

# 二段階買収における全部取得条項付株式の 取得価格決定申立権 — セレブリックス決定の検討 —

Appraisal Remedy Case of the MBO

高橋 聖子  
Satoko TAKAHASHI

## 要 旨

二段階買収における、全部取得条項付株式の取得価格決定についての平成25年9月17日の東京地裁決定についての検討。単なる減資ではなく、債務超過による上場廃止を目前とした会社による全部取得条項付株式の取得である。裁判所の論理の検討を行う。

キーワード：二段階買収 全部取得条項付株式 取得価格決定申立権

## I はじめに

会社法下において、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）が全部取得条項付種類株式の取得価格の決定申立権を有するか否かにつき、平成25年7月31日決定<sup>(1)</sup>（以下、「グッドマン決定」という）において、従来の判例及び通説とは異なる理解が示された。すなわち、「議決権を行使することができない株主」に基準日後取得株主が含まれるという決定である。その約1か月半後に、同様の基準日後取得株主の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の決定が東京地裁で下された（平成25年9月17日決定）。その内容は、グッドマン決定で示された方向性と同様のものであり、これにより、判例の流れは、基準日後取得株主による全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立権を認める方向に一層押し進められた。また、学説上も近時の有力説がより支持されることになる重要な決定であった。しかし、事実関係について

は、債務超過による上場廃止を目前としているなど重要な点でグッドマン決定の事実関係とは異なる点があり、新たに示された点も存在する。そこで、当該決定につき、以下、事実関係を詳細にみた上で、検討を行う。

## II 事案の概要

株式会社セレブリックス（以下「セレブリックス」という。）は、営業マネジメントの代行業、労働者派遣事業を業とし、平成10年5月15日に設立された。そして、平成17年5月に株式会社大阪証券取引所（当時）が開設するヘラクレス市場（当時。その後名称変更し、決定当時にはJASDAQグロス市場。以下、名称変更の前後を問わず「JASDAQ」という。）に上場した。JASDAQ上場後は、営業コンサルティング及び人材アウトソーシングに事業を拡大し、平成19年3月期までは順調に業績を伸ばしていた。しかし、セレブリックスが買収した企業の業績悪化や世界的な金融危機の影響などにより、財務内容が悪化した。そして、平成19年4月以降、グループ会社を含めた業績悪化により収益状況及び財務状態が悪化し、メインバンクであるみずほ銀行に対し、弁済期日である平成23年3月31日までに借入金元本約8億2500万円の返済ができず、同年5月31日をもって期限の利益を喪失し、支払不能の状態に陥った。さらに、平成24年3月期決算において、連結で純資産が約1億9155万円の赤字、単体純資産でも約1億5582万円の赤字となり、債務超過の状態に陥った。そのため、平成24年4月1日付けでJASDAQの有価証券上場規程47条1項3号（債務超過）の猶予期間入りした銘柄及び監視区分銘柄に指定された。同指定により、平成25年3月31日までに債務超過の状態を解消しなければ上場廃止基準に該当し、平成25年3月期の決算報告書の提出後に整理銘柄に指定されることになり、整理銘柄指定後1か月後に上場廃止となる見込みとなった。そこで、平成24年4月以降、事業の立て直しを図ったが、平成24年度第1、第2四半期決算ともに連結業績予想を下回り、平成24年度第2四半期連結累計期間において、その債務超過額は約2億5280万円に達した。

セレブリックスの代表取締役であるA及び取締役B（以下、AB併せて「Aら」という。）は、2期連続債務超過による上場廃止及びその後の法的倒産手続きを回避するため、平成24年8月頃、民事再生手続の申立てを視野に入れた検討と、セレブリックスを対象とするMBO（以下「本件MBO」という。）の実現可能性の精査のために買収監査を実施することとし、東京フィナンシャル・アドバイザー（以下「東京FA」という。）をフィナンシャル・アドバイザーに選任した。東京FAによる買収監査の結果、本件MBOの実施により、上場廃止により生じる信用棄損を避けることができ、かつ上場維持コストの削減によりキャッシュフローの増大が見込まれ、慢性的な支払不能状態を脱することができるほか、既存株主の投下資本の回収機会を喪失する事態を避け、抜本

## 二段階買収における全部取得条項付株式の取得価格決定申立権

的な事業改革や長期的視点に立脚した事業運営が可能となるなどの利点が生じることが判明した。

そして、平成24年11月1日、Aらはセレブリックスの発行する株式の公開買付け（以下「本件公開買付け」という。）を含む本件MBOの提案を行うとともに、同月2日、本件MBOを実施するための買収目的会社として、AとBが各50%を出資してレッドオスカーキャピタル株式会社（以下「レッドオスカー」という。）を設立した。

次に、レッドオスカーは、レッドオスカー及びセレブリックスと利害関係を有しない独立した第三者算定機関である東京FAに対し、セレブリックスの株式価値の算定を依頼し、平成24年11月21日付けで株式価値算定書を取得した。東京FAは、セレブリックスが債務超過であり純資産がマイナスであることから、コスト・アプローチ（純資産法）を採用せず、市場株価法及びDCF法を採用した。これに対し、セレブリックスは、平成24年11月1日、レッドオスカー及びセレブリックスと利害関係を有しない独立した第三者機関であるエースターコンサルティング株式会社（以下「ASC」といい、東京FAと併せて「本件各第三者算定機関」ともいう。）に対し、セレブリックスの株式価値の算定を依頼し、同21日付けで株式価値算定書を取得した。

また、セレブリックスは、少数株主を保護することを目的として、本件公開買付けの公正性の担保、本件公開買付けを含む本件MBOの実施を決定するに至る意思決定の過程における恣意性を排除し、セレブリックスの意思決定過程の公正性、透明性及び客観性を確保するため、参加人の社外監査役1名及び外部有識者2名（レッドオスカー及びセレブリックスから独立した弁護士及び公認会計士各1名）の合計3名からなる第三者委員会（以下「本件第三者委員会」という。）を設置し、同委員会に対し、本件MBOの目的の正当性、本件買付価格その他条件の妥当性、本件公開買付けの手の適正性について諮問した。さらに、取締役会としての意思決定過程の透明性および合理性を確保するため、リーガル・アドバイザーとして独立した第三者である二重橋法律事務所（以下「本件リーガル・アドバイザー」という。）を選任し、同事務所から本件公開買付けを含む本件MBOにおける意思決定の過程・方法その他の留意点について助言を受けることとした。

平成24年11月9日、レッドオスカーからセレブリックスに対し、本件買付価格を1株当たり1135円とする提案がなされた。しかし、第三者委員会の議論等を踏まえ、当該価格が上記前日での市場株価（1株当たり1313円）に比してディスカウントが大きく、株主の賛同を得ることは困難であるとして、レッドオスカーに対し、再検討を要請した。この要請を受け、レッドオスカーは同月22日、最終的に本件買付価格を1株当たり1310円とする再提案を行った。

この提案を受けて、第三者委員会は、以下のような理由で本件公開買付けを含む本件MBOがセレブリックスの少数株主にとって不利益ではない旨の答申書を提出した。すなわち、まず本件買付価格（1株当たり1310円）は、本件公開買付け公表日の前営業日（平成24年11月22日）の株式終値（1260円）及び業績の下方修正が行われた平成24年11月12日の前営業日（平成24年11月9日）の株式終値（1300円）を上回っているほか、セレブリックスの現状及び上場廃止基準へ

の抵触の蓋然性等に照らすと、現時点での市場株価に表れている株主の期待権の実現は極めて困難であり、現状のままでは法的倒産手続きを経て株式価値がゼロとなる確度が高いことなどから、他社事例と比較してプレミアムが少ないことも首肯し得るとして、その他の条件を含めて妥当というものである。

そして、セレブリックスにおいて平成24年11月26日、本件MBOに利害関係を有するAらを除く取締役全員及び監査役全員の出席により取締役会を開催し、本件公開買付けを含む本件MBOについて審議し、出席取締役の全員一致により、本件公開買付けについて賛同する意見を表明するとともに、株主に対して本件公開買付けへの応募を推奨することを決議した。

平成24年11月26日、レッドオスカーは、本件MBOの一環として、本件公開買付けを実施することを決定し、本件公開買付けの内容やその後の本件MBOによる二段階買取の方針、本件MBOに至った経緯・目的等を公表した。セレブリックスも、上記同日、取締役会において、本件公開買付けに賛同する意見を表明し、株主に対して本件公開買付けへの応募を推奨することを決議したことのほか本件MBOに至った経緯や本件公開買付けの内容等を公表した。

本件公開買付けでは、以下のようなことが定められた。〈1〉買付期間を法令で規定された最短期間20営業日に対し30営業日とし（平成24年11月27日から同25年1月15日まで）、〈2〉レッドオスカー以外の買付等の機会を確保するため、セレブリックスがレッドオスカーの対抗的買取提案者と接触等を行うことを制限する合意をせず、〈3〉本件買付価格を1株当たり1310円とし、〈4〉公開買付けの成立条件として、セレブリックスの発行済株式総数（12万6999株）に3分の2を乗じて得た株式数（8万4666株）を買付予定数の下限と設定するとともに、〈5〉本件公開買付けの方針として、いわゆる二段階買取により本件公開買付け後に本件全部取得を実施することによって、セレブリックスの株主に対し、本件買付価格を基準として端数相当株式の売却によって得られる金銭を交付することなど、である。

その後、本件公開買付けは、セレブリックスの株主から9万2253株（保有割合約72.64%）の応募がされ、買付予定数の下限に達したことにより成立した。そこで、セレブリックスは、基準日を平成25年1月31日（以下「本件基準日」という。）と定めた上で、同年2月12日の取締役会決議を経て、同年3月7日、臨時株主総会及び普通株式を構成員とする種類株主総会（以下、まとめて「本件株主総会」という。）を開催した。臨時株主総会では下記〈1〉から〈3〉の議案が、種類株主総会では下記〈2〉の議案が、それぞれ提出され、いずれも原案どおり可決する旨の決議がされた。

〈1〉「種類株式発行に係る定款一部変更の件」

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。

〈2〉「全部取得条項の付加に係る定款一部変更の件」

## 二段階買取における全部取得条項付株式の取得価格決定申立権

前記〈1〉による変更後の定款を一部変更し、セレブリックスの発行する全ての普通株式に全部取得条項を付す旨の定めを新設する。

### 〈3〉「全部取得条項付種類株式の取得の件」

前記〈1〉及び〈2〉による変更後の定款に基づき、セレブリックスが、全部取得条項付種類株式であるセレブリックス株式の全部を取得し、当該取得と引換に、セレブリックス株式を有する株主に対し、セレブリックス株式1株につきA種類株式を3万4746分の1株の割合を持って交付する。

申立人は、本件株主総会に先立ち、セレブリックスに対し、本件全部取得に反対する旨を通知し、本件株主総会において、本件全部取得に反対する旨の議決権を行使した。その後、平成25年3月27日、本件株式の取得価格決定の申立て（以下「本件取得価格申立て」という。）をした。なお、申立人の保有株式（2427株）のうち2081株は、本件株主総会の本件基準日後に取得したものである。すなわち、ここで重要な点は、申立人が、基準日株主であると同時に基準日後株主であり、基準日株主としての部分をみれば、会社法172条1項1号に該当する株主であるという点である。

公開買付等公表前	公表前6カ月の市場価格 1500円～1600円
11月22日 公開買付等公表前営業日	株式終値 1260円
11月26日 公開買付等公表	株式市場価格 1233円 買付期間 11月27日～1月15日 買付価格 1310円 買付期間終了後、全部取得を行う旨の公表
1月31日	本件株主総会基準日
基準日後、株主総会前	申立人2081株取得
3月7日	本件株主総会開催
3月22日	上場廃止前営業日 買付価格を下回る価格で推移

### Ⅲ 基準日後取得株式についての申立人の主張

本件における、基準日後取得株式について申立人は、会社法172条1項2号の「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」に該当すると主張した。すなわち、「基準日の時点では株主総会の議案は不明な状態にあるのが実情である上に、株主総会の議案が可決されるかは決議を経なければ分からないものである。また、そもそも基準日後に取得した株主に取得価格決定の申立権を認めないとすると、一般的に定時株主総会の基準日後における株式譲渡に著しい支障をもたらすことになり、基準日後に取得した株主の保護にも欠けることになる」として、

本件基準日後に取得した株式を含め、申立人の本件取得価格申立ては適法であると主張した。

#### Ⅳ 基準日後取得株式についてのセレブリックスの主張

セレブリックスは、「申立人は、保有していた本件株式（2427株）のうち2081株については本件基準日後に取得したものであるところ、基準日後に株式を取得した株主に取得価格決定の申立権を保護すべき実質的理由はなく、一般的にも会社法172条1項2号所定の『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』に該当しないものと解されるから、本件取得価格申立てのうち本件基準日後に取得した株式に係る申立ては、不適法であり、却下されるべきである」と主張した。

#### Ⅴ 基準日後取得株式についての裁判所の判断

裁判所は、本件取得価格申立ての適法性について、以下のように述べて、適法であるとした。すなわち、「会社法172条1項2号は『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』と規定するのみであり、他に基準日後に取得した株主に取得価格決定の申立権を認めない旨の明文の規定は存在しない。また、株主が株式の全部取得に係る株主総会の基準日後に株式を取得した場合であっても、その時点において、当該株主が株主総会の議案を認識しているとは限らず、全部取得に係る株主総会決議が成立することが決定しているものでもない。実質的にも、基準日後に株式を取得した株主は、株式の全部取得に係る株主総会の決議において議決権を有しないとしても、その後の株式の全部取得に係る取得価格決定の申立権までも有しないものと解すべき必然性はなく、全部取得によって株主は強制的に株式を取得されることや、一般的に基準日から株主総会決議の日まで相当の期間が設定される可能性があることに照らすと、基準日後に株式を取得したことをもって、当該株主に対しその投下資本の回収の機会を保障しないとする合理的な理由があるものと認めることはできないというべきである。このことは、株式会社が基準日後に取得した株主の総株式数やその後にされる反対株主による取得価格決定の申立て及びその取得価格を把握できない事情があるとしても、上記判断を左右しない。」とした上で、本件においては、セレブリックスが「本件基準日の設定前に株式の全部取得に係る本件株主総会の議案を公表したことや、本件公開買付けによって本件全部取得に係る本件株主総会決議の成立が確実であったことを考慮しても、申立人の本件取得価格の申立てを不適法とまで認めることはできず、その他、申立人が株式取得価格決定の申立制度を濫用し不当な投機的目的のみをもって本件基準

日後に参加人の株式を取得したことを認めるに足りる証拠はない。」として、セレブリックス側の主張を退けた。

## VI 取得価格の決定について

申立人は、1株当たり1310円とする本件買付価格が、セレブリックスの過去の市場株価（本件公開買付公表日を基準とした過去1年の終値単純平均は約1648円、過去2年の終値単純平均は約2689円）に比して著しく低廉であり、また、その市場株価は、帳簿上の債務超過を前提としつつも、投資家によって種々の事情を考慮して評価されていたものであるとして、取得価格について、過去の一定期間における市場株価の平均を企業の客観的価値と評価すべきであり、これに20%程度以上のプレミアムを加えた価格を本件買付価格とするべきであると主張した。

これに対し裁判所は、「株式取得価格決定申立事件における『公正な価格』とは、強制的に株式を取得される少数株主の利益にも配慮し、基準日である取得日において、経営者による企業買収(MBO)が行われなかったならば株主が享受し得る価値(ナカリセバ価格)と、MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを合算して算定するのが相当である」とし、また、「株式市場においては、投資家による一定の投機的思惑など偶然的要素の影響を受けながら、多数の投資家の評価を通して、企業を取り巻く経済環境下における、個別企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどを考慮した企業の客観的価値が株価に反映されているといえることができる。したがって、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」と一般論を述べた上で、本件については、債務超過であり強制的上場廃止の可能性や、民事再生手続の申立てを視野に入れた検討をしていたなどの諸事情から、「市場株価の有する指標を考慮しても」、セレブリックスの「市場株価は、その企業の客観的価値を反映しているものとは認められない」とした。そして、「本件取得日における本件株式の客観的価値、すなわち本件MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値としては、ASCの算定した株式価値を採用するのが相当であり、これを1株当たり703円と認めるのが相当である」とした上で、本件MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分の算定については、MBOが経営者と株主との間で利益相反関係にあることから、「本件MBOの目的や実施後の事業計画から予測される収益力や業績についての見通しのほか、本件買付価格が、経営者と株主との利益相反関係に十分に配慮し、こ

れを抑制するための措置が講じられた上で、株主の利益を踏まえた真摯な交渉を経て決定されたか否か、本件公開買付けが適切な情報開示がされた上で株主の多数の賛成を得て成立したか否か、さらに、本件公開買付けに近接した時期に実施された他社の事例におけるプレミアム率等を総合的に考慮するのが相当である」とし、本件における諸事情を詳細に検討し、本件MBOの目的は当時の経営状態からすれば、「正当」といえ、「本件MBO実施後の事業計画から予測される収益力や業績についての見通しは、本件各第三者機関による株式算定書に反映されているものと認められ」、リーガルアドバイザーが選任されている点や価格引き上げの交渉が為されている点などから「経営者と株主との利益相反関係を踏まえ、これを抑制するための相応の措置が講じられ、株主の利益を踏まえた真摯な交渉を経て決定されたものと認めることができ」、さらに「適切な情報開示がされた上で」議決権総数のうち約72.64%の株式を保有する株主から応募がされ「株主の多数の賛成を得て成立したものである」とし、これらを「総合的に考慮すれば、本件買付価格は、本件取得日における」セレブリックスの「客観的過程（703円）に比して相当のプレミアムが付されていると評価することができ」、「本件買付価格は相当であり、本件の株式取得価格も、本件買付価格と同額の1株当たり1310円とするのが相当である」とした。

## Ⅶ 本決定の検討

本件は、基準日後株主の全部取得条項付種類株式の取得価格の決定申立てが認められるのかという争点と、取得価格についての争点が存在する。本稿においては、前者についてのみ、検討する。

本決定と類似の判例として、本決定に先立つグッドマン決定<sup>(2)</sup>が存在し、基本的にはグッドマン決定を踏襲するものである。ただし、グッドマン決定と本決定においては、事実関係および決定内容に、異なる点もあるところに注意が必要である。とくに、グッドマンにおいては完全子会社化、非公開化のための純粋な減資手続としての全部取得であるのに比して、本件は、債務超過による上場廃止が見込まれる企業の二段階買取であるという点に違いがある。

本決定においては、「基準日後に取得した株主に取得価格決定の申立権を認めない旨の明文の規定が存在しない」ことを、その第一の論拠としている。この点については、グッドマン決定では触れられておらず、一步踏み込んだ表現であるといえよう。

また本決定においては、基準日後取得株主が株主総会における議決権を有しないとしても、「その後の株式の全部取得に係る取得価格決定の申立権までも有しないものと解すべき必然性」はないと述べている。この点、グッドマン決定における、「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、議決権と切り離されたものであるとの断言と比較すると、やや迂遠な言い回しである。

さらに、本決定の特色として、従来の学説等において肯定説が示してきた論拠を複数挙げ、かつ、否定説の論拠を否定している点がある。すなわち、基準日後取得株主が株式取得時点で株主総会の議案を認識しているとは限らず、全部取得に係る株主総会決議が成立しているものでもないとしており、また、基準日から株主総会決議の日まで相当の期間（最長で三ヶ月）が設定される点も、その論拠としている。そして、否定説の論拠の一つである、基準日後取得株主による申立を認めると株式会社が基準日後取得株主が「取得した総株式数やその後にされる反対株主による取得価格決定の申立て及びその取得価格を把握できない」ということがあるとしても、上記の様々な論拠からすれば、申立権を否定することにはならないとした。

なお、グッドマン決定と本決定の事実関係の大きな違いの一つに、全部取得条項付種類株式についての各株主総会の日程に違いがある。すなわち、本決定の事実関係においては、臨時株主総会及び普通株式を構成員とする種類株主総会が同日開催されたが、グッドマン決定の事実関係においては、定時株主総会と種類株主総会の開催の間に約1か月という期間が存在した。そのため、グッドマン決定においては、定時株主総会の決議後、種類株主総会開催前に株式を取得した申立人について、定時株主総会の決議終了後であれば、通常は申立権を認められないが、種類株主総会開催前の取得であるならば、定時株主総会の決議内容の実現可能性が確定したわけではないため、申立権が認められるとされた。これに対し、本決定においては、株主総会の決議終了後に取得した株主の権利については、触れられていない。

## VIII むすびにかえて

上述したように、本決定は、グッドマン決定に続き基準日後取得株主の全部取得条項付種類株式に係る取得価格決定申立権につき、肯定の立場に立つことを明らかにしたものである。とはいえ、どのような事情がある場合でも認められ得るかというわけでもなさそうである。すなわち、本決定の中には、「申立人が株式取得価格決定の申立制度を濫用し不当な投機目的のみをもって本件基準日後に」セレブリックス社の「株式を取得したことを認めるに足りる証拠はない」という一文が存在する。本決定においては、それを認めるに足りる証拠がなかったため不適法とはされなかったが、「不当な投機目的のみをもって」株式を取得したことが認められる場合は、その申立てが認められない可能性を残しているともいえよう。すなわち、本件のような債務超過によ

る上場廃止が目前に迫った状況においては、市場価格の下落が見込まれるところ、買付価格の存在により、価格が維持されているが、買付期間終了後には、買付価格を下回った価格での取引となろう。その時点で、全部取得の際の取得価格を下回った価格で多数株式を取得するという、投機的行動に出る者がいるであろうことは想像に難くない。この点、本決定の「不当な投機目的のみをもって」という文言が存在するが、自由市場の視点からいえば、投機的目的を持った申立人の申立適格を否定することは現実的には難しいといえよう。そのため、申立てを認めた上で、価格決定において妥当な価格の判断を行うことになろう。

また、グッドマン決定においては、その文言の中に、従来の組織再編等にかかわる株式買取請求権の学説等の状況を反映してか、全部取得条項付種類株式に係る取得価格決定申立権と株式買取請求権の性質につき、併記されていた。これに対し、本決定においては、あくまで取得価格決定申立権についてのみ、示されている。その点を重視した場合は、本決定の射程について、あくまで全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立権に限定されるところも可能である。この点については、争いのある<sup>(3)</sup>ところであり、今後の判例の動きが注目される。

## 参考文献

相澤哲・葉玉匡美・郡谷大輔編著「論点解説 新・会社法千問の道標」商事法務（2006）

相澤哲編著「一問一答 新・会社法」商事法務（2005）

江頭憲次郎「会社法」有斐閣

酒巻俊雄・龍田節編集「逐条解説 会社法 第二巻」（2008）

山下友信編「会社法コンメンタール」

## 注

(1)(2) 詳細については拙稿「全部取得条項付種類株式の取得価格決定に係る諸問題」跡見学園女子大学マネジメント学部紀要第18号、「基準日後株主による全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立て」跡見学園女子大学マネジメント学部紀要第19号

(3) 限定的に考えるものとして、弥永真生「本件判解」ジュリ1461号3頁、株式買取請求権にも及ぶものとするものとして、中村信男「基準日後株主の全部取得条項付種類株式に係る取得価格決定申立権の有無（積極）等」金判1438号6頁（2014年）。