

**二段階買収における全部取得条項付種類株式の取得価格**

【文献種別】 決定／最高裁判所第一小法廷

【裁判年月日】 平成28年7月1日

【事件番号】 平成28年（許）第4号ないし第20号

【事件名】 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

【裁判結果】 破棄自判

【参照法令】 会社法172条1項（平成26年法律第90号による改正前会社法172条1項のもの）

【掲載誌】 裁時1655号1頁、金判1497号8頁、資料版商事389号56頁

LEX/DB 文献番号 25448039

**事実の概要**

1 Y株式会社（ジュピターテレコム。利害関係参加人、抗告人兼相手方、抗告人兼相手方）は、平成22年6月当時、その発行する普通株式（本件株式）を大阪証券取引所 JASDAQ スタンダード市場に上場していた。Xら（申立人、抗告人兼相手方、抗告人兼相手方）は、本件株式を保有していたY社の株主（外国法人または個人）である。

2 A社（住友商事）およびB社（KDDI）は、合計してY社の総株主の議決権の70%以上を直接または間接に保有していた。平成25年2月26日、A社およびB社、さらにC社（A社とB社の合弁会社）を加えた3社は、①本件株式およびYの新株予約権からなる本件株式等の全部の公開買付け（本件公開買付け）を行う旨（買付価格を1株12万3,000円（本件買付価格）とする。）、②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（この一連の手続を「本件取引」という）。

Y社は、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社およびB社と関係の深い取締役を排除し、それ以外の取締役3人の全員一致の決議に基づき意思決定をし、また財務アドバイザーに選任した法律事務所の助言を受け、財務アドバイザーに選任した証券会社から、本件株式の価値が1株につき12万3,000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いた。

3 平成25年6月28日に開催されたY社の株主総会（本件総会）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主の株主による種類株主総会においてイの決議がされた。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．すべて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69万4,478分の1株の割合をもって交付する旨定款を変更する。ウ．Y社は、取得日を同年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、上記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。Xらは、本件総会に先立ち、各議案に反対する旨をY社に通知し、本件総会において、同議案に反対した上で、会社法172条1項<sup>1)</sup>所定の期間内に、取得価格の決定の申立てをした。

第一審（東京地決平27・3・4金判1465号42頁）は、本件株式の取得価格を1株13万0,206円と決定し、その抗告審の原審（東京高決平27・10・14金判1497号17頁）も、第一審の決定を相当として、Xらの抗告を棄却したため、Xらが許可抗告をした。

**決定の要旨**

「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えることができる。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。」

「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。」

なお、本決定には、法廷意見のほか、小池裕裁判官の補足意見がある。

## 判例の解説

### 一 本決定の意義

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買取<sup>2)</sup>が行われた事案において、少数株主が当該株式の取得価格の決定を求めた事案である。第一審およびこれを支持する原審は、当該株式の取得価格を定めるにあたっては、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増加価値分配価格を考慮するのが相当であるとの判断を示していた<sup>3)</sup>。

これに対し、本件最高裁決定は、公正な手続により公開買付けが行われ、その後に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、上記株式の取得価格を本件買付価格と同額であるとの判断を示し、原決定を破棄して自判し、第一審を取り消している<sup>4)</sup>。第一審および原審の判断は、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定に関する従来の裁判例を継承しているが、本決定は、「株式等の公開買付け後における」当該株式の取得価格の決定のあり方について、従来の裁判例とはまったく異なる判断基準を示した最高裁判例として理論的に重要であるのみならず、実務に与える影響もきわめて大きいものであろう。

本決定のように、裁判上、一定の条件の下に会社が予め決定した公開買付価格＝株式の取得価格を尊重する法的構成を採ると、個別の事案ごとに、市場全体の株価の動向を踏まえた補正を行って株式の客観的価値を算定するといった裁判所の裁量の余地がなくなる（見方を替えれば裁判所の負担が軽減される）一方で、株式の取得価格についての関係当事者の予測が可能となり、とりわけ会社の負担する株式取得費用の総額を予め把握しておくことが可能となる。

### 二 第一審決定および原決定の判断内容

第一審決定は、まず、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決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と同じく「公正な価格」を意味するとした。そして、裁判所が「公正な価格」を定めるにあたっては、①本件取引が行われなかったならば株主が享受し得る価値（客観的価値）および②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（増加価値分配価格）を考慮するのが相当であるとの判断を示している。

その上で、第一審決定は、①平成25年7月2日から同年8月1日までの回帰分析による予測株価の平均値である10万4,165円をもって、本件取得日における本件株式の客観的価値と認めるのが相当であること、②増加価値分配価格は、本件株式の客観的価値に対して25%と認めるのが相当であること、③上記①および②によって、本件株式の取得価格として13万0,206円とするのが相当であると結論づけている。

上記①の本件株式の客観的価値の算定は、評価基準点である本件取得日（平成25年8月2日）よりも9か月以上前（平成24年10月19日以前<sup>5)</sup>）の市場株価を用いることなども踏まえ、回帰分析による補正を行ったものである<sup>6)</sup>。そして、原審も、第一審決定は相当であるとして、Xらの抗告を棄却している。なお、裁判所が回帰分析による補正を行った背景には、平成24年12月以降、アベノミクスの効果として市場全体の株価が高騰したという事情がある。

### 三 本決定の判断枠組み

第一審が示した「公正な価格」の判断に関する定式は、レックス・ホールディングス事件（以下「レックス事件」という。）に関する東京高裁決定<sup>7)</sup>、ならびに最高裁決定<sup>8)</sup>の田原睦夫裁判官の補足意見（以下「田原補足意見」という。）などを踏襲したものであると考えられる<sup>9)</sup>。これに対して、本決定は、公正な手続により公開買付けが行われ、その後に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、上記株式の取得価格を本件買付価格と同額であるとの判断を示した。その根拠としては、本件買付価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動をも織り込んだ上で定められたものであるから、当然考慮すべき

事項であることを挙げている。

レックス事件も、本件事案と同様に、買収対象会社の株式の公開買付け後に、全部取得条項付種類株式の取得が行われた二段階買収において、当該株式の取得価格の決定の申立てが行われた事案である。両事案は、企業買収の目的がMBO（マネジメント・バイアウト。経営者による企業買収）か（レックス事件）、あるいは完全子会社化（本件事案）であるかという違いがあるにせよ、多数株主等と少数株主との間に利益相反関係が存在する点では同じである。それにもかかわらず、本決定が田原補足意見や従来の裁判例とまったく異なる判断を示した理由は、認定事案の相違によるものであると考えられる。

まず第1に、本件事案においては、本件公開買付けを実施する旨の公表の中で、本件株式を公開買付けの買付価格と同額で取得する旨が宣言されているのに対し、レックス事件では、公開買付け実施の公表後のプレス・リリースの中で、取得対価は公開買付けの買付価格を基準として算定された金額となる予定であると公表されており、公開買付け実施前に、取得対価が買付価格と同額になることが確約されていたとはいえない。

第2に、レックス事件では、端的にいえば、公正な手続等を通じて買付価格が定められたとは認められていない。田原補足意見は、高裁決定を踏まえて、本件MBOの問題点について、次のように指摘している。それは、本件MBOにおいては、「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、意見書等」は公開されなかったこと、また公開買付者のプレス・リリースやレックスの株主あてのお知らせには「MBO報告書」<sup>10)</sup>において避けるべきであるとされている「強圧的な効果」に該当しかねない表現が用いられていること、さらには本件MBOの実現を念頭において、決算内容を下方に誘導することを意図した会計処理をして特別損失を計上したことは否定できないことである。

一方、本決定は、本件公開買付けでは公正な手続等を通じて買付け等の価格が定められたものであると考えている。すなわち、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、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、③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の判断を示している。この判断は、本件のように多数株主等と少数株主との間に構造的な利益相反関係が存在する場合であっても、一般に公正と認められる手続によって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、原則としてこのような手続を通じて定められた価格を尊重すべきであるとの立場を示したものである。

本決定の判断枠組みからすると、上記①ないし③の条件は、株式の取得価格を買付価格と同額であると認定するための必須の条件であると考えられる<sup>11)</sup>。仮にいずれか1つの条件でも満たさないときは、裁判所には、田原補足意見などを踏まえた本件第一審決定で示された定式を採用する裁量が認められるのではないと思われる。

#### 四 本決定の射程

公開買付けを前置するキャッシュ・アウトの手法としては、全部取得条項付種類株式の取得のほかに、金銭を対価とする組織再編行為（合併・株式交換等）が考えられる。また、買収者が公開買付けにより対象会社の総株主の議決権の10分の9以上を取得した場合には、特別支配株主の株式等売渡請求（会社179条以下）も利用できる。このような企業再編取引であっても、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、その後会社が買付価格と同額で株式を取得する事案については、本決定の判断枠組みは妥当するものと解される。

#### ●—注

- 1) 本件株式取得価格決定の申立ては、平成26年法律第90号による改正前会社法172条1項に基づくものであるが、現行の当該規定においても、申立ての手続や要件は実質的に変更されていない。
- 2) 二段階買収については、江頭憲治郎『株式会社法〔第6版〕』（有斐閣、2015年）159頁以下、神田秀樹『会社

法〔第18版〕』（弘文堂、2016年）87頁注2、伊藤靖史ほか『会社法〔第3版〕』（有斐閣、2015年）378頁など参照。

- 3) 第一審決定に関する評釈等として、鳥山恭一・法セ729号（2015年）127頁、受川環大・金判1480号（2015年）8頁、酒巻俊雄ほか編『会社法重要判例〔第2版〕』（成文堂、2016年）155頁〔中村信男〕がある。
- 4) 本決定に関する評釈等として、藤田友敬「公開買付前置型キャッシュ・アウトにおける公正な対価——最決平28・7・1と公開買付後の市場動向を勘案した『補正』の可否」資料版商事388号（2016年）48頁がある。
- 5) 平成24年10月20日、A社およびB社が本件株式を公開買付けにより買い付け、本件株式を上場廃止にした後、Y社がD社（ジャパンケーブルネット）を買収することを計画しているとの報道がされた。そこで、第一審は、評価基準点である本件取得日（平成25年8月2日）に最も近接した上記報道の前日である10月19日以前の市場株価データに基づき、回帰分析の方法により本件取得日における本件株式の客観的価値を評価した。
- 6) 回帰分析とは、複数の変数の間の相関関係を分析し、定量化するための統計的手法である。回帰分析の手法を採用した裁判例として、本件第一審決定のほかに、東京高決平22・10・19金判1354号14頁（インテリジェンス事件東京高決）、東京地決平27・3・25金判1467号34頁（東宝不動産事件東京地決）などが公表されている。
- 7) 東京高決平20・9・12金判1301号28頁。
- 8) 最三小決平21・5・29金判1326号35頁。レックス事件最高裁決定（地裁決定・高裁決定の検討を含む。）の評釈等として、加藤貴仁「レックス・ホールディング事件最高裁決定の検討（上）（中）（下）」商事1875号4頁・1876号4頁・1877号24頁（2009年）、江頭憲治郎ほか編『会社法判例百選〔第2版〕』（有斐閣、2011年）183頁〔徳本穰〕などがある。
- 9) 同様の判断枠組みは、サンスター事件（大阪地決平20・9・11金判1326号27頁、大阪高決平21・9・1金判1326号20頁、最決平22・2・23資料版商事312号123頁）、サイバード事件（東京地決平21・9・18金判1329号45頁、東京高決平22・10・27資料版商事322号174頁）、オーブンループ事件（札幌地決平22・4・28金判1353号58頁、札幌高決平22・9・16金判1353号64頁）などにおいても概ね踏襲されている。徳本・前掲注8）183頁。
- 10) 経済産業省の委嘱による企業価値研究会の「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する報告書」（平成19年8月2日付け）。
- 11) 藤田・前掲注4）55頁注30は、①を欠くときは公開買付価格が公正である保証がなくなり、②を欠くときは公開買付けと後続のキャッシュ・アウト手続を一体視することができないと説明される。