

An Examination of Procedure to Determine the Price in Private Company Squeeze Out Deal

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2017-10-03 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/2297/36783

閉鎖会社において売渡し請求を利用した場合の 株主締出しの対価保障

濱 村 実 子
(指導教員 永 江 亘)

目次

1. はじめに
2. 「公正な価格」と全部取得条項付種類株式を利用した場合の締出し対価
 - (1) 公開会社の場合
 - (2) 閉鎖会社の場合
3. 相続人等に対する売渡し請求を利用した場合の締出し対価
4. 最後に

近年我が国では、高度経済成長期に創業した多くの中小企業が世代交代期を迎え、事業承継の問題が浮上してきている。事業承継は、株式の相続を利用して経営者の親族に承継する場合や、M & Aを利用して他の会社あるいは従業員に承継される場合等が考えられる。

ところで、人的関係が密接に絡み合っている小規模閉鎖会社では、株式の帰属をめぐる支配権争いが生じやすく、株主の締出しを行って一定の解決が図られる場合がある。その際に、相続人等に対する売渡し請求（会社法 174 条－177 条。以下、「売渡し請求」と言う。）がそのスキームのひとつとして考えられる。これは、相続・合併等その他一般承継によって株式を取得した者に対して、会社がその株式を売り渡すよう請求し、強制的に株主を締出すことができる制度である¹。

1 江頭憲治郎『株式会社法』（有斐閣、第4版、2011年）253頁。山下友信『会社法コンメンタール4－株式（2）』（伊藤雄司）（商事法務、2009年）120頁。平野教士「会社法で注意したい相続人等への株式の売渡しの請求の問題」税弘2006年4号46頁。

他方株主を締出すには、現金を対価とした合併・会社分割・株式交換・株式移転（以下、総称して「組織再編行為」という。）や、全部取得条項付種類株式の利用によっても可能である。これらの場合、会社が株主利益に重大な影響を及ぼすことから反対株主に株式買取請求権が認められ、会社には「公正な価格」の保障が求められる（会社法 116 条 1 項 2 号、785 条 1 項・797 条 1 項・806 条 1 項。以下、「買取請求」と言う）。

ここで、売渡し請求と買取請求を比較すると、前者には、株式買取価格について「公正な価格」の文言は記されていない（会社法 177 条 3 項参照）。しかし、売渡し請求を受けた株主は会社から強制的に締出されることになり²、この点においては、両制度は同様の効果を持つ。では、このように、株主のを強制的に締出すことができるという実質的に同じ経済効果をもたらす両制度において、売渡し請求には「公正な価格」の保障が明記されていないのはなぜなのか。

ところで近時、公開会社が公開買付（以下、「TOB」という。）を行って非上場化し、二段階目に全部取得条項付種類株式を利用して少数派株主を締出す MBO（Management Buy Out）において³、その価格保障に関する裁判所の判断

川上博英「譲渡制限株式に関する一考察－相続人等からの取得を中心にして－」名経 31 号（2012 年）26－41 頁では、譲渡制限株式制度の変遷、自己株式の取得制度の変遷を踏まえて、売渡し請求制度に存在する種々の論点について言及されている。

- 2 売渡し請求制度は、これに関する定款の定めを生前の支配株主が定款に記載していた場合など既に条件が整っていた場合、売渡し請求は会社の形成権の行使として捉えられると解されているため、株主はこの請求を拒否することはできず、売渡し請求の対象となった株主は会社により強制的に締出されることになる（山下・前掲注（1）127 頁、平野・前掲注（1）49 頁）。
- 3 MBO の基本的な取引構造について、経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」2007 年 9 月 4 日（以下、「MBO 指針」と言う。）3 頁。

そのスキームは、会社法 108 条 1 項 7 号、111 条 2 項、324 条 2 項 1 号、171 条、309 条 2 項 3 号に基づく（伊藤靖史『会社法』（有斐閣、第 2 版、2011 年）369－370 頁、384 頁参照）。

が複数示されている⁴。すなわち、全部取得条項付種類株式の全部取得を規定する会社法 172 条 1 項には、その取得対価について「公正な価格」の規定はないが、裁判所の裁量により、この場合にも組織再編行為の場合と同様に、「公正な価格」が保障されるべきとの判断枠組みが維持されている。但し、非上場化を伴う MBO では、買収後の経営判断に対し、高い比率で買収資金を出資した投資ファンドの権限が強くなる場合が少なくないことが指摘され、そのような MBO を「疑似 MBO」と呼び、一般的な MBO を「真正 MBO」と呼んで区別すべきとの考えが示されている⁵。しかし、法形式上、全部取得条項付種類株式を利用する場合には、経営陣に主導されて会社内部の株主構成が変化するという点においては、売渡し請求と共通していると言え、他の会社によって、組織再編行為の一環として当該会社の株主の締出しが行われるものではなく、当該会社の経営陣が自社株主を締出すという取引構造となる。

そこで本稿では、このような公開会社での全部取得条項付種類株式の買取請求を念頭に、これに係る判例・学説を検討しつつ、売渡し請求と買取請求の制度的相違から、その制度背景を検討する。そして、閉鎖会社において売渡し価格で保障される価格は、公開会社において買取請求時に保障される「公正な価格」と同様であるのか、そうでなければいかなる価格が保障されるべきであり、当該価格がなぜ導かれるのかについて検討する。

2. 「公正な価格」と全部取得条項付種類株式を利用した場合の締出し対価

「公正な価格」は、新会社法で新たに導入された文言である。平成 17 年改正商法下では、組織再編行為に反対する株主が株式買取請求権を行使する場合、その買取価格は、「(当該組織再編を承認する株主総会の) 決議ナカリセバ其ノ

4 後掲・注 (10) (11) (12) 参照。

5 三苦裕「マネジメント・バイアウト (MBO) に関するルール設計のあり方」東京大学法科大学院ローレビュー編集委員会『東京大学法科大学院ローレビュー 第 1 巻』(2006 年) 36 - 37 頁。

有スベカリシ公正ナル価格」(以下、「ナカリセバ」価格という。)と規定されており、組織再編がなかったならば実現するであろう株式の価値が保障されていた。すなわち、反対株主に対して組織再編行為前の経済状態を確保したまま、会社から退出する権利を与えることにその趣旨があった⁶。これに対し、新会社法下では「公正な価格」に変更された。当該組織再編行為がシナジーを生むなどして企業価値を増加させるときは、その企業価値増加分の公正な分配をも反対株主に保障しようという趣旨である⁷。組織再編行為でシナジーの公正な分配が問題となるのは、組織再編により会社と会社が統合した後の企業価値が、各当事会社の企業価値の単純な合計よりも大きくなると期待できるからである⁸。但し、新会社法下では「ナカリセバ」価格も生かされ、当該組織再編行為が当該会社の企業価値を毀損するときは「ナカリセバ」価格が保障されると解されている⁹。

対して、一会社内で行われる株主の縮出しは、複数の法人その他の組織の結合とは異なり、会社内部における単なる株主構成の変化にすぎないことから、組織再編行為の場合のように相乗効果としてのシナジーは発生しないと思われるが、この場合には、企業価値の増加はまったく期待できないのであろうか。

以下ではまず、会社と会社が結合せず株主の縮出しのみが行われる場合に企

6 田中亘『「公正な価格」とは何か』法教350号(2009年)68頁。田中亘「組織再編と対価柔軟化」法教304号(2006年)79頁。松尾健一「株式買取請求権」ジュリ1346号(2007年)53頁。藤田友敬「企業再編対価の柔軟化・子会社の定義」ジュリ1267号(2004年)105-106頁。

7 神田秀樹「組織再編」ジュリ1295号(2005年)129頁、石綿学「会社法と組織再編—交付金合併を中心に」法時78巻5号(2006年)60頁。

8 伊藤・前掲注(3)353頁参照。

9 田中・前掲注(6)『「公正な価格」とは』63-64頁。

「公正な価格」が保障されている株式買取請求権には、①組織再編前の経済状態の保障と、②組織再編条件の公正さの確保という2種類の機能が期待されているとする見解が有力であるが、本稿では、②の機能を有する側面(手続的な公正さに関する問題点)に関しては立ち入らない。

業価値の変化は生じないのか、生じると言えるならばその企業価値の変化は「公正な価格」という対価保障にどのように反映されるのか、ということについて検討する。前述したとおり、まずは公開会社における全部取得条項付種類株式を利用した縮出しの場合を検討する。そして、公開会社を想定したその理論が、閉鎖会社を想定した場合に適用させることができるのか、できなければ閉鎖会社の場合にはどのような理論が成立するののかを検討していく。

(1) 公開会社の場合

前述したように、公開会社の場合は非上場化を伴う一連のMBO取引における問題の中で、全部取得条項付種類株式を利用した買取価格の保障について議論されている。全部取得条項付種類株式の全部取得の際に、会社法172条1項に基づいて裁判所が決定すべき買取価格について初めて判断されたのが、レックス・ホールディングス事件である¹⁰。TOB後に全部取得条項付種類株式の全部取得を行い、MBOを主導する経営陣側株主以外の株主を完全に縮出すことになるが、会社法172条1項には、「公正な価格」の文言がない。しかし、レックス・ホールディングス事件最高裁決定において、田原邦夫裁判官は補足意見で以下のように述べた。「会社法上、株主が株式買取請求権を行使する場合における買取価格は、公正な価格と定められている（469条1項、785条1項、797条1項、806条1項）…（中略）。そして、裁判所が決定する上記価格は、上記各条に定める公正な価格をいうものと一般に解されており、取得価格も裁判所が決定するものである以上、上記の株式買取請求権行使の場合と同様、公正な価格を意味するものと解すべきである」と示された。この判断が示

10 第1審・東京地決平成19・12・19金判1283号22頁、第2審・平成20・9・12金判1301号28頁、最高裁三小決平成21・5・29資料版商事法務307号168頁。

されて以降、サンスター事件¹¹、サイバード・ホールディングス事件¹²において、全部取得価格の決定の枠組みとしてこの判断が基本的に踏襲されている¹³。学説においても、全部取得条項付種類株式の全部取得と組織再編行為とで縮出される少数派株主の状況に変わりはなく、少数派株主の縮出しにおける株主保護についてはできるだけ統一的な対応がなされる必要があり、両者を区別することなく、裁判所は「公正な価格」を決定することが必要かつ望ましいという考えが示されている¹⁴。

「公正な価格」の内容については、MBO 指針において「MBO に際して実現される価値は、(a) MBO を行わなければ実現できない価値と、(b) MBO を行わなくても実現可能な価値の 2 種類に区別して考えることができ」、(b) の価値は基本的には株主が受けるものと考えられ、(a) の価値は株主及び取締役が受けるべき部分の双方が含まれていると示されている¹⁵。また、田原邦夫裁判官は、「取得価格は、① MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値と、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、合算して算定すべきものと解することが相当である。」と示し

-
- 11 第 1 審・大阪地決平成 20・9・11 金判 1326 号 27 頁、第 2 審・大阪高決平成 21・9・1 金判 1326 号 20 頁。
- 12 第 1 審・東京地決平成 21・9・18 金判 1329 号 45 頁。
- 13 北川徹「MBO における価格決定申立事件再考—サイバード・ホールディングス事件東京地裁決定を手掛かりに— [下]」商事 1890 号 (2010 年) 6 頁。
- 14 山下・前掲注 (1) [山下友信] 109 頁、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—『公正な価格』の算定における裁判所の役割— [中]」商事 1876 号 (2009 年) 4 頁、行澤一人「全部取得条項付種類株式を利用した少数株主縮出しと企業再編」法教 378 号 (2012 年) 119 頁、浅田隆「判批」NBL927 号 (2012 年) 37 - 38 頁、伊藤・前掲注 (3) 384 頁。
- 15 本文のような整理は、「その価値 (MBO に際して実現される価値：括弧書き補足) を取締役又は株主のいずれが受け取るべきかを考えるにあたっては、株主が正当な利益を享受できるよう配慮する一方で、MBO 後の経営計画につき、その実現の不確実性についてのリスクを負いながら、相当の努力を行う覚悟で MBO を行う取締役にも配慮が必要と考えられる。」との検討をもとに示されている (MBO 指針 7 - 8 頁)。

ている。これは、MBO 指針における「公正な価格」の価値概念を採用しており、①が (b) に、②が (a) に相当すると解することができる¹⁶。

組織再編行為の買取請求において議論される「公正な価格」に照らすと、「MBO を行わなくても実現可能な価値」は、「ナカリセバ」価格（客観的価値）に相当するとの考えが示されている¹⁷。つまり、「MBO を行わなくても実現可能な価値」によって株主に当該 MBO が行われる前の経済状態が保障されるということになる。

それでは、もう一方の価値概念である「MBO を行わなければ実現できない価値」は、「公正な価格」にどのように反映されるのであろうか。

レックス・ホールディングス事件の第 1 審では、買取価格について以下の判断を示し、株主に保障すべき価値を観念的に表した。即ち、「株主は、…（中略）継続保有により実現する可能性のある株価上昇に対する期待権を有している…（中略）。そうであれば、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決めるに当たっては、…（中略）当該株式の客観的時価に加えて、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」と示した¹⁸。そして学説では、この株価上昇期待価値が「MBO を行われなければ実現できない価値」に相当するとの考えが多数示されている¹⁹。つまり、公開会社 MBO において保障される「公正な価格」

16 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—『公正な価格』の算定における裁判所の役割—」〔下〕商事 1877 号（2009 年）24 頁。

田原邦夫裁判官は、「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保障するものであることにかんがみれば」との前提を示しており、学説もこの考えに沿っているとと思われる（前掲・注（15）とその本文）。

17 加藤・前掲注（16）25 頁。

18 第 2 審でも同様の判断が示された。

19 加藤・前掲注（16）24 頁。北川・前掲注（13）4 頁。十市崇「レックス・ホールディングス事件最高裁決定と MBO 実務への影響—地裁決定および高裁決定を踏まえて—（上）」金判 1325 号（2009 年）13 頁。

は、「ナカリセバ」価格+株価上昇への「期待権」評価価値である、との判断枠組みが示されたと言える。

では、「MBOを行わなければ実現できない価値」は、当該会社の企業価値にどのような変化を生じさせるものなのか。MBO指針では、「一般株主が存在しなくなることによるコスト削減効果（一般株主との利害調整コスト・開示コストの削減）」や、「インセンティブ構造が変化したことに伴い、MBOにおいて人的な資本を拠出する取締役等の努力により創出される価値等」が含まれるとされ²⁰、このような効果により、相乗効果としてのシナジーとは異なる企業価値の増加を見込むことができると考えられている²¹。

公開会社におけるMBOを前提とした「MBOを行わなければ実現できない価値」が、以上のように解されていることを踏まえると、MBOが行われることにより期待できる企業価値は、以下のように整理できると思われる。即ち、①株主構成の変更により、経営者による効率的な集中支配が可能となることから実現できる将来価値、②上場廃止による開示コスト等の削減により実現できる価値、といった整理が可能であると思われ、両者の効果が、公開会社MBOにおいて保障されるべきと判断されている「期待権」の源泉と考えられるので

山下・前掲注(1)109頁では、本文のように裁判所が「期待権」という表現を用いて「MBOを行われなければ実現できない価値」を表したのは、MBOにより増大することのあり得べき会社の企業価値を経営者ら支配株主が独占してよいかという問題から、企業価値の増大による株価上昇の期待を意識的に独立の要素として評価しているものと思われる、との考えが示されている。

しかし、上場会社の株価は（現時点での）客観的価値を前提として将来の会社業績に対する投資家の期待を既に織り込んで形成されているので、株式の客観的価値に株価上昇期待価値を加えたものを「公正な価格」とすると将来の会社業績に対する期待値に相当する額が二重にカウントされてしまう、との指摘がある（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年）6頁）。

20 MBO指針7頁。

21 学説でも一般的に認められていると言える（例えば、太田・前掲注（19）6頁、十市・前掲注（19）13頁、奈良輝久＝林紘司「MBOを目的とする全部取得条項付種類株式の取得価格決定に関する近時の裁判例の検討」判タ1371号（2012年）50頁。）

はないか。

(2) 閉鎖会社の場合

では、閉鎖会社において、MBOのような経営者による買収を目的に、全部取得条項付種類株式による株主の縮出しが行われる場合、公開会社の場合と同様に「公正な価格」が保障されるべきなのだろうか。

「公正な価格」が保障されることの意義は、上記のように、まず「ナカリセバ価格」を保障し、反対株主に対して当該組織再編行為等が行われる前の経済状態を確保したまま、会社から退出する権利を与えることにある。この、「ナカリセバ」価格が保障される意義は、公開会社においても閉鎖会社においても、認められると思われる。

次に問題となるのが、閉鎖会社において株主の縮出しが行われた場合、いわば閉鎖会社においてMBOが行われた場合も、「MBOを行われなければ実現できない価値」が観念できるか否か、(裁判所の判断枠組みに沿えば)縮出し対価によって保障されるべき「期待権」を観念できるか否かが問題となる。

公開会社の場合は、上記のように、「公正な価格」の保障として「MBOを行われなければ実現できない価値」が保障されるべきであるとされ、裁判所はその価値を株価上昇に対する「期待権」という概念を用いて保障した。しかし、閉鎖会社の場合は、そもそも株式に市場価格が存在しないため、閉鎖会社株主は公開会社株主のように市場株価上昇への期待が生じることは考えにくく、概念的にはともかく、少なくとも語として当てはめて理解することは難しいと思われる。また、閉鎖会社では株主に配当金が交付される機会も多くない²²。

しかしながら、閉鎖会社において株主の縮出しが行われた際に、それによっ

22 白鳥公子「小規模閉鎖会社における会社内部紛争回避・解決策～株主間関係からの考察」横国13巻1号(2004年)76頁。近藤光男ほか『基礎から学べる会社法』(2011年、第2版、弘文堂)19頁。

て生じる企業価値の変化や、当該株主に保障されるべき「期待権」が存在するか否かを判断するに当たっては、別途、閉鎖会社という会社形態に着目した検討が必要であると思われる。すなわち、閉鎖会社では、親族や知人等少数人数の者から出資されており、株主各自が機能資本家として会社経営に携わることが大部分であり、当該株主らの共同事業関係の上に成り立っているとの理解が示されている²³。つまり、株主構成が会社経営に大きく影響すると思われ、また、株主間の利益に対立が生じた場合には、会社経営自体が Dead Lock に陥る危険が高い。よって、閉鎖会社が会社経営自体を継続させ、効率的に経営していく上で、株主の締出しを行うことは、一つの有効な手段であるとの考えも示されている²⁴。すなわち、閉鎖会社における株主の締出しは、株主構成を変更し、会社支配権を経営者に集中させることにより、経営効率の向上が見込めないわけではないといった意味で積極的な企業価値増加の余地があり得ること、また、当該会社が抱える利害対立の回避・解決が期待でき、紛争コストの発生を回避できるといった消極的な意味で企業価値の増加を見込めないわけではないと考えることができると思われる。

ここで、翻って公開会社における「MBO を行わなければ実現できない価値」の理論を確認すると、MBO が行われることにより期待できる企業価値は、①株主構成の変更により、経営者による効率的な集中支配が可能となることから実現できる将来価値、②上場廃止による開示コスト等の削減により実現できる価値、に整理されるとの見解を示したが、裁判所はこれらを「期待権」という規範的理論値²⁵として評価し、「ナカリセバ」価格にプラスしてその評

23 白鳥・前掲注(22) 72、76 - 78 頁。

24 アメリカにおける株主締め出しと除名の議論について検討された論文の中で、公開会社において株主の締出し・除名が行われることに関しては否定的な見解が示されているのに対し、閉鎖会社については、その特殊性に鑑みて、株主の締出しを一律に禁止するには困難であるとの指摘が紹介されている(中東正文「閉鎖会社における少数株主の締出しと除名—アメリカ法を素材として—」中京 30 巻 4 号(1996 年) 58 - 59 頁)。

25 ないしは、規範的価値といわれる。これは、買受人がいくらで買取るのが妥当かとい

価値を株主に保障したと解される²⁶。

この理論を、閉鎖会社における株主締め出しの場合に照らしてみると、②の価値は閉鎖会社には観念し難いと思われる。しかし、上記検討したように、閉鎖会社においても、支配権の集中による経営効率の向上が見込めないわけではなく、その意味で企業価値が増加する余地があると考えられることから、少なくとも①の価値を観念することはできるのではないか。かつ、上記言及したように、会社が負担し得る紛争コストの回避が見込めると思われる。これは一方で、その紛争当事者となっている株主にとっては会社との交渉上の武器となり、当該株主が有している株式価値の算定において、いわゆる「不満分子プレミアム」に転化するとの考えが示されている²⁷。つまり「不満分子プレミアム」とは、株主が行使し得る法的手段に対応するため、会社は訴訟費用等一定の費用を要することから、株主を抑制することに一定の歯止めがかかるといった意味で当該株主が有すると考えられる株主価値である²⁸、と定義することができると思われる。この価値の算定は基本的に困難であり、①の価値についても、取締役ら経営者が負うリスクとの関係から、その価値をどれだけ締出し対象株主に分配すべきかを算定することは容易ではないと考えられる。とすると、閉鎖会社の場合においても、合理的裁量を有する裁判所が、これらの価値を買取価格の算定の際に全く「考えない」のではなく、「少なくとも考慮」しなければ、①の価値を「期待権」という規範的理論値として評価し、「公正な

う裁判所の判断に基づいて決まる価値であると説明される。規範的理論値に対して、需要と供給の関係に基づいて決まる株式価値を交換価値という（宍戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」竹内昭夫先生還暦記念論文集『現代企業法の展開』（有斐閣、1990年）401頁）。

26 レックス・ホールディングス事件第2審では、「本件株式の客観的価値に、20パーセントを加算した額をもって、株価の上昇に対する評価額を考慮した本件株式の取得価格と認めるのが相当である」と判断された。

27 宍戸・前掲注(25) 410-411頁。

28 宍戸・前掲注(25) 410頁参照。

価格」として保障するという判断枠組みと整合性がとれないと言えるのではないか。

したがって、閉鎖会社において全部取得条項付種類株式による株主の締出しが行われる場合も、「MBOを行われなければ実現できない価値」が生じないわけではないと考えられるため、「ナカリセバ」価格のみならず、その増加し得る価値を、経営者への会社支配権集中により見込まれ得る企業価値＋「不満分子プレミアム」といった規範的理論値として考慮された価格が保障されなければならないと考える。

3. 相続人等に対する売渡し請求を利用した場合の締出し対価

これまでの検討により、株式の全部取得を利用した公開会社株主の締出しにおいて、裁判所の裁量により示されている「公正な価格」の理論的枠組が、閉鎖会社における株主締出しにも適用されるとの考えに至った。そして、閉鎖会社の場合もその企業価値が向上する可能性を加味することが求められることから、閉鎖会社の締出し対象株主に保障されるべきと考えられる価格は、「ナカリセバ」価格に併せて、経営者への会社支配権集中により見込まれ得る企業価値＋「不満分子プレミアム」が考慮された価格であるとの考えを導き出した。

では、株主を強制的に締出す際のスキームが、株式の全部取得の利用から売渡し請求制度の利用に変わると、その売渡し対価で保障すべき内容は、上記検討した「公正な価格」と異なるのであろうか²⁹。株式の全部取得の規定と同様、売渡し請求の規定にも「公正な価格」の文言はないが、閉鎖会社で株主の締出しが行われた場合にも企業価値が増加する余地があること、その価値を「不満分子プレミアム」という規範的理論値として観念できると考えられることについては、締出しのスキームが異なっても、同様の考慮要素として差し支

29 現時点では、売渡し請求規定に基づいて価格決定がなされた事例は確認できなかった。但し、少なくとも現在審理中の事例が1件あるようである。当該申立では、その前に当該売渡し請求の是非が争われた（平成23・2・21東京地裁判 Westlaw Japan）。

えないと思われる。

ところで、公開会社で株式の全部取得が行われる場合においては、「公正な価格」という文言がなくとも「公正な価格」の保障がなされるべきと示された判断枠組みの根拠として、レックス・ホールディングス事件最高裁決定田原邦夫裁判官の補足意見の中の以下の部分であると解されると思われる。即ち、「会社法上、株主が株式買取請求権を行使する場合における買取価格は、公正な価格と定められているところ、上記の場合において、当事者間の協議が調わないときは、当事者間の申し立てにより裁判所がその価格を決定することとされている…（中略）。そして、裁判所が決定する上記価格は、上記各条に定める公正な価格をいうものと一般に解されており、取得価格も、裁判所が決定するものである以上、上記の株式買取請求権行使の場合と同様、公正な価格を意味するものと解すべきである」と示されている。特に、「当事者間の協議が調わないとき」、買取価格が「裁判所が決定するものである以上」、その価格は「公正な価格を意味するもの」でなければならないという点に着目すると、この判断枠組みの背景には、裁判所によって株式の買取価格が決定されること、すなわち、規範的理論値³⁰が決定されること自体に重きが置かれていると解されるのではないか。株式の規範的理論値の意義は、対立する当事者間の利害調整にあるとされる³¹。

すると、（文言の有無は別として、）閉鎖会社において売渡し請求により株主が締出される場合にも、その締出し対価として部取得の締出しにおける「公正な価格」が保障されるべきか否かは、その局面が、規範的理論値による利害調整が必要である局面か否かを検討する必要があると考えられる。

閉鎖会社における株主の締出しによって、支配権の集中による経営効率の向上が見込めないわけではないこと、また、株主に「不満分子プレミアム」を觀念できると考えられることは、株式の全部取得を利用する場合も、売渡し請求

30 前掲・注(25) 参照。

31 宍戸・前掲注(25) 401、421 頁。

を利用する場合も、共通すると思われる。但し、全部取得によって株主の縮出しが行われる局面というのは、定款変更・株式全部取得の株主総会決議を確実に可決させ得るだけの株式数を有する支配株主が少数派株主を縮出す局面であると言えると思われる。一方、売渡し請求を利用すれば、支配株主でない経営者でも特定の株主を縮出すことが可能であるため、少数派株主である経営者が支配株主を縮出すという局面も想定されると思われる。経営者にとって、支配株主は、その株式保有割合から大きな不満分子的存在であると思われるため、支配株主が有する「不満分子プレミアム」の価値は高くなると思われる。しかし、売渡し請求を利用する際には、閉鎖会社において検討した「公正な価格」の理論に則って縮出し対価が保障されないとすれば、支配株主であるにもかかわらず、不当に低い価格で強制的に縮出されるという事態が起り得ると考えられる。一方で、上記のような規範的理論値が評価される「公正な価格」に基づいて価格決定がなされると、「不満分子プレミアム」が少なくとも考慮され、縮出し対象となった株主に一定の価格保障を与えることができると思われる。

以上の検討から、売渡し請求により株主が縮出される局面には、会社利益の追求を担う経営者と会社支配権を握る支配株主との利害対立が生じる場合が含まれるため、まさに、規範的理論値により調整されることが求められる局面であると言えると思われる。そして、規範的理論値が評価される「公正な価格」に基づいて「不満分子プレミアム」が考慮されることにより、一定の利害調整を図ることができる。したがって、閉鎖会社において売渡し請求により縮出された株主に保障されるべき対価は、全部取得の場合と同様に、「ナカリセバ」価格に併せて、経営者への会社支配権集中により見込まれ得る企業価値＋「不満分子プレミアム」が考慮された価格である、と導くことができるのではないか。

4. 最後に

本稿では、閉鎖会社における売渡し請求制度の対価保障について検討を行った結果、公開会社MBOにおける価格決定で示された「公正な価格」の判断枠組みから、裁判所による規範的理論値の保障が求められるとの結論に至った。売渡し請求制度の利用は、未だに一般化されていないようであるが、本制度に基づいた価格決定がなされた場合、その価格算定において、裁判所がいかなる規範を示すのか注目される。また、売渡し請求自体の是非が争われた事件において³²、裁判所が示したその判断理論が、価格決定にどのように影響してくるのかといった点も注目すべき論点であると思われる、次の検討課題とした。

【指導教員付記】本稿は、第54回みずほ学術振興財団懸賞論文・法律の部・学生の部における2等入選論文を加筆・修正したものである。同入選論文集では、審査委員の先生方より、本論文が閉鎖会社における株主の締出しの場合にも、締出し対象株主に対し、「ナカリセバ価格」に加えて価格の上乗せが行われるべきか、もし行われるとするとその根拠は何かという、裁判例・学説のいずれにおいてもこれまで明示的に取り上げられたことがなかったテーマを選択したことについて、その新規性が評価されたことが講評において示されている。また、株式買取請求権に関し「公正な価格」という基準が用いられ、公開会社の全部取得条項付種類株式の取得価格の決定においても同様の基準が用いられ、それぞれの根拠を示した上で、閉鎖会社における全部取得条項付種類株式の取得価格の決定及び相続人等に対する売渡し請求についても、公開会社と全く同じではないものの、類似する点がありうることを指摘することによって結論を導いた点について、堅実かつ合理的なものであると評価された。

32 前掲・注(29)参照。

本稿は、著者が当時学士課程に在籍していた際に執筆したことや、博士課程前期課程に在籍している時点での掲載の是非という点で、掲載見送りの検討したものの、最終的に1等に値するものを持っているとの評価もあったと示された審査委員講評に力を借り、掲載を申請したものである。審査委員の先生方にこの場を借りて御礼申し上げたい。

また、本稿の掲載に際して、上記の問題点を乗り越えるべく、多くの先生方から多大なるご支援を頂いた。ここで全ての先生のお名前を挙げることはできないが、掲載に際して本稿を改めて再読確認いただいた、本学法務研究科戸川成弘教授、本学法学類村上裕准教授、そして機関誌編集委員長の福本知行准教授にはとりわけ多くのご支援を頂戴した。この場を借りて改めて御礼申し上げたい。