

# 上場廃止と会社法規整

小 松 卓 也

- 一 緒 論
- 二 上場廃止の概念的整理
- 三 取引所法に基づく上場廃止の手続き
  - (1) 取引所法の規定
  - (2) 証券取引所の規則
- 四 会社法の観点からの上場廃止
  - (1) マクロトン事件
  - (2) 株主総会の決議
  - (3) 株主総会における取締役の説明義務
  - (4) 少数株主に対する買付申込の呈示義務
  - (5) 審判手続きの採否
- 五 会社法上の規整の必要性
  - (1) 前説
  - (2) 上場廃止を行なう目的
  - (3) 会社法規整の不要説
  - (4) 会社法規整の必要説
- 六 結 語

## 一 緒 論

不特定多数の出資者から資金を募りつつ事業を行なう場合、株式会社という制度がそれに適していることは、今更ここで指摘するまでもない。また、多数の者が株式会社への出資を容易に行なうことができるという

点では、高度に組織化され十分な機能性をもった株式市場が大きな役割を果たしているのも、周知の事実である。

株式会社は、そのような株式市場においていわゆる上場を果たすことによって、多数の一般投資者から資金を調達できることになる。しかしその反面、会社は、市場を通して株式の売買を行なう投資者を、不特定かつ多数抱え込むことにもなるのである。そして、株式市場においては、株式の売買にさいして投資者がとる合理的な行動が一定の保護を受けようのために、また、会社が行なうそうした資金調達が然るべき成功を収めようのために、株式の取引についてあるいは発行会社などに対して、特別な規律を施す必要がでてくるのである。要するに、株式会社のなかでも、その株式が上場されているか否かによって、とりわけ株主を取り巻く状況が大きく異なってくる、ということが出来る。

ところで、株式会社法の仕組みを設計するにあたっては、株主や債権者、経営者などの利害を、ある意味において抽象的に思案する、という作業を行なうことになる。その場合において、会社の株式が上場されているか否かという点が、上述のような状況を鑑みて、とくに株主の利害状況に対して重大な影響を及ぼすとすれば、会社法の観点から、株式会社が上場を行なうあるいは上場を廃止するという局面について、少なくとも検討しておく必要性が、あるようにも思われる。

そこで、本稿では、とくに上場廃止の局面における会社法上の問題点を取り上げた。もっとも、その理由は、近年ドイツにおいて、上場廃止に関する議論が活発に行なわれていることに着目したからである。そして、本稿の内容は、あくまでドイツ法上の文献を素材として、議論を展開したにすぎないものである。とはいえ、わが国において、少なくともこれまでの学説上の議論においては、会社法の観点から上場廃止の局面について検討したものが寡少であったという状況からすれば、本稿は、多少なりとも議論の素材を呈示するという点でも、ある程度の意義をもちうるのではないかと考える。<sup>(1)</sup>

## 二 上場廃止の概念的整理

本稿において議論の対象とする上場廃止 (Delisting) とは何か、ドイツにおけるその概念的な整理をしておこう。

まず、「上場廃止」という概念は、学説において一義的に画定されている訳ではないようである。<sup>(2)</sup> さしあたり、ある会社がその株式の取引に関して公的な取引所 (öffentlichen Börse) から撤退する場合を、上場廃止とよぶことができる。<sup>(3)</sup> さらに、そうした上場廃止は、「正規の上場廃止 (reguläres Delisting)」および「冷淡な上場廃止 (kaltes Delisting)」の二つの種類に区別される。<sup>(4)</sup>

正規の上場廃止とは、ある取引所に既に上場している会社が当該取引所に対して上場承認の取消しの申請を行ない、そしてそれに基づく取引

---

(1) ところで、上場廃止が実際にどれだけ行なわれているかあるいはどの程度必要視されているかという点も、研究の重要性に関わることである。しかし、本稿は、ある種の法的な現象としての上場廃止という局面を解明することを、意図するものである。なお、本稿でいう「会社法」とは、さしあたり、伝統的な意味での「会社法」を指すものとしておきたい。

(2) Vgl. Pfüller/Anders, Delisting-Motive vor dem Hintergrund neuerer Rechtsentwicklungen, NZG 2003, 459 (beck-online より参照)。

(3) 本文の表現は、あくまで一応の説明である。ドイツの実際の状況に即して言うと、現行株式法第3条2項によれば、上場会社とは、「国家が承認した機関により規制および監視され、規則正しく開催され、かつ、公衆に対して直接的ないし間接的に開かれている、という市場において、その株式が取引されている会社」と定義されている。そして、それに該当する市場には、「公定取引 (Amtlicher Handel)」および「規制市場 (Geregelter Markt)」と呼ばれる市場が含まれるという。他方、「自由市場 (Freiverkehr)」と呼ばれるものは、前二者と同様に取引所の一部門ではあるが、当該市場には含まれないようである。以上につき、正井章彦「上場会社と非上場会社の区分」大阪学院大学法学研究第26巻1号53頁以下(1999)、日本証券経済研究所編・図説ヨーロッパの証券市場126頁(岩田健治執筆)(2000)参照。

(4) 以上、Pfüller/Anders, a. a. O. Fn. 2, S. 459f.

所の上場承認の取消しの決定により、上場廃止に至るというかたちである。他方、冷淡な上場廃止とは、会社法や組織変更法の規定に基づいて、上場会社が上場適格のない会社形態への組織変更を行なうことや、上場会社が非上場会社へ吸収合併される場合、上場会社が解散しつつ上場適格のない会社へ財産移転を行なう場合など<sup>(5)</sup>、すなわち、間接的な経路によって、結果的に、取引所での取引が終了するというものである<sup>(6)</sup>。

また、正規の上場廃止は、いわゆる完全な上場廃止と部分的な上場廃止というかたちでも分類される。そのうち、完全な上場廃止とは、概して言うところ、上場会社がその株式について取引所での取引から完全に退くことである<sup>(7)</sup>。他方、部分的な上場廃止とは、完全な上場廃止には当たらず、かつ、次のような場合である。すなわち、国外の取引所を含めた複数の取引所に上場しており、そのうちの一部の取引所から撤退する場合、つまり、ある取引所において上場廃止したあとでも他の取引所においていまだ取引が行なわれている場合や、同一の取引所においてある市場から撤退しつつ別の市場に取引を移行する場合が、これに該当する<sup>(8)</sup>。

本稿では、上述のような各種の態様のうち、とくに断らない限り、正規の上場廃止の場合でかつ完全な上場廃止の場合を「上場廃止」と表現

(5) 以上、Pfüller/Anders, a. a. O. Fn. 2, S. 460, 462.

(6) Adolff/Tieves, Über den rechten Umgang mit einem entschlossenen Gesetzgeber: Die aktienrechtliche Lösung des BGH für den Rückzug von der Börse, BB 2003, 797, 805 (beck-online より参照).

(7) Pfüller/Anders, a. a. O. Fn. 2, S. 459f. なお、「公定取引」および「規制市場」から撤退した場合は、たとえその後も「自由市場」での取引が行なわれようとも、完全な上場廃止に当たると考えられている。Vgl. Pfüller/Anders, a. a. O., S. 460.

(8) Pfüller/Anders, a. a. O. Fn. 2, S. 460. なお、本文で述べたような上場廃止とは別に、上場を継続するために必要とされる事由が満たされなくなった場合に、取引所が職権により上場廃止を決定する場合があることは、言うまでもない(たとえば、取引所法第38条3項)。Vgl. auch Pfüller/Anders, a. a. O. Fn. 2, S. 459.

することにして、叙述を進めていくことにする。<sup>(9)</sup>

### 三 取引所法に基づく上場廃止の手続き

#### (1) 取引所法の規定

ところで、会社がその株式をいったん上場してしまえば、それ以降は、客観的に定められた上場基準を満たさない状況にならない限りは上場を継続しなければならない、とするのであれば、会社が上場を決断するさいのいわば敷居が高くなってしまう。その反対に、会社からの申請によって取引所から自発的に撤退することができるという方法があれば、会社が上場を執行するという局面でも、より積極的に決断できるようになる。<sup>(10)</sup>

そこで、そうした上場廃止の道を法的に確保しておくという観点から、1998年の第三次金融市場振興法 (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz) によって、取引所法 (Börsengesetz) 第43条4項に、会社からの申請による上場廃止の場合について定められた。そして、2002年の改正により、<sup>(11)</sup> 現在は、同法第38条4項に同じ内容の規定が置かれている。

---

(9) さらに、上場廃止にはなっても株式の譲渡制限は付されていない、という状況を想定する。日本法上の議論ではあるが、株式の譲渡制限と上場との関係については、「証券取引所は、基本的には株式の譲渡制限のある会社の上場を認めていない。取引所市場という公開の市場で誰でもが自由に購入できる株式について、その購入した株式の権利が制限されることはあってはならないからである。したがって、東証の株券上場審査基準には『株式の譲渡制限』の項目があって、譲渡制限を行っている会社の株券は上場できないことになっている。しかし、会社が定款に譲渡制限の規定を置く意味は、会社に対する関係で株主になる者(名簿上の株主)を会社が決めることにあるのだから、売買とは切り離して考えることもできる」(河本一郎＝大武泰南・証券取引法読本(第6版)423頁(2004))と説明されている。

(10) 以上, Krämer/Theiss, Delisting nach der Macrotron-Entscheidung des BGH, AG 2003, 225, 226.

(11) 以上, Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 230. 同規定は、その文言から、

[取引所法第38条4項]

取引所は、発行者の申請によって、公定市場 (amtlichen Markt) へのその参加の承認を、取消することができる。取消しの決定は、投資者保護に反するものであってはならない。当該上場承認機関は、発行者の負担の下で、少なくとも広域に及ぶ刊行誌 (Börsenpflichtblatt) において、取消しの決定を遅滞なく公表しなければならない。取消しの公表から発効までの期間は、二年を超えてはならない。取消しに関する詳しい規定は、取引所規則において定められる。

(2) 証券取引所の規則

取引所法第38条4項によれば、各々の取引所が、上場廃止についてのより具体的な規則を定め、そして、それら取引所の裁量的な判断によって、上場承認取消しの決定すなわち上場廃止の決定を行なうことになる。もっとも、当該決定にあたっては、同条に定められているように、「投資者の保護」に反しないことが求められる<sup>(12)</sup>。以下では、この問題に関し

---

公定取引での上場を指しているが、取引所法第53条2項は、第38条が規制市場にも適用される旨を定めている。

(12) Pfüller/Anders, a. a. O. Fn. 2, S. 463. また、株主は、上場廃止の決定という行政行為 (Verwaltungsakt) に対して、異議申し立ておよび取消しの訴えの提起を行なうことができるという。Hüffer, Aktiengesetz, 6. Auflage, §119 Rn. 22 (2004). なお、たとえばフランクフルト証券取引所は、かつてその運営会社であったフランクフルト証券取引所株式会社を母体として誕生した、ドイツ証券取引所株式会社の下で運営されている (吉川真裕「ドイツ証券取引所の Xetra」証券経済研究第27号20頁以下 (2000))。そこで、行政法との関係が疑問として生じうる。これに関して、「ドイツにおける取引所法制は、取引所法が基本法であるが、同法は取引所を州政府の認可制としているものの法律的な定義をしていない……したがって、ドイツでは取引所は商取引を容易に行うための『集会』であって、それ自体は権利主体ではないとされる。もっとも、権利主体ではないといっても、取引所の一切の管理業務 (会員にあたる入場者の選抜, 取引所価格決定, 証券の上場とその管理など) は取引所理事会, 名誉裁判所, 上場認可委員会など

てのフランクフルト証券取引所の規則（BörsO FWB）についてみておこう。

同取引所の規則では、かつては、上場承認取消しの申請が認められるためには、当該会社の株主に向けてその持株に対する買付申込が呈示されることを要件としていた。<sup>(13)</sup>ところが、同規則は2002年に改正され、さらに同じ内容のまま改組されて、現在の BörsO FWB 第58条に至って<sup>(14)</sup>いる。

[フランクフルト証券取引所規則第58条]<sup>(15)</sup>

- (1) 取引所は、発行者の申請に基づく、公定市場（amtlichen Markt）へのその参加の承認の取消しを、それが投資者の保護に反しない場合には、行なうことができる。とりわけ以下の場合には、取消しが投資者の保護の抵触することはない。
  - ① （部分的上場廃止の場合の規定により省略）
  - ② [完全な上場廃止の場合に該当する——筆者注] 証券を投資者が取引所において売却できる十分な時間が、当該取消しの決定の公表後において残されている場合。
- (2) （第1文および第2文は、第1項1号の場合につき省略）第1項2号の場合、取消しは、その公表後6か月で効力を生じる。
- (3) 取引所は、第2項の2文および3文に定められた期間の短縮を、そ

---

の取引所機関の自治によっておこなわれる。このため、取引所管理上の措置は、取引所認可それ自体が州政府による権利設定行為であることから『行政行為』とみなされ、これら取引所機関は行政訴訟当事者とみなされるのである」（二上季代司「ドイツ取引所の上場制度再編」証研レポート1615号6頁以下（2003））と説明されている。

(13) 当時の第54a条である。Vgl. NJW 2003, 1034（後掲するマクロトン事件のBGH判旨）；Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 231.

(14) Vgl. Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 231.

(15) 規則は、2005年2月1日現在のものである。なお、[http://deutscheboerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb\\_navigation/home](http://deutscheboerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/home)より参照。

れが投資者の利益に反するのではないならば、発行者の申請により、行なうことができる。

ところで、ここで若干先回りして議論を展開すると、上場廃止が行なわれた場合、当該会社の株主にとっては、持株をその取引所における市場において売却できなくなってしまうという点が、懸念されることになる。これについて、フランクフルト証券取引所における現行規則では、上記規定のように、株主が持株を市場で売却できるように一定の期間を保証するというかたちで、対処しているのである。

他方、かつてのフランクフルト証券取引所の規則と同様に、他の取引所の規則には、上場廃止が行なわれる場合、株主に対して買付申込が行なわれることを要件とするものもあるようである。<sup>(16)</sup>

これらの規律は、投資者の保護を考慮するものであり、ひいては株主の保護という問題と重なりうるものではあるが、さしあたり会社法の観点から出てきたものではない。<sup>(17)</sup>しかし、次節以下でみるように、ドイツでは、とくに近時において、会社法の観点からも、上場廃止の局面が重大な議論の対象となってきたのである。

---

(16) むしろ、上場廃止にさいして株主に対する買付申込の呈示を要件とする規則を置く取引所のほうが、多数派のようである。買付申込を要件としない取引所として、フランクフルト、シュトゥットガルト、ブレーメンを挙げる文献 (Adolff/Tieves, a. a. O. Fn. 6, S. 805)、あるいは、フランクフルトとブレーメンを挙げる文献 (Streit, Anmerkung, ZIP 2003, 392, 395) がある。

(17) 取引所法の基づく規律は、いわゆる「資本市場法」という枠組みで語られている。Vgl. etwa Zetzsche, Reguläres Delisting und deutsches Gesellschaftsrecht, NZG 2000, 1065 (beck-online より参照); Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 230ff.



#### 四 会社法の観点からの上場廃止

##### (1) マクロトロン事件

ドイツでは、近時、連邦通常裁判所が、いわゆるマクロトロン事件において、上場廃止に関する注目すべき判決を下した<sup>(18)</sup>。そこで、まずは、同判決をもとにして、上場廃止の局面に対する会社法の観点からの洞察を深めることにしよう。その事案は、次のようなものである。

上場株式会社Y（被告）は、資本金1100万 DM を保有し、それは普通株と無議決権優先株とが半分ずつ占めるものであった。その大部分を外国企業が保有しており、残りの少数持分割合は、普通株が1.07%、優先株が8.5%であった。そして、Yの株式は、フランクフルトおよびバイエルの取引所に上場されていた。

1999年に開催されたYの株主総会では、上記双方の取引所における上場の取消しを申請する権限を取締役に授権する、という旨を承認する決議などが行なわれた。それに対して、Yの株主であるX（原告）が当該決議の取消しなどを求めたのが、本件である。

Yの主張によれば、上場廃止を申請する理由として、上場継続に伴うコストに比して、少数持分に当たる株式の取引所における取引が低調であること、および、当該取引が低調であることに起因して、Yの事業展開からは説明できない突飛な相場変動が生じており、Yにとって有害であり相場操縦の危険があること、があるという。また、本件では、上場廃止に伴って、Yの大株主が少数株主の全ての持株に対して買付申込を行なうことが、予定されていた。

そして、ミュンヘン地方裁判所<sup>(19)</sup>、ミュンヘン上級地方裁判所および連

---

(18) BGH 2002年11月25日判決=NJW2003, 1032 (beck-online より参照)。

(19) LG München 1999年11月4日判決=ZIP1999, 2017. 同判決については、以下、「LG」判決と表記する。

(20) OLG München 2001年2月14日判決=ZIP2001, 700. 同判決については、

邦通常裁判所は、いずれも、Xの行なった当該決議取消しの訴えを斥けた。

さて、本件は、まさに正規かつ完全な上場廃止が問題となった事案である。さしあたり本件取消しの訴えに関してのBGHの結論の大枠を示しておこう。<sup>(21)</sup>すなわち、①上場廃止を申請する権限を取締役に与えるために、株主総会の普通決議が必要である。②ただし、当該決議にあたっての取締役による説明文書の呈示は不要である。③会社ないし大株主は、少数株主に対して買付申込を行なうことを義務づけられる。④当該買付申込の条件については、裁判上の手続きによってその適正さが審査される。

以下では、これらの問題点ごとに、LG、OLG およびBGHの各判旨、さらに学説上の議論を、まとめて扱うことにする。<sup>(22)</sup>

## (2) 株主総会の決議

まず、会社が取引所に対して上場廃止を申請するにあたって、申請を行なう取締役に対する株主総会の授権決議が必要か否かが、問題とされている。すなわち、株式法第119条には株主総会の決議事項が定められているが、<sup>(23)</sup>上場廃止については、株式法において規定されていないので

---

以下、「OLG」判決と表記する。

(21) なお、Vgl. etwa Benecke, Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen des Delisting, WM 2004, 1122.

(22) そうした叙述方法のほうが、読者の方々が上場廃止の局面における議論状況を把握しやすいのではないかと考えたからである。

(23) 株式法第119条は、第1項において、「株主総会は、法律および定款に明示して定められた事項について、決議を行なう。とりわけ、以下のものがそれに該当する。①監査役の選任、②利益処分、③取締役および監査役の免責、④会計監査人の選任、⑤定款変更、⑥資本の増減、⑦検査役の選任、⑧会社の解散」とし、第2項で、「業務執行の問題については、取締役が必要とする場合に限り、株主総会が決議を行なうことができる」と定める。日本語訳については、森本滋編著・比較会社法研究151頁以下（小

<sup>(24)</sup>  
ある。

LG, OLG および BGH の各判決は全て、当該場合において総会の普通決議を要するとした。<sup>(25)</sup>しかし、その理由付けは同じではない。

OLG は、まず、「BGH による Holzmüller 判決の原則によれば、法律によって総会の権限とされたもの（株式法第119条）と同程度の会社の措置は、総会の不文の権限事項である。すなわち、取締役の裁量的判断に委ねることが容認されえない程に、株主としての権利および利益が大きく左右される、という決定が行なわれる場合が、それに該当する<sup>(27)</sup>」と述べた。そして、「上場廃止に伴って持分の取引機会は制限されるが、それが、取引所法や証券取引法による開示義務および行為義務による負担が上場廃止によって免れることになるのと比べて、釣り合わない程大

---

柿徳武執筆）（2003）も参照。

(24) 上記 LG 判決＝ZIP 1999, 2019 参照。

(25) 他方、部分的上場廃止の場合は、株主総会による当該授権決議は必要ないと考えられている。Essers/Weisner, Anforderungen des BGH an den Rückzug von der Börse—die Macrotron-Entscheidung des BGH, DStR 2003, 985, 986 (beck-online より参照); Streit, a. a. O. Fn. 16, S. 393. もっとも、公定取引から規制市場への市場の移行は、株式の取引可能性を低下させるから、当該決議を要するという見解もある。Heidel, Anmerkung, DB 2003, 548.

(26) 同判決の紹介として、ヴォルフラム・ミュラー＝フライエンフェルス（前田重行訳）「1981年から1982年にかけてのドイツ連邦共和国における商法の発展について」日独法学第8号124頁以下（1984）、早川勝「コンツェルンにおける上位会社の局外株主の保護」産大法学第19巻4号15頁以下（1986）、神作裕之「純粹持株会社における株主保護（中）」商事法務1430号13頁以下（1996）、伊藤靖史「子会社の基礎的変更への親会社株主の関与」同志社法学第51巻2号59頁以下（1999）、前田重行「持株会社における経営参加権の確保」企業結合法の現代的課題と展開（田村諄之輔先生古稀記念論文集）194頁以下（2002）参照。なお、BGH から、Holzmüller 判決を補足するものとして、2004年にいわゆる Gelatine 判決が出されている。早川勝「持株会社による事業統合の問題点」判例タイムズ1158号142頁以下（2004）参照。

(27) ZIP 2001, 703.

きいような場合には、株主の経済的利害が強く関わってくることになる。株式の取引可能性の制限は、とくに少数株主の本来の投資判断と重要な関係をもつ。すなわち、株式所有の属性としての取引可能性の意義は、上場会社への出資の場合、とりわけ、少なくとも機能性のある資本市場において、株主が持株を然るべき価格で売却できる機会を実際にもっている、という点にある。小口保有の株主にとって、株式の魅力はまさに、その資金が長期的に拘束されることなく、いつでも素早く売却できることにあるのである<sup>(28)</sup>と判示した。すなわち、上場廃止に伴う株主の利益状況の変化の大きさは、上述の Holz Müller 原則から判断すれば、総会決議を要するに相当するものであるとしたのである<sup>(29)</sup>。

これに対して、BGH は、基本法 (Grundgesetz) 第14条 1 項すなわち憲法によって保障された所有権の保護という観点から、総会決議が要される<sup>(30)</sup>としたのである。まず、BGH は、OLG の依拠した Holz Müller 原則に対しては、上場廃止によっては、会社の内部構造は変化しないし、また、株主としての会社における様々な権利やその地位の存在自体も左右されないとして、OLG が依拠した Holz Müller 原則を根拠とする総会

(28) ZIP 2001, 703.

(29) なお、LG 判決も同様に、Holz Müller 原則を総会権限の根拠としているという。Vgl. Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 235.

(30) 基本法第14条は、第1項「所有権および相続権は、保障される。その内容および制限は、法律で定められる」、第2項「所有権は義務を伴なう。所有権の行使は、同時に公共の福祉に供するものでなければならない」、第3項「公用収用は、公共の福祉のためにのみ行なうことができる。公用収用は、法律によって、又は、補償の方法および程度を規律した法律に基づいてのみ、行なうことが許される。その補償は、公共および関係者の利益を正当に衡量したうえで、定められなければならない。補償の額については、通常裁判所において争う途が開かれている」と定めている。日本語訳については、高田敏=初宿正典編訳・ドイツ憲法集(第3版)216頁以下(2001)、高橋英治「株主と憲法上の財産権」民商法雑誌第130巻2号43頁以下(2004)参照。また、憲法と株式法との関係に関する、ドイツ法上の議論については、高橋・同論文26頁以下参照。

<sup>(31)</sup> 権限の存在を否定した。次に、BGH は、「看過されてはならないのは、公定取引 (amtlichen Handel) ないし規制市場 (geregelten Markt) からの撤退によって、株主は、その持株の価値がつねに市場での売却によって実現化できるという状況が変化することに直面させられる、ということである。このことは、単なる投資的利益だけでなく企業の利益も意図する支配株主ないし大口保有の株主にとっては、重要ではない。しかし、株式会社への出資が専ら投資的利益にある少数株主ないし小口保有の株主にとっては、市場の消滅は経済的に重大な不利益である。その不利益は、単に株式の譲渡が自由にできるということによっては、填補されえないものである<sup>(32)</sup>」と述べたうえで、以下のようなかたちで、憲法上の観点から立論を展開した。すなわち、BGH は、1999年の連邦憲法裁判所の DAT/Altana 決定および2000年の同裁判所の Moto Meter 決定を引用しつつ<sup>(33)</sup>、「株式法第291条以下の企業契約あるいは同法第319条以下の編入措置における株式買取価格は、一定の基準時における市場での売却価格を下回らない程度で、評価されるべきである」としたうえで、「取引所に上場された会社の株式における、取引価値およびそれが常時実現できる可能性は、株式についての所有権がもつ属性であり、それは憲法上の保護を享受しうるものである。それは財産権保護の内容からくる直接的効果というべきであり、株主の社員権が享受するものである。確かに、法律の規定の下では、株主の財産の保護は、利益配当請求権、残余財産分配請求権および持分割合に応じた会社の財産価値として、直截的に保証されるに過ぎない。しかし、持株の取引可能性を含めた取引価値が、基本法第14条1項の所有権保障の対象に含まれるとすれば、そうした取

(31) NJW 2003, 1034; vgl. auch Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 228.

(32) NJW 2003, 1034.

(33) Vgl. NJW 2003, 1034. DAT/Altana 事件 (WM 1999, 1666) および Moto Meter 事件 (WM 2000, 1948) の紹介として、高橋・前掲注(30)35頁以下、斉藤真紀「ドイツにおける少数株主締め出し規整(1)」法学論叢第155巻5号19頁以下参照。

引価値の実現は、会社と株主との間でも尊重されるべきことである。それは、上場会社においては、株式会社と株主との法的関係の欠くべからざる要素である。そして、株主のもつ財産的価値の保護は、業務執行の範囲ではなく総会決議事項であるがゆえに、本件上場廃止申請の決定は総会の権限である。少数株主保護の観点から、上場廃止が、株式の取引可能性および取引価値に対する加害措置として、実行されてもよいかどうか、株主総会が判断しなければならない<sup>(34)</sup>と判示したのである。

さしあたり、以上のような判旨の内容からは、上場廃止の局面では、ある種の少数株主の保護という問題が発現している、ということが読み取れるであろう。すなわち、会社法上の問題が介在していると解することもできよう。とはいえ、BGH の判旨を巡っては幾つかの議論がなされている。

第一に、BGH が憲法上の権利に依拠して議論を展開した点についてである。

ひとつには、本件において、BGH が基本法上の所有権保障から総会の権限を導いたのに対して、LG は、上場廃止の局面では、基本法が保障する所有権の侵害は問題にならないと判示している<sup>(35)</sup>。すなわち、LG によれば、「所有権の核にあるのは、取引所における持分の売却可能性ではなく、企業に対する持分である。そして、株式買取りにおける最低対価を取引所の相場とする連邦憲法裁判所の DAT/Altana 決定は、同様の立場にたつものである。つまり、取引所の相場は、持分の価値を評価する手段に過ぎない<sup>(36)</sup>」というのである。

また、DAT/Altana 決定は、DAT 株式会社とその支配会社である Altana 株式会社との間で、DAT がその全てに利益を Altana に引渡しかつ Altana の指揮の下で運営される、という支配契約および利益供与契約

---

(34) NJW 2003, 1034.

(35) Vgl. auch Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 228.

(36) ZIP 1999, 2021.

## 上場廃止と会社法規整

が締結されていたという状況の下で、DAT の少数株主の持株に対する買取価格の査定の方が問題となった事案である。連邦憲法裁判所は、少数株主に対して完全な補償が行なわれるべきことが、基本法第14条によって要求され、そのさい、上場会社であれば、株式の市場価格を考慮する必要がある、と述べたのである。<sup>(37)</sup> すなわち、DAT/Altana 決定では、基本法第14条と株式の市場価格との関連性は説かれてはいるものの、問題となる会社の財産状態および株主の利益配当請求権が直接に受容を受けているのであり、本件マクロトロン判決とは問題となる状況が異なっている、と指摘されている。<sup>(38)</sup>

さらに、たとえ、総会の権限を認めるにあたって、基本法第14条が関わってくるとするのであっても、それに沿うかたちで株式法を解釈すればよく、あくまで株式法の個別規定の解釈から当該権限の存在を導くべきであるという主張もある。<sup>(39)</sup>

---

(37) WM 1999, 1666ff.; vgl. auch Benecke, a. a. O. Fn. 21, S. 1123ff. さらに判旨は、「適正な補償の画定において市場価格を考慮するという規律は、市場価格が唯一の基準となるべきことを意味するものではない。市場価格を上回することは憲法上疑わしいものではないが、下回るとは憲法上の重大な問題を生じさせるのである。もっとも、基本法14条は、市場価格ではなく、真の価値、少なくとも売却価値に関する補償を要求しているのであるから、市場価格が例外的に売却価値を反映していないのであれば、それを下回ることも考慮されうる」と述べている。

(38) Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 228f.; Benecke, a. a. O. Fn. 21, S. 1123. 他方、Moto Meter 決定は、有限会社Bが、M株式会社の約99%の持分割合を有し、かつ、M有限会社を100%保有しているという状況の下で、M株式会社において、その全財産をM有限会社に売却して解散する旨の総会決議が行なわれた、という事案についてのものである。Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 229 によれば、連邦憲法裁判所は、少数株主の排除は所有権の内容および境界の正当な画定を意味するものであるが、ただしその補償として適正な対価が少数株主に対して与えられるべきである、という旨を述べたとされている。なお、高橋・前掲注(30)40頁以下、斉藤・前掲注(33)20頁も参照。

(39) K. Schmidt, Macrotron oder: weitere Ausdifferenzierung des Aktionärss-

第二に、学説上も、上場廃止が行なわれる場合、株主総会の決議が必要であるとするのが、支配的見解であるとされている。なかでも、上場廃止によって株主の権利と利益が重大な侵害を被るという理由から、OLGと同様に、Holzmüller原則をその根拠とするのが多数説といわれている<sup>(40)</sup>。他方、BGHは、会社における株主の権利や地位は上場廃止によっては左右されないとして、同原則を当てはめず、上述のように基本法をその根拠としたのである。他方で、BGHの実質的な論拠としては、上場廃止の局面においては、取引所法に基づく規律による少数株主保護が不十分であって、総会決議および株式法による保護が要請されるという考え方を具体化するうえで、そのいわば突破口として、基本法を援用したに過ぎないのではないかと、<sup>(42)</sup>という指摘もある。

第三に、BGHは、本件総会決議は、いわゆる普通決議でよいとした。しかし、学説においては、上場廃止については、特別多数を要件とすべきであるという立場もある<sup>(43)</sup>。普通決議の場合、実際の決議への一般的な参加状況から、30%の保有割合しかない大株主が一方的に上場承認取消しの申請の決定を下すことも可能となりうる点が、懸念されている<sup>(44)</sup>。他方、後述するように、上場廃止にあたって大株主が少数株主の全持株に対して買付申込をしなければならない点を考慮すると、少数持分の保有割合が大きければ、買付申込の対価を支払うというコストが大きくなるため、実際上は、そうした懸念はほとんど当たらない、といわれている<sup>(45)</sup>。

---

chutzes durch den BGH, NZG 2003, 601, 603 (beck-online より参照); Adolff /Tieves, a. a. O. Fn. 6, S. 799.

(40) 以上、Vgl. Wilsing/Kruse, Börsenrechtliches Delisting nach Macrotron, WM 2003, 1110, 1110. なお、Holzmüller判決では、株主総会の特別多数決が要件とされている。

(41) 本文後掲(4)款で取り上げる判旨を参照。

(42) Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 237.

(43) Etwa Zetzsche, a. a. O. Fn. 17, S. 1066. 会社法上の組織変更規整と同様に扱うべきだという。

(44) Vgl. etwa Essers/Weisner, a. a. O. Fn. 25, S. 986f.



(3) 株主総会における取締役の説明義務

ところで、一般論として言う、各々の株主が、株主総会での決議にさいして、決議の対象についての事情を精確に把握しかつ熟慮したうえで議決権を行使できることが、望ましいであろう。そこで、本件のような上場廃止の申請に関する総会決議について、株式法第186条4項2文が類推適用されるべきか否かが、問題とされた<sup>(46)</sup>。そうした類推適用が認められれば、決議事項についての書面による説明が取締役に義務づけられるのである。しかし、いずれの裁判所においても、当該類推適用は否定されている。

まず、LGは、会社の上場に関する決定は会社の構造についての重要な問題であり、株式法第186条4項の類推適用は無視できない問題であるとしつつも、「考慮すべきは、株主総会についての手続的要件で法律に規定されていないものは、明らかに予見しうる特別な場合に限りて認められる<sup>(47)</sup>というべきである」と判示した。

また、OLGは、「株主保護の正式な装置としての、書面による取締役の説明義務の目的は、株主が企図された措置について精確に判断できるようにすることである。それは同時に、事後にありうる司法審査の証拠資料ともなる<sup>(48)</sup>」と述べ、そうした説明義務を認めることについて一定の理解を示しつつも、総会の記録から、取締役は、総会の場において、株

---

(45) Wilsing/Kruse, a. a. O. Fn. 40, S. 1111.

(46) 現行株式法第186条4項は、新株引受権についての規定であり、「新株引受権が全面的あるいは部分的に排除される旨の決議は、当該排除が明示的にかつ然るべき方法で通知される場合に限って、行なうことができる。取締役は、株主総会において、新株引受権の全面的あるいは部分的な排除を実施する理由について、書面による説明を呈示することを要する」と定めている。第一文にある「通知」は、総会招集と同時に行なわれるものであり、また、第二文にいう説明のための文書は、総会招集時以降、会社において閲覧に供されることになる。Hüffer, a. a. O. Fn. 12§186Rn. 22f.

(47) ZIP 1999, 2019.

(48) ZIP 2001, 703.

主が適切な判断をしようするための十分な説明を行なっている<sup>(49)</sup>、とした。

そしてBGHも、「会社は、株主総会の場合、上場廃止を行なう理由について説得的に説明した<sup>(50)</sup>」として当該類推適用を否定したのである。

これに対して、学説には、上場廃止が重大な会社構造の変更行為であるという理解の下で、上場廃止の申請に関する総会決議にあたって、株式法第186条4項2文の類推適用を認める、という見解もある<sup>(51)</sup>。他方、同規定による書面説明は、必ずしも精密な内容のものになるとは限らず、実効的な株主保護の手段とは言えないことが、経験上推定される、という指摘もみられる<sup>(52)</sup>。

要するに、問題解決にあたってのBGHの採った枠組みは、株主総会の取消し事由に当たる株式法第186条の問題を避けて、義務的買付申込についての決定手続き（後述する）に株主保護の問題を委ねたというものである<sup>(53)</sup>、と理解されている。

#### (4) 少数株主に対する買付申込の呈示義務

本件事案では、Yの大株主が少数株主の全持株に対して買付申込を行なう、という状況下にあった。もっとも、そうした買付申込は、法律上定められていた義務によるものではない<sup>(54)</sup>。これに対して、BGHは、上

---

(49) 取締役は次のような説明を行なったという。「我々が上場廃止を提案するのは、コストおよび支出の面を考慮し、そしてとりわけ、残存している小口保有の株主の存在および株式の分散状況が原因となって、実際に行なわれている企業活動に対応した適切な相場形成がもはや確保しえない、と考えるからである。そうした株主構成に起因して、企業の活動に基づくものではない、完全に誤った企業評価となりうる相場の歪みが生じるのであり、その結果、会社に不利益となるかたちで事実上の取引関係が影響を受けるのである」(ZIP 2001, 704)

(50) NJW 2003, 1035.

(51) Vgl. Essers/Weisner, a. a. O. Fn. 25, S. 987.

(52) Heidel, a. a. O. Fn. 25, S. 549.

(53) Heidel, a. a. O. Fn. 25, S. 551; Essers/Weisner, a. a. O. Fn. 25, S. 987.

## 上場廃止と会社法規整

上場廃止の局面では、会社法上の少数株主保護の観点から、少数株主に對する買付申込が要請されることを、明らかにした。

BGH は、まず、「上場廃止に関する決定を株主総会が行なうという状況自体は、少数株主の保護にとって十分ではない。十分な保護が与えられるためには、少数株主に対して、持株の価値が補償され、かつ、裁判上の手続きによってその価値の査定<sup>(55)</sup>の正当性が審査されうる機会が与えられている、という場合のみである」と述べた。そして、少数株主保護の点では、いわゆる資本市場法による規制では不十分であるとしたのである。<sup>(56)</sup>すなわち、「…取引所法に基づく取引所規則は、確かに、投資者保護のための規定を置いている。しかし、それは株式法が要求している少数株主保護に應えるものではない。いずれは、取引所のそうした規則も変更されうる。たとえばフランクフルト取引所の場合、上場廃止の新規定によれば、<sup>(57)</sup>投資者に対して、上場取消しの決定の公表後に株式を売却する十分な時間が残されていれば、取消申請を承認できる。しかし、そうした規制は、経験的にみて、上場廃止が周知となったのち直ちに株価の下落が始まり、投資者はその投資した財産価値を実現できなくなるがゆえに、十分な投資者保護を提供しないのである。他方で、取引所規則においては、株式の価値の弁償を義務づけるのではなく、上場取消申請の決定以前の6か月間における最高相場と適切な関係にある価格の弁償を要求するものが、主流である。<sup>(58)</sup>そうした価格は、株式の価値より低いこともありうるので、連邦憲法裁判所が要求するような少数株主に對

---

(54) Vgl. auch ZIP 1999, 2021. ただし、既に述べたように、フランクフルト証券取引所の旧規則では、上場廃止について、少数株主に対する買付申込の呈示を要件としていた。

(55) NJW 2003, 1034.

(56) Benecke, a. a. O. Fn. 21, S. 1122.

(57) 前掲注(15)該当の本文参照。

(58) なお、原文の理解につき、Vgl. Gross, Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165, 141, 156 (2001).

する完全な補償を、確保するものではない。それゆえ、資本市場法は、少数株主が上場廃止によって財産上の不利益を受けることを、否定しない<sup>(59)</sup>と。したがって、「会社法上の少数株主保護によってそれを解消しなければならない。少数株主の十分な保護が達成されるためには、総会において、会社ないし大株主による持株に対する買付申込が呈示される場合のみである。買付価格は、持株の価値に相当しなければならない<sup>(60)</sup>」と結論づけたのである。

このように、BGH は、上場廃止という局面では、会社ないし大株主（Grossaktionar）が、少数株主の求めに応じてその持株を買取るという義務を負う、と判示した。その場合に大きな問題となるのは、そのさいの買取価格の画定にあたっての少数株主の保護という点である。そこで、それに関する判旨に触れたのちに、買付申込についての学説上の議論を扱うことにしよう。

#### (5) 審判手続きの採否

BGH は、上述のように、買付申込における買付価格が持分の価値に相当しなければならないとしたが、さらに、当該買付価格の適正さが裁判所による審判手続き（Spruchverfahren）<sup>(61)</sup>によって審査されうること、明らかにした。それは、いわゆる企業契約のさいの代償および補償に関する裁判上の手続きを定めた株式法第306条や組織変更法上の同種の規定を類推適用するというものである。

---

(59) NJW 2003, 1034f.

(60) NJW 2003, 1035.

(61) 当該審判手続きは、2003年から、Spruchverfahrensneueordnungs-gesetz の規律に服することになった。これについては、早川勝「迅速な裁判手続による少数株主保護の確保——ドイツにおける Spruchverfahrensneueordnungs-gesetz の制定——」同志社法学第55巻7号1頁以下（2004）参照。なお、Spruchverfahren の日本語訳としては、「審決手続」（高橋・前掲注（30）33頁）あるいは「裁判手続」（早川・同論文9頁）ともされている。

他方、本件における下級審判決は、その旨を否定している。すなわち、LG および OLG は、第一に、本件のような任意に行なわれた買付申込について裁判所がその買付価格に介入することは、私的自治を侵害することになる、第二に、買付申込の局面では、もっぱら取引所法および取引所規則の下での規律に服する、という旨の理由から、株式法第306条の類推適用を否定した<sup>(62)</sup>。

それに対して、BGH は、次のように判示した。「買付申込の価格が株式の取引価値に相応するものかどうかの審査の機会を、決議取消しの訴えという方法で確保することは、効果的なものではない。むしろ、企業契約における規定および組織変更法における規定のように、持分の価値は、そのための手続き（審判手続き）のなかで、買付価格が画定されるということによって、実現されるのである。こうした解釈は、上場廃止の手続きにおいても当てはまる<sup>(63)</sup>」と。

結局のところ、BGH は、「上場廃止を申請することが会社の利益に合致し適切なものであるかどうかは、株主の多数決による裁量的判断に委ねられる。他方、少数株主の財産上の保護は、株式を完全な価値で買取るという義務的買付申込（Pflichtangebot）の要請ならびにその額を審判手続きにおいて審査しうる機会によって、確保される<sup>(64)</sup>」という解決策を採用したのである。

さて、買付申込についての議論に再び戻って、BGH の判旨を若干検討しておこう。まず、買付申込が行なわれることと株主総会の決議との関係が、問題となっている。すなわち、買付申込が行なわれることおよ

---

(62) ZIP 1999, 2021; ZIP 2001, 705. これに関して、OLG は、「取引所の裁量による上場承認取消しの決定にあたっては、取引所による株式の相場づけが継続されるという投資者の利益を考慮し、かつ、とくに株主が閉鎖会社化によって被る不利益を顧みて、買付申込が十分なものであるかどうか検討することを要する」（ZIP 2001, 704）と述べている。

(63) NJW 2003, 1035.

(64) NJW 2003, 1035.

びその内容が、上場廃止申請において要求される総会決議の対象となるのかどうかである。BGHは、上掲したように、「少数株主の十分な保護が達成されうるためには、総会において、会社ないし大株主による持株に対する買付申込が呈示される場合のみである」と述べているが、これは、ある学説によれば、買付申込が決議の対象になると言明したものである<sup>(65)</sup>。そして、買付申込が行なわれない場合や対価に異議がある場合には、決定手続きへの申立てができることから、決議対象でない<sup>(66)</sup>と解するほうがよいと主張されている。これに対して、買付申込も決議対象になるという立場は、決議時点での条件に拘束されるのではなく、買付申込の内容がのちの審判手続きにおいて事後的にその条件が修正され<sup>(67)</sup>うることを含めて決議が行なわれるのである、と立論している。

ところで、先に述べたように、取引所においても、上場廃止のさいに少数株主に対して買付申込を呈示することを義務づける旨の、規則が置かれている場合がある。したがって、BGHが要求する買付申込と、そうした取引所規則との関係が問題となる。これに関して、買付申込についての諸条件は、各取引所規則の間で統一的な内容のものではないとい<sup>(68)</sup>われている。そこで、ある取引所規則が、本件BGHの判旨が要求するよりも買付側にとって緩やかな条件のものであっても、後者の要件が会社法上義務づけられる<sup>(69)</sup>ことに変わりはない、と考えられている。

また、BGHは、買付申込を行なう主体として会社と大株主を挙げた。もっとも、会社がいける場合、自己株式取得の規整（株式法第71条以下）がかかってくるから、買付可能な株式は、基本資本の10%以下に

---

(65) Geyrhalter/Zirngibl, Alles unklar beim formalin Delisting – eine Zwischenbilanz 18 Monate nach Macrotron, DStR 2004, 1048, 1049 (beck-online より参照).

(66) Geyrhalter/Zirngibl, a. a. O. Fn. 65, S. 1049.

(67) Adolff/Tieves, a. a. O. Fn. 6, S. 801f.

(68) Adolff/Tieves, a. a. O. Fn. 6, S. 805.

(69) Essers/Weisner, a. a. O. Fn. 25, S. 990; Streit, a. a. O. Fn. 25, S. 395.

<sup>(70)</sup>  
制限される。

## 五 会社法上の規整の必要性

### (1) 前説

上場廃止の局面における会社法上の問題点を探るといふ本稿の目的からすれば、以上のようなマクロトン事件に関して呈示された議論は、上場廃止にかかる問題状況を把握するための素材として、有益なものであろう。とはいえ、上述の議論から検討すべき問題点が十分に顕現されている、という訳ではないと思われる。

そこで、本節では、上場廃止と会社法規整との関係について、学説上の議論を広く見てみることにしたい。

### (2) 上場廃止を行なう目的

まず、既に取引所に上場している会社が、当該上場を継続すること自体に意味ないし利益を持つ場合があることは、改めて言うまでもないことである。ここでは、既上場の会社が、どのような理由で取引所からの撤退を望むのか、その概観を得ておきたい。

会社が上場廃止を行なおうとする要因は、ひとつに限られる訳ではない。会社における経営状況や、財務状況、株主構成、さらに、取引所の状況、株価の変動状況、公衆の評価および資本市場の展開状況、といった様々な要因から、判断されることになろう。<sup>(71)</sup>

さらに個々具体的にみていくと、会社が上場を継続することに伴って生じうる以下のような事情が、上場廃止の動機となる。言い換えれば、上場がもたらす消極的側面ということになる。<sup>(72)</sup>

---

(70) 本件 BGH 判決=NJW 2003, 1035 参照。Vgl. Streit, a. a. O. Fn. 25, S. 395.

(71) Pfüller/Anders, a. a. O. Fn. 2, S. 460.

(72) 以下、Pfüller/Anders, a. a. O. Fn. 2, S. 460ff. による。

- (i) 株式の市場価格が適正に形成されているかどうかは重要な問題であるが、会社のもつ真の企業価値に比べてその株式の市場価格が過小に評価されている、という場合がありうる。<sup>(73)</sup> こうした状況下では、市場からの資金調達も割に合わないし、さらに企業買収の対象となるおそれも生じる。
- (ii) 上場会社は、株式の市場価格というかたちで、同業種内での会社間の比較に晒されることになる。すなわち、株価というかたちで会社間における優劣が明確に評価される、という結果を招くことである。<sup>(74)</sup>
- (iii) 継続的な情報開示が行なわれ、かつ、アナリストの分析に常時晒されるという状況から、目先の収益および利益配当に対する要求が強くなりがちである。その結果、長期的な事業計画が困難になるおそれがある。その反面で、特定のインデックスに組み込まれなかったり、あるいはアナリストから見放されれば、そうした短期的な要求は高まらないが、機関投資家が集まらず、その銘柄の取引は低調となる。
- (iv) 会社の資金調達という側面からみれば、市場から資金調達をする必要性が低い場合がある。たとえば、会社の成長が緩やかであり、自己資本比率が高く、短期的な資金を必要としている場合である。
- (v) 上場の継続は、いわゆる資本市場法に基づく開示義務や取引規制、および、投資者への情報提供活動（いわゆる IR 活動）という点で、大きなコストを伴う。また、株主総会の開催や決算手続き、あるいはコーポレート・ガバナンスに関する規範遵守の要請についても、

---

(73) Vgl. auch Streit, a. a. O. Fn. 25, S. 392; Wilsing/Kruse, a. a. O. Fn. 40, S. 1112.

(74) もっとも、同業種内で優位にたつ会社ならば、そうした状況は、むしろ好ましいことである。なお、ここでは、企業価値が正しく株価に反映されているという状態を前提にした議論であると、捉えておく。



## 上場廃止と会社法規整

非上場会社に比べて負担が大きい。

- (vi) コンツェルン内で子会社が上場されているとき、当該子会社の活動がコンツェルン全体の発展に貢献する場合もありうるが、他方、子会社を非上場会社化したほうが、より親会社の意向に合うようにその子会社を指揮し易いという面がある<sup>(75)</sup>。さらに、子会社を非上場会社にしておくと、いわゆる人的な会社形態への転換も容易となる。
- (vii) 会社が組織再編などの新たな展開を試みる時、上場していれば、それらの情報開示が広く要求され、さらにその評価が株価に現れることになる。そこで、非上場化によって開示義務を免れた方が、それらの措置を遂行し易い<sup>(76)</sup>。また、上場廃止によって一般投資者を排除することで、組織再編による企業価値の上昇分を大株主等が独占的に享受しうようになる。
- (viii) 少数株主たる一般投資者全体の持分割合がごくわずかであるとき、偶発的な取引に付される相場が、真の企業価値を正しく反映せず、操縦され易い、という問題がある<sup>(77)</sup>。その場合、開示などの上場の継続にかかるコストよりも、上場廃止にさいして一時的に要するコストの方が、負担が少なくすむ。

以上のような、上場を継続することに伴う各々の消極的側面を、系統立てて整理することは容易でない。ともあれ、これらの要因が全てではないにしろ、どのような要因が（主たる）動機となって上場廃止に向かうかは、各々の企業が、その時々状況下で、判断することになろう。

前節四では、どちらかと言えば、上場廃止の局面における少数株主の保護、という側面に焦点を当てた議論を扱った。他方、上述に挙げたような上場廃止の目的からは、会社における支配株主ないし経営者の利益

---

(75) これは、事実上あるいは法制度上からそのようになる場合が考えられる。

(76) 他方、上場を継続しつつ市場の評価を受ける、という選択もありうる。

(77) この項目については、Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 226.

ないし意向という側面が、強く現れているといえる。すなわち、これは、少数株主と支配株主ないし経営者との利害関係の調整という意味で、会社法上の問題がここに内在していることを示唆しているようにも思われる。

なお、ドイツの取引所においては、上場会社の株式がその真の企業価値よりも低く相場付けされる状況にあるという。それゆえ、既に上場している会社が、上場廃止を検討する傾向にあると<sup>(78)</sup>言われている。

### (3) 会社法規整の不要説

ところで、上場廃止の局面では会社法の観点からの規整は不要である、とする立場もみられる。すなわち、論者によれば、いわゆる資本市場法の規律すなわち取引所法および取引所規則による規制、とりわけ上場承認取消し決定にかかる取引所の裁量的判断に委ねるやり方で足りる、<sup>(79)</sup>というのである。

ひとつには、マクロトン事件における BGH の判旨からすれば、資本市場法による少数株主保護が不十分であることから、会社法規整としての少数株主に対する買付申込の呈示が要請される、ということになる。しかし、これの関しては、次のような疑問が呈示されている。

第一に、本件マクロトン事件の事案をみる限りでは、市場における株式の取引が既に事実上麻痺していたという状況があるから、少数株主に対して買付申込を呈示する必要はなかったのではないか、という点<sup>(80)</sup>である。

第二に、一般投資者である少数株主が、市場における持株の取引価値ではなしに、持株割合に応じた真の企業価値に固執するならば、上場廃止後も利益配当請求権は変容を受けないのであるから、非上場会社化さ

---

(78) Vgl. Streit, a. a. O. Fn. 25, S. 392; Benecke, a. a. O. Fn. 21, S. 1122.

(79) Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 226ff.

(80) Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 228.

れたのちも、少数株主が会社に残存することを容認するという可能性も<sup>(81)</sup>ありうる、という立論である。

第三に、株価が低迷していることが動機となって会社が上場廃止を望む、という状況を考えた場合、BGH が買付申込の対価として株式の真の価値を要求しているとすれば、株価が低迷しておりまた取引所全体の相場も低調であるような場合には、買付申込にかかるコストが割に合わないのではないか、という指摘がある。<sup>(82)</sup>

第四に、BGH の判旨はさておき、ある論者によれば、上場廃止の局面での買付申込を認める学説の考え方は、上場廃止行為が、持分の流通性に制約を与え、出資者が会社に強く拘束されることになる点で、株式会社から有限会社（GmbH）への組織変更に類似することを基礎として

---

(81) Streit, a. a. O. Fn. 25, S. 394. しかし、上場廃止の動機として、コンツェルン全体の利益を重視した子会社運営が企図されているのであれば、上場廃止によって利益配当請求権も影響を受けないとは限らないであろう。

(82) Pfüller/Anders, a. a. O. Fn. 2, S. 465. また、いわゆる「真の価値」を測定するコストも大きな負担になるという。Geyrhalter/Gänssler, Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen eines formalin Delisting, NZG 2003, 313, 315 (beck-online より参照). 仮に、株式を公募発行した時点でも過小評価されているのであれば、そこで株式を購入した一般投資者は、より高値となる「真の価値」で買い取ってもらえる訳だから、ある意味タダ儲けするという結果となる。

なお、BGH の判旨は、買付申込の価格として、「株式の取引価値に相応するものかどうか」あるいは「完全な価値」という表現を用いており、株式の市場価格が厳密にどのような意味をもっているのか必ずしも明らかでない、という指摘 (Heidel, a. a. O. Fn. 25, S. 549.) もある。これに関して、BGH の立場は、上場廃止を控えているがゆえに株価が下降している点を考慮して、市場価格および持分割合に応じた真の企業価値のうちの、高いほうが買付申込額になるとするものである、という理解 (Benecke, a. a. O. Fn. 21, S. 1126) もある。

ところで、株価が低迷している原因が、経営の非効率性にあるのであれば、経営者の責任追及あるいは企業買収の対象になりうるなど、他の規律の可能性も考えられるであろうから、株価が低迷しているから上場廃止を容易に遂行したいという願望は、安直に叶えられるべきではないであろう。

いる<sup>(83)</sup>という。そうした考え方に対して、この論者は、上場会社から非上場会社への移行は、株式会社から有限会社への変更と同視すべき程度の重大な組織変更とはいえないから、買付申込を認める根拠は十分でないとする<sup>(84)</sup>。

---

(83) 組織変更法第207条によれば、株式会社から有限会社への組織変更にさいしては、異議ある株主は、会社から退出することができる。なお、上場廃止を当該組織変更と類似するものと捉える見解として、Vgl. etwa Zetzsche, a. a. O. Fn. 17, S. 1068.

(84) 以上、Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 240. ところが、本件 BGH 判決ののち、当該マクロトン事件における買付申込の審判手続きに関する争いについて、BayObLG 2004年12月1日決定＝DB 2005, 214. は、上場廃止の局面について、組織変更法第207条が類推適用されることを明らかにした。すなわち、同決定は、上場廃止にさいして、少数株主が、どのような実体法上の法的根拠に基づいて、現金を対価とする買付申込についての請求権をもつか、本件 BGH 判決の下では未解決なままであるとしつつ、  
「学説の多数派によれば、上場廃止においての現金を対価とする買付申込に関する実体法上の請求権は、組織変更法第207条の類推適用によるとされている。その根拠は、株式会社から有限会社への組織変更と上場廃止とが、会社に対する持分の取引可能性を強く制限し、かつ、会社の開示義務が削減されるという点で、実際上の類似点をもつことにあるとされている。当裁判所は、上場廃止において買付申込が行なわれる根拠として、当該類推適用に反対する考えはない。上場廃止による上場株式会社から閉鎖的会社への変更は、持分の取引可能性に関して、憲法上の観点から焦点を当てるなら、株式会社から有限会社への組織変更と完全に比較可能なものである。加えて、持分の取引可能性は株式所有の本質的な要素を意味するのであるから、憲法上の考慮から、総会決議を経て上場廃止が行なわれることに対する補償として、実体法上の保護が必要とされることになる。さらに、適切な補償を確保するために会社法の規定を援用する根拠として、取引所法において持分所有者に対する補償が明示されていない、という点が指摘される。要するに、必要な法規定が欠けている場合には、組織変更に関する会社法上の買付申込規定を類推適用することが、可能なのである」(DB 2005, 216f.) と述べている。

なお、会社法の立場から上場廃止の局面での当該買付申込を要件とする法的根拠として、買付申込について定めた各々の法規定、すなわち、支配契約についての株式法第305条、編入における同320b条、締め出し制度に

第五に、いわゆる「冷淡な上場廃止」との比較に関する問題である。ここでは、上場株式会社が非上場株式会社へ吸収合併される場合との比較である。組織変更法第29条は、ある会社が他の法形態の会社に吸収合併される場合、および、同一の法形態間での吸収合併であっても吸収側の持分ないし社員の地位の処分が制限されている場合において、合併に異議ある被吸収側の持分所有者に対して現金を対価とした持分の買取りを申し出なければならない、と定めている。<sup>(85)</sup>そこで、論者によれば、当該規定の后者の場合つまり「吸収側の持分ないし社員の地位の処分が制限されている場合」とは、法的な意味での処分制限がなされている場合であって、単に持分の取引可能性が低下するという場合はそれに該当しないというべきであるから、上場株式会社が非上場株式会社へ吸収合併される場合には、当該上場会社の少数株主に対して買付申込を呈示する必要はない、とする。そして、こうした場合との比較から、「正規の上場廃止」についても買付申込の呈示は不要だとみることもできる、<sup>(86)</sup>という。

---

おける同327b条、合併における組織変更法第29条、組織変更のさいの同207条、といったものの総体的な類推適用も主張されている。Benecke, a. a. O. Fn. 21, S. 1125. しかし、上掲の BayObLG は、「Benecke は、買付申込について定めたあらゆる法規定の総体的な類推適用を主張する。しかし、それによっては、検証しうる実体的請求権の輪郭が明らかにされない」(DB 2005, 216) として、この見解を採用しなかった。

(85) 組織変更法の日本語訳として、早川勝「ドイツ組織変更法」同志社法学第49巻4号1244頁以下(1997)参照。

(86) 以上、Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 240; vgl. auch Mülberr, Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165, 104, 138 (2001). 他方で、反対に同29条を類推適用して上場廃止について買付申込を要するという立場もある。さらに、本件 BGH 判決の影響によって、上場会社が非上場会社へ吸収合併されるさいに、合併に異議ある前者の株主に対して買付申込が呈示されない場合には、合併決議の取消事由となりうるという見解もある。以上、Adolf/Tieves, a. a. O. Fn. 6, S. 805. なお、本文の議論は、あくまで、問題となる株式が取引所で取引されなくなるという事態のみについての比較で

つぎに、上場廃止の申請にあたって株主総会の決議を要するかどうかの問題について、上場廃止行為は、企業活動上の利益に関する問題であり、取締役の決定事項であると主張されている<sup>(87)</sup>。そして、ある論者は、当該決議が必要となりうる考え方を拾い上げつつ、それらの考え方を以下のようなかたちで否認するのである。

第一に、株式会社を上場・非上場で区別する方向でいけば、上場会社となるか否かは定款規定事項となり、したがって、上場廃止については、定款変更を要するから総会決議の対象になる、という理論構成に対して、論者は次のように主張する。すなわち、1994年に制定された「小規模株式会社および株式法の規制緩和に関する法律」は、大規模なものから小規模なものまで幅広く「株式会社」として扱おうとするものであり、上場・非上場によって区別するあり方は、そうした立法の方向性に反するものである<sup>(88)</sup>、と。

第二に、上場廃止行為は、それによって株式の流通性が著しく低下す

---

あり、全体的にみて合併と上場廃止を比較することには、無理があるであろう。また、その他の組織変更の場合については、Vgl. Mülberty, a. a. O., S. 137.

(87) Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 234. なお, Vgl. auch Mülberty, a. a. O. Fn. 86, S. 129ff.

(88) Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 237f. ドイツでは、それまで、株式会社形態としては、大規模な会社が対象となっていたが、中小規模の会社に対して株式会社への道を開くという目的で、「小規模株式会社および株式法の規制緩和に関する法律」が制定された。その規整の特徴としては、いわゆる一人株式会社の許容、定款自治の拡大、株主総会についての簡素化がある（以上、早川勝「ドイツにおける『小株式会社の規制と株式法の規制緩和のための法律』について」同志社法学第47巻2号1頁以下（1995）参照）。なお、このような法状況は、本文で述べたような論者の主張とは反対に、株式会社のなかでの区分けが発生したものと捉えることもできる（なお、布井千博「西ドイツにおける企業の自己資本形成に関する論議——『株式法の規制緩和：三段階モデル』を中心として——」東海法学第4号135頁以下（1989）も参照）。もっとも、この論者の趣旨は、そうした区分け以上に株式会社形態としての連続性が重要だということか。

## 上場廃止と会社法規整

ることから、株式の譲渡制限に類似するものと捉えて総会の決議事項になる、という立論に対しては、次のように説く。すなわち、株式は上場されることによってその流通性が高まることは否定できないが、株式は、それが非上場であっても、譲渡制限が付されていなければ、他の会社形態の持分に比べて著しく高い流通性をもつのである。また、上場廃止が問題となるのは、市場における実際の株式の取引が低調である場合が多い、すなわち、上場廃止以前の状況下で既に株式の流通性が低下している場合が考えられるから、上場廃止それ自体による株式の流通性の低下は重大な問題とはいえない、と。<sup>(89)</sup>

第三に、上場廃止にあたって総会の決議を経るということは、会社内部における審議の過程が明らかにされ、さらに決議取消しの訴えという救済手段の途を開くという点でも意義がある、という議論に対しては、次のように言われる。すなわち、上場廃止が企図される実際の場合には、決議に足る十分な持分割合を保有する大株主が存在しているから、決議自体は形式的なものとなりうる。さらに、決議取消しの訴えが、不誠実な株主によって嫌がらせ的に利用されるというおそれも生じる、すなわち、取消しの訴えの途を開くことが必ずしもよいとは限らない、と。<sup>(90)</sup>

また、ある種の体系的な観点から、上場廃止において会社法規整が介入する余地がないとする根拠を、次のように説く論者もみられる。

まず、現行株式会社法の下では、上場会社における業務執行にさいして、市場における一般投資者としての株主の利益をある程度考慮することが要求されており、このことは上場廃止の局面についても妥当すると考えられている、としてさしあたり一般論に触れる。<sup>(91)</sup>

ところで、会社法規整というかたちで投資者の保護が行なわれうるならば、統一的な保護水準が確保されるという結果になる。そこで、上場

---

(89) Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 238.

(90) Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 238.

(91) Mülbart, a. a. O. Fn. 86, S. 126f.

廃止の場合を考えると、そうした会社法の観点からの株主保護の評価は、どのような事情に基づいて上場廃止に至ったかということとは、無関係に行なわれるのである。ところが、実際には、取引所法および取引所規則の下で、各々の市場により上場廃止に至る手続きが異なっている。すなわち、こうした状況は、会社法による投資者保護を否認しているのに他ならないことを意味しているのである。さらに、上場廃止に至っても、いまだ取引所外で組織的な株式取引の途が残されている場合には、上場廃止の局面での会社法による株主保護が、いわば評価矛盾を引き起こす結果となる、という。

他方、取引所法に基づいて取引所が行なう上場承認取消しの決定にさいしては、株式の価格形成、投資者の取引コスト、市場の流動性、発行者に関する情報、そして取引所外での株式の取引状況などが、勘案されることになる。これに対して、会社法による投資者保護では、そうした多様な観点は無視されるのである、と。

さらに、上場廃止の局面では、取引所法および取引所規則によって規律された、投資者に対する買付申込が行なわれるならば、投資者の利益は、通常は、会社法の観点からみても十分に考慮されたことになるはずである。<sup>(94)</sup>要するに、投資者のどのような利益をどの範囲で保護すべきかについては、取引所法ひいては資本市場法の規律に委ねるべきであり、会社法は介入すべきではない、<sup>(95)</sup>とするのである。

(92) 以上, Mülberty, a. a. O. Fn. 86, S. 120ff.

(93) 以上, Mülberty, a. a. O. Fn. 86, S. 122.

(94) なお, 本論文が刊行された時点(2001年)では, フランクフルト証券取引所の規則は上述したように, 旧規定である。また, Mülberty が, 取引所法および取引所規則においてこうした買付申込規定が置かれるべきであると主張しているかどうかは, 明らかでないように見受けられる。

(95) 以上, Mülberty, a. a. O. Fn. 86, S. 127. また, 本文で述べたような立論と関連したものとして, 次のような, 株主総会を不要とする論拠が示されている。すなわち, 取締役が行なう上場廃止申請の決定が, 投資者としての株主の利益を, 具体的にみて不当にないがしろにするという状況は, ご



(4) 会社法規整の必要説

改めて言うまでもなく、マクロトン事件において、BGHは、上場廃止の局面で、一般投資者たる少数株主保護の観点から、会社法の規整を導入した。さらに、BGHの判旨においては、上場廃止によって少数株主の持株の取引可能性が損なわれることが問題であり、それに対して、憲法上の所有権保障が関わってくること、および、少数株主の保護として資本市場法では十分でないこと、という論旨も注目される点であろう。他方、ここでは、上場廃止に関して会社法規整を必要とする論拠を、学説の議論から拾い上げてみよう。

第一に、ある論者は、上場廃止については、BGH判決の示した株主総会の決議と買付申込の呈示という会社法上の要件を伴うことを前提としたうえで、次のように説く。すなわち、上場廃止の局面においては、資本市場法の要素および会社法の要素の両面があり、それらを厳密に区別する必要がある、とする。<sup>(96)</sup> 出発点として、資本市場法の要素として、取引所がその裁量によって行なう上場承認取消しの決定の場面をみれば、取引所法第38条4項の下で、「投資者保護」が要求されるが、上場廃止に伴う投資者の保護とは、投資判断のための情報開示と投資の回収性という点が問題になる。他方、一般的に投資者保護として問題とされる、投資対象財産の実質的内容と収益に関するリスクについては、上場廃止<sup>(97)</sup>によっては変化しないから、ここでは考慮外としてよい、と。

---

くまれにしか生じない。そして、取引所法に基づいて買付申込が要求されている場合には、通常、投資者の利益は十分に保護されることになる。他方、そのような買付申込が投資者保護の方策として例外的に十分でない、という場合に配慮するだけのために総会決議が必要であるとするのは、過度な対応である、という。Mülbert, a. a. O. Fn. 86, S. 135.

(96) Geyrhalter/Zirngibl, a. a. O. Fn. 65, S. 1053. なお、この論者の論旨自体は、取引所が上場廃止の決定をする上での、本件BGHの判旨との関係について考察したものである。

(97) 以上、Geyrhalter/Zirngibl, a. a. O. Fn. 65, S. 1049f.

そこで、資本市場法の投資者保護という点では、投資者がいつでも適正な価格で投資を回収できるという信頼が問題となるが、上場廃止によって、非上場会社になったのちにも投資回収の可能性が残っているという状況が単に存在するというだけでは、そうした信頼が維持されているとは言えず、投資者保護に欠けることになる。なぜなら、投資者が行なった当初の投資判断は、取引所取引の存在を前提としていたからである<sup>(98)</sup>、という。

したがって、情報開示および取引所取引による投資回収性の喪失という問題について、投資者が対応を行なう場としての株主総会の決議が必要となるのである。すなわち、取引所の裁量的判断で行なわれる上場廃止の決定において、取引所は、当該総会決議が行なわれたことを要件としなければならない。さらに、そうした上場廃止申請についての承認決議を経れば、取引所で持株を売却できるという投資者の当初の信頼を維持する必要はなくなる。それゆえ、総会決議を経たことによって、そうした投資回収の問題は、資本市場法上の投資者保護の対象ではなくなるのである。つまり、少数株主に対する買付申込は、彼らの投資回収の利益のみを確保するものであるから、それが会社法上の要件ではあっても資本市場法上の要素ではなくなるという意味で、取引所の上場廃止にかかる裁量的決定においては考慮外としてよい。また、取引所は、当該買付申込の対価の適正さを評価できる立場にもない<sup>(99)</sup>、とするのである。

第二に、会社法規整を必要とする立場からは、上場廃止の局面といわゆる「冷淡な上場廃止」との類似性が、指摘されることになる。とりわけ、2002年1月1日から施行された、いわゆる「締め出し制度（Squeeze-Out）」では、基本資本の95%以上を保有する株主の意向により、少数株主が現金と引き換えに会社から強制退出させられることになることから（株式法第327a条以下）、結果的に上場廃止の効果を生じることにな

---

(98) 以上、Geyrhalter/Zirngibl, a. a. O. Fn. 65, S. 1050.

(99) 以上、Geyrhalter/Zirngibl, a. a. O. Fn. 65, S. 1049f.

る。そこで、上場廃止が行なわれる場合にも、少数株主に対して会社法に基づく買付申込が呈示されるべき論拠として、この締め出し制度との類似性が援用される<sup>(100)</sup>。

第三に、上場廃止の局面において会社法による規整を不要とする立場からは、取引所が、上場承認取消しについての裁量的決定において、様々な観点から広範な考慮を行なうことで、妥当な判断をすればよく、さらに、そうした取引所の決定自体も行政裁判所の審査に服することが、指摘されている<sup>(101)</sup>。しかし、取引所のそうした裁量的判断が、実質的には会社法上の問題といえる事柄まで踏み込むことになるのではないかと、という点が問題となりうる<sup>(102)</sup>。

第四に、会社が上場廃止を行なおうとする動機としては、先にみたように幾つかのものがありうるが、たとえば、会社の価値が将来的に上昇しうる可能性があるが、それがいまだ株価に十分反映されていないという状況において、上場廃止に伴って少数株主を排除した場合はどうか。

---

(100) Adolff/Tieves, a. a. O. Fn. 6, S. 805; Benecke, a. a. O. Fn. 21, S. 1125. 締め出し制度については、福島洋尚「株式会社法における少数株主の締め出し制度」柴田和史＝野田博編著・会社法の現代的課題200頁以下（2004）、伊藤靖史「少数株主の締め出しに関する規制のあり方について」同志社法学第56巻4号531頁以下（2004）、齊藤真紀「ドイツにおける少数株主締め出し規整（1）、（2・完）」法学論叢第155巻5号1頁以下、同6号38頁以下（2004）参照。なお、冷淡な上場廃止との関係では、組織変更および吸収合併の局面との比較は、既に触れた。

(101) Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 227, 234f.

(102) Wilsing/Kruse, a. a. O. Fn. 40, S. 1114. この問題に関して、「取引所が、上場承認の取消決定にあたって、会社法上のあらゆる観点を考慮すべきだとすれば、取引所法第43条4項の下での上場廃止は行なわれなくなるであろう。しかし、取引所からの撤退が可能であることは、逆に上場を行なう敷居が高くならないためにも、重要である。同規定は、投資者の利益を考慮することによって、既に会社法の観点と資本市場法の観点を併有しているのである」（Bitter, Diskussionsbericht, ZHR 165, 167f. (2001). なお、取引所法第43条4項は、現在の同法第38条4項）という指摘もある。

のちに、そうしたある種の潜在的な価値が実現したとき、その利益を、そしてどの程度において、一部の株主が享受しうることになるのか。すなわち、こうした問題については、少数株主と支配株主との間の利害対立という意味で、何らかの会社法的観点からの考量が必要となってくるのではないかと、<sup>(103)</sup>という思慮である。

第五に、上場廃止の局面での会社法上の規整を否定した場合、少数株主たる一般投資者の保護は、資本市場法の規定すなわち取引所法第38条4項が<sup>(104)</sup>出発点となる。しかし、その場合には、当該規定が投資者保護の内容についての詳細を各取引所の規則に委ねており、その結果、各々の取引所規則の間で、投資者保護の水準が異なるという状況が生じている<sup>(105)</sup>ことが、問題とされている。

第六に、会社が上場されている状態から非上場となることによって、少数株主の保護が弱化されることになる要因として、ひとつに、会社の経営に対して市場という外部からの規律が働かなくなることが挙げられる<sup>(106)</sup>。さらに、上場の継続にかかる開示などの義務がなくなるという<sup>(107)</sup>点で、少数株主の監視手段が閉ざされる、という点も指摘されている<sup>(108)</sup>。

(103) この立論自体は、筆者の推論である。なお、Vgl. auch Zetzsche, a. a. O. Fn. 17, S. 1069; Mülberty, a. a. O. Fn. 86, S. 128; Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 226.

(104) Vgl. Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 230ff.

(105) Streit, a. a. O. Fn. 25, S. 393. もっとも、この議論は、取引所間での競争によって、よりよい法状況が達成されるかどうかという、より根本的な問題につながるものであろう。なお、前掲注(92)該当の本文の見解は、むしろ、取引所間での投資者保護の状況が異なることを、肯定的に捉えているというものである。

(106) Bitter, a. a. O. Fn. 102, S. 168.

(107) Zetzsche, a. a. O. Fn. 17, S. 1068; vgl. auch Wilsing/Kruse, a. a. O. Fn. 40, S. 1111. なお、ドイツ株式法の現在の考え方としては、株主総会の決議を要する根拠を、少数株主の保護を結果的に達成するかどうかに関わらず、会社の基礎的な問題の決定に置くのであるから、本文に述べたような問題は、上場廃止にさいして総会決議を要する根拠とはならない (Wilsing/

## 六 結 語

本稿では、あくまでドイツ法における議論を素材として、上場廃止と会社法規整との関係という問題について、叙述をすすめた。しかし、株式市場における投資者保護という問題は、何らかの合理性が追求されるべき資本市場における当事者を顧みただけの場合、少なくとも理論的には、単なる外国法という枠組みを超えて、わが国における制度設計を研究するうえでも、有用な素材となりうるのではないかと考えられる。

もっとも、本稿の内容は、議論を体系的に整理したという所までは至っていない。むしろ、叙述の全体から、当該問題についての、何らかの心象が抱かれるという所があれば、さしあたり、研究の意義があったとしておきたい。

また、これまでの箇所で整理できなかった問題点を、雑駁ながら以下に列挙しておこう。

第一に、学説からは、BGHによるマクロトン判決によって、「正規の上場廃止」の手続きは回避され、「冷淡な上場廃止」あるいは締め出し規整に移行するであろうことが、指摘されている<sup>(109)</sup>。他方、会社における大株主の保有割合が締め出しできない程度であるならば、BGHが示したような上場廃止手続きが用いられることになる。いずれにせよ、本稿での作業は、ドイツ法上の議論を扱いつつ、上場廃止の局面における法現象、すなわちそこにおける支配株主と少数株主との関係について、

---

Kruse, a. a. O.) という指摘もある。

(108) もっとも、これらの点が会社法の問題として扱われるとは、直ちには断定できないであろう。

(109) 締め出し制度のほうが利用されるであろうとする理由として、BGHが示した上場廃止の要件ないし手続きには明確でない点があるのに対して、締め出し制度はすでに立法化されているという長所があるという。Streit, a. a. O. Fn. 25, S. 395; Essers/Weisner, a. a. O. Fn. 25, S. 990; Benecke, a. a. O. Fn. 21, S. 1124.

会社法の観点から解剖を試みたという点で、何らかの意義はあるであろう。

第二に、会社が上場廃止されることによって、会社における従前からの少数株主が被りうるという、その不利益の中心的内容は、持株の取引可能性が低下するという点である。だとすれば、實際上、上場廃止後も、取引可能性がそれ程低下しない場合はどうか、問題とされている<sup>(110)</sup>。これに関して、たとえば、クセトラ (Xetra: Exchange Electronic Trading) とよばれる独自の電子取引システムでの取引状況をどのように評価するかも、問題となりうるといわれている<sup>(111)</sup>。

第三に、本稿では、上場廃止にさいしての株主の利益ないし不利益に焦点を当てた。会社法の規整としては、いわゆる公開会社と非公開会社とを区別すべきか否か、あるいは、どのような事項に関して区別されることになるかが、重要な問題である。そうした議論との関係でいうと、本稿は、いわば各論的な研究として位置づけられるといってもよいであろう。さらに、上場廃止と上場とは、出口と入り口との関係にあることから、上場の局面についても研究する必要があるであろう。

第四に、波及問題として、上場廃止の局面において、会社法の株主保護が必要とされるのであれば、たとえば取引所で取引が行なわれるのに適切でないような状況に陥った結果、取引所規則の下で強制的に上場が廃止される、という場合についてはどうか。その場合、そうした上場廃止に至る過程も含めて、会社法上の規整、たとえば支配株主ないし取締役の責任についても、検討する必要があるであろう。

---

(110) これについては、前掲注(92)該当の本文参照

(111) Vgl. Krämer/Theiss, a. a. O. Fn. 10, S. 233f. クセトラは、ドイツ証券取引所において、それまでの電子取引システムであった IBIS にかえて、1997年から導入されたものである。なお、クセトラについては、吉川・前掲注(12)18頁以下参照。もっとも、上場廃止後も株式の取引可能性が低下しないという状況があれば、実際問題として、少数株主が買付申込に応じないという選択をすればよいだけである、という見方もありうるであろう。