

少数派株主の出資金回収に 関する実務的考察

田 中 恒 好*

目 次

1. はじめに
2. 合併会社解消の原因
3. 会社の解散に伴う資金の回収方法
4. 買取請求による資金の回収
5. 株式の譲渡による資金の回収
6. 株式譲渡方法に係る様々な約定

1. はじめに

合併事業は常に不安定さを帯びており、合併事業を運営する過程においては、合併関係の継続を脅かす様々な変化や出来事が絶えず生じてくる。しかし当事者双方の立場の違いから、その変化や出来事、また将来の見込みについて必ずしも当事者の意見が一致するとは限らない。そのような事態が生じた場合に、当事者が合併事業の解消について短時間で合意に達することは極めて困難である。特に、合併会社が経営面あるいは財務面で深刻な状態に陥っている時はなおさらである。このような場合に備えて、少数派株主は、自己の意見を合併会社の経営に反映させるために、合併契約書及び定款に種々の手段を講じておかなければならない。例えば、多数派株主の不当な行為そのものを防止・除去するために合併会社の意思決定に

* たなか・つねよし 立命館大学大学院法務研究科教授

少数派株主もかかわれること、すなわち拒否権を持つことや取締役を派遣することが重要となる¹⁾。

しかし、合併事業の当事者の事情が異なるために、利害が一致しないことも多く、デッドロック状態に陥る場合も考えられる。この場合に少数株主が投下資本を回収して会社から離脱できるかどうか、少数株主保護にとって重要な意味を持つ。すなわち少数株主が自分の望むときに（時期）、満足のいく経済的代償を得て（対価）、投下資本を回収できる十分な機会を持って撤退できるかどうかが重要になるのである。

合併会社からの撤退方法

合併事業から撤退する方法としては、合併会社を存続させる方法と合併会社そのものを清算する方法がある。

・合併会社を存続させる場合

例えば、合併会社が現時点で利益を上げているが将来についての戦略に見解の相違が出た場合や、現時点では利益は出ていないが将来あげる可能性があるかと片方が判断している場合、あるいは利益を配当に回すのか内部留保しておくのかといった財務上の対立等が発生した場合を考えてみる。このような状態で、合併事業の解消を考えた場合、会社を解散させるよりも存続させた方が、撤退パートナーにとっても社会（従業員を含むステークホルダー）にとっても、経済的に利点が多い。残存パートナーのみで合併事業が継続される場合には、現状や将来性の見方に対する立場の違いによって、自社が所有する株式を他方に譲渡する方法と他方当事者が保有する株式を譲り受ける方法が選択される。また、撤退パートナーの株式を第三者に譲渡することによって、新たなパートナーを受け入れて合併事業関係を再構築する場合もある。

・合併会社を解散させる場合

1) このことについては、「会社法下での合併契約における少数株主の権利の保護条項」国際商取引学会年報2009年第11号261頁～271頁（レクシスネクシス・ジャパン株式会社）にて、筆者の考察を纏めている。

株式譲渡によっては解決されない場合の手段として、合併会社の解散条件を規定しておき、当該規定に基づき会社を解散させる。

・合併会社を上場させる場合

特殊な例として、会社が順調に成長し株式を上場することになり、そのために合併契約書を解除し、その後は会社法等の規定に従って会社が運営されることも考えられる。

投資資金の回収方法

会社法上、投下資本回収制度の主要な方法として、株式譲渡、株式買取請求、会社の解散請求という手段が用意されている。上記の三個の手段は下記のようにそれぞれ行使の状況が異なる。一方の当事者は合併事業から離脱(保有株式を処分する)するが、合併会社は存続していく場合には、株式譲渡と株式買い取り請求制度が機能する。しかし、後述するように、合併会社は通常その株式に譲渡制限を付している閉鎖会社であるので、当該株式には市場性がなく、第三者への譲渡は事実上利用できないことが多い。会社そのものを解散しその残余財産を分配する方法であるが、会社の解散請求は、会社を消滅させるものであり最終的・例外的手段である。

この小論では主に、日本法の下で設立される合併会社において、少数派株主が投下資金の回収を円滑にするための方策を合併契約書²⁾において如何にして規定すれば良いかを考察をする。

2. 合併会社解消の原因

合併事業の解消の原因を簡単におさらいする。

2.1 パートナー選択の失敗

せっかく選んだパートナーが結果として適切でなかったケースとしては、

2) 合併系契約書で規定する条項例を例示するが、ほとんどの条項は少しの手直しで定款にも応用できるものも多い。

次のようなことが考えられる。

- 単純にパートナーが契約違反をするケース；パートナーに信用不安が発生したことから生じることが多い。
- パートナー自身の事業の戦略的位置づけの変化（経営資源の選択と集中）によって、当該合併事業の位置づけが変わるケース；この場合には、パートナーが当該合併会社の株式を譲渡する可能性が出てくる。
- パートナーが TOB, M&A 等でライバル関係にある会社の支配下に入った場合などパートナーの支配関係が変更したというケース；この場合の対応は難しくなる。事業を合併の形態で継続することはほとんど不可能であり、合併会社を解散することも必要になる。合併契約上は、そのような事態がパートナーに生じた場合、当該パートナーの株式を買取れるようにしておくことで対処することはできる。
- 現物出資されたパートナーの技術等が陳腐化してしまったり、既に価値を失っている技術に関して、合併会社が一方のパートナーに対してロイヤリティ等を支払い続けなければならないケース；配当の前にロイヤリティとして一方当事者に持って行かれるので、他方当事者に不公平感が出てくるので、合併会社の運営がぎくしゃくすることになる。

「当事者の問題による契約の解除」の条項例

1. この契約は発効日に発効し、以下の状態が発生した場合に解除されるときを除き、期限の定めなく継続する。
2. 各当事者は、下記の場合には書面による通知によりこの契約を解除できる。
 - (i) 他方がこの契約に重大な違反をして、矯正を求める書面の発送から30日以内に修復されないとき
 - (ii) 他方が支払不能、破産、会社更生、組織再編に関する法的手続きの当事者になったとき、あるいはその手続きを開始したとき、任意のまたは法律上の強制であれ第三者への資産または営業の譲渡をしたとき
 - (iii) 他方当事者の経営に実質的変更があったとき、または第三者が他方当事者の株式の過半数を取得し親会社になったとき、または

(iv) 他方が所有していた全ての株式を第三者が獲得するとき

- 3 . もし、合弁会社が上記 2 . (ii) , (iii)に規定された事態に巻き込まれた場合には当事者は他の当事者に対する本契約を解除する意思表示を書面でなすことによって、本契約を解除できる。
- 4 . 本契約が解除された場合には、「技術情報」はAの秘密情報とともに合弁会社によって直ちにAに返還されなければならない。そして、合弁会社は以降「技術情報」を使用してはならない。
- 5 . 本契約の解除後、合弁会社は清算され、合弁会社が負っていた全ての存在する債務を支払った後の残余資産はそれぞれの出資比率に従って両当事者に分配されるものとする。

Termination of the Agreement

- 1 . This Agreement shall come into force as of Effective Date and continue for an indefinite duration, unless this Agreement shall be terminated in accordance with the conditions below.
- 2 . Either party may terminate this Agreement by written notice to the other party in case:
 - (i) the other party materially breach this Agreement and such breach has not been cured within 30 days after dispatching written notice requesting for the cure,
 - (ii) the other party shall start or become a party of a legal proceeding with regard to insolvency, bankruptcy, corporate reorganization, composition, or its assets or business is assigned to any third party, whether voluntarily or by compulsion of law,
 - (iii) the other party's of management is substantially or changed, or a third party acquires majority stock of the other party and become a parent company of the other party,
 - (iv) one party acquire all of shares which was owned by the other party.
- 3 . If JVC is involved in any of the events set forth in 10.2(ii) or (iii) above, then either party may terminate this Agreement by dispatching written notice to the other party of its intent to terminate this Agreement.
- 4 . When this Agreement is terminated, Technical Information, together with A's Confidential Information, shall be returned to A immediately by JVC and

JVC shall not be entitled to use Technical Information thereafter.

- 5 . Upon termination of this Agreement, JVC shall be liquidated and remaining assets of JVC after paying all outstanding debts JVC has owned shall be distributed to both parties in accordance with respective capital contribution ratio.

2.2 事業の不振

合弁会社の経営が目論見通りにいかない場合がある。これには為替レートの変化，技術革新の急激な進展による基本技術の変化，許認可の取消・更新拒絶，市場の変化・市場予測の失敗，天変地異等の色々な原因が考えられる。一般的に期間，資金支出の額，一定の目標の達成，これらの組合せにより具体的な基準としてマイルストーン（到達目標）が設定される。そして，目標の達成が不可能になった場合に，他方当事者が事業の継続を望む場合，株式の買収（buy out）による合弁事業の解消が行われる。双方ともに将来に見込みを待たない場合には，合弁会社は解散されることになるか，双方の株式を一括して第三者に譲渡することになる。

「事業の不継続」の条項例

合弁会社の累積損失が合弁会社の貸借対照表に示された発行済株式資本の50%に相当する金額を超えた場合は，本契約の当事者は，可能な改善または再構築のために合弁会社の業容を見直すものとし，このような見直しの結果，その業容に重要な改善，あるいは合弁会社の再構築が期待されない場合には，当事者は合弁会社の営業の中止を検討することができる。このような見直しの結果，合弁会社の営業の中止に当事者が合意した場合は，当事者は合弁会社を解散および清算に適用される法および規則に従い，解散し，清算するものとする。

Discontinuation

In the event that the cumulative loss of JVC exceeds an amount equivalent to fifty (50) percent of the issued share capital shown on the balance sheet of JVC, the Party hereto shall review the performance of JVC for its possible improvement or restructuring, and if as a result of such review, no substantial

improvement of its performance or restructuring of JVC is expected, the Party may consider the discontinuation of the business of JVC. In the event that the Party agree to the discontinuation of the business of JVC as a result of such review, the Party shall cause JVC to be wound up and liquidate its assets in accordance with the law and rules applicable to such wound up and liquidation.

2.3 当事者の戦略の相違によるデッドロックの発生

ジョイント・ベンチャーが一定レベルの収益を達成するようになった後でも、パートナー間における短期的収益対長期的成長といった財務方針の相違・グローバル戦略等についての合弁当事者間の見解の相違の顕在化によりデッドロックが発生する可能性がでてくる。

デッドロックは、パートナーが取締役を同数ずつ指名している場合、取締役会で意見が激しく対立し、決議が承認を得られなくなったとき、あるいは、パートナーの株式保有割合が50:50である場合、株主総会で意見が対立し、双方の提案が承認を得られなくなったとき、さらには合弁事業の少数株主が合弁契約上有する拒否権事項について当該拒否権を反復継続して行使したときに発生する。デッドロックが発生すると両当事者の考え方が相容れず、合弁会社の運営が行き詰まった状態になり、経営の意思決定は不能となり、合弁会社の経営は成り立ちゆかなくなる。

「デッドロック」の条項例

本契約上「デッドロック」とは次のことを意味する；合弁会社の株主総会または取締役会において、本契約・定款・準拠法に定められた定足数を満たさない、または可決に必要な賛成票が集まらないなどの理由により、本契約・定款・準拠法に定める決議事項について、議題として提出されてから30日以内に結論に達しない場合。

“Deadlock” shall mean in this Agreement as follow;

In the event that the Meeting of the Stockholders or the Board are unable, by reason of lack of a quorum or inability to achieve the votes that are required under this Agreement, the articles of Incorporation and/or the applicable law to

arrive at a decision on any matter or issue which, under this Agreement, the Articles of Incorporation and/or applicable law requires action, within thirty (30) days of the presentation of such matters.

2.4 その他

合弁会社の目的達成による解消（合弁会社の目的を定め、それが達成すれば合弁事業を終了させる旨の規定）は合弁事業の理想的な結末である。また、当事者の合意による解消も、経済的には失敗に終わったとしても、わだかまりを残さず新たな取り組みが可能であるので、誠意をもって双方が協議を行う価値はある。

「一般的な契約の解除」の条項例

以下の事項の一つでも発生した場合には本契約は解除される。

- (a) 本契約両当事者により本契約を解除することが書面で合意したとき
- (b) 「契約発効日」から6ヶ月以内に合弁会社が設立されないとき
- (c) 契約当事者のどちらかが合弁会社の所有株式のすべてを処分したとき
- (d) 第X条に規定する合弁会社の目的が達成したとき、あるいは達成が不可能になったとき
- (e) 合弁会社の経営赤字が契約当事者の投資総額の3倍に達し、2年以内においては解消しえないと思われるので当事者の一方が合弁会社の解散を求め、他方当事者がその解散に反対したとき
- (f) 両当事者が協議ができなくなり、その状態を解決する方法が見いだせないとき（「デッドロック」）

Termination

This Agreement shall be terminated if any of the following events occur:

- (a) mutual agreement in writing to terminate this Agreement by the Parties hereto;
- (b) JVC is not established within six (6) months after the Effective Date;
- (c) any of the Party dispose, assign or transfer all of its shares in JVC;
- (d) the purposes and objects of JVC set forth in Article X hereof are achieved

- or become impossible to achieve;
- (e) if either party seeks the dissolution of JVC whose financial deficit has reached three (3) times the total amounts of capital investment by the parties and seems not to be dissolved within two (2) years, and the other party objects to such dissolution ; or
- (f) If the Parties fail to reach any decision and find an amicable solution for such circumstances (“Deadlock”).

3. 会社の解散に伴う資金の回収方法

3.1 会社の解散事由

会社の解散事由は法471条³⁾に規定があるが、合併会社の解散理由としては、定款で定めた解散事由の発生、あるいは株主間協定で定めた解散事由の発生に基づく株主総会の決議による解散が考えられる。合併事業の当事者にとっては、会社の運営がうまくいかなかった場合において、他方会社が自己の会社のライバルの会社と組んで当該合併事業を続けるのを避けたい場合には、合併会社を解散させ、かつ、契約書に数年間は当該合併事業と同様の事業を他の会社と合併で行うことを禁止しておきたい。それには合併契約に合併の解散事由を明確に規定しておくことが重要である。

「会社の解散」条項例

- 1 合併会社は下記の場合に解散するものとする。
- (1) 目的の達成したとき
 - (2) 目的の達成が不可能になったとき
 - (3) 当事者の決定により
 - (4) 第 条に基づき当事者の片方が決定したとき
 - (5) 当事者の一方でも債務超過もしくは破産に陥ったとき
 - (6) 会社の存続期間が満了したとき

3) 以下、特に明記がない限り、法 条は会社法第 条を示す。

(7) 裁判所の決定

2. 両当事者は合弁会社解散後 年間は、同種事業を自己もしくは関係会社が第三者との合弁事業としないことを確認する。

Termination of the Joint Venture

1. JVC shall be dissolved upon the happening of any of the following events:

- (1) When its Object is achieved;
- (2) When the achievement of its Object becomes impossible;
- (3) By decision of both Parties;
- (4) By unilateral decision of a Party pursuant to Article XXX;
- (5) In case of insolvency or bankruptcy of one or both Parties;
- (6) By expiration of the duration of JVC; or
- (7) By a decision of the relevant court to dissolve the JVC

2. Upon its termination, the any Party or its subsidiary establish any joint venture to operate same transactions of JVC within XX years after dissolution of JVC.

3.2 解散方法

解散を株主総会で決議する場合には特別決議が必要である（法309条2項）。仮に少数株主が契約書の規定を理由に解散決議を求めたにも拘わらず、多数派株主が決議に協力しないという問題はあり得る。このためには議決権拘束条項を機能させなければならない⁴⁾。

「議決権の行使」の条項例

1. 前条の規定に基づき指名がなされる場合、各株主は、本会社の株主総会において、指名された取締役の選任に賛成の議決権を行使するものとする。
2. 本契約書の他の規定により株主総会の決議が求められる場合には、各株主は本契約書の規定に沿った議決権の行使を行うものとする。

Exercise of voting right

4) たとえば、議決権拘束契約に違反した場合には、事後的救済方法として株主総会決議取消請求及び損害賠償請求が考えられる（淵辺善彦「合弁会社の設立・運営・解消」『商事法務』No. 1699（2004年6月号）39頁）。

1. The Parties hereto cause their respective voting rights exercised to elect the directors so nominated in accordance with the previous provisions at the General Shareholders Meeting of JVC.
2. In addition to the previous section the Parties hereto cause their respective voting rights exercised in accordance with the provisions of this Agreement.

解散の決議と同時に、財産の処分、債務の整理、法人税等の申告などといったいわゆる清算業務（法481条）をおこなう清算人を決定して登記しなければならない。実際の清算の手続には通常清算と特別清算という手続があり、債務超過の疑いがある場合には特別清算になる（法510条）のであるが、合併事業の場合には株主が合併会社の債務を買取り、放棄する方法により通常解散になる場合が多い。

清算人は、会社財産を調査の上財産目録及び貸借対照表を作成し、株主総会を招集して、会社の財産の調査報告をするとともに、資産評価に関する書類の承認を得る。貸借対照表によって債務超過になる事が発覚すると特別清算の手続きに移る。

その後、会社債権者に対して2ヶ月以上で定める一定期間内に債権を申し出る旨の公告をし、さらに、公告とは別に「知れたる債権者」に対しては別に催告を要する（法499条）。債務がある場合は、債権者に対する債権申出の期限の終了後に債務の弁済を開始する（法500条）。

財産を処分し、債務の弁済が終了したときに財産が残っている場合は、株主に財産（清算所得にかかる法人税等を差し引いた後の金額）を分配する（法504条）。

この分配につき注意すべきことは、残余財産の分配について内容の異なる二以上の種類の株式を発行できることである。清算株式会社は、当該種類の株式の内容に応じ、ある種類の株式の株主に対して残余財産の割当てをしないこと、残余財産の割当てについて株式の種類ごとに異なる取扱いを行うこと、を決めることができるのである（法108条）。少数派株主に対して有利な分配方法を取り決めておくことにより、多数派株主を

けん制することができる。

「残余財産優先株式」の条項例

- 1 . 合併会社の発行可能株式総数は1000株とする。
- 2 . 新会社は設立時に1000株を下記の内訳に従い発行する。
甲種株式（譲渡制限付普通株式） 800株
乙種株式（譲渡制限付優先株式） 200株
- 3 . 合併会社は種類株主に対し残余財産の割当につき異なった取り扱いをおこなう。残余財産を分配するときは、乙種優先株式を保有する株主に対して普通株主に先立ち、乙種優先株式 1 株に対して 円を支払う。

Shares issued

- 1 . The total number of authorized shares of JVC shall be a thousand (1,000) shares.
- 2 . At the time of incorporation of The Company one hundred (100) shares shall be issued as follows.
X Class Shares (Shares with Restriction on Transfer):
eight hundred (800) shares
Y Class Shares (Preferred Shares with Restriction on Transfer):
two hundred (200) shares
- 3 . There is an arrangement that each class of shares shall be treated differently with respect to allotment of residual assets. If JVC intends to distribute its residual assets, JVC shall pay Yen (¥) per Y Class Share to a shareholder of Y Class Shares as allotment of residual asset in advance of a shareholders of X Class Shares.

3.3 合併会社が解散する場合の実務的措置

合併契約の解消によっても、合併会社自体は解散・清算されたことにはならない。パートナーは、株主として、会社法等の適用法規、合併会社の定款に拘束され、会社法の規定に則った手続を踏む必要がある。

また、パートナー間においては、解散後に講じなければならない措置につき、合意しておかねばならない

合併会社に最終的に生じた損失負担

第三者との契約の処理(パートナーによる第三者への保証を含む)

従業員,工場設備,契約残,在庫の処理

合併会社が所有する特許,商標等の知的財産の処理

パートナーと合併会社間の契約の処理

秘密保持義務の内容と存続期間。

「合併解消後の権利義務関係の清算」の条項例

1. 本契約の解除は解除日の前に発生した当事者の救済や権利に影響を与えないし当該解除は契約違反当事者の損害賠償責任をなくすものではない
2. 契約終了後の商号等の処理
本契約が解除された場合,あるいは XXX が新会社の株主でなくなった場合は,XXX が書面で同意しない限り,YYY は新会社をして新会社の商号を変更せしめるものとする。その変更後の商号には下記を含まない。
 - (i) XXX と同じもしくは類似の単語は含まない
 - (ii) XXX により製造されるあるいは供給される商品の名称,そしてこの意味において両当事者は新会社の名前の使用の中止と変更を実施するに必要な全ての書類を締結し行動する。
1. Termination of this Agreement shall not affect the rights or remedies of either Party hereto which accrued prior to the date of termination nor shall such termination relieve the defaulting Party from liability for damages.
2. Arrangement of trade name after termination
If this Agreement is terminated, or if XXX ceases to be shareholder of the New Company, the New Company shall and YYY shall cause the New Company to, unless XXX otherwise agrees in writing, forthwith change the name of the New Company so that it no longer contains
 - (i) the word or words the same as or similar to "XXX" or
 - (ii) the brand name of any product produced or supplied by XXX and in this regard the Parties shall execute all documents and do all other things which are necessary to effect the change or the cessation of the name of the New Company.

4. 買取請求による資金の回収

会社法において、自己の株式を会社に買取らせることにより、資金を回収する手段としては大きく分けて、取得請求権付株式方式と株式買取請求権方式がある。

4.1 取得請求権付株式による資金の回収

少数派株主にとって究極の資金回収方法は、その株式を取得請求権付株式にしておくことである。株式会社がその発行する全部又は一部の株式の内容として株主が当該株式会社に対して当該株式の取得を請求することができる旨の定めを設けている場合における「当該株式」を取得請求権付株式と呼び（法第2条18号）、株式会社はその発行する株式の全部又は一部の内容として、当該株式の株主が発行会社に当該株式の取得を請求することができる旨の定めを定款に設けることができる（法第107条2項2号、第108条）。

「取得請求権付株式」の条項例

乙種優先株主は、いつでも合弁会社に対して合弁会社の株式を取得することを請求することができる。請求があった場合、合弁会社は、乙種類株式の取得と引き換えに、乙種類株式1株につき金 円の金銭を支払う。

A shareholder of Y Class Share (Shares with Put Option) may demand JVC to redeem such shares. When JVC is demanded JVC shall pay Yen per Y class Share to such shareholder in exchange for redeeming Y Class Share.

4.2 株式買い取り請求権

株式買い取り請求権には、単元未満株式の買い取りを求める場合（法192条）と合併などの会社の企業組織再編等の株主総会決議が行われた時に、議案に反対する株主が自己の有する株式を会社に買い取りを求める

場合の2種類が認められているが、合併事業においては、会社再編時の買取請求⁵⁾が重要となる。

合弁契約書には、当然に会社にとり重大な事項については、株主総会の前に当事者の合意を必要とする条項を規定しておくので、本来なら当事者(株主)の意向を無視した総会決議は行われなければならないはずである。しかし、当事者間での意見の相違が出た場合にはこの条項がデッドロックを引き起こすことになるため、当事者間のバーゲニング・パワーに大きな差がある場合には事前合意規定が置かれられない場合もある。

「当事者の事前合意」の条項例

「合弁会社」に関する次の事項については、両契約当事者の事前の書面による承諾を得ないで、これを株主総会または取締役会に付議してはならないものとする。

- a. 定款または社則の変更もしくは改定,
- b. 授權資本, 発行済みまたは払込資本の増額もしくは減額,
- c. 担保付社債もしくは無担保社債の発行または1000万円を超える額の借入れ,
- d. 500万円を超す金額の貸付けまたは第三者の債務の保証,
- e. 会社, 法人に対する投資または合併事業もしくはパートナーシップに対する参加,
- f. 1000万円を超える価値を有する財産の取得, 貸借, 譲渡, 質入れ, 担保設定, その他の処分,
- g. 「製品」の製造または販売計画の採用または変更,
- h. 借対照表, 損益計算書, 利益処分案の追認, または採択,
- i. 合併(新設合併・吸収合併), 併合(吸収合併), 合同(新設合併)または解散,
- j. 組織または経営陣の重大な変更, または,
- k. 「合弁会社」に対する当事者の権益に影響するその他の重大な事項。

5) 会社法上, 反対株主に株式買い取り請求を認めているのは次のケースである。 事業譲渡等(法469・470条), 吸収型再編: 吸収合併・吸収分割・株式交換(法785・797条), 新設型再編: 新設合併・新設分割・株式移転(法806条)

Prior Approval of Parties

The following matters with regard to JVC shall not be referred to any meeting of shareholders or the Board of Directors without prior written consents of Parties hereto:

- a . Amendment to or modification of the Certificate of Incorporation or By-Laws;
- b . Increase or reduction of authorized, issued or paid-up capital;
- c . Issuance of bonds or debentures or borrowing of a sum of money exceeding Ten Million Yen (¥10,000,000);
- d . Lending of a sum of money exceeding Five Million Yen (¥5,000,000) or guaranteeing the liability of any third party;
- e . Investment in any firm or corporation, or participation in any joint venture or partnership;
- f . Acquisition, lease, transfer, pledge, mortgage or other disposition of property having a value exceeding Ten Million Yen (¥10,000,000);
- g . Adoption or change of a manufacturing or sales plan for the Products;
- h . Ratification or adoption of any balance sheet, or income statement, or the distribution of profits;
- i . Amalgamation, merger, consolidation or dissolution;
- j . Material changes in organization or management; or,
- k . Any other material matter affecting the Parties' interest in JVC.

撤退を決意した当事者にとっては、当該株式の譲渡価格が重要となる。会社と請求者の間で効力発生日から30日以内に協議が調えばよいが、整わない場合には、株主又は株式会社はその期間の満了の日後30日以内に裁判所に対し価格の決定の申立てをすることになる（法第470・786条）。少数派株主としては、裁判所の近時の判例⁶⁾を調査したうえで、協議を整える

6) 株式会社日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件においては「本件株式の『公正な価格』は、本件効力発生日において本件株式交換から生ずる相乗効果（シナジー）を織り込んだものとして設定されたものと推認される1株当たり1700円とするのが相当である。」と判示（東京地方裁判所平成21年3月31日決定；金融・商事判例 No. 1315）されている。また、清算会社を吸収合併消滅会社とする吸収合併において、「当該株式の

のか、あるいは裁判所の決定に委ねるのかを決定すべきである。

5. 株式の譲渡による資金の回収

5.1 会社法下の株式の譲渡制限

会社法においては、株主の投下資本の回収は、株式を譲渡することにより行うことが原則である(法127条)。しかし、合弁会社においては、契約の他方当事者を信頼することにより事業を開始したのであるから、部外者に株式を譲渡されてしまうと、事業そのものが成り立たなく恐れがあるので、株式譲渡制限が規定されているのが通常である。また、全株式に譲渡制限を付けることによって非公開会社となり、次のようなメリットを得ることができる。

- 取締役会や監査役の設置が不要となる(法327条)。これにより株主総会と取締役のみの機関設計が可能となる。
- 株主ごとの異なる格別の定めが可能である(法109条)。
- 役員の任期を10年まで延ばすことができる(法332, 336条)。
- 議決権制限株式を発行する場合はその株式数についての制約がない(法115条)。
- 授権株式数の4倍制限がない(法113条)。

譲渡制限株式を発行している株式会社においては、株主に投下資本の回収を保障するため、譲渡制限株式を譲渡する株主または当該譲渡による取得者は、会社に対して譲渡承認請求および買取請求をすることができる(法136条, 137条, 138条, 140条)。具体的手順を簡単に記す。

株主または取得者が、法136条(株主からの請求)・法137条(取得者からの請求)に基づき請求する。

「公正な価格」は吸収合併の効力発生日における清算会社の客観的価値である」とされた事例がある(旧カネボウ第2次株式買取価格決定申立事件 平成21年10月19日東京地裁決定;(金融・商事判例 No. 1329))

法138条1号イ・ロにより株式数と譲受人の氏名を明らかにする必要はあるが、書面化する必要はない。しかし、請求があったのに会社が放置していると、譲渡等の承認をしたとみなされるので、失念防止の意味も込めて、定款では「書面」を要件としている場合が多い。

会社は譲渡請求につき取締役会（代表取締役が決定できる旨を定款で定めてもよい）にて決議する（法139条1項）。

会社は決定を譲渡承認請求者に通知しなければならない（法139条2項）。

会社が譲渡を否認する場合に、譲渡人から買取人指名の請求があったときには（138条1号八）、買取人を指名しなければならない（法140条）。

会社が買取る場合は自己株取得となり株主総会の決議が必要（法140条2項）であるが、その場合譲渡人は議決権行使ができない（法140条3項）。

指定買取人は取締役会の決議による（定款に定めておけば代表取締役が指定買取人を指定できる）（法140条4・5項）。

5.2 合併会社契約下での譲渡制限

5.2.1 第三者に対する譲渡の問題点

当事者の一方が現状の合併事業に対し大きな不満を有し、あるいは財務上、戦略上の都合により合併事業から撤退する必要が生じ所有する株式を第三者に譲渡したいと表明した場合の問題である。5.1で述べたメリットを享受するためにも、合併会社の場合、株式譲渡制限が設けられるのが通常であるから、第三者への株式譲渡は他方当事者の事前の了解を得ることなしには困難である⁷⁾。

また、合併会社設立に際しては、合併契約だけでなく、原材料供給契約、

7) 非公開会社における株主間契約については田邊真敏「株主間契約と定款自治の法理」2010年10月（九州大学出版会）の第5節において詳しく考察されている。

製品販売契約，融資契約，ライセンス契約等と一緒にしている場合ほとんどであるために，撤退当事者がそれらの周辺契約上の義務を果たすことを確約しない限り，簡単には第三者を見つけことも困難である。さらに，株式に市場性のない非公開会社においては，株式を第三者に譲渡して資金を回収することは困難であり，譲渡制限はそのただでさえ難しい譲渡による資金回収を一層困難にする。

合併事業に残る非譲渡当事者の観点からは，当該合併事業は特定の共同事業者間の関係から生じる利益を獲得するために考案されたものであり，同様の貢献を合併事業に果たし得る第三者が現れる保証がないという懸念が生じるので，下記のような条件を規定しておく必要がある。

合意の要求：譲渡当事者は，他の当事者の合意を得ることを要求される。

先買権：非譲渡当事者は，譲渡当事者の株式を第三者の株式買収申込価格で買い取る権利を持つ。非譲渡当事者が買取りを拒否した場合，第三者に株式を譲渡することになる

第三者への譲渡を認める場合においても，譲渡時期についての規定を置く場合がある。譲渡可能時期は，一定の期間経過後，合併会社の存続中いつでも，理由の如何を問わない，一定の合併事業解消の事由の発生，というケースがあり，これらの様々な組み合わせがあり得る。

なお，新規株式取得者は，単なる株主ではなく合併会社の当事者としての役割を果たす必要がある。そのため，他のパートナーと撤退したパートナーとの間で合意されたすべての条件に服するとともに，撤退したパートナー（株式の譲渡当事者）が負担していた義務を承継することが通常である。通常，譲渡人の権利義務を承継することが合併契約中に定められる。

5.2.2 パートナーへの譲渡

当事者が撤退を望む場合には5.2.1で述べたように第三者への譲渡は非常に困難である。残存パートナーからすると，新たな第三者がパートナー

となることについて不安を抱くことになり、第一義的には第三者に優先して当該株式を買取ること（先買権の行使）が必要となってくる。

また撤退当事者にとっては、当該合併事業への参加を望む第三者を見つけるのが困難であり、合併事業の実務では残存当事者が先買権（First Refusal Right）の行使してくれる方を望むのが通常である。

「株式の譲渡制限」の条項例

1. いずれの当事者も、他方の当事者の書面による事前の同意と合併会社の取締役会の決議なしに、合併会社の株式または新株引受権の全部または一部を、他人または他の法人に対し売却・譲渡、質権設定・担保設定、その他の方法で処分してはならない。
2. いずれの当事者も、前項に従い株式を譲渡する場合、譲受人に本契約上の義務を引き継がせなければならない。

Restriction on Transfer of Shares

1. Without the prior written consent of the other party hereto and a resolution of the Board of Directors of JVC, neither party hereto may sell, transfer, pledge, mortgage or otherwise dispose of all or any part of its shares or its right to subscribe for new shares in JVC to any other person, firm or corporation.
2. If either party transfers its shares to a third party pursuant to the preceding paragraph, such party shall cause the transferee to assume the obligations under this Agreement.

5.3 譲渡制限の例外規定の問題

「合併会社の発行する株式については、他方の同意がない限り、第三者に譲渡してはいけない」という株式譲渡制限について、子会社や関係会社等のグループ会社に対する譲渡については例外として認められる規定を置く場合がある。選択と集中に伴う会社の戦略や持ち株会社化に伴って、当事者が自らのグループ会社に対して譲渡する必要がある場合に備えて、規定されることが多い。

「関係会社への譲渡」の条項例

第 条の定めにもかかわらず、いずれの当事者も他方に対する6か月前の事前の書面による通知により、自己の子会社に合弁会社の株式を譲渡することができる。ただし、譲渡人は、本契約に基づく権利および義務のすべても譲渡する。

Transfer to subsidiaries

Notwithstanding the foregoing Article XX, any of the parties (“Transferring Party”) hereto may make such transfer to its Subsidiary with the 6 month prior written notice to the other party; provided that the Transferring Party shall also assign all of its rights and obligations under this Agreement.

この条項は一見問題が無い様であるが、他方が自己の子会社に合弁会社の株式を譲渡し、その当該子会社の株式を第三者に売却した場合、残存当事者にとっては予想外の事態となってしまうので注意が必要である。

この状態を避けるには、合弁会社の当事者の株主が実質的に変更になった場合には、当該当事者の株式を先買権によって取得する条項等を規定しておく方策が考えられる。

6. 株式譲渡方法に係る様々な約定⁸⁾

6.1 第三者に譲渡する場合

6.1.1 先買権条項 (first refusal right)

株主が保有する合弁会社株式を第三者に譲渡する場合、第三者への譲渡条件と同じ条件で買い取る権利を合弁会社の他方株主に与えるという条項である。一定期間内に他方株主が買取らない場合にのみ、第三者に当初条件で譲渡することができる。もっとも一般的な条項の一つである。

8) 以下の例は「国際的な企業戦略とジョイント・ベンチャー」(商事法務2005年10月)中の第9章「ジョイント・ベンチャーの終了」(富澤敬勝)を参考にして整理・分類し、筆者が条項例を加筆した。

「優先先買権」の条項例

いずれかの当事者において、その所有する合弁会社の株式の全部または一部につき、第三者に売却、譲渡、移転、質入その他処分を望む場合には、

- (a) 譲渡を望む当事者（以下、本項においては「譲渡当事者」という）は、他方当事者（以下、本項においては「残留当事者」という）に対し、書面で株式の譲渡等を望む旨、および譲渡価格を提示（以下、本項においては「提示」という）する。
- (b) 前項の「提示」受領後30日以内に、残留当事者が提示された価格での譲り受けを承諾しない場合に限り、譲渡当事者はその所有する合弁会社の株式の全部または一部につき、第三者に売却、譲渡、移転、質入その他の処分をなすことができる。

First Refusal Right

In the event that, each party hereto shall desire to sell, transfer, assign, pledge or otherwise dispose of all or any part of its shares in JVC to any third party, then:

- (a) such party (in this clause referred to as the “Transferor”) shall give notice in writing to the other party (in this clause referred to as the “Continuing Party”) of such, desire and of its proposed price (in this clause referred to as the “Proposal”);
- (b) within thirty (30) days after receipt of the Proposal, the Continuing Party fails to accept the Proposal, the Transferor may sell, transfer, assign, pledge or otherwise dispose of all or any part of its shares in JVC to any third party.

6.1.2 共同売付請求権（tag-along right/piggy-back right）と一括売渡請求権（drag-along right/ bring along right）

共同売付請求権は追随売付請求権とも言い、合弁当事者の一方が第三者に株式を売却して合弁から離脱しようとする場合に、合弁当事者の他方も一定条件で自己の株式を当該第三者に売却することができる権利である。合弁事業から撤退しようとする当事者は自己の株式だけでなく、合弁会社の他方株主の分まで購入する第三者を見つけ出さない限り撤退できなくな

り、合併事業からの単独での敵前逃亡を許さない条項である。

一括売渡請求権は、デッドロック等のある一定の事項が発生し、合併当事者の一方が第三者に株式を売却して合併から離脱しようとする場合に、他の合併当事者の株式も強制的に当該第三者に売却してしまうことのできる権利である。購入希望者が合併会社を完全にコントロールできなければ株式を買取らない意思を示す場合に有効な条項である。

「共同売付請求権」の条項例

- 1 . 当事者のいずれか(「当初当事者」)が、第 条に従い合併会社の株式を第三者に譲渡する場合、当初当事者は他の当事者(「追随者」)の承諾を得るために譲渡条件を書面で追随者に通知しなければならない。追随者は上記通知後30日以内に当初当事者に対して、自ら保有する合併会社の株式を、当初当事者の譲渡と同一の条件・価格をもってかかる第三者に対して共同して売り付けることを請求することができるものとする。
 - 2 . 追随者がかかる共同売付けを請求し、かつ合併会社株式の譲受けを希望する第三者が当初当事者と約した株式数以上の買取りを希望しない場合は、当初当事者および追随者は、それぞれが保有し譲渡を希望した合併会社株式数の合計に対する各自の株式数の占める比率に応じて、当該第三者に株式を譲渡することができるものとする。
- 1 . In the event that, each party (in this clause referred to as the “Transferor”) hereto shall desire to sell, transfer or assign all or any part of its shares in JVC to any third party, Transferor shall make a prior written notice of sales conditions to the other party (in this clause referred to as the “Follower”) to get an approval of Follower. Within 30 days after receipt of such notice Follower may request Transferor that the Follower will sell its shares in JVC to such third party at the same condition and price as Transferor.
 - 2 . In the event such third party shall not desire to buy shares in JVC more than the number agreed with Transferor, Transferor and Follower shall sell shares in JVC to the third party concerned according to the ratio which each one of numbers of shares to the sum total of the number of shares in JVC stocks which each held and wished to sell.

「一括売渡請求権」の条項例

に定める事由が生じ、いずれかの当事者が合弁会社の株式を第三者に譲渡しようとする場合、当該当事者はその選択により、他の当事者が保有する合弁会社株式も併せて当該第三者に売り渡すことを請求できる権利を有するものとする。
When each party hereto shall sell its shares in JVC to a third party on account of occurrence of the event stipulated in Article XX, such party has the right to request the other party to sell other party's share in JVC to such third party together with such party.

6.2 合弁会社当事者間での譲渡

6.2.1 プットオプションとコール・オプション (put option/call option)

プット・オプション（売付権）とは、契約違反等の契約に規定した事項が発生した場合に自ら保有する合弁会社株式の買取りを一定の条件に従って合弁会社の他方当事者に請求する権利である。契約違反を理由に合弁事業から撤退することを可能にする。

これに対し、コール・オプション（買受権）とは、同様に一定の事項が発生した場合に他方当事者が保有する株式の買取りを一定の条件に従って請求することができる権利である。すなわち、他方当事者が契約違反をした場合に、他方を合弁事業から追放することを可能にする。

「プット・オプション」の条項例

1. 一方の当事者が本契約において重大な違反を犯した場合には、他の当事者は譲渡を希望する株式の数量を記載した通知を発送することにより、自己が保有する全部もしくは一部の株式を譲渡する権利を有する。
2. 株式の譲渡価格は両当事者が相互に了解した国際的に評判の高い公認会計士事務所によって決定されるものとする。しかし、そのようにして決定される価格は最も期近の会計年度の最終日の合弁会社の貸借対照表に示された帳簿価格より低額であってはならないものとする。

Put Option

- 1 . In the event that the other Party (BP) commits a material breach of this Agreement, Non Breaching Party (NBP) shall have the option to sell all or any of the NBP's Shares by issuing a notice which shall specify the number of shares intended to be sold.
- 2 . The price of the Shares shall be determined by a public accounting firm of international reputation and mutually accepted by both parties, provided, however, that the price so determined shall be not less than the book value of the as shown by the balance sheet of JVC as at the end of its most fiscal year.

「コール・オプション」の条項例

- 1 . 一方の当事者が本契約において重大な違反を犯した場合には、他の当事者は譲渡を希望する株式の数量を記載した通知を発送することにより、他の当事者の保有する全部もしくは一部の株式を買い取る権利を有する。
- 2 . 株式の譲渡価格は両当事者が相互に了解した国際的に評判の高い公認会計士事務所によって決定されるものとする。しかし、そのようにして決定される価格は最も期近の会計年度の最終日の合併会社の貸借対照表に示された帳簿価格より低額であってはならないものとする。

Call Option

- 1 . In the event that the other Party (BP) commits a material breach of this Agreement, Non Breaching Party (NBP) shall have the option to purchase all or any of the BP's Shares by issuing a notice which shall specify the number of shares intended to be purchased.
- 2 . The price of the Shares shall be determined by a public accounting firm of international reputation and mutually accepted by both parties, provided, however, that the price so determined shall be not less than the book value of the as shown by the balance sheet of JVC as at the end of its most fiscal year.

6.2.2 ロシアン・ルーレット/シュート・アウト (Russian roulette/shoot-outs) とバイ・セル (buy/sell)

ロシアン・ルーレット (シュート・アウト) とは譲渡希望当事者が、他方当事者に対して自らの持株をある一定の価格で買取するように請求する。

他方当事者がこれに応じて買取をしない場合には、逆に自ら他方の持株を同価格で買取することができる方式をいう。他方当事者は、譲渡希望者の価格が高いと考えれば、自己の株式を譲渡希望当事者に買い取らせることができ、安いと考えればその価格で買取れば良いので、適正な価格に誘導されるメカニズムが働くことが期待される。

バイ・セルとは、ロシアン・ルーレットとは逆に、当事者の一方が他方当事者が保有する合弁会社株式につき買取の申込をする。他方当事者が譲渡に応じない場合には自己の保有する株式を他方当事者が買取るように請求できる。譲渡申込を受けた当事者は、その申込を承諾するか、申込を拒絶して、逆にその価格で譲渡申込をした当事者から株式を買い取ることができる。買取申込当事者が、相手の持株を買い叩こうとして低廉な価格で申し込めば、逆に低廉な価格で買い取られてしまうおそれがあり、適正な価格に誘導されるメカニズムが働くことが期待される。

ロシアン・ルーレット及びバイ・セルとも、適正な価格が出されたとしても、逆提案するための買取資金を用意するだけの資金力のない合弁当事者には、不利に働くことになる。合弁当事者が不安定な立場に置かれるという意味では同じ欠点をもつ。

「デッドロックの解消・ロシアンルーレット」の条項例

合弁会社の株主総会または取締役会において、第 XX 条規定のデッドロックになった場合には、以下の手続きが行われるものとする。

1. (a) いずれかの当事者（以下、本条において「先通知者」という）が、他方当事者に対し、書面により、先通知者が所有する合弁会社の全株式を他方当事者に売却する場合の価格を通知する（以下、本条において「デッドロック通知」という）。
- (b) 「デッドロック通知」を受けた当事者は、通知受領後20日以内に以下の(i)および(ii)のいずれか一方を、任意に選択することができる。
- (i) 「デッドロック通知」に記載された価格で先通知者が保有する合弁会社の全株式を買い取る、または、

- (ii) 先通知者に対し、「デッドロック通知」に記載された価格で自己が保有する合弁会社の全株式を買い取るよう要求する。
2. 「デッドロック通知」を受けた当事者が、通知受領後20日間の上記期間内に、任意に(i)または(ii)のいずれかを選択しなかった場合には、(i)を選択したものとみなされる。
3. 上記 1.もしくは 2.により選択がなされた場合には、各当事者は、その選択日から30日以内に、選択したとおりの方法で株式の売買を完了するものとする。

Deadlock

In the event that the Meeting of the Stockholders or the Board of JVC come to a dead lock provided in Article XX, then the following procedure shall apply:

1. (a) either party (in this Article referred to as the “First Notice Party”) gives the other party a written notice which shall specify the price to offer all of its shares to the other party (in this Article referred to as the “Deadlock Notice”);
- (b) if the Deadlock Notice is given, then the other party shall, within a period of twenty (20) days after receipt of a Deadlock Notice, at its sole option elect either:
- (i) to purchase all of the First Notice Party's shares at the price stated in the Deadlock Notice; or
- (ii) to require the First Notice Party to purchase all of shares collectively held by the other party at the price stated in the Deadlock Notice.
2. If no election is made in writing by that other party within the said period of twenty (20) days after receipt of the Deadlock Notice, then it shall be deemed to have elected for option (i).
3. When an election under above-mentioned 1. or 2. is duly made, the parties shall be bound to complete the sale and purchase of the relevant shares at the relevant price within thirty (30) days after such election.

「バイ・セル」の条項例

合弁会社の株主総会または取締役会において、第 XX 条規定のデッドロックになった場合には、以下の手続きが行われるものとする。

1. (a) いずれかの当事者（以下、本条において「先通知者」という）が、他方

当事者に対し、書面により、他方当事者が所有する合弁会社の全株式を先通知者が買取る場合の価格を通知する（以下、本条において「デッドロック通知」という）。

(b) 「デッドロック通知」を受けた当事者は、通知受領後20日以内に以下の(i)および(ii)のいずれか一方を、任意に選択することができる。

(i) 「デッドロック通知」に記載された価格で他方当事者が保有する合弁会社の全株式を売却する、または、

(ii) 先通知者に対し、「デッドロック通知」に記載された価格で先通知者が保有する合弁会社の全株式を売却するよう要求する。

2. 「デッドロック通知」を受けた当事者が、通知受領後20日間の上記期間内に、任意に(i)または(ii)のいずれかを選択しなかった場合には、(i)を選択したものとみなされる。

3. 上記1.もしくは2.により選択がなされた場合には、各当事者は、その選択日から30日以内に、選択したとおりの方法で株式の売買を完了するものとする。

In the event that the Meeting of the Stockholders or the Board of JVC come to a dead lock provided in Article XX, then the following procedure shall apply:

1. (a) either party (in this Article referred to as the “First Notice Party”) gives the other party a written notice which shall specify the price to offer all of the other party's shares to First Notice Party (in this Article referred to as the “Deadlock Notice”);

(b) if the Deadlock Notice is given, then the other party shall, within a period of twenty (20) days after receipt of a Deadlock Notice, at its sole option elect either:

(i) to sell all of the other party's shares at the price stated in the Deadlock Notice; or

(ii) to require the First Notice Party to sell all of shares collectively held by the First Notice Party at the price stated in the Deadlock Notice.

2. If no election is made in writing by that other party within the said period of twenty (20) days after receipt of the Deadlock Notice, then it shall be deemed to have elected for option (i).

3. When an election under above-mentioned 1. or 2. is duly made, the parties

shall be bound to complete the sale and purchase of the relevant shares at the relevant price within thirty (30) days after such election.

6.2.3 テキサス・シュート・アウト (Texas shoot-out) と封印公正価格入札 (Fairest sealed bid)

合弁当事者の一方が、他方当事者の持株を申込価格で買収する意思表示を行った場合、他方当事者は、一定期間の間に当該買収申込を承諾するか、逆に申込当事者の持株を買収するかを選択できる。後者を選択した場合、バイ・セル方式と異なり、価格決定を入札方式により行う方式である。この方式では、高い価格を出した方に株式が譲渡されるのであるから、資金力のない当事者に不利な仕組みである。

テキサス・シュート・アウトによく似た方式に封印入札 (highest sealed bid) がある。各合弁当事者は、テキサス・シュート・アウトと同様に他方当事者の持株を買収提案するための入札を行うが、高い価格を出した方が権利を得ることにはならない。すなわち、事前に両当事者により第三者が選任され、当該第三者が独立の鑑定人の評価額や合弁契約に定める評価方法に従った価格に基づいて公正価格を決定しておく。その後に入札が行われるが、落札は入札価格の高い方ではなく、第三者の入札立会人が公正価格に最も近いと判断した札に決められる。資金力のある当事者が一方的に有利になることを防げるので、上記ロシアン・ルーレット、バイ・セル、テキサス・シュート・アウトの短所を是正した仕組みである。

落札できなかった合弁当事者は、自らの持株の売却をするか、またはデッドロックなど紛争事項に関して、他の合弁当事者の提案に同意しなければならない。

「テキサス・シュート・アウト」の条項例

(a) いずれかの当事者(以下、本条において「先通知者」という)が、他方当事者に対し、書面により、他方通知者が所有する合弁会社の全株式を申込み価格

で購入する旨の通知をする（以下、本条において「申込通知」という）。

- (b) 「申込み通知」を受けた当事者は、通知受領後20日以内に以下の(i)および(ii)のいずれか一方を、任意に選択し先通知者に対し通知する。
 - (i) 「申込み通知」に記載された価格で先通知者に自己が保有する合弁会社の全株式を売り渡す、または、
 - (ii) 先通知者が保有する合弁会社の全株式を買い取る。
- (c) 上記の(ii)が選択された場合、両当事者は通知後10日目に合弁会社の1株当たりの購入希望価格を交換し、購入希望価格が高い当事者が他方の株式を購入する権利を得るものとする。各当事者は、その交換日から30日以内に、株式の売買を完了するものとする。

In the event that the Meeting of the Stockholders or the Board of JVC come to a dead lock provided in Article XX, then the following procedure shall apply;

- (a) either party (in this Article referred to as the “First Notice Party”) gives the other party a written notice which shall specify the price to purchase all of the other party's shares (in this Article referred to as the “Offer Notice”);
- (b) if the Offer Notice is given, then the other party shall, within a period of twenty (20) days after receipt of the Offer Notice, at its sole option elect either and give a notice to the First Notice Party:
 - (i) to sell all of the own shares to the First Notice Party at the price stated in the Offer Notice; or
 - (ii) to purchase all of the First Notice Party's shares.
- (c) When an election under above-mentioned (b) (ii) duly made, the parties shall exchange the purchase price per share of JVC at the tenth (10) day after such notice and the party who offers higher price than one of the other party is entitled to purchase the relevant shares of the other party. The parties shall be bound to complete the sale and purchase of the relevant shares at the relevant price within thirty (30) days after such election.

「封印公正入札」の条項例

- (a) いずれかの当事者（以下、本条において「先通知者」という）が、他方当事者に対し、書面により、他方通知者が所有する合弁会社の全株式を申込み価格で購入する旨の通知をする（以下、本条において「申込通知」という）。

- (b) 「申込み通知」を受けた当事者は、通知受領後20日以内に以下の(i)および(ii)のいずれか一方を、任意に選択し先通知者に対し通知する。
- (i) 「申込み通知」に記載された価格で先通知者に自己が保有する合弁会社の全株式を売り渡す、または、
- (ii) 先通知者が保有する合弁会社の全株式を買い取る。
- (c) 上記の(ii)が選択された場合、両当事者は協議の上通知後10日目以内に独立の鑑定人を指名する。独立の鑑定人は指名後30日以内に合弁会社の公正価格を決定し、決定した旨を両当事者に通知する。
- (d) 両当事者は鑑定人からの通知後10日以内に合弁会社の1株当たりの購入希望価格を独立鑑定人通知する。鑑定価格に近い当事者が他方の株式を購入する権利を得るものとする。各当事者は、その交換日から30日以内に、株式の売買を完了するものとする。

In the event that the Meeting of the Stockholders or the Board of JVC come to a dead lock provided in Article XX, then the following procedure shall apply:

- (a) either party (in this Article referred to as the "First Notice Party") gives the other party a written notice which shall specify the price to purchase all of the other party's shares (in this Article referred to as the "Offer Notice");
- (b) if the Offer Notice is given, then the other party shall, within a period of twenty (20) days after receipt of the Offer Notice, at its sole option elect either and give a notice to the First Notice Party:
- (i) to sell all of the own shares to the First Notice Party at the price stated in the Offer Notice; or
- (ii) to purchase all of the First Notice Party's shares.
- (c) When an election under above-mentioned (b)(ii) duly made, the parties shall consult with each other and nominate an independent appraiser within tenth (10) days after such notice. The independent appraiser make decision on an appraisal price of the share of JVC and notify the parties of completion of its appraisement with thirty (30) days after the nomination.
- (d) The parties shall furnish its purchase price per share of JVC to the appraiser within ten (10) day after such notification. The party who offers closer price to the appraisal price shall be entitled to purchase the relevant shares of the other party. The parties shall be bound to complete the sale and

purchase of the relevant shares at the relevant price within thirty (30) days after such election.

6.2.4 叩き売り（Sales shoot-out）

一方の合併当事者が他方当事者に、自らの持株を申込価格で譲渡する意思表示を行い、これに対し申込みを受けた他方当事者は一定期間内に、当該価格で買取することを承諾するか、申込合併当事者の価格より低廉で自らの持株を譲渡する旨の反対申込をするかを選択する。

後者が選択された場合、反対申込を受けた当社申込当事者は、事前に定められた減額率よりさらに低い価格で自己の株式を譲渡する旨の申込みを選択できる。どちらかの当事者が他方当事者の持株を買取する意思表示を行うまで、これが続けられる。

1 回行われるごとに、一定のパーセンテージまで売却価格が毎回下がることになるので、ある段階で譲渡が実現できる仕組みである。

「叩き売り」の条項例

1. (a) いずれかの当事者（以下、本条において「先通知者」という）が、他方当事者に対し、書面により、先通知者が所有する合併会社の全株式を他方当事者に売却する場合の価格を通知する（以下、本条において「売却通知」という）
 - (b) 「売却通知」を受けた当事者は、通知受領後10日以内に以下の(i)および(ii)のいずれか一方を、任意に選択することができる。
 - (i) 「デッドロック通知」に記載された価格で先通知者が保有する合併会社の全株式を買い取る、または、
 - (ii) 先通知者に対し、「売却通知」に記載された価格より5%以上低い価格で自己が保有する合併会社の全株式を買い取るよう要求する。
2. 「売却通知」を受けた当事者が、1.(b)(ii)を選択した場合には、先通知者は他方当事者の株式を買い取るか、他方当事者の価格より5%以上低い価格を提示するかを通知受領後10日以内に選択する。
3. 当事者のいずれかが他方の株式を購入する選択が行われるまで上記を繰り返す。

すものとする。

- 4 . 1. の通知の日から3か月以内に売買が成立しない場合は、当事者は合併会社を解散する手続きに入るものとする。
- 1 . (a) either party (in this Article referred to as the “First Notice Party”) gives the other party a written notice which shall specify the price to offer all of its shares to the other party (in this Article referred to as the “Sellout Notice”);
 - (b) if the Sellout Notice is given, then the other party shall, within a period of ten (10) days after receipt of the Sellout Notice, at its sole option elect either:
 - (i) to purchase all of the First Notice Party's shares at the price stated in the Deadlock Notice; or
 - (ii) to require the First Notice Party to purchase all of its shares collectively held by that other party at the price more than five percent (5%) discount from the price stated in the Deadlock Notice.
- 2 . If 1.(b)(ii) is selected in writing by that other party, First Notice Party shall select either acceptance of the other party's offer or re-offer to sell its shares to the other party the price more than five percent (5%) discount from the price stated in other party's notice within ten (10) days after receipt of such notice.
- 3 . The abovementioned procedure shall be repeated until one party selects to purchase all of the other party's share.
- 4 . Notwithstanding the abovementioned 3 if the sale and purchase of the relevant shares is not be completed, the parties shall enter into any arrangement of dissolution of JVC.

6.2.5 割引・割増譲渡 (Discount/premium transfer)

デッドロックが発生し合併当事者がその解決に失敗するなど、ある一定の事項が発生した場合に、あらかじめ決められた方式により合併会社の株式の公正価格を決定し、その価格を基準にして譲渡を行う方式である。

合併当事者の一方の請求により、公正価格が決定すると、他方合併当事者は一定期間内に、価格決定の請求をなした合併当事者から当該当事者の

保有する持株を事前合意による割引率（たとえば80%）を乗じて買収するか、請求合併当事者に対しプレミアム（たとえば20%）を乗せて自ら保有する合併会社の株式を売却するか、を選択できる。

この方式では、権利行使する合併当事者は、譲渡の選択権を相手の手に委ねてしまうという予測不可能な状態に置かれる。また、評価額以下での譲渡、評価額以上での買収という不合理な選択しかできないのが特徴である。これによりデッドロックを抑止する機能を果たすことが期待される。

「割引・割増譲渡」の条項例

合併会社の株主総会または取締役会において、第 XX 条規定のデッドロックになった場合には、以下の手続きが行われるものとする。

- (a) いずれかの当事者（以下、本条において「先通知者」という）が、他方当事者に対し、書面により、合併会社の株式を第 X 条記載する第三者に評価させる手続きに入る旨の通知をする（以下、本条において「評価通知」という）。
- (b) 「評価通知」を受けた当事者は、当該第三者からの評価価格の受領後20日以内に以下の(i)および(ii)のいずれか一方を、任意に選択し先通知者に対し通知する。
 - (i) 評価価格の20%割増価格で先通知者に自己が保有する合併会社の全株式を売り渡す、または、
 - (ii) 先通知者に対し、評価価格の20%減額価格で先通知者が保有する合併会社の全株式を買い取る。

Discount/premium transfer

In the event that the Meeting of the Stockholders or the Board of JVC come to a dead lock provided in Article XX, then the following procedure shall apply:

- (a) either party (in this Article referred to as the “First Notice Party”) gives the other party a written notice which the First Notice Party shall start to have the third party provided in Article X evaluate the price of shares of JVC (in this Article referred to as the “Evaluation Notice”). Such third party shall give the parties a report of the “Evaluation Price” within one (1) month after the Evaluation Notice;
- (b) if the Evaluation Notice is given, then the other party shall, within a period

of twenty (20) days after receipt of the Evaluation Price, at its sole option elect either and give a notice to the First Notice Party:

- (i) to sell all of the own shares to the First Notice Party at the premium price which is one hundred and twenty percent (120%) of the Evaluation Price; or
- (ii) to purchase all of the First Notice Party's shares at the discount price which is eighty percent (80%) of the Evaluation Price.

参考文献一覧

- ・龍田節「会社法大要」有斐閣 2007年5月
- ・江頭憲治郎「株式会社法 第2版」有斐閣 2008年2月
- ・ジョイント・ベンチャー研究会編・著「ジョイント・ベンチャー契約の実務と理論」(判例タイムス社 2006年7月)
- ・淵邊善彦他「合併会社の設立・運営・解消」(商事法務1699・1700号)
- ・立案担当者による合併会社法の解説(別冊商事法務295号)