

判例研究

株式公開買付け後に全部取得条項付種類株式 となった株式の取得価格決定手続 (最決[1小]平成28年7月1日民集70巻6号1445頁)

河野正憲

【判示事項】

株式会社の株式の相当数を保有する株主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、上記公開買付けが一般に公正と認められる手続により行われた場合における会社法（平成26年法律第90号による改正前のもの）172条1項にいう「取得の価格」

【決定要旨】

株式会社の株式の相当数を保有する株主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、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど当該株主又は当該株式会社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公開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。（補足意見がある。）

最高裁平成 28 年 7 月 1 日第 1 小法廷決定（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（許）第 4～20 号、最高裁民集 70 卷 6 号 1445 頁

破棄自判

原原審：東京地方裁判所平成 25 年 3 月 4 日決定

原審：東京高等裁判所平成 27 年 10 月 14 日決定

【事実関係】

本件は、Y（株式会社ジュピターテレコム：原告人・相手方・利害関係人）による全部取得条項付種類株式の取得に反対した Y の株主である X ら（原告人・相手方・申立人）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）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。原審が適法に確定した事実関係の概要は以下の通りである。

(1) Y は、平成 22 年当時、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、S 及び K は合計して Y の総株主の議決数の 70% 以上を直接又は間接に有していた。

(2) S 及び K は、両社で Y の株式を全部保有することなどを計画し、S、K 外 1 社は平成 25 年 2 月 26 日、買付予定数を 180 万 1945 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 の新株予約権（以下「本件株式等」という。）の全部公開買付け（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 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と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 は、前記の公表に先立ち、本件公開買付けに関する意思決定過程から S 及び K と関係の深い取締役を排除し、両社と関係がないか、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 は法務アドバイザーに選任した森・濱田松本法律事務所から助言を受け、財務アド

株式公開買付け後に全部取得条項付種類株式となった株式の取得価格決定手続（河野）
バイザーに選任した三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社から、本件株式の価格が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。

S、K等による本件公開買付けは予定どおり本件買付価格（12万3000円）で行われたが、S、K等はこれによりY株式全部を取得することはできなかった。そこで、Y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ために、平成25年6月28日にYの株主総会が開催された。

(3) Yの同株主総会において次のアからウまでの決議がなされた。

- 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の普通株式を全部取得条項付種類株式とし、Y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、前記イの定款変更の効力が生じ、Y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（16人。相手方、抗告人、申立人）は、本件株主総会に先立ち、前記(3)の各決議に反対する旨をY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項所定の期間内に買取価格決定の申立てをした。

原原審は、本件株式取得価格はいずれも1株につき13万0206円とする

との決定を下した。原審もまた、原原審の判断と同一であるとして、その判決を引用し（民集 70 卷 6 号 1601 頁）、本件抗告を棄却した。

抗告審が援用する原原審の理由によれば、本件株式の取得価格を算定するにつき次のように述べた（2 争点（2）本件株式の取得価格について。民集 1561 頁以下）。

まず、取得価格の算定方法についての一般的な考え方を検討し、「会社法 172 条 1 項による全部取得条項付種類株式の取得価格算定の申立てがされた場合に裁判所が定めるべき価格は、株式買取請求の場合（会社法 785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 項等）と同じく公正な価格を意味すると解されること、取得価格決定の制度が取得日において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填補するものであることにかんがみると、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式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、本件取引が行われなかったならば株主が享受してしかるべき部分（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。）ということができる。

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ゆだ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）」と述べる。

このような一般論に続いて、原審は、本件に関して上記一般論を敷衍して、本件取得日（平成 25 年 8 月 2 日）における株価を算定するにあたり、まず、平成 22 年 2 月に行われた S による公開買付けにつき、その買取価格が 12 万 3000 円であったことにつき、市場価格が本件報道後に示した異常な値動きを排除するため、報道前の市場価格を基準として回帰分析による検証の結果、「本件取引は基本的には株主の受けるべき利益が損なわれることのないように公正な手続を通じて行われたということができ、本件公開買付け開始当時において、少なくとも 2 月公開買付価格は適正な増加価値分配価格を織り込んだものであったと認めるのが相当である」（民集 1572 頁）り、「本件株式の本件取得日における客観的価値が本件報道前の市場価格から補正すべき事情がない場合であれば 2 月公開買付価格は、上

株式公開買付け後に全部取得条項付種類株式となった株式の取得価格決定手続（河野）記株価を基準として適切な増加価値分配価格が付加された公正な価格と認めることができる」とする（民集 1573 頁）。しかし、本件で原審は更に加えて、「本件においては、本件公開買付けを公表した後の事情により、本件取得日における株式の客観的価値が本件報道前の市場価格から認められる価値と比較して増加しており、補正を行う必要がある。」とし、増加価値の分配価値は、「本件株式の客観的価値に対して 25%と認めるのが相当」だとして、1 株につき 13 万 0206 円と定めるのが相当だとした（民集 1575 頁以下）。

Y 抗告。X らも、本件増加価値は 50%又は 33%だとして抗告。破棄自判。

【決定理由】

「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受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変動価格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い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。X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、Xの主張するとおり、原則として本件買付価格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、Yらが有していた別紙保有株式数一覧表記載のX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。」

裁判官小池裕の補足意見がある。

【研究】

1 本件は、会社の多数株主により当該会社の株式につき公開買付けが行われたが、その際、この公開買付けに応じなかった株主がいる場合には、その後の株主総会で当該株式が全部取得条項付株式に変更される旨の決議

株式公開買付け後に全部取得条項付種類株式となった株式の取得価格決定手続（河野）がなされており、この公開買付けに応じなかった株主が当該株主総会での決議に反対し、裁判所に株式買取価格の決定を求める申立てをなした事案である。

会社法は、116条1項1号から3号に掲げる場合において、株主総会決議に反対する株主に、会社に対して自己の有する株式を「公正な価格」で買い取ることを請求することができるものとしている。また、株主総会の決議で全部取得条項付種類株式を発行した場合に、その株主総会決議に反対した株主及び議決権を行使する事ができなかった株主は、裁判所に対して当該株式の価格の決定の申立をすることができることとしている（会社法172条1項）。

本件では、多数株主による株式公開買付けが行われ、売渡に応じなかった株主の株式については、その後開催された株主総会でこれらの株式を全部取得条項付種類株とした後に会社から買取がなされた。すなわち、まず、①多数株主による公開買付けがなされたことにより、株式の市場における多数株主と公開買付けに応じた株主間での株式の売買がなされた。もっとも、②それに先立って、株式公開買付けに応じなかった株主の有する株式につき、①の公開買付け後に開催される株主総会で、該当株式につき会社による全部取得条項付株式に変更する旨の株主総会決議の後公開買付け価格と同額で会社による株式取得がなされることが公開されていた。③本件公開買付け（上記①）ではこれに応じない株主がいたことから、該当株式につき会社による全部取得条項付株式に変更する旨の株主総会決議がなされた。そしてその後、④上記株主総会で公開買付けに反対した株主から公開買付け価格よりも高額での会社による株式取得がなされるべきことを求めて裁判所に対して株式の買取価格の決定の申立がなされた。したがって、本件では形式上①及び④の2度の株式売買契約がなされているが（「2段階のキャッシュアウト取引」といわれる。）、特に、④の裁判所による株式買取価格決定手続の在り方が直接問題とされた。

本件最高裁決定は、裁判所が行う株式価格決定手続に関して、それに先行する株式公開買付けにおける株価決定手続と裁判所における株式買取価格決定手続の関係につきいくつかの新たな方向を示しており、注目すべき決定である。特に、この株式価格決定手続（会社法172条1項）は他の反対株主の株式買取請求の場合（会社法116条、117条）とは手続的に別個の

判断を必要とするように見える。以下本稿では、手続的観点を中心に、本件が提示する問題点を検討しよう（本件の調査官による詳細な解説が公表されている〔高原知明「本件解説」『最高裁判所判例解説民事編平成28年度』（法曹会・2019）407頁〕。また、様々な観点からのコメントや本件に触発された研究が公表されている。これらについては、同解説419頁以下参照）。

2 (1) 本件で、直接に検討の対象となったのは、前記④の、Xらに対するYの本件株式買取に伴う株式価格決定手続であり、その際、Xらは先行する公開買付価格よりも高額の価格の決定を求めた。

本件原審は、この株価決定のための裁判手続が非訟事件手続であることを前提に、その手続における株価の決定手続は、「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ゆだねられていると解される」と述べて、反対株主の株式買取請求における株価の決定事件が非訟事件であるとした最高裁判所第一小法廷昭和48年3月1日決定を引用したうえで改めて当該買付価格について算定につき独自に判断を行った。その際、原審は、公開買付において提示された買付価格（1株当たり12万3000円）について、「本件株式の本件取得日における客観的価値が本件報道前の市場価格から補正すべき事情がない場合であれば2月公開買付価格は、上記株価を基準として適切な増加価値分配価格が付加された公正な価格と認めることができる」という。しかし、さらにこれに続いて、「本件においては、本件公開買付けを公表した後の事情により、本件取得日における株式の客観的価値が本件報道前の市場価格から認められる価値と比較して増加しており、補正を行う必要がある。」とし、増加価値の分配価値は、本件株式の客観的価値に対して25%と認めるのが相当だと述べて補正を行い、1株につき13万0206円と定めるのが相当だとした。このような原審の判断は、もっぱら前記④の、会社による公開買付けに応じなかった株主の株式の強制買付けの価格決定を対象としたものであった。

(2) 本件で原審が検討の出発点とした最高裁判所第一小法廷昭和48年3月1日決定（以下適宜、「最高裁昭和48年決定」という。この決定については、河野正憲「判例研究」北九州大学『法政論集』2巻1号141頁）は、

株式公開買付け後に全部取得条項付種類株式となった株式の取得価格決定手続（河野）

株式非公開会社において、会社の株主総会決議に反対する少数株主からの株式買取価格の決定を求める請求にかかる事件であった。

最高裁昭和48年決定は、株式の譲渡を制限する旨の株主総会決議に反対する株主からの株式買取価格の決定手続であったが、最高裁はその性質に関し当該手続が非訟事件手続であることを説明して次のように述べた。すなわち、株主総会決議の「反対株主の株式買取請求権は、会社に対し、『決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格』（〔旧商法245条の2参照〕譲渡制限に反対する株主の会社に対する株式の「公正な価格」での買取請求権につき、会社法116条1項1号参照。「ナカリセバ」の文言は「公正な価格」に変更された。）で株式を買い取るべきことを請求する権利であって、その権利の行使により、会社の承諾を要することなく、法律上当然に会社と株主との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係を生ずるが、その際買取価格までもが具体的に定まるものではない。その価格は、まず当事者の協議によって定めるべきであるが、この協議が調わないときは、株主の請求によって裁判所がこれを定めることとなるのである（〔旧商法245条の3第2項、3項参照〕）。したがって、裁判所による価格の決定は、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『決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格』を形成するものであるといわなければならない。」といい、この公正な価格の算定にあたり考慮すべき要素が多様であることから、裁判所には大幅な裁量権が認められる、としてこれが非訟事件であるとした。

この事件では、直接には株式買取請求事件における審理の在り方につき、通常の訴訟事件について保障されている審理形態がこの事件にも適用されるかが問われたものであり、最高裁はこの事件が、法を適用して結論を出す「訴訟事件」ではなく、より複雑多様な要素を考慮する必要がある「非訟事件」として、そこでは裁判所の広範な裁量権を認めたのであった。しかし、そのことは、裁判所の審査が恣意的であってよいことを意味するものではない。裁判所は、株式買取請求事件における株価算定につき、たとえその手続が非訟事件であっても、その事件処理において、検証可能で公正な判断基準を用いる必要がある。

この事件で対象となった株式は非公開会社の株式であり、株式の譲渡制限への変更の株主総会で、これに反対する株主から株式買取請求がなされ

た事件であったことから、裁判所はその株価算定に際して、非公開会社の株式を保有する者が死亡した際に発生する相続税の算定のための「国税庁長官通達直資 56 直審（資）昭和三九年四月二五日付『相続税財産評価に関する基本通達』」を用いた。裁判所の株価算定のための審理において、このような、（課税実務においてであれ）一般に行われている評価法を利用することは、裁判所の恣意的判断を排し、その判断における公正さを確保し、またその判断を検証することができ可視化されるために不可欠であった（株式買取請求事件の審理における手続の重要性の指摘につき、中東正文『企業結合法制の理論』（信山社・2008）425 頁以下。特に、432 頁以下では、その手続保障と当事者主義的運用の重要性を強調）。

ところで、相続税の評価につき取引相場のない非公開会社の株価算定にあたって用いられる評価法は、今日では一般に会社の規模に応じて区別され、①小会社については＜純資産価格方式＞が原則とされ、＜類似業種比準価格＞の併用も選択できるものとされている（それぞれ 50%）。②中会社では、＜純資産価格方式＞と＜類似業種比準価格＞の併用方式が原則（その場合にも会社の規模で割合が異なる）とされ、＜純資産価格方式＞のみの採用も認められている。③大会社では、＜類似業種比準方式＞が原則とされるが、＜純資産価格方式＞によることもできるものとされている（財産評価基本通達 179 取引相場のない株式の評価の原則参照）。その際この評価基準が、本来相続税の課税のためのものであることに留意が必要であろうし、またその個々の方式についても、＜純資産価格方式＞が主として会社の清算価値に着目し、また＜類似業種比準方式＞は、類似する会社との対比によって当該会社の株式の価値を算定しようとする点で、様々な擬制を用いている。また、今日会社買取などに際して一般に行われている対象会社の株式の評価については、①純資産価格方式、②収益還元方式、③配当還元方式、④類似会社（又は業種）比準方式、⑤取引先例価格方式、⑥併用方式があり、⑥は、①から⑤にはそれぞれ長短があることからそれを減縮するための方策であるとされる。

いずれにせよ、当該事件における株価の算定において採用する計算方式の選択によって結果が大きく異なる可能性を秘めていることも否定できず、個別事件においてその当否につき当事者はその見解を述べることも手続保障の観点からは極めて重要な要素であろう。

株式公開買付け後に全部取得条項付種類株式となった株式の取得価格決定手続（河野）

さらに、株式非公開会社の吸収合併事件に関し、最高裁〔1小〕平成27年3月27日決定（民集69巻2号365頁）は、吸収消滅する会社の株式を保有する株主が、吸収合併に反対して申立てた株式買取請求権行使事件であり、株価算定につき、鑑定人がその算定に際して採用した収益還元方式自体についてはその合理性を承認した。しかし、対象会社が株式非公開会社であることから非流動性ディスカウントとして25パーセントを採用したことに対しては、最高裁は、「流動性ディスカウントは、非上場会社の株式には市場性がなく、上場株式に比べて流動性が低いことを理由として減価をするものであるところ、収益還元法は、当該会社において将来期待される純利益を一定の資本還元率で還元することにより株式の現在の価格を算定するものであって、同評価手法には、類似会社比準法等とは異なり、市場における取引価格との比較という要素は含まれていない。吸収合併等に反対する株主に公正な価格での株式買取請求権が付与された趣旨が、吸収合併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企業価値を適切に分配するものであることをも念頭に置くと、収益還元法によって算定された株式の価格について、同評価方法に要素として含まれていない市場における取引価格との比較によりさらに減価を行うことは、相当でない」と述べた。

株式買取価格決定手続が非訟事件手続であり裁判所に大幅な裁量権が認められているとしても、株式買取価格算定のために選択された評価方法により裁判所の裁量権が制約されうるのはこうした決定によって明らかにされてきた。このようにして、会社に対して株主からの株式買取請求がなされ、その価格について合意が得られないことから裁判所に買取価格決定手続の申立がなされた場合に裁判所が果たす機能はあくまでも補助的である。その際、当該株式買取請求権が株主に付与された制度趣旨に即した手続により株価の算定を行うことが不可欠である。非上場会社において、会社が株主総会で決定した方針に反する株主に与えられた該会社からの退出権としての株式買取請求権は、当該会社の企業価値の適切公正な配分に外ならない。もっとも具体的に対象とされる企業についてその企業価値を客観的・正確に算定することは不可能であることからすれば、その算定においての裁判所の任務は、会社及び申立株主のできる限り納得可能な算定方

法により、可視化された方法で株価を提示決定することにあるといえよう。

(3) 以上に対して株式公開会社においては、当該会社の株式は、公開市場において流動性を持ち、一般に当該会社の株主は、自己の株式を市場で売却することによって当該会社の株主の地位から容易に退出することができる。したがってこのような会社において、その株主に認められた株式の価値は基本的に、当該株式の市場流通価格であるといえる。もっとも、公開会社の株価は日々刻々と変化することから、その算定の時期がいつであるかが重要なファクターとなりうるし、また、株主総会決議に反対した少数株主に株式買取請求権が与えられた趣旨と関連して、会社の組織再編に関するニュースが株式市場に公開されたことによる株価の変動をどのように評価すべきかが問題となる。

最高裁〔3小〕平成23年4月19日決定（民集65巻3号1311頁）は、会社の吸収合併により、シナジー等の企業価値の増加が発生しない場合に、消滅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」が問題とされた事件であった。最高裁は、「吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加の生じない場合には、増加した企業価値の適切な分配を考慮する余地はないから、吸収合併契約等を承認する旨の株主総会の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（以下『ナカリセバ価格』という。）を算定し、これをもって『公正な価格』を定めるべきである。そして、消滅株式会社等の反対株主が株式買取請求をすれば、消滅株式会社等の承諾を要することなく、法律上当然に反対株主と消滅株式会社等との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じ、消滅株式会社等には、その株式を『公正な価格』で買い取るべき義務が生ずる反面（前掲最高裁昭和48年3月1日第一小法廷決定参照）、反対株主は、消滅株式会社等の承認を得なければ、その株式買取請求を撤回することができないことになる（会社法785条6項）ことからすれば、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して『公正な価格』を定めるのが合理的である。」とする。こうして、「会社法782条1項所定の吸収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の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ナカリセバ価格を

株式公開買付け後に全部取得条項付種類株式となった株式の取得価格決定手続（河野）

いうものと解するのが相当である。」と結論付けた。

このように、株式公開会社の株主からの株式買取請求事件において裁判所に課された任務は、本来当該株主が、一般に当該会社から退出をする際に自己の株式につき回収をする際の基礎となる市場価格を前提とし、その株式買取に関する売買契約類似の法律関係が生じた時点における市場価格だとすることは、裁判所の判断が恣意的であるのではないかとの疑念を払拭し、その判断の公正さが保障されていることを可視化することになる。

(4) 以上の場合に共通することは、そのいずれにおいても、株式買取請求をする株主は、一部の議決に反対した株主のみであり、株式買取請求権が行使されその株価が問題となるのはこれらの株主と会社との間で株式の売買類似の法律関係が発生するからである。したがって、それに賛同した株主や積極的に反対しなかった株主、また反対をしたが株式買取請求をしなかった株主についてはこのような問題は発生せず、問題とする余地はない。

3 (1) 以上に対して本件は、いわゆる2段階のキャッシュアウトの事案である。本件では、Y会社が、多数株主による発行済普通株の公開買い付けが行われ、その際に買取することができなかった株式につき、その後の特別株主総会特別決議によりこれを全部取得条項付種類株に変更することとし、議決に基づいて当該株式が全て会社に買い取られたが買取価格について合意が得られなかったため、この株主総会決議に反対する株主が会社に対して株式価格決定手続の申立をなしたものであった。この場合にも、会社法は株式の変更につき株主総会の特別決議と、これに反対する株主には株式価額決定の申立権を付与するという手続構造を採用している（会社法171条1項、172条）が、その実質は上記の2に示した場合とはかなり異なった要素がある。特に、この場合にはすでにこれに先行して公開買付け（前示①）がなされており、これとの関係を無視することができないからである。また、公開買付けに応じず、株式買取価格算定の申立もしなかった株主の保有する株式もすべてが買取の対象となるからである。

(2) 本件で、最高裁は、まず先行する公開買付けと後の株式買取価格決定手続の関係を検討した。

その際、検討の出発点としたのは、本件が多数株主と会社または少数株

主の間で利益相反関係があることであった。そして、本件が利益相反関係にあるケースであるにしても、公開買付けに先立って行われた本件の一連の手続を検討し、①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ていたこと、②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受け等の価格と同額で取得する旨が事前に明示されていたことなど、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を挙げ、このような経緯の下で決定された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。と判断した（これに対応した原審が適法に確定した事実は、前掲【事実関係】(2)に要約されている。）。こうして、③「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変動価格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。」との結論を引き出した。

以上のような前提となる判断の下で、本件最高裁は、裁判所による第2段階における会社の全株式買取請求につき、その株式会社決議に反対する株主等との間の株価の決定については、基本的に裁判所による独自の決定手続自体を否定し、公開買付けに先行して公表された買付価格によるべきであるとする。

(3) 最高裁は、すでに会社法 172 条 1 項に定める会社による全部取得条項付種類株式の取得価格決定手続について平成 21 年に（最高裁平成 21 年 5 月 29 日金商 1326 号 35 頁。いわゆるレックスホールディングス事件）判断を示していたが、その事件においては、公開買付けに至る過程につき問題があった事案であった。すなわち、この事件では、株式の強制買付けの公表により株価が急激に下落したが、その際原原審が、株式の客観的取得日に期待権（プレミアム）を加算した額をもって買取価格としたのに対して原審はこれを修正し、株式が過剰に下落した後の株価取得日の価格を客観的価値とみるべきではなく、TOB 前の 6 か月間の平均株価とそれにプレミアムを加算すべきだとした。最高裁は、この原審の判断を承認したものであった。この最高裁決定自体は、原審が行った判断が裁量の範囲内であることを述べて、抗告を棄却したが、これには田原陸夫裁判官の補足

株式公開買付け後に全部取得条項付種類株式となった株式の取得価格決定手続（河野）

意見が付されており、その後の類似事件の扱いに影響力をもった。

この田原意見は、株式取得価格の決定が求められた場合、裁判所は合理的な裁量によりなされるべきだとし、取得価格は、① MBO が行われなかったならば株主が享受しうる価値と、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だ、との一般論を展開した後、さらに、「MBO の実施に際しては経営陣による自社の株式の取得であるという取引の構造上、株主との間で利益相反状態になり得ることや、MBO においては、その手続上、MBO に積極的ではない株主に対して強圧的な効果が生じかねないことから、反対株主を含む全株主に対して、透明性の確保された手続が執られることが要請されている。」と指摘している。そして、特に、株式公開買付制度に関してその透明性を確保することを目的として定められた「発行者以外の者による株券等の公開買付けの開示に関する内閣府令」（平成 2 年 11 月 16 日第 38）13 条 1 項 8 号が、公開買付開始公告の際の添付書類として「買付け等の価格の算定に当たり参考とした第三者による評価書、意見書その他これに類するものがある場合にはその写し」を挙げていることを指摘している。もっとも、平成 21 年のレックスホールディングス事件では、このような書類は公開買付の公示には何ら添付されておらず、また、旧株式会社レックスホールディングスの株主あての文書には、「公開買付けに応じない株主は、普通株式 1 株に満たない端数しか受け取れないところ、当該株主が株式買取請求権を行使し株価決定の申立を行っても、裁判所がこれを認めるか否かは必ずしも明らかでない旨や、公開買付けに応じない株主は、その後の必要手続等に関しては自らの責任にて確認し、判断されたい旨」の記載がされていて強圧的ともとられうるものであった（田原意見参照）。この事件の原審が、原原判決を取消して改めて株価の算定を行ったのはこの公開買付に至る手続が公正な手続であったとは評価されなかったからに他ならない。

これに対して、本件で最高裁は、前述のようにその公開買付に至る過程は公正なものであったと判断されていることから、公開買付けで提示された買付価格が、そのまま Y 会社による全ての残余株式の買取価格とされた。平成 21 年最高裁決定における田原意見は、あくまでも当該事件が、公開買付前手続において公正さを欠いていたために、公開前の手続が公正

であるための指針を示したものであり、公正な手続が行われた場合にも裁判所の価格決定手続を独自に行うことを意味したものではなかった。

4 (1) 本件最高裁決定では、公開買付に先行する手続において公正さが確保されていると判断される場合に、それに続く株式買取価格決定手続では、株価決定の実質的審理は行わず、原則として公開買付において示された価格をもってその買取価格とすべしという、〈形式審査〉の原則を示した。しかし、これには、「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。」との留保が付されている。

この留保事項は極めて抽象的・一般的な文言であることから様々な憶測を生じている。特に、公開買付後株主総会で残余の株式を全部取得条項付株式に変更後基準日に買い取る場合、その間に時間的な間隙が生じることから株価の上昇の可能性がある。そこで、このような市場の動向を裁判所による株式価格決定手続に反映させるべきか否かで異なった見解がみられる（この点について、笹川敏彦「一般に構成と認められる手続による公開買付後の行われた全部取得条項付種類株式の取得価格」『札幌学院法学』34巻1号157頁以下、176頁以下参照。）。

(2) 全部取得条項付株式への変更を決議した株主総会決議に反対する少数株主による株式価格の決定を求める裁判手続の機能を、専ら公開買付後の株価の上昇との関係で、それを反映させるための補正機能を持つものとする見解に対しては、本件決定は、一般論としてはこれを否定している。その理由として本件決定は、①「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」という点（公開買付における適切な利害の調整済みである点）、及び②「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変動価格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」点（将来予測が織込済み）が挙げられている。これらの本件決定の理由付けの当否に関し

株式公開買付け後に全部取得条項付種類株式となった株式の取得価格決定手続（河野）

ては、賛否があるが（その点につき、笹川敏彦「前掲」176頁以下）、本件では一般論としてそのような証券市場での事後の当該会社の株価の変動を裁判所の株価決定のための審査手続で考慮することは、「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株価を決定」と述べていることから明らかなように否定されている（同旨、笹川敏彦「前掲」176頁）。

（3）本件で最高裁決定が留保事項として付加した「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。」との文言は、したがって直接に、公開買付実施後の当該会社の株価の上昇に伴う株価調整を意味するものではない。それは、まず、株式公開買付手続及びその後の株主総会決議による全部取得条項付株式への変更と株式買取手続の前提となった〈手続〉にかかわるものであるといえる。事後の手続の正当性は、まさに公開買付をなすに当たり行われた一連の手続が公正なものであったことが前提とされているからである。

ところで、この公開買付前の手続の公正さを確保するにあたり、前述のように本件判決ではいくつかの要素が示されている。

① まず、本件公開買付けの当事者間での利益相反関係が存在することである。この点につき、本件判断ではその出発点に位置づけられており、「株式会社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」ことを確認したうえで、このような事案であっても、それが「一般に公正と認められる」手続で公開買付けが行われた場合についての審理のための手続上の準則を述べている。

② この場合に「公正な手続」と判断される要素として、「独立した第三者委員会」の意見を聴取すること、「専門家の意見」を聴くことなどを行い、その意思表示が恣意的になることが排除されていること、が挙げられている。

③ さらに、公開買付けに応じなかった株主に対して、その保有する株式も公開買付けに係る株式等の価額と同額で取得する旨が明らかにされてい

ること等、直接利害が及ぶ株主に適切な情報が与えられていることが根拠として示されている。

以上の諸要件は、本判決が結論とした「株式の取得価格を上記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。」との判断に不可欠の要件である。しかし、このような各事項につき、株式公開買付け後に瑕疵が発見されることが絶対に排除されうるわけではない。

①に関してみれば、すでに会社が支配株主に支配されている場合には、会社の意思決定には支配株主の意向が反映される可能性が大きく、また株式取得のための要件についてもこれらの利害が大きく影響する可能性がある。したがって、買収の対象となる株式の保有者の対立する利益を保護し、恣意的な条件設定を避けるためには、まず会社の意思決定からこれらの直接・間接に利害関係を有する者を排除することが前提となる。したがって、この点については、裁判所は後の株式価格決定手続での審査においてその精査をすることが不可欠であるといえる。この点で十分な措置が取られていない場合には、最高裁平成 21 年決定が示すように、事前の株価決定手続の正当性が損なわれ、その段階での株価が適正であったとの推定は働かないことになる。

また、たとえ会社の意思決定において十分に利害関係人が排除されていても、②は公開買付けを行う支配株主及び会社が前提とした事項が適正なものでなければならず、恣意的であってはならないことを示している。このような恣意を排除し適正な意思決定を行うためには、「第三者委員会による公開買付けの当否の判断」及びそこで提示される「株式価格の算定に関する専門家の意見」を基礎としたものでなければならない。これらが、適正に作成されているか、そしてそれを十分に考慮した意思決定がなされているかの審査も不可欠である。これらに瑕疵がある場合にも、当然その意思決定は公正で適正なものとは判断されえない。

また、このような株式の公開買付け、及びその後公開買付けに応じなかった株式につき、全部取得条項付きの株式に変換し、これを会社が全部取得する場合、公開買付けは、それを行った支配株主とそれに応じた株主との間における株式売買契約にほかならず、またその後に行われた全部取得条項付株式の会社による買取りでは、会社と残余の買取に応じなければならぬ株主との間での株式売買契約類似の法律関係が発生する。その際、

株式公開買付け後に全部取得条項付種類株式となった株式の取得価格決定手続（河野）

そこで定められる株式の売買価格は、事前に示された通知により、公開買付け価格と同額であるとされている。このような売買契約及びそれに類する契約関係の成立に際しては、その一方当事者である少数株主にたいして、その意思決定に必要な情報が与えられなければならない。特に、公開買付に応じなかった株主との関係では、公開買付けにおける株価が後の会社の株式全部取得の際の株価となることの通知は、その後の株価の変動がその株価に織り込み済みであること、そしてその予測的算定が適正に行われていることについての根拠を示すものであり、②において会社が意思決定において用いた「第三者委員会の判断」及び「株価算定のために専門家が示した判断」についての資料がそのコピーあるいはその要約等により通知等に付加され、少数株主の意思決定のために必要な判断資料が提供されることが必要である。③の要件はこれを示すものである。この点に重要な瑕疵が発見された場合にも、少数株主の意思決定が適切に保障されなかったことになり、公正な手続がなされたことにはならないであろう。

以上のように見れば、本件最高裁決定が留保事項として挿入した、「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、」という文言は、特に株式の公開買付とその後の会社による全部取得に際して生じる株価変動に関する実質的な利害調整を裁判所が行うことを意味するのではなく、あくまでも当該株式公開買付とその後の残余株式の会社による全部取得手続が行われる場合に、それが一体的に扱われそこでの株価の決定もまたできる限り株式市場の論理によって行われるべきことを表明したものと理解すべきである。

5 株式会社が何らかの形で重要な意思決定を株主総会で言い、それに賛成することができない少数株主に与えられた株式買取請求権は、当該株主にとってこの会社からの退出権と自らが会社に出資した財産の回収を保障するが、その際も具体的には当該株式が株式市場で流通する公開株式でない場合には、当該会社の資産の再配分の一環と位置付けざるを得ず、また公開会社の場合にはその回収手段は株式市場で行わなければならない。いずれの場合にもその手続は、非訟事件手続とされており、通常の訴訟手続きが厳格な訴訟原則によって規律されるのとは異なり、裁判所の裁量の余地は大きい。もっともその場合であっても、これらの算定は裁判所の恣

意により得ないことは累次の最高裁決定が示しており、その判断には様々な算定ルールが用いられて結果に至る過程の可視化と、そこで考慮すべき事由とともに考慮すべきでない事項も明らかにされてきた。

これに対して本件は、公開株式について買取その公開買付とその後に行われた株主総会において公開買付に応じなかった株主の有する株式全部の強制的買付における株価決定手続における審理の在り方が問題とされた。ここでは、先行する公開買付における株式買付価格の後における株価算定手続における関係が問題とされ、公開市場で行われた株価が原則としてこの裁判手続でも承認されるべきことが示された。もともと、そこでは、先行する公開買付とその後における会社の意思決定における公正さがこのような処理の基本であることが示されており、これら手続が非訟事件であるとされてはいるがその場合にも裁判所の無制限の裁量は許されず、特にその恣意を排除した手続準則の判例による創造が続けられている。実体的観点とともに手続的観点が極めて重要であることを示した判断であり、このような観点からも注目される事案である。