

「公正な M&A の在り方に関する指針」 についての検討（４）

伊 藤 吉 洋

目 次

第一章 序 論	(以上70巻4号)
第二章 正当な利益として保護される必要がある利益についての検討	
第一節 正当な利益の確保と中長期的な投資の呼び込みとの関係性の整理など	
第二節 (a)の価値に係る利益の保護（確保）の必要性	(以上71巻1号)
第三節 (b)の価値に係る利益の保護（確保）の必要性	
第一項 M&A 指針に係る見解	
第二項 MBO 指針策定前後の見解	
一 MBO に関する見解	
(一) 裁判例・学説とその整理・検討	
(2) (b)の価値が法的保護に値することに係る積極的根拠を提示している学説	
(ア) 学説（その1）とその整理・検討	(以上71巻2号)
(イ) 学説（その2）とその整理・検討	
(ウ) 学説（その3）とその整理・検討	
(二) 小 括	
二 支配株主による従属会社の買取に関する見解	
(一) シナジーは少数株主に対しても配分すべきものであるということを示唆する学説	
(2) 学説（その4）とその整理・検討	
(イ) 田中亘の見解（A）の整理・検討	(以上本号)

第二項 MBO 指針策定前後の見解

一 MBO に関する見解

(二) 裁判例・学説とその整理・検討

(2) (b)の価値が法的保護に値することに係る積極的根拠を提示している学説

(イ) 学説（その2）とその整理・検討

以下においては、(b)の価値は「株式の有する本質的な価値として、法的保護

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

に値するということができる」ことの根拠を提示していると整理しうる見解のうち、「株式の強制的取得」((1)ア参照)（強制取得されること自体）に着目していると整理しうる見解について整理・検討を行う。

(I) 江頭憲治郎の見解（その２）とその整理・検討

(i) 江頭憲治郎の見解（その２）

(ア)において引用した見解の論者は、(ア)において引用した箇所引き続き、以下のように述べている。すなわち、「それから、残存株主として残ろうとする人の考えていることが正しいかどうかは疑問としても、つまり、もっとよい会社であって、あの公開買付価格は安過ぎると信じている、その信念が正しいか否かは別として、本人はそう信じているわけです。MBO の場合、それを無理に追い出そうとしている。先ほど申しましたように、買収者側の都合で、嫌だというものを無理に売らせようとしているわけで、ある投資判断に基づいて安過ぎるから頑張っていたいと思っても、売ることを強制するからには、やはり上乘せは必要なのではないかというのが、反対説の理由です。日本の考え方は、会社法制定後は、この後者になったと言われています」²⁵⁷⁾。

(ii) 江頭憲治郎の見解（その２）の整理

(i)において引用した箇所は、(ア)において引用した箇所引き続き示されていることからすれば、(b)の価値は「株式の有する本質的な価値として、法的保護に値するということができる」ことの根拠になると整理しうるであろう((アI)(ii)参照)。そして、「それから」という接続詞((i)参照)からすれば、この箇所は、(ア)において引用した箇所とは別の（追加的な）根拠になるのかもしれない。もしそうだとすれば、「嫌だけれども公開買付けに応じることになってしまう」こと((アI)(i)参照)と、「嫌だというものを無理に売らせよう」²⁵⁸⁾としている」こと（「売ることを強制する」こと）((i)参照)とは同義ではないと思われる。なぜならば、もし同義であるとするれば、この箇所は(ア)において引用した箇所と同じことを述べているにすぎないものであることになろう。しかし、二つの箇所は、別々の根拠であるとしたら、同じことを述べているにすぎないものである、ということはないであろうからである。

それでは、「嫌だというものを無理に売らせようとしている」という状況として、具体的にどのような状況が想定されているのであろうか。この点について、この見解の論者は、この見解が示されている文献において、「MBO の場合、経営者と投資ファンドとが設立した会社がまずターゲットの会社の株式につき公開買付を行い、次に、公開買付に応じないで残っている株主をスクイズ・アウトすることを行います。そのスクイズ・アウトをする手法は、現在の実務では、従来の株式を会社法により創設された全部取得条項付種類株式に変え、当該全部取得条項付種類株式を全部取得する形で残存株主を追い出す形をとります」と述べる²⁵⁹⁾。

この箇所など²⁶⁰⁾ からすれば、「嫌だというものを無理に売らせようとしている」という状況として、おそらくは、「公開買付に応じないで残っている株主をスクイズ・アウトする」という状況が想定されているのではないかと思われる²⁶¹⁾。つまりは、MBO において第二段階の全部取得が行われようとしている状況が想定されているのではないかと思われるのである。ただし、一般株主が「嫌だ」という感情を有しているのは、MBO の対象会社が「もっとよい会社であって、あの公開買付価格は安過ぎると信じている」からである、という点では、(ア)において整理した箇所と同様である、といえよう (ア)(I) (ii) など参照)。つまりは、「一般株主」が考えるところの「ナカリセバ価格」が公開買付価格と同額²⁶²⁾ を上回っているという状況 (ア参照) が想定されている、と整理しうるであろう。

そして、この見解は、そのような状況において「嫌だというものを無理に売らせ」ることは (禁止されるものではないが) 何らの補償もなく行われるのであれば問題視されるべきであり、したがって、何らかの補償がなされるべきである、ということを前提にしているように思われる。さらには、実際にそのような状況において「嫌だというものを無理に売らせ」るものの補償として、「一般株主」が考えるところの「ナカリセバ価格」を下回る額が「ナカリセバ価格」であると裁判所が判断すること (「ナカリセバ価格」に差があるという状況) を前提とした上で、(b)の価値を「株式の有する本質的な価値として、法的保

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（4）

護」の対象とするべきである、と考えていると整理しえようか。

(iii) 江頭憲治郎の見解（その2）の検討

しかし、(ii)において前述したように整理しうるとすれば、この見解については、(ア)において指摘したのと同様の疑問が生じる（(ア)(II)参照）。

第一に、「嫌だというものを無理に売らせ」ることの補償として(b)の価値を補償すべきである、とは直ちにはいえないように思われる。なぜならば、「嫌だ」という感情は、「(もっとよい会社であって、あの公開買付価格は安過ぎると信じている」という箇所からすれば、「一般株主」が考えるところの「ナカリセバ価格」が公開買付価格と同額を上回っているという状況において生じるはずのものであろう。したがって、「一般株主」が考えるところの「ナカリセバ価格」を下回る額が「ナカリセバ価格」であると裁判所が判断すること（「ナカリセバ価格」に差があるという状況）を前提とした上で、「ナカリセバ価格」と内容を異にする(b)の価値を補償するよりも、「一般株主」が考えるところの「ナカリセバ価格」と同額を「ナカリセバ価格」であると裁判所が判断することによって）「一般株主」が考えるところの「ナカリセバ価格」そのものを補償したほうが、あらゆる場合にその感情を生じさせないようにすることができるように思われるからである（(ア)(II) (i)、(ii) (α) および (β) 参照）。

第二に、そもそも「嫌だというものを無理に売らせ」ことは（禁止されるものではないが）何らの補償もなく行われるのであれば問題視されるべきであり、したがって何らかの補償がなされるべきである、とも直ちにはいえないように思われる。なぜならば、「一般株主」が考えるところの「ナカリセバ価格」が公開買付価格と同額を上回っているという状況であるとしても、裁判所が判断するところの「ナカリセバ価格」の算定に（当該「ナカリセバ価格」が買収者が考えるところの「ナカリセバ価格」と同額であり、しかも、(a)の価値とも同額である、という意味で）明らかな誤りがなく、「一般株主」が考えるところの「ナカリセバ価格」の算定に（当該「ナカリセバ価格」が買収者が考えるところの「ナカリセバ価格」を上回り、しかも、(a)の価値をも上回る、という意味で）明らかな誤りがある場合にまで、「嫌だというものを無理に売らせ」ことは（禁止されるものでは

ないが) 何らの補償もなく行われるのであれば問題視されるべきであり、したがって何らかの補償がなされるべきである、と考えた上で、「嫌だ」という感情を生じさせないようにするために、(b)の価値を「株式の有する本質的な価値として、法的保護」の対象としてしまえば、企業価値の増大分「の一部は他の株主に」さらに多く「分けてやる必要がある」ということになり、「結局買収者の儲けが」さらに「少なくなり、買収しようというインセンティブを」さらに「そぐ」という問題が生じてしまうように思われるからである ((ア)Ⅱ (ii) (γ) 参照)。

(Ⅲ) 水野信次ほかの見解とその整理・検討

(i) 水野信次ほかの見解

レックス高裁決定については、以下のような見解もあった。すなわち、「『MBO による価値の増大』は、MBO に参加する経営者が自らリスクを負担し、企業価値の向上によるリターンを得ようとする経営者の自信や努力に起因するといえることから、かかる取締役の努力によって得られることが見込まれる価値の増大を既存株主に分配する必要性は必ずしもないように思われる」²⁶³⁾。「しかしながら」²⁶⁴⁾、レックス高裁決定「が指摘するように、株式を継続して保有することにより実現する可能性のある株価の上昇に対する期待を有しており、この期待は、株式の有する本質的な価値として、法的保護に値するものであるところ、MBO においてスクイズアウトされる場面では、少数株主は、その保有する株式を強制的に取得される」。「このように、少数株主は、MBO によって企業価値の増大が見込まれるにもかかわらず、株式を保有し続けることはできず、強制的に株式を取得されるのであるから、他の企業結合等において生じるシナジーと同様、MBO によって実現される価値の公正な分配を保障されてしかるべきである」。²⁶⁵⁾

(ii) 水野信次ほかの見解の整理

この見解の論者は、「MBO によって企業価値の増大が見込まれる」という状況において、もし「少数株主」が「株式を保有し続けること」ができるのであれば、「株価の上昇」という利益を享受しうるであろうところ、実際には

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

「株式を保有し続けることはできず、強制的に株式を取得される」がために享受しえない、ということの問題視している、と整理しえようか。もしそうだとして、この見解の論者は、「株式を継続して保有することにより実現する可能性のある株価の上昇に対する期待を有しており、この期待は、株式の有する本質的な価値として、法的保護に値するものである」ということに鑑みて、そのように問題視しているといえそうである。その上で²⁶⁶⁾、「少数株主」は(b)の価値²⁶⁷⁾「の公正な分配を保障されてしかるべきである」と結論づけている、と整理しうるかもしれない。

(iii) 水野信次ほかの見解の検討

しかし、「この期待は、株式の有する本質的な価値として、法的保護に値するものである」ということに係る理由は明らかにされていない。したがって、実質的には(b)の価値は取締役が全て受けるべき部分である、と考えることが妥当であるかもしれないことを指摘しながら（(i) 参照²⁶⁸⁾、なおも「少数株主」が(b)の価値「の公正な分配を保障されてしかるべきである」と結論づけることが妥当であるかどうかは明らかにならない。つまりは、レックス高裁決定・最高裁決定などに対してなされていた批判（(I)(X)(I) (iii) 参照）があてはまるのである。

(ウ) 学説（その３）とその整理・検討

レックス高裁決定・最高裁決定などについては、以下のような見解もある。

(I) 学説（その３）とその整理

(i) 学説（その３）

第一に、「経営者が MBO を行うのは、MBO によって買収対象会社の企業価値が向上すると考えているからに他ならない」ところ、「このような企業価値の向上に、買収対象会社の事業資産など株主がその収益に対して権利を持つ資産などが寄与していることは疑いないから」、シナジーのみならずシナジー以外の価値であっても「株主に公正な分配を保障する必要があるのではなかろうか」と述べる見解もある²⁶⁹⁾。

第二に、「経営者が自らリスクをとって努力し、企業価値を向上させてり

ターンを得るといっても、経営者が全くゼロの状態から企業〔ママ〕するのではなく、既存の経営資源を活用して行うものである以上、かかるリターンの土台の相当部分は、MBO 実施前の会社の経営資源に依拠するものといわざるを得ない」と述べる見解もある²⁷⁰⁾。その上で、この見解は、(イ)(II) (i)において引用したとおり、「少数株主は」「MBO によって実現される価値の公正な分配を保障されてしかるべきである」と述べるのである²⁷¹⁾。

(ii) 学説(その3)の整理

これらの見解は、対象会社の(b)の価値²⁷²⁾を要因とする「企業価値の向上に」「寄与」(「企業価値の向上」が「依拠」する「資産など」(「MBO 実施前の会社の経営資源」)の「収益に対して権利を持つ」対象会社の株主が、株式を強制取得されることを甘受することによって²⁷³⁾ (b)の価値を要因とする「企業価値の向上に」寄与している、ということに着目していると整理しうるかもしれない。そして、そのように寄与していることを理由にして(に着目して)、「株主」に(b)の価値に係る「公正な分配を保障する必要がある」とか、「少数株主は」(b)の価値「の公正な分配を保障されてしかるべきである」と結論づけている、といえよう。また、これらの見解は、レックス高裁決定・最高裁決定などに係るものであり、しかもそれらの決定を肯定的に評価しているように思われること²⁷⁴⁾などに鑑みれば、レックス最高裁決定補足意見と同様に、(b)の価値は「株式の有する本質的な価値として、法的保護に値するものということが出来る」と考えていると整理しうるかもしれない ((IX7)、(IX1)(ii)参照)。

(II) 学説(その3)の検討

しかし、対象会社の株主が、株式を強制取得されることを甘受することによって(b)の価値を要因とする「企業価値の向上に」寄与している、といえるとしても、「資産など」の「収益」については(a)の価値に係る利益を「保障する必要がある」と考えれば十分であるともいえるように思われる。それでもなお「株主」に(b)の価値に係る「公正な分配を保障する必要がある」と結論づける((b)の価値は「株式の有する本質的な価値として、法的保護に値するものということが出来る」という)のであれば、レックス高裁決定・最高裁決定などに対してな

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

されていた批判（(1)(イ)(I)(iii)参照）を踏まえてもそのように結論づけることとなる理由を明らかにする必要がある。ところが、これらの見解においては、その点は明らかにされていない²⁷⁵⁾²⁷⁶⁾。

（三）小 括

以上のとおり、M&A 指針策定後の見解と同様に（第一項参照）、MBO 指針によっても、さらには、同指針に（実質的には）言及しているとも整理しうる裁判例・学説によっても、当事会社の企業価値の増加（向上）がもたらされうることという M&A 指針策定の実質的な意義を踏まえてもなお、一般株主の利益を保護する仕組みにおいて、(b)の価値に係る利益を保護（確保）する必要があるといえるかどうかは直ちには明らかにならない。

すなわち、（当事会社の一つである）対象会社の企業価値の増加（向上）を実現することを重視し、増加（向上）を実現しうる MBO が可能な限り行われるようにしようとするのであれば、(a)の価値は「基本的には株主が受けるべきものと考えられる」としても（第二節参照）、(b)の価値は取締役が全て受けるべきである、と考えることになるように思われる（(一)(2)(ア)参照）。ところが、MBO 指針は、「低株価」や「手控え」などのような理由を何ら明示することもなく、(a)の価値のみならず(b)の価値も含めて「株主が正当な利益を享受できるよう配慮する」ことが「必要と考えられる」と述べており、(b)の価値は取締役が全て受けるべきである、とは考えていない（(一)(2)(イ)参照）。

また、MBO 指針に（実質的には）言及しているレックス最高裁決定補足意見は、(b)の価値は「株式の有する本質的な価値として、法的保護に値するものということが出来る」という理由に基づいて、(b)の価値を取締役だけではなく株主にも「分配するのが相当であると認められる」と述べている、と整理しうるかもしれない（(二)(1)(イ)(I)(ii)・(II)参照）。しかし、対象会社の企業価値の増加（向上）がもたらされうる買収のうち実際に実施される数がさらに少なくなる（第二節第二項二（一）参照）としても、そのように「ということが出来る」のかについては、レックス高裁決定・最高裁決定などに言及している見解（学説）によっても（、それらの見解において明らかにされていると整理しうるかもしれない説

明は必ずしも説得的なものであるとはいえないように思われるということもあり、) 明らかにならなかった ((二) (2)参照)。

二 支配株主による従属会社の買収に関する見解

MBO 指針によっても、さらには、同指針に(実質的には)言及しているとも整理しうる裁判例・学説によっても、当事会社の企業価値の増加(向上)がもたらされうることという M&A 指針策定の実質的な意義を踏まえてもなお、一般株主の利益を保護する仕組みにおいて、(b)の価値に係る利益を保護(確保)する必要があるといえるかどうかは直ちには明らかにならなかった(一参照)。

ところで、MBO 指針においては対象とされていなかった支配株主による従属会社の買収が M&A 指針においては対象とされたところ²⁷⁷⁾、同指針においては、当該買収についても、MBO と同様に²⁷⁸⁾、(b)については「一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる」とされている。ところが、そのように「考えられる」としても、「公正」という概念が多義的であることなどからすれば²⁷⁹⁾、そのことから(b)の価値に係る利益を保護(確保)する必要があるのかどうかは、直ちには明らかにならないし(本節柱書参照)、M&A 指針についての解説書(M&A 指針策定後の見解)によっても、「公正」という観点ではない観点から、そのように保護する必要があるかどうかは直ちには明らかにならなかった(第一項参照)。

もっとも、そもそも(b)の価値の源泉としては、少なくともシナジー²⁸⁰⁾がありうる。そのようなシナジーを源泉とする企業価値の増加分は、M&A 指針注1(第一章第二節第一項二(一)(2)参照)においても言及されている「公正な価格」の算定に際して考慮されると理解されているところ、そのように理解されることとなったのは会社法制定時である²⁸¹⁾。また、M&A 指針は、(b)については「一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる」と述べるにあたって、そのような会社法制定を踏まえているはずであろう²⁸²⁾ テクモ最高裁決定などを念頭に置いていると思われる²⁸³⁾。そこで、以

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

下においては、そのような会社法制定時における「公正な価格」に係る議論、しかも、(MBOではなく) 支配株主による従属会社の買収を主として念頭に置いているといえるものが多いとも評価しうるのであろう議論を整理・検討することによって、(b)の価値に係る利益を保護（確保）する必要があるかどうかについて明らかにすることを試みる²⁸⁴⁾。

まず、(一)においては、それらの議論のうち、保護するべきではないと考えていると実質的には整理しうるのであろう学説について、(二)においては、保護するべきである（必要がある）と考えていると実質的には整理しうるのであろう学説について、整理・検討を行い、その上で、(三)において小括する。なお、それらの議論においては、(b)の価値という語句が用いられていた MBO 指針を基点として整理・検討を行った一とは異なり、(基本的には) 当該語句が用いられていなかった。そこで、(そうはいても) (b)の価値の源泉となるシナジーという、それらの議論において用いられている単語を主として用いながら、整理・検討を行うこととなる。²⁸⁵⁾

(一) シナジーは少数株主に対して配分すべきものではないということを示唆する学説

(b)の価値の源泉となるシナジーは支配株主が全て享受すべきものであり、少数株主に対して配分すべきものではない、ということを示唆していると整理しうる見解について、まずは整理・検討を行う。

(1) 学説（その 1）とその整理・検討

(ア) 柳明昌の見解

第一に、支配株主による従属会社の買収に含まれるであろう「支配・従属会社の合併」（「現金を対価とする吸収合併」）による「収益増加に各当事会社がどの程度貢献したかを算定することにより、シナジー²⁸⁶⁾ 分配を認めることにすると、シナジーの源泉を、支配株主や経営陣が多数の投資持分を所有することで利益最大化のインセンティブを高めるというエージェンシー・コストの減少に求める場合や、少数派を排除することによる経営効率性の向上に求める場合には、合併前後で事業の性質そのものには変化がなく、少数派が排除されることによって収益が増加するのであり、少数株主がシナジーの分配に与えることが

公正²⁸⁷⁾といえるかは議論の余地があろう」と指摘する見解があった²⁸⁸⁾。

この見解の論者は、第二に、「シナジーはマイナスになることもあることを認識することは重要であり、少数派株主の持分は合併前が最低ラインであるとの前提は公正でもなければ賢明でもないとの批判」「は重要であり、少数派株主が利益の一部に与るべきというなら、期待された利益が上がらないリスクも負担すべきであろう」とも述べている²⁸⁹⁾。

(イ) 柳明昌の見解とその整理など

(ア)において引用した第一の指摘によれば、「少数派が排除されることによって収益が増加する」としていることのみ²⁹⁰⁾に着目すると、一において引用した見解と同様に(一)(二)(2)(ウ)参照)、対象会社の株主(従属会社の少数株主)が、株式を強制取得されることを甘受することによってシナジーを要因とする「企業価値の向上に」寄与していると評価しうるかどうかに鑑みて、従属会社の「少数株主がシナジーの分配に与れることが公正といえる」と結論づけられることとなるようにも思われる。ところが、この指摘においては、一において引用した見解とは異なり、「少数株主がシナジーの分配に与れることが公正といえるかは議論の余地があろう」とされている。確かに、「シナジーの源泉を、支配株主や経営陣が多数の投資持分を所有することで利益最大化のインセンティブを高めるというエージェンシー・コストの減少に求める場合や、少数派を排除することによる経営効率性の向上に求める」のであれば、従属会社の少数株主は、排除されるのであるから、排除された後にそのような利益最大化や経営効率性の向上に直接的に寄与することはそもそもできないであろう²⁹¹⁾。したがって、少数株主が寄与した、と評価しえない可能性はあるかもしれない。また、確かに、第二の指摘において言及されているとおり、「シナジーがマイナスになることもある」とはいえるように思われる²⁹²⁾。以上に鑑みる限りにおいて、この二つの指摘には説得力がある、といえそうである。

(ウ) 柳明昌の見解の検討

もっとも、第一の指摘について、従属会社の少数株主が「その収益に対して権利を持つ資産など」は、排除後も用いられ続けられるから、その限りにおい

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

て「寄与している」（一（二）(2)(ウ)参照）とはいえそうである²⁹³。そのことに鑑みれば、排除された少数株主も（排除後に実現するとして）利益最大化や経営効率性の向上に間接的に寄与している、と評価しうる可能性はあるかもしれない。したがって、「少数株主がシナジーの分配に与えることが公正といえるかは議論の余地がある」ことについては確かであるが、そうだからといって、「分配に与えることが公正といえ」ないとまで断言することは難しいであろう（もちろん第一の指摘においてはそのような断言がなされているわけではない）。

そのことに関連して、第二の指摘については、実際に「期待された利益が上がる」としたら、それは、従属会社の少数株主が「その収益に対して権利を持つ資産など」が排除後も用いられ続けられたことなどによるものである、といえよう。他方で、少数株主はすでに排除されているのであるから、排除後に従属会社の経営に直接関与することはできない。このことに鑑みれば、「少数派株主が利益の一部に与るべきとい」いながら、排除後に従属会社の経営に直接関与しうる立場にある支配株主のみが「期待された利益が上がらないリスク」を負担すべきであり、少数株主は負担する必要はないとの考え方が、「シナジーはマイナスになることもある」としても、妥当である、といえる可能性もあるかもしれない。

(2) 学説（その２）とその整理

(1)とは異なり²⁹⁴、明示的に、企業価値を増大させる組織再編が行われることを重視して、従属会社の少数株主に（シナジーを要因とする）企業価値の増加分を享受させる必要はないし、享受させるべきでもない、ひいては、支配株主がその全てを享受しうると思えるべきである、という考え方がありうることを示唆していると整理しうる見解もある。

(ア) 田中亘・藤田友敬の見解

株式買取請求権に係る「公正な価格」などとの関連で、第一に、「株価総額3000億円のA社が、株価総額1000億円のB社を吸収合併する場合」、「B社株主は1000億円の金銭の支払によって『締め出され』、合併による企業価値の増加分」[(シナジー等²⁹⁵)]「に何ら与れ」ないとしても、「B社株主は1000億円を

貰いさえすれば従前よりも立場は悪化しないのであり²⁹⁶⁾、それでA社株主が企業価値の増加分を享受できるならば、このような組織再編行為は行われるべきであって、何ら批判に値しないのではないか、というもの」も「考えられる。むしろ、A社株主に利益を独占させた方が、A社が企業価値を増大させる組織再編の機会を見つけよう²⁹⁷⁾とする誘因を与えるから、社会的にも望ましい」といえるかもしれないという指摘がある²⁹⁸⁾。

第二に、「シナジーが発現するような組織再編が行われること自体は効率的²⁹⁹⁾であり、できるだけ介入せずその自由度を高めることで、そういう組織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いう主張もありえないわけではない」という指摘がなされている³⁰⁰⁾³⁰¹⁾。³⁰²⁾

(イ) 田中亘・藤田友敬の見解の整理など

(ア)において引用した各見解は、支配株主による従属会社の買収が企業価値を増大させるものである場合には、その買収（「の機会」）が（「見つけ」られ、実際に）提案されるように（「行われるチャンスができるだけ広がるように」）、（企業価値増加の要因となる）シナジー（等）は支配株主がその全てを享受すべきものであり、少数株主に対して配分する必要はないし、配分すべきものでもない、という考え方がありうることを示唆するものであると整理しえよう³⁰³⁾。つまりは、組織再編行為が行われなくなることによって企業価値の増加がもたらされなくなるという結果を問題視するものであると整理しえよう。もっとも、これらの見解の論者は、企業価値増加の要因となるシナジー（等）は支配株主がその全てを享受すべきものではなく、少数株主に対しても配分すべきものである、という考え方もありうることを示唆している。（二）(2)において二つの考え方の関係性を整理した上で検討する予定であるため、ここでは検討しない。

(二) シナジーは少数株主に対しても配分すべきものであるということを示唆する学説

(一)において引用した見解とは異なり、シナジー（等）は支配株主がその全てを享受すべきものではなく、少数株主に対しても配分すべきものである、という考え方がありうることを示唆する見解もあった。

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

(1) 学説（その３）とその整理・検討など

(ア) 江頭憲治郎の見解

第一に、「従属会社少数株主は、支配会社が合併を決定したことにより、好むと好まざるとにかかわらず従属会社の株主の地位を喪失するのであるから、その合併から生ずるシナジーを支配株主に独占させるのは、従属会社少数株主にとり不公正だと思われる」³⁰⁴⁾ ということを根拠として³⁰⁵⁾、「合併³⁰⁶⁾における株式買取請求権に関する限り、シナジーを反映した価額を買取価格とすべきものと考えている」という見解がある。

(イ) 江頭憲治郎の見解に対する批判

この見解に対しては、(一) (1)において引用した見解の論者から、「交付金合併により締め出される株主は、財産権＝株式が剥奪される時点でその価値を補償されれば足りるのであって、合併から生じるシナジーまで分配する必要はないという考え方もありうる」のではないか、という指摘がなされている³⁰⁷⁾。また、「論者によって『公正』の中身が違っている可能性があり、『公正』かどうかというだけでは、解釈の理論的な根拠となる基準を提供するものではない」という批判など³⁰⁸⁾³⁰⁹⁾ もなされている。

(ウ) 江頭憲治郎の見解の整理・検討

そもそも(ア)において引用した見解は、「従属会社少数株主」が「好むと好まざるとにかかわらず従属会社の株主の地位を喪失する」にもかかわらず「合併から生ずるシナジーを支配株主に独占させる」ことを問題視するものであるものであると整理しうるところ、そのことを問題視するべきであると考え理由は、「不公正だと思われる」こと以外) 明らかにされていない³¹⁰⁾。(イ)において引用した指摘³¹¹⁾などに鑑みれば、「不公正だと思われる」こと以外の理由を) 明らかにせず、しかも、(一) (2)(ア)において引用した見解に対して応答することなく³¹²⁾³¹³⁾、「合併における株式買取請求権に関する限り、シナジーを反映した価額を買取価格とすべき」である、と主張することは難しいであろう。

(2) 学説（その４）とその整理・検討

(1)(ア)において引用した見解とは異なり、「公正・不公正の枠組み以外」の

「実質的な理由」³¹⁴⁾を提示している、と整理しうる見解がある。以下においては、その見解について整理・検討を行う。

(ア) 田中亘の見解

(一) (2)(ア)において引用した第一の見解の論者は、その箇所に引き続いて、以下のように述べている。すなわち、(一) (2)(ア)において引用した主張は「効率性の観点からの批判も可能と思われる³¹⁵⁾」。(A)「つまり、組織再編行為による企業価値の増加について、B社が保有する経営資源も貢献している場合、増加分についてB社株主が一切享受できないとすれば、組織再編行為以前にB社がそのような経営資源に投資する誘因が損なわれるだろう、ということである」。(B)「また、A社株主による利益の独占を認めれば、A社が組織再編の機会を見つけようとする誘因は増大するが、逆にB社がそうした機会を見つけると誘因は消滅する」と述べるものである³¹⁶⁾。

(イ) 田中亘の見解 (A) の整理・検討

(I) 整理 (その1)

(ア)において引用した箇所のうち (A) は、支配株主による従属会社による買収の場面に合わせて述べれば (言い換えれば)³¹⁷⁾ シナジー等を要因とする「企業価値の増加」(による「利益」)分は親会社であるA社(「支配株主」)がその全てを享受すべきものである(ひいては子会社であるB社(「従属会社」)の少数株主が当該増加による利益分を全く享受しなくなる)としてしまうと、B社がその会社の「経営資源に投資する誘因が損なわれるだろう、という」ものであり、さらにいえば、実際に「損なわれる」ことは「効率性の観点から」して望ましくない、いう考え方もありうるということを前提にしているものであると思われる。つまりは、(一)において引用した見解とは異なり、(企業価値増加の要因となる)シナジー(等)は支配株主がその全てを享受すべきものではなく、少数株主に対しても配分すべきであるものである、という考え方もありうることを示唆する見解である、と整理しえよう。

以下においては、そのような(A)について検討するために、さらなる整理を行う³¹⁸⁾。

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

（Ⅱ）整理（その２）

（i）「そのような」「経営資源」とは何か

（ア）において引用した箇所のうち（Ａ）を検討するにあたってさらに整理する必要があると思われるのは、それに「投資する誘因が損なわれるだろう」というところの「そのような経営資源」³¹⁹⁾ という語句が何を意味しているのかについてである。まずは当該語句の前後の語句を参照すれば、以下のとおりになる。

第一に、「Ｂ社が保有する経営資源も貢献している場合」という語句に鑑みる限りにおいて、①（「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献するかどうかを問わず）投資することによってＢ社が保有することになる経営資源全般を意味している可能性がある。第二に、当該語句に加えて、当該語句に付されていると思われる「組織再編行為による企業価値の増加について」という語句を併せみると、②①の経営資源全般のうち「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献することとなる経営資源³²⁰⁾のみを意味している可能性があるように思われる。

この点について、（Ａ）においては、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてＢ社株主が一切享受できないとすれば、組織再編行為以前にＢ社がそのような経営資源に投資する誘因が損なわれるだろう」ともされている。このことに鑑みれば、「そのような経営資源」とは、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてＢ社株主が」「享受でき」るかどうかによって、「投資する誘因が損なわれる」かどうかが変わりうる経営資源である、ということになる。もしそうだとすれば、「そのような経営資源」という語句が①の経営資源を意味している、ということは想定しづらいかもしれない。なぜならば、①の経営資源には、「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献するもの、貢献しないもののいずれも含まれるかもしれない³²¹⁾ところ、そのような①の経営資源のうち、貢献しない経営資源は、まさに「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献しないものであるにすぎない。したがって、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてＢ社株主が一切享受できな

いと」しても、貢献しない経営資源に投資する誘因は、(貢献する経営資源に投資する誘因が損なわれた結果として反射的に増えることはあるかもしれないが³²²⁾) 損なわれることはない(享受できるかどうかによって直接的には影響されない)ように思われる。ひいては、「増加分についてB社株主が一切享受できない」がゆえに、貢献する経営資源に投資する誘因が損なわれた(、ひいては、投資することによってB社が保有することになる経営資源全般のうちの一部に投資する要因が損なわれた)としても、貢献する経営資源も貢献しない経営資源も含む、投資することによってB社が保有することになる経営資源(のうちの一部ではなく)全般「に投資する誘因が損なわれる」とはいえないように思われるからである。

以上(およびそれに付されていると思われる「組織再編行為による企業価値の増加について」という語句の存在)からすれば、「そのような経営資源」という語句は②の経営資源を意味しているのではないかと考えられる³²³⁾。

(ii) 「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源と貢献しない経営資源とを対比しながらの整理など

(α) (i)の整理の結果を反映させた(A)

「そのような経営資源」という語句が②の経営資源、すなわち、「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献することとなる経営資源を意味しているとすれば、(ア)において引用した箇所のうち(A)は、さらに以下のとおり整理しうるのであろう((I)参照)。すなわち、(A)は、「組織再編行為以前にB社が」「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源「に投資する誘因が」実際に「損なわれる」ことは、「効率性の観点から」して望ましくない、という考え方もありうるということを前提にしているものである(になる)と思われる。そして、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社株主」も「享受でき」るようにすれば、実際に「損なわれる」ことがないようにすることができるから、「享受でき」ようにすべきである³²⁴⁾、ひいては、(企業価値増加の要因となる)シナジー(等)は「A社株主」がその全てを享受すべきものではない、という考え方もありうることを示唆する見解である、と整理しうるのであろう。

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

(β) 企業価値の増加がもたらされなくなることは望ましくないと考えられていること

もっとも、「組織再編行為以前にB社が」「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源「に投資する誘因が」実際に「損なわれる」ことは、「効率性の観点から」して望ましくないとしたら、それはなぜなのだろうか。この点について、「組織再編行為以前にB社が」「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源に投資する誘因が損なわれず、実際に投資が行われる、という状況に至り、その後に実際に組織再編行為が実施された場合に、「組織再編行為による企業価値の増加」がもたらされることは、「効率性の観点から」して（「社会的に」）望ましい、と考えられているのかもしれない。もしそうだとすれば、「組織再編行為以前にB社が」「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する「経営資源に投資する誘因が」実際に「損なわれ」、実際に当該投資が行われず、という状況に至ることによって、「組織再編行為による企業価値の増加」がもたらされなくなることは、「効率性の観点から」して（「社会的に」）望ましくないからである、ということであろうか³²⁵⁾。

(γ) 貢献する経営資源に対する投資の方がより多くの企業価値の増加をもたらすものであることが想定されていること

また、以上において整理したことに鑑みれば、(A)においては、「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源に対する投資と貢献しない経営資源に対する投資とが対比されることになるように思われるところ、実際に「損なわれ」ることが望ましくないのは、貢献する経営資源に対する投資が、貢献しない経営資源に対する投資と比較して、（組織再編行為が実施されるかどうかにかかわらず（組織再編行為が実施されなくても）もたらされる企業価値の増加分と「組織再編行為による企業価値の増加」分との総計で）より多くの企業価値の増加をもたらす投資である³²⁶⁾、ということが想定されているのではないだろうか。そもそも貢献しない経営資源に対する投資も、その投資が行われれば、「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献しないのであるから、組織

再編行為が実施されるに際してシナジー（等）を生じさせることによる企業価値の増加ではないだろうが、）組織再編行為が実施されるかどうかにかかわらず、企業価値の増加をもたらす投資である³²⁷⁾³²⁸⁾として考えれば、その理由は以下のとおりである。

すなわち、もし、貢献する経営資源に対する投資が、貢献しない経営資源に対する投資と比較して、より少ない企業価値の増加をもたらすにすぎない投資なのであれば、貢献する「経営資源に投資する誘因が損なわれる」としても、その結果として（反射的に）貢献しない経営資源に投資する誘因が増え（ることがあるとして³²⁹⁾、実際に増え）るほうが、((β)における整理に鑑みると)「効率性の観点から」して（社会的に）望ましい、ということになるであろう。そうであるにもかかわらず、(A)において「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する「経営資源に投資する誘因が」実際に「損なわれ」るのは、「効率性の観点から」して（社会的に）望ましくない、ということが前提にされているとしたら ((β)参照)、貢献する経営資源に対する投資が、貢献しない経営資源に対する投資と比較して、より多くの企業価値の増加をもたらす投資である、ということが想定されているからであるように思われる³³⁰⁾。

(iii) 二つの考え方（見解）の差異など

(α) 二つの考え方（見解）の差異

(ii)β)において整理したことなどからすれば、(A)は、「組織再編行為による企業価値の増加」がもたらされなくなるという結果を（効率性の観点から）して（社会的に）望ましくないがゆえに）問題視するものといえよう。また、((A)について指摘する論者の見解も含む) (一) (2)ア)において引用した見解も、同様に、「組織再編行為による企業価値の増加」がもたらされなくなるという結果を問題視するものであると整理しうるように思われる ((一) (2)イ)参照)。そうであるにもかかわらず、(A)は、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社株主」も「享受でき」るようになるべきである、ひいては、（企業価値増加の要因となる）シナジー（等）は「A社株主」がその全てを享受すべきものではない、という考え方もありうるということを示唆するものであるのに対し

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

て、（一）(2)(ア)において引用・整理した見解は、シナジー（等）は「A社株主」がその全てを享受すべきものであり、「B社株主」に対して配分すべきものではない（「増加分についてB社株主が一切享受できない」とすべきである）、という考え方もありうることを示唆するものであるという点において異なっている。それは、「組織再編行為による企業価値の増加」がもたらされなくなるという結果に至るまでの過程のうちのいずれの時点に着目するか、という点において異なっているからである、と整理しうるように思われる。

すなわち、（一）(2)(ア)において引用した見解は、「組織再編行為以前に」「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源に投資がなされておき、そうであるからこそ、「企業価値を増大させる組織再編の機会」は存在している（ので、「見つけようという誘因」が損なわれなければ見つけうるものである）ということ的前提にして、A社が「企業価値を増大させる組織再編の機会を見つけようとする誘因」が損なわれ、実際に「企業価値を増大させる組織再編の機会」を見逃してしまえば、「企業価値を増大させる」「組織再編行為」が実施されない、という状況に至ることによって、「組織再編行為による企業価値の増加」がもたらされなくなるという結果を問題視している。つまり、その結果に至るまでの過程のうち、「企業価値を増大させる組織再編の機会を見つけ」という時点に着目しているといえるのである。そこで、A社が「企業価値を増大させる組織再編の機会を見つけようとする誘因」が損なわれないうように、（企業価値増加の要因となる）シナジー（等）は「A社株主」がその全てを享受すべきものであり、「B社株主」に対して配分すべきものではない（「増加分についてB社株主が一切享受できない」とすべきである）、という考え方もありうることを示唆するのが、（一）(2)(ア)において引用した見解である、といえるように思われる。

他方で、(A)は、B社が「組織再編行為以前に」「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する「経営資源に投資する誘因が」実際に「損なわれ」、実際に当該投資が行われないう状況においては、「企業価値を増加させる組織再編の機会」はそもそも存在しておらず（したがってA社が「見つけ

ようとする誘因」が損なわれるかどうかにかかわらず、見つけようがないものである)、その後に組織再編行為が実施されたとしても³³¹⁾ 企業価値の増加がもたらされること自体がないがために、「組織再編行為による企業価値の増加」がもたらされなくなるという結果を問題視している。つまり、(A)は、「組織再編行為以前に」「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源に投資がなされており、そうであるからこそ、「企業価値を増大させる組織再編の機会」が当然に存在している、という(一)(2)(ア)において引用した見解における前提を疑うものである(「組織再編行為による企業価値の増加」がもたらされなくなるという結果に至るまでの過程のうち、より早い時点に着目しているものである)、と整理するように思われるのである。

(β) (A) から(一)(2)(ア)において引用した見解(考え方)に対する批判可能性

(α) のとおり整理しうるとして、確かに、「組織再編行為以前に」「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源に対する投資が行われない、という状況においては、「企業価値を増大させる組織再編の機会」が当然に存在している、という前提は成り立たなくなるかもしれない。もしそうだとすれば、A社が「企業価値を増大させる組織再編の機会を見つけようとする誘因」が損なわれないうちに、(企業価値増加の要因となる)シナジー(等)は「A社株主」がその全てを享受すべきものであり、「B社株主」に対して配分すべきものではない(「増加分についてB社株主が一切享受できない」とすべきである)、と考えることには説得力がなくなるように思われる。なぜならば、「企業価値を増大させる組織再編の機会」がそもそも存在していないのであれば、A社が「企業価値を増大させる組織再編の機会を見つけようとする誘因」が損なわれないうにすることを試みても、A社が実際に見つけるという状況に至らしめることはできない。したがって、当該誘因が損なわれないうに、シナジー(等)は「A社株主」がその全てを享受すべきものであり、「B社株主」に対して配分すべきものではない(「増加分についてB社株主が一切享受できない」とすべきである)、と考えても意味はないからである。

さらに、(A)によれば、シナジー(等)を配分の対象としない(「増加分につ

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（4）

いてB社株主が一切享受できない」とすれば、「組織再編行為以前にB社が」「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する「経営資源に投資する誘因が」実際に「損なわれ、実際に当該投資が行われ、という状況に至る可能性があるということになろう。そして、そのような状況に至ることによって「組織再編行為による企業価値の増加」がもたらされなくなることは、「効率性の観点から」して（「社会的に」）望ましくない、ということにもなる（(ii)(β)参照³³²）。そこで、当該投資を行う誘因が損なわれなくするために、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社株主」も「享受でき」るようにすべきである、ひいては、シナジー（等）は「A社株主」がその全てを享受すべきものではなく、「B社株主」に対しても配分すべきものである、と考えることになろうか（(ii)(α)参照）。以上からすれば、（一）(2)(ア)において引用した見解については、その限りにおいて「批判も可能」（(ア)参照）ということになるかもしれない。

（四）田中巨の見解の検討

以下においては、(II)において述べたように整理しうることを前提にして、支配株主による従属会社の買収の文脈において（A）について検討する。

（i）支配株主による従属会社の買収の文脈での（A）についての疑問

（A）においては、「組織再編行為以前に」「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する「経営資源に投資する」のはB社である、とされているところである。もっとも、（A）（について言及する見解）は、支配株主による従属会社の買収の場面（A社がB社の支配株主であり、B社がA社の従属会社である場面）についても念頭に置いているように思われる³³³）。そのような場面では、B社（の取締役会）がその会社の経営資源に投資するかどうかは、自身の議決権行使のみによって自身が支持する者をB社の取締役として選任しうる立場にある支配株主（親会社）であるA社の意向によって決定される、という状況が想定されるように思われる³³⁴）。もしそうだとすれば、（A）における、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社株主が一切享受できない」とすれば、組織再編行為以前にB社が」貢献する「経営資源に投資する誘因が損

なわれるだろう」という箇所は、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社」の少数「株主が一切享受できないとすれば」、A社という支配株主がその意向によって貢献する「経営資源に投資する」ようにB社に対して指示する「誘因が損なわれるだろう」と言い換えられることになるように思われる³³⁵⁾³³⁶⁾。しかし、もしそうだとすると、(A)については疑問が生じる。

すなわち、そもそもA社が、貢献する「経営資源に投資する」ようにB社に対して指示する誘因が、貢献しない「経営資源に投資する」ようにB社に対して指示する誘因よりも少なくしか存在しない場合があるとすれば、それは、貢献する経営資源に対する投資を行った方が、貢献しない経営資源に対する投資を行った場合と比較して、より少ない利益を享受しうるにすぎないからであろう。そして、(II)(ii)(γ)において前述したように(A)においては、貢献する経営資源に対する投資が、貢献しない経営資源に対する投資と比較して、より多くの企業価値の増加をもたらす投資である、ということが想定されていると思われる。そのような想定の下で、(企業価値増加の要因となる)シナジー(等)はA社という支配株主がその全てを享受すべきものとし、B社の少数株主に対して配分しないものとする(「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社」の少数「株主が一切享受できない」という取り扱いをすれば、A社は、貢献する経営資源に対する投資を行った方が、貢献しない経営資源に対する投資を行った場合と比較して、より多くの利益を享受しうることになろう³³⁷⁾。また、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社」の少数「株主」も「享受でき」る(シナジー(等)はA社という支配株主がその全てを享受すべきものではなく、B社の少数株主に対しても配分する)という取り扱いをしても、B社の少数株主が保有するB社株式の保有割合を超えずに「享受でき」るようにする取り扱いにとどめさえすれば、A社は依然として、貢献する経営資源に対する投資を行った方が、貢献しない経営資源に対する投資を行った場合と比較して、より多くの利益を享受しうることになろう³³⁸⁾。他方で、当該保有割合を超えて「享受でき」という取り扱いをする場合³³⁹⁾、A社は、B社が貢献しない経営資源に対する投資をした場合よりも、より少ない利益しか享受することができ

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（4）

なくなりかねない。以上からすれば、「B社」の少数「株主が一切享受できないとすれば」というのではなく、B社の少数株主が保有するB社株式の保有割合を超えて享受できるとすれば、A社という支配株主がその意向によって貢献する「経営資源に投資する」ようにB社に対して指示する「誘因が損なわれる」ことになりかねない「だろう」ということになりそうである。

ところが、(A)は、B社の少数株主が保有するB社株式の保有割合を超えて享受できるとすれば、というのではなく、前述したとおり、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社」の少数「株主が一切享受できないとすれば」、A社という支配株主がその意向によって貢献する「経営資源に投資する」ようにB社に対して指示する「誘因が損なわれるだろう」と言い換えられることになりそうである。それはなぜなのだろうか。そして、「増加分についてB社」の少数「株主」も「享受でき」るようにすれば、そのように指示する「誘因が損なわれ」ないようにすることができるとしたら（Ⅲ)(ii)(α)参照）、それはなぜなのであろうか。

(ii) (A) についての疑問に係る検討

B社が「組織再編行為以前に」「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源に対する投資を行うためには、B社が（IPOなどに際して）投資家に対して新株を発行することによって新たに資金を調達する必要がある、ということが（A）においては前提とされているとして、（i）において提起した疑問について説明することを試みる。すなわち、投資家が、B社のIPO³⁴⁰に際しての公募による新株発行などによってB社が調達した資金でもって行うであろう³⁴¹投資が「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源に対するものか貢献しない経営資源に対するものかなど³⁴²を踏まえながら公募などに応じるかどうか（ひいてはB社の少数株主となるかどうか）について判断するとすれば³⁴³、以下のとおりにならうか。

まず投資家は、その投資が貢献する経営資源に対するものであるなどと判断したとして、当該投資が（公募の後に）実際に行われることによってもたらされることとなる（が、組織再編行為が実施されるかどうかに関わらず（組織再編行為

が実施されないとしても)もたらされることとなる企業価値の増加分ではなく)シナジー(等)を要因とする「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社」の少数「株主が一切享受できないとすれば」、そのように「一切享受できない」ことを前提として、B社が(ブックビルディングを経て³⁴⁴⁾)決定する払込金額(それと連動する公開価格)で公募に応じるかどうかを(すでにその最大数は明らかになっているであろう発行株式数を勘案しながら)判断することになるように思われる。そこで、B社は、「B社」の少数「株主が」「享受でき」ることを前提にした場合にB社が貢献する経営資源に投資するために必要な資金を調達することができる発行株式数と同じ発行株式数で発行しようとするのならば、投資家が公募に応じるようにするために³⁴⁵⁾、その発行株式数で発行した場合にB社が貢献する経営資源に投資するために必要な資金を調達することを可能にする払込金額(引受価額)よりも低い払込金額(引受価額)で発行する(それと連動して公開価格を低くする)ことを決定せざるをえない、ということになるように思われる³⁴⁶⁾。³⁴⁷⁾³⁴⁸⁾ その結果として、B社が貢献する経営資源に投資するために必要な資金を調達することができなくなる可能性が(「享受でき」る場合と比較して)高くなるということになるだろう。

ただし、「B社」の少数「株主が」「享受でき」ることを前提にした場合にB社が貢献する経営資源に投資するために必要な資金を調達することができる発行株式数と同じ発行株式数で発行しようとして、それよりも多い発行株式数で発行するのであれば、(同じ発行株式数で発行した場合にB社が貢献する経営資源に投資するために必要な資金を調達することを可能にする払込金額(引受価額)よりは低い払込金額(引受価額)で発行する(それと連動して公開価格を低くする)ことを決定せざるをえないとしても、)B社が貢献する経営資源に投資するために必要な資金を調達することはできるかもしれない。しかし、より多い発行株式数で新株を発行することによってA社が保有するB社株式の保有割合がより低下することをA社が懸念することがあるとすれば、そのようなA社の意向に応じて貢献する経営資源に投資するための必要な資金を新株発行によって調達することをB社がそもそも試みなくなる可能性が(「享受でき」る場合と比較して)高くなる

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

ということになるのか。

つまり、A社は、貢献する経営資源に対する投資を行った方が、貢献しない経営資源に対する投資を行うよりも、より多くの利益を享受しうるがために、貢献する経営資源に対する投資を行うようにB社に指示しようとしても、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社」の少数「株主が一切享受できないとすれば」、B社が貢献する経営資源に投資するために必要な資金を新株発行によって調達することができず、A社がそのように指示することができなくなるとか、調達することはできなくはないが、調達した場合にはA社が保有するB社株式の保有割合がより低下するがために、A社がそのように指示する「誘因が損なわれる」場合もある、といえるかもしれないのである³⁴⁹⁾。

他方で、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社の」少数「株主が」「享受でき」るようにすれば、B社は、「一切享受できない」ことを前提にした場合にはB社が貢献する経営資源に投資するために必要な資金を調達することができないこととなる発行株式数と同じ発行株式数で発行しようとする場合であっても、その発行株式数で発行した場合にB社が貢献する経営資源に投資するために必要な資金を調達することを可能にする払込金額（引受価額）で発行することを決定することができる（投資家が公募に応じるにより低い払込金額（引受価額）で発行する（それと連動して公開価格を低くする）ことを決定する必要はない）、ということになるように思われる³⁵⁰⁾。もしそうだとすれば、B社はより多い発行株式数で新株を発行することを決定する必要もない、ということになるのか。ひいては、B社が貢献する経営資源に投資するために必要な資金を新株発行によって調達することができない可能性は（「一切享受できない」場合と比較して）低いし、A社が保有するB社株式の保有割合がより低下することを懸念するというA社の意向に応じて貢献する経営資源に投資するための必要な資金を新株発行によって調達することをB社がそもそも試みなくなる可能性も（「一切享受できない」場合と比較して）低くなるということになるのか。

つまり、A社は、貢献する経営資源に対する投資を行った方が、貢献しない経営資源に対する投資を行うよりも、より多くの利益を享受しうるがために、

貢献する経営資源に対する投資を行うようにB社に指示しようと考えてとして、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社」の少数「株主が」「享受でき」とすれば、B社が貢献する経営資源に投資するために必要な資金を新株発行によって調達することができるし、調達した場合にもA社が保有するB社株式の保有割合が低下することは（あまり）懸念されず、A社がそのように指示する「誘因が損なわれ」ないようにすることができる、といえようか³⁵¹⁾。

(iii) 株式買取請求権に係る「公正な価格」と「効率性の観点」との関係

そして、「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源に投資することによって、より多くの利益を実際に享受できるように、投資するための必要な資金を調達するため、当該投資が（公募の後に）行われたことによってもたらされることとなるシナジー（等）を要因とする「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社の」ような従属会社の少数株主も「享受でき」と約したい（「享受でき」ることに係るコミットメントをしたい）、とA社のような支配株主が考えるかもしれない。ところが、投資家が公募に応じる時点において、その後に「組織再編行為」が実施されるに際して少数株主が「享受でき」る（A社のような支配株主がその全てを享受することはできない）ように支配株主がコミットメントをすることは困難である可能性が高い³⁵²⁾。そこで、少数株主が「享受でき」るように「法律によるコミットメントが必要になる」ということになり、そのような法律として会社法が、「シナジーその他の企業価値の増加」「を適切に分配し得るものと」している³⁵³⁾ 株式買取請求権に係る「公正な価格」について規定していると整理しうるかもしれない³⁵⁴⁾。

ただし、会社法が、そのように規定していることが「効率性の観点から」して（社会的に）望ましくない、といえるような場合があるかどうかは別途検討する必要がある。この点について、少数株主が「享受でき」るように「法律によるコミットメントが必要になる」のは、「享受でき」と約したい（「享受でき」ることに係るコミットメントをしたい）と支配株主が考えており、実際に会社法がコミットメントとして機能するとすれば、B社のような従属会社が貢

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

献する経営資源に投資するために必要な資金を新株発行によって調達することができるし、調達した場合にも支配株主が保有する従属会社株式の保有割合が低下することを懸念することも（あまり）ないからであろう。他方で、A社のような支配株主がそのように約したいとは考えていない場合、すなわち、会社法がコミットメントとして機能しないとしても（少数株主が「一切享受できない」としても）、B社のような従属会社が貢献する経営資源に提供するために必要な資金を新株発行によって調達することができるし、調達した場合にも支配株主が保有する従属会社株式の保有割合がより低下することを懸念することもない場合には、会社法がそのように規定していることは少なくとも不要である、ということになるようには思われる。もっとも、そのように少なくとも不要である場合があるとしても、「効率性の観点から」して（「社会的に」）望ましくない³⁵⁵とまでいえるであろうか。もし、(A)に鑑みて望ましくないとしたら、そのように規定することによって、支配株主が、従属会社が貢献する経営資源に対する投資をした場合に、貢献しない経営資源に対する投資をした場合よりも、より少ない利益しか享受することができなくなり、その結果として、貢献する経営資源に対する投資よりも、貢献しない経営資源に対する投資を行うことになりかねないという状況に至るからであろう（(ii)(γ)、(iii)(β)参照）。ところが、(i)において前述したように、そのようになりかねないのは、B社（従属会社）の少数株主が保有するB社株式の保有割合を超えて「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社」の少数「株主」が「享受でき」るようにした場合であろう。したがって、会社法が「シナジーその他の企業価値の増加」「を適切に分配し得るものと」している株式買取請求権に係る「公正な価格」について規定していても、当該「公正な価格」について、そのように「享受でき」るような解釈や運用を行わない限りは、会社法がそのように規定していることは、望ましくない、とまではいえないように思われる。実際にそのような解釈や運用が行われているかどうかなど³⁵⁵については後述する。

※本稿は、JSPS科研費19K01413の助成を受けたものである。

- 257) 江頭・前掲(注217) 61頁～62頁参照。
- 258) もし同義であるとしたら「売らせ」とは、公開買付けに応じさせることにより売らせる、ということの意味していることになろう。後掲(注261)も参照。
- 259) 江頭・前掲(注217) 41頁～42頁参照。
- 260) (i)において引用した箇所のうち「無理に追い出そうとしている」という語句も、本文の以上において引用した箇所(前掲(注259)に対応する本文)と整合的な語句であるように思われる。
- 261) 前掲(注258)とも関連して、MBOの第一段階として、いわゆる構造的強圧性を有する公開買付けが行われる場合にも、当該公開買付けに応じさせることによって「嫌だということを無理に売らせ」ことはできる。実際、レックス高裁決定・最高裁決定も、そのような公開買付けが行われたと評価しうる事案に係るものであった。レックス最高裁決定補足意見参照。
- しかし、この見解は、そのような公開買付けが行われるMBOに限定して、「やはり上乗せは必要」(i)参照)と述べているわけではない。したがって、本文において述べた状況、すなわち、構造的強圧性を有する公開買付けが行われるかどうかにかかわらず、MBO全般において生じる状況が想定されているのではないかと思われる。
- 262) 本文において前述したように、この見解においては、MBOにおいて第二段階の全部取得が(通常であれば実質的には公開買付価格と同額の対価で)行われようとしている状況が想定されていると整理しうる。したがって、正確に言えば、公開買付価格自体ではなくて、公開買付価格と同額、ということになろう。
- 263) このように述べるにあたっては、前掲(注215)において引用した北川・前掲(注196) 7頁～8頁を引用している。
- 264) なお、この見解の論者によるその他の指摘については、(ウ)において引用する。
- 265) 水野信次＝西本強『ゴーイング・プライベート(非公開化)のすべて』(商事法務、2010年) 98頁～99頁参照。
- 266) 前掲(注213)に対応する本文において述べた関係に従えば、このように述べることもできるかもしれない。
- 267) (i)において引用した「シナジーと同様」という語句からすれば、この見解は(b)の価値に相当するであろう「MBOによって実現される価値」とシナジーとを区別しているように思われるが、この点については、前掲(注203)参照。
- 268) 前掲(注263)も参照。
- 269) 加藤・前掲(注155) 26頁参照。
- 270) 水野ほか・前掲(注265) 98頁参照。同頁は、東京地決平成21年9月18日金融・商事判例1329号45頁(以下「サイバード地裁決定」という)が「『増大が期待される価値も、その土台の相当部分は既存の株主全員の保有していた株式に由来するものである』と指摘するのも同様の趣旨なのではないかと思われる」と述べる。なお、サイバード地裁決定による当該指摘は、抗告審決定である東京高決平成22年10月27日資料版商事法務322号174頁(以下「サイバード高裁決定」という)においても引

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

用されている。

- 271) レックス高裁決定について、「MBO を行わなければ実現できない価値」「は株主が株式を強制取得されることによって実現される面がある以上、実現される価値の一部を株主に分配すべきという本決定の考え方は基本的に妥当なものであると考える」と述べる見解もある。若松亮「レックス高裁決定判批」判例タイムズ1279号（2008年）31頁参照。この見解は、(b)の価値がどのような要因によるものであるか次第では、「強制取得」されなくとも、実現される可能性があるようにも思われるが、その点をさておくとすれば、) 本文において引用した二つの見解と同様に整理しうるかもしれない。
- 272) 前掲（注266）参照。
- 273) (i)において引用した見解は、株式を強制取得されること自体に着目していると整理しうるであろう(i)において引用した見解とは異なり、強制取得されることを甘受することによって(b)の価値を要因とする「企業価値の向上に」寄与していることに着目するものであると整理しえよう。
- 274) (i)の第二の見解については、前掲（注265）に対応する本文参照。(i)の第一の見解については、加藤・前掲（注155）24頁～26頁参照。
- 275) (i)の第二の見解の論者自身が、レックス高裁決定・最高裁決定などに対してなされていた批判と同様の（(1)(i)(iii)参照）指摘をしていたことについては、前掲（注263）参照。
- 276) なお、(i)の第一の見解の論者は、「MBO から得ることができる期待利益が減少し、MBO の機会を探索するために必要な情報収集・分析費用を下回ることになる場合、そもそも MBO の機会を探索することすら行われなくなるかもしれない。しかし、MBO については、経営者が買取者となる以上、MBO の機会の有無は日常的な経営の中で容易に探索できるのではなかろうか」と述べる。さらに、「MBO による企業価値増加分が企業価値に応じてまたは一対一で分配されるのであれば、MBO のインセンティブとして十分でなかろうか」とも指摘する。加藤・前掲（注155）30頁（注102）参照。

しかし、この指摘は、「株主」に(b)の価値に係る「公正な分配を保障」してもレックス高裁決定・最高裁決定などに対してなされていた批判（(1)(i)(iii)参照）において懸念されていた状況には至らないということを示唆するものにすぎない。つまり、「保障する必要がある」という結論を導出することまではできないであろう。

また、「MBO の機会を探索するために必要な情報収集・分析費用」が、「MBO の機会の有無は日常的な経営の中で容易に探索できる」がために、ゼロに等しい、といえるとしても、MBO という買取を実施するに際しては一定の費用がかかるであろうことについては前述したとおりである。前掲（注139）および対応する本文を参照。

加えて、「経営者が」そのような MBO という買取に際してかかる一定の費用を上回る(b)の価値に係る利益を享受しえさえすれば（享受しうる当該利益が当該費用をほんの少しでも上回りさえすれば）、MBO が実施されることになるとは必ずし

もいえないように思われる。なぜならば、特に、「経営者が投資ファンド等と共同で」MBOを「行う」場合には（前掲（注203）において引用したM&A指針注14（第二文）参照）、MBOの実施前すなわち上場会社であったときには株主の分散により経営者が事実上掌握することができた経営権によって確保されていた身分保障が、MBOの実施後には縮減してしまう、といえるかもしれない。拙稿「サイバード高裁決定判批」法学75巻2号（2011年）107頁などを参照。そのような場合には、当該費用を大きく上回る利益を享受するというのであれば（享受する当該利益が当該費用を大きく上回らなければ）、MBOは実施される、ということにはならないかもしれないように思われるからである。以上に鑑みれば、「MBOによる企業価値増加分が企業価値に応じてまたは一対一で分配されるのであれば、MBOのインセンティブとして十分でなかろうか」とは必ずしもいえない可能性もあろうか。この点については、MBOにおいて「株主」に(b)の価値に係る「公正な分配を保障する必要がある」とまでいえるかについての検討とも関連づけながら第三項においてあらためて検討する。

- 277) 前掲（注3）および対応する本文を参照。
- 278) M&A指針においては、支配株主による従属会社の買収とMBOとの差異についての記載がなされている（2.1.3）。ところが、同指針は、(b)について「M&Aによって一般株主はスクイーズ・アウトされることとなるものの、一般株主もその価値のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる」と述べるにあたって、MBOと支配株主による従属会社の買収とを（そのような差異を勘案するなどして）区別しているわけではない。後掲（注280）も参照。
- 279) 前掲（注115）ならびに（注155）および対応する本文参照。
- 280) M&A指針においては、MBOにおけるシナジーについて、前掲（注203）において引用したとおりの記載がある。また、（明示されているわけではないが、）支配株主による従属会社の買収においてはシナジーが発生することがある、ということが前提とされていると思われる。そして、そのようなシナジーも「一般株主が存在しなくなることによるコスト削減効果（一般株主との利害調整コスト、開示コスト等の削減）や、インセンティブ構造が変化したことに伴い、MBOにおいて人的な資本を拠出する経営者等の努力により創出される価値等」（M&A指針注14（第一文））も(b)の価値の源泉としては区別されていない（2.2.1）。
- 281) 立案担当者の解説として、相澤哲編著『一問一答 新会社法』（商事法務、2005年）221頁、相澤哲＝細川充「組織再編行為（下）」商事法務1753号（2005年）46頁など参照。
- 282) 前掲（注123）において引用した楽天TBS最高裁決定などを参照。
- 283) 前掲（注119）および（注159）参照。
- 284) 前掲（注85）において引用したM&A指針注12（第二段落第三文）は、(a)は「一般株主を含む全ての株主がその持株数に応じて享受すべきものであると考えられる」ということが妥当であることを説明しうる記載ではあるように思われる（第二節第一項二参照）。他方で、同注（同文）が、(b)について「一般株主もその価値

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

のしかるべき部分を享受するのが公正であると考えられる」ということも妥当であることを説明しうる記載でもあるかどうかを以下では明らかにすることを試みることになる。なお、同注（同文）に係る記載の元となった発言を「公正な M&A の在り方に関する研究会」において行った論者（前掲（注96）参照）の見解については、（一）（２）および（二）（２）において引用する。

- 285) M&A 指針は「金銭を買収対価とする場合と、支配株主が上場会社等である場合にはその株式を買収対価とする場合を共に対象としている」（1.5b）ものである。他方で、会社法制定時における「公正な価格」に係る議論、しかも、（MBO ではなく）支配株主による従属会社の買収を主として念頭に置いているといえる各見解は、「金銭を買収対価とする場合」を念頭に置いているものが多いように思われる。例えば、後掲（注300）参照。株式を買収対価とする場合については後述する。
- 286) 柳明昌「株式買取請求権制度における『公正な価格』の意義」青柳幸一編「融合する法律学〔上巻〕」（信山社出版、2006年）356頁（注2）は、「シナジー（相乗）効果というとき、狭義には、当事会社の物的・人的経営資源が協働することにより、合併前の企業価値の合計額を上回る価値増加分を意味するものとして使われるが、ここではより広く、少数株主を排除することによる費用削減要因等に基づく『企業価値の増加』一般をシナジーと呼び、必要に応じてその源泉を分けて議論する」と述べる。
- 287) この見解の論者が「公正」という概念についてどのように考えているかについては、後掲（注308）参照。
- 288) 柳・前掲（注286）355頁、359頁参照。その理由として、「確かに、エージェンシー・コストの減少により会社の利益となるが、少数株主はエージェンシー・コストを反映した価格で株式を購入したといえるし、当該コストは締め出し（合併）前に存在するものと考えられるからである」と述べる。ただし、前掲（注85）において引用し、前掲（注284）においても言及した M&A 指針注12（第二段落第三文）における指摘からすれば、この理由に基づいて「少数株主がシナジーの分配に与れる」（「ことが公正といえるかは議論の余地がある」というのは確かであるが、与れる）とするべきではない、とまでは断言しえないであろう。もっとも、柳・前掲（注286）も当該指摘と同様の考え方に言及していることについては、あらためて引用する。
- 289) 柳・前掲（注286）358頁～359頁参照。また、この見解の論者は、「支配従属関係や利益相反関係にある当事者間の取引」において「社外取締役等で構成される独立委員会の設置」「等の公正性を担保する措置がない場合」について、「シナジー効果について統合後のプロセスの重要性が強調され、しかも多くの合併等が失敗している事実を考慮すると、対象会社の株主へのシナジー分配には慎重であるべきかもしれない」とも述べる。柳明昌「組織再編に係る株式買取請求権における『公正な価格』」浜田道代＝岩原紳作編『会社法の争点』（有斐閣、2009年）204頁～205頁参照。飯田・前掲（注123）25頁、26頁（注68）も同旨。なお、その他の学説については、同頁（注66）参照。

- 290) ただし、この見解の論者が実際に提示している理由については、前掲（注288）参照。
- 291) 他方で、少数株主は、（買収対価が買収会社である支配株主の株式である場合にそういえるとして（前掲（注285）参照））排除されない場合には、支配株主である買収会社の株主として有する権利を行使しながら、（シナジーを要因とする）企業価値の向上、つまりは、「支配株主や経営陣が多数の投資持分を所有すること」によるものではないが）利益最大化や（被買収会社である従属会社からは「少数派を排除することによる」）経営効率性の向上に寄与することができる、と評価しうるかもしれない。
- 292) 具体的にどのような場合に「シナジーはマイナスになる」のかについては、（前掲（注132）において述べたことを取り消し、）第三章において後述する。
- 293) また、「少数派を排除することによる経営効率性の向上」は、まさに少数株主が排除されることによる向上である、ともいえそうである。もしそうだとすれば、そのことに鑑みても、排除された少数株主であっても、経営効率性の向上に間接的に寄与している、と評価しうる可能性はあろう。
- 294) ただし、(1)(ア)において引用した柳・前掲（注286）384頁も、アメリカ法について整理するに際して、企業価値を増大させる組織再編が行われることを重視する考え方について言及している。
- 295) 田中・前掲（注185）78頁（注16）および79頁（注24）は、「組織再編による企業価値の増加の要因は、シナジーに限らず、たとえば交付金合併により少数派株主を締め出すことで、上場に伴う開示等の費用が削減されることも要因となりうる」し、後者「をシナジーと別異に取り扱う理由は特にないと思われる」と述べる。
- 296) 「株価総額」という語句からすれば、「1000億円」は、B社株式の市場価格に基づいて算出されたものであるにすぎないであろう。したがって、前掲（注188）において引用した各見解からすれば、(a)の価値に係る総額が1000億円を上回っている可能性があるはずであり、同注において引用したとおり、この見解の論者もその可能性については認識しているはずである。そうであるにもかかわらず、この見解において「B社株主は1000億円を貰いさえすれば従前よりも立場は悪化しない」とされているのは、(a)の価値に係る総額も1000億円である、ということが前提とされているからであろう。
- 297) ただし、支配株主による従属会社の買収の場面においては、後掲（注336）参照。
- 298) なお、田中・前掲（注185）78頁参照。同頁においては明示されていないが、この論稿においては、「少数派株主」などに対する言及が多数なされていることからすれば（前掲（注295）も参照）、本文において引用した指摘は、おそらくは支配株主による従属会社の買収の場面（A社がB社の支配株主であり、B社がA社の従属会社である場面）をも念頭に置いたものであると思われる。
- 299) なお、「効率」性とは、事後的な効率性（前掲（注84）参照）を意味している、と思われる。神戸・前掲（注84）を引用している藤田・前掲（注84）107頁（注25）参照。後掲（注332）も参照。

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

- 300) 以上、藤田・前掲（注173）107頁参照。この見解が、支配株主による従属会社の買収に相当する場面（かつ「現金を対価とする吸収合併」）を念頭に置いているものであることについては、前掲（注173）において引用した藤田・前掲（注173）106頁～107頁に加えて103頁～104頁参照。なお、シナジーのほかに企業価値を高めるものとして「会社に少数株主が存在することから生じる利害調整コストがなくなる」とによるものがあると考えられている。同・107頁参照。
- 301) 藤田・前掲（注127）276頁も、「子会社の吸収合併のような局面」において「多数株主・少数株主間の余剰の分配のあり方についても、できる限り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」という。この見解が、支配株主による従属会社の買収に相当する場面を念頭に置いているものであることについては、前掲（注129）参照。また、「効率性」とは、事後的な効率性（前掲（注84）参照）を意味している、と思われる。神戸・前掲（注84）を引用している藤田・前掲（注127）279頁～280頁（注29）参照。後掲（注332）も参照。ただし、この見解は、二においてここまで引用してきた各見解とは異なり、株式を買収対価とする場合をも念頭に置いているものである。藤田・前掲（注127）280頁（注31）、298頁（注61）などを参照。
- 302) その他にも、飯田・前掲（注123）324頁は、「企業買収によって株主の享受する価値の総和の増加分が、その買収にかかるコストを上回る場合にのみ企業買収が行われる」（同・321頁など参照）という意味での「効率性の観点から考えた場合、制度設計において目指すべき課題・目的は、独立当事者間取引基準である保障はなく、たとえばナカリセバ価格（継続企業としての会社の価値に対する株主全体の持分の価値を株比率に応じて按分した価格）のみを少数株主に保障すればよいという命題が正しい可能性もある」と指摘する。なお、この見解の論者による提言については、（三）において後述する。また、玉井利幸「MBOにおける取締役の『株主の共同利益に配慮する義務』の検討」南山法学35巻3＝4号（2012年）168頁～169頁は、（取締役の「企業価値を向上させる義務」との関連ではあるが、）「価値の増加分を締め出す側の株主が独占できるようにした方が締め出す側に企業価値を高めるインセンティブを与えることができ企業価値を高めることに資する」可能性について言及している。
- 303) （ア）において引用した田中・前掲（注185）78頁においては、「A社」、「A社株主」、「B社」および「B社株主」が登場している。ただし、前掲（注298）において述べたように田中・前掲（注185）は支配株主による従属会社の買収の場面をも念頭に置いているものであると思われるところ、当該場面に合わせて述べれば、「A社」はB社の支配株主であるA社、（A社が「利益を独占」することを通じて結果的にA社株主が「利益を独占」することになろうし、そのようなA社株主によって選任されるA社の取締役がA社株主のために基本的には行動するであろうということ前提にする限りにおいて）「A社株主」はA社、「B社」はA社の従属会社であるB社、「B社株主」は（A社が「利益を独占」することを通じて結果的に1000

億円を貰うにすぎない) B社の少数株主と言い換えられることになろう(し、言い換えても問題はないように思われる)。

- 304) 江頭憲治郎『企業結合法の立法と解釈』(有斐閣、1995年) 272頁参照。
- 305) 飯田・前掲(注123) 14頁～15頁は、この箇所を根拠として、「合併における株式買取請求権に関する限り、シナジーを反映した価額を買取価格とすべきものと考えている」という主張(江頭・前掲(注304) 289頁(注35))がなされ、その主張は「株式買取請求権におけるシナジーの分配という改正の理論的な根拠として参考にされたとと思われる」と指摘する。したがって、会社法制定前後における議論に係る見解ではないが、整理・検討を行うこととする。
- 306) なお、飯田・前掲(注123) 14頁などは、この見解は「現金合併」の場合を念頭に置いている、と整理している。ただし、後掲(注309) 参照。
- 307) 柳・前掲(注286) 352頁参照。具体的な理由づけについては、同・357頁～358頁も参照。
- 308) 飯田・前掲(注123) 23頁～27頁参照。柳・前掲(注286) 352頁～353頁も、「『公正な価格』の概念は非常に抽象的かつ多義的である」と指摘する。
- 309) 飯田・前掲(注123) 23頁～24頁は、「『締め出される』という点にウエイトを置いて理解してしまうと、シナジー適切分配価格は合併対価が存続会社の株式以外の場合(たとえば現金合併の場合)にのみ適用されるべきだという主張に至ってしまい」、シナジーを分配することが必要であるという通説「の理論的根拠にはならなくなってしまう」とも述べる。
- ただし、(ア)において引用した見解は、「従属会社の株主の地位を喪失する」ことを問題するものであると整理しうるところ、「合併対価が存続会社の株式」「の場合」であっても「従属会社の株主の地位を喪失する」ことには変わりはないと考えているのだとすれば、当該見解によっても「シナジー適切分配価格は合併対価が存続会社の株式以外の場合(たとえば現金合併)にのみ適用されるべきだという主張に至る」とは限らないかもしれない。実際、前掲(注304)に対応する本文において引用した江頭・前掲(注304) 272頁も、前掲(注305)において引用した同・289頁(注35)に対応する本文である同・288頁も、「現金合併」の場合のみを念頭に置いてはいないように思われる。
- 310) なお、この見解の論者がMBOについて述べていた主張については、一(二)(2) 参照。
- 311) 「公正」という概念の多義性について指摘する見解としては、前掲(注115) および(注155) も参照。
- 312) 江頭・前掲(注304) 275頁(注4)は、「シナジーの配分を強制することは、効率的な会社運営を行おうとする支配会社のインセンティブを阻害するとの理由で、配分不要とする主張」に言及してはいる。しかし、その主張に対する応答は見当たらない。
- 313) なお、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－「公正な価格」について－」甲南法学58巻1 = 2号56頁(2017

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

年）は、「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」「株式買取りによる救済における対価のコスト」「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も限界がある」と述べる。

この見解は、(一) (2)(ア)において引用した見解に対して疑問を呈しながら実質的には応答しているに等しいものである、と整理しうるかもしれない。しかし、「株式買取りによる救済における対価のコスト」「がかかる」ことによって合併に際して支配株主が享受しうる、シナジーを要因とする企業価値の増加分に係る利益は減少するであろうところ、合併を実施するに際して一定の費用がかかること（前掲（注139）および対応する本文参照）に鑑みれば、「合併等を減少する」（と断言するためには詳細な調査が必要であるとしても、その）可能性はあるのではないだろうか。したがって、「合併等を減少する」と断言することを可能にする詳細な調査結果を提示していないし、「モデルの設定による議論にも限界がある」ことは確かではあるが、「合併等を減少」させないと断言することを可能とする詳細な調査結果も提示されていないのであるから、この見解は、(一) (2)(ア)において引用した見解に対しての、説得力がある応答である、とは言い難いように思われる。

- 314) 飯田・前掲（注123）27頁参照。ただし、同書においては(ア)において引用する箇所に対する言及は見当たらない。
- 315) この文の末尾において、藤田・前掲（注173）107頁が引用されている。田中・前掲（注185）79頁（注20）参照。したがって、「つまり」という接続詞によってこの文に続く（A）および（B）の文は、田中・前掲（注185）の理解によれば、藤田・前掲（注173）107頁に記載されている内容と同旨である、という可能性もある。そこで、以下においては、その可能性にも留意しながら、整理・検討を行う。田中・前掲（注185）79頁（注20）が引用していると考えられる藤田・前掲（注173）107頁のうちの具体的な箇所については、後掲（注332）において引用する。
- 316) 田中・前掲（注185）79頁参照。同頁は、「公平にあって、企業価値の増加分を一方の会社に独占させた方が効率的であるという論証は、いまだなされていないと思われる」とも指摘する。
- 317) 前掲（注303）参照。
- 318) なお、(Ⅱ)においては前掲（注317）に対する本文において述べた言い換えをせずに(A)を整理し、(Ⅲ)において再び言い換えを行う。
- 319) 具体的な経営資源としてはおそらく「物的・人的経営資源」が想定されている。田中・前掲（注185）78頁（注16）参照。なお、実務について解説した書籍には、「経営資源」の種類を「『ヒト』、『モノ』、『カネ』、『情報』」の4つに大別するものがある。PwC アドバイザリー合同会社編『ビジネスデューデリジェンスの実務（第4版）』（中央経済社、2018年）195頁参照。

320) 「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献することとなる経営資源と貢献しない経営資源とを現実に区別しうることについては、支配株主による従属会社の買収のような M&A が実施されることによって企業価値が増加（向上）するに際して発生することがありうるシナジーの種類を区分けした上で、あらためて整理する予定である。もっともここでは区別しうることを前提にする。

321) 前掲（注320）参照。

322) 後掲（注329）参照。

323) もしそのように読みえないとすれば、(A) は、あらためて引用する見解（前掲（注288）および（注315）参照）と同様に整理されることになろうか。

324) ただし、「享受でき」るようになくとも、実際に「損なわれる」ことがないようにはできるかもしれない。前掲（注72）と対比されたい。

325) この見解の論者は別稿において、「商法の法律論が、効率性を目的として行われれば一人々に不利益よりも多くの利益をもたらすような立法ないし法解釈を追求すれば一人人の効用、ひいては社会厚生は、一般に増加する傾向を持つと期待できる。それゆえ、商法の法律論は、基本的には効率性の実現を目的として行われるべきである。これは、効率性という価値基準を、法制度の究極的な目的としてではなく、社会厚生最大化という究極的目的に資するための手段的なし中間的目的として、支持するものである」とも述べている。田中亘「商法学における法解釈の方法」山本敬三＝中川丈久編『法解釈の方法論－その諸相と展望』（有斐閣、2020年）189頁～190頁参照。

さらに、「社会全体の利益を増進するような」MBO や支配株主による従属会社の買収のような「非公開化取引をなるべく阻害しないようにするという」ことは「効率性の考慮」を意味していると考えているし、「社会全体の利益を増進するような非公開化取引」という語句を「企業価値を高めるような非公開化取引」と互換的に用いているようである。田中・同174頁、192頁参照（「法の望ましさは、もっぱら、個人の効用の総和として表わされる社会厚生を基準に判断すべきであると考え」）た上で、「企業価値は社会厚生の一部であるから、会社が企業価値を増進するように経営されることは、他者の効用を害しない限り、社会厚生を増進につながる」とも述べる。田中亘「株主第一主義の合理性と限界（下）」法律時報92巻7号（2020年）79頁～80頁参照。

以上からすれば、この見解の論者は本文において述べたように考えている、といえるように思われる。なお、この論者が (A) において言及するところの「効率性」の意味については後掲（注332）および（注351）参照。

326) 「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源に対する投資プロジェクトの現在価値と投資額との差 (NPV) が、貢献しない経営資源に対する投資プロジェクトの現在価値と投資額との差 (NPV) よりも高い、と言い換えられようか。もしそうだとすると、「NPV がプラスであれば、投資は企業価値の向上につながる」が、「NPV がマイナスの投資を行うと、企業価値は毀損され」（砂川伸幸＝笠原真人『はじめての企業価値評価』（日本経済新聞出版社、2015年）18

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（4）

頁～58頁などを参照）と考えられていることからすれば、少なくとも、貢献する経営資源に対する投資プロジェクトに係る NPV はプラスであることも想定されているはずであろう。

なお、(A)においては組織再編行為が実施されることがありうると想定されているであろうところ、投資プロジェクトの現在価値を算定するにあたっては、例えば、組織再編行為が実施されるとしたら1年後であり、実施される確率は50%であるとして（前掲（注110）参照）、組織再編行為が実施されないことを前提にして予測される期待（フリー）キャッシュフローと組織再編行為が実施されることを前提にして予測される（、「組織再編行為による企業価値の増加」の主たる要因であるシナジーを含む）期待（フリー）キャッシュフローとを適切な割引率で割り引くことになろうか。（ただし、複数のプロジェクトにおいて、現実には、期待（フリー）キャッシュフローの額や発生時期、割引率の数値などは異なる可能性があろう。NPV に着目して複数ある投資プロジェクトの中からいずれかを選択しようとしても、それらの数値など次第では、どのプロジェクトを選択すべきなのかは異なりうる。古川浩一＝蜂谷豊彦＝中里宗敬＝今井潤一『基礎からのコーポレート・ファイナンス（第3版）』（中央経済社、2006年）237頁～263頁、砂川ほか・前掲49頁～51頁など参照。）

- 327) M&A 指針注17は、「M&A を行う前から保有している既存の経営資源を」（おそらく厳密には、単体で）「活用して実現可能な価値は、実際には実現されていない場合であっても、(a)の M&A を行わなくても実現可能な価値に含まれると考えられる」と指摘する。この指摘は、「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源に対する投資であるか、貢献しない経営資源に対する投資であるかを問わず、M&A の手段として用いられる組織再編行為が実施される前にその投資が行われた場合には、(シナジー（等）を生じさせることによるものではないが、)企業価値の増加をもたらすことがありうる、ということを経営者にしたものであるといえよう。
- 328) もし、組織再編行為が実施された場合にシナジー（等）を生じさせることはないがために企業価値の増加をもたらすということはない、というだけではなく、組織再編行為が実施されるかどうかにかかわらず企業価値の増加をもたらすということもない、というような投資であるとすれば、NPV（前掲（注326）参照）がゼロかマイナスの投資である、ということになろう。そのような状況においては、「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する「経営資源に投資する誘因が」実際に「損なわれ」たとしても、その結果として（反射的に）、NPV がゼロかマイナスの投資であるにすぎない、貢献しない経営資源に対する投資が行われることは（NPV ではなく会計利益を重視するといった場合ではない限り（砂川伸幸『コーポレートファイナンス入門』（日経 BP・日本経済新聞出版本部、2017年）125頁～126頁などを参照。もっとも、リチャード・A・ブリーリー＝スチュワート・C・マイヤーズ＝フランクリン・アレン『コーポレート・ファイナンス（第10版）上』（日経 BP 社、2014年）173頁～174頁は、「投資決定を会計上の収益率のみで決定す

る会社もほとんどない」という。また、仮屋広郷「取締役の注意義務と経営判断原則」一橋法学3巻2号(2004年)456頁(注15)なども参照。)想定しづらい、といえるかもしれない。もしそうだとすれば、貢献する「経営資源に投資する誘因が」実際に「損なわれ」としても、貢献する経営資源に対する投資のNPVがプラスである限りにおいて(前掲(注326)参照)、貢献する経営資源に対する投資が行われる可能性が高いように思われる。したがって、貢献する「経営資源に投資する誘因が」実際に「損なわれ」としても、(貢献する経営資源に対する投資と貢献しない経営資源に対する投資とを区別せずに考える、というのではない限り)、「効率性の観点から」して(「社会的に」)望ましくない、という状況に至ることはないかもしれない。

以上に鑑みれば、(A)においては、貢献する「経営資源に投資する誘因が」実際に「損なわれ」た結果として(反射的に)貢献しない経営資源に対する投資が行われることになる可能性がある、という状況であること、すなわち、貢献しない経営資源に対する投資のNPVも(ゼロかマイナスではなく)プラスであり、ひいては、その投資が組織再編行為が実施されるかどうかにかかわらず企業価値の増加をもたらすものであるという状況が想定されているのではないかと考えられる。

- 329) 二つの投資プロジェクトが、依存しているが相互に排他的である場合や、独立しているが「それらのプロジェクトをすべて実行するに足るだけの資金を調達することができなかつたり、人的資源の制約により、すべての投資プロジェクトを実行することができない」場合であれば(古川ほか・前掲(注326)239頁~240頁、254頁参照。ほかにも、リチャード・A・ブリーリーほか・前掲(注328)184頁など参照)、本文において述べたような状況も想定しうるかもしれない。
- 330) なお、前掲(注139)および対応する本文において前述した「買収を実施するに際してかかる一定の費用」も勘案された上で、そのように想定されているはずであろう。
- 331) 「組織再編以前に」「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する経営資源に対する投資が行われなければ、組織再編行為を実施しても企業価値の増加はもたらされない、ということになりそうである。もしそうだとすれば、「A社株主」は組織再編行為を実施しても当該増加分を享受することに係る利益を何ら得られないことになるのであるから、「買収を実施するに際してかかる一定の費用」(前掲(注139)および対応する本文参照)の存在にも鑑みれば、そもそも組織再編行為が実施されることはない、ということになるようにも思われる。
- 332) (一)(2)アにおいて引用した箇所と(二)(2)アにおいて引用した箇所とを「効率性の観点」ひいては(前掲(注325)参照)「社会的にも望ましい」かどうかの観点から整理し直せば以下のとおりになろう。

まず、(A)を含むこの見解における「効率性の観点からの批判も可能と思われる」という箇所には、藤田・前掲(注173)107頁を引用する脚注が付されている。田中・前掲(注185)79頁(注20)参照。そのような藤田・前掲(注173)107頁は、「シナジー」の「分配のあり方がそれ以前の投資に与える影響を考えると話はそう

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

簡単ではないから」論者の拠って立つ効率性の観点からもそう簡単には論じられないと批判されうる」という記述を含むものである。「それ以前の投資」という語句や神戸・前掲（注84）を引用していることに着目すれば、前掲（注84）において言及した事前的な効率性という意味で「効率性」という単語が用いられている可能性もあろう。そのような同頁を引用し、しかも、(A)において「組織再編行為が以前にB社が」貢献する「経営資源に投資する誘因が損なわれるだろう」ことを問題視していることからすれば、この見解の論者は、「組織再編行為」「以前の投資が」なされる段階という意味で）事前的な効率性という意味で「効率性」という単語を用いていると整理しようように思われる（ただし「それ以前の投資」が誰による何に対する投資であるかなどについては後掲（注351）において述べる）。

他方で、シナジー（等）は「A社株主」がその全てを享受すべきものであり、「B社株主」に対して配分すべきものではない（「B社株主が一切享受できない」とすべきである）、という考え方は、「組織再編行為以前」の一時点ではなく、その後の「組織再編行為」という特定の行為をする時点において（買収を実施するに際してかかる一定の費用を上回る程度の）企業価値の増加を将来的にもたらすことが予測される買収が提案され、実際に実施されるように、という観点に基づくものである、と整理しえよう。したがって、「組織再編行為」「以前の投資」がなされた後という意味で）事後的な効率性という意味での「効率性」を重視しているものであるといえる。もっとも、貢献する経営資源に対する投資が行われなければならないために、「企業価値を増大させる組織再編の機会」はそもそも存在しておらず（したがってA社が「見つけようとする誘因」が損なわれるかどうかにかかわらず、見つけようがないものである）、その後に組織再編行為が実施されたとしても企業価値の増加がもたらされること自体がないために、「組織再編行為による企業価値の増加」がもたらされなくなるという結果に至るのであれば（ α 参照）、シナジー（等）は「A社株主」がその全てを享受すべきものであり、「B社株主」に対して配分すべきものではない（「B社株主が一切享受できない」とすべきである）と考えても、事後的な効率性は実現されようがない、といえるかもしれない。

なお、第二節において言及した二つの効率性と、本節において言及した二つの効率性との関係性などについては、あらためて整理を行う予定である。関連して、事後的な効率性と事前的な効率性との差異の詳細については、前掲（注84）において挙げた文献のうち田中・前掲（注84）1468頁～1470頁に加えて、藤田友敬「株主の有限責任と債権者保護（2）」法学教室263号（2002年）134頁～135頁などを参照。

333) 前掲（注298）参照。

334) ただし、2019年6月28日に策定された「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針（グループガイドライン）」（経済産業省）135頁～136頁においては、「親会社から候補者の提案を受けることも否定されないものの、上場子会社において、その適格性について客観的な判断を行うことが求められる」とか、上場子会社において「独立社外取締役を主要な構成員とする指名委員会」が設置されている場合には、「親会社から派遣される」取締役の「候補者が上場子会社の企業価値向上

に貢献できるかどうかについて厳格に審査し、必要な場合には親会社に対して候補者の再考を促すことも検討されるべきある」などとされている。もっとも、2020年9月1日「支配株主及び実質的な支配力を持つ株主を有する上場会社における少数株主保護の在り方等に関する中間整理」(従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会・株式会社東京証券取引所)4頁～5頁においては、「支配的な株主を有する上場会社の株主総会において、支配的な株主が会社提案に反対する議決権を行使することで独立社外取締役3名全員の再任議案が否決され」といった事例が生じたなどもされている。関連して、そのような事例に対しては、「誰を取締役にして、どういう経営方針の下で経営するかは株主が資本多数決で決めることで、支配株主がいたらその人が決めることだ」という考え方「には合理性があるが、そのような「判断を支配株主にさせず、代わりに、会社に対する持分をほとんど持たず、その点でほとんどインセンティブのない社外取締役にやらせるようなシステムに合理性があるとはとても思え」ないなどという見解もある。田中亘＝倉橋雄作「コーポレートガバナンス改革の本質を問い直す〔下〕Ⅲ対談」商事法務2217号(2019年)34頁～35頁参照。

335) 前掲(注303)参照。

336) なお、(一)(2)アにおいて引用した見解は、「A社が企業価値を増大させる組織再編の機会を見つけようとする誘因」に着目していたが((B)も参照)、A社が貢献する「経営資源に投資する」ようにB社に対して指示し、実際にB社が投資したのであれば、「A社が企業価値を増大させる組織再編の機会を見つけよう」としても見つけられない、という状況(前掲(注331)に対応する本文参照)には至らないように思われる。

337) なお、本文において述べた想定とは異なり、シナジー(等)はA社という支配株主がその全てを享受できるものとし、B社の少数株主に対して配分しないものとする(「B社」の少数「株主が一切享受できない」という取り扱いをしてしまうと、貢献する経営資源に対する投資が、貢献しない経営資源に対する投資と比較して、より少ない企業価値の増加をもたらすにすぎない投資である、という場合であっても、A社がその意向によって貢献する「経営資源に投資する」ようにB社に対して指示する「誘因が」生じる、ということになりかねない。なぜならば、A社は、貢献する経営資源に対する投資を行った方が、貢献しない経営資源に対する投資を行った場合と比較して、より多くの利益を享受しうる可能性が高くなるからである。そのような状況は、「効率性の観点から」して(「社会的に」)望ましくない、ということになろう。

338) 貢献しない経営資源に対する投資が行われた場合には、「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献しないのであるから、組織再編行為が実施されるに際してシナジー(等)を生じさせることによるものではない(前掲(注327)に対応する本文参照)企業価値の増加分は、支配株主と少数株主とが、(支配株主が何らかの手段によってそれ以上に配分を受けることがない限りは、)保有しているB社株式の保有割合に応じて配分されることになろう。したがって、貢献する経営資源

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

に対する投資が、貢献しない経営資源に対する投資と比較して、より多くの企業価値の増加をもたらす投資である、という想定の下では、少数株主が保有する株式の保有割合を超えずに「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社の」少数「株主」も「享受でき」るようにする取り扱いにとどめさえすれば、支配株主の期待キャッシュフローは、貢献しない経営資源に対する投資を実施した場合よりも、貢献する経営資源に対する投資を実施した場合の方が多額になるはずである。

- 339) この状況においては、貢献する経営資源に対する投資が、貢献しない経営資源に対する投資と比較して、より多くの企業価値の増加をもたらす投資である、という想定の下でも、貢献する経営資源に対する投資を実施することによってもたらされる企業価値の増加分に占めるシナジー（等）の割合や支配株主・少数株主のB社株式の保有割合など次第では、支配株主の期待キャッシュフローが、貢献しない経営資源に対する投資を実施した場合よりも、貢献する経営資源に対する投資を実施した場合の方が少額になってしまう可能性がある。
- 340) 以下では、(A)においてはA社ではなくB社が貢献する経営資源に投資する場面が念頭に置かれていることなどに鑑みて、A社のような支配株主のみがB社株主である状況においてB社が新株発行を伴ったIPOを行い、投資家（新株発行後はB社の少数株主となる者）から資金を調達する場面を想定する。
- 341) 新株発行に際しては、調達資金の資金使途についての適時開示もなされる。株式会社東京証券取引所・前掲（注139）70頁など参照。したがって、B社が調達した資金によって行う投資が、本文の以下において述べる、「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献する投資であるか貢献しない投資であるかは多少は推測できるといえようか。なお、「資金の使途が明らかでない企業に、資金を提供する投資家はいない」と述べるものとして、砂川・前掲（注328）114頁参照。
- 342) その他に、少なくとも、その投資が行われた場合に生じる期待（フリー）キャッシュフローがありえよう。しかも本文の以下において述べることを踏まえれば、その期待（フリー）キャッシュフローの内訳ともいえるであろう、投資後に組織再編行為が実施された場合に生じる期待（フリー）キャッシュフローのみならず、さらにその内訳である、シナジー（等）が生じることによる期待（フリー）キャッシュフローの増加分やそのうち「B社の」少数「株主が」「享受でき」としたらその額などもありえよう。前掲（注326）および後掲（注345）参照。
- 343) 投資家がB社の少数株主になるにあたって、本文の以上、前掲（注341）および（注342）において述べたことを踏まえながら公募に応じるかどうかについて判断しないということもあるかもしれない。もしそのように判断しないとしたら、本文の以下において述べることは現実的ではない、ということになるであろう。

もっとも、「現在の公募増資においては、募集事項の決定時に取締役会が一株の具体的な払込金額（会社199条1項2号）を決めるのではなく、むしろ公正な価値による払込みを実現するために適当な払込金額の決定の方法（会社201条2項）、具体的には、いわゆるブックビルディング方式によること（証券会社が機関投資家等に対する需給状況調査を行って払込金額を決定すること）を決議するにとどめるこ

とが多い」とされている。田中亘「募集株式の有利発行と取締役の責任」新堂幸司＝山下友信編『会社法と商事法務』（商事法務、2008年）185頁～187頁参照。森本滋編『会社法コンメンタール5』（商事法務、2012年）30頁～31頁〔吉本健一〕、新日本有限責任監査法人＝三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社編『IPO 実務用語辞典』（同文館出版株式会社、2014年）187頁なども参照。ブックビルディングとその際の情報開示については、日本証券業協会「有価証券の引受け等に関する規則」25条、「有価証券の引受け等に関する規則」に関する細則」14条などを参照。

そして、公募増資の際にブックビルディング方式が「適切に行われれば、需要状況の調査を通じてプロジェクトの価値を反映した価格情報が手に入ることになる」し、「このような意味で、ブックビルディング方式は、新しいプロジェクトの価値を反映した（かつ、消化可能性なども踏まえた）価格を探る公正な方法である」と述べるものとして、松中学「募集株式の発行等と株主の利益」田中亘編『数字でわかる会社法（第2版）』（有斐閣、2021年）151頁がある。また、藤田友敬「株式会社の企業金融（1）」法学教室264号（2002年）95頁～101頁も参照。

344) 前掲（注343）参照。

345) 前掲（注326）において前述したように、貢献する経営資源に対する投資プロジェクトに係る NPV がプラスであるとしても、シナジー（等）を要因とする「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社」の少数「株主が一切享受できない」のであれば、「享受できない」分だけ投資家にとっての期待（フリー）キャッシュフローは（「享受できる場合と比較して）少なくなるであろう。その結果、そのような期待（フリー）キャッシュフローであるにすぎないことを前提にして、投資家が新株の引受けによって少数株主として保有することとなる株式についての期待収益率が算定されるであろうところ、投資家は、当該期待収益率が少なくとも要求収益率（株式資本コスト）と同率となるような払込金額（それと連動する公開価格）でなければ、公募には応じないであろう（言い換えれば、そのような期待（フリー）キャッシュフローを要求収益率で割り引くことによって算出された新株の価値に見合う払込金額（それと連動する公開価格）でなければ、公募などには応じないであろう）。

関連して、「資本コスト」「を一定とすれば」、一株当たりの「将来の収益と株価は同方向に動く。すなわち、収益が高ければ（低ければ）、株価は高く（低く）なる」と述べるものとして、倉澤資成＝広田真人「時価発行増資におけるプライス・メカニズム〔下〕」商事法務1324号（1993年）20頁参照。

346) なお、森本・前掲（注343）30頁～31頁〔吉本〕によれば、本文の以上において念頭に置いてきた（前掲（注340）参照）「新規公開株式に関する上場前の公募増資について、上場前の当該株式は」、会社法201条2項の「『市場価格のある株式』には該当せず、会社法上はブックビルディング方式により払込金額を定めることはできないため、実務上ブックビルディングの仮条件を下回る額がとりあえず払込金額として定められ、ブックビルディングにより決定した価額を引受価額として定めるという手続がとられている」。

「公正な M&A の在り方に関する指針」についての検討（４）

- 347) 前掲（注343）において言及したブックビルディング方式による場合であれば、「組織再編行為による企業価値の」「増加分についてB社」の少数「株主が一切享受できないとすれば」、そのように「一切享受できない」ことを前提として機関投資家などは需給状況調査に応じることになろうか。
- 348) つまりは、「享受でき」る場合と比較して、投資家によるB社のような従属会社「への投資」が「手控え」られる（本節柱書参照）ことになろうか。後掲（注350）と対比されたい。また、前掲（注84）に対応する本文および前掲（注284）を参照。
なお、貢献する経営資源に対する投資が行われるであろうことが予測され、本文において述べたような払込金額（引受価額）で新株が発行された後には、（B社の少数株主が保有するB社株式の価値を示す）B社の株価は、「享受でき」ということを前提にした場合と比較して「低株価」（本節柱書参照）となっている、ともいえそうである。後掲（注350）と対比されたい。
- 349) 以上については、（複数議決権株式の文脈での記述ではあるが、）田中亘「複数議決権株式の意義と規制の必要性」金融・商事判例1510号（2017年）12頁～13頁も参照。
- 350) つまりは、「一切享受できない」場合と比較して、投資家によるB社のような従属会社「への投資」が「手控え」られる（本節柱書参照）ことはない、ということになろうか。前掲（注348）と対比されたい。また、前掲（注84）に対する本文および前掲（注284）参照。
なお、貢献する経営資源に対する投資が行われるであろうことが予測され、本文において述べたような払込金額（引受価額）で新株が発行された後には、（B社の少数株主が保有するB社株式の価値を示す）B社の株価は、「一切享受できない」ということを前提にした場合と比較して「高株価」となっている、ともいえそうである。前掲（注348）と対比されたい。
- 351) 本文において述べてきたことと前掲（注332）において引用した「それ以前の投資」との関係を整理すれば、以下のとおりになろう。すなわち、「それ以前の投資」としては、①B社のような従属会社による（貢献する）経営資源に対する投資と、②その投資を可能にする資金を供給する投資家による従属会社に対する投資（出資）とがありうる（「事前的な効率性」という語句を用いるにあたっては、同様の区別を行う必要があるといえよう）。そして、本文(i)は、②の投資（出資）がなされなくても（または、なされるかどうかを考慮することなく）①の投資がなされる、ということを経験するものであり、本文(ii)は、②の投資（出資）がなされなければ①の投資はなされえない、ということを経験するものである、と整理しようように思われる。いずれにしろ本文において述べてきたことからすれば、「シナジー」の「分配のあり方がそれ以前の」①か②かの「投資に」「影響を」「与える」可能性はあろう。

なお、前掲（注84）などにおいて引用した文献の大半は後者の前提に立っているように思われる。他方で、(A)はその文言をそのまま読む限りにおいて前者の前提に立っているように思われるところ、後者の前提に立って説明することを試みた

のが本文(ii)であるとも整理しうる。

- 352) コミットメントをすることができないとすれば、本文(ii)において前述したとおり、B社のような従属会社が貢献する経営資源に投資するために必要な資金を調達することができず、A社のような支配株主が貢献する経営資源に対する投資を行うよう従属会社に指示することができなくなるとか、調達することはできなくはないが、調達した場合には支配株主が保有する従属会社株式の保有割合が低下するがために、支配株主がそのように指示する「誘因が損なわれる」場合もある、といえようか。もしそうだとすれば、その結果として、貢献しない経営資源に対する投資を行うよう従属会社に指示する誘因が、貢献する経営資源に対する投資を行うよう従属会社に指示する誘因よりも多く存在する場面もあることになるかもしれない。なぜならば、貢献しない経営資源に対する投資は、「組織再編行為による企業価値の増加について」貢献しないのであるから、組織再編行為が実施されるに際してシナジー(等)を生じさせることはないものである。前掲(注328)に対応する本文参照。したがって、投資家が公募に応じる時点において、その後「組織再編行為」が実施されるに際してB社のような従属会社の少数株主が「組織再編行為による企業価値の」「増加分について」「享受でき」る(支配株主がその全てを享受することはできない)ように支配株主がコミットメントをすることができるかどうかは、支配株主が貢献しない経営資源に対する投資を行うよう指示する誘因には影響を与えないように思われるからである。
- 353) 前掲(注123)において引用した楽天 TBS 最高裁決定、インテリジェンス最高裁決定およびテクモ最高裁決定を参照。なお、支配株主による従属会社の買収に係る事案である東京地決平成28年12月20日資料版商事法務401号36頁(以下「東京建物不動産販売地裁決定」という)も、楽天 TBS 最高裁決定およびテクモ最高裁決定を参照し、両決定と同様に述べている。
- 354) 以上については、前掲(注125)および対応する本文も参照。
- 355) 前掲(注337)も参照。