

全株式譲渡制限会社における株式等売渡請求制度の問題点

前 田 修 志

一 はじめに

平成二六年の会社法改正（以下、「平成二六年改正」とする）において、新たに特別支配株主による株式等売渡請求の制度が導入された。この制度は対象会社の九〇％以上の議決権を超える株式を有する特別支配株主が、対象会社による承認を条件として、他の株主に対して株式の売渡を請求することができるものである^①。いわゆる「キャッシュ・アウト（現金による少数株主の締出し）」のために用いられる。

もともと平成二六年改正前より、現金を対価とする株式交換、株式の併合、全部取得条項付種類株式の取得、といった方法によるキャッシュ・アウトは可能であり、実務では利用されていた^②。ただしこれらは、略式株式交換（会社法七八四条一項。以下、会社法の条文については単に条文のみを示す）の要件を満たす場合を除き、株主総会の特別決議が必要となる。そのため、上場会社などがいわゆる「二段階買取」を行うにあたり、これらの方法を用いると全ての手続が終えるまでの期間が長期化するという問題があり、迅速にキャッシュ・アウトを実現できるときの制度の導入に対する要望が強かった^③。株式等売渡請求の制度はこうした要望を受け、対象会社の株主

総会の決議を経ずに、キャッシュ・アウトを実現しうる制度となっている。

ところでこの株式等売渡請求の制度の立法化にあたっては、本制度の対象会社に公開会社でない株式会社（発行者の株式の全てに譲渡制限が付されている会社。以下「全株式譲渡制限会社」とする）を含めるか否かについて、法制審議会会社法部会での議論が分かれており、全株式譲渡制限会社での利用に否定的な見解も有力に主張されていた。^③しかし結果的に平成二六年改正では、株式等売渡請求の制度を利用できる会社の範囲を上場会社や公開会社といった形で限定されなかった。そのため、全株式譲渡制限会社でも特別支配株主による株式等売渡請求を用いてキャッシュ・アウトを行うことができることになる。

このように株式等売渡請求の制度は、全ての株式会社適用される制度として導入された。しかし、同制度の制度設計の基礎には、主に上場会社における利用を想定した議論が中心であったように思われる。そのため実際に全株式譲渡制限会社で特別支配株主が株式等売渡請求を行った場合、売渡株主（一七九条の二第一項二号）に対する不利益が生じないかどうか、など検討すべき問題があるのではないかとの疑問が生じる。そこで、本稿では全株式譲渡制限会社における株式等売渡請求制度の適用にあたり、どのような問題点があるのかを概括的に論じたいと思う。^{④⑤}

二 株式等売渡請求制度の基本構造

株式等売渡請求をするには、特別支配株主は売渡株主に対して交付する対価の額など所定の事項を対象会社に対して通知し、その承認を得る必要がある（一七九条の二、一七九条の三）。取締役会設置会社の場合、この承認には取締役会決議を要するものとされる（一七九条の三第三項^⑥）。対象会社がこれを承認し、売渡株主に対する通

知・公告を行うことにより、特別支配株主から売渡株主に対する株式等売渡請求がなされたものとみなされ（一七九条の四）、取得日において売渡株式の全てについて取得の効力が生じる（一七九条の九第一項）。このように、特別支配株主が株式等売渡請求を行うことにより、売渡株主の個別の同意や株主総会決議を要することなく、全ての売渡株主（少数株主）から強制的に株式を取得することができる。

この特別支配株主による株式等売渡請求による取得は、特別支配株主と売渡株主との間に売買取引と同様の法律関係を生じさせることになる。⁷⁾しかし、特別支配株主と売渡株主の間に、取得条件に関する直接の交渉の機会⁷⁾は用意されず、対象会社を通じて手続が進行する。さらに、売渡株主は売渡請求を拒否することができないため、その意思に関わらず取得の効力が生じる。そこで株式等売渡請求の制度においては、「縮出し」を受け、⁸⁾る売渡株主の利益を保護する必要がある。

一般に、キャッシュ・アウトでは、強制的に株式を奪われる株主に「公正な対価」が交付されることが重要となる。株式等売渡請求の制度でも同様であり、売渡株主が有する株式の公正な価値が補償されることが制度の合理性を支える基盤であるとの指摘もある。⁸⁾しかし、キャッシュ・アウトにおいては、会社ないしは多数株主から提示される取得条件が、必ずしも少数株主にとって満足のいく内容であるとは限らない。こうしたことは、全部取得条項付種類株式の取得によるキャッシュ・アウトにおいて、価格決定申立権（一七二条）の行使例が少なくないことにも表れている。⁹⁾このような見地から株式等売渡請求の制度でも、売渡株主に対する「対価の公正性」を確保するための配慮が求められることになる。

こうした点から株式等売渡請求制度においても、全部取得条項付種類株式の取得の場合と同様、売渡株主に価格決定申立権が認められた（一七九条の八）¹⁰⁾。これにより、特別支配株主が定めた取得対価の内容に不満を有する

売渡株主は、裁判所に申し立てることにより、「公正な対価」¹¹⁾での取得を求めることができることになる。

また、対象会社の財産の状況等に照らして対価の額等が「著しく不当」である場合、これにより不利益を受けおそれがある売渡株主は、株式等売渡請求の差止を請求することができる（一七九条の七第一項三号）。これは略式組織再編に対する差止請求権（平成二六年改正前七八四条一項二号、同七九六条一項二号）¹²⁾にならつたものとき¹³⁾れる。

一方、このような「対価の著しい不当」が売渡株式等の取得の無効の訴え（八四六条の二）の無効事由にあたるか否かについては解釈に委ねられる。合併については、「対価の著しい不当」は合併無効事由に該当しないと解する裁判例¹⁴⁾があり、学説にもこれを支持する見解がある¹⁵⁾。ただし、このような見解でも「対価の著しい不当」は株主総会決議の取消事由（八三一条一項三号）にあたる¹⁶⁾として、これをもって合併の無効事由にあたる¹⁷⁾とする見解が有力である。株式等売渡請求に関しては、株主総会決議の取消という手段がとれないこと、仮処分によつて判断される差止請求では実質的な判断が難しいと考えられること¹⁷⁾、取得の効力が生じても新たに法律関係が積み重なるという面は組織再編行為よりも弱いことから無効原因を広めに考えても良いと考えられること¹⁸⁾、などに照らすと、「対価の著しい不当」は無効事由となるものと解される¹⁹⁾。このように、売渡株主に対する対価の公正を欠く場合には、差止や無効という形で争う手段も認められている。

一方、「対価の公正性」を確保するための制度としては、対象会社による承認手続（一七九条の三）も重要な役割を果たす。この点に関し、取締役は当該キャッシュ・アウトが会社の利益にかなうかどうかの観点から承認の可否を判断するだけでなく、公正な対価が売渡株主に交付されるかどうかの観点²⁰⁾からも判断することを義務づけられる²¹⁾。つまり、対象会社の取締役は「売渡株主の利益に配慮し、キャッシュ・アウトの条件が適正なものとい

えるかどうかを検討」する職責を負うことになる⁽²²⁾。取締役がこのような義務に違反し、売渡株主に損害が生じた場合には、取締役は売渡株主に対する損害賠償責任（四二九条）を負うと解されるから、この承認の手続も、売渡株主に対する対価が公正であることを確保するための重要な手続となる。

このように、株式等売渡請求の制度においては、売渡株主に対する「対価の公正性」が確保されるような制度設計がされている。これは少数株主（売渡株主）の同意なき「縮出し」を正当化するには、これらの株主の経済的利益を補償することが必要かつ最低の条件であるとの発想があることをうかがわせる。

三 全株式譲渡制限会社における「対価の公正性」確保とその限界

(1) 前述のように、株式等売渡請求にあたっては、「対価の公正性」が確保されていることが、株主の「縮出し」を正当化しうるために不可欠であると考えられる。ではこれらの制度が実質的な意味でも売渡株主に対する保護として足りているだろうか。その検討において重要となるのが、対価となる売渡株式の「公正な価格」である⁽²³⁾。

これまでのキャッシュ・アウトの例における考え方を敷衍すれば、売渡株式の「公正な価格」は、①売渡請求時点における売渡株式の客観的価格に、②キャッシュ・アウトによって生じるプレミアのうち売渡株主に帰属させるべき価値を付与した価格ということになる⁽²⁵⁾。上場会社の場合、通常①については市場価格を基礎として算定される。なぜなら市場の株価は、客観的な市場参加者が構成する市場において、その競争原理の下で形成されるものであり、そこで形成された市場価格は、一応の合理性を有していると考えられるからである⁽²⁶⁾。このことから売渡株主は市場価格を基礎として、売渡株式に対する対価が公正であるかどうかを判断することが可能となる。さらに「二段階買取」の一環として行われる株式等売渡請求であれば、買取者による公開買付価格は上記②の要

素を勘案して設定されていると考えられるので、これに対する市場の対応も「対価の公正性」の指標となる。そしてこうした市場からの評価があることは、株式等売渡請求の承認にあたる取締役に対しても、「対価の公正性」に対する配慮義務を尽くさせることにつながる。

では公正な株式価値の評価に関し、こうした市場によるチェックが働かない全株式譲渡制限会社においてはどうかだろうか。

市場性がない全株式譲渡制限会社の株式は、まずその公正な価値（前述①に相当）を評価しなければならない。具体的な評価方法としては、純資産価値法、配当還元法、DCF法などがあるが、これらは会社の（純）資産の状況や将来の収益や配当（これらの予測値）などに基づき、株式の現在価値を算出する方法である。そしてこれらの評価方法はそれぞれに合理的根拠があるが、他方でいずれかの評価方法が「絶対的な解」をもたらすものはない。⁽²⁷⁾ 会社法においては、株式買取請求権の買取価格や譲渡制限株式の譲渡価格の算定など、株式の公正な価値が問題となる場面は少なくないが、これらが争われた裁判例も、一つないしは複数の評価方法の結果を加重平均するなどして、当該事案との関係で結論を導いている。⁽²⁸⁾ これは各評価方法に合理的な根拠があることを意味するが、同時に全株式譲渡制限会社の株式の評価について、「市場価格」のようなわかりやすい指標がないことを表すものといえよう。

また前述のような株式評価の方法によって株式の価値を算出するには一定の専門的知識を要する。しかし株主が必ずしもそのような知識を有しているとは限らない。そのため、全株式譲渡制限会社においては、市場価格のような、株主にとって「対価の公正性」を図るために容易に捕捉可能な客観的指標がない状態で、株主の側で自己の利益（公正な対価）を確保する手段を講じなければならないことになる。そこで売渡株主が保有株式の公正

な価値を知るためには、自らの負担によって、専門家に評価を依頼するなどの対応を求められることになる。

もつとも売渡株式の公正な価値に関しては、対象会社が特別支配株主が定めた取得条件を承認するにあたり、対象会社の取締役（会）が「対価の公正性」を審査するし、さらにその判断に関わる情報も開示されるので（一七九条の五、会社法施行規則三三三条の七第一号）、これらの情報により売渡株主が価格決定申立権を行使するか否かの判断ができると考えることもできる。しかし全株式譲渡制限会社において、特別支配株主の要件を満たす株主は、その会社の取締役など経営陣に対して強い影響力を有していることは容易に想像できる。²⁹⁾ このような状況下では、特別支配株主を背景とする取締役（会）と売渡株主の間に利益相反性が認められる。そこでは取締役（会）による承認に際し要求される、「売渡株主の利益に配慮する義務」が十分に尽くされることを必ずしも期待しがたい。その場合、特別支配株主の要件を満たす者を議決から排除しても（三六九条二項）、他の取締役が実質的に特別支配株主の影響下にあれば、事実上、承認にあたり公正な判断を期待できない。特にそのキャッシュ・アウトがもたらすプレミアを少数株主に適正配分する（前述②の部分）という配慮が真摯に尽くされるかは疑問である。

また株式の公正な価値の算定にあたっては、適正な財務情報が用いられることが前提となる。しかし前述のような取締役（会）に対する特別支配株主の影響力が強い会社においては、法の要請により作成・開示される財務情報の信頼性自体も担保されるわけではない。また、一部の取締役や主要株主への「情報の偏在」が生じている懸念もある。³⁰⁾ こうした点からも、全株式譲渡制限会社においては取締役（会）による「対価の公正性」に対する審査が十分に機能しないのではないかと懸念が生じるのである。

- (2) このように考えると、「公正な対価」の算定が困難である全株式譲渡制限会社においては、まず売渡株主

に対して、売渡株式の公正な価値を把握できるようにする制度設計が肝要となる。そうでなければ取得価格が自分にとって満足のいくものかどうかの判断ができない。そして株式の価値を把握するためにはその評価が求められるところ、その評価に要する時間的・金銭的負担を売渡株主の側が負うことになるのは、特別支配株主の負担との間の均衡を欠く。評価に必要な情報確保の容易さも含め、広範な開示を前提とする上場会社における状況とは大きく異なるからである。この点の判断に時間を要することになると、取得日の前日までに行使することを要する価格決定申立権や差止請求権がどこまで実効性を有するかは明らかではない。

筆者としては全株式譲渡制限会社で株式等売渡請求がなされた場合、こうした前提が充たされない可能性があるとの懸念を抱いている。その場合、売渡株主の実質的保護に欠けることになる。もつとも全株式譲渡制限会社においても、株式等売渡請求の制度のようなキャッシュ・アウト制度を適用する必要性が認められるのであれば、現行制度のような売渡株主保護のあり方でも致し方ないと割り切れることもできるかもしれない。

ではそのような必要性はどこまで認められるだろうか。結論から言えば、全株式譲渡制限会社に対して、本制度の適用を認めることの積極的な理由があるのかは判然としない⁽³¹⁾。この疑問に対する一つの答えとして、企業グループ内の子会社が全株式譲渡制限会社になっている場合において、グループ外の少数株主が含まれているとき、株式等売渡請求の制度の有用性が指摘されている⁽³²⁾。しかし企業グループにおける子会社における支配株主（親会社）と少数株主との関係は、小規模な全株式譲渡制限会社における利害とはまた違った状況にある。そうだとすると上記のようなケースをもって、一律に全株式譲渡制限会社において株式等売渡請求を認める必要性があるとするのは難しいように思われる⁽³³⁾⁽³⁴⁾。

会社法では全株式譲渡制限会社の特性に鑑み、公開会社とは異なる規制が用意されている場面も多い。特に小

規模な全株式譲渡制限会社では、基本的に株主構成が変動することが少なく、かつ株主間の人的関係が密である点で、株主の流動性を有する株式会社とは異なる利害状況にあると考えられるからである。例えば新株発行規制のように、全株式譲渡制限会社の株主の支配的利益を保護するものもある。³⁵⁾ また全株式譲渡制限会社では、持株比率が低い株主でも経営に直接関与するケースがみられる。³⁶⁾ そのような会社では、持株比率の多寡にかかわらず、株主であることそのものに価値があることになる。³⁷⁾

このような点からすると、全株式譲渡制限会社においては、その地位を喪失することとなる株主の利益を経済的価値に収斂することは難しい。全株式譲渡制限会社であっても企業グループに属する子会社であれば、グループ外の少数株主が前述の意味における支配的利益を求めていないということも言えよう。しかしそのような理解を出発点とすることは、会社法における譲渡制限株式を有する株主保護のあり方からすると必ずしも整合的ではない。その点で少数株主に対する「縮出し」も「公正な対価」を交付する限り許されるとする割り切りを、全株式譲渡制限会社において一様に貫けるかという点には疑問も残る。

したがって筆者としては全株式譲渡制限会社に対する株式等売渡請求制度の適用については、より慎重に検討される必要があったのではないかと考える。そして、全株式譲渡制限会社における「対価の公正性」をめぐる前述のような筆者の疑問からすれば、「対価の公正性」を「縮出し」の正当性根拠の核とするキャッシュ・アウトは、原則として全株式譲渡制限会社には適用しないとすることが整合的となる。³⁹⁾

四 全株式譲渡制限会社における株式等売渡請求制度のあり方

- (1) 前述のように筆者としては株式等売渡請求制度を全株式譲渡制限会社に認めることには懐疑的である。た

だ他方で、いかなる場合も全株式譲渡制限会社においてキャッシュ・アウトを認めるべきではないと結論づけるにはさらなる検証が必要である。そして平成二六年改正では全株式譲渡制限会社での利用が排除されなかった以上、解釈によってその利用を一切認めないとするには無理がある。そこで、現状としては全株式譲渡制限会社においても株式等売渡請求の制度が利用されうることを前提としつつ、できるだけ売渡株主保護制度の実効性を損なわせないような対応を要請することが現実的である。

現行法の株式等売渡請求制度の基本的設計としては、上場会社と全株式譲渡制限会社のいずれかを問わず、会社法の規定の中で用意されている利害調整ルールに差異はない。しかし上場会社と全株式譲渡制限会社では、簡便なキャッシュ・アウト制度の必要性、株式価値の評価の困難さ、特別支配株主—売渡株主間の利益相反性の程度、株主の支配的利益保護の必要性などの点で違いがある。特に全株式譲渡制限会社においては、持株比率の維持に關心が高いとされる株主の利益を、どこまで「公正な対価」によって補うことができるか、を十分に考えなければならぬ。こうした点に鑑みると、現行の株式等売渡請求制度の中においても、可能な限り実情にあった利害調整ルールを適用していくことが肝要であると思われる。

では具体的にどのような配慮をすれば良いだろうか。筆者が全株式譲渡制限会社での株式等売渡請求の利用において特に問題であると考ええる点は、次の二点である。(a)特別支配株主による株式等売渡請求に対する対象会社承認手続(一七九条の三)にあたり、特別支配株主の影響下にある取締役が「対価の公正性」に配慮する義務を尽くさないおそれがあること、(b)「公正な対価」であるかどうかに関する売渡株主による検証可能性が低いこと(専門的知識の欠落だけでなく、時間的金融的コストの負担も含む)。以下、この(a)(b)について解決の方向性を考えてみたい。

(2) (a)は、対象会社において株式等売渡請求の承認にあたる取締役が、特別支配株主の影響力の下、公正な判断を下さない可能性があるということになる。⁽⁴¹⁾この場合、売渡株主に対して取締役は中立的でなく、むしろ利益相反的な立場に立つ⁽⁴²⁾。したがって、このような取締役(会)による承認は、こうした利益相反性を排除しない限り、必ずしも売渡株主に対する「公正な対価」を担保するものではない。またこのような状況下では、取締役が売渡株主に対して負うとされる義務に違反することで生じる売渡株主への損害賠償責任(四二九条)が取締役に對する抑止機能を有するのことも不明である。したがって何らかの方法によって、取締役(会)の承認の判断に際し、売渡株主との利益相反性を除去するための方策を講じることが求められることになる。

一方、(b)の点についてはどうか。この点に関し、そもそも問題なのが「株式の評価」については絶対的な評価方法が定立されていない点にある⁽⁴³⁾。もちろん、全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立事件にもみられるように、こうした問題は上場会社でも生じる。しかし上場会社では、株式評価にあたり「市場価格」に一定の信頼をおけること、開示されている財務情報にも適正性を認めうることから、全株式譲渡制限会社と異なり、一応の検証可能性を認めうる。

全株式譲渡制限会社では、通常、一定の客観性をもった市場価格のような株式評価の指標を有していない。売渡株主にとって「対価の公正性」を判断する材料があるとすれば、対象会社によって開示される「対価の相当性」に関する事項となろう(一七九条の四、会社法施行規則三三条の七第一号)。しかし前述のように、取締役が特別支配株主の影響下にあるケースを想定すると、取締役の恣意的な判断が示される可能性(①と同様の利益相反性)が排除されない限り、そこで示される取締役(会)の判断の客観的信頼性も保証されない。そうだとすると、売渡株主が売渡株式の公正な価値を把握するには、自らの負担によって専門家に評価を依頼するなどの手段を講

しなければならぬことになる。その場合でも、評価の基礎となるべき情報が売渡株主には開示されていないという問題は依然として残る。

(3) このように(a)(b)の根底には、対象会社の取締役(会)が特別支配株主の影響下にあることよって、本来、売渡株主の利益に配慮すべき義務を負う取締役が、その義務を尽くさないという問題があると考えられる。そのように考えると、こうした特別支配株主の影響下でない独立性を有した第三者を株式等売渡請求の承認にかかる判断に介在させることで、これらの問題は一定程度解消できることになろう。

もっとも、現在の制度でも、「対価についての定めの相当性に関する事項」(一七九条の五、会社法施行規則三三條の七第一号)の開示が要求されており、ここでは株式等売渡請求の「承認に当たり売渡株主等の利益を害さないように留意した事項」も開示対象となっている(会社法施行規則三三條の七第一号ロ)。この点につき、立案担当者の解説では、「たとえば、第三者算定機関から株式価値の評価書を取得している場合には、その旨を記載すること等が想定される」(傍点は筆者)と説明される⁽⁴⁾。したがって、第三者算定機関に株式の評価を依頼し、その結果を開示している場合には、取締役(会)の承認にかかる判断に客観性を認めることができることになる。しかし、この傍点部の表現からすると、株式価値の評価書を第三者算定機関から取得することを、義務づけるものではない。したがって、対象会社の取締役(会)がこのような評価書を取得しないという選択をすると前述の問題は解消しない。

そこで全株式譲渡制限会社に関しては、上記開示事項の内容として、原則として専門的な第三者算定機関による株式価値の評価書の開示を要するとすることが望ましいのではないかと考える。専門家による評価を経ることで、示された対価の額は売渡株主にとっても一定の信頼がおける合理的な値になる⁽⁵⁾。そして売渡株主はそこで開

示される第三者による評価を参考に、価格決定申立の権利等を行使するか否かの判断をすることができる。また株式の評価にかかる負担は会社（ないしは特別支配株主⁴⁶）が負うことになるので、売渡株主の負担も小さくなる。また、この第三者の評価に抵触するにも関わらず、取締役（会）が株式等売渡請求を承認することは、取締役（会）の判断の公正性に疑義を生じさせることになるので、実質的に取締役会の判断の中立性を確保することにもなる。このような第三者による株式の評価とその開示を規則等によって明確にすれば、より実効性は確保できよう。また仮に明示的に定められなくても、全株式譲渡制限会社においては、その経営支配の構造に照らし、第三者機関の評価を伴わない取締役（会）の承認は、原則として「対価の公正性」を確保する義務に反すると解し、⁴⁸ 思いように思われる。

対象会社の承認に際し、専門家の判断を介在させるという手続を要求することは、特別支配株主や対象会社にとつて負担を増大させることになる。しかし、株式等売渡請求の制度は、株主総会という交渉の機会を与えられないままに、売渡株主の有する対象会社株式の強制的な取得を認める制度である。そこで法が優先すべきは、売渡株主の利益保護である。そして全株式譲渡制限会社においては、持株比率の多寡に関わらず、株主は経営に対する関心をもっていることが少なくない。⁴⁹ 他方、株主間の人的関係が密接である中で、交渉の機会を経ずにキャッシュ・アウトを行うべき必要性にも疑問が残る。こうした点からすれば、あえて経済的な補償のみによって、強制的に少数株主の「縮出し」を行う以上、手続面における相応の負担を特別支配株主や対象会社に負わせることは許容されるのではないか。

五 株式等売渡請求と「目的の正当性」

このように筆者としては、全株式譲渡制限会社における株式等売渡請求の制度の利用にあたっては、対象会社の承認に際し、専門的な第三者による株式の評価とその結果の開示を要するものとし、これを伴わない場合には原則として「対価の公正性」は認められないと解するべきだと考える。またより実効性を高める意味では、これを規則等によって明示的に定めることが望ましいと思う。さらに根本的には全株式譲渡制限会社に対するキャッシュ・アウト法制のあり方そのものを再検証することが必要であろう。

ところで、従来からキャッシュ・アウトに関して、「正当な事業上の目的」があることを要するとすべきであるとの指摘がある。例えば、組織再編行為によるキャッシュ・アウトについて、特別決議によって、少数株主を追い出す結果となる組織再編行為は、「正当な事業上の目的」があるということ以外に正当化できないとする立場である⁵⁰⁾。

このような見解に対しては、何をもって「正当な事業上の目的」とするのが明らかではなく、新たな実体要件を持ち込むことで無用の混乱をもたらすとする指摘がある⁵¹⁾。これは、「目的の正当性」をキャッシュ・アウトの実体要件とすると、対価が公正であっても許されない類型の行為があることになるが、それがいかなる類型の行為なのか明らかではないことを問題視するものである。

本稿で問題としている株式等売渡請求については、「対価の公正性」が確保されていることとは別に、九〇％を超える持株要件を充足していることが求められる。この要件はそれ自体で「締出し」を認める正当化根拠にもなりうることから、そこでさらに目的要件を課す意味は慎重に検討する必要がある⁵²⁾。

ただ、「正当な事業上の目的」を要件としないまでも、もっぱら多数株主が少数株主の「締出し」を図る目的で、本制度を利用することまで許容すべきではなからう。いかに「公正な対価」をもってしても、このような制度の利用は「濫用」と評価されるものである。特に筆者としては、会社の経営に対する関心が高い全株式譲渡制限会社の株主に対して、強制的に「締出し」をすることを正当化するだけの「公正な対価」のあり方についてはかなり懐疑的な立場にある。そのような立場からすれば、会社の事業効率性を高めないことが明らかであり、もっぱら株主間の対立を解消するための「道具」として株式等売渡請求の制度を利用することには歯止めが必要であると思う。特に小規模な会社であれば、そもそもの資本規模も小さいため多数派が持株比率を増やすことは（手続的な制約があることを除けば）容易である⁵³。これらの点を勘案すると、全株式譲渡制限会社において、特別支配株主の株式等売渡請求が「不当な目的」（目的の著しい不当）によって行われていることが認められるのであれば、原則としてこのことをもって差止事由、無効事由に該当すると解するべきであろう⁵⁴。

六 おわりに

本稿では、全株式譲渡制限会社の特別支配株主が株式等売渡請求制度を利用した場合、売渡株主の実効的な保護に欠けるのではないかと、との問題意識から、全株式譲渡制限会社が対象会社となる場合、取締役（会）の承認に際し、第三者の判断を介在させることの必要性、及び不当な目的による株式等売渡請求の当否に言及したものである。ただ、株式等売渡請求において「公正な対価」が重要である一方で、全株式譲渡制限会社においては株式評価の困難さから「公正な対価」を実質的に確保できないのではないとの整理を前提にしており、その点で極めて限られた局面の検討にとどまっている。この問題に関しては、株式等売渡請求のみならず、全株式譲渡制限

会社におけるキャッシュ・アウトの当否にも関わる議論であることから、精緻に検討すべき問題が多い。

また個別の問題としても、全株式譲渡制限会社において株式等売渡請求がなされた場合、対価の支払いの確実性をどのように担保するのか、といった点は検討される必要がある。株式等売渡請求制度全般に関わる問題としては、対価の支払いがなされなかった場合における個別解除の可否などの問題も重要であろう。

本稿は全株式譲渡制限会社における株式等売渡請求制度の利用に関する問題の端緒を述べるとどまっている。今後、本稿で採り上げたテーマをはじめとする諸問題の研究を重ね、より深く考察することを筆者の課題としたい。

(1) 実務では、税務上の理由や手続の安定性の観点から、全部取得条項付種類株式の取得の方法による例が多かったとされる。

岩原伸作「『会社法制の見直しにかかる要綱案』の解説〔Ⅳ〕」商事法務一九七八号四〇頁。

(2) 岩原・前掲注〔1〕三九頁。

(3) 法制審議会会社法部会第一八回議事録一頁～四頁（伊藤委員発言・齋藤幹事発言・中東幹事発言）参照。なお、中間試案に対するパブリックコメントにおいても、反対ないし慎重な姿勢を示す意見があった（坂本三郎ほか「『会社法制の見直しに関する中間試案』に対する各界意見の分析〔下〕」商事法務一九六五号三九頁）。

(4) 株式等売渡請求の制度においては、併せて新株予約権の売渡請求を行うこともできる（一七九条の二第二項四号）。その場合、売渡新株予約権者（一七九条の二第二項四号参照）の保護についても売渡株主と同様の問題が生じる。本稿では基本的に売渡株式の取得に絞って議論を進める。

(5) 紙幅の都合上、本稿では上場会社と全株式譲渡制限会社を対比する形で議論を進めているが、厳密には公開会社であつてもその発行株式に市場性のない会社も存在する。筆者はそのような会社については全株式譲渡制限会社に近い利害状況にあると考えている。

(6) 取締役会非設置会社の場合には取締役の過半数の承認による（江頭憲治郎『株式会社法〔第六版〕（有斐閣、平成二七年）

- 二七八頁注(2)。指名委員会等設置会社において執行役への委任が可能であるかは解釈上の問題となる(四一六条四項。監査等委員会設置会社でも同様の問題がある。三九九条の一三第五項六項)。なお種類株式発行会社においては種類株主総会を要する場合がある(三三二条一項一号の二)。
- (7) 坂本三郎「一問一答・平成26年改正会社法」(商事法務、平成二六年)二二二頁。
- (8) 柴田和史「株式等売渡請求制度―その骨格と問題点―」法律時報八七巻三三三頁。
- (9) 最決平成二二年五月二九日金商一三二六号三五頁(レックス・ホールディングス事件)、大阪高決平成二一年九月一日判タ一三一六号二一九頁(サンスタースタース事件)、大阪地決平成二四年四月一三日金商一三九一五二頁(カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件)など。
- (10) 岩原・前掲注(一)四七頁。ただし、全部取得条項付種類株式の取得にかかる価格決定申立ては「反対株主」の要件を満たすことが必要であるが、株主総会の手続を要しない株式等売渡請求に関しては、全ての売渡株主に価格決定申立権が認められている。
- (11) 一七九条の八は裁判所が定めるべき取得対価の基準を定めてはいないが、同趣旨の規定である一七二条については、「公正な価格」が基準になるものとされる。東京高決平成二〇年九月一二日金商一三〇一号二八頁(注(9)のレックス・ホールディングス事件の原審 参照)。
- (12) 平成二六年改正により略式組織再編以外の組織再編行為に対しても差止請求権が認められることに伴い、条文が移設されたが(七八四条の二第二号、同七九六条の二第二号)、実質的に変更はない。
- (13) 平成二六年改正は全部取得条項付種類株式の取得や株式の併合、略式組織再編以外の組織再編行為についても差止請求権を認めたが、これらの規定では「対価の著しい不当」であることは差止事由とはされていない。ただし、これらの手続においては、特別利害関係人の議決権行使による「著しく不当」な決議として株主総会決議取消事由にあたる可能性があると考えられる(江頭・前掲注(6)一六三頁注(39)参照)。
- (14) 東京高判平成二二年一月三一日資料版商事七七号一九三頁。
- (15) 江頭・前掲注(6)八五五―八五六頁注(2)。ただし学説には、合併条件が著しく不公正であることが合併無効事由になる

- とする見解も有力である（神田秀樹『会社法（第一六版）』（弘文堂、平成二六年）三六三頁など）。
- (16) 江頭・前掲注(6)八五五―八五六頁注(2)、江頭憲治郎・門口正人編『会社法大系4』（青林書院、平成二〇年）三八五―三八六頁（佐々木宗啓）。なお、弥永真生『リーガルマインド会社法（第一四版）』（有斐閣、平成二七年）三八八頁参照。
- (17) 江頭・前掲注(6)二八二頁注(2)。
- (18) 法制審議会会社法部会第一八回議事録一九頁〔藤田幹事発言〕。
- (19) 坂本・前掲注(7)二五七頁。
- (20) 対価が公正であるかどうかだけでなくキャッシュ・アウトの必要性や対価の支払いの見込みも考慮して判断すべきものとされる（田中亘「キャッシュ・アウト」ジュリスト一四七二号四一頁）。
- (21) 飯田秀総「特別支配株主の株式等売渡請求」商事法務二〇六三号三一頁。
- (22) 「会社法制の見直しに関する中間試案の補足説明」第二部第三一(3)。これを一般にいう取締役の善管注意義務（会三三〇条、民六四四条）からどのように説明するのか、という点については解釈上の問題がある。この点につき、田中・前掲注(20)四一頁注(7)においては、営利法人である会社に対する善管注意義務は、基本的には、実質的所有者である株主の利益を図ることを意味する、とする。また取締役が個々の株主（少数株主）に対して直接に忠実義務を負うことを認める見解として玉井利幸「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任―少数株主の縮出を中心に」布井ほか編『会社法・金融法の新展開』（川村正幸先生退職記念）（中央経済社、平成二二年）三〇三頁。
- (23) 特別支配株主の株式等売渡請求が不当に売渡株主等の利益を害することになれば、特別支配株主の不法行為責任（民七〇九条）が認められる。
- (24) 柴田・前掲注(8)三一頁。
- (25) MBOに関する事案についてはあるが、注(9)で挙げた最決平成二一年五月二九日（レックス・ホールディングス事件）の田原睦夫裁判官補足意見は、(a)MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、(b)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を合算して算定すべきであるとする。
- (26) 柴田・前掲注(8)三二頁。

- (27) 柴田・前掲注(8)三四頁参照。
- (28) なお取引相場のない株式等の評価方法については相続税財産評価基本通達があり、かつてはその影響を受けた裁判例もみられた(名古屋高決昭和五〇年一〇月四日判時九四九号二二頁など)。
- (29) 中東正文「キャッシュ・アウト」法学教室四〇二号二七頁。
- (30) 柴田・前掲注(8)三五頁以下参照。柴田教授はアメリカにおける取締役・大株主の情報開示義務について、日本法への適用を示唆する。
- (31) 岩原・前掲注(1)四一頁では、「全株式譲渡制限会社においてもキャッシュ・アウトを認めることには意義がある」などの法制審議会会社法部会における意見がまとめられているが、これらの理由が積極的にキャッシュ・アウトを認めるべき理由と言えるかは疑問である。
- (32) 法制審議会会社法部会第一八回議事録五頁〔杉村委員発言〕。
- (33) 原田裕彦「特別支配株主の少数株主に対する株式等売渡請求制度と全株式譲渡制限会社(閉鎖会社)」北村雅史Ⅱ高橋英治編『グローバル化の中の会社法改正』(藤田勝利先生古稀記念)(法律文化社、平成二六年)一五三―一五四頁参照
- (34) 筆者としては企業グループ内の子会社からの少数株主の「縮出し」については、一般的なキャッシュ・アウトの問題としてはなく、親子会社間における親会社と子会社少数株主間の利害調整の制度のあり方として解決する方が良いのではないかと考える。
- (35) 江頭・前掲注(6)七三一頁参照。
- (36) 閉鎖会社において少数株主も経営に関心を有する者であるという認識を出発点として制度を検討することを示唆するものとして、斉藤真紀「ドイツにおける少数株主締め出し規整(二)・完」法学論叢一五五卷六号六一頁参照。
- (37) 笠原武朗「少数株主の縮出し」森淳二期Ⅱ上村達男編『会社法における主要論点の評価』(中央経済社、平成一八年)一三四頁。
- (38) この点につき、法制審議会会社法部会における議論では「90%もの圧倒的支配株主がいる会社では、少数株主は、対価の適正さえ確保されれば、株主でい続けることにほとんど意味はなかる」とする見解が示されている(法制審議会会社法部

会第一八回議事録二頁（前田委員発言）。

(39) 法制審議会会社法部会第一八回議事録四頁〔藤田幹事発言〕参照。なお、藤田教授は全株式譲渡制限会社に対する株式等売渡請求制度の適用に対して肯定的な立場で見解を述べられている。

(40) 江頭・前掲注（6）七三一頁参照。

(41) 厳密にはこれは全株式譲渡制限会社特有の問題ではなく、親子会社など支配・従属関係が一定程度継続している関係においても同様の問題が生じる。

(42) この点につき、一七九条の四で要求される事前開示事項として、（対象会社の）「承認に当たり売渡株主等の利益を害さないように留意した事項」（会社法施行規則三三条の七第一号ロ、傍点は筆者）を開示することが要求されている。この規定からも、売渡株主等の利益を害するにもかかわらず、これを承認した場合には、取締役の義務違反にあたりと解することができる。また、規定に照らすと、対価が不公正であるにも関わらず、これを承認した場合にはこの点における虚偽の開示を伴うことが考えられる。

(43) 柴田・前掲注（8）三四頁は、株式について合理的根拠をもつ複数の評価価値が出された場合に、裁判所が正しい数値であると断定できないのは、「株式評価論についての会社法学の未成熟が原因」であるとする。

(44) 坂本三郎ほか「平成二六年改正会社法の解説（Ⅶ）」商事二〇四七号一〇頁注（一一八）。

(45) 齊藤・前掲注（36）六二頁参照。

(46) この場合、専門家による企業評価は、特別支配株主による株式等売渡請求の効力に影響を及ぼすものであるから、その費用については特別支配株主の負担とすることで、対象会社の負担も減少する。

(47) 将来的には、対価の公正性や手続の適法性などについて、実質的調査権限を有する検査役（かつて交付金合併に関する議論において言われていた「合併検査役」のような機関）を利用するような制度も検討に値しよう。会社法制定時における現金対価の合併等における合併検査役制度の導入について検討したものととして、藤田友敬「企業再編対価の柔軟化・子会社の定義」ジュリスト一二六七号一〇八一—一〇九頁参照。

(48) 本文のような要請は上場会社でも異ならず、全ての会社において第三者の株式評価の開示を要請することも考えられる。

しかし、上場会社においては、任意にこうした対応をとることが十分に期待できるし、市場による評価も一定の効果を期待できることからすると、特に全株式譲渡制限会社と同様の規律を設けるまでにはならないものと思われる。

(49) 齊藤・前掲注(36)六一頁参照。

(50) 弥永・前掲注(16)三七四頁注(21)。

(51) 藤田・前掲注(47)一〇九頁、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室三〇四号八一頁、三宮裕Ⅱ殿村桂司Ⅱ遠藤努

「ゴーイング・プライベート取引におけるキャッシュ・アウトに関する一試論(上)」金商一四〇五号六七頁。

(52) 九〇%という議決権保有要件の有する意義について、内田修平「平成二六年会社法改正がM&A法制に与える示唆(上)」商事法務二〇五二号三三頁は、「対象会社の株主総会決議を経ることなく」キャッシュ・アウトを行うための要件として理解すべきである。」とする。また「正当な事業上の目的」を要件とすべきとする弥永・前掲注(16)三七四頁注(21)においても

「特別支配株主という要件は、…行為の効力というレベルでの重要な救済手段を認めないことが正当化される要件であると位置づけることができる。」とする。なお、アメリカの議論を参考に九〇%要件の意義について言及するものに、飯田・前掲注(21)三六頁。

(53) 齊藤・前掲注(36)六一頁参照。

(54) 江頭・前掲注(6)一五九一六一頁注(36)、笠原・前掲注(36)一三四頁。これに対し、東京地判平成二二年九月六日判タ一三三四号一七頁(全部取得条項付種類株式の取得に関する事案)においては、全部取得条項付種類株式の取得決議につき、これが「著しく不当」(八三一条一項三号)といえるためには、単に少数株主を排除する目的があるというだけでは足りず、少数株主に交付される予定の金員が公正な価格に比して著しく低廉であることを必要とする、とする。もともと、この判決は濫用目的が実際に証明された場合に、決議取消しまたはキャッシュ・アウトの無効を認める余地を否定しているわけではないとする見解もある(田中・前掲注(20)四四頁、松尾健一「平成二二年度会社法関係重要判例の分析(上)」商事法務一九四二号一七頁注(61))。