

# 全部取得条項付種類株式の 取得価格決定に係る諸問題

—Problems of a determination of the price of the Class Shares subject to  
Wholly Call for the acquisition by the Stock Company—

高橋 聖子  
Satoko TAKAHASHI

キーワード：全部取得条項付種類株式 取得価格算定 グッドマン

## I はじめに

会社法は171条及び172条において、全部取得条項付種類株式を発行した種類株式発行会社が、全部取得条項付種類株式の全部を取得するための手続き及び裁判所に対する価格決定の申立てについて規定をしている。そもそも全部取得条項付種類株式は、会社法制定の際に新しく創出された種類株式であり、当初の目的は、債務超過会社の100%減資のための手段であった。しかし、その後の法案作成段階で、上記目的以外にも幅広く活用可能である点が指摘されるようになった。実際、会社法施行後には、様々な目的で活用されている。その結果、法案作成段階では考えられなかった問題点も明らかになり、現在、判例や学説による解釈が進んでいる。しかし、各事例に固有の事情も存在する。そこで、本稿においては、近年の裁判例を詳細に紹介した上で、問題点について明らかにしていく。

## II 事案の概要（東京地決平成25年7月31日）

グッドマンジャパン株式会社（以下「グッドマン社」という。）は、発行済み株式総数14万7272株<sup>(1)</sup>の株式会社であり、東京証券取引所マザーズ上場会社であったが、その約13.6パーセントに

あたる株式数を保有する株主25名により構成されるグループから、平成24年4月25日付で、書面を受領した。その内容は、1株あたり7万円の価格によるスクイーズ・アウトの実施を内容とする、同年6月26日開催予定の定時株主総会（以下「本件定時株主総会」という。）における株主提案権行使及び種類株主総会の招集請求（以下、「本件株主提案」という。）であった。

書面受領後、グッドマン社は平成24年5月25日開催の取締役会において、同社を非公開化し、親会社であるマッコリー・グッドマン・ジャパン ピーティー イー エルティーディー（Macquarie Goodman Japan Pte. Ltd.）（以下「MGJ」という。）の完全子会社となるための一連の手続き（以下「本件非公開化手続」という。）を実施することを決定した。それに伴い、[1] 種類株式発行に係る定款一部変更、全部取得条項の付加に係る定款一部変更、全部取得条項付普通株式（全部取得条項が付加された後の普通株式。以下同じ。）の取得について、同年6月26日開催予定の本件定時株主総会に付議すること、[2] 全部取得条項の付加に係る定款一部変更について、同年7月25日に開催予定のグッドマン社株式を有する株主を構成員とする種類株主総会（以下「本件種類株主総会」という。）に付議すること、[3] 本件種類株主総会における議決権行使に係る基準日を同年6月12日に設定することを決定する旨の決議（以下「本件取締役会決議」という。）を行った。

そして同日、「定款の一部変更及び全部取得条項付普通株式の取得ならびに当社普通株主による種類株主総会招集のための基準日設定ならびに資本準備金の額の減少に関するお知らせ」（以下「本件プレスリリース」という。）を行い、[1] グッドマン社が本件取締役会決議を行ったこと、[2] グッドマン社の発行済株式総数の約71.75パーセントを保有するMGJ社を含む、発行済株式総数の約99.22パーセントを保有する株主が本件非公開化手続に賛成していること、[3] 本件非公開化手続の結果としてグッドマン社の株主に交付されることになる金銭の額が、株式1株当たり7万円となるよう算定する予定であることを公表した。なお、グッドマン社の定時株主総会における議決権行使に係る基準日は、定款により、毎年3月31日と定められていた。

平成24年6月26日午前10時に本件定時株主総会が開催され、同年7月25日午前10時に、本件種類株主総会が開催された。本件定時株主総会においては下記〈1〉〈2〉〈3〉の議案が、本件種類株主総会においては下記〈2〉の議案が、それぞれ提出され、これらを原案どおり可決する旨の決議が成立した。

- 〈1〉 定款の一部を変更し、残余財産分配優先株式であるA種類株式を発行する旨の定めを新設すること（本議案に係る定款変更は、本件定時株主総会において、本議案につき承認が得られた時点で効力を生ずるものとする。）（本件定時株主総会における第2号議案）
- 〈2〉 〈1〉の議案による変更後の定款を一部変更し、グッドマン社株式に全部取得条項を付す旨の定め（第6条の3前段）及びグッドマン社全部取得条項付普通株式の取得の対価をグッドマン社全部取得条項付普通株式1株につきグッドマン社A種類株式2万1133分の1株とする旨の定め（第6条の3後段）を、平成24年8月30日を効力発生日として新

全部取得条項付種類株式の取得価格決定に係る諸問題

設すること（本議案に係る定款変更は、本件定時株主総会においては、〈1〉及び〈3〉の各議案について原案どおり承認が得られること並びに本件種類株主総会において本議案について原案どおり承認が得られることを条件とする。）（本件定時株主総会における第3号議案及び本件種類株主総会における議案）

- 〈3〉 〈1〉及び〈2〉の各議案による変更後の定款に基づき、グッドマン社が、平成24年8月30日を取得日として、全株主から全部取得条項付普通株式のすべてを取得（以下「本件全部取得」という。）し、それと引換えに、グッドマン社株式を有する株主に対し、グッドマン社株式1株につきA種類株式2万1133分の1株を交付すること（本議案に係る全部取得条項付普通株式の取得の効力発生は、本件定時株主総会において〈1〉及び〈2〉の各議案について原案どおり承認が得られること並びに〈2〉の議案に係る定款変更の効力が発生することを条件とする。）（本件定時株主総会における第4号議案）

申立人Xは、グッドマン社の株式を〔1〕平成24年6月5日から同月22日までの間（本件定時株主総会における議決権行使に係る基準日後、かつ、本件定時株主総会の開催日前）に、28株（以下「本件28株」という。）、〔2〕平成24年6月28日から同年7月12日までの間（本件定時株主総会開催日後、かつ、種類株主総会の開催日前）に、14株（以下「本件14株」という。）、〔3〕種類株主総会開催日後に2株を取得し、平成24年8月30日（全部取得条項付普通株式の全部取得の日）当時、44株を保有していた。Xは、本件種類株主総会の開催日後に取得した2株を除く42株（以下「本件各株式」という。）について、裁判所に取得価格の決定を求めた（以下「本件申立て」という。）。

〈表1〉

平成24年3月12日	業績予想情報修正プレスリリース 〈3月13日～4月下旬 株価上昇、取引高上昇〉
3月14日	市場株価最高値77900円
3月31日	本件定時株主総会における議決権行使に係る基準日
4月25日	本件株主提案
5月25日	本件取締役会決議 本件プレスリリース
〈6月5日～22日 Xが「本件28株」を取得〉	
6月12日	本件種類株主総会における議決権行使に係る基準日
6月26日	本件定時株主総会
〈6月28日～7月12日 Xが「本件14株」を取得〉	
7月25日	本件種類株主総会
8月14日	本件申立て
8月30日	本件全部取得

### Ⅲ 本件の適法性について

#### 1 申立期間の起算日について

グッドマン社は、本件申立ては平成24年8月14日にされ、本件定時株主総会日である同年6月26日を起算日とする申立期間経過後にされたものであり、不適法であると主張した。

これに対し裁判所は、「『全部取得条項付種類株式の全部を取得する』には、『全部取得条項付種類株式を発行した種類株式発行会社』が開催する『株主総会決議』によることが必要とされているところ、『全部取得条項付種類株式を発行した種類株式発行会社』となるためには、会社法111条2項1号により、全部取得条項を付す旨の定款変更についての種類株主総会決議（全部取得条項を付される普通株式の株主による種類株主総会決議）を経ることが必要であるとされている」とし、「〈1〉全部取得についての決議を行う株主総会の日が、会社法172条1項の価格決定申立ての申立期間の起算日（『同項（同法171条1項）の株主総会の日』）となるためには、少なくとも、上記株主総会の日と同じ日に、全部取得条項を付す旨の定款変更についての決議を行う種類株主総会が開催されていることが必要であり、〈2〉上記株主総会の日後に、上記種類株主総会が開催された場合には、上記種類株主総会の日をもって、上記申立期間の起算日と解するのが相当である」と判断した。その理由として、そのように解しないと、「全部取得条項を付す旨の定款変更についての決議を行う種類株主総会が開催されておらず、全部取得についての株主総会決議が『全部取得条項付種類株式を発行した種類株式発行会社』による株主総会決議であることが定まる前に、株主に対して価格決定の申立てをすることを強いることになり、相当でないから」であるとする。その結果、平成24年7月25日に開催された本件種類株主総会の日を起算日とするため、本件申立ては、株主総会の日から20日以内という申立期間内になされたものであり、適法であると判断した。

#### 2 申立人が「反対株主」及び「議決権を行使することができない株主」にあたるか

##### (1) グッドマン社の主張

グッドマン社は、172条1項1号にいう「当該株主総会」とは、「株主が同一の行為について株主総会及び種類株主総会の双方で議決権行使ができる場合においては、株主総会及び種類株主総会の両方を指す」としたうえで、申立人が「本件定時株主総会に先立って全部取得に反対する旨をグッドマン社に通知したことはなく、また、本件定時株主総会において、全部取得に反対する旨の議決権を行使したこともないから」、172条1項1号のいわゆる「反対株主」には該当し

## 全部取得条項付種類株式の取得価格決定に係る諸問題

ないと主張した。さらにグッドマン社は、株主総会における議決権行使に係る基準日後に株式を取得した株主（以下「基準日後取得株主」という。）は、「会社法 172 条 1 項 2 号にいう『議決権を行使することができない株主』に該当しないことは、立法経緯に照らして明らかである」とした。

そのうえで、「申立人のように、本件定時株主総会における議決権行使に係る基準日後、かつ、本件非公開化手続の公表後に株式を取得した株主については、価格決定の申立てを認める意義は存在しない」とも主張した。

### (2) 申立人の主張

グッドマン社の主張に対し申立人は、「本件定時株主総会において、全部取得条項付普通株式の取得の決議に参加していない」が、「本件種類株主総会において、全部取得条項の付加に係る定款一部変更に対処している」ため、「全部取得条項付普通株式の取得は、本件種類株主総会において、全部取得条項の付加に係る定款一部変更が承認可決されなければ効力を生じないのであるから、本件種類株主総会において全部取得条項の付加に係る定款一部変更に対処したことは、本件定時株主総会において全部取得条項付普通株式の取得に反対したものと当然にみなされるべきで」あり、会社法 171 条 1 項 1 号の「反対株主」にあたることを主張した。また、基準日後取得株主は、「会社法 172 条 1 項 2 号にいう『議決権を行使することができない株主』」に該当すると主張した。

### (3) 裁判所の判断

裁判所は、本件各株式を取得時点に従って本件 28 株と本件 14 株に分け、それぞれについて検討した。

本件 28 株については、以下のような判断である。まず、申立人は「会社法 172 条 1 項 1 号の反対する旨の通知及び反対の議決権行使をしていない」として、「反対株主」にあたるという申立人の主張を退けた。そのうえで、基準日後取得株主が、同項 2 号にいう「当該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」として価格決定の申立てをすることができるかについて検討した。そこでは、株式買取請求や買取価格決定の申立ての制度について、「会社の基礎に変更がある場合に株主に対して投下資本を回収して経済的救済を得る途を与えることを目的とする制度」であるとしたうえで、「必ずしも株主が議決権を有していることや議決権を行使したことを上記請求や申立ての前提としなければならない関係にあるわけではないことから、会社法の下では、当該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も、株式買取請求及び買取価格決定の申立てをすることができることとされ（会社法 116 条 2 項、117 条 2 項）、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てについてもこれと同旨の定めが置かれている（同法 172 条 1 項）」であり、「…改正前の商法下とは異なり、株式買取請求権や価格決定申立権は議決権とは切り

離された権利として規律されている」とした。したがって、「基準日の後に株式を取得したということのみをもって、当該株式に係る取得価格決定申立権が与えられないということとはできない」とした。また、本件非公開化手続の公表後に本件各株式を取得しているが、「株式取得価格決定申立ての対象株式を、組織再編の公表前に保有していたものに限定する旨の規定は存在しないし、このように解すべき法令上の根拠も見当たらない」とした。

次に、本件14株については、まず、「本件定時株主総会における議決権行使に係る基準日後に」取得していることから、「本件定時株主総会との関係」では、「反対株主」にあたらないとした。しかし、本件14株について「基準日後株主」という視点からは、本件28株の中で述べたものと同じ理由で、「当該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」として、「価格決定の申立てをすることができる」と解するのが相当である」とした。しかし、本件14株が、本件定時株主総会との関係では、株主総会開催日後に取得されていることから、このような株式についても、価格決定の申立てをすることができるかについて、以下のように判断した。すなわち、「通常、株主総会における全部取得の決議後に取得した株式に係る価格決定の申立ては、株式を取得した時点において、決議の内容（全部取得）が実現することが確定していることから、上記株式について価格決定による保護を与える必要はなく、価格決定申立権の濫用に当たると解されるが、本件のように、全部取得についての決議を行う株主総会（本件定時株主総会）が開催された後に、全部取得条項を付す旨の定款変更についての決議を行う種類株主総会（本件種類株主総会）が開催される場合には、上記の全部取得についての株主総会決議が行われた時点において、全部取得の効力発生の条件とされている上記の全部取得条項を付す旨の定款変更についての種類株主総会決議が行われておらず、決議の内容（全部取得）が実現することが確定しているものではないから、本件定時株主総会の開催日後、かつ、本件種類株主総会の開催日前に取得した株式に係る価格決定の申立ては、価格決定申立権の濫用に当たるとはいえない」とした。

### 3 本件申立ては権利濫用にあたるか

グッドマン社は、申立人が「…本件定時株主総会における議決権行使に係る基準日後、かつ、本件非公開化手続の公表日後に、申立人にできることが価格決定の申立てだけであることを知りながら株式を取得した者、すなわち、最低でも1株あたり7万円で株式を売却できる機会を確保しつつ、1株当たり7万円を若干下回る購入価格で相手方株式を取得することができる状態を奇貨として、あわよくば裁判所の決定により購入価格との差額を利得することを目論み、会社法172条1項の申立てをするためだけに相手方株式を取得した者であることは明らかである。」と主張し、さらに、申立人は同種の価格決定の申立てを常習的に行っている者であり、かつ、申立人のブログなどから、「価格決定申立ての制度を利用して、濫用的な機会主義的な投機行動その

ものを行っている」ことが分かると主張した。

これに対し裁判所は、「申立人が本件各株式を取得したのが、本件定時株主総会における議決権行使に係る基準日後、かつ、本件プレスリリースの公表後であることから直ちに、本件申立てが価格決定申立権の濫用であるということとはできない」とし、さらに、「申立人がこれまでに株式価格決定の申立てを複数回行っていること、申立人のブログにおいて『どのような理由でどのような決定が出るのかを確かめるために、試しに申し立ててみるか』等の記載があることが認められるが、上記各事実から直ちに、本件申立てが価格決定申立権の濫用であるということとはできない」とした。

## IV 本件各株式の取得価格について

### 1 申立人の主張

申立人は、グッドマン社の株式は株主数が少なく、さらに、発行済株式総数の90.78%を上位10名の株主で保有しており（上位30名の株主で97%以上）、「浮動株式が限定的であり流動性が乏しい場合や売買高が少ない場合には、適正な市場が形成されているとはいえない」から、市場株価は信頼性に乏しいとして、「1株当たり15万6174.85円（平成24年3月31日現在のグッドマン社株式1株当たり純資産額）又は合理的に算定された清算価値とすべき」と主張した。

また、仮に「市場株価を用いるとしても」、「終値単純平均値を用いるべきではなく、終値出来高加重平均値を用いるべき」であり、さらに、「本件非公開化手続の公表直前の終値、公表前日の出来高加重平均値、公表前1週間、2週間、3週間、1か月間、2か月間、3か月間、4か月間、5か月間、6か月間の各出来高加重平均値、又は更に長い期間の出来高加重平均値のうち、最も株主に有利な数値を基礎とすべき」として、本件については「本件非公開化手続の公表前3か月間の出来高加重平均値である6万8388円」を基礎とすることを主張した。そして、市場株価を基準としても、本件においては「本件非公開化手続の公表直前の市場株価（平成24年5月25日終値）である6万1500円に対して13.8パーセントのプレミアムしか付されて」おらず十分なプレミアムが付されていないとし、「支配権を手に入れて完全子会社化を実現する際の平均プレミアムは約50パーセント」とした。

### 2 グッドマン社の主張

本件取得価格である7万円について、「少数株主によって提案された額であり、独立当事者間

の交渉により決定した価格よりも更に少数株主に有利な価格であることが明らかである」から、「公正な価格」であると主張した。

さらに、MBOにおける裁判例の基準を適用したとしても、本件取得価格は公正であるとした。すなわち、MBOの場合の「公正な価格」とは、「MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価格」と「MBOの実施後に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価値を合算して算定すべきであると解されて」おり、本件取得価格は以下の理由から「公正な価格」であると主張した。まず、グッドマン社株式は「平成24年3月12日に通期業績予想の上方修正に関するプレスリリース（以下「業績予想情報修正プレスリリース」という。）を行ったこと等を受けて上昇し、同月14日に7万7900円の高値を記録した後、7万円台前後を推移」していたが、これは一過性の事象に市場が過敏に反応した結果であり、市場株価の算定期間を「短期に設定すること及び終値の出来高加重平均値を採用することは相当とはいえず」、「本件非公開化手続の公表前6か月間の終値の単純平均値である5万7859円」が「客観的価値」であるとした。次に、本件においては「プロジェクトチーム<sup>(2)</sup>、独立委員会<sup>(3)</sup>、ファイナンシャル・アドバイザー（第三者算定機関）<sup>(4)</sup>及びリーガル・アドバイザー<sup>(5)</sup>等を利用することにより適切な意思決定過程を経たこと（恣意性の排除）」、「本件非公開化手続につき93.75パーセントの株主の賛成を得ており、申立人以外に誰も異議を唱えていないこと」、「株主の適切な判断機会が確保されていたこと」から本件取得価格は「公正な価格」であるとした。また、多数の株主の賛同を得ていることを理由に「公正な価格」であると即断できない場合にはDCF法をベースに、「本件非公開化手続の実施後に増大が期待される価値の半分を既存株主が享受してしかるべき価値と認めるのが相当」であるが、「複数の前提のうち最も既存株主に有利な数字を用いて計算しても、相手方株式1株当たり7万円を上回ることはない」とした。

### 3 裁判所の判断

会社法172条1項の趣旨について、「客観的に定まっている過去の株価を確認するのではなく」、「取得日における当該株式の客観的価値」に加え「強制的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価格をも考慮」して「新たに『公正な価格』を形成するもの」という最高裁判例<sup>(6)</sup>を引用した上で、「市場株価のある株式の客観的価値を算定するに当たっては、異常な価格形成がされた場合等、当該市場株価がその企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情が存しない限り、評価基準時点にできる限り近接した市場株価を基礎として、当該株式の客観的価値を評価する」のが相当であるとした。そして、「評価基準時点に近接し、かつ、非公開化の公表等による影響のない一定期間の市場株価の平均値をもって当該株式の客観的価値であると判断するのが相当」であり、「通常であれば、非公開化の公表前1か月間の市場

株価の終値の出来高加重平均値をもって算定した価格を当該株式の客観的価値とみてよいもの」であるという理解に立った上で、本件については以下のように判断した。

(1) 本件取得日におけるグッドマン社株式の客観的価値の算定

グッドマン社株式の「市場株価については、平成24年3月13日から同年4月下旬にかけて、過去の株価と比較して著しく上昇しており<sup>(7)</sup>…」、「…株式の出来高についても、同年3月13日から同月下旬にかけて、過去の取引量と比較してかなり活発に売買されている」と認定し、その理由として「…同年3月12日に行った業績予想修正プレスリリースの影響を強く受けた」ことをあげた。しかし、上記業績予想修正プレスリリースが「著しく恣意的で合理性を欠くものであるとか、誤った情報によって株価を操作するものであるなどの事情を認めるに足る資料はない」から、プレスリリースが行われた3月12日から本件非公開化手続が公表された日の前日である5月24日までの期間における市場株価を「平均値の算定の基礎に含めながら、他の期間をも通じて市場株価を平均化することによって、本件取得日における」 「…株式の客観的価値を算定するのが相当である」とした。そしてその期間について、「…本件非公開化手続の公表前6か月間の平均株を採用するのが相当である」とした。さらに、業績予想修正等プレスリリースという一時的要因が「平均株価に対して過大に反映されることを回避するための措置としては」、市場株価の参照期間を本件非公開化手続の公表日前6か月間とすることで足りるのであり、原告が主張しているような、「…市場株価の平均値として、出来高加重平均値を用いる」ことは相当でないと判断した。そして、「…本件非公開化手続の公表日前6か月間における」 「…株式の市場株価の終値による出来高加重平均値をもって算定した価格を、本件取得日における本件株式の客観的価値とみるのが相当」であるとした上で、本件取得日におけるグッドマン社株式の客観的価値は1株当たり6万0475円であると認めた。

なお、申立人による、株主数が少ない点から市場株価が信頼性に乏しいという主張や、様々な期間の出来高加重平均値を算出した上で最も株主に有利な数値を基礎とすべきという主張は、前者については、そのような事情から直ちに信頼性に乏しいものであるとはいえない、後者については、そのような取扱いをしなければならない合理的な理由が認められないとして、退けた。

(2) 本件各株式の強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価格

グッドマン社の行った本件非公開化手続の決定については、本件株主グループの属性や、本件株主グループとグッドマン社との交渉の内容及び経過等が明らかでないことから、本件株主提案において、少数株主によって提示された額であることをもって直ちに、本件における「公正な価格」と解することはできないとしながら、「…〈1〉本件株主グループが、相手方に対し、本件株主提案により、相手方株式1株当たり7万円の価格によるスクイーズ・アウトの実施を求めている

たこと〈2〉相手方が、本件株主提案を受けて本件非公開化手続の実施を検討するに当たって、法律事務所をリーガルアドバイザーに選任するとともに、第三者算定機関であるプルートゥスに相手方の株式価値の算定を依頼した上、第三者や社外監査役から成る本件独立委員会を設置して本件対価の公正性等の審査を依頼した結果、本件取得価格である7万円について、〈ア〉プルートゥス作成の本件算定書において、DCF法による株式価値の評価の範囲内の価格（かつ、市場株価法による株式価値の評価の範囲より高い価格）であるとされ、また、〈イ〉プルートゥスによるフェアネス・オピニオンにおいて、MGJを除く相手方の株主にとって財務的見地より妥当であるとされ、さらに、〈ウ〉本件独立委員会からの答申において、公正なものであると評価することができることに基づき、本件対価を相手方株式1株当たり7万円（本件取得価格）とする旨を決定したこと、〈3〉相手方が、本件非公開化手続の実施及びその具体的な手続を議題とした取締役会において、相手方の親会社であるMGJを保有する会社のグループ会社からの出向者である取締役（兼務取締役）が参加しない方式で、上記議題についての審議及び決議（本件取締役会決議）を行った」ことを認定した上で、「…本件非公開化手続による相手方を完全子会社化するMGJとそれ以外の少数株主の利益相反関係を抑制するための一定の措置が講じられた上で、上記少数株主の利益を踏まえた手続を経て、本件取得価格である7万円という額が決定された」とした。さらに、本件プレスリリースにより適切な情報開示は行われており、本件定時株主総会における本件非公開化手続に係る各議案についても多数<sup>(8)</sup>の賛成を得ている点、株式買取請求又は価格決定申立をしたのが申立人1人のみである点にも言及した。

そして、本件取得価格について、平成23年1月1日から平成24年4月30日までに公表されたMBOの事案及び公開買付けの事案におけるプレミアムの平均値と比較すると、十分なプレミアムが付されていないという申立人の主張に対しては、以下の三点から採用できないと判示した。第一に、本事案は、本件株主グループからのスクイーズ・アウトの提案を受けて全部取得条項付普通株式の全部取得の手続が行われた事案であり、MBOの事案や公開買付けの事案でもなく、また、7万円という価格が本件株主提案において提示された額であるという点、第二に、本件非公開化手続の実施後に増大が期待される価値から本件非公開化手続が行われなかったならば株主が享受し得る価値を控除したものが、本件非公開化手続の実施後に増大が期待される価値であり、その価値の分配は、MGJと保有株式の売却を強制される少数株主に、少なくとも1対1の割合で分配するのが公平であり、算定すると6万5852円<sup>(9)</sup>となる点、第三に、多数の株主が本件対価を一株あたり7万円であることをその内容とする本件非公開化手続に賛成している点である。

なお、1株当たりの純資産額をもって株式の取得価格とすべきであるとの申立人の主張については、純資産額等は従前から開示されており、それを織り込んだ上で市場株価が形成されているとして、退けた。

## V 本判決の検討

本判決の争点は大別すると、提訴が適法か、取得価格はいくらかの二点にある。本稿では、取得価格の算定について、検討していく。なお、提訴の適法性については別稿に譲る。

裁判所による全部取得条項付種類株式の取得価格決定の際の基準等については、会社法 172 条には何らの規定もない。他方で、定款変更等に反対する種類株主の株式買取請求権や各種組織再編行為に対する反対株主の株式買取請求権などについては、買取価格として「公正な価格」であることが法定されている。この点、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立ては、強制的に取得される株主の保護が目的であり、株式買取請求権と制度の目的が同じであるから、裁判所が決定すべき価格は同様に「公正な価格」であると解するべきであると判例上、解釈されている<sup>100</sup>。そしてその算定基準については、全部取得条項付種類株式の全部の取得という点のみをみれば、会社による取得がなかったとすれば有していたであろう価格が基準となる。そうだとするならば、市場価格のあるものについては、市場価格が基準となるとも考えられる。しかし、全部取得条項付種類株式の全部取得は、債務超過会社の 100%減資の手段として、敵対的買収防衛策として、あるいは MBO の手段として利用されることが多く、特殊な状況下で行われるため、単純に市場価格 = 公正な価格とはならず、その基準は各場合によって異なってくるであろう。本件は株主提案を受けたものであり、この点においても特殊な事例といえよう。

本条は、会社法制定によって新設された条文であり、価格決定の際の基準については、会社法下で最初の判例であるレックス・ホールディングス決定（以下「レックス HD 決定」という。）における東京地裁決定<sup>101</sup>および東京高裁決定<sup>102</sup>がリーディングケースとなっている。

レックス HD 地裁決定においては、「裁判所が決定すべき取得価格とは、当該取得日における当該全部取得条項付種類株式の公正な価格をいうものと解するのが相当である。そして、裁判所による価格の決定は、客観的に定まっている過去の株価を確認するのではなく、新たに公正な価格を形成するものであって、価格決定に当たり考慮すべき要素は極めて複雑多岐にわたらざるを得ないが、会社法 172 条 1 項が取得価格の判断基準について格別規定していないことからすると、法は、価格決定を裁判所の裁量に委ねているものと解することができる。」「…裁判所が、全部取得条項付種類株式の取得の公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的な時価に加えて、強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額をも考慮することが相当であるということになる」とした上で、取得日における本件株式の客観的な時価、強制的取得により失われる期待権を評価した価額を算出し、会社の設定した公開買付価格と同額の取得価額 23 万円を公正な価格であると判断した。

レックス HD 高裁決定においても、「…当該株式の取得日における公正な価格を定めるに当

たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的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価値をも考慮するのが相当である。そして、取得日における当該株式の客観的価値や上記の期待を評価した価値を算定するに当たり考慮すべき要素は、複雑多岐にわたる反面、これらがすべて記録上明らかとなるとは限らないこと、会社法172条1項が取得価格の決定基準については何ら規定していないことを考慮すると、会社法は、取得価格の決定を、記録に表れた諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねたものと解するのが相当である」としている。しかし、具体的な算定においては、地裁決定とは異なる判断をした。すなわち、公開買付開始前に業績下方修正が行われたために、公開買付価格を株式の客観的価格とすることは適切でないとしたのである。そして、公開買付公表前6か月間の平均株価の算出により客観的価値を決定し、株価の上昇に対する期待については客観的価値の20%と評価し、公正な取得価格を33万円余とした。前記20%という数値は、他のMBO事例における公開買付価格のプレミアムを考慮したものである。この高裁決定を、最高裁決定<sup>13)</sup>も是認した。

上記各決定においては、いずれも「複雑多岐」な事情があるゆえに裁判所に広範な裁量権が認められるという理論展開がなされている。そして、複雑多岐な事情を考慮した上で広範な裁量権をもって取得価格を算定するゆえに、決定の結論に差が出てくることとなる。

このような広範な裁量権は妥当であるのか。すでに述べたように、全部取得条項付種類株式は、100%減資のための制度として考案された。従来の100%減資の制度では、株主全員の同意を必要とする実務上の解釈がなされており、現実的ではない側面があった。そこで、多数決により全部の株式を消却する制度が考えられたのである。その際、取得対価の価値の決定方法は定款で定めねばならないと規定された。しかしながら、定款において具体的な価値や内容を定める必要はないとされ、参考とする事項等について抽象的に記載することで十分であるとの解釈<sup>14)</sup>がなされた。その結果、裁判所に取得価値の決定が申立てられた際にも、定款に一義的な基準といえるものが存在しないため、裁判所の裁量の幅が広くならざるを得ないのである。

では、その裁量権の中で、いかなる算定が行われているのか。本判決および裁判例においては、「取得日における客観的価値」+「期待値」→「公正な価格の形成」という二段階での算定を用いる定式化がなされている。そして、その客観的価値の算定や期待値の算定についても、裁判所の広範な裁量権が認められている。

とはいえ、裁判例の蓄積により、算定の基準となる考え方はある程度、明らかになってきている。客観的価値の算定については、通常であれば、非公開化公表前1か月の終値の出来高加重平均によって算定されることが少なくない。他方で、業績の下方修正や上方修正などが行われた場合には、その反応としての株価の変動が過敏である場合のことも鑑み、算定期間を公表前数か月とするのが、現在の判例の立場であるといえよう。本決定も同様の立場である。だが、6か月という期間は本当に妥当な期間であるのか。必要以上に長い期間で設定した場合、様々な事象による市

場の反応を算定の基準に取り込んでしまう危険性が存在する。また、そもそも、レックス HD 決定における事実として、業績下方修正を行う以前の市場価格が 30 万円超であったところ、下方修正発表後 20 万前後になるという大幅な下落があった。これに対し、本件においては、本件業績情報修正プレスリリースの前後で値動きはあったものの 2 万円程度であり、大幅な値動きではない。本決定においてレックス HD 決定を踏襲したと思われる 6 か月という算定期間が必要であるかには疑問が残る。もっとも、値動きを割合で計算すると、レックス HD の値下がりの割合と、本件の値上がりの割合は近接しているともいえよう。

さらに、そもそも、このような二段階に分けて算定する必要があるのかという疑問<sup>83</sup>もある。とくに期待値については、詳細が公表された時点で、市場価格に反映されているという可能性が存在するからである。

また、レックス HD 決定においては、算定において他の MBO 事例における公開買付価格のプレミアムの平均値が考慮された。本件においては、MBO でも公開買付でもないという視点から、そのような考慮はなされなかった。しかし、本件は株主提案によるものであったとはいえ、その目的は親会社の完全子会社となることにある。また、株主グループがどのような背景を持ったグループなのか、裁判上は明らかにされなかった。したがって、MBO 的な側面の可能性も完全には否定できない。その点からすると、本件に近接した時点の公開買付価格のプレミアムの平均値を考慮に入れる可能性もないとはいえない。しかし、ここでさらに問題点が存在する。公開買付後の全部取得条項付種類株式の取得価格の決定においては、公開買付価格のプレミアムの平均値が考慮されることが多く、近年では 20% として算定されることが多い。だが、MBO の一環であるという点のみで MBO = 20% のプレミアムという算定が常に妥当するとは考えにくい。なぜなら、各会社には固有の事情が存在するのである。

## VI むすびにかえて

全部取得条項付種類株式の取得価格決定については、学説上は 100% 減資の場合と MBO の場合とに分けて考えることが中心となっている。MBO においては、公開買付がなされた後の少数派締め出しのために、この制度が利用されている。本決定においては、MBO でも公開買付でもないとされたが、少数派締め出しという点を見ると、求められる株主保護の内容は、MBO 等において用いられた場合と変わらないのではないだろうか。また、この制度は、取得目的が無限定であるため、様々な場面において、代替手段として利用される可能性がある。本件は、MBO 類似の事例にも見えるが、実際このような玉虫色の事例は今後も生ずる可能性がある。したがって、各態様に応じて本来の規制とのバランスを取った解釈が必要とされる。今後の検討課題である。

注

- (1) 平成24年5月25日時点
- (2) MGJ及び本件株主グループのいずれとも利害関係を有しない者のみで構成
- (3) グッドマン社、MGJ及び本件株主グループのいずれからも独立した外部の有識者である公認会計士及び弁護士並びにグッドマン社の独立役員であり社外監査役であるAの3名で構成
- (4) グッドマン社、MGJ及び本件株主グループのいずれからも独立した第三者算定機関として株式会社ブルータス・コンサルティングを選定。
- (5) グッドマン社、MGJ及び本件株主グループのいずれからも独立したリーガルアドバイザーとして、TMI総合法律事務所を選定
- (6) 最高裁判所第一小法廷昭和48年3月1日決定・民集27巻2号161頁
- (7) 認定された事実によると、グッドマン社株式の市場株価と出来高は、以下のとおりになる。市場株価（終値）は、平成23年11月25日～同年12月27日の間では4万円台を推移、翌28日からは翌年3月9日まで、5万円台を推移しながら緩やかに上昇。業績予想修正等プレスリリースが行われた3月12日に6万4900円、同月13日に7万4900円、同月14日に7万4000円を記録。上記13日に7万4900円の最高値を記録した後、7万円台を推移し、同年4月9日に7万円、その後は6万円台に下落、本件プレスリリース公表前日の市場株価（終値）は6万1600円であった。また、出来高については、平成23年11月25日から平成24年2月23日までの3か月の間の出来高は合計1760株であるが、営業日ごとの出来高は、1株（平成23年12月27日及び平成24年1月27日）から233株（平成23年12月26日）までとなっている。平成24年2月27日から同年5月24日の間の3か月間の営業日ごとの出来高は、1株（同年4月6日）から527株（同年3月13日）である。
- (8) 発行済株式総数の93.75%～93.76%。
- (9) 「ブルータス作成の本件算定書におけるDCF法による相手方株式の価値算定結果である4万6131円～7万1230円の上限值である7万1230円を前提として、同額から本件取得日における本件各株式の客観的価値である6万0475円を差し引くと、1万0755円となり、これを、相手方を完全子会社化するMGJと申立人を含む少数株主に、1対1の割合で分配しても、6万5852円（小数点以下切捨て）となり、本件取得価格である7万円を上回らない。」
- (10) 東京地決平成19・12・19、東京高決平成20・9・12
- (11) 東京地決平成19・12・19
- (12) 東京高決平成20・9・12
- (13) 最決平成21年5月29日。ただし、補足意見等あり。
- (14) 相澤哲編著『一問一答 新会社法』（商事法務、2005年）
- (15) 太田洋「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」商事1848号[2008]6頁