

基準日後株主による取得価格決定申立てと債務超過会社における

取得価格の算定基準

東京地裁民事第八部平成二五年九月一七日決定^①

(金判一四二七号(二〇一三年)五四頁、資料版商事三五五号(二〇一三年)一三三頁)

笹川敏彦

一 事実の概要

(1) 利害関係参加人(非訟二二条二項)であり、JASDAQ市場に上場されていたZ社(株式会社セレブリックス)は、上場後、事業を拡大し、平成一九年三月期までは順調に業績を伸ばしていたが、買収した企業の業績悪化や主力事業の業績低下により、財務内容が悪化の一途を辿り、平成二四年三月期決算において債務超過に陥った。そして、Z社株式は、平成二四年四月一日付でJASDAQの有価証券上場規程四七条一項三号(債務超過)の猶予期間入りした銘柄および監視区分銘柄に指定され、平成二五年三月三十一日までに債務超過状態が解消されなかった場合に

は、上場廃止とされる見込みになった。

(2) このような状況において、Z社の代表取締役Aおよび取締役B（以下、「Aら」という）は、上場廃止とその後^①の法的倒産手続を回避するため、平成二四年六月頃から、Z社が執りうる最善の可能性を模索し、第三者割当増資の方法により資本増強を目指したが、債務超過を解消しうる引受先が見つからなかった。そのため、平成二四年八月頃、民事再生手続の申立てを視野に入れた検討と、Z社を対象とするMBO（以下、「本件MBO」という）の実現可能性を精査するため、C社（東京ファイナンシャル・アドバイザー株式会社）をファイナンシャル・アドバイザーに選任し、買収監査（デューデリジェンス）を行わせた。Aらは、当該買収監査により、本件MBOの実施によって上場廃止による取引先の信用毀損を避け、上場維持コストを削減できること等が明らかとなったとして、平成二四年一月二日、本件MBOを実施するために、Aらが各五〇%出資して、買収目的会社であるD社（レッドオスカーキャピタル株式会社）を設立した。

(3) D社は、Z社株式を対象とする公開買付け（以下、「本件公開買付け」という）の価格（以下、「本件買付価格」という）を決定するため、独立の第三者算定機関であるC社に、Z社の株式価値算定書の作成を依頼し、C社は、市場株価法とDCF法を採用し、本件公開買付けを実施した場合を前提としたZ社の株式価値を二二八円と算定した。^② 他方、Z社も、独立の第三者算定機関であるE社（エースターコンサルティング株式会社）に対し、Z社の株式価値算定書の作成を依頼し、C社と同様の方法により、Z社の株式価値を、本件公開買付けを実施しなかった場合は七〇三円、これを実施した場合は一二七四円と算定した。^④

(4) さらに、Z社は、平成二四年一月一日、Z社の少数株主を保護することを目的として、第三者委員会（以下、「本件第三者委員会」という）を設置し、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

付けの手續の適正性について諮問した。また、リーガル・アドバイザーとして独立した第三者であるF法律事務所(二重橋法律事務所。以下、「リーガル・アドバイザー」という)に、本件公開買付けを含む本件MBOの意思決定の過程・方法等について助言を求めた。

(5) その後、Z社は、D社から本件買付価格を一株一三五円とする提案を受けたが、本件第三者委員会の議論等を踏まえ、D社に再検討を要請し、D社は、平成二四年一月二二日、最終的に本件買付価格を一三〇円とする再提案を行った。この最終提案につき、本件第三者委員会は、Z社に対し、本件公開買付けを含む本件MBOがZ社の少数株主にとって不利益でない旨の答申書を提出した。

(6) そこで、平成二四年一月二六日、Z社はその取締役会において、本件MBOに利害関係を有するAらを除く取締役全員の一致により、本件公開買付けに賛同する意見を表明し、株主に対し本件公開買付けへの応募を推奨することを決議した。同日、D社は、本件公開買付けの内容、本件MBOに至った経緯・目的等を公表し、Z社も本件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、買付期間が三〇営業日、本件買付価格は右のように一三一〇円とされ、本件公開買付けの方針として、いわゆる二段階買収により本件公開買付け後に、全部取得条項付種類株式の全部取得(以下、「本件全部取得」という)および端数株式の売却による金銭交付が実施されること等が定められていた。

(7) 本件公開買付けは成立し、D社は、平成二五年一月二二日時点で、Z社株式九万二二五三株(保有割合は七二・六四%)を保有するに至った。Z社は、基準日を一月三一日(以下、「本件基準日」という)と定め、同年三月七日、臨時株主総会および普通株式を構成員とする種類株主総会(以下、これらを「本件株主総会」という)を開催し、三種類の決議(①種類株式発行に係る定款一部変更の件、②全部取得条項の付加に係る定款一部変更の件、③全部取得

条項付種類株式の取得の件⁷⁾を原案通り可決し、同日の取締役会で取得日(以下、「本件取得日」という)を三月二十八日とすることを定めた。Z社株式の市場株価(終値)は、本件公開買付けの基準日(平成二四年一月九日)には一三〇〇円、本件公開買付けの公表日(同月二六日)には一二三三円となり、公表後は上場廃止日の前営業日(平成二五年三月二二日)まで本件買付価格をやや下回る価格で推移した。

(8) X(申立人)は、平成二五年一月七日からZ社株式の取得を開始し、本件株主総会の日(同年三月七日)までの間に、二四二七株(以下、「本件株式」という)を保有するに至った。本件株式のうち二〇八一株は、本件基準日後に取得した株式(以下、「基準日後株式」という)であった。Xは、本件株主総会に先立って、Z社に対し、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も本件全部取得に反対する旨の議決権行使した。Xは、本件株主総会の日から二〇日以内⁸⁾である同年三月二七日に、東京地裁に対し、本件株式の取得価格決定の申立てをした(一七二条一項)。これに対し、Z社は、基準日後株式に係る価格決定申立ては、一七二条一項二号所定の株主に該当しないから、不適法であると主張し、Xの申立適格を争った(↓決定要旨二一)。また、取得価格について(↓決定要旨二二)、Xは、Z社の過去の一定期間の市場株価の平均を客観的な企業価値と評価し、これに二〇%程度以上のプレミアムを加算して本件株式の取得価格を算定すべきであると主張した。これに対し、Z社は、基準日前取得株式(三四六株)について、①Z社の置かれた状況から、同社の市場株価は同社の客観的価値を反映しておらず、「ナカリセバ価格」はゼロである、②本件公開買付けを含む本件MBOにおける利益相反の回避措置の実施等や株式評価のプロセス、十分な情報開示のもと株主の多数の応募により本件公開買付けが成立したことに照らせば、本件買付価格は、Z社の少数株主の利益に配慮した増加価値分配を十分に上積みした「公正な価格」であり、本件の株式取得価格は、本件買付価格と同額の一株一三三〇円とするのが相当である、と主張した。

二 決定要旨

Xの申立ては適法。株式取得価格は、一株につき一三一〇円とする。

1 基準日後株主の取得価格決定申立権

「会社法一七二条一項二号は、『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、全部取得によつ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つて、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と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な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が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。

そうすると、本件において、Z社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、X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、X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Z社の株式を取得したことを認めるに足りる証拠はない。したがって、Z社の上記主張を採用することはできない。」

2 取得価格決定の算定基準

(1) 「……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り、裁判所は、その合理的な裁量により、これを決定するものであると解される。」

(2) 「ナカリセバ価格の算定」(ア)「一般に、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うことができ。市場価値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、当該市場価値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価値を基礎として、当該株式の客観的価値を評価するのが相当である。」

(イ)「しかし、……Z社は、……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二三年三月三十一までに借入金元本約八億二五〇〇万円の返済ができず、同年五月三十一日をもって期限の利益を喪失し、支払不能の状態

に陥った上に、平成二四年三月期決算において、連結純資産が約一億九一五万円の赤字、単体純資産でも約一億五八二万円の赤字となって債務超過に陥り、連結・単体財務諸表にも継続企業の前提に関する注記が付され……、平成二五年三月三十一日までに債務超過の状態を解消しなければ……上場廃止となるところ、平成二四年八月時点では民事再生手続の申立てを視野に入れた検討を開始し、平成二四年度の第二四半期における債務超過額は約二億五三〇万円に達し、約三〇〇〇万円程度の営業損失が継続していたことからすると、平成二五年三月三十一日までに債務超過の状態を解消する具体的な見通しはなかったものと認めざるを得ない。

そうすると、前記ア〔本稿(2) (ア) (ハ) は引用者〕で指摘した市場株価の有する指標を考慮しても、Z社の市場株価は、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いうべきである。他方、上記のとおり、Z社は、平成二五年四月一日の時点で、二期連続債務超過により上場廃止基準に該当する蓋然性が非常に高い状態にあった可能性があるものの、Z社の潜在的な収益力や今後の業績見通しに対する投資家の株式市場での評価に照らし、これがゼロであると認めることは相当ではなく、これに沿うZ社の主張は採用することができない。」

(ウ) 本件認定事実からZ社が依頼した第三者算定機関であるE社の算定結果に不合理な点は見当たらないから、「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、E社の算定した株式価値を採用するのが相当であり、これを一株当たり七〇三円と認めるのが相当である。」⁹⁾

(エ) Z社は、平成二五年四月一日の時点で、二期連続債務超過により上場廃止基準に該当する蓋然性が非常に高い状態にあったものであり、客観的な企業価値は投資家に開示された情報以外のものも含まれることからすれば、本件において、Z社の市場株価を企業としての客観的価値と認めることはできない。」

(3) 「プレミアム部分の算定」(ア) 次に、本件MBOの実施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について検討するに、MBOは経営者と株主との間で構造的な利益相反関係にあるから、本件公開買付けを含めた一連の本件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当たっては、(①)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、(②)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適切な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、(③)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(④)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。」(一)内は、引用者)

(イ)そして、認定事実の考慮要素へのあてはめを、次のように行う。①については、「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、本件第三者機関による株式価値算定書に反映されているものと認められる」。②については、Z社がリーガル・アドバイザーから助言を受けていたこと、Z社が本件第三者委員会への諮問を踏まえて意思決定していること、D社およびZ社がそれぞれ利害関係を有しない独立の第三者機関に株式価値を算定させていたこと等からすると、「本件公開買付けを含む本件MBOは、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る」。③については、本件公開買付けは、「議決権総数のうち約七二・六四％の株式を保有する株主から応募がされた」ものであるとする。

(ウ)「以上検討したところからすれば、本件公開買付けを含む本件MBOは、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交渉を経て決定されたものと認めることができる上に、本件公開買付けも適切な情報開示がなされた上で株主の多数の賛成を得て成立したものである」ということが

でき、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Z社の客観的価値（七〇三円）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る。

そうすると、本件においては、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が明らかでないもの〔④〕、本件買付価格は、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めるべき部分として十分な増加価値の分配がされているものと認められる。〔一〕内は、引用者）

（４）「したがって、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一株当たり一三〇〇円とするのが相当である。」

なお本件は、その後Xが抗告したが、抗告審である東京高決平成二五年一月八日（LEX/DB25502629）は、本決定にほぼ依拠し、Xの抗告を棄却している。¹⁰さらにXは、抗告審の決定を不服として、許可抗告・特別抗告をしたが、最高裁第一小法廷は、特別抗告を棄却したようである（二〇一四年三月三〇日付の記事¹¹）。

三 検討

1 本決定の意義

本決定の意義は、次の二点である。すなわち、①基準日後株主が全部取得条項付種類株式の取得価格の申立決定を行うことができることを判示する最初に公表された決定であること、②債務超過状態にある上場会社の全部取得条項付種類株式の取得価格の算定方法を初めて示したことである。②の算定方法については、本決定は、これまでの裁判

例において同旨の判断が積み重ねられている判断枠組みを踏襲している。ただし、ナカリセバ価格の算定において、本件では「特段の事情」を認定して、市場株価をその基礎としなかったという点でも最初の公表裁判例であり注目される。本稿では、以下、まず基準日後株主の取得価格決定申立権について検討し（2）、次に取得価格決定の算定基準について検討したい（3）。

2 基準日後株主の取得価格決定申立権

（1）本決定の構造

本決定は、次の三つの根拠を挙げて、基準日後株主による取得価格決定申立権を肯定している。¹² すなわち、①基準日後株主に取得価格決定申立権がないとする明文の規定が存在しないこと、②基準日後株主が株主総会の全部取得に関する議案を認識しているとは限らず、また当該議案が可決されるか否かも決定しているわけではないこと、③全部取得によって強制的に株式を取得されること、および一般的に基準日から総会決議日まで相当の期間が設定される可能性があること（最大三ヶ月。一二四条二項）に照らすと、投下資本の回収の機会を保障しない合理的な理由がないことである。

（2）関連する裁判例

本決定に関する裁判例として、次の五つの裁判例を取り上げる。

【1】旧カネボウ第二次株式買取価格決定申立事件（東京地決平成二一年一〇月一九日）¹³

【1】決定は、吸収合併の消滅会社（清算会社）の株主のうち、総会基準日に名義書換未了であった株主（失念株主）に対し、株式買取請求権（七八五条一項）を認めなかった事例である。その理由として、①会社法において、「総会において議決権を行使することができない株主」に株式買取請求権が認められることとしたのは、議決権制限株式にも投下資本の回収する救済手段を与えるためであること、②名義書換を怠る株主を保護する必要はなく、かりにこれを保護するとすれば、議決権を行使し得る株主に、総会に先立って会社に反対通知することを要求し、会社に対してどの程度の株式買取請求をされる可能性があるかを認識させ、議案の提案前に再考する余地を与えている法の趣旨が没却され妥当ではないこと、を挙げている。

このように【1】決定は、名義書換未了の株主に株式買取請求権を認めていないが、他方で、本決定は、基準日後株主による取得価格決定申立権を認めている。本決定と【1】決定との関係は、射程の問題として論じる（後述（4）（イ））。

【2】グッドマンジャパン株式取得価格決定申立事件（東京地決平成二五年七月三一日）¹⁴

【2】決定は、基準日後株主は、一七二条一項二号にいう「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、取得価格決定申立てをすることができる旨の、本決定と同旨の判示をするものである。もともと、その理由づけは、次のように本決定とは異なる。すなわち、①「総会において議決権を行使できない株主」は、特定の種類の株主に限定する旨の文言ではないこと、②会社法においては、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であること、を挙げている。

決定自体は【2】決定の方が先に出されているが、決定文の「公表」は本決定の方が先である。

【3】エース交易事件（東京地決平成二五年一月六日）¹⁵⁾

【3】決定は、本決定と同じく、基準日後株主による取得価格決定の申立権を認めるものである。【3】決定は、本決定の後に出了された決定であるが、本決定への言及はない。その理由としては、①「総会において議決権を行使できない株主」は、特定の種類の株主に限定する旨の文言ではないこと、②会社法の下では、株式買取請求権や価格決定申立権は、議決権と切り離された権利であること、③基準日時点で総会の議題が確定しているとは限らず、株式の全部取得等を議題とする予定であることが常に公表されているとも限らないこと、が挙げられている。

このように、【3】決定の理由づけは、①と②の点が【2】決定と同じであり、③の点は本決定の理由づけの一つと同趣旨である。

【4】ジュピターテレコム事件（東京地決平成二七年三月四日）¹⁶⁾

【4】決定も、本決定と同じく、基準日後株主または公表日後株主による取得価格決定の申立権を認めるものである。その理由としては、①一七二条一項一号という株主による取得価格決定の申立ての対象株式を基準日当時保有していたものに限定する旨の規定は存在せず、また同項二号という株主が文理上当然に議決権が制限された株式を保有する株主のみを意味するものではないこと、②株式買取請求および取得価格決定の申立ては、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り、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右申立て等の前提としているわけではないこと、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こと（一一六条二項・一一七条・一七二条一項）、③株主総会において全部取得条項付種類株式の全部を取得する旨の決議がされるまで、当該株式が取得されることも、当該株式を取得するのと引き換えに交付される金銭等も確定しないこと、を挙げている。¹⁷⁾

【5】東宝不動産事件（東京地決平成二七年三月二五日）¹⁸⁾

【5】決定も、本決定と同じく、基準日後株主または公表日後株主による取得価格決定の申立権を認めるものである。理由づけは、【4】決定とほぼ同じである。

このように、【2】決定ないし【5】決定は、いずれも基準日後株主による取得価格決定申立権を肯定するものであるが、これらはすべて東京地裁民事第八部（商事部）の決定であることから、同商事部の運用は、ほぼ肯定説で固まったものと評価できる。¹⁹⁾

（3）学説

（ア）次に、基準日後株主に株式買取請求権が認められるか否かについて、学説を分析する。²⁰⁾ 学説は、以下のように、平成一七年改正前商法下の通説であり、会社法の立法担当者からも強く主張される否定説（（イ））と、最近の多数説といえる肯定説（（ウ））、そしてスクイーズ・アウトの場合にのみ肯定する学説（（エ））に分かれる。最後に、若干の検討を行う（（オ））。

（イ）まず、否定説としては、主として次のような理由が挙げられている。²¹⁾

第一に、「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」(一七二条一項二号・七八五条一項一号口・七九七条二項一号口・八〇六条二項二号等)とは、平成一七年改正前商法には規定がなく、同年の会社法立法に際し新設された規定である。これは主として議決権制限株式(一〇八条一項三号)に株式買取請求権を与えることを想定されたものであった²²⁾。したがって、会社法立法に際して議論のなされていなかった基準日後株主に、平成一七年改正前商法で認められていなかった権利を認める解釈には無理があるとされる²³⁾。

第二に、議決権制限株式や相互保有株式とは異なり、議決権行使が制限されていない株式については、権利確保要件(反対の旨の通知と総会における反対の議決権行使)²⁴⁾の充足が必要であり、議決権と株式買取請求権の結びつきはその限りで維持されている²⁵⁾。

第三に、基準日時点から株式を保有していた株主が、事前通知・反対の議決権行使という要件の充足が求められるのに対して、基準日後に取得した株主がそのような要件の充足を求められることなく、基準日後に取得した株式について買取請求権の行使が認められることには不公平感がある²⁶⁾。さらに、要件の充足の手続を行わなかった基準日株主も、総会決議後に株式の売却と買戻しを行うことによって、株式買取請求ができるという弊害が生じうる²⁷⁾。

第四に、肯定説では、組織再編等に関する株主総会決議が成立した後で、当該決議に賛成した基準日株主から株式を取得した者にも株式買取請求権が認められることになり、その数が議決権総数の三分の一を超える可能性もあるため、株式買取請求権の行使を議決権総数の三分の一に限定するという現行法の規律が回避される不合理な結果になるおそれがある²⁸⁾。

第五に、第四と関連して、肯定説の立場では、会社がどの程度の量の株式買取請求がなされるのかを推測しにくくなる。この点、株式買取請求権の行使が財源規制のかからない自己株式の取得原因であることを考えれば、濫用的に

利用されるおそれがある。⁽²⁹⁾ また、肯定説によると、議決権の行使状況から現金支出の上限を知ることができない等、会社に状況を把握する機会を与えるという会社法上の制度趣旨と整合しない。⁽³⁰⁾

第六に、基準日に株主総会の議案を知り得ないという問題はあらゆる議案で生じ、基準日後株主は基本的には株主総会決議の結果を受け入れるしかなく、こうした結論は株主平等原則（一〇九条）や違法行為差止請求権（三六〇条）等により、基準日後株主の利益が保護されることで正当化される。⁽³¹⁾ また、株主の保護は、株式買取請求権のみによって行われるわけではないから、基準日後に組織再編の公表が行われる場合があるという例外的な事象を根拠に、基準日後株主に対し一律に株式買取請求権を認めるという解釈はバランスを欠く。⁽³²⁾

第七に、肯定説の立場では、株式取得時に議案を知っているとき（後述の「暗闇への跳躍」ではないとき）でも株式買取請求権を認めることになる。⁽³³⁾

なお、この否定説の立場では、基準日株主が基準日後に株式を買い増した場合に、その買い増し分について、基準日株主が株式買取請求をできる範囲が問題となる。⁽³⁴⁾ 基準日前にすでに株式を取得していた者が基準日後に買い増した場合に限って株式買取請求権を認めるという見解⁽³⁵⁾がある一方で、基準日後に買い増された株式についても、基準日株主の株式買取請求を認めないとする見解⁽³⁶⁾がある。本件のXは、基準日前に株式を（三四六株）取得し、その後基準日後にも株式を（二〇八一株）買い増している。否定説のうち前者の見解では、その買い増し分についても価格決定の申立権が認められるが、後者の見解によれば、買い増し分については否定されることになる。

（ウ）次に、肯定説としては、主として次のような理由が挙げられている。⁽³⁷⁾

第一に、会社法の文言上、基準日後株主は排除されていないことが指摘される。⁽³⁸⁾ 基準日後株主も「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」に含まれると解するのが最も自然である。⁽³⁹⁾

第二に、平成一七年の会社法により議決権制限株主にも権利行使が認められたことにより、株式買取請求権と議決権の関係は、完全に⁽⁴⁰⁾または広範に⁽⁴¹⁾分断されている。

第三に、株主総会の基準日は最長で総会の三か月前に設定されるため(二二四条二項)、基準日時点では株主総会にどのような議題・議案が提出されるかを株主または株主になろうとする者は、必ずしも知り得ない状況にある。否定説では、株主総会でどのような決議が行われても、基準日後株主に株式買取請求権を認めないため、株式を取得する者にいわば「暗闇への跳躍」を強いる可能性になる。⁽⁴²⁾

第四に、議決権制限株式の株主も株主総会において議決権を行使するという形では決議の成否に影響を与えることができないという点で、基準日後株主と類似した状況にあるにもかかわらず、無条件に株式買取請求権が認められており、この点からすると、基準日株主も議決権制限株式の株主との均衡を図るべきである。⁽⁴³⁾

第五に、否定説では、基準日後に譲渡された株式について、株式買取請求権を行使できる者が不在になる可能性がある。⁽⁴⁴⁾

(エ) これらの学説に対し、スクイーズ・アウトの場合にのみ肯定する学説が存在する。⁽⁴⁵⁾ この見解は、株式買取請求権および価格決定申立権は、①金銭が対価として交付されその株式が強制取得(スクイーズ・アウト)される株主と、②株式が対価として交付される株主および株主の地位に変化はない株主(吸収合併存続会社、株式交換完全親会社および会社分割の分割会社と承継会社の株主)とでは、そもそもその意味が異なっていると指摘する。⁽⁴⁶⁾

そして、株主が有する株式の総会決議にもとづく強制取得は、株主には価格決定申立権により「公正な価格」に対する権利が保障されていることを理由としてのみ正当化されていると考えられる。したがって、株式を強制取得される前記①の株主については、価格決定申立権は本来、その意思に反して株式を強制取得されるすべての株主に認めら

れる。すなわち、総会基準日後に取得された株式にも価格決定申立権は認められる。⁽⁴⁷⁾

これに対して、株主の地位が維持される前記②の株主については、いかなる範囲で株式買取請求権を認めるのかは、いわば立法政策の問題になる。資本多数決による総会決議から少数株主を救済するための権利としての位置づけを前提とすれば、基準日後株主には株式買取請求権は認められないとされる。⁽⁴⁸⁾

(オ) このように右の三つの学説が対立しているが、筆者は、原則として基準日後株主にも株式買取請求権を肯定することが妥当であると考ええる。その最大の理由は、基準日時点において組織再編の計画が公表されていない場合に、基準日後株主であることをもって基準日後に公表された組織再編について株式買取請求権を否定することは、当該株主に不意打ちの効果を与える（「暗闇への跳躍」を強いる）⁽⁴⁹⁾ ことになり、危険であるからである。

しかし、そのような危険のない場合、すなわち、組織再編の具体的な公表日後に株式を取得した場合には、公表された内容に虚偽があったときなどを除き、当該株主を保護する必要性は減ぜられるから、公表日後に取得したことを（マイナス要素として）考慮して、公正な価格を決定するべきであると思われる。⁽⁵⁰⁾ 右のように解すれば、株式取得時に議案を知っているときでも株式買取請求権を認めることになるという否定説からの批判⁽⁵¹⁾にも、応答することができるであろう。

また、肯定説に立つと、株式買取請求のなされる株式数を会社が推測しにくくなるとの批判⁽⁵²⁾は、一定数以上の株式買取請求権が行使されることを契約の解除条件にすること⁽⁵³⁾、または立法論として、そのような場合には当事会社において組織再編自体を中止できる手続を設けること⁽⁵⁴⁾で回避できよう。

もともと、肯定説においては、基準日株主が事前通知と反対の議決権行使という権利確保要件の充足が求められるのに対し、基準日後株主はこれらの権利確保要件の充足を結果として求められないということになり、株主間に不平

等感があるとの批判がある。⁽⁵⁵⁾この点は確かに肯定説の弱点であろう。立法論としては、基準日株主の権利確保要件を緩和する必要があるものと思われる。⁽⁵⁶⁾

したがって、否定説のように、一律に基準日後株主の買取請求権を否定するのではなく、基準日後株主の買取請求権を原則として肯定しつつ、公表日後株主でもある場合にはその株式買取価格に制限を設け、さらに濫用的な場合にはその権利を否定することの方が、一方では少数株主保護の必要性を満たしながら、他方で株主の機会主義的行動を抑制することができ、より優れた解決であるように思われる。⁽⁵⁷⁾

（４）本決定の射程

基準日後株主の価格決定申立権に関する本決定の射程については、次の四点を検討する。

（ア）株式買取請求権に及ぶか

まず、本決定の射程は、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のか、それとも、その他の組織再編における株式買取請求権についても及ぶのか。本決定は、あくまで全部取得条項付種類株式についてのみ検討しており、株式買取請求権については、なんら言及していない。したがって、本決定の文言のみからは、どちらとも読めるように思われる。この点について学説は三つに分かれる。

第一に、株式買取請求権には射程は及ばないとする説である。これは、本決定の射程は、全部取得条項付種類株式の場面に限定されるとするものである。⁽⁶⁰⁾

第二に、株式買取請求権にも射程は及ぶとする説である。⁽⁶¹⁾その理由としては、多数決に基づくスクイーズ・アウトは株式交換や株式移転でも同様に起こりうることを勘案すれば、本決定が、株式の強制取得ゆえに全部取得条項付種

類株式の取得価格決定申立権を認める一方で、株式買取請求権は認めないとすることは、必ずしも妥当ではないとされる⁽⁶²⁾。また、一七二条一項一号二号における株主の要件は、株式買取請求権における要件と条文上同様の文言が用いられ、株式買取請求権が行使される場面ではそれを前提として価格決定申立権が認められているため(一一七条二項・一九三条二項・四七〇条二項・七九八条二項等)、この二つの制度における株主の要件には同じ解釈が妥当するとされる⁽⁶³⁾。さらに、本決定が肯定説に立つ根拠として「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」に触れてはいるが、本決定の論理構造においてそのことが決定的に重要な位置を占めているようには思われないから、本決定の論旨に従えば、株式買取請求についても肯定説が採用される可能性が高いとされる⁽⁶⁴⁾。

第三に、前述のように、スクイズ・アウトの場合にのみ基準日後株主の取得価格決定権を肯定する学説からは、本決定の射程は当然に株式買取請求権のうちスクイズ・アウトの場合にのみ及ぶとされる⁽⁶⁵⁾。

私見としては、原則として株式買取請求権にも及ぶものと考えている。本決定では明示されないが、後続の【2】決定ないし【5】決定では、いずれの決定文においても、株式買取請求権と買取価格決定の申立てをパラレルに扱っており、本決定においても、その射程が株式買取請求権に及ぶと考えてもよいのではなからうか⁽⁶⁶⁾。

(イ) 失念株主に及ぶか

次に、基準日前に株式を取得しながら株主名簿の名義書換(一一三〇条一項)を失念した株主(失念株主)にも、本決定の射程は及ぶかが問題となる。【1】決定は、前述のように、失念株主には株式買取請求権(七八五条一項)は認められないと判示している。そこで失念株主には、株式買取請求権と同様に、取得価格決定申立権(一七二条一項)も認められないと解すべきであろうか⁽⁶⁷⁾。

第一に、射程が及ぶとする考え方がある⁽⁶⁸⁾。これは、本決定の射程は、一七二条一項の価格決定申立権に関する限り、

失念株主にも及ぶと解するものである。この立場は、そもそも【1】決定に対する疑問を有するものであり、公正価格決定の手續保障の必要性は、失念株主も基準日後株主も異ならないからであるとされる⁶⁹⁾。

第二に、射程が及ばないとする考え方が⁷⁰⁾ある。この考え方によると、対抗要件の具備を怠つたために議決権を行使できなかった株主にも、基準日後株主と同じ解釈がそのまま当てはまるかは疑わしいからであるとされる⁷¹⁾。

私見としても、本決定の射程は、失念株主の価格決定申立権には及ばないと考える。失念株主(譲受人)は、たとえ剰余金の配当(四五三条)、株式の分割(二八三条)、株主割当の募集株式の発行(二〇二条)が名義株主(譲渡人)に対してなされた場合であっても、会社には譲渡を対抗できない立場にあるのだから(三〇条一項二項)⁷²⁾、そのこととの均衡上、価格決定申立権についても会社に対して主張できないものと解される。もつとも、上場会社の株式は今日では振替制度によって行われているから、失念株主の問題は非上場会社についてのみ問題となる⁷³⁾。

(ウ) 公表日後株主に及ぶか

さらに本決定は、公表日後に株式を取得した株主(公表日後株主)による取得価格決定申立権についても、射程が及ぶか。

本決定は、この点について、「Z社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、X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……」(傍点は引用者)と述べている。したがって、公表日後株主についても申立権を認めているように読める⁷⁴⁾。

この点について、過去の裁判例は、いずれも公表日後株主に申立権(または株式買取請求権)を認めている⁷⁵⁾。本決定の判示は、従来の裁判例に沿ったものと言える。さらに、本決定後の【2】決定⁷⁶⁾、【5】決定および【6】決定も、

公表日後株主による申立権を肯定している。私見としては、公表日後株主にも価格決定申立権を認められるべきであるが、その取得価格については、前述のように(三二)(三)(オ)一定の制限が設けられるべきであると考ええる。

(エ) 申立制度の濫用に該当するのはどのような場合か

最後に、本決定は、「……X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Z社の株式を取得したことを認めるに足りる証拠はない」と述べている。したがって、これを反対解釈をすれば、「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Z社の株式を取得した」場合には、申立権がないように読める。このような場合には、権利の濫用(民一条三項)として却下される可能性が示唆されると学説は指摘する⁷⁷。もともと、具体的にどのような事実が認められればそのような場合に当てはまるかについては言及がなく、明らかではない⁷⁸。

ただし、後続の【2】決定は、傍論ながら、「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」としている⁷⁹。さらに、【4】決定も、同じく傍論ながら、「上記株主総会において上記決議(全部取得の決議)がなされた後に、既に株式が一定の対価で強制的に取得されることが確定しており、価格決定の申立ての制度趣旨からして、そのような株式をあえて取得した者が保護に値するとはいえないから、このような者からの申立ては申立権の濫用と評価される場合もあるものと考えられる」(一)内は引用者)と述べている。筆者も、総会後に取得した株主による価格決定申立てについては、不利益を被ると主張する行為がなされることが決定した後に株式を買い増す必要はないから、【2】決定および【4】決定の傍論における判示と同様に、このような場合には申立権の濫用として否定されるべきである

と考える。⁽⁸¹⁾

3 取得価格決定の算定基準

(1) 本決定の判断枠組み

次に、取得価格決定の算定基準について検討する。本決定は、取得価格決定における「公正な価格」について、「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、〔①〕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、〔②〕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なるべき部分（以下、プレミアム部分という）とを合算して算定するのが相当であり、裁判所は、その合理的な裁量により、これを決定するものであると解される」（一）内は引用者）としている。

この判断枠組みは、周知のように、レックス・ホールディングス事件の最高裁決定（最三小決平成二一年五月二九日金判一三二六号三五頁）において、田原睦夫裁判官が補足意見として述べられ、その後の裁判例においても採用され、裁判例上ほぼ確立されたものであり、本決定もこれを踏襲している。この判断枠組みの採用については、おおむね異論がないものと指摘されている。⁽⁸⁴⁾ 本稿では、以下、ナカリセバ価格（2）とプレミアム部分（3）の算定について各々検討する。

(2) 「ナカリセバ価格」の算定

ここでは、ナカリセバ価格の算定について次の四点を検討する。

(ア) 「特段の事情」の認定

まず、本決定は、ナカリセバ価格について、市場株価のある株式の場合は、「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」（以下、これを「特段の事情」という）がない限り、原則として評価基準時点（公開買付基準日）にできる限り近接した市場株価を基礎とし、株式の客観的価値を評価するのが相当であるとしている（本件公開買付基準日の過去一週間の終値平均株価は一三〇七円、過去一か月間は一三五七円、過去三か月間は一四八八円である）。

しかし、本件では、この「特段の事情」を認定している。具体的には、Z社はすでに債務超過の状態にあり、これを解消しなければ上場廃止になるところ、債務超過の状態を解消する具体的な見通しがなかったことが右に該当するとされる。それゆえ、Z社の市場株価は、企業の客観的な価値を反映しないと判断している。このように、上場会社の取得価格決定におけるナカリセバ価格を算定するに際し、市場株価を基礎としなかったものは、これまでの公表裁判例では見当たらず、注目に値するといえる。⁸⁶⁾

なお、本決定は、「客観的な企業価値は投資家に開示された情報以外のものも含まれる」と述べ、その帰結として、Z社の市場株価を企業の客観的価値と認めることはできないとしている（決定要旨2（2）（エ））。ここでの「投資家に開示された情報以外のもの」とは何か。先行評釈では、Z社が平成二四年八月時点で民事再生手続の申立てを視野に入れて検討を開始していたことを裁判所が認定しており、このことが右に該当するのではないかとされる見解がある。⁸⁶⁾

(イ) ナカリセバ価格がゼロではないこと

(a) 次に、本決定は、Z社が債務超過状態であるのに、ナカリセバ価格をゼロとはしていない点について検討する。

(b) Xは、ナカリセバ価格について、「Z社の過去一定期間における市場株価の平均を客観的価値と評価すべき」であると主張する。⁽⁸⁷⁾これに対し、Z社は、「Z社は、……本件MBOを実施しなければ二期連続債務超過により上場廃止となることが確実であり、法的倒産手続に入ることも想定されたことからすれば、Z社の市場株価は、Z社の客観的価値を反映していないと認められる特段の事情が存在することは明らかであり、『ナカリセバ価格』はゼロであると主張する。

本決定は、この点につき、「Z社は、……二期連続債務超過により上場廃止基準に該当する蓋然性が非常に高い状態にあった可能性はあるものの、Z社の潜在的な収益力や今後の業績見通しに対する投資家の株式市場での評価に照らし、これがゼロであると認めることは相当ではな」とし、Z社の主張を斥けている。これは、上場廃止になった場合であっても、上場維持コストの削減効果が見込めるから、これにZ社の潜在的な収益力や今後の業績見通しを勘案すると、Z社の客観的価値は市場株価を割り込むものの、ゼロにはならないということであると指摘される。⁽⁸⁸⁾他方で、本決定は、ナカリセバ価格について、E社の算定結果に不合理な点が見当たらないからとしてこれを採用し、七〇三円と決定している。この点は、妥当であると評価される。⁽⁸⁹⁾

(c) ここで、従来の学説が債務超過会社における株式の買取価格についてどのように考えているかを確認しておきたい。⁽⁹⁰⁾

まず、①買取価格はゼロとする学説がある。⁽⁹¹⁾これは、債務超過会社の場合には無償での取得を認めて良いのであるから、株式買取請求権においても無償として良いと解するものである。その実質的な理由としては、債務超過会社の株式の価値はゼロであるという理解があるからであるとされる。なぜなら、債務超過の時点で破産申立てや解散がなされたら株式の価値はゼロになること、会社更生手続でもゼロとして扱われることが、その論拠として援用される。⁽⁹²⁾

これに対して、②買取価格はゼロではないとする学説がある。これは、株式の価値が、その時点での清算価値であればゼロであるが、市場における交換価値を意味するのであればゼロにはならないとする。なぜなら、再建の可能性がある限り、その期待を織り込んで株式の価値が形成されるからである。⁽⁹³⁾ 実質的な債務超過会社の場合、プレミアム部分はその企業価値を反映してゼロとしても良いが、ナカリセバ価格によって評価すると、株式の価値は（ゼロに近づくが）ゼロより大きいとされる。

本件では、ナカリセバ価格が七〇三円であるとされ、プレミアム部分は結果的に六〇七円とされていることから、右記①②のいずれの学説が想定する額よりも高い額の取得価格が認定されている。もともと、Z社が提示した額が一三一〇円であったことから、裁判所がそれより低い額をあえて認定する必要がなかったことも、一三一〇円という取得価格が認定されたことの背景としてありうるものと思われる。

(ウ) 市場株価をナカリセバ価格算定の基礎にしないが、これを考慮要素としていること

さらに、本件では、ナカリセバ価格の算定において市場株価をその算定の基礎にはしていないにもかかわらず、市場株価を考慮要素としていることに矛盾はないかという問題がありうる。

具体的にいえば、本決定は、ナカリセバ価格に関する判示において、「……前記アで指摘した市場株価の有する指標を考慮しても、Z社の市場株価は、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いうべきである」と述べている。さらに、ナカリセバ価格に関する判示の結論部分でも、「本件において、Z社の市場株価を企業としての客観的価値と認めることはできない」と述べている。しかし他方で、前述のように、「……Z社は、平成二五年四月一日の時点で、二期連続債務超過により上場廃止基準に該当する蓋然性が非常に高い状態にあった可能性があるもの、Z社の潜在的な収益力や今後の業績見通しに対する投資家の株式市場での評価に照らし、これがゼロであると認

めることは相当ではなく、これに沿うZ社の主張は採用することができない」(傍点は引用者)としている。このように、本件では、ナカリセバ価格の算定にあたり、市場株価をその算定の基礎にはしていないが、Z社側のナカリセバ価格がゼロであるという主張を斥けるに際しては、投資家の株式市場での評価(これはおそらく市場株価をさすものと考えられる)を考慮し、七〇三円という価格を導いている。この点に矛盾はないかという疑問である。

しかし、本決定は、あくまでも「市場株価は、その企業の客観的価値を反映しているとは認められない」あるいは「市場株価を企業としての客観的価値と認めることはできない」(いずれの傍点も引用者)と述べているのであって、市場株価をまったく「採用しない」とまでは述べていない。換言すれば、本決定は、市場株価は企業の客観的価値を反映していないが、まったくこれを排除するのではなく、ナカリセバ価格算定の際の考慮には入れるという形を取っている。したがって、微妙な表現ではあるが、市場株価をナカリセバ価格算定の基礎としないことと市場株価をナカリセバ価格算定の考慮要素の一つとすることは、矛盾していないと解しうるのではないかと考えられる。

(エ) 将来の業績見通し・収益力のダブル・カウント?

最後に、将来の業績見通し・収益力を、ナカリセバ価格とプレミアム部分でダブル・カウントしているのではないかという問題が考えられる。

まず、本決定は、ナカリセバ価格に関する判示において、「一般に、株式市場においては、……多数の投資家の評価を通して、……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ことができる」(傍点は引用者)としている。ただし、本件では、ナカリセバ価格の算定にあたり、特段の事情を認定して、市場株価は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ている。また本決定は、「Z社の潜在的な収益力や今後の業績見通しに対する投資家の株式市場での評価に照らし、これがゼロで

あると認めることは相当ではなく、これに沿うZ社の主張は採用することができない」(傍点は引用者)と述べている。このように、潜在的な収益力や今後の業績見通しに対する投資家の株式市場での評価をナカリセバ価格の算定の考慮要素にしている。

他方で、プレミアム部分に関する判示において、本決定は、プレミアム部分の「算定に当たっては、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……等を総合的に考慮するのが相当である」(傍点は引用者)と述べている。このように、プレミアム部分においてもMBO実施後に予測される収益力や業績見通しが考慮されている。したがって、将来の業績見通し・収益力が、ナカリセバ価格においても、プレミアム部分においても二重にカウントされている可能性がある。

もつともこれは、前述のレックス・ホールディングス事件の高裁決定・地裁決定でも同様の判示がなされており、すでに当該決定の評釈においてかかるダブル・カウントの問題が指摘されていた。この点、学説は二つに分かれている。⁹⁸⁾

第一に、ダブル・カウントは許されないとする見解がある。⁹⁹⁾ この見解は、上場会社の株価は、「当該株式の(現時点での)客観的な価値」を前提とした上で将来の会社業績に対する投資家の期待をすでに織り込んで形成されており、ヒストリカルな株価を基礎として「当該株式の客観的価値」を算定し、それに「今後の株価の上昇に対する期待を評価した価値」(プレミアム部分)を加えたものを当該株式の「公正な価格」としてしまうと、将来の会社業績に対する期待値に相当する価格が二重にカウントされると指摘する。¹⁰⁰⁾

これに対し、第二に、ダブル・カウントは行われていないと解する見解がある。¹⁰¹⁾ この見解は、プレミアム部分は、「MBOを行わなければ実現できない価値」と解し、ナカリセバ価格は、「MBOの影響が反映されていない市場価格」を基準にして算定されると解される。¹⁰²⁾ この見解を本決定に当てはめて敷衍すれば、ナカリセバ価格における将来の業

績見込み・収益力は「MBOをしない場合の将来の業績見込み・収益力^(四)」とみることができ、またプレミアム部分における将来の業績見込み・収益力は「MBOをした場合の将来の業績見込み・収益力」と解しうるから、本決定においても、ダブル・カウントはなされていないと読めよう。

(3) プレミアム部分の算定

次に、プレミアム部分の算定について検討する。

(ア) プレミアム部分について、Xは「本件買付価格は、これ(企業の客観的価値・ナカリセバ価格)に二〇%程度以上のプレミアムを加えた価格とすべき」であると主張する(Xは買取価格について具体的な金額を明示していないが、その主張するところから計算すると、約一九七八円^(五)〜約三二二七円による買取を求めているものと思われる)。これに対し、Z社は、「本件買付価格は、Z社の少数株主の利益に配慮した増加価値分を十分に上積みした『公正な価格』であり、「本件株式の取得価格は、本件買付価格と同額の一株当たり一三二〇円とするのが相当である」と主張している。そして、Z社は、ナカリセバ価格は前述のように〇円、プレミアム部分は一三二〇円と主張している。

(イ) 本決定は、プレミアム部分の算定にあたり、一般論として、前述(二)(3)(ア)の四つの考慮要素を挙げ、これらの考慮要素について、各々当てはめを行っている(同(イ))。その結果、本件買付価格は、本件取得日におけるZ社株式の客観的価値(七〇三円)に比して相当のプレミアム(プレミアムは六〇七円、約八六%)が付されていると評価でき、本件取得価格は、本件買付価格と同額の一三一〇円とするのが相当であるとしている。このように、買付価格の内訳はZ社の主張とは異なるが、買付価格そのものは、Z社の主張を採用している。

(ウ) MBO(や親子会社間の組織再編)のように利害関係のある当事者間の組織再編における価格の決定について

は、裁判所は、当該行為が構造的に利益相反のあることを踏まえつつ、MBOが独立当事者間の取引に比肩しうるような公正な手続（公正担保措置）を通じて行われたものであるかどうかを判断すべきである。手続が公正なものであると認められるならば、両当事者の交渉の結果定められた価格を尊重すべきであるとされる。⁽¹⁰⁾

本件では、Z社とD社との間において、認定事実から、本件公開買付けおよび本件MBOを独立当事者間の取引として行う努力は一応尽くされていたといえる。そうだとすれば、本決定が本件買付価格を本件取得価格としたことは、是認されてよいと指摘される。⁽¹¹⁾

(エ) もつとも、学説は、前述のように(3)(2)(イ)(c)、債務超過会社においては、プレミアム部分はゼロであるとする考え方がある。すなわち、本件のような債務超過会社へのMBOについては、企業再建を促進するという観点から、株式取得後の企業再建の利益（プレミアム）はすべて新たな株主に与えてもよいとの考え方である。⁽¹²⁾ この見解に立てば、債務超過会社における株式の公正な価格は、ナカリセバ価格のみとなる。しかし、本決定は、このような考え方には立脚せず、これまでの裁判例と同様に、公正な価格はナカリセバ価格にプレミアム部分を加えたものと判示している。⁽¹³⁾

(オ) また、本件では、会社側の提示する取得価格と同一価格を裁判所も取得価格として認定している。したがって、Xが取得価格決定申立権を行使したことが実質的にほとんど意味のないものとなっている（たとえXが価格決定申立てをしなくとも、Xには同一価格の取得対価が強制的に交付されることになる）。これは、裁判所が前述の「請求棄却的機能」⁽¹⁴⁾を行使しているともみることができ、（Z社側の提示した取得価格が前記のように妥当であることに加え、Xが公表日後株主であることも考慮すると）⁽¹⁵⁾ 事案の解決として妥当なものであると考える。

注

- (1) 以下、これを本決定という。本決定の評釈としては、弥永真生「本件判批」ジュリスト一四六一号（二〇一三年）二頁以下、大塚和成「本件判批」銀行法務二一第七六五号（二〇一三年）六九頁、金澤大祐「本件判批」新・判例解説 Watch 一五号（二〇一四年）一一九頁以下、鳥山恭一「本件判批」法セミ七〇九号（二〇一四年）一一一頁、中村信男「本件判批」金判一四三八号（二〇一四年）二頁以下、三宅新「本件判批」ジュリスト一四六六号（二〇一四年）一〇八頁以下、加藤貴仁「本件判批」リマックス四九号（二〇一四年）九四頁以下、松本拓生∥鈴木翔平「本件判批」金融法務事情一九九〇号（二〇一四年）九一頁以下、矢崎淳司「本件判批」都法五五巻二号（二〇一五年）四一三頁以下、前田修志「本件判批」ジュリ一四七八号（二〇一五年）一〇七頁以下等がある。
- (2) D社は、Z社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）は採用しなかったとされる（金判一四二七号五七―五八頁）。
- (3) 市場株価法およびDCF法に基づく各算定結果の平均値を一对一の比重で平均したものである。
- (4) E社の算定によると、公開買付けを実施しなかった場合のZ社の株式価値は、①市場株価法では一三一四円〜一四九九円、②DCF法では〇円、③右記二算定方法の平均値が七〇三円であり、他方、公開買付けを実施した場合のZ社の株式価値は、①市場株価法では一三二四円〜一四九七円、②DCF法では一〇七一円〜一二三三円、③右記二算定方法の平均値が一二七四円であるとされる。
- (5) この決議は、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（会四六六条↓会三〇九条二項一―号）ものである（以下、とくに断らない限り、条文は会社法（平成二六年改正法）の規定である）。
- (6) この決議は、本文前記①による変更後の定款の一部変更し、Z社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（一一一条二項↓三二四条二項一―号）ものである。
- (7) この決議は、本文前記①および②による変更後の定款に基づき、Z社が、全部取得条項付種類株式であるZ社株式の全部を取得し、当該取得と引換えに、Z社株式を有する株主に対し、Z社株式一株につきA種類株式を三万四七四六分の一の割合をもって交付する（一七一条一項↓三〇九条二項三号）ものである。
- (8) その後、平成二六年改正により、一七二条一項の「総会の日から二〇日以内」という要件は、「取得日の二〇日前の日から取

得日の前日までの間」という文言に変更されたが、本件においてはいずれの要件も満たしている。

- (9) 七〇三元というナカリセバ価格は、前述のように(前掲注(4))、市場株価法(一三・一四円)とDCF法(〇円)の各算定結果の平均値を一对一の比率で平均したものである。一对一の比重で平均した理由は、Z社の株式は現状のままでは倒産手続開始を経て株式価値が零となる確度が高く、その確率は少なくとも五〇%であると判断したためであるとされる(D社の公開買付説明書(平成二四年一月)七頁)。

- (10) 抗告審の決定要旨は、次の通りである。「Xは、…本件株式の取得価格は、公開買付け開始前の一定期間の終値単純平均もしくは出来高加重平均を株式の『客観的価値』とみなし、それに対して、最低でも二〇%のプレミアムを上乗せした価格とすべきである旨主張する(が)……Z社は、平成二五年三月一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するにもかかわらず、平成二四年八月時点では、民事再生手続の申立てを視野に入れた検討を開始しなければならず、債務超過の状態を解消する具体的な見込みがなかったものであ(って)……このようなZ社の財務状況からすると、Z社の株式の市場価値がZ社の客観的な企業価値を反映していないことをうかがわせる特段の事情があるといえるから、E社の株式価値算定書……のとおり、市場株価法とDCF法の各算定結果の平均値を一对一で平均した結果として、株式価値を一株当たり七〇三元としたことは、合理的なものとして是認することができる……本件取得日における本件株式の客観的価値は、一株当たり七〇三元と認めるのが相当である。」「七〇三元に二〇%のプレミアムを上乗せしても八四三円(七〇三×一・二〇〇〇〇〇)であるから、本件における相当な株式取得価格は二二〇円を上回らないというべきである。」「Z社発行に係る普通株式のうち、Xが保有していた二四二七株(本件株式)の取得価格は、一株につき二二〇円と定めるのが相当であり、これと同旨の原決定は相当である。」「金判SUPPLEMENT Vol. 61」「金判一四三二二号(二〇一四年)一五頁参照。なお、抗告審においては、Z社側は、基準日後株主に申立権は認められないとの主張は、行わなかったようである。また、「(ニュース)東京高裁、セレブリックスの株式取得価格決定申立事件で株主抗告を棄却する決定」商事二〇一五号(二〇一三年)四八頁参照。
- (11) http://www.sakurafinancialnews.com/news/244/20140330_4 (アクセス日二〇一六年一月五日)。
- (12) 三宅・前掲注(1)一〇九頁。
- (13) 金判一三二九号三〇頁。評釈として、柳明昌・リマークス四一四号(二〇一〇年)九四頁以下、朱翹楚・ジュリスト一四一八号(二〇一一年)二二八頁以下、齊藤真紀・商事一九七三号(二〇一二年)一一九頁以下等。

- (14) 資料版商事三五八号一四八頁。評釈として、鳥山恭一・法セミ七一二号(二〇一四年)一三五頁、高橋聖子・跡見学園女子大学マネジメント学部紀要一九号(二〇一五年)一七五頁以下、三浦治・金判一四八〇号(二〇一五年)二頁以下。
- (15) 金判一四三一号五二頁。評釈として、和田宗久・金判一四五二号(二〇一四年)二頁以下、白井正和・ジュリ一四七八号(二〇一五年)一〇三頁以下、高橋聖子「基準日後株主の取得価格決定申立と株主平等原則」跡見学園女子大学マネジメント学部紀要一九号(二〇一五年)一九五頁以下、中東正文・セレクト二〇一四「II」(法教四一四号別冊付録)(二〇一五年)一六頁。
- (16) 金判一四六五号四二頁。評釈として、受川環大・金判一四八〇号(二〇一五年)八頁以下。
- (17) さらに、【4】事件において、利害関係人は、申立人ら(投資ファンド)がイベントドリブン戦略またはM&Aアドバイザー戦略にもとづき、公開買付けの公表がされた後に投機的な目的をもって株式を取得していることで、権利の濫用にあたり、申立ては不適法である旨を主張している。これに対し、東京地裁は、「株式市場においては、中長期の株式保有目的のみならず、短期的な利益取得を目的とした取引も否定されないのであるから、利害関係人の主張するところの上記戦略に基づき投資行動であることにより直ちに権利濫用と評価されるものともいえない」と述べ、申立人らがそのような戦略に基づいて株式を取得したことを認めるに足りる証拠はなく、他に申立人らが株式を取得した目的が取得価格決定制度を濫用するようなものであったことを認めるに足りる証拠もないとして、利害関係人による主張を斥けている。
- (18) 金判一四六七号(二〇一五年)三四頁。
- (19) 【4】決定コメント(金判一四六五号四五頁)、【5】決定コメント(金判一四六七号三六頁)、受川・前掲注(16)二〇頁。もっとも、【1】決定も東京地裁民事第八部の決定である。
- (20) この議論は、従来は主として株式買取請求権について議論がなされてきたが(中村・前掲注(1)五頁)、原則として取得価格決定申立権についても妥当するものと考えられる。本節では、このような経緯から、株式買取請求権に取得価格決定権を含めて表記する。学説の詳細については、笹川敏彦「基準日後株主と株式買取請求権・取得価格決定申立権」『岸田雅雄先生古稀記念論文集』(成文堂、二〇一六年五月)掲載予定を参照。
- (21) 否定説として、今井宏二・菊地伸『会社の合併』(商事法務、二〇〇五年)二三七頁、浜田道代「新会社法の下における基準日の運用問題(上)」商事一七七二号(二〇〇六年)一〇頁、葉玉匠美「略式株式交換における株式買取請求権」商事一八七八号(二〇〇九年)四二頁、郡谷大輔「組織再編における反対株主買取請求権の実務対応」ビジネス法務九巻一号(二〇〇九年)六

- 頁、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事一八七九号（二〇〇九年）七頁、柳明昌「四六九条」会社コンメ（12）（二〇〇九年）一一五頁―一六頁、同「七八五条」会社コンメ（18）（二〇一〇年）九九頁、家田崇「価格決定申立権による事後の救済」法律時報八二巻一―二号（二〇一〇年）一一頁、齊藤・前掲注（13）一一九頁、川島いづみ「反対株主の株式買取請求権」江頭憲治郎編『株式会社法大系』（有斐閣、二〇一三年）二〇九頁等。
- (22) 法制審議会会社法（現代化関係）部会「会社法制の現代化に関する要綱試案」（平成一五年一〇月一二日）**第四部第三 8(3)**議決権制限株主の買取請求権（商事法務編集部「会社法制の現代化に関する要綱試案の論点」別冊商事二七二号（二〇〇四年）一一二頁）、および法務省民事局参事官室「会社法制の現代化に関する要綱試案補足説明」**第四部第三 8(3)**（同二七一号一六五頁）を参照。相澤哲〓細川充「組織再編」相澤哲編著『立法担当者による新・会社法の解説』別冊商事二九五号（二〇〇六年）一九九頁―二〇〇頁も参照。
- (23) 葉玉・前掲注（21）四二頁、神田・前掲論文注（21）七頁、神田秀樹『会社法』（弘文堂、第一七版、二〇一五年）三六六頁、大隅健一郎〓今井宏〓小林量『新会社法概説』（有斐閣、第二版、二〇一〇年）一三一―一三二頁注63。
- (24) 柳・前掲注（21）会社コンメ（12）一〇六頁。
- (25) 葉玉・前掲注（21）四三頁、柳・前掲注（21）会社コンメ（12）一一六頁。
- (26) 郡谷・前掲注（21）六一頁。
- (27) 葉玉・前掲注（21）四三頁。
- (28) 葉玉・前掲注（21）四三頁。
- (29) 葉玉・前掲注（21）四三頁。
- (30) 郡谷・前掲注（21）六一頁。
- (31) 葉玉・前掲注（21）四二頁。
- (32) 葉玉・前掲注（21）四三頁。
- (33) 柳・前掲注（13）九六頁。
- (34) 以下、加藤・前掲注（1）九五頁―九六頁参照。
- (35) 大隅〓今井〓小林・前掲注（23）一三二頁注63、川島・前掲注（21）二〇九頁。

- (36) 神田・前掲論文注(21)一四頁注15、葉玉匡美「株式買取請求権と預託株券の取扱」、『T&A master』一三六号(二〇〇七年)四〇頁一四一頁、武井一浩⇨高木弘明「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」神作裕之責任編集『企業の将来展望——資本市場制度の改革への提言——』二〇一五年度版(『財經詳報社』、二〇一五年)二二〇頁一二二頁。
- (37) 肯定説としては、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法教三〇四号(二〇〇六年)八〇頁、中東正文「株式買取請求権と非訟事件手続」名古屋大学法政論集二二三号(二〇〇八年)二四一頁、弥永真生「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」商事一八六七号(二〇〇九年)七頁、松中学「組織再編における株式買取請求権と公正な価格」法教三六二号(二〇一〇年)三六頁、江頭憲治郎「株式会社法」(有斐閣、第六版、二〇一五年)八三六頁一八三七頁、三宅・前掲注(1)一〇八頁、中村・前掲注(1)二頁、加藤・前掲注(1)九六頁、矢崎・前掲注(1)四二頁以下、前田・前掲注(1)一〇九頁等。
- (38) 中東・前掲注(37)二四一頁。
- (39) 弥永・前掲注(37)七頁。
- (40) 中東・前掲注(37)二四〇頁、二四一頁。
- (41) 弥永・前掲注(37)一三頁注20。
- (42) 弥永・前掲注(37)七頁。
- (43) 弥永・前掲注(37)七頁一八頁。
- (44) 中東・前掲注(37)二四一頁。
- (45) 鳥山・前掲注(1)一二二頁、鳥山恭一「株式の買取請求と強制取得における『公正な価格』」山本爲三郎編『企業法の法理』(慶應義塾大学出版会、二〇一二年)八三頁以下。同旨、神田・前掲注(21)三六六頁。このほか、とりわけ当会社の財務上の負担という観点から、スクイーズ・アウトの場合にのみ肯定する見解として、武井⇨高木・前掲注(36)二〇四頁一二〇七頁。
- (46) 鳥山・前掲注(1)一二二頁。
- (47) 鳥山・前掲注(1)一二二頁。
- (48) 鳥山・前掲注(1)一二二頁。
- (49) 弥永・前掲注(37)七頁。
- (50) 中東・前掲注(37)二三四頁注38、浜田道代⇨久保利英明⇨稲葉威雄編『会社訴訟』(民事法研究会、二〇一三年)二三五頁(中

東正文」。

- (51) 柳・前掲注(13)九六頁。
- (52) 葉玉・前掲注(21)四三頁、郡谷・前掲注(21)六一頁。
- (53) 伊藤靖史ほか『会社法』(有斐閣、第二版、二〇一一年)三八〇頁(田中亘)。
- (54) 神田秀樹・武井一浩『会社法改正と今後の論点(下)』ビジネス法務一四卷五号(二〇一四年)一〇四頁(神田発言)、武井
|| 高木・前掲注(36)二〇七頁。
- (55) 郡谷・前掲注(21)六一頁。
- (56) キャッシュ・アウトの場合にのみ肯定する立場から、かりに肯定説を取るとすると、現行法では権利確保要件が重過ぎるの
で緩和する必要があるとの指摘がなされる(神田・武井・前掲注(54)一〇三頁(神田発言))。取得価格決定申立権については、
少なくとも事前に反対の通知を要求する必要があるように思われる。
- (57) 中東・前掲注(50)会社訴訟二三五頁注66は、このような場合、株式買取請求権を行使することが實際上意味のないように、
取得価格を限度として公正な価格を決定することが望ましいとされる(同旨、龍田節『会社法大要』(有斐閣、二〇〇七年)二
〇三頁―二〇四頁注24、二二八頁注17、岡田昌浩「一六条」逐条解説会社(2)(中央経済社、二〇〇八年)一四八頁、弥永
真生「反対株主の株式買取請求と全部取得条項付種類株式の取得価格決定(下)」商事法務一九二二号(二〇一一年)四〇頁―四
二頁等)。そのように価格を決定すれば、公表日後株主は、機会主義的行動を抑制されつつも、予想できない不利益を被ること
もないとされる(中東・前掲注(50)会社訴訟二三五頁注66)。
- 最近の学説にも、組織再編が公正に行われたときは、株式買取請求権の「請求棄却的機能」を重視すべきであり、市場価格
が割安になっているという明白な事情がない限り、買取請求日の市場価格を上回る救済を認めるべきではないとされるものが
ある(飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事二〇七六号(二〇一五年)四二頁)。
- (58) 加藤・前掲注(1)九六頁。濫用的な利用であるかどうかの判断枠組みについては、前田・前掲注(1)一〇九頁―一一〇頁に
おいて、①請求(申立)株主の態様(組織再編計画の知不知、取得時期等)、②当該状況における株主保護の必要性、③権利
行使を認めることによる会社への影響(②と③はスクイーズ・アウトが否かで異なる)等を総合的に考慮して判断するべきで
あるとされる。詳しくは、前田・前掲注(1)一〇九頁―一一〇頁参照。筆者も基本的にこの立場に賛成である。

(59) これに対し、会社法制定後の学説は、経営者または多数株主の行う決定に対するチェック機能を重視する立場や、組織再編後に株式を取得した株主に当該組織再編を阻止する機会を与えても不当であるとはいえないとして、公表後の株式の取得である点は、買取価格の決定に当たって考慮すべきではないとする見解が有力である(藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎先生選暦記念『企業法の理論(一七)』(商事法務、二〇〇七年)三〇二頁、田中亘「『公正な価格』とは何か」法教三五〇号(二〇〇九年)七〇頁、江頭・前掲注(37)七六八頁注8等)。

たしかに、スクイーズ・アウトなど利害関係のある当事者間の組織再編は構造的な利益相反の状況にあるため、これに対する規律づけやチェック機能が重要である。とはいえ、組織再編の可能性を認識して株式を取得した者に、その規律づけを担わせるという仕方には、やはり疑問が残る(和田・前掲注(15)五頁)。このような仕方は、結果として、株主の機会主義的行動を促す(または黙認する)ことになり、それらの者に、組織再編の規律づけやチェック機能を期待することになるからである。この点については、笹川・前掲注(20)参照。

また、加藤・前掲注(1)九七頁は、否定説のように株式買取請求や取得価格決定の申立てをできる株主の範囲を限定することも、(本稿がとる立場のように)価格算定の際に株式取得時期を考慮することも、株主による制度の濫用を防止する手法という意味では同じであるとされる。本決定は、株式の取得時期によって取得価格決定の申立てをできる株主の範囲を限定することに消極的な立場をとっているようにも理解できる。このような理解が正しいのであれば、その他の手段により制度の濫用を防止する必要性が高まるように思われるとされる。

(60) スケランブル「会社法改正法案の提出」商事二〇一九号(二〇一三年)九四頁。本文の第二説のように考えると、株式買取請求権制度の根幹・基本構造を変えてしまう由々しき事態になるとされる。

(61) 中村・前掲注(1)六頁、三宅・前掲注(1)一〇九頁、加藤・前掲注(1)九七頁、前田・前掲注(1)一〇九頁、矢崎・前掲注(1)四二二頁。

(62) 中村・前掲注(1)六頁。

(63) 三宅・前掲注(1)一〇九頁。

(64) 加藤・前掲注(1)九七頁。

(65) 鳥山・前掲注(1)一二二頁。

(66) もっとも、これら【2】決定ないし【5】決定が言及する株式買取請求や買取価格決定の申立ては、あくまでも全部取得条項付種類株式についての定めを設ける定款変更に関する株式買取請求権（一一六条二項）とその買取価格決定申立権（一一七条二項）を対象とするものであり、スクーズ・アウト以外の組織再編にまで射程は及ばないと解する余地もありうる。

(67) この問題は、本決定の射程の問題であると同時に、【1】決定の射程の問題でもある。

(68) 中村・前掲注(1)六頁、前田・前掲注(1)一一〇頁。

(69) 中村・前掲注(1)六頁。

(70) 三宅・前掲注(1)一〇九頁、加藤・前掲注(1)九七頁、松中・前掲注(37)三六頁。

(71) 三宅・前掲注(1)一〇九頁。

(72) 伊藤靖史ほか『会社法』（有斐閣、第三版、二〇一五年）一一一頁―一二二頁（田中亘）。もっとも、譲渡当事者間では、譲渡の効力が発生しているから、譲受人が譲渡人に対し不当利得であるとして、配当財産の返還（最判昭和三七年四月二〇日民集一六卷四号八六〇頁）や分割株式の返還（最判平成一九年三月八日民集六一卷二号四七九頁）を請求できる。ただし、判例は、募集株式の割当について、譲受人による不当利得返還請求を認めていない（最判昭和三五年九月一五日日集一四卷一一号二一四六頁。学説には有力な反対説あり）。

(73) 伊藤ほか・前掲注(72)一一二頁（田中亘）。振替株式は、株主名簿の名義書換に代わり、個別株主通知（振替一五四条三項）五項）が株主であることを会社に対抗する手段であるから、当該通知を経ないで行われた全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立ては却下されている（最判平成二二年二月七日民集六四卷八号二〇〇三頁、最判平成二四年三月二八日日集六六卷五号二三四四頁）。したがって、個別株主通知が未了の振替株式については、本決定の射程は及ばないと解される。

(74) 同旨、松本・前掲注(1)九三頁。

(75) 本文で述べたように、いずれの裁判例も公表日後株主の株式買取請求権自体は肯定している。ただし、公表日後に取得したことを考慮して買取価格を決定しているかどうかは、二分される。これを考慮に入れて買取価格を決定した裁判例として、北辰電気製作所事件（東京地決昭和五八年一〇月二一日下民集三四卷九〇二号九六八頁）、中山工業事件（東京地決昭和六〇年一月二一日判時一一七四号一四四頁）、ダイワボウ情報システム事件（大阪地決平成二二年三月三〇日資料版商事三一四号三一頁）等があり、反対に、これを考慮に入れないで買取価格を決定した裁判例として、ノジマ事件（東京高決平成二一年七月

一七日金判一三四一号三一頁)、サンスター事件(大阪高決平成二二年九月一日金判一三二六号二〇頁)等がある。この点については、裁判例・学説ともに対立があり、別稿において検討を予定している。

(76) 東京地裁は、【2】事件において、「一七二条一項二号の株主について、その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」と述べている。

(77) 三宅・前掲注(1)一〇九頁。

(78) 松本Ⅱ鈴木・前掲注(1)九三頁。ただし本件では、Xは本件基準日後に一三二〇円をやや下回る価格で株式を買い増していることが窺える。そして、Xが買い増した株式は、平成二五年三月二八日に一三一〇円で強制的に取得されることが確定していた。本決定では、Xがこのような行動をとった理由は明示されていないが、裁判所によって決定される取得価格が一三一〇円を超えることをXが期待していたことは否定できないであろう(加藤・前掲注(1)九七頁。金澤・前掲注(1)三頁は、このような場合、株主の保護の必要がないとも考えられるとする)。しかし、本決定としては、Xのこのような行動は、不当な投機的目的を唯一の目的とした行動ではないと評価したことになる(加藤・前掲注(1)九七頁)。

(79) ただし、【2】決定は、全部取得についての決議を行う総会が開催された後に、全部取得条項を付す旨の種類株主総会(一一一条二項)が開催されるという特殊なケースであり、このような場合には、全部取得の決議時には、種類株主総会が行われておらず、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、価格決定申立権の濫用には当たるとはいえないとしている。もっとも、【2】決定については、決議の後に株式を取得した株主にも公正な価格に対する権利は認められるべきであり、いやがらせ目的等の事由があつてはじめて価格決定の申立ては濫用的なものになるとされる見解がある(鳥山・前掲注(14)一三五頁)。

(80) 江頭・前掲注(37)八三六頁―八三七頁。

(81) また、本件では、本件基準日において株主総会で提案される全部取得条項付種類株式の取得価格はすでに明らかになっており、公開買付けも成立していたため株主総会決議が成立することは確実であった。このような状況の下でXによって行われた基準日後の株式買い増し行為は、実際には、組織再編等を承認する株主総会決議後の株式取得行為に等しい(加藤・前掲注(1)九六頁―九七頁)。しかし、本決定は、本件全部取得に関する本件株主総会決議の成立が確実であったことを重視していない(加

藤・前掲注(1)九七頁)。

さらに、たとえば総会で賛成の議決権行使をした基準日株主が、基準日後に株式の売却と買い戻しを行い基準日後株主として価格決定申立権を行使するケース(加藤・前掲注(1)九六頁)なども、申立制度を濫用したものと考えられよう。濫用的な利用であるか否かの判断枠組みについて、前掲注(58)参照。

(82) 田原裁判官は、具体的には、次のように述べる。「取得価格決定の制度が、経営者による企業買収(MBO)に伴い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にかんがみれば、取得価格は、①MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、②MBOの実施によつて増大が期待される価値のうち株主が享受してしかなるべき部分とを、合算して算定すべきものと解することが相当である」。

(83) 東京高決平成二〇年九月一二日金判一三〇一八頁、大阪高決平成二一年九月一日金判一三二六号二〇頁、東京地決平成二一年九月一八日金判一三二九号四五頁、東京高決平成二二年一〇月二七日資料版商事三二二号一七四頁、札幌地決平成二二年四月二八日金判一三五三号五八頁、札幌高決平成二二年九月一六日金判一三五三号六四頁、大阪地決平成二四年四月一三日金判一三九一五二頁、東京地決平成二五年三月一四日金判一四二九号四八頁、東京高決平成二五年一〇月八日金判一四二九号五六頁等。また吸収分割の事例であるが、最三小決平成二三年四月一九日民集六五卷三号一三一頁。

(84) 中村・前掲注(1)六頁。なお、後述(2)(エ)参照。

(85) 弥永・前掲注(1)三頁。なお、「特段の事情」に関するこれまでの裁判例としては、業績の下方修正による安値誘導があった可能性を指摘して、安値誘導の影響を小さくするように算定の基礎とする期間を長く設定したレックス・ホールディングス事件高裁決定(東京高決平成二〇年九月一二日金判一三〇一八頁)や、安値誘導があったことが疑われるとしてMBOの準備開始後の市場株価を算定の基礎に入れなかったサンスター事件高裁決定(大阪高決平成二一年九月一日金判一三二六号二〇頁)等があるが(松本・前掲注(1)九五頁―九六頁)、これらの裁判例における「特段の事情」は、公正な価格を算定とする基礎となる市場株価の範囲について一定の考慮をするうえで認定されたものであり、あくまでも市場価格を基礎とするものである(矢崎・前掲注(1)四二三頁)点で、本決定とは異なる。また、これらの裁判例で「特段の事情」を主張したのは申立人の側であるのに対し、本件では利害関係人(Z社)の側が主張している点でも異なる(松本・前掲注(1)九六頁)。なお、債務超過を解消する見込みがなく上場廃止となる可能性が高かったことを「特段の事情」とすることについては、次

のような批判もある(松本・鈴木・前掲注(一)九六頁)。すなわち、「特段の事情」としてなりうるのは、株式市場が正常に機能しなかったことを示す事情(例えば、企業情報の投資家への開示が不十分・誤りがあったという事情や、株価操作があったという事情など)のみである。換言すれば、本決定の判断枠組みを採用する場合、裁判所は、株式市場が正常に機能しているかどうかのみを判断すべきであって、株式市場が正常に機能しているにもかかわらず、その他の事情から市場株価が企業の客観的価値を反映していないと認定することは、本決定の判断枠組み自体を自己否定することになるとされる。

(86) 中村・前掲注(一)六頁。

(87) Xは、本件買付価格が、Z社の「過去の市場株価」に比して著しく低廉であると主張するが、その際に、「過去の市場株価」として、公開買付公表日を基準とした過去一年の終値単純平均は約一六四八円、過去二年の終値単純平均は約二六八九円であると主張している。

(88) 中村・前掲注(一)六頁。

(89) 中村・前掲注(一)六頁。もっとも、金澤・前掲注(一)四頁注14は、MBOの対象会社が債務超過の事案においては、ナカリセバ価格を〇円としうる事案もあらうとされる。また、一連の事実関係からすると、裁判所が採用した第三者機関の算定結果(市場株価法とDCF法の算定結果を一对一で加重平均したもの)の客観性は必ずしも明らかではないとして、本件では、ナカリセバ価格に関する認定がなくとも、公開買付価格の決定過程の公正性を審査することによって公開買付価格の相当性を審査し、公正な取得価格について同様の結論を導くことができたとする見解もある(前田・前掲注(一)一一〇頁)。

(90) 以下の記述は、飯田秀純『株式買取請求権の構造と買取価格決定の考慮要素』(商事法務、二〇一三年)二五一頁以下、とりわけ二五六頁以下参照。ただし、これらの学説はいずれも債務超過であってかつ一〇〇%減資がなされる場合を想定しているように思われる。本件では、大幅な減資は行われたが(一〇億円強から一億円)、一〇〇%減資が行われたケースではない(大塚和成・木田飛鳥「経営危機を救う新手法となるか!?『再生型MBO』の進め方」(経理情報一三五三号(二〇一三年)五一頁、五二頁)。

(91) 山下友信「一二二条」会社コンメン(4)(二〇〇九年)一〇六頁。

(92) 藤田友敬「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」証券取引法研究会研究記録第一五号(二〇〇六年)三七頁―四〇頁[江頭憲治郎発言]、山下・前掲注(91)一〇六頁。

- (93) 山本克己「更生手続における株主の議決権についての一考察」河野正憲ほか編『民事紛争と手続理論の現在』（法律文化社、二〇〇八年）五九三頁―五九四頁。
- (94) 実質的な債務超過とは、資産・負債を時価評価し直した場合にも、負債の額が資産の額を上回る場合である（藤田・前掲注（59）二九一頁）。
- (95) 藤田・前掲注（59）二九一頁、三〇五頁。
- (96) 藤田・前掲注（59）三〇五頁、三〇八頁注90、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度の改正」『証券・会社法制の潮流』証券取引法研究会編著（日本証券経済研究所、二〇〇七年）二七五頁、二八〇頁。
- (97) 東京高決平成二〇〇九年九月二日金判一三〇一号二八頁。
- (98) 東京地決平成一九年二月一九日判時二〇〇一号一〇九頁。
- (99) 以下、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討（下）」商事一八七七号（二〇〇九年）二四頁参照。なお、品川仁美・レックス・ホールディングス事件最高裁決定判批・法学七三卷三号（二〇〇九年）一二六頁―一二七頁参照。
- (100) 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」商事一八四八号（二〇〇八年）六頁、清水建成・東京地決平成二〇〇九年三月一日判批・判タ一二七九号（二〇〇八年）三九頁。
- (101) 太田・前掲注（100）六頁。
- (102) 加藤・前掲注（99）二四頁、小出篤「平成一九年度会社法関係重要判例の分析（上）」商事一八三九号（二〇〇八年）八頁、北川徹・レックス・ホールディングス高裁決定判批・ジュリ一三七四号（二〇〇九年）九九頁、山下・前掲注（91）一〇九頁。
- (103) 加藤・前掲注（99）二四頁。
- (104) MBOをしなかった場合の将来の業績見通しは、前述（注（9））の通り、D社の公開買付説明書によれば、倒産手続を経て株式価値が零になる確率が少なくとも五〇%であるとされる。
- (105) 前掲注（87）参照。
- (106) 一六四八円＋（一六四八円×〇・二）≒約一九七八円。
- (107) 二六八九円＋（二六八九円×〇・二）≒約三二二七円。
- (108) 中東・前掲注（50）会社訴訟三三九頁、田中亘編著『数字でわかる会社法』（有斐閣、二〇一三年）二一〇頁―二一一頁（白井

正和）、伊藤ほか・前掲注（72）四一〇頁―四一一頁（田中亘）等。

（109）中村・前掲注（1）七頁。

（110）藤田・前掲注（59）二九一頁、三〇五頁、三〇八頁注90、松本Ⅱ鈴木・前掲注（1）九五頁。

（111）もっとも、Z社の主張を見る限り、Z社も、ナカリセバ価格とプレミアム部分を合算したものが公正な価格であるという判断枠組自体については争っていないものと考えられる（松本Ⅱ鈴木・前掲注（1）九五頁）。ただし、Z社は、前述のように（プレミアム部分については争ってではなく）ナカリセバ価格について、これがゼロであると主張している。

（112）飯田・前掲注（57）四二頁。

（113）前述三 2（3）（オ）参照。

*本稿は、関西学院大学商法研究会（二〇一四年九月一〇日）および北海道大学民事法研究会（同年一月七日）における報告をもとにしている。