

全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立適格と取得価格

- 【文献種別】 決定／東京高等裁判所
【裁判年月日】 令和2年10月6日
【事件番号】 令和2年（ラ）第1388号
【事件名】 株式取得価格決定に対する抗告事件（MAGねっとホールディングス事件）
【裁判結果】 抗告棄却
【参照法令】 会社法172条1項・868条以下、非訟事件訴訟法21条1項
【掲載誌】 公刊物未登載
◆ LEX/DB 文献番号 25566835

甲南大学教授 山本真知子

事実の概要

Z株式会社（利害関係参加人）は、発行済株式1945万5339株（1000株は自己株式）の株券不発行会社であり、JASDAQスタンダード市場に上場していたが、債務超過により平成28年8月1日上場廃止となった。Zは、同年9月30日開催の株主総会で、(ア)定款を一部変更しZの発行する全ての普通株式を全部取得条項付種類株式とする旨、(イ)Zが全部取得条項付種類株式の全部を取得し、本件株式1株につきA種類株式420万分の1株を交付し、端数となるA種類株式は株式会社A（平成28年3月31日時点でZの発行済株式総数の78.12%の株式を有する親会社）に1株当たり1円で売却し株主に代金を交付する旨の株主総会決議をした。取得日と定めた同年10月25日、Zは本件株式の全部を取得した。本件株主総会の招集通知には、目的としてZをAの完全子会社とすることの記載があった。Zの代表取締役であったBは、Aの代表取締役でもあり、平成27年9月30日時点でAの発行済株式総数の89.52%を有していた。X（申立人・抗告人）は、基準日（平成28年8月18日）後の平成28年9月29日に本件株式100株を取得し同年10月20日に名義書換をし、同年10月22日、上記100株につき取得価格（1株当たり30円）の決定の申立て（会社法172条1項）をした。鑑定人は、本件株式の取得価格を平成28年7月29日の終値である1株当たり25円とした。

原決定（東京地決令元・7・9資料版商事437号

157頁）は、Xは申立適格を有し申立ては適法であるとし、本件株式の取得価格を1株当たり28円とした。Xが即時抗告。

決定の要旨

抗告棄却。

1 争点〔1〕（申立ての適法性）について

(1) 「会社法172条1項2号は、全部取得条項付種類株式の取得に関する決議がなされた株主総会において議決権を行使することができない株主が全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立適格を有する旨を定めているが、申立ての対象となる株式の取得の時期等について特段の限定をしていない。そして、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立ては、株主総会において定められる取得価格が公正なものであるとの保証がないため、保有する株式を強制的に取得されることになる反対株主等の有する経済的価値を補償することを目的としているといえることや、株主総会において全部取得条項付種類株式を取得する旨の決議がされるまでは、当該株式の取得や取得対価は確定していないことからすれば、上記の株主総会の日までに当該株式を取得した者は、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立適格を有すると解するのが相当である。」

(2) 「全部取得条項付種類株式を取得する旨の株主総会決議までの間に、当該株式を取得し、その後取得価格決定の審理終結までの間に対抗要件を具備している場合には、かかる株主は全部取得

条項付種類株式の取得により投下資本の回収が妨げられるおそれがあり、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の制度趣旨が妥当するといえるから、当該株主は会社法 172 条 1 項 2 号の『議決権を行使することができない株主』に当たる」

(3) 「申立ては適法である。」

2 争点〔2〕(本件株式の取得価格)について

(1) 「本件株式の取得価格を 1 株当たり 25 円と決定すべきである」「会社法 172 条 1 項による全部取得条項付種類株式の取得価格決定の制度が、取得日においてその保有株式を強制的に取得されることになる反対株主等の有する経済的価値を補償するものであることや、同項が取得価格の判断基準を格別に規定していないことなどを踏まえると、取得価格決定の申立てがされた場合に裁判所が定める価格は、裁判所の合理的な裁量により定められる公正な価格をいうと解するのが相当である(最高裁昭和 47 年(ク)第 5 号同 48 年 3 月 1 日第一小法廷決定・民集 27 卷 2 号 161 頁参照)。「裁判所が上記の公正な価格を算定するにあたっては、少数株主の上記期待を保護する観点から、〔1〕取得日における当該株式の客観的価値に加えて、〔2〕強制的な株式の取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した部分についても考慮することとするのが相当である。」「上記〔1〕については、本件株式取得が行われなかったならば株主が享受しうる価値であり、上記〔2〕は、本件株式取得によりシナジーが生じることなどによって増大が期待される価値のうち、既存株主が享受してしかるべき部分といえる。」

「上記〔1〕の価値は、本件株式取得の日における Z の企業価値を指すと解されるところ、企業価値は、当該企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどの様々な事情により構成されるものといえるから、鑑定人が本件株式取得の日において存在する上記の諸事情を考慮して Z の企業価値を個別に評価し、公正な価格を算定することとした点は相当である」「また、Z の上場廃止の日における企業価値の構成要素と本件取得の日における企業価値の構成要素が同一又は近似している場合もありうるから、そのような場合に上場廃止の時点における市場価格を公正な価格として採用することも、その評価内容が相当では

ない認められる事情がない限り、専門的知見を有する鑑定人の裁量の範囲内である」

「鑑定人の採用した評価方法は、本件株式取得により生じるシナジーを考慮するものである」「Z の代表取締役である B は、本件株式取得にあたり、Z の少数株主の利益よりも A 又は B 個人の利益を優先するおそれがある関係にあったといえ、本件株式取得は MBO に類似した利益相反構造が存在していた」「本件株主総会の結果株主たる地位を喪失することになる少数株主の利益を保護する観点から、当該株式取得により増大が期待される価値のうち、既存株主が享受してしかるべき部分についても、公正な価格の評価に当たり検討の対象とするのが相当である」「鑑定人は、……時価法(継続価値法)を採用し、……Z の 1 株当たりの資産価値を 1,253 円と評価する。」「鑑定人は、……Z の本件株式取得の日における収益価値を 0 円であると評価している……。本件株式取得の時点における第三者の Z に対する債務の総額の 50% について債務免除に対する期待利益が存在し、負債の時価評価に反映でき……1 株当たり 27,218 円の期待利益を考慮する。……上場株式の市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が投資家の評価を通して反映されていることに着目した上で、本件株式の取得価格を本件株式の上場廃止直前の市場株価と同額の 25 円と算定したものであって、……その算定過程に不自然不合理な点があるとはいえない。」「本件鑑定による取得価格の算定方法として本件株式の 1 株当たりの企業価値を 28,471 円と一旦算定した上で、その最終的な結論を上記市場価格と同額の 25 円としたことがあるとしても、両者の差額がわずかに 3 円強にとどまり、専門的知見を有する鑑定人による本件鑑定に裁量権の逸脱や濫用があるとは認められない」「A は、……本件株式取得の日において Z の……筆頭株主であったことからすると……Z が A の完全子会社となることにより、新たなシナジーが生じると認めることはできない。」

(2) 「本件株式の取得価格を 1 株当たり 28 円とした原決定は不当であるが、Z の抗告、附帯抗告がない本件においては、不利益変更禁止の原則の趣旨に鑑み、原決定を抗告人らに不利益に変更することは相当ではないから、本件抗告をいずれも棄却するにとどめる」

判例の解説

一 全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立適格

1 株主総会の基準日（会社124条1項）後の株式取得者

全部取得条項付種類株式の取得に関する決議がなされた株主総会で「議決権を行使することができない株主」は取得価格決定の申立適格を有するとされる（会社172条1項2号）。条文上は株式取得の時期等につき特段の限定はない。本決定は、株主総会の日までの株式取得者は申立適格を有するとした。理由として、申立ては保有する株式を強制的に取得される反対株主等の有する経済的価値の補償を目的とすること、株主総会の決議までは当該株式の取得や取得対価は確定していないこと、を挙げる。先行決定例（東京地決平25・9・17金判1427号54頁、東京地決平25・11・6金判1431号52頁等）の立場を踏襲したもので¹⁾、通説の見解も同旨であり²⁾、妥当である。これに対して、株式買取請求権については、「議決権を行使することができない株主」（会社785条2項1号口等）に株式買取請求権を認めた趣旨は議決権を行使することができない株式の株主の救済にあるとして、基準日後の取得株主につきこれに当たらないとする消極説が多数説³⁾である。全部取得条項付種類株式についても議決権を有する株式の株主の場合株主総会での反対が要求されることから、基準日株主が前提とされるとする消極説もあったが⁴⁾、本決定は積極説をとった。株式買取請求権についても、最近、文言上の制限はない等として積極説も少なくない^{5) 6)}。

2 株主総会決議までに名義書換を行っていない株主

本決定は、取得価格決定の審理終結までに対抗要件を具備した株主が「議決権を行使することができない株主」（会社法172条1項2号）に当たるとしたおそらく初めての決定である⁷⁾。本決定は、かかる株主は会社による全部取得条項付種類株式の取得により投下資本の回収が妨げられるおそれがあり、取得価格決定の制度趣旨が妥当とする。これに対して、株式買取価格決定については、東京地決平21・10・19（金判1329号30頁）が、「議決権を行使することができない株主」（会社785

条2項1号口）に株式買取請求権を認める趣旨は議決権を有しない株式の株主の救済にあり、議決権を行使し得る株主の反対通知により会社に議案提出前に再考の余地を与えるという法の趣旨からも、株主総会決議までに名義書換未了の株主はこれに該当しないとする⁸⁾。本決定は、これと異なる考え方を示した。株式買取請求権の行使とは異なり、会社が全部取得すること自体を決議していること等から本決定には説得力がある⁹⁾。

二 取得価格について

1 「ナカリセバ価格」とシナジーの分配

本決定は、最一小決昭48・3・1（民集27巻2号161頁）を引用し、取得価格決定の申立てがされた場合に裁判所が定める価格は、裁判所の合理的な裁量により定められる「公正な価格」（172条には明記されていない）をいい、取得日におけるいわゆる「ナカリセバ価格」にシナジーの公正な分配分を当然加えたものであるとする。先行決定（東京地決平27・3・25金判1467号34頁など）が一般に用いてきた表現を採用している¹⁰⁾。株式買取価格決定申立事件においても同様の表現がとられているが（最二小決平24・2・29判タ1370号108頁等）、基準となる日は買取請求の日である。

(1) 取得日における当該株式の客観的価値（「ナカリセバ価格」）

本決定は、いわゆる「ナカリセバ価格」につき、鑑定人が本件株式取得の日におけるZの資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどの諸事情を考慮してZの企業価値を個別に評価し、「公正な価格」を算定したことを相当であるとする。また、上場廃止の時点における市場価格を公正な価格として採用することも、原則として専門的知見を有する鑑定人の裁量の範囲内であるとする。市場価格を重視したものであり、裁判例の一般的傾向に沿う（本件同様上場廃止後の締出しの事案として札幌高決平22・9・16金判1353号64頁）¹¹⁾。ただし、本件では、時価法（継続価値法）などによる評価28,471円と市場価格25円の差が問題となる¹²⁾。原決定は1株当たり3,471円の差異はZの自己株式を除く発行済株式数を乗じた企業価値の総額を基準とすると6752万6010円となり、上場廃止の日における終値は採用できないとして、「公正な価格」は28円であるとした。これに対し、本決定は大幅に乖離するものではな

いとして25円を採用すべきであるとしたが、疑問が残る。

ちなみに、公開買付けが先行する締出し（二段階買収の二段回目）について、最一小決平28・7・1（判時2321号121頁）は、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど「一般に公正と認められる手続」がとられた場合には、取得価格決定手続においても裁判所はこれを尊重すべきとしている。本件は二段階買収の事案ではないが、鑑定人の裁量を認め専門家による手続を尊重する点は共通する。

(2) 強制的な株式の取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待の評価（シナジー）

本決定は、(1)に加えて、いわゆるシナジーも考慮することが相当であるとする。理由として、全部取得条項付種類株式の取得につきZの代表取締役でありかつAの代表取締役・筆頭株主であるBと株式継続保有を望む少数株主との間にMBOに類似した利益相反関係が生じ、株式を強制取得される少数株主を保護する必要性があることを挙げる。少数株主の意思によらない株式取得であり、妥当である。しかし、本件は、ZがAの完全子会社となってもシナジーは生じないとしたケースである。この点、締出しによる完全親子会社関係の創設には、多数株主と少数株主の間の利益相反関係の排除や、親会社の管理下での機動的な経営が可能になる等のメリットがあり、本決定は少なくともこの点についての説明が不足であるとの評価もある¹³⁾。なお、株式買取請求権についても利益相反の問題は生じ得るが¹⁴⁾、シナジー再分配のための制度は、別途企業再編対価の追加請求権の形で規定すべきとの見解もある¹⁵⁾。

2 不利益変更禁止の原則の趣旨

平成23年改正非訟事件訴訟法は当事者等の手続保障を拡充したが¹⁶⁾、不利益変更禁止の原則（民訴304条）に相当する規定はない。同原則の根拠は処分権主義（民訴246条）とするのが一般的であるが、非訟事件においては同主義が貫かれてはいない。もっとも、抗告審の手続においては不意打ち的な判断の回避や当事者間の衡平に配慮すべきとされる¹⁷⁾。本決定は、不利益変更禁止の原則の趣旨を考慮し、抗告を棄却するにとどめ、結果として原決定通り28円を取得価格とした。

●—注

- 1) 大竹昭彦ほか『新・類型別会社非訟』（判例タイムズ社、2020年）192頁。
- 2) 中村信男「判批」金判1438号（2014年）5頁等。弥永真生「原決定判批」ジュリ1552号（2020年）3頁参照。
- 3) 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事1879号（2009年）7頁、齊藤真紀「判批」商事1973号（2012年）122頁等。
- 4) 飯田秀聡「判批」商事2136号（2017年）52頁。
- 5) 中東正文「株式買取請求権と非訟事件手続」名法223号（2008年）241頁等。弥永・前掲注2）3頁参照。
- 6) 近時、株式買取請求権か価格決定申立権かではなく、エクイティ対価の場合には消極説、平成17年会社法で導入された現金対価の場合の株式買取請求権又は価格決定申立権については積極説とする見解がある。エクイティ対価の場合につき消極説を覆すような議論は平成17年会社法制定時にも平成26年会社法改正時にも一切されていないが、現金対価の場合には、退出を強制される株主の保護が必要であり、また、積極説をとっても、組織再編等の場合、現金の額と現金を支払うべき主体が変わり得るが当事会社のエクイティの数は変化せず、また、全部取得条項付種類株式の場合も、取得会社の支払うべき現金の額が変動するのみで、支払いの相手方が大幅に増加するわけではない（スクイズアウトの場合、特定の株主以外の全てに対して現金を支払うことがそもそも予定されている）とする。武井一浩＝高木弘明「第5章 組織再編における総会基準日後取得株式の株式買取請求権—平成26年会社法改正を経て—」神作裕之責任編集／公益財団法人資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言—（2015年度版）』（公益財団法人資本市場研究会、2015年）201～207頁。
- 7) 弥永・前掲注2）3頁。ただし、振替株式の株主の取得価格決定申立てにつき、最一小決平22・12・7判タ1340号91頁。
- 8) 不利益を被ると主張する行為の決定後に株式を買う必要はないはずであるともされる。江頭憲治郎『株式会社法〔第7版〕』（有斐閣、2017年）845頁。
- 9) 弥永・前掲注2）3頁。
- 10) 伊藤雄司「本件判批」法教486号（2021年）143頁。
- 11) 伊藤・前掲注10）143頁。
- 12) 伊藤・前掲注10）143頁。
- 13) 伊藤・前掲注10）143頁。
- 14) 大竹ほか・前掲注1）170頁。
- 15) 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論（上巻）』（商事法務、2007年）284頁、287頁。
- 16) 参加制度（非訟20条、21条）等。金子修編著『一問一答 非訟事件手続法』（商事法務、2012年）21頁。
- 17) 金子・前掲注16）104頁。