

論説

反対株主の範囲に関する 議論の再整理と若干の試論

東京大学非常勤講師・弁護士

松本拓生

I. はじめに

II. 会社法における株式買取請求権と取得価格決定申立権

- 1 会社法における株式買取請求権とその制度趣旨
- 2 全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立権
 - (1) 制度趣旨
 - (2) 株式買取請求権との関係
- 3 二つの権利の制度趣旨の違いをどのように考えるか

III. 反対株主の範囲

- 1 基準日との関係
- 2 公表時との関係
 - (1) これまでの議論
 - (2) 会社法改正に関する法制審議会の議論の状況
 - (3) 株主総会決議後の株主

IV. 立法案を含む若干の試論

- 1 反対株主の範囲についての実質的観点からの考察
- 2 公表時をどのように考えるか
 - (1) 公表時の判断基準
 - (2) 二段階買取における公表時の考え方

V. 最後に

I. はじめに

会社法では、定款変更や一定の組織再編などの場合の「反対株主」には株式買取請求権や取得価格決定申立権が認められているが、この「反対株主」については会社法の条文からはその範囲が必ずしも明らかではないということもあり、その制度趣旨も含めこれまで様々な議論がなされてきた。そして未だなお、昨今数多く行われている親会社による子会社の完全子会社化やMBO（マネジメント・バイアウト）に伴う少数株主の締め出し（スクイズアウト）といった事案においては、その手法として用いられる全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立権における公正な価格は何かといった根本的な問題はもちろんのこと、権利を行使しうる反対株主の範囲などを巡って、様々な紛争が生じている。

この反対株主の範囲について、次期の会社法改正において手当てをなすことを前提として議論もされたようであるが、最終的にはこの点の改正は見送られ（その理由とそれに対する筆者の意見などについては後述する。）、平成24年9月7日開催の法制審議会第167回会議において採択された「会社法制の見直しに関する要綱」¹⁾には含まれなかった。ということは、現時点までの議論や裁判例の集積によってこの問題は処理されるべきものと一般的には考えられている、と理解すること

1) 法制審議会「会社法制の見直しに関する要綱」（2012年9月7日）（<http://www.moj.go.jp/content/000102013.pdf>, 2013年7月23日最終閲覧）。

もできる。しかしながら、筆者は、いくつかの案件での実務上の経験を通じて、この問題についての現在の実務のあり方の再考の必要性や、現行法の解釈の限界を痛感させられることがあった。会社法上の株式買取請求権又は取得価格決定申立権の行使においてはこれまでも濫用の危険が再三指摘されていたが²⁾、近年、濫用の程度が著しく酷く、かつ、そのことが実務上、企業の健全な経済活動の遂行にかなりの悪影響を及ぼしているように思われるのである。筆者は個人的に、株式買取請求権又は取得価格決定申立権を行使することができる反対株主は実質的かつ合理的な範囲に限定すべきものと考えており、従前からその実質的かつ合理的な範囲とは何かについて考えを巡らせていたところである。そこで、このような観点からいわゆる反対株主の範囲を見直すことができないかにつき、会社法の施行から数年が経過してすでに様々な議論と重要な裁判例が蓄積されてきた手垢のついたテーマではあるが、この問題についてこれまでなされてきた議論の中身を改めて整理した上で、あるべき解釈の方向性と若干の立法論も含んだ現行法の解釈の限界への対処について、私見を述べてみたいと思う。

II. 会社法における株式買取請求権と取得価格決定申立権

ところで、冒頭で述べた問題についての検討の詳細に入っていくにあたり、その前提として、まず、現行会社法における株式買取請求権と取得価格決定申立権の趣旨と両権利の法的関係などについて、これまでの議論を踏まえながら改めて整理確認してみたい。

1 会社法における株式買取請求権とその制度趣旨

株式買取請求権とは、定款変更や一定の組織再編（事業譲渡、吸収合併、吸収分割、株式交換、株式移転など。）の場合に会社の株主に認められた権利（会社法 469 条, 785 条, 797 条, 806 条。以下会社法については条文番号のみを示す。）である。その趣旨は、当該定款変更や一定の組織再編に反対する株主に対して、公正な価格で株式を買い取れることを会社に対し請求する権利を与えることにより、その会社から退出して投下資本を回収する機会を保障するものであると一般的には解されており³⁾、株式買取請求をした株主と会社との間で買取価格についての協議が調わなかった場合には、株主又は会社は、買取価格の決定の申立をすることができるものとされている（470 条 2 項, 786 条 2 項, 798 条 2 項, 807 条 2 項）。

また、会社法の株式買取請求権と旧商法のそれとの違いとしては買取価格がいわゆる「ナカリセバ価格」から「公正な価格」に変更されたことが挙げられるが、これは会社法の下では、単に決議がなければ有したであろう株式の価値のみならず、当該組織再編等によって生じるシナジーをも少数株主に対して分配することが求められているものと解されている⁴⁾。そしてこれに伴い、会社法下の株式買取請求権は、経営者あるいは多数株主の行う決定に対するチェック機能が高められたものと理解されている（実際に、株式買取請求権がこの機能を有するという側面を個々の論点の解釈においてどの程度強調すべきかという問題については、後述する。）⁵⁾。特に

2) 典型的な類型としては、受取配当の益金不算入の制度を利用した税務上のメリットを追求したり、価格が確定するまでの年 6 分の商事法定利率を狙うといった場合が挙げられる。

3) 江頭憲治郎『株式会社法（第 4 版）』774 頁（有斐閣，2011）、森本滋編『会社法コンメンタール 18 ——組織変更、合併、会社分割、株式交換等（2）』96 頁〔柳明昌〕（商事法務，2010）など。なお、株式買取請求権の制度趣旨を、資本多数決によって企業価値が毀損されることへの損害の填補と考える見解として、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事 1879 号 4 頁，5 頁（2009）。

4) レックス・ホールディングス事件・最決平成 21 年 5 月 29 日金判 1326 号 35 頁。

5) 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎選『企業法の理論（上）』261 頁，275-277 頁（商事法務，2007）。特に、会社法下における株式買取請求権においては、①企業再編等によるシナジーの再分配機能と②企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証機能の二つの機能が併存しているとされる。

昨今においては、このチェック機能を重視する立場から、株式買取請求権に少数株主保護の役割を大いに期待する方向での解釈論がなされることが多いように思われる⁶⁾。

2 全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立権

(1) 制度趣旨

これに対して、会社法によって初めて導入された全部取得条項付種類株式の取得を利用した少数株主の締め出し(スクイーズアウト)の場合には、上記と同一の内容を有する株式買取請求権(116条1項2号)に加えて、最初から取得価格決定の申立をすることが認められている(172条)。この取得価格決定申立権の制度趣旨であるが、全部取得条項付種類株式の取得対価の算定方法はあらかじめ定款で定められておらず、取得を決定する株主総会決議で初めて定められる。そのため、この取得対価が公正なものであるという保証がないにもかかわらず、株主には会社により株式を取得されるという重大な効果が生じる可能性があるため、反対株主に対して取得対価の決定の申立権を保障した⁷⁾ものであり、組織再編等に際しての反対株主の株式買取請求権と同じ機能を有すると説明されている。この場合の取得価格について条文上は明確に定められていないが、株主総会の多数決により不当な取得対価が決定されるおそれに対する救済方法であるという点で、株式買取請求権と制度の目的は同様であるため、裁判所が決定すべき価格は公正な価格であるべきであると解されている⁸⁾。

(2) 株式買取請求権との関係

このように両権利は類似した機能と制度趣旨を有しているように思われるため、次に問題となるのはこの場合の上記の両権利の法的関係である。この点については、株式買取請求に係る買取りの効果は、同請求に係る株式の代金支払時に生ずるとされ(117条5項)、株式買取請求がなされたことにより、定款変更や全部取得の効果自体が妨げられるという法的構成にはなっていないため、仮に株式買取請求権を行使しても全部取得条項付種類株式の会社による取得日までに価格についての協議が調わない場合には、その取得日以降は買取請求の対象となる株式が存在しなくなり、株式買取請求権はその申立適格を失うものとされている⁹⁾¹⁰⁾。よって、全部取得条項付種類株式の取得対価に不満のある株主による現在の実務上の対応は、ほぼ全て取得価格決定申立権の行使により行われているといつてよい¹¹⁾。実質的にも、全部取得条項付種類株式における取得価格決定申立権の場合には株主はその株式を取得されてしまうことが確定しているのだから、株式の買取りを請求するのではなく、対価について争うというのが本筋でもある。

3 二つの権利の制度趣旨の違いをどのように考えるか

上記のような制度趣旨を有するこれらの権利であるが、会社法は、株式買取請求権については条文上「反対株主」という概念を定め(116条2項, 469条2項, 785条2項, 797条2項, 806条2項)、そして取得価格決定

6) この点の問題点を端的に指摘するものとして、北川徹「現金対価による少数株主の締め出し(キャッシュ・アウト)をめぐる諸問題」商事1948号4頁, 7-10頁(2011)。

7) 山下友信編『会社法コンメンタール4——株式(2)』103頁〔山下友信〕(商事法務, 2009)。

8) 最決平成21年前掲注4)もそのように判示している。

9) 最決平成24年3月28日民集66巻5号2344頁。

10) なお、この法的構成が、吸収合併の場合における存続会社と消滅会社それぞれの反対株主の株式買取請求権と合併の効力発生日における関係と比してバランスを欠くことを示唆するものとして、山下編・前掲注7)111頁〔山下友信〕参照。

11) なお、法制審議会・前掲注1)第2部第3の2において、株式買取請求権における株式等の買取りの効力発生が定款変更等の効力発生日と改められたことを受けて、この改正後は両権利に基づく請求が併存しうる可能性を指摘するものとして、山下友信編『会社法コンメンタール3——株式(1)』201頁〔柳明昌〕(商事法務, 2013)参照。

申立権については「反対株主」という定義こそ用いないものの同一の内容を有する株主の属性について規定を置き（172条1項。以下では、便宜上この場合の株主も「反対株主」と表記することとする。）、ともにこの「反対株主」のみが権利を行使できるとする構成を採っている。そうすると、これらの権利の制度趣旨の関係をどのように理解するかが問題となる。この点、株式買取請求権は反対株主に取引所等を通じた売却機会に加えて追加的な保護を与えるものであるのに対し、取得価格決定申立権はそのような保護を与えるものではなく全部取得条項付種類株式を保有する株主を保護することにその主眼があることから、両制度の趣旨を別なものと理解し、取得価格決定申立権は反対株主のみに限るべきではないとする見解もある¹²⁾。確かに、全部取得条項付種類株式の場合には、株主総会で反対の議決権を行使するか否かにかかわらず株主はその地位を強制的に奪われてしまうのに対し、（少なくとも対価が株式である）その他の組織再編等においてはそのような状況にあるわけではないから、これらの2つの場合を制度的に分けて理解することには一定の合理性があるものと思われる¹³⁾。しかし、筆者としては、少数株主の締め出しの効果を有する場合を統一的に理解してその保護の制度を考えるべきであるという点においてはこの考え方に賛成するも、株主の地位からの締め出しの場合にそのことにもっとも利害関係を有するのはあくまでも当該締め出しの事実が明らかになった時点での株主であり、かつ株主によるチェック機能もそのもっとも利害関係を有する株主によって果たされればよいのではないかと考える。すなわち、対価が株式であるその他の組織再編等においては、組織再編等の結果生じる新たな経営体制に関与

する趣旨で、当該組織再編等の事実が明らかになった後に株主となった者によるチェック機能（それは当該組織再編等の後の新しい株式を保有するということによってなされるし、当該組織再編等の条件を改めて検証した結果、最終的には株式買取請求権の行使という形でなされることもありうるであろう。）が果たされるべきと考えることには十分に合理的な理由があると考えられる。その一方で、全部取得条項付種類株式における取得価格決定申立権については、結果として株主は締め出されてしまうのであるから、チェック機能は取得価格を争うという形でしか果たされない。とすれば、株主によるチェック機能は、その取得価格についてもっとも利害関係を有する当該締め出しの事実が明らかになった時点での株主にのみ認められれば十分であるものと考えられる。両制度を理解するにあたっては、あくまでもこのような視点からの検討が必須であるものとする。

Ⅲ. 反対株主の範囲

1 基準日との関係

旧商法時代においては、買取価格が「ナカリセバ価格」であったということもあり、基準日以後に株式を取得した株主は株式買取請求権を有しないものとする見解が多数説であったと思われる。しかし、その後の会社法の立法過程においては、特にこの点について改正を加えようという明確な議論があったことはうかがわれないものの¹⁴⁾、現時点では基準日後の株主にも株式買取請求権を認めようという考え方が有力となっているようである。その理由としては、①（前述の立法過程はともかく、）条文の文言としての「株主総

12) 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（上、下）」商事 1921 号 4 頁、1922 号 40 頁（2011）。

13) 弥永・前掲注 12)1921 号 4-6 頁参照。

14) 法務省民事局参事官室「会社法制の現代化に関する要綱草案補足説明」28-29 頁（2003 年 10 月）（<http://www.moj.go.jp/content/000071773.pdf>, 2013 年 7 月 23 日最終閲覧）参照。そこでは、議決権制限株式を有する株主に株式買取請求権を保障することについてのみ議論がなされている。実際に、旧商法時代においても、株式買取請求権を行使することができるのは株主総会において議決権を行使しうる株主に限られ、無議決権株式を有する株主は権利を行使することができないものと解されていた（上柳克郎ほか編集代表『新版注釈会社法（5） 株式会社の機関（1）』286-287 頁〔穴戸善一〕（有斐閣，1986））。

会において議決権を行使することができない株主」には、形式的に基準日後の株主も含まれると読めること、②基準日は最大で株主総会の3か月前に設定されることができると、基準日時点ではまだ株主総会においてどのような事項が決議されるかが明らかでない場合もあり、基準日後の株主にその後の株主総会においてどのようなことが決議されても保護を与えないというのは、いわば暗闇への跳躍を強いるものであるということ、③無議決権株式につき基準日後にも無条件で株式買取請求権を認められていることとの均衡¹⁵⁾、といった点が挙げられている。

なお、このような見解には根強い反対説もあり、その立場の論者は、上記の立法過程や、条文の文言については「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」を「株主総会において議決権を行使することができない『株式を保有する』株主」と読むことができるなどといった理由を挙げている¹⁶⁾。

個人的には、法律の解釈はまずは条文の文言を形式的にどのように読むことができるかという点から入るべきであり、さらに文言からだけではその意味するところが明確ではない場合においては（契約書の条文の解釈などと同様に）その条文の作成過程や立法当事者の意思を尊重して解釈すべきであると考えている。また、その解釈によって導かれるべき結論は実務的に妥当なものでなくてはならないとも考えている。よって、旧商法下の解釈とも合致し、基準日により形式的かつ画一的に反対株主の範囲を画することのできる否定説に立つことが合理的であるが、その一方で、会社法において新たに認められた全部取得条項付種類株式によるスクイーズアウトの場面では、当該株式の保有者は（基準日後の株主であっても）強制的に株主たる地位を奪われるのであるから、そのような株主を保護

すべき必要性があるとも考えられる。さらに、上記の肯定説の論拠のうち、②の基準日後の株主にいわば暗闇への跳躍を強いるものであるとの主張には一定の合理性があるようにも思われるので、以下ではまずは肯定説に立つことを前提として議論を進めたい。

2 公表時との関係

上記のように基準日後の株主に株式買取請求権を認めるとしても、一定の組織再編等が公表された後に株式を取得した、いわゆる公表後の株主にも権利の行使を認めるべきか否かは、別途問題となる。

(1) これまでの議論

基準日と同様に、この論点についてもこれまで様々な見解が出されているが、現時点では公表後の株主にも株式買取請求権を認めるという説が有力と思われる¹⁷⁾。旧商法時代においても、争いはあったが、肯定説が有力であったようである¹⁸⁾。ただし、この肯定説であっても、買取価格としての公正な価格が株主の取得価格を超えるべきではないという見解や、買取価格の算定において株式が組織再編等の公表後に取得されたことを考慮すべきという見解もあり、実際にこれに沿った下級審裁判例¹⁹⁾も見られるところである。しかしながら、これらの見解の基礎にあるのは、基本的にその後の組織再編等により交付される対価の価値が取得価格と同一かこれに近いものである場合には、取得価格以上の差額を取得する目的での投機的行動は認めるべきではないという価値判断のように思われ、また後述するように、実務上は組織再編等の公表後すぐに株価が組織再編等の対価の価値に近いところまで上昇するのが一般的であるから、そのような考え方を採るのであれば、むしろ端的に公表後の株主には権利を認めな

15) 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1867号4頁、7-8頁（2009）。

16) 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—株主の範囲と株式の取得時期」ビジネス法務2009年1月号58頁、60-62頁（2009）、藤原総一郎ほか『株式買取請求の法務と税務』14-16頁（中央経済社、2011）など。

17) 神田・前掲注3)7-8頁、藤田・前掲注5)295頁など。

18) 上柳ほか編代・前掲注14)287頁〔穴戸善一〕。

19) 東京地決昭和58年10月11日下民集34巻9-12号968頁、ダイワボウ情報システム事件・大阪地決平成22年3月30日資料版商事法務314号31頁など。

いという考え方の方が落ち着きが良いように思われる。

この問題意識については、サンスター事件大阪高裁決定²⁰⁾が、「公開買付けにおいて公表された株式の買取価格が、取得日の公正な価格を下回るという予想のもとに、その差額を取得するために当該株式の買取価格の増額を要求することも、株式取引の手法として不当とはいえない」と判断し、最高裁が特別抗告を棄却したため、現時点ではこの決定を基準に実務は対応を検討しなければならないことになる。しかし、II 2 で述べた全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立権の趣旨からすれば、このような差額を取得することが保護に値するとは到底思われぬ²¹⁾。前述したとおり（かつ実際にこの事件でもそうであったようであるが）、全部取得条項付種類株式によるスクイズアウトの場合には公開買付けが先行することが一般であり、その公開買付けが公表された直後に株価は公開買付け価格に限りなく近づくため、その価格付近で株式を取得した公表後の株主は、リスクフリーで公開買付け価格と（この株主が主張するところの）公正な価格との差額の取得を追求できることとなり、株主に対して過度な保護となりうる。

また、すでに指摘されているところではあるが²²⁾、基準日と公表日との時間的関係の問題もある。つまり、実際の組織再編等は①公表日→基準日→株主総会→効力発生日という順で進行する場合と、②基準日→公表日→株主総会→効力発生日の順で進行する場合との2つのパターンがありうる。ちなみに、例えば基準日後の株主には株式買取請求権を認めないにもかかわらず公表後の株主には権利行使を認める旧商法下の通説的な見解は、この論点については、理論的には①のパターンのみを前提として議論をしていたものと考えられるが、②のパターンの場合には基準日後

であるからという理由だけで株式買取請求権を認めないという考え方をこの立場が採るのであれば、会社法においては基準日後の株主においても権利を認めることを前提に、公表日後の株主に権利を認めることの理由付けとして旧商法下での理由付けをそのまま用いるのは、首尾一貫していないようにも思われる。

以上から、やはり筆者としては、公表後の株主には株式買取請求権を認めるべきではないという考え方を支持したい。また、上記の②基準日→公表日→株主総会→効力発生日のパターンにおける基準日「後」公表日「前」の株主に対しては、前述した基準日後の株主にいわば暗闇への跳躍を強いるものであるとの主張には一定の合理性があると考えられるため、株式買取請求権を認めてもよいものと考ええる。

(2) 会社法改正に関する法制審議会の議論の状況

なお、この論点については、前述のとおり、「会社法制の見直しに関する要綱」²³⁾では、公表後の株主に株式買取請求権を認めるかどうかについての対応はなされず、とりあえずは現時点の議論の状況がそのまま維持されることとなったものと考えられる。具体的には、法制審議会においては、組織再編の条件を知らずして株式を取得した者を株式買取請求権により保護する必要はないのではないかと、投機的な株式取得も生じかねないのではないかという問題関心に対し、このような考え方に与する意見もあった。しかし、適正価格ではない条件で組織再編が行われようとしているときに、反対票を固めるために株式を購入して株主総会で反対し、株式買取請求権を行使するというようなことは不当ではない等の反対論もあり、またパブリックコメントにおいても賛否両論があり、かつ株式買取請求に係る株式等に係る価格決定前の支払制度

20) 大阪高決平成21年9月1日金判1326号20頁。

21) 同旨の見解として、十市崇「判批(下)」商事1881号12頁、18頁(2009)〔別冊商事法務編集部編『MBOに係る株式取得価格決定申立事件の検討』別冊商事法務346号119頁(2010)所収〕など。なお、反対の見解として、弥永・前掲注12)1922号42頁など。

22) 十市崇＝館大輔「反対株主による株式買取請求権(上)」商事1898号89頁、92-95頁(2010)。

23) 法制審議会・前掲注1)。

の新設など一定の手当てを行うことにより濫用的な株式買取請求権の行使は相当程度防ぐことができると考えられるため、見直しを行わないものとした、と説明されている²⁴⁾。よって、法改正によって公表後の株主に対して株式買取請求権の行使を認めないという対応がなされる可能性は、とりあえずなくなったものと思われる。

確かに、この論点については賛否両論あり、またどちらの対応を採るべきかは一種の立法政策の問題でもあるため、決して簡単な問題ではないであろう。そこで、それぞれの立場が主張している理由について、少し具体的に検討してみることにする。まず、公表後の株主にも株式買取請求権を認めてよいという立場は、濫用的な株式買取請求権の行使の基本的な問題は、税制上の優遇と価格に対する年6分の商事法定利率を得ることができるという点にあり、このような濫用的な権利行使の態様に対しては、税制改正と仮払いによる利息の発生を認めれば問題は解決する、そして、独立当事者間の組織再編においては実際の買取価格が原則として公正な買取価格であると判断するという判例法理は急速に固まりつつあり、これを争うには反対株主が必要な事実を主張立証しなければならないから実際の弊害は少ない、としている²⁵⁾。しかし、反対票を固めるために株式を購入して株主総会で反対し、株式買取請求権を行使するというようなことは不当ではないという見解に対しては、そうであれば反対株主の範囲は端的に(旧商法におけるのと同様に)株主総会で議決権を行使することができるかどうかという点のみで決すべきであり、この場面でだけ議決権行使による株主のチェック機能を強調するのは、現行法の条文や体系とそ

ぐわないという反論が考えられるように思われる。また、税制上の優遇と利息狙いのどちらのケースにおいても、その手当ての有無とは関係なく、公表後の濫用的反対株主が特段のリスクなく提訴できるという事実には変わりがなく、そのような場合に対象会社が過度に応訴の負担を強いられるという側面を軽視すべきではない。すなわち、権利行使要件を明らかに満たしていないような場合を除けば、株式買取請求や取得価格決定申立権の行使を受けた対象会社は裁判においてそれ相応の対応を要求されることとなる。そのほとんどの場合において、当然ながら「公正な価格」とは何かということが争点となるため、上記のように基本的には反対株主に必要な事実の主張立証責任があるとしても、まずはその前提として、対象会社もその価格を決定した基礎となる事業計画や第三者算定機関による株式価値算定書などの情報の提供を求められるのが通常である。しかしながら、このような情報には極めて秘匿性の高い内容が含まれていることが多く、これらの情報を公表後の反対株主に開示することは、対象会社としては非常に抵抗があることが多いように思われる²⁶⁾。また、外部の第三者算定機関に株価算定を委託した場合の算定書についても、第三者算定機関の内部的な運用ルールとしてその内容を外部に提出することができる場合は裁判所などの公的な機関に提出する必要があるような場合に限られていることが一般であり、このような反対株主に対して算定書を開示することに対して第三者算定機関の了承を得ることが困難な場合も少なくない。さらには、昨今は裁判関係書類やその証拠などもインターネット上で簡単に開示できてしまうところ、もしこの反対株主の属性からこの

24) 岩原紳作「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説(5)」商事1979号4頁,8頁(2012)〔別冊商事法務編集部編『会社法制の見直しに関する要綱の概要』別冊商事法務372号43頁(2012)所収〕。

25) 法制審議会会社法部会「法制審議会会社法部会第7回会議事録」39頁〔田中亘発言〕(2010年11月24日)(<http://www.moj.go.jp/content/000060893.pdf>, 2013年7月23日最終閲覧)。

26) 対象会社も第三者算定機関も、裁判所のみ情報を提供することに抵抗がある場合は少ないと思われるが、公正な価格の判断には裁判所の広範な裁量が認められているとはいえ、裁判手続としては、証拠は全当事者に開示されるべきことが当然の原則である。そして(公表前後を問わず)株式買取請求権を行使する反対株主は、あえて権利を行使してきている以上、自ら収集した情報に基づいてその主張に合理性があると考えていることがほとんどであろうが、そのような場合であっても対象会社からの情報の提出が全く必要ないという場合は考えにくい。

ような行為が行なわれる蓋然性が高いと考えられる場合には、当該反対株主と秘密保持契約などの合意を締結することが必要となってくる。しかし、例えば契約上の義務に違反した場合の制裁をどうするかなどの点で合意に至ることが非常に困難な場面も容易に想定される。さらには、平成25年1月1日から施行された改正後の非訟事件手続法では会社非訟事件にも文書提出命令の適用があることが明確になったため、これらの文書の提出義務を巡っての争いが増えることも容易に想像される。

また、法制審議会においては、(反対株主による取得が公表の前後であるかが明確ではない場合に)株式買取請求権の存否について争いが増えることが懸念として挙げられたようであるが、これは公正な価格の判断と比較すれば極めて純粋な法律解釈の問題であって、むしろ法律解釈を旨とする裁判所の専門領域といえるし、かつ後述するような金融商品取引法上の公表の概念を援用する考え方を採用することにより公表後か否かの判断もそれほど困難であるとは思われないため、少なくとも現在の状況よりは実務上の負担が軽減するものと考えられる。

(3) 株主総会決議後の株主

なお、この点に関連して株主総会決議後の株主をどのように取り扱うかも論点となりうるが、これについては株主総会決議後の株主は株式買取請求権を有しないという結論で、判例上も学説上も異論がないように思われる。しかし、この考え方は結論としては妥当であるとしても、会社法の条文から明確に読み取れる解釈ではないため、反対株主の範囲は、結局はどのような株主に権利の行使を認めるべきなのかという立法政策的な実質的考慮から導かれるべきものということもできる²⁷⁾。とすれば、結局のところ、反対株主の範囲を合理的に確定するためには、これまで述べてきたところを踏まえた実質的な観点からの検討が必要となるものと思われ、またそのような観点からの検討も許容されているものと考えられる。

IV. 立法案を含む若干の試論

1 反対株主の範囲についての実質的観点からの考察

以上を纏めると、反対株主の範囲について検討するにあたっては、以下のような視点からの検討が有用なものと思われる。

- ① 株式買取請求権と取得価格決定申立権を異なる趣旨に基づく制度と位置付けるか否か
- ② 株主が金銭等の交付によりその地位を奪われてしまうか、それとも他の株式を交付されることにより株主の地位を維持することができるか
- ③ 株式買取請求権と取得価格決定申立権にどの程度の株主によるチェック機能を期待するのか、そしてそれはどの株主に認めるべきなのか

①については、すでに述べたとおり、基本的に両制度は制度趣旨として共通する点があるものの、全部取得条項付種類株式における取得価格決定申立権については、当該締め出しの事実が明らかになった時点での株主によるチェックが認められれば十分である。そうすると、この場合の考え方は全部取得条項付種類株式における取得価格決定申立権のみならず、対価が金銭等による場合の組織再編等においても妥当するものと考えられるので、結局のところ、株主のチェック機能はこのように株主が金銭等の交付によりその地位を奪われてしまう場合に、特に保障されるべきであるということになるものと思われる。そして、このように、あくまでも締め出される場合の対価が妥当か否かをチェックするという機能を重視した場合には、保護されるべき株主はそのような締め出しの事実が明らかになった時にその地位を奪われるおそれのある株主、すなわち公表時における株主であるべきということになる。

27) 同様の指摘として、郡谷・前掲注16)61-62頁。

2 公表時をどのように考えるか

(1) 公表時の判断基準

そうすると次に問題となるのは、いつをもって公表があったと考えるか、である。この点については単に組織再編等があることが公表されるだけでは足りず、当該組織再編等の条件などの詳細が開示されることが必要であるとする見解が有力であると思われるが²⁸⁾、基本的にこの考え方に沿って判断するということが問題はないものとする。一般的には、このような条件などの詳細が開示されるのは、原則として対象会社による金融商品取引所の規則に基づく適時開示時点であると思われるものの、会社法の枠組みの中で直接それを取り込むことは難しいようにも感じられる。よって、筆者としては、金融商品取引法上の内部者取引規制の解除要件である「公表」の概念を参考とするという考え方を提案したい。なぜなら、内部者取引規制の趣旨は特定の重要事実について知悉している内部者が、公表前にその重要事実の内容が反映されない株価に基づいて取引を行うことを禁止する点にあり²⁹⁾、解除要件としての「公表」があれば、すでに法的にはこの重要事実が株価に反映されている状態であるとも考えることもできる。そうであれば対象会社の株主がスクイーズアウトされるという事実がすでに株価に織り込まれた段階の後で株式を取得した場合には権利行使を認めるべきではないという考え方に立った場合に、事実が株価に織り込まれた段階を判定する基準として、この「公表」という重要事実が株価に反映された時点の考え方を援用できるともいえるからである。

ここで、「公表」とは、重要事実について、上場会社等又はその子会社により多数の者の知り得る状態に置く措置として政令で定める措置がとられたこと、又は上場会社等若しくはその子会社が提出した有価証券届出書、有価証券報告書その他金融商品取引法 25 条 1

項に規定する開示書類に記載され、これが公衆縦覧に供されたことを意味するとされており（金融商品取引法 166 条 4 項）、上記の政令で定める措置としては、「上場会社等がその発行する有価証券を上場する各金融商品取引所の規則で定めるところにより、重要事実を当該金融商品取引所に通知し、これが当該金融商品取引所において電磁的方法により日本語で公衆の縦覧に供されたこと」（金融商品取引法施行令 30 条 1 項 2 号、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令 56 条）が認められているから、いわゆる組織再編等の条件などの詳細についての適時開示があった時をもって、「公表」があったものと考えることができる。

(2) 二段階買収における公表時の考え方

そうすると次に問題となるのは、全部取得条項付種類株式によるスクイーズアウトの場合の公表をいつの時点と捉えるのかである。すなわち、公開買付けが先行するいわゆる二段階買収の場合には、最初の公開買付開始のプレスリリースの時点ではあくまで公開買付けの条件が開示されるに過ぎず、対象会社としてはその公開買付けに賛同意見を表明し、公開買付けの成立を条件としてスクイーズアウトの手続を実行する予定であることを公表したに過ぎず、先に述べた全部取得条項付種類株式の取得の条件の詳細までが公表されたらまでは評価できないと考える余地もありうるからである。

この点、対象会社の賛同意見表明プレスリリースにおいては、一般に「具体的には、本公開買付けが成立した後、公開買付者は、平成●年●月下旬を目途に本完全子会社化手続を完了させるよう、①当社において普通株式とは別の種類の株式を発行することができる旨の定款の一部変更を行うことにより、当社を会社法（平成 17 年法律第 86 号。その後の改正を含みます。以下「会社法」といいます。）に規定する種類株式発行会社とすること、②当社の発行する全ての普通株式に全部取得条項（会社法第 108 条第 1 項第 7 号に規

28) 十市＝館・前掲注 22)98-99 頁注 15 参照。

29) 長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス 金融商品取引法』903 頁、905 頁（商事法務、2009）。

定する事項についての定めをいいます。以下同じです。)を付すことを内容とする定款の一部変更を行うこと及び③当社が全部取得条項の付された当社普通株式の全部(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)を取得し、当該取得と引き換えに普通株式とは別個の種類の当社の株式を交付すること、並びに上記①ないし③を付議議案に含む臨時株主総会を開催し、上記①ないし③を上程すること及び上記②の定款一部変更を付議議案に含む当社の普通株主による種類株主総会を開催し、上記②を上程することを当社に対して要請する予定です。なお、公開買付者は、上記の臨時株主総会及び種類株主総会において上記各議案に賛成する予定です。上記各手続が実行された場合には、当社の発行する全ての普通株式に全部取得条項が付された上で、その全て(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)が当社に取得されることとなり、当社の株主(ただし、当社を除きます。)には当該取得の対価として当社の別個の種類株式が交付されることとなりますが、当社の株主のうち交付されるべき当該別個の種類株式の数が1株に満たない端数となる株主に対しては、会社法第234条その他の関係法令の定める手続に従い、当該端数の合計数(合計した数に端数がある場合には当該端数は切り捨てられます。)に相当する当該別個の種類株式を売却することなどによって得られる金銭が交付されることとなります。なお、当該端数の合計数に相当する当該別個の種類株式の売却価格については、当該売却の結果、各株主に交付されることになる金銭の額が、本公開買付価格に当該各株主が所有していた当社普通株式の数を乗じた価格と同一となるよう算定される予定です。また、全部取得条項が付された当社普通株式の取得の対価として交付する当社の株式の種類及び数は、本日現在未定ですが、公開買付者は当社に対し、公開買付者が当社の発行済株式(ただし、当社が所有する自己株式を除きます。)の全てを所有することとなるよう、本公開買付けに応募されなかった当社の各株主に対し交付しなけ

ればならない当社の株式の数が1株に満たない端数となるよう要請する予定です。」(下線部は筆者による)といったような記載がなされることが多く、確かにこの内容だけからでは、まだ対象会社として全部取得条項付種類株式の発行のための定款変更とその取得条項に基づく株式の取得が実行されるか否かはまだ確定的ではなく、かつ全部取得条項付株式の取得の条件等の詳細也未定のようにも思われる。

しかし、内部者取引規制において重要事実の決定があったか否かは実質的に考えられており、いわゆる村上ファンド事件最高裁決定³⁰⁾は、「公開買付け等の実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず、一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されないために、……『公開買付け等を行うことについての決定』というべき実質を有しない場合があり得るのは別として、上記『決定』をしたというためには、……[会社の業務執行を決定する]機関において、公開買付け等の実現を意図して、公開買付け等又はそれに向けた作業等を会社の業務として行う旨の決定がされれば足り、公開買付け等の実現可能性があることが具体的に認められることは要しない」(亀甲括弧内は筆者による)として、極めて早い段階での重要事実の決定を認定している。

そして本件のようないわゆる二段階買収の場合には前置される公開買付けが成立すればほぼ間違いなくその後の全部取得条項付種類株式を用いた完全子会社化への手続が進行するのであり、「実現可能性が全くあるいはほとんど存在せず」ということはできない上に、上記のプレスリリースの下線部で示したように通常は公開買付価格と同一の価格によって全部取得条項付種類株式による取得が行われるのが一般であり、またこれを期待してプレスリリース後すぐに市場株価が公開買付価格と同額近くまで上昇するのが一般的であるので、この開示をもって「一般の投資者の投資判断に影響を及ぼすことが想定されない」ということもできないものと考えられ

30) 最決平成23年6月6日刑集65巻4号385頁。

る。

よって、いわゆる二段階買収の場合には、前置される公開買付けの開始に対して対象会社が賛同意見表明をした時点をもって、発行のため定款変更とその取得条項に基づく株式の取得が実行されること、及びその全部取得条項付株式の取得の条件等の詳細について重要事実の決定がなされ、かつそれについての公表があったものと考えてよいものと思われる³¹⁾。なお、極めて例外的なケースとして、当初の公開買付けが成立したにもかかわらずその後のスクイーズアウトが予定通り実施されない場合や、その後のスクイーズアウトの条件が当初の公開買付けにおいて開示されていたものと異なる場合の処理についても問題となりうる。しかしながら、前者はそもそも反対株主による権利の行使ができない場合であるので（そのように態度を翻す会社に対する市場での評価云々はともかく）法的な問題は少ない上に、後者は当初の公開買付けにおいてその後の全部取得条項付種類株式による取得に関する条件が決定されかつ「公表」がなされたわけではないと考えてよいと思われるため、弊害は少ないものとする。

V. 最後に

以上、反対株主の範囲について、いわゆる典型的な組織再編等の場合とスクイーズアウトの場合、そして株主に交付される対価が株式である場合と現金である場合とに分けて、それぞれの制度趣旨から異なる取扱いをする余地がないかという視点に立ち、若干の試論を述べた。急激かつ劇的な改正を経た会社法

においては、解釈や実務上の取扱いが不明確な点が多く発生することはやむを得ない。むしろ重要なのは、具体的な問題点や不都合が生じた場合には、実務上の要請も踏まえた上での合理的な解釈論の確立や、場合によっては法改正などの方法で迅速かつ柔軟な対応を行うことであろう。本稿では詳細について触れることができなかったが、「会社法制の見直しに関する要綱」³²⁾においては、いわゆる特別支配株主の株式等売渡請求も導入されており、これらの制度と併せてスクイーズアウトの実務が今後より洗練されてくることを大いに期待したい。

(まつもと・たく)

31) なお、テコム事件・最終平成24年2月29日民集66巻3号1784頁においても公表時がいつかが問題となったが、上記の基準を当てはめた場合であっても、公表時は単に経営統合の検討が開始されたことが公表された平成20年9月4日ではなく、株式移転計画などの詳細が公表された平成20年11月18日ということになるものと考えられる。そうすると、私見であっても、この事件で問題となったエフィッシモによる株式の買い占めのうち、平成20年9月4日以降平成20年11月18日以前に買い占めた部分についてもその後の株式買取請求権は認められることになるが、エフィッシモには株式移転後の株式を保有して新体制下における経営に口出しするという選択肢も認められる以上、買い占めそのものが濫用的な株式買取請求権の行使を目的とするものと断定するのは困難であり、このような結論もやむを得ないものと思われる（ただし、買い占めを行なった者の属性により、事案によって個別の事例的な判断がありうることは筆者も否定しない）。なお、この事案の詳細とその評釈については、太田洋「判批（上、下）」商事1906号53頁、1908号47頁（2010）及び石綿学「判批（上、下）」商事1967号12頁、1968号13頁（2012）参照。

32) 法制審議会・前掲注1)。