「公正な価格」を評価すべきであると結論づけている。以下においては、第一に市場価格の妥当性について、第二に Delaware ブロック・メソッドの否定についてその論旨を追うこととする。また、合併から生じる将来価値の分配を否定する点、二段階合併について「特殊性」を指摘しながらも特別な配慮は必要としないとする点についても評価の箇所論じているため、これらの点についても詳解したい。

(1) 市場価格とその再構築

Fischel 論文は、「証券の市場価格は、いかなる時においても、企業のネット・キャッシュ・フローを株式の数で割ったものを表している。」とする。そして、「市場価格が反対された取引によって影響を受けていないことが分かれば、この市場価格が反対者の株式の価値の最もよい推定値となる。」⁽³²⁾という。また、後述するブロック・メソッドの一内容である取

(30) Ibid.

(31) Ibid., at 888.

益価値を否定する文脈において鑑定人による推測よりも市場の参加者達による集団的な判断の方が好ましいとしている。⁽³²⁾市場が流動的であればあるほど市場価格によることがより正当化されるものの、流動的な市場は市場価格に依拠するための前提条件ではないという。⁽³³⁾散発的な取引であっても、アームス・レングスであれば価格の指標としてバイアスのないものであるとするのである。⁽³⁴⁾

しかしながら、価格の決定に実際の市場価格を利用する際、多くの場合において、市場価格が株式買取りによる救済の要因となる反対された取引において支払われるであろう対価を反映することが問題となるという。⁽³⁵⁾以下の様な二つの例が挙げられている。第一に、「A社がB社に買収されることになる場合、A社の株式の価格はA社の株主が受け取るであろう総額に影響を受けるであろう。」とする。また、第二に、「B社が事前にA社の支配権を買い取っていて、合併を実行するのに十分なコントロールを有していた場合、A社株式の価格は、株式買取りによる救済とは関係なくB社によって支払われる対価によって決定されるであろう。」という。両方の場合において、A社株主が受け取る額が取引に関する黙示の契約条項と一致しているかを判断するために市場価格によることは不可能であるとされる。⁽³⁶⁾

ただし、Fischel 論文は、上記の問題は市場価格が再構築されれば解決され得るとする。再構築は、「回帰分析」として知られる統計的な技術によって、B社によるA社の買収の可能性が知られた時点より前におけるA社株式の動きと関連産業における動きと市場全体の歴史的な関係を決

(32) Ibid., at 890.

(33) Ibid., at 891.

(34) Ibid., at 890.

(35) Ibid.

(36) Ibid., at 893.

(37) Ibid.

定し、合併がなかった場合のある一定の日における A 社株式の価格を評価することによりなされるとされる。⁽³⁸⁾ もっとも、Fischel 論文は、「マーケット・モデルは……厳密なものではなく、評価の長さによって不確かさの総量が増す。しかしながら、これが利用できる最良の方法である。」⁽³⁹⁾とも述べている。なお、マーケット・モデルは、証券詐欺のケースにおいて「影響を受けた証券のもし詐欺がなかった場合の価格」を算定することによって詐欺の規模を測るのに利用されることが増えており、株式買取りの手続きにおいても「まさに同じ機能を果たすであろう」として⁽⁴⁰⁾いる。

(2) Delaware ブロック・メソッドの否定

Delaware ブロック・メソッドとは、市場、純資産、そして収益の各価値にそれぞれ重みをつけた上で平均値を構成することによって価格を算定する方法である。⁽⁴¹⁾ *Weinberger* 判決は、このメソッドについて「厳格すぎるもの」⁽⁴²⁾だとして否定し、「全ての関連するファクター」が将来の評価手続きにおいて考慮されなければならないとした。Fischel 論文は上述したように再構築された市場価格のみによって、「公正な価格」とすべきであるとしており、このメソッドに否定的である。3つの異なった価値を計算し重みをつけることはそれぞれが信頼に足るものではない場合にそのうち1つのみによるよりも重みをつけた上で平均値がより信頼に足るものである場合⁽⁴³⁾のみ成り立ちうるという。そして、上述したよう

(38) Ibid., at 894.

(39) Ibid.

(40) Ibid. マーケット・モデルの証券詐欺のケースへの適用については、Daniel R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, 38 Bus. Law. 1 (1982) 参照。

(41) Fischel, *supra* note, 1 at 890.

(42) Ibid., at 889. *Weinberger*, at 714.

論 説

に市場価格によることがほとんどのケースにおいて収益と資産価値を計算しなければならない原始的なブロック・メソッドより確かなものであるとする⁽⁴⁴⁾。

ただし、Fischel 論文は、再構築された市場価格がないか再構築できない場合には、最も論理的な代替物は収益価値であるとしている⁽⁴⁵⁾。収益価値は、将来の期間における企業のネット・キャッシュ・フローを見積もりそれを適切な収益レートを選択して現在価値にディスカウントするものである⁽⁴⁶⁾。しかし、Fischel 論文は、収益価値によることは「悪名高く」不確実なものであり、可能であれば市場価格によるべきであるとする。その不確実さとは、ポジティブなものとはネガティブな将来のキャッシュ・フローの算定及びこれらのキャッシュ・フローの危うさを反映する収益レートの決定の両方が幅広い範囲の過誤の可能性から生じるといえる。そして、上述したように、鑑定人による推測よりも、市場の参加者達による集団的な判断の方が好ましいとする⁽⁴⁷⁾。

なお、資産価値の利用については、さらに問題があり、市場価格が得られるか再構築できるのであれば、資産価値を考慮する必要はないといえる。資産価値は資産によって生み出された収益の将来傾向の現在の価値であるといえるからだといえる⁽⁴⁸⁾。

なお、上に挙げた *Weinberger* 判決において Delaware 州最高裁判所は、ブロック・メソッドは「金融界と裁判所において利用される他の一般的に承認されたテクニックを除外していることから」「明確に時代遅れ」なものであるとして否定した⁽⁴⁹⁾。裁判所は、「株主の株式に対して支払いを受

(43) Fischel, *supra* note 1, at 893.

(44) *Ibid.*, at 894.

(45) *Ibid.*, at 890.

(46) *Ibid.*, at 890-891.

(47) *Ibid.*, at 891.

(48) *Ibid.*

ける権利の原因となる取引の性質とその会社と株主に対する影響を考慮し、比較できる状況の下における類似の取引をなす会社の株式の公正な価格を決定するために関連する証券と金融市場における概念と方法そして慣習と全ての関連する要因」を考慮することを指示した。⁽⁵⁰⁾ 同判決以降、少なくとも Delaware においては、裁判所は評価の過程において金融の世界で一般的に適當であると考えられている全ての根拠を考慮に入れなくてはならなくなったという。⁽⁵¹⁾ Fischel 論文は、これがブロック・メソッドよりも多くの要因を考慮することを要求しているとすれば一歩後退をするものであると批判する。実際の市場価格又は再構築された市場価格が採用できれば、もし不可能であれば収益価値が、価格の全ての要素を包含するからであるとする。⁽⁵²⁾

(3) 合併から生じる利益の分配の否定

Fischel 論文によると、1983年に Delaware 州最高裁判所は、上に挙げた *Weinberger* 判決において、下級審裁判所は「合併から生ずる将来価値の諸要素」を考慮することができるとしたという。⁽⁵³⁾ 同判決は「企業の体力を含む、吸収合併の日において推測の産物ではなく証拠によって既知又は推定される合併から生ずる将来の価値の諸要素」を考慮することができ、株式買取りによる救済に関する制定法の文言は「株式買取りの過程にとって非常に狭い除外状況として解釈された、すなわち、見積もりによるプロ・フォルマ (pro forma) データと吸収合併の完遂に関連し

(49) *Weinberger*, at 713. Fischel, *supra* note 1, at 894.

(50) *Weinberger*, at 714. Fischel, *supra* note 1, at 891.

(51) Fischel, *supra* note 1, at 894, n. 81 には同基準への制定法改正の例として N. Y. Bus. Copr. Law § 623(h)(4) が挙げられている。

(52) Fischel, *supra* note, 1 at 895. 例えば、book value に否定的である。Ibid., n. 82.

(53) Ibid., at 895. *Weinberger*, at 714.

た投機的な変化の反映の利用を排除するものである」とする。⁽⁵⁴⁾ Fischel 論文は、二つの点でこれを批判する。第一に、これを事後における少数派株主の状態に注目したもので事前における価値の最大化という株式買取りの役割には反するものであるとする。⁽⁵⁵⁾ 第二に、「実際の」利益とは別個の「形式的な（プロ・フォルマの）」利益を仮定したもので、新しい基準によってどのような差異が生じどのように利益が測定されるのかが明確ではないとする。⁽⁵⁶⁾

(4) 二段階公開買付けの「特別な」ケースについて

Fischel 論文は、二段階公開買付けを「特別なケース」であるとした。⁽⁵⁷⁾ 三つの取引を想定して論を進める。共通する前提として、A社が近時一株あたり75ドルで売られているB社株式のすべてを100ドルで購入することを希望していると仮定する。ケース1において、二社が合併し、B社の株主は100ドルを受け取る。ケース2に置いて、A社は公開買付けによって50.01%を120ドルで購入し、残りを二段階合併で80ドルで購入する。ケース3は、ケース2と同様であるが、二段階めで支払われる価格がそれぞれ150ドルと50ドルである。⁽⁵⁸⁾

Fischel 論文は、結論として取引1、2、3の3つの取引は両者の株主にとって差異はないものであるとしている。二段階のオファーを「一体となった取引」であるとするのである。すなわち、全ての取引において二段階の平均した価格は100ドルであり、75ドルの取引前市場価格よりも高いからであるという。その結果、どの取引においても株式買取り

(54) *Weinberger*, at 713. Cf. Fischel, *supra* note 1, at 895.

(55) Fischel, *supra* note 1, at 895.

(56) *Ibid.*

(57) *Ibid.*, at 896. 当時、特に一段階における価格が二段階における価格よりも高いケースに大きな関心が寄せられていたという。

(58) *Ibid.*, at 896-897.

(の請求) をするインセンティブを有する株主は存在しないというのである。買収される企業の株主は、提供される二段階に等しく参加する権利を有しているが、二段階の間でどのような対価が割り当てられるかにはあまり関心を持たないのだという。⁽⁵⁹⁾

このように解する場合、第一段階で公開買付けに応じず、全ての株式についてより低い価格しか受け取らない株主についてどのように解するかが問題となり得るが、Fischel 論文はこのような株主はフリーライダーである可能性があるという。すなわち、彼らは、オファーが不成立に終わり株価が100ドル以上に上ると考えていたか、もしくは、より一般的には、より良いオファーを待っていたということである。買付けに応じないという決定をする際に予想している価格は、当然、応じないことにした公開買付けにおけるプレミアムを超えるものである。事後 (*ex post*) において事態が好転しないということは、このようは株主に株式買取りの手続きにおいて補償を与えることとはならない。フリーライダーではないとしても、買付けに応じない者に株式買取りの手続きで補償を与えることは、フリーライダーを利することになり、買収のコストを上げ、事前 (*ex ante*) において株主達の不利益となるとしている。⁽⁶⁰⁾

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おける「公正な価格」につき、その評価をする時点を取引前とし、その評価は原則として市場価格又は再構築された市場価格によるものとする。以下においてはその意義と特徴を示し、疑問点を示してその限界を画したい。

(59) Ibid., at 897.

(60) Ibid., at 898.

1 評価時点について取引前価格—

(1) 取引前価格

Fischel 論文は、株式買取りによる「救済」を事前 (*ex ante*) の黙示の契約条項ととらえている⁽⁶¹⁾⁽⁶²⁾。そうであるならば、「公正な価格」が合併などの取引前の価格となるのは当然の帰結であるともいえる。Fischel 論文は、株式買取りによる救済の存在は少数派の利益になるとともに多数派の利益にもなるものだとしており、まずは株主全体にとっての価値の最大化を図ることを前提とする。そして、「公正な価格」については取引前を基準とすることが株主の富を最大化するものだと評価する⁽⁶³⁾。株主に取引前の価格より少ないものを与える基準は価値を減少させる取引を活発にし、反対に、株主にこれより多くを与える基準は価値を増加させる取引をよりコストのかかるものにしてその数を減少させるというのである⁽⁶⁴⁾。Fischel のモデルについて、効率的な合併とは「企業価値を高めるような」ものをいうことを前提に、「シナジーの分配を強制することは合併推進側のコストを高めるので、効率性を高める企業再編までをも抑止してしまうというものにすぎない。」との理解がある⁽⁶⁵⁾。Fischel 論文の議論は

(61) Ibid., at 878. 山本・前掲注(4)122頁以下、141頁以下参照。前提となる「契約の束」論とそれが Fischel 論文の不可欠な前提とはならないことにつき、同論文140頁参照。

(62) 「事前」の契約条項とする点についても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との指摘がある(山本・前掲注(4)141-142頁)。また、Fischel 論文の言うところの株主価値を最大化する「事前」の契約とは、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本来の目的の結果に過ぎないとの批判もある Mary Siegel, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, 32 Harv. J. on Legis. 79, 108 (1995). 山本・前掲注(4)142頁参照。

(63) Fischel, *supra* note 1 at 886.

(64) Ibid.

(65) 飯田・前掲注(5)236頁。厳密には、Easterbrook & Fischel のモデル (*supra*

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

シンプルなものであるが、その前提とする信認義務と平等な配分の否定の議論及びモデルには、前提となる信認義務の理解に関して留意すべき点がある。

第一に、Fischel 論文は、制定法上の株式買取りによる救済をコモン・ロー上の信認義務の問題の延長でとらえている。⁽⁶⁶⁾そして前提となる信認義務の内容として会社支配の取引において多数派は少数派と利益をシェアすることは必要でないとしている。この点、前述したように、前提となる「Eastrbrook & Fischel 会社支配取引論文①」は、「株主の富は利益を生み出すものが利益を可能な限り保持することができる場合に最大化される」という。⁽⁶⁷⁾株主達の関心は、利益の配分よりもまず利益を生み出す取引の数が最大化されることにあるという。⁽⁶⁸⁾確かに、配分以前に利益が生み出されなければ配分も不可能であるという意義であるとするれば首肯できる部分もある。しかし、1999年の時点で Easterbrook & Fischel は「価値を最大化する取引を極端に重視し」た「事実の仮定 (factual assumptions) 及び事実上の推定 (moral reckonings)」をしているとして Fischel のいう株主価値の最大化という命題そのものを否定的に捉える意見もある。⁽⁶⁹⁾

第二に、多数派と少数派との間において「利益の配分」は関心事とはならないのかという単純な疑問が浮かぶ。この点につき、Easterbrook & Fischel の主張について「多数株主・少数株主間の余剰の分配のあり

note 7, at 109-161) についての指摘である。

(66) Cf. Rutheford B Campbell JR., *Fair Value and Fair Price in Corporate Acquisitions*, 78 N.C.L. Rev. 101, 102-112 (1999).

(67) Fischel, *supra* note 1, at 895, n. 88 による要約である。

(68) *Ibid.*, at 886.

(69) Campbell, *supra* note 66, at 137, n. 145. Cf. Lucian A. Bebchuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, 35 Stan. L. Rev. 23, 29-30 (1982).

方についても、できるだけ介入せず自由に任せることで、効率性を高める企業再編が行われるチャンスができるだけ広がるようにすべきだとの主張も論理的には考えられる。」とするものがある。⁽⁷⁰⁾ただし、続けて「他方、企業再編段階の分配が、それ以前の投資に与える影響を考えると、シナジーの分配を完全に自由にした方が良いとも言い切れない面がある。」⁽⁷¹⁾としている。そして、「この問題は『効率性』と『公正』対立のようにとらえて議論されることも少なくないが、……実は効率性の観点からもそう簡単には論じられない。……少数株主に、企業再編がなされない場合の価格だけを保証すればよいというルールは、多数株主にその価格を行使価格とするコールオプションを与えたのと同じことになり、当該企業への投資レベルに影響を与える可能性がある。」⁽⁷²⁾という。傾聴する。

第三に、仮に上記の信認義務の理解を前提とした場合であっても、株式買取りによる救済における対価のコストによって Fischel 論文の論ずるように価値減少的な又は増加的な取引が増減するのであろうか。多数派の立場からすると、たとえ少数派株主に取引によって生じた価値増加分を分配するとしても、当然のことながらその全てを少数派株主に分配するわけではなく、多数派株主にも増加分は残るのであろう。少数派株主に買取りによる救済の対価として増加分を分配する場合には、分配しない場合に比べれば確かに「コスト」がかかるのかもしれない。しかし、それが合併等を減少するとまでいうことができるのであろうか。モデルの設定による議論には限界もある。

第四に、Fischel 論文は、株式買取りによる救済の排他性についての議論においては損害賠償法ルール (liability rules) による損害賠償は認め、⁽⁷³⁾所有権法ルール (property rules) による差止めは認めないとしていた。

(70) 藤田・前掲注(6)276頁、279頁注(28)。

(71) 同論文・276頁。

(72) 同論文・279-280頁注(29)。

「公正な価格」についての検討部分においてはこれらの概念について言及していない。ここにおいても損害賠償法ルールの問題となるのか。⁽⁷⁴⁾ また、Fischel 論文が損害賠償を認めるべきであるとする「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」の場合、「公正な価格」との関係はどうなるのか。この点を含め、信認義務についてのさらなる検討が必要であるが、本稿ではこれらの問題の指摘に止めたい。

(2) 第三者売却価格基準の否定

Fischel 論文は、*Weinberger* 判決を「第三者売却価格基準」を採用しているものと理解し、これを望ましくない基準であるとしている。そもそも、同判決をこのように理解すること自体に議論の余地がある。仮に同判決が Fischel 論文の言うように「第三者売却価値基準」をとっているとしても、これを否定する Fischel 論文の論理には何点かの疑問が存する。

第一に、Fischel は三つの場合分けをしているが、現実の投資の状況はこのように単純化することが可能なものなのであろうか。「投資者は、分散したポートフォリオを保有することができるので、当該合併によって生じる利益の分配を受けなくても、効率的な取引の数が市場全体で最大になることによって利益を得られる。」と言えるのであろうか。十分に分散したポートフォリオを全ての株主が保有しているわけではないという批判もある。⁽⁷⁵⁾

(73) Fischel, *supra* note 1, at 900. 山本・前掲注 (4) 133頁以下、149頁以下。

(74) ただし、損害賠償法ルールと所有権法ルールは二項対立的に捉えられるのではなく、程度の差があるに過ぎないともされる。藤田友敬「忠実義務の機能」法教117巻2号283頁、300頁注(31)(2000年)。山本・前掲注(4)150頁注(113)参照。

(75) Campbell, *supra* note 66, at 137. ただし、飯田・前掲注(6)237頁は、この批判は理論の誤りを指摘するというよりは、モデルの非現実性を指摘しているにすぎないという。

論 説

第二に、仮に上記のようなポートフォリオによるモデル分析を前提とした場合、おそらく Fischel 論文の意図するところは株式買取りによる救済によって少数派株主が第三者売却価格を得ることになると取引のコストが上がり、その結果として取引の数が減少するため株主の利益全体が増加することにはならないというところにあるものと解される。しかし、一少数派株主の権利としては、第三者売却価格による方が利益になる場合があるようにも思われる。Fischel 論文は、株主全体の利益という観点から議論を進め、クラス・アクションを提案している⁽⁷⁶⁾。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⁽⁷⁷⁾。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⁽⁷⁸⁾。Fischel 論文が、株主をクラスとしてとらえ、多数派と少数派のどちらにも利益になる答えを求めているのであれば、このような解釈に至ることは論理的に一貫しているのかもしれない。Fischel 論文は「クラスとしての株主」という表現をしているが、Easterbrook & Fischel はより明確に彼らの株式買取りによる救済の機能の理解には「公正な価格」は全ての投資者にとって同一のものとするのが適格的であるとしている⁽⁷⁹⁾。いわゆるマイノリティー・デイスカウント⁽⁸⁰⁾は否定することになろうか。

(76) 山本・前掲注(4) 139頁。Fischel, *supra* note 1, at 901.

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

(78) 山本・前掲注(4) 117頁注(3)。

(79) Easterbrook & Fischel, *supra* note 7, at 153.

(80) Cf. Siegel, *supra* note 62, at 138-140.

なお、Easterbrook & Fischel によると、Weinberger 判決の後の判決は再び事前 (*ex ante*) のアプローチをしたという。⁽⁸¹⁾

2 評価方法としての市場価格

Fischel 論文は、上述したように「公正な価格」の意義の問題とその評価方法を区別しているようにも見える。すなわち、第一に「公正な価格」とは事前の価格をいうのか事後の価格をいうのかを検討し、それを事前のものとしたうえで、第二にその評価方法について考察しているようにも読み取れるのである。⁽⁸²⁾「市場価格」によるべきであるとするのはあくまでも、「事前」の「公正な価格」をどのように算定するか的手段とする趣旨であろうか。そうであるならば、何らかの方法で取引前における価格が算定できるのであれば、必ずしも市場価格による必然性があるわけではないことになろう。Fischel 論文は、市場価格が「最良の方法」であるとはしているものの、⁽⁸³⁾「絶対的に排他的方法」であるとまではしていない。ブロック・メソッドを否定はしているが、その内容全てを否定しているわけではなく、市場価格を得られない又は再構築できない場合にはブロック・メソッドの一内容である収益価値によるとしている。「公正な価格」の意義と評価方法について項目を分けているとも読める。Fischel 論文からは評価方法については金融界のテクニクによるべきであるとのメッセージも読み取れなくはない。「法はどこまで定めるべきか」が問題となり得る。

また、Fischel 論文は、市場価格によることを「評価の主体」の問題と

(81) Easterbrook & Fischel, *supra* note 7, at 152, n. 9 には、Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 542 A 2d 1182, 1187 (Del. 1988) 等が挙げられている。

(82) Siegel 教授は、「公正な価格の決定はその方法論 (methodology) によるところが大きい」、とする。Siegel, *supra* note 62, at 136.

(83) Fischel, *supra* note 1, at 894.

も捉えているようである。上述したように収益の評価は一鑑定人が行うよりも複数の市場関係者の評価が望ましいとしている。これに関連して、ニューヨーク州で鑑定人ではなく裁判所が株式の価格を決定することとする制定法の改正が行われたことを紹介している⁽⁸⁴⁾。なお、Fischel 論文が裁判所に市場の関係者によるのと裁判所によるのとどちらをより良いとする趣旨であるかは不明であるが、誰が価格の決定主体となるのかを含め、前述した株式買取りによる救済はクラス・アクションによるべきとの論とも関連して手続き的な「補償」ともいうべき問題が浮かび上がる。

なお、Fischel 論文は市場は効率性を肯定しているため、「公正な価格」の問題についてもこのことを前提とするものと考えられる⁽⁸⁵⁾。しかし、市場価格が合併などの取引の影響を受けることも想定し、「回帰分析」を推奨する。Fischel 教授の1977年の論稿においては、市場が効率的であるというのは「取引されている証券の価格 (prices) が全ての公に入手できる情報に比例する証券の本来価格 (intrinsic values) を適正にそして適時に反映している場合、換言すると市場が全ての取引者が入手可能な関連する情報に即時に反応し情報に誤った証拠となる比重を与えない場合」をいうとされる⁽⁸⁶⁾。Fischel 論文のいう市場の効率性とは、市場価格が取引の影響を受けることを包含したものであるとも取れることには留意がいる。したがって、取引前の価格を得るためには市場価格の再構築が必要となる。加えて、Fischel 論文は、このことが証券詐欺の場合とパラレルに考えられるとする⁽⁸⁷⁾。Fischel 論文自体において詳説されてはいな

(84) Ibid., at 891, n. 68 は N. Y. Bus. Corp. Law § 623(h)(4) を挙げている。

(85) 市場がある場合の例外について検討する場面において市場の効率性を肯定している。Fischel, *supra* note 1, at 884-885.

(86) Daniel R. Fischel, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, 57 Texas L. Rev. 1, 1 (1978).

(87) Fischel, *supra* note 1, at 894.

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

いが、証券詐欺の場合にも市場価格が詐欺の影響を受けていてそれを修正することが必要であるという趣旨であろう。会社法と金融商品取引法の交錯する場面における興味深い指摘である。

なお、Fischel 論文は、再構築された市場価格がないか再構築できない場合には、最も論理的な代替物は収益価値であるとしている⁽⁸⁸⁾。収益価値は、将来の期間における企業のネット・キャッシュ・フローを見積もりそれを適切な収益レートを選択して現在価値にディスカウントするものである⁽⁸⁹⁾。Fischel 論文はあくまでも取引前の価格を主張している。これもまた、将来のキャッシュ・フローを見積もってはいるがそれを割り引いている以上将来価値そのものではなく、取引前の価格であるとの趣旨であろう。

3 評価時点と評価方法

以上においては、Fischel 論文における議論を「公正な価格」の意義とその「評価」の問題に分け、「公正な価格」は取引前のものであるが、「評価」については市場価格によると主張したものと解釈した。しかし、Fischel 論文には「公正な価格」とその「評価」の問題が区別できるのか、また、取引の事前 (*ex ante*) と事後 (*ex post*) が厳密に区別できるのかに明確な答えはない。Fischel 自身も、二段階公開付けについては「評価」の箇所論じているが、これは「公正な価格」の意義の問題も含むものであり、また、合併による価値増加の問題も「評価」の箇所論じているがこれはむしろいつの時点を評価時にするかの問題であると思われる。価値を算定するという事は常に将来の価値を算定しているともいえ⁽⁹⁰⁾、Fischel 論文のいうように厳密に「取引前」の価格と「取引後」

(88) Ibid., at 890.

(89) Ibid., at 890-891.

(90) Robert Charles Clark, Corporate Law 454 (Little Brown, 1986).

の価格を区別することが容易であるとはいえない。この点、Fischel 論文には、買収のアナウンスメントのすぐ前又はすぐ後を基準としているような記述は見られるものの、⁽⁹¹⁾「取引前」が合併契約の締結、株主総会の承認決議、株主総会に向けての委任状の送付、来たるべき合併のプレスリリース、情報の新聞、一般の市市場におけるトレーダー、株式投資の専門家又は極少数のインサイダーへの情報のリーク時、など具体的にいつの時点の価格を以て「公正」とするべきかについての明確な言及は見られない。⁽⁹²⁾

なお、価値増加分の問題及び二段階公開買付けの特別なケースについて Fischel 論文は評価の項目で論じているが、評価時点の問題も含むものであるといえるため、以下で各々検討する。

4 価値増加分の分配の否定とシナジーの意義

Fischel 論文は、取引による価値増加分の少数派株主への分配を否定しており、また、取引前の価格を以て「公正な価格」とする。いわば日本法でいうところの「ナカリセバ価格」である。株式買取りによる救済は事前の黙示の契約条項であり、⁽⁹³⁾少数派のみならず多数派の利益にもなるという Fischel 論文の議論を前提とするならば、その論ずるところはむしろ「公正な価格」の評価の時点を取引前とするところにあるとも考えられる。事前の契約条項であるから事前に株主を利するものであるべきであると結論づけている様にも読める。事後における発生した価値増加分の配分は別次元の問題であるのかもしれない。「事前」に「事後」の

(91) Fischel, *supra* note 1, at 896.

(92) Cf. Bayless Maninng, *The Shareholders Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 Yale L. J. 223, 232, n. 26 (1962).

(93) 前提となる「契約の束」論とそれが Fischel 論文の不可欠な前提とはならないことにつき、山本・前掲注(4)140頁参照。

分配について定めておくことは許されないとする趣旨であろうか。もっとも、少数派の立場からは、事前に事後に取引のプレミアムを株式買取りの過程で分配してもらうことを契約することは利益になるようにも思われる。反対に、多数派株主の立場からは事前に、事後の取引のプレミアムを少数派に分配することは不利益になるともいえる。その場合、多数派にはそのような「契約」を結ぶとプレミアムを産み出すような取引を行う又は行うように試みるインセンティブがなくなるということであろうか。⁽⁹⁴⁾

もっとも、Fischel 論文は、「シナジー」⁽⁹⁵⁾ という語句は使用していない⁽⁹⁶⁾。また、「Easterbrook & Fischel 会社支配取引論文①」は、「シナジーをその時の通常のリターン、支配企業がマージャーを遂行するためにさくエフォートとリソース、又は支配株主の機会費用と区別することはできない⁽⁹⁷⁾」としている。Fischel 論文は、Weinberger 判決が下級審裁判所は「合併から生ずる将来価値の諸要素」を考慮することができるとした点を批判した箇所においても、シナジーとの文言は使用していない⁽⁹⁸⁾。シナジーも一種の将来価値といえるかもしれないが、逆は必ずしも真ではなく、将来価値イコールシナジーではない⁽⁹⁹⁾とすると、Fischel 論文に理があり

(94) ただし、Fischel 論文は「公正な価格」について論じた部分において多数派の「インセンティブ」ということを明言していない。「Easterbrook & Fischel 会社取引論文①」もまたインセンティブという語句はほぼ使用していない。

(95) シナジーの概念とは、「非常に単純に、全体がその一部どうしの合計より大きくなることである。」との定義がある。Simon M. Lorne, *A Reappraisal of Fair Shares in Controlled Mergers*, 126 U. PA. L. Rev. 955, 974 (1978).

(96) Fischel, *supra* note 1, at 895.

(97) Easterbrook & Fischel, *supra* note 8, at 728.

(98) なお、Weinberger 判決については、「その判示だけではシナジーの分配に対する判断はあまり明らかではない。」との指摘がある。飯田・前掲注(6) 151頁。

(99) 山本真知子「新会社法における株主の株式買取請求権」山本爲三郎編『新会社法の基本問題』(慶應義塾大学出版会、2006年) 69頁、82頁。

そうである。しかし、Fischel 論文に対しては、「総合的な価値又はシナジー」の様々な要因を区別していないとの Campbell 教授からの批判が加えられている。⁽¹⁰⁰⁾ 一般的に「シナジー」として論じられているものの精査が必要であろうが、本稿においてはこの点の指摘に止めたい。

なお、株式買取りによる救済の意義との関係で Fischel 論文の議論自体は一貫性があるが、株式買取りによる救済の性質に関する理解とその理解から導かれる「公正な価格」の意義に対する答えの組み合わせは価値増加分の分配をするか否かの点も含めて論者によって様々である。Fischel 論文の株式買取りによる救済の性質論に否定的な者の中にも、価値増加分の分配を否定するという点では Fischel 論文と結論を同じくする者もいる。たとえば、Siegel 教授は Fischel 教授の理論は単に古い理論の焼き直しにすぎないと批判する。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で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。⁽¹⁰¹⁾ しかし、シナジーについては結論としては Fischel 同様その分配を否定する。しかし、その根拠とするところは Fischel のというような株主価値の最大化の理論ではなく、離脱した株主は将来の会社のコストにもリスクも有していないのであるから褒賞もシェアすべきではないという点に求めている。⁽¹⁰²⁾⁽¹⁰³⁾ その他、合併に反対して会社から離脱する株主にシナジーを分配しない理由を「禁反言」に求めるものもある。反対株主は株式の買取りを求め会社から離脱することを決定したのであるから、彼ら

(100) Campbell, *supra* note 66, at 137.

(101) Siegel, *supra* note 62, at 108-109. 山本・前掲注(4) 142頁。

(102) Siegel, *supra* note 62 at 108-109.

(103) もっとも、厳密に言うと Siegel 教授は、Fischel 論文とは異なり、「シナジー」の分配について議論している。Ibid., at 140-141.

は会社に残ることを選択した者が受け取るであろう利益をシェアすることを期待できない、要するに、このような株主は両方を有することはできない⁽¹⁰⁴⁾というのである。ただし、後述するように「禁反言」を理由とするとフリーズ・アウト・マージャーについてはシナジীর分配を肯定する結論に結びつきやすい⁽¹⁰⁵⁾。

さらに、また、1974年の時点で利益相反がない場合とない場合について「公正な価格」の意義に差異を設け、利益相反のある取引において株主がその意思に反して閉め出される場合にはシナジীরを得るに値するとの考え方があった⁽¹⁰⁶⁾。この点につき、Fischel 論文はそもそも株式買取りによる救済の意義において利益相反の有無を重視していない⁽¹⁰⁷⁾という。しかし、Fischel 論文の立場によると、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過ぎず、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のが筋であろう。Fischel 論文には、株式買取りによる救済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

(104) ALI, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* 327 § 7.22 cmt. e (1994). Cf. Siegel, *supra* note 62, at 140-141.

(105) ALI, *supra* note 104, 327 § 7.22 cmt. e. Cf. Mary Siegel, *supra* note 62, at 140-141.

(106) Victor Brudney & Marvin A. Chirelstein, *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, 88 Harv. L. Rev. 297 (1974). PRINCIPLES § 7.22 (a), (c) の立場はこれを基礎としているという。Siegel, *supra* note 62, at 142. なお、この立場の仮定と結論に対する批判として、Lorne, *supra* note 95, at 974 がある。Siegel, *supra* note 62 at 142.

(107) 山本・前掲注(4) 146-147頁。この点、Siegel 教授からは、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、結果が異なっていると批判がされていた。Siegel, *supra* note 62, at 109.

(108) 山本・前掲注(4) 146-147頁。

か否かに関わらず、その存在自体が抑制的効果を持つとの解釈もある。⁽¹⁰⁹⁾
 その解釈の是非はともかく、Fischel 論文の論理自体は一貫している。⁽¹¹⁰⁾
 ただし、「公正な価格」の評価は市場価格によるべきとの主張の中では、
 「市場の流動性との関係で、散発的な取引であっても、アームス・レン
 グスであれば価格の指標としてバイアスのない」とはしている。⁽¹¹¹⁾この流
 れであれば、アームス・レングスでない場合についてはバイアスがある
 ことになろうが、その場合にどのようにすべきかについては明言してい
 ない。

5 二段階合併の「特殊性」とフリーズ・アウト・マージャーの「一般性」

Fischel 論文は、上述したように二段階公開買付けについて「特殊な」
 ケースであるとして検討するが、結果としては他の場合と同様に取り扱
 えばいいと解しているようである。前提として、Fischel 論文は二段階
 公開買付けを一体となった取引であると捉えている。そして、例に挙げ
 たケース 1、2、3 において平均して取引前市場価格より高い価格を得
 るのであるからいずれのケースにおいても株式買取りをなすインセンテ
 イブを有する株主は存在しないとしている。⁽¹¹²⁾このように単純化した議論
 が果たして妥当なのであろうか。Fischel 論文自体も、注において Dela
 ware の裁判所は第一段階において支払われる価格は第二段階における
 価格の適切さを分析するのに関連性はないとしていることに言及してい
 る。⁽¹¹³⁾また、説明の過程で「この結果は多くの人にとって奇妙なものであ
 るとの衝撃を与えるに違いない。」とも述べている。⁽¹¹⁴⁾二段階公開買付け

(109) Siegel, *supra* note 62, at 106-108.

(110) 山本・前掲注(4) 147頁。

(111) Fischel, *supra* note 1, at 890.

(112) *Ibid.*, at 897.

(113) *Ibid.*, n. 92.

(114) *Ibid.*, n. 94.

株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考
の特殊な場合については、評価方法の問題にとどまらず、そもそもいつが「取引前」でいつが「取引後」であるのか、会社法と金融商品取引法の交錯の観点からも今後の課題の一つとしたい。本稿においては、Fischel 論文は「特殊な」ケースであるとしながらも、その他のケースと同様の論理によって対処していることの指摘に止めることとする。

なお、Fischel 論文は、フリーズ・アウト・マージャーについては特別の考慮が必要であるとは考えていないようである。これに対して、フリーズ・アウト・マージャーについては、それ以外の場合と区別すべきだとする者がある。すなわち、上に挙げたように合併に反対して会社から離脱する株主にシナジーを分配しない理由を禁反言に求めると、意思に基づかずに追い出される株主である場合には離脱の決定をしたわけではないため、シナジーの分配を受けることができると方向に進む。⁽¹¹⁵⁾⁽¹¹⁶⁾これに対して、上述したように「公正な価格」とは取引前の価格をいうことを導き出すために、Fischel 論文は株主全体の利益の最大化という視点から検討している。この視点で検討すると少数派株主が自らの意思で離脱するのではない締め出しの場合にも統一的な理解が可能となる。この点も二段階公開買付けと並んで、又はその二段階目の問題として同様今後の課題の一つとしたい。本稿においては Fischel 論文の理論によると、⁽¹¹⁷⁾フリーズ・アウト・マージャーについては特別の配慮が要らず、株主が

(115) ALI, *supra* note 104, at 327, § 7.22 cmt. e. Cf. Siegel, *supra* note 62, at 140-141.

(116) なお、上に挙げた Siegel 教授は、禁反言ではなく、会社から離脱した将来の会社のコストにもリスクも有していないことをシナジー分配否定の根拠とするため、締め出された株主もシナジーの分配を受けないとして結論としては Fischel 論文と同様である。Siegel, *supra* note 62, at 140-141.

(117) 前提として、「Easterbrook & Fischel 会社支配取引論文①」は少数派のフリーズ・アウトは、利益を生むことが多いとする。親子合併によって親会社と子会社が別々であるときには合計よりも全体としての価値が増加すること、スケール・メリット、中央集権化された経営と企業計画、情報経済、利益の対立を管理

その意思によって会社から離脱したか否かに関わらず「公正な価格」の統一的な解釈が可能である。むしろ、フリーズ・アウト・マージャーを⁽¹¹⁸⁾中心に論が進められていることの指摘に止めたい。

終わりに—今後の課題—

本稿においては、Fischel 論文における株式買取りによる救済の「公正な価格」につき、信認義務に関する理解を前提に取引前の価格であり、原則として市場価格及びその再構築（回帰分析）によって評価するべきであるとの主張を検討した。Fischel 論文によると、合併などによる価値増加分の分配は否定され、フリーズ・アウト・マージャーの場合にも統一的な理解が可能になる。ただし、本稿は上述したように、Fischel 論文の主張を明確にすることを目的としたものであるため、以下のような課題を残すものである。

Fischel 論文の前提となる、会社の「契約の束」論、株式買取りによる救済を全ての株主の利益となる事前の契約条項とする点にも関連するが、日本では、平成17年の新会社法のもとでの買取価格（「公正な価格」）は、シナジーを加味することができ、経営者あるいは多数株主の行う決定に

するコストの削減、他のより効率的な投資などから利益が生じるという（Easterbrook & Fischel, *supra* note 8, at 706. Cf. Fischel, *supra* note 1, at 885, note 44）。その上で株主価値を最大化するが利益の配分は必要とされないという意味での忠実義務が現れるものの一つとしてフリーズ・アウト・マージャーを挙げている（Easterbrook & Fischel, *supra* note 8, at 715, 723-731）。

(118) 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について、山本真知子「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）、山本・前掲注（4）162頁参照。ただし、Fischel 論文も当時フリーズ・アウト・マージャーに対する裁判所の監視と学者の攻撃が増加していたこと、フリーズ・アウト・マージャーについても利益分配のルールが多くのコメンテーターから提案されていたことは認識していたようである（Fischel, *supra* note 8, at 723 and 726）。

（甲南法学'17）58-1-2-68（68）

株式買取りによる救済 (Appraisal Remedy) に関する Fischel 理論再考
に対するチェック機能が前面に出てくることになるとの指摘があった。⁽¹¹⁹⁾ し
かし、Fischel 論文は株式買取りによる救済を多数派の「監視」とは捉
えておらず、会社は「契約の束」であることを前提に少数派株主の利益
のみならず多数派の利益にもなる事前の黙示の契約条項であるとする。⁽¹²⁰⁾
また、前提となる信認義務について Fischel の論ずるところには疑問が
多い。⁽¹²¹⁾ 市場の効率性の意義も検討が必要となろう。⁽¹²²⁾

また、「公正な価格」の意義と金融論的な評価方法に法がどこまで関与
できるのか、評価主体の問題と手続き的「補償」の問題に収斂される⁽¹²³⁾

(119) 藤田・前掲注(6) 275-276頁。

(120) 山本・前掲注(4) 147-149、141-144頁参照。

(121) 日本においても、「株式買取請求権制度は忠実義務理論の中に位置づけて理解されるべきではないか」とする見解がある(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 鴻恒夫先生還暦記念』355頁、359頁注(78)(有斐閣、1985年))。株主が合併に反対する理由は、「当該合併条件による当該合併がなかったならば自分はより利益を得ていたはずだ」というものであり、「これは忠実義務違反の主張にほかならない」というのである。そして、Fischel 論文(875頁)、「Easterbrook & Fischel 会社支配取引論文①」も、「基本的にこのような立場に立つ」とする。ただし、「これらの論文の中で具体的に示された各種の議論には賛成できない点が少なくない」という。具体的に賛成できない点が何であるかについての言及はないが、上述の「盗人」の例など理解が容易ではない議論もある。

(122) Fischel 論文で検討されていないその他の問題として、市場性がないことによるディスカウント、利息の問題などが挙げられる。Cf. Siegel, *supra* note 62, at 138-140, 142-143.

(123) Fischel 論文は、鑑定人よりは市場(に関わる人々)の方が評価主体としてふさわしいとするようにも読める。また、鑑定人から裁判所に評価主体を変更したニューヨークの制定法改正が紹介されている。この点、日本においては株式価格決定が非訟事件とされており「法は価格決定を裁判所の裁量に委ねているとする最高裁決定がある(最一小決昭48・3・1民集27巻2号161頁)。この点に関しては当事者主義的に組み直すべきであるとの意見もある(中東正文「株式買取請求権と非訟事件手続」河野正憲教授退職記念論文集(名法223号)233-255頁(2008

⁽¹²⁴⁾のかなど課題は多い。また、Fischel 論文には「独立取締役」に言及している箇所があるが、⁽¹²⁵⁾日本においても公開買付けの先行する二段階の合併などにおいては、公開買付け価格決定における第三者委員会は専門家の存在といった一種の外部機関の活用という『手続き』を重視しているようにも解釈できる決定が出されている。⁽¹²⁶⁾会社において誰が、どのように、買取り価格を決定するのか日米の会社がバランスの仕組み自体の比較検討も必要となろう。

さらに、二段階合併、市場の役割についての株式買取りによる救済と証券詐欺との比較の問題においては会社法と金融商品取引法の交錯が起こる。上述した市場の効率性の問題と合わせて日本法における「公正な価格」の意義の解釈に向けた今後の課題としたい。

以上、Fischel 論文自体が「株式買取りによる救済が望ましい状態にあるかどうかは主にどのように制定法が起草されそしてどのように裁判所によって解釈されるかに依存する」としながらも、⁽¹²⁷⁾多義的でありあまり多くを示さないという「公正な価格」であるが、⁽¹²⁸⁾Fischel 論文の提示した課題を下に日本法における解釈へとつなげたい。

年)) ところである。

(124) 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き中において法的で争われるべきであり (Fischel, *supra* note 1, at 901. 山本・前掲注 (4) 139頁、153-154頁参照)、クラス・アクションのような方法を考案すべきであるとする。

(125) Fischel, *supra* note 1, at 888.

(126) レックス事件最高最高裁決定 (最三小決平成21・5・29金判1326号35頁)、全部取得条項付種類株式 (会社171条1項) に係る JCOM 事件最高裁決定 (最一小決平成28・7・1民集70巻6号1445頁)、株式売渡請求 (会社179条1項) に係る東高決平29・1・30 LEX/DB25544950) 等。

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

(128) *Ibid.*, at 886.