

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

文責：山田 康平

監修：若林 茂雄

[判決の概要]

最高裁は、一般に公正と認められる手続により公開買付けが行われ、その後に当該株式会社を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、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と判示した。

[事案の概要]

- 1 本件は、株式会社ジュピターテレコム（以下「**原告人**」という。）がその発行する普通株式（以下「**本件株式**」という。）を JASDAQ スタンダード市場に上場していたところ、住友商事株式会社（以下「**住友商事**」という。）及び KDDI 株式会社（以下「**KDDI**」という。）が本件株式の公開買付けを実施した後、原告人の株主総会において、本件株式に全部取得条項を付し、原告人がこの全部を取得することが決議されたことを受けて、当該全部取得条項付種類株式の取得に反対した原告人の株主ら（以下「**相手方ら**」という。）が、平成 26 年改正前会社法 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 本件において、住友商事及び KDDI は、両社で原告人の株式を全部保有することなどを計画し、本件株式及び原告人の新株予約権（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**」といい、本件公開買付けの価格を「**本件買付価格**」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、原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ていた。

また、原告人は、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住友商事及び KDDI 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、原告人は、法務アドバイザーに選任した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、原告人は、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、同答申のとおり本件公開買付けに対する意見を表明していた。

[判決要旨]

- 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出来る。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 卷 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。

[解説]

1 全部取得条項付種類株式の取得価格の決定方法

- (1) 反対株主から全部取得条項付種類株式の取得価格の決定が申し立てられた場合、裁判所は、取得日における当該株式の「公正な価格」を決定することとなる（会社法 172 条 1 項、173 条 1 項）¹。

¹ 山下友信編『会社法コンメンタール 4-株式(2)』105 頁（商事法務、2009）〔山下友信〕、最判平成 21 年 5 月 29 日金商 1326 号 35 頁（田原睦夫裁判官補足意見）等。

(2) そして、この取得価格について、本判決の第1審²は、「裁判所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、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、これを本件についてみると、本件取引³が行われなかっ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なるべき部分（以下、これらを「客観的価値」、「増加価値分配価格」とそれぞれいう。）とすることができる⁴。そして、裁判所による取得価格の決定は、客観的に定まっている過去の株価の確認ではなく、新たに公正な価格を形成するものであり、裁判所の合理的な裁量に委ねられていると解される（最高裁判所第一小法廷昭和48年3月1日決定）」と判示し、評価基準時点である取得日より9か月以上前の市場株価を算定の基礎に用いること等を踏まえ、回帰分析による補正を行った上で、取得日における客観的価値を算定した。

また、本判決の原審⁵がどのように判示したかは必ずしも明らかでないが、本判決の補足意見によれば、「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」とした上で、「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っ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」を用いたとのことであるので、第1審同様に、客観的価値について裁判所の裁量により算定を行ったものと思われる。

(3) これに対し、本判決は、「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」と判示しており、裁判所の裁量を制限的に解したものと考えられる。

そして、本判決の補足意見は、「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）を尊重すべきである。」、「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続が実質的に行われたか否か、買付価格がそのような手続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、公正な手続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当である。」と述べており、裁判所は手続の公正

² 東京地決平成27年3月4日金商1465号42頁。

³ 本件株式等を取得するための一連の手続をいう。

⁴ 前掲・最判平成21年5月29日（田原睦夫裁判官補足意見）と同旨と考えられる。

⁵ 東京高決平成27年10月14日（平成27年（ラ）第663号）。

さに重点を置いて審査すべきであることが強調されている。

以上の考え方は、独立当事者間の MBO においては、取締役は自社の企業価値を毀損するような取引をあえて提案する動機はなく、また、株主も自己の不利益となるような取引をあえて承認する動機はないのであるから、特段の事情がない限り、裁判所は、当該取引によって、①企業価値が増大し、かつ、②企業価値の増加分は株主に公正に分配されていることを前提にして、「公正な価格」を決すべきであり、その結果、通常は、MBO を前提にして形成された基準日⁶における株式の現実の価格（上場株式では、原則として市場株価によって算定される。）をもって、「公正な価格」とすることになる、という近時の学説の指摘⁷と親和的であると考えられる。

- (4) なお、MBO が公正な手続によって行われたと認められない場合は、取締役及び多数株主の判断を尊重することはできないため、裁判所が独自に「公正な価格」を決定する必要があると考えられるところ⁸、客観的価値及び増加価値分配価格の合計が「公正な価格」であり、当該価格決定は裁判所の裁量に委ねられているとする第 1 審の判示は、この場合にはなお妥当すると考えることができ、本判決は必ずしもこれを否定するものではないと考えられる。

2 実務上の意義

- (1) 裁判所が裁量的に「公正な価格」を算出することについては、従来より実務の観点からも批判が強かったところであるが⁹、本判決により、裁判所は手続の公正さに重点を置いて審査を行うことが明らかにされたといえる。

したがって、今後 MBO を行う場合には、本判決において指摘されている手続と同程度の手続を実施することを検討することとなろう。また、本判決により、MBO に要するコストの予測可能性が高まったといえるとともに、反対株主からの全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立ても減少する可能性があると考えられる。

- (2) なお、本判決は、全部取得条項付種類株式を用いた MBO に関するものであるところ、平成 26 年の会社法改正に伴い、MBO の方法としては、①株式等売渡請求（会社法 179 条 1 項）、②株式併合（180 条）を用いることが増加すると予想されるため、本判決の射程がこれらの手続にも及ぶかが問題となる。この点、いずれの方法によったとしても経済実質はほぼ同じであり、形式的な方法の相違によって反対株主に与えられる救済内容が異なるとするのは不合理であることからすると¹⁰、本判決の射程はこれらの手続にも及ぶと解するのが合理的と思われるが、本判決の判旨からは明らかでないため、今後の議論の成熟が期待される。

以上

⁶ 全部取得条項付種類株式の全部取得の場合は取得日を指す。

⁷ 田中亘「総括に代えて－企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務－企業再編のすべて』226 頁（商事法務、2014）

⁸ 田中・前掲 231 頁。

⁹ 山下・前掲 109 頁、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 7 頁以下。

¹⁰ 田中・前掲 217 頁参照。