

於：JPX 金商法研究会

　　ジュピターテレコム（JCOM）事件・最一決平28.7.1 民集70巻6号1445頁

2017.5.26

早稲田大学・若林泰伸

## I 事実の概要

### 1. 事案の概要

本件は、JCOM社（Y社）による全部取得条項付種類株式の取得に反対したY社の株主であるXらが、会社法172条1項（平成26年法律第90号による改正前のもの。以下同じ。）に基づき、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てをした事案である。

### 2. 事実の概要

(1) Y社は、平成22年6月当時、その発行する普通株式（以下「本件株式」という。）を大阪証券取引所（当時）のJASDAQスタンダード市場に上場していたが、住友商事（A）及びKDDI（B）が合計してY社の総株主の議決権の70%以上を直接又は間接に有していた。

(2) A及びBは、両社でY社の株式を全部保有することなどを計画し、A、B外1社は、平成25年2月26日、買付予定数を180万1954株、買付期間を同月27日から同年4月10日まで（30営業日）、買付価格を1株につき12万3000円（以下「本件買付価格」という。）として本件株式及びY社の新株予約権（以下「本件株式等」という。）の全部の公開買付け（以下「本件公開買付け」という。）を行う旨、本件株式等の全部を取得できなかったときは、Y社において本件株式を全部取得条項付種類株式とすることを内容とする定款の変更を行うなどして同株式の全部を本件買付価格と同額で取得する旨を公表した。

Y社は、上記の公表に先立ち、取締役会において、本件公開買付けに関する意思決定過程からA及びBと関係の深い取締役を排除し、両社との関係がないか、関係の薄い取締役3人の全員一致の決議に基づき意思決定をした。また、Y社は、法務アドバイザーに選任したC法律事務所から助言を受け、財務アドバイザーに選任したD証券株式会社から、本件株式の価値が1株につき12万3000円を下回る旨の記載のある株式価値算定書を受領するとともに、本件買付価格は妥当である旨の意見を得ていた。さらに、Y社は、有識者により構成される第三者委員会から、本件買付価格は妥当であると認められる上、株主等に対する情報開示の観点から特段不合理な点は認められないなどの理由により、本件公開買付けに対する応募を株主等に対して推奨する旨の意見を表明することは相当である旨の答申を受けて、同年2月26日、同答申のとおり本件公開買付けに対する意見を表明した。

(3) 平成25年6月28日に開催されたY社の株主総会において次のアからウまでの決議がされ、併せて、同日開催された普通株式の株主による種類株主総会においてイの決議

がされた（以下、上記各株主総会を「本件総会」という。）。

ア 残余財産の分配についての優先株式であるA種種類株式を発行することができる旨定款を変更する。

イ Y社の普通株式を全部取得条項付種類株式とし、Y社がこれを取得する場合、その対価として全部取得条項付種類株式1株につきA種種類株式69万4478分の1株の割合をもって交付する旨定款を変更し、この変更の効力発生日を平成25年8月2日とする。

ウ Y社は、取得日を平成25年8月2日と定めて、全部取得条項付種類株式の全部を取得する。

（4）平成25年8月2日、前記（3）イの定款変更の効力が生じ、Y社は、同日、全部取得条項付種類株式の全部を取得した。

（5）Xらは、本件総会に先立ち、前記（3）の各決議に係る議案に反対する旨をY社に通知し、かつ、本件総会において、同議案に反対した。そして、Xらは、会社法172条1項所定の期間内に、取得価格の決定の申立てをした。

## II 地裁決定・高裁決定

### 1. 東京地決平27.3.4

#### （1）取得価格決定申立ての適法性

基準日後または全部取得の議案公表後に取得された株式に係る申立ての適法性

株主総会以降に取得された株式に係る申立権の濫用

一定の投資戦略に基づく公開買付公表後の投機的な目的での取得株式に係る申立権の濫用

#### （2）本件株式の取得価格

1株13万2000円

#### ①レックス事件の定式

「取得日における当該株式の客観的価値に加え、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格を考慮するのが相当であり」「本件取引が行われなかつたならば株主が享受し得る価値及び本件取引後に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」、すなわち「客観的価値」、「増加価値分配価格」に分ける。

#### ②客観的価値の算定

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算定→AとBによるY社株式の公開買付・Y社による他社の買収についての報道（本件報道）の前日である平成24年10月19日以前の市場株価を基礎として評価。

しかし、取得日までの期間が9か月以上あり、その間の市場指標が上昇基調にあったた

め、本件報道前の株価から取得日までの市場全体の株価動向を踏まえて回帰分析による補正を行って、10万4165円を取得日における客観的価値と算定した。

### ③増加価値分配価格

他方、増加価値分配価格については、本件取引が公正な手続によって行われ、2月公開買付価格が適正な増加価値分配価格を織り込んでいたものと認めるが、2月公開買付価格から算定された客観的価値を控除した価値は低すぎるため、2月公開買付価格における上乗せされたと評価される差額ないしその割合を参考しつつ、補正した客観的価値を前提とした検討・交渉が行われるとすれば低額ないし定率になるであろう差額ないしその割合を考慮して、TOBのプレミアム、Y社の株価（公開買付価格決定当時の上場来最高値が約11万3000円であったこと）、Y社の業績、非公開化による事業の進展、本件取引における公正な手続、少數株主の約2/3の応募等から、客観的価値の25%を増加価値分配価格とした。

## 2. 東京高決平 27.10.14

「原審は、上記事実関係の下において、次のとおり判断して、Xらが有していた別紙保有株式数一覧表記載の全部取得条項付種類株式の取得価格をいずれも1株につき13万0206円とすべきものとした。

本件買付価格は、基本的に株主の受ける利益が損なわれることのないように公正な手続により決定されたものであり、本件公開買付け公表時においては公正な価格であったと認められるものの、その後の各種の株価指数が上昇傾向にあったことなどからすると、取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をするなどして本件株式の取得価格を算定すべきであり、本件買付価格を本件株式の取得価格として採用することはできない。」

両者とも抗告<sup>1</sup>。

## III 決定要旨

### 原決定破棄・原々決定取り消し 1株12万3000円

「(1) 株式会社の株式の相当数を保有する株主（以下「多数株主」という。）が当該株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引においては、多数株主又は上記株式会社（以下「多数株主等」という。）と少數株主との間に利益相反関係が存在する。しかし

---

<sup>1</sup> 反対株主側からは、高裁決定におけるモデルの不備（業界インデックスをマーケットモデルから外したこと）、および、プレミアム率を50%→25%にしたことが主張されており、その根拠として、過去のTBS・テクモ等の判例違反（TBS判決との関係では、いわゆるナカリセバ価格は保証され、さらに企業価値の増加分を適切に配分することとしており、客観的価値の算定にあたっては大幅な市場動向の変化を考慮した補正が要請されていること、インテリジェンス事件とテクモ事件は、TBS事件判決を変更するものではない）を指摘している。

ながら、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。そうすると、上記買付け等の価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているということができる。上記の場合において、裁判所が、上記買付け等の価格を上記株式の取得価格として採用せず、公開買付け公表後の事情を考慮した補正をするなどして改めて上記株式の取得価格を算定することは、当然考慮すべき事項を十分考慮しておらず、本来考慮することが相当でないと認められる要素を考慮して価格を決定するものであり（最高裁平成26年（許）第39号同27年3月26日第一小法廷決定・民集69巻2号365頁参照）、原則として、裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ない。

（2）したがって、多数株主が株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。

5 以上と異なる原審の判断には、裁判に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。Y社の論旨は理由があり、その余の論旨について判断するまでもなく、原決定は破棄を免れない。

そして、以上に説示したところによれば、本件株式の取得価格は、Y社の主張するとおり、原則として本件買付価格と同額となるものというべきであり、本件の一連の取引においてその基礎となった事情に予期しない変動が生じたとは認められない。したがって、原々決定を取消し、Xらが有していた別紙保有株式数一覧表記載のY社の全部取得条項付種類株式の取得価格をいずれも1株につき12万3000円とすることとする。」

小池裁判官の補足意見がある。

#### IV 検討

##### 1. 本件決定の意義

公開買付前置型のキャッシュアウトにおける「公正な価格」の意義  
従来の下級審判例における全部取得条項付種類株式の取得価格  
取引が行われなかつたならば株主が享受し得る価値（客観的価値）＋  
取引の実施によって増加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（増  
加価値分配価格）  
地裁決定・高裁決定等の取得価格算定方法に対する批判  
公開買付に応じず全部取得決議に反対し、価格決定申立てを行うことにより、株価下  
落のリスクを負担しないまま、公開買付価格以上の支払を受けることができる。  
→市場全体の株価変動を利用した投機的な申立てを誘発する<sup>2</sup>。  
本来企業価値を高める望ましいキャッシュアウトが不当に阻害される危険性がある。  
本件決定の内容  
一般に公正と認められる手続により公開買付が行われ、その後に公開買付価格と同額  
で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、特段の事情がない限り、公開買付価  
格を取得価格とする。  
→テクモ事件最高裁決定や学説の通説的理解とも整合的。  
本件決定の効果  
当事者が決定した価格に対して裁判所が介入することを抑制するもの<sup>3</sup>。  
キャッシュアウトに関する予測可能性の向上→効率的な組織再編に繋がることの期待  
本決定の枠組みは、平成 26 年改正会社法施行後のキャッシュアウトの場合にも当てはま  
る。  
90%以上取得した場合：株式等売渡請求における売買価格の決定（179 の 8 I）  
90%未満取得した場合：株式併合における買取価格の決定（182 の 5 II）  
本件は、多数株主による少数株主の締出しの事案  
MBO の事案（藤田）、金銭対価の組織再編行為（受川）にも当てはまるとされる。

## 2. 株式買取請求・価格決定請求に関する判例

### （1）判例の動向

①レックス・ホールディングス事件（最三決平 21.5.29 金判 1326 号 35 頁）

#### （a）事案の概要

ジャスダック証券取引所上場会社・Y 社（レックス社）の MBO の事案

平成 18 年

8/9 A 社（AP8）設立

8/21 Y 社業績の下方修正を公表し、株価は大幅に下落

11/10～12/12 A 社による 1 株 23 万円で公開買付けを公表・実施→91.51%保有

<sup>2</sup> 飯田（2015）、田中（2016）

<sup>3</sup> 鳥山（2016）

平成 19 年

3/28 全部取得条項付種類株式の取得を決議

4/29 上場廃止

5/9 取得（全部取得条項付種類株式 1 株につき、普通株式 0.00004547 株）

地裁：1 株 23 万円（客観的価値 20 万 2000 円以下、株価上昇期待値 2 万 8000 円以下）

10/10～11/9 までの終値単純平均、本件公開買付価格の尊重

高裁：1 株 33 万 7000 円（客観的価値 28 万 805 円、株価上昇期待値 5 万 6161 円）

5/10～11/10 までの 6 か月の市場株価の終値単純平均 +20% のプレミアム

原決定（東京高決平 20.9.12 金判 1301 号 28 頁）

「裁判所が、上記の制度趣旨に照らし、当該株式の取得日における公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮するのが相当である。」

(b) 最高裁決定

抗告棄却。ただし、以下の田原補足意見。

「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。」

「会社法 172 条 1 項各号に定める株主により取得価格の決定が申し立てられると、裁判所は、取得日（173 条 1 項）における当該株式の公正な価格を決定する。」

その決定は、取得価格決定の制度の趣旨を踏まえた上で裁判所の合理的な裁量によつてされるべきものである。すなわち、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、〔1〕MBOが行われなかつたらば株主が享受し得る価値と、〔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。

原決定が、「公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮するのが相当である」とする点は、後の「株価の上昇に対する期待の評価」の項において説示するところからすれば、実質的には上記と同旨をいうものと解することができる。」

(c) レックス・ホールディングス事件決定等の問題点

(ア) 「公正な価格」の要素

高裁決定

取得日における株式の客観的価値 +

強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待値

→前者を後者と区別して、両者を加算するのは論理的でない。

田原補足意見

MBO が行われなかつたならば株主が享受し得る価値（客観的価値） +

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（増加価値分配価格）

→その後の下級審裁判例へ

取引が公正であっても、補正を行う必要があるとの理解（JCOM 事件原決定等）

しかし、取引が公正であれば、公開買付価格 = 取得価格とすればよい → 不要な補正また、これらを合算することへの批判

田原補足意見が引用している MBO 指針は、概念整理として説明<sup>4</sup>。

#### (イ) JCOM 事件決定との関係

##### ・取引の公正・不公正

レックス・ホールディングス事件は、取引が不公正であると評価された事件

取得価格を公開買付価格と同額としていたわけではない。

TOB 後、取得対価は、公開買付価格を基準として算定された金額になるとの公表。

→TOB 実施前に、取得対価が TOB 価格と同額になると確約されていなかった。

次のような不公正と認められる事情が存在していた。

TOB 価格算定に当たり参考とした第三者による評価書・意見書等は公表されず。

「強圧的な効果」を有すると認められる表現

株価を下方誘導する意図を持った特別損失の計上

取得価格の算定に際して、客観的価値 + 増加価値分配価格の合算が必要と判示。

これに対して、JCOM 事件は、公正な取引として公開買付価格を尊重した事件

→両事件決定は対立するわけではないとの指摘<sup>5</sup>。

##### ・JCOM 事件決定と矛盾すると指摘されている場合<sup>6</sup>

市場株価一般が大幅に上昇している場合

客観的価値が公開買付価格を上回ってしまう → JCOM 事件決定と矛盾

ただし、今後も下級審裁判例は、田原補足意見を踏襲すると予想されている。

#### ②インテリジェンス事件（最三決平 23.4.26 金判 1367 号 16 頁）

##### (a) 事案の概要

(1) 相手方は、ジャスダック証券取引所にその株式を上場していた人材紹介事業等を営

<sup>4</sup> 飯田（2015）、松中（2016）

<sup>5</sup> 松中（2016）、受川（2016）

<sup>6</sup> 日本証券経済研究所（2016）〔藤田報告〕

む株式会社であるところ、平成20年8月28日に開催された相手方の株主総会において、Aを株式交換完全親会社、相手方を株式交換完全子会社とする株式交換を行うことなどを内容とする株式交換契約を承認する旨の決議（以下「本件決議」といい、本件決議に係る株式交換を「本件株式交換」という。）がされた。

（2）抗告人らは、原々決定別紙「保有株式一覧表」記載のとおり、相手方の普通株式を保有する相手方の株主であるが、上記株主総会に先立ち、本件株式交換に反対する旨を相手方に通知し、上記株主総会において本件決議が行われるに当たり、これに反対した上、本件株式交換の効力を生ずる日（以下「効力発生日」という。）の20日前から効力発生日の前日までの間に、相手方に対し、各保有する株式を公正な価格で買い取るよう請求した。

（3）本件株式交換の計画公表直前である平成20年7月1日における相手方の株式の市場株価（終値）は7万9500円であったが、その後、下落を続け、上場が廃止される直前の最終取引日である同年9月22日の市場株価（終値）は4万3250円であった。このように市場株価が下落した主たる原因是、本件株式交換がされたことにあり、本件株式交換は、相手方の企業価値ないし株主価値を毀損するものであった。もっとも、上記の市場株価の下落には、マクロ経済の悪化とこれに伴う人材ビジネス業界の経営環境悪化という市場の一般的な価格変動要因による影響も及んでいた。

#### （b）決定要旨

##### 原決定破棄・差戻し

「（1）吸收合併、吸收分割又は株式交換（以下「吸收合併等」という。）が行われる場合、会社法785条2項所定の株主（以下「反対株主」という。）は、吸收合併消滅株式会社、吸收分割株式会社又は株式交換完全子会社（以下「消滅株式会社等」という。）に対し、自己の有する株式を「公正な価格」で買い取るよう請求することができる（同条1項）。このように反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、吸收合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸收合併等がされなかつとした場合と経済的に同等の状況を確保し、さらに、吸收合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとすることにより、上記株主の利益を一定の範囲で保障することにある。このような趣旨に照らせば、会社法782条1項所定の吸收合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合に、同項所定の消滅株式会社等の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該株式買取請求がされた日における、同項所定の吸收合併契約等を承認する旨の決議がされなければその株式が有したであろう価格（以下「ナカリセバ価格」という。）をいうものと解するのが相当である（最高裁平成22年（許）第30号同23年4月19日第三小法廷決定・裁判所時報1530号登載予定参照）。

以上と異なる原審の前記判断には、裁判に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。この趣旨をいう論旨は理由がある。

(3) なお、上場されている株式について、反対株主が株式買取請求をした日のナカリセバ価格を算定するに当たり、株式交換を行う旨の公表等がされる前の市場株価を参照することや、上記公表等がされた後株式買取請求がされた日までの間に当該吸収合併等以外の市場の一般的な価格変動要因により、当該株式の市場株価が変動している場合に、これを踏まえて参考した株価に補正を加えるなどして同日のナカリセバ価格を算定することは、裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるものというべきである（前掲最高裁平成23年4月19日第三小法廷決定参照）。そして、このことは、株式買取請求期間中に当該株式の上場が廃止されたとしても、変わることはない。」

(c) 小括

株式交換完全子会社の反対株主による買取請求の事案

組織再編により企業価値の増加が生じない場合の「公正な価格」：ナカリセバ価格

「公正な価格」による買取請求権が付与された趣旨

反対株主に退出の機会を付与

組織再編がされなかつた場合と同等の経済的状況の確保

「さらに」

企業価値の増加が生ずる場合：企業価値の適切な分配→反対株主の利益保障

→ナカリセバ価格の保証に加えて、シナジー適正分配価格を認める趣旨に読める。

算定基準時は買取請求時。

楽天 v. TBS 事件（最三決平23.4.19 民集65巻3号1311頁）の立場を踏襲。

理由づけ

売買契約類似の法律関係の発生・株主による退出意思の表明

効力発生日を基準時とするとの問題性

承認決議時以降の株価変動リスクを株主が負担することとなる。

承認決議日を基準時とするとの問題性

承認決議日以降の株価変動リスクを一切負わないこととなる。

ナカリセバ価格の算定における裁判所の裁量

株式交換公表前の市場株価の参照

参照株価に補正を加えること

公表後買取請求日までに組織再編以外の要因による価格変動がある場合

リーマンショック（平成20年9月16日）を間に挟んだ。

高裁決定では、マーケットモデルによる補正を認めて、公正な価格を算定。

買取請求時を基準時としつつ、株価変動リスクを株主に負担させる。

→補正も裁判所の合理的な裁量の範囲<sup>7</sup>

ただし、インテリジェンス事件高裁決定は、特別の資本関係にある当事者間の株式交換であり、かつ、一般に公正と認められる手続によりなされ、株式交換比率は客観的に合理的なものであったと判示されたにも関わらず、株式交換によって企業価値が毀損されたとされたケースであり、一般に公正と認められる手續とナカリセバ価格による株価の補正との関係がこれでよかつたのか問われる事案であったと考えられる。

### ③テクモ事件（最二決平 24.2.29 民集 66巻3号 1784 頁）

#### (a) 事案の概要

(1) Aは、東京証券取引所の市場第一部にその株式を上場していた株式会社であったところ、平成20年9月4日、抗告人（当時の商号はB）との間で経営統合に向けた協議を開始することを発表した。なお、当時、Aと抗告人の間には、相互に特別の資本関係はなかった。

(2) A及び抗告人は、平成20年11月18日、各取締役会の承認を得て、A及び抗告人を株式移転完全子会社とし、株式移転設立完全親会社としてCを設立する株式移転計画を作成し、同日の市場取引終了後、これを公表した（以下、同計画に基づく株式移転を「本件株式移転」という。）。

上記株式移転計画においては、抗告人の株主に対し、その普通株式1株につきCの普通株式1株を、Aの株主に対し、その普通株式1株につきCの普通株式0.9株をそれぞれ割り当てることとされた（以下、これらの割当てに関する比率を「本件株式移転比率」という。）。本件株式移転比率は、A及び抗告人が、それぞれ第三者機関に対し株式移転の条件の算定を依頼して得た結果を参考に、協議し、合意されたものである。

(3) 平成21年1月26日に開催されたAの株主総会（以下「本件総会」という。）において本件株式移転を承認する旨の決議（以下「本件総会決議」という。）がされた。これを受けて、同年3月26日、Aの株式は上場廃止となり、同年4月1日、本件株式移転の効力が生じた。

(4) 相手方は、合計389万0700株の株式を保有するAの株主であるが、本件総会に先立ち、本件株式移転に反対する旨をAに通知し、本件総会において本件総会決議が行われるに当たり、これに反対した上、会社法806条5項所定の期間（株式買取請求期間）内である平成21年2月12日、Aに対し、相手方の保有する上記株式を公正な価格で買い取ることを請求した。

#### (b) 決定要旨

破棄差戻し

「(1) ア 株式移転が行われる場合、会社法806条2項所定の株主（以下「反対株主」

---

<sup>7</sup> 飯田（2011）

という。)は、株式移転完全子会社に対し、自己の有する株式を「公正な価格」で買い取るよう請求することができる(同条1項)。このように、反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、反対株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、株式移転がされなかつたとした場合と経済的に同等の状態を確保し、さらに、株式移転により、組織再編による相乗効果(以下「シナジー効果」という。)その他の企業価値の増加が生ずる場合には、これを適切に分配し得るものとすることにより、反対株主の利益を一定の範囲で保障することにある(最高裁平成22年(許)第30号同23年4月19日第三小法廷決定・民集65巻3号1311頁参照)。また、上記の「公正な価格」の額の算定に当たっては、反対株主と株式移転完全子会社との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずる時点であり、かつ、株主が会社から退出する意思を明示した時点である株式買取請求がされた日を基準日とするのが合理的である(前記第三小法廷決定参照)。

イ これらのこと照らすと、株式移転によりシナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合には、株式移転完全子会社の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該株式買取請求がされた日における、株式移転を承認する旨の株主総会決議がされることがなければその株式が有したであろう価格をいうと解するのが相当であるが(前記第三小法廷決定参照)、それ以外の場合には、株式移転後の企業価値は、株式移転計画において定められる株式移転設立完全親会社の株式等の割当てにより株主に分配されることであること(以下、株式移転設立完全親会社の株式等の割当てに関する比率を「株式移転比率」という。)に照らすと、上記の「公正な価格」は、原則として、株式移転計画において定められていた株式移転比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格をいうものと解するのが相当である。

ウ 一般に、相互に特別の資本関係がない会社間において株式移転計画が作成された場合には、それぞれの会社において忠実義務を負う取締役が当該会社及びその株主の利益にかなう計画を作成することが期待できるだけでなく、株主は、株式移転完全子会社の株主としての自らの利益が株式移転によりどのように変化するかなどを考慮した上で、株式移転比率が公正であると判断した場合に株主総会において当該株式移転に賛成するといえるから、株式移転比率が公正なものであるか否かについては、原則として、上記の株主及び取締役の判断を尊重すべきである。そうすると、相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとみるのが相当である。

エ 株式が上場されている場合、市場株価が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ない限り、「公正な価格」を算定するに当たって、その基礎資料として市

場株価を用いることには合理性があるといえる。そして、株式移転計画に定められた株式移転比率が公正なものと認められる場合には、株式移転比率が公表された後における市場株価は、特段の事情がない限り、公正な株式移転比率により株式移転がされることを織り込んだ上で形成されているとみられるものである。そうすると、上記の場合は、株式移転により企業価値の増加が生じないときを除き、反対株主の株式買取請求に係る「公正な価格」を算定するに当たって参考すべき市場株価として、基準日である株式買取請求がされた日における市場株価や、偶発的因素による株価の変動の影響を排除するためこれに近接する一定期間の市場株価の平均値を用いることは、当該事案に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるといえる。

(2) これを本件についてみると、前記事実関係によれば、Aと抗告人は、相互に特別の資本関係がなく、本件株式移転に関し、株主総会決議を経るなどの一般に公正と認められる手続を経て、本件株式移転の効力が発生したというのであり、本件総会に先立つ情報の開示等に問題があったことはうかがわれない。そうであれば、本件総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、本件株式移転比率は公正なものというべきところ、市場株価の変動には様々な要因があるのであって、専らAの市場株価の下落やその推移から、直ちに上記の特段の事情があるということはできず、他に、本件において、上記特段の事情の存在はうかがわれない。したがって、本件株式移転比率は公正なものというべきである。

原審は、本件株式移転により企業価値が増加することを前提としながら、以上と異なり、本件株式移転比率は企業価値の増加を適切に反映したものではなく、公正なものではないとして、本件株式移転の内容が公表された平成20年11月18日より前の1か月間の市場株価の終値を参照して「公正な価格」を算定した点において、その判断には、裁判に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。各抗告人の論旨はこの趣旨をいうものとして理由がある。」

### (c) 分析

シナジーその他の企業価値の増加が生じる場合における「公正な価格」

#### (ア) 判断枠組み

「シナジーその他の企業価値の増加が生じない場合」と「それ以外の場合」

前者の「公正な価格」：買取請求日における「ナカリセバ価格」

後者の「公正な価格」：株式移転比率が公正なものであったならば買取請求日において有していると認められる価格

相互に特別の資本関係がない会社間における株式移転

株式移転比率の公正性の判断—取締役・株主の判断を尊重

一般に公正と認められる手続

株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情の有無

→株式移転比率の公正性を判断

株式移転比率が公正である場合の「公正な価格」の算定方法

買取請求日ないし近接する一定期間における市場株価を基礎に算定する。

#### (イ) 本件に対する評価

事案の混乱—企業価値の増加があった事案なのか否か<sup>8</sup>

第1審と第2審は、ナカリセバ価格（類型I）における毀損あり

最高裁は、シナジー適正分配価格（類型II）における毀損なし

差戻し後の高裁決定は、類型Iにおける毀損なしと判断した模様。

#### ・算定基準時

「「公正な価格」の額の算定に当たっては、反対株主と株式移転完全子会社との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずる時点であり、かつ、株主が会社から退出する意思を明示した時点である株式買取請求がされた日を基準日とするのが合理的」

「企業価値が生じない場合」：当該株式買取請求がされた日における、株式移転を承認する旨の株主総会決議がされなければその株式が有したであろう価格

「それ以外の場合」：株式移転比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格

楽天 v. TBS 事件（最三決平 23.4.19 民集 65 卷 3 号 1311 頁）の立場を踏襲

買取請求時

→企業価値の増加の有無によらず、株式買取請求権一般に買取請求時で統一。

←批判<sup>9</sup>

#### ・「相互に特別の資本関係がない会社間」の組織再編

「特別の資本関係がある」とはどういうことか？

インテリジェンス事件（株式交換・議決権割合 41.5%）

ダブル・クリック事件（株式交換・議決権割合 64.06%）

三洋電機事件（株式交換・（第1回 TOB 後）議決権割合 50.19%）

今後の検討課題との指摘<sup>10</sup>。

→JCOM 事件における「多数株主」

<sup>8</sup> 神田（2013）

<sup>9</sup> たとえば、柳（2013）は、会社が決定した効力発生日等を基準とした一定期間に買取請求が限定されるのに、株主による選択であることを強調し、株主ごとに異なる価格を認めることに違和感を表明する。

<sup>10</sup> 石綿（2012）、柳（2013）

- ・「相互に特別の資本関係がない会社間」における取締役・株主の判断の尊重  
取締役の忠実義務により、会社・株主の利益にかなう計画の作成が期待できる。  
株主は、株式移転による利益の変化等を考慮の上、賛否の決定ができる。  
→一般に公正と認められる手続により効力発生した場合には、特段の事情のない限り、  
株式移転比率は公正  
前者の取締役の忠実義務・注意義務違反がある場合、裁判所の介入の必要性は高い<sup>11</sup>。  
→「一般に公正と認められる手続」に該当せず、あるいは「株主の合理的な判断を妨げ  
る特段の事情」に該当する場合が少なくないとされる。
- ・「一般に公正と認められる手続」の有無  
「株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど  
一般に公正と認められる手続」  
→会社法上の手続が適法に踏まれば充足される<sup>12</sup>。なお、ここでは、第三者機関の株式評  
価を踏まえた合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至ったことには触れられていない  
との指摘があり、こうした事情がなくとも「一般に公正と認められる手続」になる場合  
があるし、こうした事情が「一般に公正と認められる手続」に含まれないと見えない<sup>13</sup>。
- ・株主の合理的な判断を妨げる特段の事情  
「株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない  
限り」「株式移転比率は公正」と判示。  
→本件では、「市場株価の下落やその推移から、直ちに」「特段の事情がある」とは言えな  
いと判示。そうすると、「株価の下落は」「関係なく<sup>14</sup>」、「株価の推移は株主総会における  
株主の合理的な判断が妨げられたかどうかを示す事実ではない<sup>15</sup>」ように思われる。  
他方で、「相場操縦により株価が操作されていたため、株主総会において株主が合理的な  
判断ができなかったなどの場合」は、特段の事情に当たるとの調査官解説<sup>16</sup>。そうする  
と、株式移転比率の妥当性を判断するにあたって、合理的な判断を妨げる虚偽記載など  
の不実の表示や相場操縦・過度の投機により株価が大幅に下落していた場合、組織再編  
以外に株価の大幅な下落を生じさせる要因が見当たらない場合なども含まれてくるか<sup>17</sup>。

---

<sup>11</sup> 柳（2013）

<sup>12</sup> 石綿（2012）、伊藤（2013）

<sup>13</sup> 石綿（2012）

<sup>14</sup> 松尾（2012）

<sup>15</sup> 伊藤（2013）

<sup>16</sup> 柴田（2013）

<sup>17</sup> 柳（2013）。このほか、湯原（2015）によれば、「株主総会における株主の合理的な判断  
が妨げられたと認めるに足りる」もの以外に、組織再編対価の決定に市場原理が働かない  
場合（会社救済の事案）、友好的な組織再編について市場原理が働かない場合、経営者が自

- ・「相互に特別の資本関係がない会社間」の組織再編で、「一般に公正と認められる手続」でなかつたか、「特段の事情」がある場合  
「企業の客観的価値の算定が前提として必要とされ、結局、一定の評価算定方法によって算出される企業価値により、かつ、これを基にした株式移転比率を新たに認定せざるを得ない」（須藤正彦裁判官の補足意見）
- ・「相互に特別の資本関係がない会社間」ではない場合との関係  
少数株主保護のための手厚い手続がとられた場合  
→組織再編が公正に行われたものとして、市場株価を基礎に「公正な価格」を算定することが本決定の立場と親和的との指摘<sup>18</sup>

## （2）小括

組織再編時の買取価格と全部取得条項付種類株式の取得価格→「公正な価格」

組織再編の事案における公正な価格

企業価値の増大・毀損に関わらず、「公正な価格」の算定基準時は買取請求時。

買取請求権制度の趣旨

反対株主に退出の機会を付与し、組織再編がなかつたときと同等の経済状態の確保

さらに、企業価値が増大する場合には、企業価値の適切な分配→反対株主の利益保障

企業価値の増加が生じない場合とそれ以外の場合

前者：株主総会決議がされることがなければその株式が有したであろう価格

→組織再編の影響がなかつた状態での価格を算定する必要がある。

組織再編公表前の市場株価、その後の市場の一般的な価格動向を補正。

後者：組織再編比率が公正なものであったならば株式買取請求日においてその株式が

有していると認められる価格

→独立当事者間取引の場合、一般に公正と認められる手続を踏めば、組織再編比率を公正と認め、買取請求時ないしそれに近接した期間の市場株価を参照。

公開買付前置型のキャッシュアウトの事案における公正な価格の定式化

取得日における客観的価値+増加価値分配価格

→市場株価が一般的に上昇している場合、客観的価値の補正をする裁判例

JCOM 事件決定は、公開買付前置型のキャッシュアウトの事案

らを組織再編の取引相手として選択する場合（MBO）があげられている。

<sup>18</sup> 伊藤（2013）

一般に公正と認められる手続を踏めば、公開買付価格＝取得価格

### 3. 本件決定の検討

#### (1) 本件決定の判断枠組みが当てはまる場合—多数株主の意義

株式会社の株式の相当数を保有する株主とは？

「株式会社の株式の相当数を保有する株主（以下「多数株主」という。）が当該株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引においては、多数株主又は上記株式会社（以下「多数株主等」という。）と少数株主との間に利益相反関係が存在する。・・・」

本件では、合計で70%以上を直接・間接に保有する株主

少数株主と利益相反関係に立ち、キャッシュアウトが可能な議決権割合を有する株主

調査官解説<sup>19</sup>

「株主総会の特別決議を要する議案を単独で可決可能な議決権を有する株主又はこれに準じる株主」

いずれにせよ、多数株主のあり様によって、「一般に公正と認められる手続」のレベルが変わってくる可能性。

#### (2) 「一般に公正と認められる手続」

##### ①概説

「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合」

本件決定は、原決定の補正を否定するものであり、本件決定が残した課題との指摘<sup>20</sup>。

裁判所が手続についてどの程度立ち入った審査を行うべきか？

（外形的に）独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くのみでは、不十分<sup>21</sup>。

##### ② 「意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置」

###### (a) 独立した第三者委員会

<sup>19</sup> 高原（2017）

<sup>20</sup> 田中（2016）

<sup>21</sup> 弥永（2016）

どのような第三者委員会であればよいか？

MBO や多数株主による少数株主の締出し（MBO 等）の場面で特に問題とされてきた。本件では、有識者からなる第三者委員会が設置されていた。

#### (ア) 権限

特別委員会に要する権限<sup>22</sup>

対象会社取締役会に対して TOB 等の意見表明（賛同・応募推奨等）について勧告

取引や買付者に関する情報収集

買付者との間での交渉

会社を代表してアドバイザーとの間でアドバイザリー契約を締結すること

諮問型の第三者委員会と交渉型の第三者委員会

本件の第三者委員会は、Y 社が A・B と交渉しており、諮問型の第三者委員会<sup>23</sup>。

Y 社による公開買付への賛同・応募推奨の意見を表明することは相当との答申

本件は、多数株主による少数株主の締出しの事案→交渉型

なぜ、交渉型の第三者委員会にしなかったのか。

平成 25 年当時の実務では、交渉権限を付与する方が稀。

有識者に交渉権限をゆだねることの可否

2 社の多数株主間での交渉による買付条件等の適正化への期待

←同じ利害を有しているため、あまり関係ない。

専門家を指名する権限の有無

本件では存在しなかった模様。

Y 社が選任した証券会社の株式価値算定書は入手していた。

C 法律事務所も Y 社が法務アドバイザーとして選任し、Y 社に助言。

諮問型であっても、独立して判断するために専門家を指名することはあり得る<sup>24</sup>。

多数株主による少数株主の締出しの事案として相応しかったのか疑問が残る。

#### (イ) 組織

利益相反回避措置→MBO 等に関与する取締役の影響を受けないことが必要。

---

<sup>22</sup> 森・濱田松本法律事務所編（2015）

<sup>23</sup> 地裁決定では、本件第三者委員会に諮問への答申以外の交渉、選任権限はなかったとされる。諮問事項としては、TOB への賛否・応募推奨の可否について取締役会に勧告すること、および、本件の一連の取引が少数株主にとって不利でないかを取締役会に意見答申すること。

<sup>24</sup> ただし、アドバイザリー契約を締結するのは代表権を有する取締役でも可。森・濱田松本法律事務所編（2015）

社外取締役・社外監査役か有識者により構成されるのが一般的。  
これらの者の独立性・利害の有無やMBO等に関与する取締役との関係性が問われる<sup>25</sup>。

#### 委員会メンバーの資質

諮詢型の場合：当該会社の事業ないし株価を客観的に算定することができる者  
交渉型の場合：加えて、買収者側と交渉する知識・経験・能力のある者  
本件の第三者委員会がどのような組織であったかは、必ずしも明らかでない<sup>26</sup>。  
本件は多数株主によるキャッシュアウトの事案→交渉権限が必要だったのではないか。  
こうした取引における交渉権限を有する組織に相応しい陣容はどのようなものか。  
多数株主の影響を受けない社外（独立）役員であることが必要。  
なお、有識者は次善の策との指摘<sup>27</sup>。

#### （ウ）地裁決定における審査の対象

MBO等については、形式面と実質面の両面を審査する必要性  
第三者委員会のメンバーおよび利害関係がないことの確認  
交渉・選任権限がなかったことは、手続の公正性を判断する上で問題ないとされた。  
→多数株主による締出しの事案における形式面の審査として、十分といえるか。

第三者委員会の活動の詳細は不明。

ただし、平成24年10月及び平成25年2月の2度合計14回の会合を開催。  
本件取引に関する情報収集及び協議検討を行った模様。

#### 第三者委員会の答申の内容

「Y社に対し、上記算定書の内容や同種の近時の事案におけるプレミアム水準、住友商事及びKDDIとの再度の交渉により、公開買付価格が引き上げられたことを総合的に考慮すると、前記（6）カの答申〔第1回目の公開買付の答申〕以降の株式市場の状況を踏まえても、2月公開買付価格は妥当な価格であると認められること、同答申以降もY社の意思決定過程の恣意性を排除するための措置がとられており、株主等に対する情報開示の観点から特段不合理な点は認められないこと、これらのことなどからすると、Y社が前記エのとおりの意見〔公開買付への賛同・応募推奨〕を表明することは相当であること等を答申した。」

---

<sup>25</sup> アメリカでは過去に支配株主との間で取引関係が存在した者が、独立性がないとされた。  
白井ほか（2015）

<sup>26</sup> 地裁決定では、弁護士や企業価値評価の専門家（3名：企業法務専門の弁護士1名、M&A研究の大学教授・M&Aアドバイザリー、投資銀行・証券会社経験を有する財務アドバイザー）を構成員とし、各委員についてY社又は本件取引との間に利害関係を有していたといった事情は認められないとされる。また、選任については、利害関係のない取締役3名によって選ばれた。

<sup>27</sup> 森・濱田松本法律事務所編（2015）

裁判所は、こうした点を評価した可能性がある。

ただし、第三者委員会の検討資料・議事資料等の文書提出は命じられていない模様。

→実質面の検討は詳細には行われていない模様。

買収者は買収価格を低くするために、弱気の事業計画を策定するおそれがあるとの指摘<sup>28</sup>。

→経営者の経営戦略とそれを定量的に数値化した事業計画の根拠の確認・有用性分析

場合によっては、専門家を起用して、こうした作業を行ってもらう必要がある。

(b) 専門家からの意見聴取

(ア) 専門家の意義

独立した専門家

本件における専門家

A・B および Y 社がそれぞれ専門家を起用

大手証券会社を財務アドバイザー、法律事務所を法務アドバイザーとして起用

(イ) 依頼する者と専門家の使い方

買付者側が直接または間接的に圧力をかけ得る専門家が選定されることは意味がない<sup>29</sup>。

第三者委員会が、事業計画の有用性を分析し、適切な意見表明するために起用する。

本件では、第三者委員会は専門家を指名する権限はなく、利用もしていない。

ただし、第三者委員会には、弁護士と企業価値評価の専門家がいた模様。

問題は、裁判所が専門家による意見を利益相反回避措置の中でどう位置付けるか。

(c) その他

取締役 11 名・監査役 4 名の取締役会・本件取引への参加

A・B の代表者・役職員 6 名は取締役会や本件取引の協議・交渉にも参加せず。

最近まで A・B の役職員であった 2 名は、定足数確保のため取締役会には参加。

ただし、発言・議決権行使はせず（棄権）、本件取引の協議・交渉にも不参加。

A・B の役職員を兼務する監査役 2 名については、取締役会に出席せず。

監査役のうち弁護士は B 社の法務アドバイザーである事務所に所属。

→本件を担当する弁護士との間で情報隔離措置を講じた。

対抗提案を排除する取決めや短めの TOB 期間の可能性

—70%超の議決権を保有しているため、本件では無関係。

MOM

---

<sup>28</sup> 中嶋＝山田（2017）。強気の事業計画を立ててしまう場合もある。CCC 事件につき、日本証券経済研究所（2016）。

<sup>29</sup> 中嶋＝山田（2017）

公開買付の条件には入っていなかった模様（買付株数の下限・上限ともになし）。

約 66.58% が応募しており、過半数は超え約 2/3 に迫る応募。

株主総会決議については、TOB に応募しなかった者の多くは、反対に回った模様。

買取請求権を行使した投機的な株主による反対であったか。

### ③公開買付価格と同額で取得する旨の明示

強圧性に対処するための開示

公開買付時点での対価の公正性を判断するための前提

「公開買付時点で対価の公正さを判断してよいのは、その時点で会社が当該キャッシュアウト条件にコミットしてそれ以後はもういじらないということが確立している場合<sup>30</sup>」

ただし、公開買付時の開示の仕方<sup>31</sup>

事情の変化により株価の変動に応じて同方向に取得価格を変動する旨の開示

TOB 開始からキャッシュアウトの完了まで時間がかかる場合を念頭に置いた提案

この方式の有用性は、どのような方法で取得価格の変動を計算するかによる。

本件決定における「特段の事情」は不要になるのではないか。

### ④小括

## （3）「取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情」

### ①概説

「特段の事情」が認められなければ、公開買付価格＝取得価格。

「特段の事情」が認められれば、例外的に裁判所が取得価格を決定する。

もっとも、裁判所が「補正」を行うべき理由づけとしては、不十分との指摘<sup>32</sup>。

「将来の市場動向についての公開買付時点での予想を反映する形で公開買付価格が決定されたことと、基準時における公正な価格を算定するためにその後に生じた市場動向を勘案して「補正」を行うこととは、それ自体何ら矛盾しない」

いずれにしても、最高裁は、公開買付からキャッシュアウトまでの一連の取引全体の基礎となった事情に予期しない変動が生じたか否かを問題とし、基本的には、取得日までに

<sup>30</sup> 日本証券経済研究所（2016）〔藤田報告〕

<sup>31</sup> 日本証券経済研究所（2016）〔神田発言〕、神田（2016）

<sup>32</sup> 日本証券経済研究所（2016）〔藤田報告〕、藤田（2016）、藤田（2017）

生じた市場株価の一般的な変動を考慮しないものと考えられる→小池裁判官の補足意見

## ②「特段の事情」の内容

「特段の事情」の内容が明確でないとの指摘<sup>33</sup>。

→「株価の変動も織り込んで公開買付価格が決定されていることが補正をしない理由であれば、「予期しない変動」とは株価に織り込まれないようなものか否かが基準」となるとの指摘<sup>34</sup>。→株価に織り込まれないようなものであれば、補正があり得る。

### 小池裁判官の補足意見

「特段の事情が認められないことは、少数株主の多数や株式市場によって本件買付価格が受け入れられたとみられることなどからも裏付けられる」

もっとも、公開買付<sup>35</sup>や全部取得決定の株主総会決議後<sup>36</sup>に予期しない変動が生じることもあり得るため、それだけでは予期しない変動が生じたか否かは決定できないし、キャッシュアウトの場合における株式市場の価格は、基本的には、キャッシュアウトの価格たる公開買付価格にほぼ固定されるため、本件買付価格が株式市場に受け入れられたことを根拠にしてよいのかもよくわからないところである。

いずれにせよ、本来は、二段階の企業再編に要する期間を可能な限り短縮することで減少させるべき<sup>37</sup>。

## (4) 裁判所による取得価格の算定<sup>38</sup>

### 裁判所による取得価格の算定が必要となる場合

一般に公正と認められる手続が採られていない場合

公開買付価格=取得価格であることが明示されていない場合

特段の事情がある場合

### 公開買付前置型のキャッシュアウトの場合の価格算定方法

この場合には、株価はキャッシュアウトの対価に固定される。

→対価の公正性を判断する時点は、公開買付時点となる。

価格算定の基準時が意味を持たない。

### 公開買付価格≠取得価格となる例外的な場合の例

---

<sup>33</sup> 藤田（2017）

<sup>34</sup> 藤田（2017）

<sup>35</sup> TOBへの応募：119万9716株（予約権1922含む）/180万1954株（約66.58%）

<sup>36</sup> 臨時株主総会の賛成・反対：611万5786・51万1431/662万7217（約92.3%）、種類株主総会の賛成・反対：611万5804・51万1457/662万7261（約92.3%）

<sup>37</sup> 鳥山（2016）

<sup>38</sup> 藤田（2017）

キャッシュアウトの対価の公正性の判断時点として、公開買付時点以外であるとき。  
→裁判所が公開買付時点における判断として公正な価格がいくらであったかを決定。  
「公開買付けの終了とキャッシュアウトの間が不当に長期であるとか、公開買付終了後に予期しない変動が生じ当初の計画を修正せざるを得ない特別な事情が生じたといったケース<sup>39</sup>」

レックス・ホールディングス事件決定の定式と矛盾することとなり得る。

手続の公正さ等が確保されなかつた場合の裁判所による価格算定方法  
公開買付時点で公正であったであろう対価の額を算定。  
株式の客観的価値+増加価値分配価格という定式

### (5) 課題

#### ①キャッシュアウト手段としての株式等売渡請求・株式併合

本決定の論理は、株式等売渡請求・株式併合にも当てはまると思われる。  
これらの制度間の解釈の不整合は、制度の利用を偏ったものにしかねないため、望ましくなく、基本的には、こうした考え方方は妥当であると考えられる。ただし、現行の全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュアウトは、株主総会の特別決議を要するものであるため、時にかなり長期間の時間を要するものであった（早いもので約4か月。多くの事案では5~6か月。JCOM事件は9か月超）。

TOB+株式等売渡請求に要する期間は、3か月程度の模様。

TOB期間終了後、取締役会の承認を行い、上場廃止の手続後に取得日を設定。

本決定の論理→「特段の事情」に該当し補正を要する場合はかなり少なくなる。

TOB+株式併合に要する期間は、4~6か月程度かかっている模様。

TOB期間の終了前後に基準日を設定し、株主総会の特別決議・上場廃止・併合

本決定の論理からすると、株式併合の完了までの期間が長くなり得る。

→本件決定の「特段の事情」に該当するような事態が生じる場合が出てくる。

#### ②企業価値の増加・毀損の有無

市場株価の変動から、企業価値の増加・毀損

松尾・法教433

取締役と多数派株主がM&A取引を承認した以上、企業価値を増加させるものであったと考えてよい（田中）。そうでなければ、裁判所の判断は常に困難なものとなる。現時点の判例はそこまでは言っていない。→一般に公正と認められる手続が信用に値するものか否か。これに対しては、企業価値の増加の有無については、M&A取引のニュースに対する市場

---

<sup>39</sup> 藤田（2017）

株価の変動により、株式上の評価を分析する諸法等を用いることができる。裁判所が事後に評価するのが容易であり、上記のような決めつけは良くない（飯田）。→株式市場の効率性や株式上の評価を分析する手法がどこまで信頼できるか（田中説は明らかに信頼できない方法を用いているとの評価を前提としているもののように思われる）。

### ③他の救済手段との関係

事前の差止め、事後の損害賠償・効力の否定

#### 【参考文献】

- ・ 飯田秀総（2011）「判批」民商 145 卷 3 号 118 頁
- ・ 同（2015）「株式買取請求・価格決定事件における株式市場価格の機能」商事 2076 号 38 頁
- ・ 石綿学（2012）「判批（下）」商事 1968 号 13 頁
- ・ 伊藤靖史（2013）「判批」判例評論 647 号 172 頁
- ・ 受川環大（2016）「本件判批」新・判例解説 Watch 商法 No.93・1 頁
- ・ 神田秀樹（2013）「金融・経済取引と損害賠償法理等のあり方」司法研修所論集 123 号 41 頁
- ・ 同「2016」「二段階 MBO における株式の取得価格の決定」法曹時報 68 卷 4 号 1 頁
- ・ 北村雅史（2016）「本件判批」法教 434 号 163 頁
- ・ 桑原聰子ほか（2016）「本件判批」商事 2114 号 16 頁
- ・ 柴田義明（2013）「判解」ジュリ 1455 号 99 頁
- ・ 白井正和ほか（2015）『M&A における第三者委員会の理論と実務』（商事法務）
- ・ 高原知明（2017）「本件判批」ジュリ 1503 号 87 頁
- ・ 田中亘（2016）「ジュピター・テレコム事件最高裁決定が残した課題」金商 1500 号 1 頁
- ・ 同（2017）「判批」ジュリ 1489 号 110 頁
- ・ 鳥山恭一（2016）「本件判批」法セミ 741 号 113 頁
- ・ 中嶋克久＝山田昌史（2017）「JCOM 最高裁決定の示唆する『公正な手続』と実務」商事 2126 号 28 頁
- ・ 日本証券経済研究所・金融商品取引法研究会（2016）「公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定請求と公正な対価」研究記録 58 号
- ・ 藤田友敬（2016）「本件判批」資料版商事 388 号
- ・ 同（2017）「本件判批」論究ジュリ 20 号 87 頁
- ・ 松尾健一（2012）「平成 23 年度会社法関係重要判例の分析（下）」商事 1973 号 69 頁
- ・ 松中学（2016）「本件判批」商事 2114 号 4 頁
- ・ 森・濱田松本法律事務所編（2015）『M&A 法大系』（有斐閣）
- ・ 弥永真生（2016）「本件判批」ジュリ 1498 号 2 頁
- ・ 柳明昌（2013）「判批」リマークス 46 号 94 頁
- ・ 湯原心一（2015）「判批」早法 90 卷 4 号 115 頁

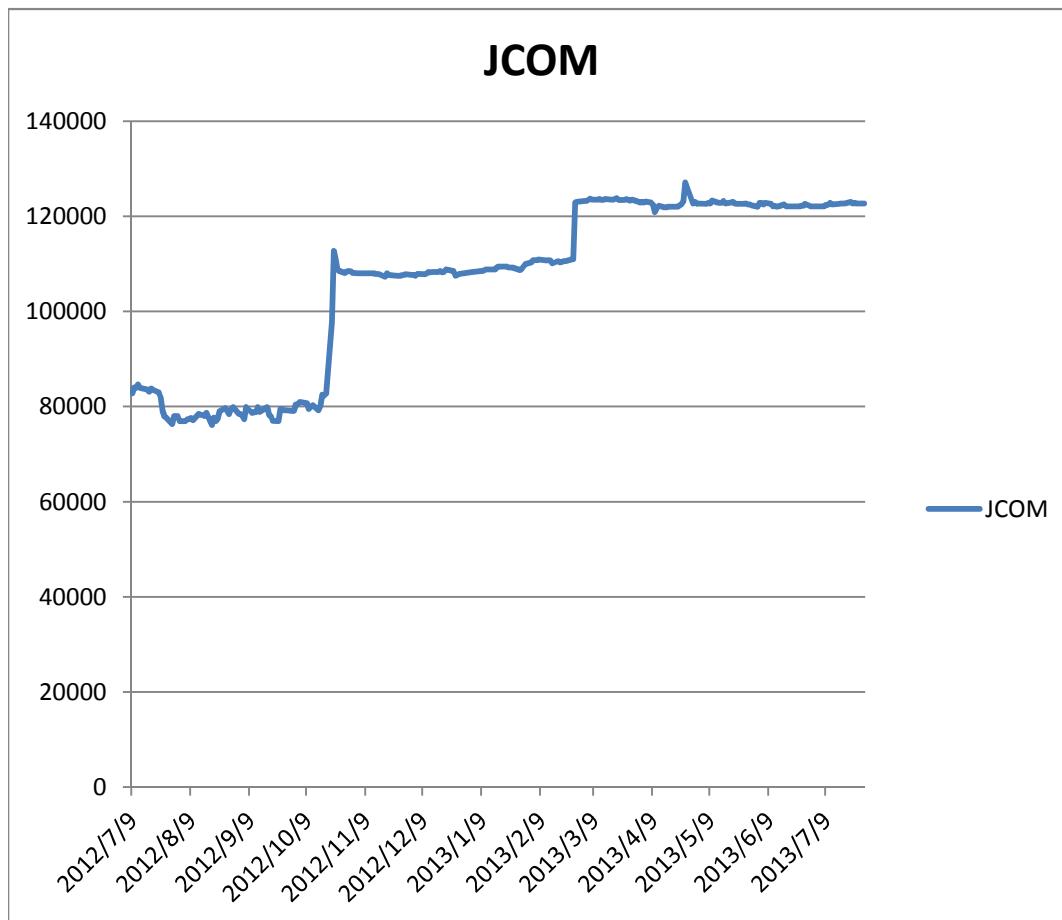
日付	始値	高値	安値	終値	出来高	売買代金
2012/7/9	82500	82900	81700	82800	2738	225,083,800
2012/7/10	82700	84100	82400	84000	3203	266,693,100
2012/7/11	83400	83900	83100	83900	1280	106,807,300
2012/7/12	83500	84800	83300	84700	4332	364,036,400
2012/7/13	84000	84200	83400	83900	1782	149,389,800
2012/7/17	83900	84000	82500	83600	3236	270,244,100
2012/7/18	83500	83600	82900	83100	1597	133,068,700
2012/7/19	83100	84000	83000	83800	3657	306,081,800
2012/7/20	83800	84700	83500	83500	4549	382,014,800
2012/7/23	83500	83500	82900	83000	2054	171,002,300
2012/7/24	82600	82800	81100	81900	4818	395,423,300
2012/7/25	79500	79800	75700	79100	7227	563,462,400
2012/7/26	78400	78600	77100	77900	5885	456,909,500
2012/7/27	76800	77800	76300	77600	6083	467,208,400
2012/7/30	77000	77000	76200	76300	5056	386,799,000
2012/7/31	76300	78000	76000	78000	3069	235,567,600
2012/8/1	78000	78000	76900	78000	2647	205,586,800
2012/8/2	77300	78200	77300	78000	2256	175,736,800
2012/8/3	77900	77900	76900	76900	1533	118,747,200
2012/8/6	76800	76900	76700	76900	1727	132,730,700
2012/8/7	76900	77500	76600	77300	2853	219,295,800
2012/8/8	77100	77300	76800	77300	1617	124,871,500
2012/8/9	77200	77700	76900	77600	3345	258,221,400
2012/8/10	77300	77600	77000	77100	1827	141,348,100
2012/8/13	77100	79000	77000	78500	2135	165,559,100
2012/8/14	78500	78500	78200	78300	965	75,677,000
2012/8/15	78300	78300	78100	78200	736	57,559,200
2012/8/16	78200	78900	77700	78000	1762	137,618,800
2012/8/17	77800	78700	77600	78700	1800	140,589,900
2012/8/20	78600	78600	76100	76100	3430	266,705,400
2012/8/21	76400	78800	76400	77700	2676	206,846,300
2012/8/22	77700	77700	76900	76900	1636	126,531,000
2012/8/23	76800	78200	76500	77400	1851	142,881,400
2012/8/24	77500	79400	77400	79000	2003	157,138,400
2012/8/27	78300	82000	78300	79700	1530	122,695,700
2012/8/28	79700	79700	79100	79100	908	72,041,700
2012/8/29	79100	81100	78400	78400	2229	175,972,700
2012/8/30	78400	79800	78200	79500	2281	180,307,700
2012/8/31	79500	80100	79300	79900	3713	296,171,600
2012/9/3	79400	79700	78500	78500	1253	98,754,200
2012/9/4	78500	79300	77900	78400	2219	173,757,500
2012/9/5	77700	78400	77700	78100	1865	145,607,900
2012/9/6	78100	78100	77300	77300	1247	97,061,100
2012/9/7	77400	80200	77400	79900	3616	283,590,900
2012/9/10	78600	79700	78000	78700	1768	139,046,200
2012/9/11	78600	78900	78200	78800	2178	171,158,500
2012/9/12	78500	78800	78500	78800	1854	145,902,500
2012/9/13	78600	79900	78500	79900	2297	181,863,900
2012/9/14	79700	80000	78800	78900	4226	337,241,800
2012/9/18	78800	79900	78500	79900	2153	170,231,100
2012/9/19	78700	79100	78000	78200	4793	376,426,300
2012/9/20	77800	78100	77200	77900	2878	223,109,500
2012/9/21	77200	77800	77000	77000	1253	96,831,500
2012/9/24	76500	77900	76500	76900	2212	170,696,100
2012/9/25	77700	79600	77700	79500	4112	323,938,500
2012/9/26	78100	79500	78100	79400	2476	195,899,800
2012/9/27	79000	79300	78500	79200	1347	106,141,000
2012/9/28	79200	79200	78300	79200	2406	189,844,500

日付	始値	高値	安値	終値	出来高	売買代金
2012/10/1	79200	81000	79000	79100	5052	402,389,600
2012/10/2	79000	79500	78600	79100	5461	431,382,500
2012/10/3	79100	80800	78700	80400	13131	1,047,664,300
2012/10/4	80500	81900	79600	80400	6676	537,477,200
2012/10/5	80400	81500	80300	81000	3127	252,484,700
2012/10/9	81000	81300	80700	80700	3445	278,985,600
2012/10/10	80700	81000	79500	79500	6131	494,704,100
2012/10/11	79800	80200	79700	79900	5719	457,343,100
2012/10/12	79900	81300	79900	80300	8075	649,263,500
2012/10/15	80000	80200	79200	79200	2106	168,300,800
2012/10/16	79200	81300	79100	80100	8194	657,435,300
2012/10/17	80100	82600	80100	82500	6209	503,720,200
2012/10/18	82300	82400	81600	82300	9094	747,207,900
2012/10/19	82300	83000	82200	82700	8323	686,379,600
2012/10/22	97700	97700	97700	97700	2269	221,681,300
2012/10/23	112700	112700	107100	112700	97995	10,883,948,600
2012/10/24	108000	112700	108000	111200	90789	9,961,838,900
2012/10/25	108800	109300	108600	108800	83737	9,124,511,800
2012/10/26	109000	109000	108300	108500	46795	5,090,575,200
2012/10/29	108500	108600	107900	108100	23364	2,529,036,000
2012/10/30	108100	108500	108000	108400	11915	1,289,908,900
2012/10/31	108200	108500	108200	108500	6076	658,277,600
2012/11/1	108400	108500	107900	108400	25463	2,755,155,900
2012/11/2	108100	108200	108000	108100	6423	694,396,500
2012/11/5	108100	108100	107900	108000	6720	725,842,800
2012/11/6	108000	108100	107900	108000	11847	1,279,556,500
2012/11/7	108000	108100	107900	108000	7730	834,814,500
2012/11/8	108000	108100	107900	108000	5542	598,546,800
2012/11/9	108000	108000	107900	108000	3049	329,142,500
2012/11/12	108000	108000	107900	108000	4527	488,652,000
2012/11/13	108000	108000	107900	108000	8156	880,727,400
2012/11/14	107900	108000	107900	107900	4116	444,369,600
2012/11/15	107900	108000	107900	107900	7966	860,147,500
2012/11/16	107900	108000	107800	107800	10057	1,084,922,500
2012/11/19	107800	107800	107300	107300	12270	1,320,375,300
2012/11/20	107400	108100	107400	108000	16105	1,736,811,500
2012/11/21	107900	108200	107700	107700	8615	930,013,400
2012/11/22	107700	107800	107600	107600	7104	764,917,100
2012/11/26	107600	107700	107400	107500	12827	1,379,694,400
2012/11/27	107500	107700	107400	107500	15999	1,720,508,600
2012/11/28	107500	107800	107500	107600	8662	932,068,900
2012/11/29	107700	107900	107700	107700	5013	540,393,200
2012/11/30	107800	108200	107700	107800	15966	1,722,527,800
2012/12/3	107800	107800	107500	107700	10135	1,090,731,500
2012/12/4	107700	107700	107400	107700	13632	1,465,755,700
2012/12/5	107700	107800	107400	107500	11718	1,260,729,100
2012/12/6	107500	107900	107500	107900	15436	1,662,101,600
2012/12/7	107800	107900	107800	107900	7844	845,871,500
2012/12/10	107800	107900	107700	107800	11360	1,224,719,000
2012/12/11	107900	108100	107800	108000	15977	1,724,970,100
2012/12/12	108000	108300	108000	108300	9484	1,025,439,400
2012/12/13	108200	108300	108200	108200	9917	1,073,487,600
2012/12/14	108300	108400	108100	108300	18816	2,036,018,300
2012/12/17	108200	108400	108100	108300	17683	1,914,002,900
2012/12/18	108300	108600	108300	108500	18029	1,955,841,800
2012/12/19	108500	108500	108200	108200	48427	5,248,623,000
2012/12/20	108300	108400	108200	108300	34067	3,688,502,100
2012/12/21	108300	108800	108200	108800	18496	2,003,945,300

日付	始値	高値	安値	終値	出来高	売買代金
2012/12/25	108700	108700	108400	108500	5981	648,789,400
2012/12/26	108000	108000	107300	107500	12019	1,295,119,000
2012/12/27	107500	107900	107500	107700	7193	774,867,900
2012/12/28	107600	107900	107500	107900	10501	1,130,803,500
2013/1/4	108000	108400	108000	108300	14681	1,589,017,000
2013/1/7	108300	108400	108200	108400	50455	5,464,835,200
2013/1/8	108300	108500	108200	108500	25614	2,774,545,600
2013/1/9	108500	108600	108400	108500	20372	2,210,184,200
2013/1/10	108500	108600	108500	108600	11552	1,253,919,700
2013/1/11	108500	108800	108500	108800	17137	1,860,685,800
2013/1/15	108700	108900	108600	108800	10784	1,172,612,000
2013/1/16	108800	109100	108700	108800	8785	956,529,700
2013/1/17	109000	109300	109000	109300	4651	507,480,700
2013/1/18	109200	109500	109200	109400	10569	1,155,625,000
2013/1/21	109200	109400	109100	109400	12373	1,351,656,300
2013/1/22	109300	109400	109200	109400	9042	988,261,300
2013/1/23	109300	109400	109200	109200	8578	937,244,600
2013/1/24	109200	109300	109100	109200	11339	1,238,326,500
2013/1/25	109200	109200	109100	109200	4815	525,648,300
2013/1/28	109200	109200	108500	108800	27446	2,987,381,800
2013/1/29	108800	108800	108400	108700	12600	1,368,264,000
2013/1/30	108700	109100	108500	109000	19389	2,108,704,300
2013/1/31	109000	109500	109000	109500	12778	1,395,340,600
2013/2/1	109300	110100	109200	110000	26709	2,932,043,400
2013/2/4	109800	110500	109800	110300	27095	2,984,973,600
2013/2/5	110100	110900	110100	110800	21147	2,334,539,100
2013/2/6	110100	111000	110100	110800	21601	2,390,332,000
2013/2/7	110800	111000	110600	110800	17946	1,988,465,600
2013/2/8	110700	110900	110400	110900	38160	4,226,651,000
2013/2/12	110300	110700	110200	110700	28149	3,108,295,200
2013/2/13	110600	111000	110400	110800	7171	793,845,200
2013/2/14	110600	110800	110500	110700	7599	841,085,300
2013/2/15	110600	110700	109700	110100	10490	1,155,427,200
2013/2/18	110200	110700	110200	110600	2214	244,613,000
2013/2/19	110500	110600	110300	110300	3419	377,627,300
2013/2/20	110300	110500	110300	110400	3551	392,226,100
2013/2/21	110300	110600	110300	110600	6975	770,481,800
2013/2/22	110400	110700	110400	110600	12037	1,330,622,700
2013/2/25	110500	111100	110500	110900	3929	435,143,900
2013/2/26	110900	111100	110500	111000	1446	160,478,200
2013/2/27	122600	122900	122600	122900	26838	3,295,712,400
2013/2/28	123000	123100	122900	123000	16409	2,018,285,000
2013/3/1	123000	123100	122900	123100	9070	1,115,680,100
2013/3/4	123100	123200	123000	123200	3238	398,681,800
2013/3/5	123100	123200	123100	123200	17520	2,158,099,000
2013/3/6	123100	123400	123100	123400	7811	962,412,500
2013/3/7	123700	123900	123200	123700	28087	3,471,017,100
2013/3/8	123600	123700	123200	123500	26006	3,210,767,700
2013/3/11	123500	123600	123300	123500	15720	1,940,767,900
2013/3/12	123500	123600	123400	123600	9285	1,146,858,600
2013/3/13	123500	123600	123400	123400	5255	648,824,400
2013/3/14	123400	123600	123400	123500	6848	845,825,900
2013/3/15	123600	123700	123400	123600	16052	1,982,955,500
2013/3/18	123500	123600	123400	123500	3443	425,168,800
2013/3/19	123400	123500	123400	123500	5634	695,473,800
2013/3/21	123400	124000	123400	123800	13625	1,684,212,700
2013/3/22	123500	123700	123300	123400	20134	2,485,208,000
2013/3/25	123400	123500	123300	123400	7432	917,193,500

日付	始値	高値	安値	終値	出来高	売買代金
2013/3/26	123400	124100	123400	123600	20718	2,560,682,400
2013/3/27	123400	123500	123400	123400	1517	187,255,100
2013/3/28	123400	123500	123300	123300	4999	616,948,000
2013/3/29	123300	123500	123200	123500	28314	3,491,233,400
2013/4/1	123200	123300	123100	123100	5136	632,636,500
2013/4/2	123000	123100	122900	122900	12975	1,595,372,100
2013/4/3	122600	123000	122600	123000	43305	5,312,283,200
2013/4/4	122700	122900	122700	122900	16612	2,039,124,600
2013/4/5	123000	123600	123000	123100	27744	3,413,823,100
2013/4/8	122100	123000	122100	122900	6379	784,226,800
2013/4/9	122600	122600	121700	122500	7484	913,532,000
2013/4/10	122100	122100	120900	120900	67507	8,199,702,900
2013/4/11	121400	121700	121300	121700	4558	554,010,200
2013/4/12	121800	122300	121800	122200	2386	290,921,600
2013/4/15	121900	122500	121900	121900	1122	136,901,900
2013/4/16	121900	122000	121900	121900	2819	343,654,000
2013/4/17	122000	122400	121900	122000	2569	314,043,100
2013/4/18	122000	122400	121900	122000	1967	240,077,400
2013/4/19	122000	122200	122000	122000	2587	315,646,800
2013/4/22	122000	122400	121900	122000	704	85,947,500
2013/4/23	122000	122300	122000	122300	482	58,845,500
2013/4/24	122300	123100	122300	122500	6001	737,028,700
2013/4/25	123000	123200	122500	123100	11738	1,443,839,600
2013/4/26	123100	127200	123000	127100	9754	1,212,486,400
2013/4/30	122500	123900	122500	122700	2305	283,559,400
2013/5/1	122800	123500	122800	123000	145	17,878,000
2013/5/2	123000	123500	122700	122700	599	73,779,300
2013/5/7	123000	123000	122600	122600	944	115,807,000
2013/5/8	122600	123500	122600	122800	1657	203,518,000
2013/5/9	122800	122800	122700	122700	81	9,943,200
2013/5/10	123200	123300	123200	123300	254	31,303,400
2013/5/13	123300	123400	122800	122900	251	30,870,500
2013/5/14	123000	123200	122800	122800	375	46,086,900
2013/5/15	122800	123000	122800	122800	314	38,563,100
2013/5/16	122900	123200	122800	123200	380	46,671,300
2013/5/17	122700	123100	122700	122700	56	6,877,800
2013/5/20	123100	123200	122700	122900	485	59,571,300
2013/5/21	122700	123000	122700	123000	374	45,896,600
2013/5/22	122700	122900	122700	122700	91	11,167,100
2013/5/23	122700	122800	122600	122600	418	51,289,400
2013/5/24	122700	122900	122600	122600	205	25,141,200
2013/5/27	122900	122900	122600	122600	215	26,360,500
2013/5/28	122600	122700	122500	122700	1266	155,183,000
2013/5/29	122500	122600	122500	122500	430	52,676,200
2013/5/30	122600	122600	122500	122500	591	72,401,400
2013/5/31	122700	122700	122300	122300	2200	269,317,600
2013/6/3	122300	122400	121900	122000	3816	465,713,300
2013/6/4	122000	122800	121800	122800	864	105,385,600
2013/6/5	122500	122800	121900	122800	430	52,522,500
2013/6/6	122000	122700	121800	122500	1457	177,895,500
2013/6/7	122000	122800	121600	122800	1165	142,204,200
2013/6/10	122400	122600	121800	122600	519	63,309,300
2013/6/11	122100	122300	122000	122100	536	65,440,800
2013/6/12	122100	122200	122000	122200	634	77,369,400
2013/6/13	122100	122100	122000	122000	1118	136,406,600
2013/6/14	122100	122500	122000	122100	445	54,309,000
2013/6/17	122000	122500	122000	122500	421	51,401,300
2013/6/18	122100	122300	122000	122100	300	36,611,000

日付	始値	高値	安値	終値	出来高	売買代金
2013/6/19	122100	122500	122100	122100	214	26,132,400
2013/6/20	122100	122100	122000	122100	204	24,900,000
2013/6/21	122100	122200	122000	122100	405	49,421,800
2013/6/24	122200	122200	122000	122100	213	25,993,800
2013/6/25	122100	122400	122000	122100	313	38,223,600
2013/6/26	122200	122300	122100	122200	259	31,635,500
2013/6/27	122200	122200	122000	122200	2202	268,702,500
2013/6/28	122200	122600	122100	122600	474	58,033,300
2013/7/1	122100	122200	122100	122100	169	20,638,800
2013/7/2	122100	122200	122100	122100	775	94,632,900
2013/7/3	122100	122200	122100	122100	160	19,538,700
2013/7/4	122100	122200	122100	122100	345	42,126,600
2013/7/5	122100	122200	122100	122100	185	22,591,500
2013/7/8	122100	122200	122100	122100	208	25,398,400
2013/7/9	122200	122400	122200	122400	485	59,302,200
2013/7/10	122400	122400	122300	122400	251	30,720,900
2013/7/11	122400	122800	122400	122800	1755	215,303,600
2013/7/12	122500	122500	122500	122500	4	490,000
2013/7/16	122600	122700	122600	122600	255	31,265,900
2013/7/17	122600	122800	122500	122700	2070	253,988,900
2013/7/18	122700	122800	122700	122700	43	5,276,400
2013/7/19	122700	122900	122700	122700	131	16,075,400
2013/7/22	122700	123000	122700	123000	142	17,426,800
2013/7/23	122900	122900	122700	122700	1326	162,702,900
2013/7/24	122700	122800	122700	122800	3049	374,113,200
2013/7/25	122700	122700	122700	122700	46	5,644,200
2013/7/26	122700	123000	122700	122700	1301	159,686,200
2013/7/29	122300	122800	122300	122700	529	64,882,600



平成28年（許）第4号ないし第20号

株式取得価格決定に対する抗告棄却決定に対する許可抗告事件

平成28年7月1日 第一小法廷決定

## 主 文

- 1 原決定を破棄し、原々決定を取り消す。
- 2 平成28年（許）第4号相手方ら・同第5号ないし第20号抗告人が有していた別紙保有株式数一覧表記載の同第4号抗告人・同第5号ないし第20号相手方の全部取得条項付種類株式の取得の価格をいずれも1株につき12万300円とする。
- 3 手続の総費用は各自の負担とする。

## 理 由

平成28年（許）第4号抗告代理人関口健一ほかの抗告理由、同第5号抗告代理人豊島真、同赤塚洋信及び同高橋将志の抗告理由、同第6号ないし第18号抗告代理人大塚和成ほかの抗告理由、同第19号抗告人の抗告理由並びに同第20号抗告人の抗告理由（ただし、いずれも排除された部分を除く。）について

- 1 本件は、平成28年（許）第4号抗告人・同第5号ないし第20号相手方（以下「抗告人」という。）による全部取得条項付種類株式の取得に反対した抗告人の株主である同第4号相手方ら・同第5号ないし第20号抗告人（以下「相手方ら」という。）が、会社法172条1項（平成26年法律第90号による改正前のもの。以下同じ。）に基づき、全部取得条項付種類株式の取得の価格（以下「取得価格」という。）の決定の申立てをした事案である。

2 原審の適法に確定した事実関係の概要は、次のとおりである。

(1) 抗告人は、平成22年6月当時、その発行する普通株式（以下「本件株式」という。）を大阪証券取引所のJASDAQスタンダード市場に上場していたが、A及びBが合計して抗告人の総株主の議決権の70%以上を直接又は間接に有していた。

(2) A及びBは、両社で抗告人の株式を全部保有することなどを計画し、A、B外1社は、平成25年2月26日、買付予定数を180万1954株、買付期間を同月27日から同年4月10日まで（30営業日）、買付価格を1株につき12万3000円（以下「本件買付価格」という。）として本件株式及び抗告人の新株予約権（以下「本件株式等」という。）の全部の公開買付け（以下「本件公開買付け」という。）を行う旨、本件株式等の全部を取得できなかったときは、抗告人において本件株式を全部取得条項付種類株式とすることを内容とする定款の変更を行うなどして同株式の全部を本件買付価格と同額で取得する旨を公表した。

抗告人は、上記の公表に先立ち、本件公開買付けに関する意思決定過程からA及びBと関係の深い取締役を排除し、両社との関係がないか、関係の薄い取締役3人の全員一致の決議に基づき意思決定をした。また、抗告人は、法務アドバイザーに選任したC法律事務所から助言を受け、財務アドバイザーに選任したD証券株式会社から、本件株式の価値が1株につき12万3000円を下回る旨の記載のある株式価値算定書を受領するとともに、本件買付価格は妥当である旨の意見を得ていた。さらに、抗告人は、有識者により構成される第三者委員会から、本件買付価格は妥当であると認められる上、株主等に対する情報開示の観点から特段不合理な点は認められないなどの理由により、本件公開買付けに対する応募を株主等に対して

推奨する旨の意見を表明することは相当である旨の答申を受けて、同年2月26日、同答申のとおり本件公開買付けに対する意見を表明した。

(3) 平成25年6月28日に開催された抗告人の株主総会において次のアからウまでの決議がされ、併せて、同日開催された普通株式の株主による種類株主総会においてイの決議がされた（以下、上記各株主総会を「本件総会」という。）。

ア 残余財産の分配についての優先株式であるA種種類株式を発行することができる旨定款を変更する。

イ 抗告人の普通株式を全部取得条項付種類株式とし、抗告人がこれを取得する場合、その対価として全部取得条項付種類株式1株につきA種種類株式69万4478分の1株の割合をもって交付する旨定款を変更し、この変更の効力発生日を平成25年8月2日とする。

ウ 抗告人は、取得日を平成25年8月2日と定めて、全部取得条項付種類株式の全部を取得する。

(4) 平成25年8月2日、前記(3)イの定款変更の効力が生じ、抗告人は、同日、全部取得条項付種類株式の全部を取得した。

(5) 相手方らは、本件総会に先立ち、前記(3)の各決議に係る議案に反対する旨を抗告人に通知し、かつ、本件総会において、同議案に反対した。そして、相手方らは、会社法172条1項所定の期間内に、取得価格の決定の申立てをした。

3 原審は、上記事実関係の下において、次のとおり判断して、相手方らが有していた別紙保有株式数一覧表記載の全部取得条項付種類株式の取得価格をいずれも1株につき13万0206円とすべきものとした。

本件買付価格は、基本的に株主の受けける利益が損なわれることのないように公正

な手続により決定されたものであり、本件公開買付け公表時においては公正な価格であったと認められるものの、その後の各種の株価指数が上昇傾向にあったことなどからすると、取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をするなどして本件株式の取得価格を算定すべきであり、本件買付価格を本件株式の取得価格として採用することはできない。

4 しかしながら、原審の上記判断は是認することができない。その理由は、次のとおりである。

(1) 株式会社の株式の相当数を保有する株主（以下「多数株主」という。）が当該株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引においては、多数株主又は上記株式会社（以下「多数株主等」という。）と少数株主との間に利益相反関係が存在する。しかしながら、独立した第三者委員会や専門家の意見を聞くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。そうすると、上記買付け等の価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているということができる。上記の場合において、裁判所が、上記買付け等の価格を上記株式の取得価格として採用せず、公開買付け公表後の事情を考慮した補正を

するなどして改めて上記株式の取得価格を算定することは、当然考慮すべき事項を十分考慮しておらず、本来考慮することが相当でないと認められる要素を考慮して価格を決定するものであり（最高裁平成26年（許）第39号同27年3月26日第一小法廷決定・民集69巻2号365頁参照），原則として、裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ない。

(2) したがって、多数株主が株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合は、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。

5 以上と異なる原審の判断には、裁判に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反がある。抗告人の論旨は理由があり、その余の論旨について判断するまでもなく、原決定は破棄を免れない。

そして、以上に説示したところによれば、本件株式の取得価格は、抗告人の主張するとおり、原則として本件買付価格と同額となるものというべきであり、本件の一連の取引においてその基礎となった事情に予期しない変動が生じたとは認められ

ない。したがって、原々決定を取り消し、相手方らが有していた別紙保有株式数一覧表記載の抗告人の全部取得条項付種類株式の取得価格をいずれも1株につき12万3000円とすることとする。

よって、裁判官全員一致の意見で、主文のとおり決定する。なお、裁判官小池裕の補足意見がある。

裁判官小池裕の補足意見は、次のとおりである。

私は、法廷意見に賛同するものであるが、会社法172条1項に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格の決定に関する裁判所の合理的な裁量の在り方という点について、補足して意見を述べることとしたい。

会社法172条1項に基づき全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てがされた場合には、裁判所は、株主総会で定められた取得対価が存することを前提として、合理的な裁量に基づき、その対価を変更することの要否を判断し、変更を要するときは独自にその対価を算定し、取得価格を定めるものとされる。

この場合において、裁判所は、関係当事者によって形成された取引条件に関する判断や合意を対象として裁量的な判断をすることになるが、関係当事者の判断等の形成過程の公正さ、その判断等に基づく取引に関する関係当事者の予測可能性と利害、取引の衡平の確保等を考慮し、どこまでその判断等に介入するかについて検討する必要があると考えられる。

ところで、相互に特別の資本関係がない会社間の企業再編取引における株式買取請求に伴う株式の買取価格の決定の事案について、一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、株主総会における株主の合理的判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情のない限り、当該株式移転における株式移転

比率は公正なものとみるのが相当であるとされる（最高裁平成23年（許）第21号、第22号同24年2月29日第二小法廷決定・民集66巻3号1784頁参照）。

本件は、多数株主による完全子会社化に向けた公開買付けと全部取得条項付種類株式の全部取得という二段階取引が行われた事案であり、多数株主等と少数株主との間に利益相反関係が存し、会社から退出を余儀なくされる少数株主の保護が要請される取引が対象となっている。しかし、このように構造的な利益相反関係が存する場合についても、取引に関する意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、一般に公正と認められる手続が実質的に行われ、多数株主等と少数株主との利害が適切に調整され、株式の買付価格が公正に定められたものと認められる場合には、裁判所は、独立当事者間の取引の場合と同様に、原則としてこのような手続を通じて定められた価格（取引条件）を尊重すべきものであると考えられる。すなわち、裁判所は合理的な裁量に基づいて株式の取得価格の決定をするが、その判断においては、まず、関係当事者間の取引において一般に公正と認められる手續が実質的に行われたか否か、買付価格がそのような手續を通じて形成された公正な価格といえるか否かを認定することを要し、それが認定される場合には、原則として、公正な手續を通じて形成された取引条件である買付け等の価格を尊重し、取引の基礎とした事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情のない限り、当該買付け等の価格をもって取得価格とすべきものであると解するのが相當である。

株式価格の形成には多元的な要因が関わることから、種々の価格算定方式が存在する。そのため、株式価格の算定の公正さを確保するための手続等が講じられた場合

にも、将来的な価格変動の見通し、組織再編等に伴う増加価値等の評価を考慮した株式価格について一義的な結論を得ることは困難であり、一定の選択の幅の中で関係当事者、株主の経済取引的な判断に委ねられる面が存するといわざるを得ない。このような株式価格の算定の性質からすると、本件のような事案において、裁判所は、買付け等の価格という取引条件の形成に関わる手続の公正について的確に認定するという点で特に重要な機能を果たすものといえる。そして、公正な手続等を通じて買付け等の価格が定められたとは認められない場合には、裁判所が取得価格を決定することになるが、その算定方法は市場株価分析によらざるを得ないこともあろう。ただし、裁判所が裁量権の行使に当たり、関係当事者等の経済取引的な判断を尊重してこれに委ねるべきか否かを判断するに当たっては、この方法が株式価格に関する多元的な要因を広く捉えるものとはいひ難いという点も考慮する必要がある。

原審は、本件の一連の取引は基本的に公正な手続を通じて行われたということができ、株式の取得日における客観的価値が市場株価から補正すべき事情がない場合であれば、本件買付価格は公正な価格といえるとしている。その上で、仮に本件公開買付けがなければ、本件株式は株価指標の推移に連動して一定程度の上昇があつたと考えるのが合理的であるとし、取得価格の算定に当たり、本件買付価格を採用することなく、株価の回帰分析の方法等に基づく算定をした。しかし、一般に公正と認められる手続を通じて本件買付価格が定められた場合には、取引の基礎とした事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情のない限り、その価格を尊重しこれを取得価格とすべきものであるところ、原審は、特段の事情が認められないにもかかわらず本件買付価格を採用しなかった上、本件買付価格には取得日

までに生ずべき市場の一般的な価格変動が織り込まれているといえるにもかかわらず改めて事後の事情を考慮した補正をする算定をしており、本件取得価格の算定に関する原審の判断は、裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ないと考える。

なお付言すると、本件において上記の特段の事情が認められないことは、少数株主の多数や株式市場によって本件買付価格が受け入れられたとみられことなどからも裏付けられるといえるであろう。

(裁判長裁判官 山浦善樹 裁判官 櫻井龍子 裁判官 池上政幸 裁判官  
大谷直人 裁判官 小池 裕)

(別 紙)

#### 保有株式数一覧表

X 1	7 9 3 0 株
X 2	8 5 7 2 株
X 3	3 万 3 0 5 8 株
X 4	4 万 1 4 1 2 株
X 5	3 2 4 株
X 6	7 万 5 6 5 3 株
X 7	6 1 1 5 株
X 8	9 0 8 6 株
X 9	2 9 8 4 株
X 10	3 万 5 5 0 2 株
X 11	8 万 1 7 0 0 株

X 1 2	3 万 1 7 2 3 株
X 1 3	1 6 1 7 株
X 1 4	3 4 4 6 株
X 1 5	1 株
X 1 6	5 6 株