

# 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 —最決平成28年7月1日民集70巻6号1445頁—

金 田 充 広

## 要 旨

会社法172条1項の規定に基づき取得価格の決定の申立てがあったとき、取得価格がどうあるべきか、手続きの公正性がどのように確保されるべきかということについて、頭書事件を検討する。同条項は、平成26年法律第90号により改正されており、検討する事件で適用された条文は、改正前のものである。事案は、抗告棄却決定に対する許可抗告事件であり、公開買付けの後に行われた全部取得条項付種類株式の取得価格が争われた。概略次のとおりである。

二段階買収の対象となる株式会社の合計70%以上を有する株式会社が、総株主の保有株式全部の取得を計画して行われた公開買付け後に、全部を取得できなかった株式を全部取得条項付種類株式とすることを内容として定款変更等を行い、公開買付け価格と同額で取得する旨を公表し、手続きを進めていた。これに対して、全部取得条項付種類株式の取得に関する株主総会決議に先立ち、買収の対象会社の株主らが、その各議案に反対する旨を会社に通知し、株主総会において議案に反対するとともに、所定の期間内に取得価格の決定の申立てをした。

最高裁判所は、一般に公正と認められる手続きにより公開買付けが行われた場合には、特段の事情がない限り、全部取得条項付種類株式の取得価格を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する。

キーワード：マネジメント・バイアウト、取得価格の決定、ナカリセバ価格、公正な取得価格、公正な手続き

## 〔事実の概要〕

Y株式会社（以下「Y会社」という。）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。A株式会社及びB株式会社（以下「A会社ら」という。）は、Y会社の総株主の議決権の70%以

上を直接又は間接に保有していた。

A会社らは、両社で抗告人の株式を全部保有することなどを計画し、その他1社とともに、平成25年2月26日、本件株式ほか新株予約権（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。）を行うこと、本件株式等の全部を取得できなかったときは、Y会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変更等により、その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。本件公開買付けは、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。）とする。

本件公開買付け期間経過後、Y会社において開催された株主総会において、「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 原告人の普通株式を全部取得条項付種類株式とし、原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 原告人は、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。」ことが決議され、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。）。

Y会社の株主ら（以下「Xら」という。）は、本件総会に先立ち、前掲各決議に係る議案に反対する旨をY会社に通知し、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。

原審は、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とした。そこでY会社が抗告した事案において、裁判所は原決定を破棄し、本件株式の取得価格は、Y会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として、原々決定を取消し、Xら保有のY会社の全部取得条

項付種類株式の取得価格をいずれも1株につき12万3000円とすると判示した（補足意見がある）。

## 〔決定要旨〕

「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。」

## 研究

### 1 総説

マネジメント・バイアウト（以下「MBO」という。）は、経営者による企業買収である。この点において、企業買収といえば、裁判例等において争われてきた多くの事案がそうであったように、独立の会社間における株式の取得の方法により、経営支配権の獲得を目指して行われる敵対的企業買収とは異なる。あるいは、買収後における明確な企業経営の意図なく、株式

の買収を行い高値買取りを目的とする買収もある。しかし企業買収が、株主全体の利益、企業価値の観点から、否定すべき場合ばかりではなく、企業買収により企業価値の増大が見込めるのであれば、当該企業買収は歓迎すべきものであるとする考え方も十分に理解できる<sup>(1)</sup>。

敵対的企業買収の場合において、経営者は、会社防衛策として、会社と友好関係にある者に株式を割り当てることにより、あるいは企業グループ内において株式を持ち合うなどして、対策を講じておくのが通常である。しかし場合によっては、そのような対策がないままに買収者の株式取得が進み、これに対抗するために株式や新株予約権を第三者に発行することにより、買収者の持株比率を低下させることにより防戦するといったケースも見受けられる。このような場合には、新株発行差止めや新株予約権発行差止めが裁判上争われることもある。

敵対的買収の場合において、買収者側も防戦する側も、通常、経営者の利害と主要な株主の利害が一致している。買収者の経営者及び株主は、企業買収により、組織を質的・量的に拡大することにより企業価値を高め、そのことにより収益を増大させそれを株主に還元することができる。防戦する側の経営者は、株主とともに、会社の存続を基本的には資本多数の獲得・維持により実現しようとするであろう。要するに経営者の利益と株主の利益が合致しているのである。しかしMBOの場合は、会社経営者の利益と締め出される株主の利益とが相反していること、すなわち利益相反の問題が大きな問題

である。

また本件<sup>(2)</sup>のように、二段階の買収に際して、二段階目に行われる全部取得条項付種類株式の取得対価が裁判上争われる場合、取得価格の決定がいかにあるべきかが問題である。本件は、総株主の議決権の70%以上を保有する株主が、その子会社を完全子会社化するためにする全部の株式の取得として行われる企業買収に関する事案であるから、経営者による企業買収というわけではない。しかし総株主の議決権の70%以上を保有する株主であれば、取締役の選任解任の権限等（会社法329条・341条）により、会社経営は、相当程度コントロールできるのが通常である。実質的には、MBOにおける、利益相反の関係と同様の状況が発生する。独立当事者でない会社間の企業買収における、利益相反の問題であるが、二段階目に行われる全部取得条項付種類株式の取得価格の決定をどのように考えるべきかということである。

## 2 企業再編措置とキャッシュアウト

### (1) 企業再編措置と会社関係からの脱退

企業再編が行われ脱退する株主は、将来的に

---

(2) いわゆる「ジュピターテレコム事件」である。最決平成28年7月1日民集70巻6号1445頁、判例時報2321号121頁、金融・商事判例1497号8頁、金融・商事判例1507号19頁、金融法務事情2060号74頁、判例タイムズ1429号89頁、資料版商事法務389号56頁、ウエストロー・ジャパン文献番号2016WLJPCA07019001など参照。判例評釈等として、北村雅史「判批」法学教室434号163頁(2016年)、白井正和「判批」法学教室447号82頁(2017年)、藤田友敬「判批」論究ジュリスト20号87頁(2017年)、久保田安彦「判批」法学教室471号10頁(2019年)、松元暢子「判批」別冊ジュリスト254号176頁(会社法判例百選 第4版)(2021年)、金澤大祐「第3編第3章Ⅱ2(1)ジュピターテレコム事件最高裁決定の枠組み」上田純子・植松勉・松嶋隆弘編著『少数株主権等の理論と実務』381頁(2019年)など参照。

---

(1) 神田秀樹(監修)『敵対的買収防衛策～企業社会における公正なルール形成を目指して～』(2005年、財団法人経済産業調査会)はしがき、拙稿「企業価値・株主共同の利益と新株予約権発行(1)」奈良学園大学紀要3集42頁(2015年)など参照。

企業価値が増大することに期待し、会社にとどまることを希望していたかもしれない。そうした場合に、現実そのような評価をどのように織り込むかという問題がある。脱退の対価として、企業再編による企業価値の増大を算入した価格のものを受け取るのであれば、仮りに株式を保有していたならば、会社事業の継続性を前提に剰余金の配当がどれだけ見込めるのかということになるし、他に投資の機会を確保できるだけの価値で足りるということもできる。いずれにせよ、例えば会社合併であれば、存続会社の株式を購入することができれば、全く同等ではないにせよ、特に問題はないということもできる。他に投資の機会を確保できることで足りるとすれば、存続会社だけではなく同程度の会社に対する投資で足りることになる。これに対して、キャッシュアウトにより会社が非上場化される場合には、会社関係から脱退する株主には、会社に対する投資の選択肢がないのであり、出資は買収者の経営計画に沿ったスポンサーに限られる。そのためキャッシュアウトにより会社関係から脱退する株主は、公正な価格対価と引き換えに会社関係から脱退するほかないのである。

## (2) 企業再編措置と会社法の規制

独立当事者でない支配従属関係のある会社間において、通常の事業運営において、支配会社の有利なように、資本多数を背景に従属会社が不利になる取引が強制されたり、そのことにより従属会社の債権者が弁済を受けられず、従属会社の株主が支配企業のどのような行為によってどれだけの不利益を被っているのかということが明らかでない場合もある。

あるいは合併等を通じて会社の基礎に重大な変更を加えることにより企業再編を行う場合を考えると、例えば、吸収合併される会社は消滅

するのであるから、その株主は従来保有していた株式の有する価値の保障を求めることができなければならない<sup>(3)</sup>。会社法は、企業再編に関する規定において、支配従属関係の有無とは関係なしに、当該吸収合併等に反対の株主は、消滅株式会社等（同法782条1項）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（同法785条）とともに、会社と株主との間で株式の価格の決定について協議が整わないのであれば、会社又は株主は、裁判所に対して価格の決定を申し立てることができる（同法786条）ことを規定している。存続株式会社等（同法794条1項）の反対株主にも同様の権利が規定されている（同法797条・798条）。また新設合併等の場合に関しても、これに反対の株主は、消滅株式会社等（同法803条1項）に対して、同様の権利を有する（同法806条・807条）。

また他の組織再編措置とともに、事後的に合併の無効を訴えをもってのみ主張できることが規定されている（同法798条1項2号）。さらに会社法の一部を改正する法律（平成26年法律90号）（以下、「平成26年会社法改正法」という。）は、合併の差止請求権を導入した（会社法784条の2・796条の2・805条の2）。これらの規定とともに、平成26年会社法改正法は、特別支配株主の株式等売渡請求に関する規定を追加した（会社法179条から179条の10）。キャッシュアウトに関しては、全部取得条項付種類株式の取得の差止請求等につき改正が行われた（同法

---

(3) 会社法では、平成17年改正前商法とは異なり、吸収合併の場合には、存続会社の株式を交付せずに金銭等を交付することができるようになった（会社法749条1項2号）。経済界を中心として、いわゆる三角合併や金銭のみを対価とするキャッシュアウト・マージャー等の選択肢を増やしたいという要望に応えた改正である。相澤哲『一問一答新・会社法』218頁（2005年）参照。

171条の2・171条の3・172条1項2項3項5項・173条2項・173条の2等)。

### (3) 二段階買収における公正な価格による株式の取得価格

二段階買収において、公開買付けに応募しなかった株主につき、株主総会決議によりその保有株式の全部の取得が決議された場合には、全部取得条項種類株式の取得に反対の株主は、当該株式の取得の価格決定を裁判所に申し立てることができる(会社法171条・172条1項)。株式会社は、取得価格の決定があるまでは、株主に対し、当該株式会社はその公正な価格と認める額を支払うことができる(同法172条5項)。裁判所の決定する価格「公正な価格」の算定において、どのような考慮がなされるべきであるのか。一般的に公正性というものをどのように考えるべきであるのか。公正性の確保が問題になる。支配従属関係がある会社間においては、場合によっては、前述のように従来の会社運営において不利益を被ってきたことも公正な価格の算定に際して考慮されるべきであるのか、ということも興味深いところである。考慮されるとして支配従属関係の開始から、どれだけの不利益が蓄積しているのかといった問題も発生する<sup>(4)</sup>。

本件のように、第一段階で公開買付けが行われ、第二段階で全部取得条項種類株式の取得が行われる場合の取得価格の決定にさいしても、以上のような観点が指摘できる。本件では、Y会社の株式及び新株予約権の全部の公開買付けを行う旨、その全部を取得できなかったときは、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変更を行うなどして、同株式

の全部を公開買付価格と同額で取得する旨を公表した。公開買付価格と全部取得条項種類株式の取得価格とが同額であれば、公開買付けに応じる、又は応じないで買取請求するという判断の余地がないので、そのような価格設定が公正か否かということである。すなわち、価格補正をすることにより、第一段階と第二段階で価格が異なる場合には、株主は株価の騰落により公開買付けに応じるか否かを決定することになり、会社が、いずれのタイミングで株式を取得するか、キャッシュアウトを完結できる時期に差が生じるものの、会社としては全部の株式の取得が目的であるからには、目的が達成できるのであれば、その過程にはさほどこだわりはないであろうということもできる。

## 3 二段階買収における取得対価の公正性

### (1) レックス事件

レックス事件<sup>(5)</sup>は、MBOにおける株式取得の公正な対価に関するリーディングケースである。二段階買収の二段階目において、全部取得条項付種類株式の取得価格が争われた。

---

(5) (レックス事件決定) 最決平成21年5月29日金融・商事判例1326号35頁(以下、「最決平成21年」という。)、東京高決平成20年9月12日金融・商事判例1301号28頁(以下、「東京高決平成20年」という。)、東京地決平成19年12月19日金融・商事判例1283号22頁(以下、「東京地決平成19年」という。)。最決平成21年の判例評釈として、加藤貴仁「判批」旬刊商事法務1875号4頁(上)・同1876号4頁(中)・同1877号24頁(下)、大杉謙一「判批」法教別冊354号18頁など参照。別冊商事法務編集部編『MBOに係る株式取得価格決定申立事件の検討』(別冊商事法務346号)(2010年)は、最決平成21年、サンスター事件、サイバードホールディングス事件を紹介・検討する。拙稿「MBOにおける取締役の善管注意義務違反に基づく責任—大阪高判平成27年10月29日判例時報2285号117頁—」明星大学経済学研究紀要第54巻2号52頁(2023年)参照。

---

(4) 江頭憲治郎「会社の支配・従属関係と従属会社少数株主の保護」法学協会雑誌99巻2号147頁。

株式会社AP8は、公開買付け（以下、「本件公開買付け」という。）により、後に同会社に吸収合併されることになる株式会社レックス・ホールディングス（以下、「レックス」という。）の発行済株式総数の間接所有を含めて91.51%の株式を取得した。レックスは、公開買付け開始前日、「公開買付けの賛同に関するお知らせ」と題するプレス・リリースにおいて、本件公開買付けがMBOの一環であることを明らかにするとともに、本件公開買付けが成立した後に、①会社を種類株式発行会社に変更すること、②発行済みの全ての普通株式に全部取得条項を付すこと、③当該株式の全部取得と引換えに別個の普通株式を交付することを株主総会において付議する予定であり、当該議案全てが承認された場合、普通株式一株に満たない端数しか受け取れない株主に対して、当該端数の合計数に相当する普通株式を売却することによって得られる金銭が交付されること、その売却金額については、本件公開買付けの買付価格を基準として算定する予定であることを公表し、その後、上記売却金額については、本件公開買付けの買付価格である1株当たり23万円を基準として算定された金額となる予定であると発表している<sup>(6)</sup>。

東京地決平成19年は、「当該申立てがされた場合に裁判所が決定すべき取得価格とは、当該取得日における当該全部取得条項付種類株式の公正な価格をいうものと解するのが相当である。そして、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を確認するのではなく、新たに公正な価格を形成するものであって、価格決定に当たり考慮すべき要素は極めて複雑多岐にわたらざるを得ないが、会社法172条1項が取得価格の判断基準について格別規定

していないことからすると、法は、価格決定を裁判所の裁量に委ねているものと解することができる。…裁判所が、全部取得条項付種類株式の取得の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な時価に加えて、強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額をも考慮することが相当であるということになる。…」としたうえで、「平成19年5月9日における本件株式の客観的な時価は1株当たり20万2000円を超えるものではない。…平成19年5月9日における本件株式の客観的な時価（20万2000円を超えない）に、強制的取得により失われる期待権を評価した価額（2万8000円を超えない）を加えたとしても、それが23万円を上回るものとは認められず、本件に現れた一切の事情を考慮すると、本件における全部取得条項付種類株式の取得の価格を23万円と定めるのが相当である。」と判示した。平成19年5月9日は取得日である。

東京高決平成20年は、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てがあった場合には、当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきものと解するのが相当であるとしつつ、「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。…そして、取得日における当該株式の客観的価値や上記の期待を評価した価額を算定するに当たり考慮すべき要素は、複雑多岐にわたる反面、これらがすべて記録上明らかとなるとは限らないこと、会社法172条1項が取得価格の決定基準については何ら規定していないことを考慮すると、会社法は、取得価格の決定を、記録に表われた諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねたものと解するのが相当である。」

(6) 金融・商事判例 1283号26頁。

とする。

本件株式の客観的価値については、特別の事情のない限り、本件取得日に近接した一定期間の市場株価を基本として、その平均値をもってとみるのが相当であるとしたうえで、平成18年5月10日から同年11月9日までの終値の平均値である28万0805円と認めることができるとし、本件株式の客観的価値（28万0805円）に、20パーセントを加算した額（33万6966円）をもって、株価の上昇に対する評価額を考慮した本件株式の取得価格と認めるのが相当であると判示した。

原決定と原々決定の基本的な判断枠組みは同じであり、算定方法は異なるが、①会社法172条1項が取得価格の決定基準については何ら規定していないから、その決定は裁判所が裁量で決定することができる、②取得日における当該株式の客観的価値に株価の上昇に対する期待を評価した価額を加算するというものである<sup>(7)</sup>。

最決平成21年は、原告人の抗告を棄却した。これには裁判官田原睦夫の補足意見（以下、「レックス事件田原補足意見」という。）があり、取得価格の決定について、「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の裁判所の合理的な裁量によっ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、①MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、②MBO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。」とするものである。

## (2) ナカリセバ価格

当該MBO「ナカリセバ」有したであろう株式の価値をナカリセバ価格とするならば、ナカリセバ価格とは、一つには当該MBOが行われなかった場合の株式の価値を評価した価格といえることができる。それ以外に、本件のように、MBOが行われることによる企業価値の増加を織り込んだ株式の価値を評価した価格ということもできる。このような考え方は、会社法の制定にあたり、買取価格に関する規定の文言が、平成17年改正前商法の規定の文言（組織再編等が）「ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格<sup>(8)</sup>」から「公正な価格」に改められた理由として、後者の考え方、すなわち企業再編措置における企業価値の増加、いわゆるシナジーの評価を加算した価格を含むことが文言に表現されていると説明される<sup>(9)</sup>。しかし考え方としては、「シナジー分配」事例も「ナカリセバ」事例に含めることが可能であり<sup>(10)</sup>、また裁判所の取得

(7) 加藤・前掲注(5) 商事法務1875号6頁、飯田秀総「V 株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事法務2076号42頁・43頁（2015年）など参照。

(8) 平成17年改正前商法245条ノ2・245条ノ5・349条・355条・358条・374条ノ3・374条ノ23・408条ノ3・413条ノ3参照。

(9) 株式会社の合併等の株式買取請求権について、立案担当者は、株式会社の合併には賛成であるが、その対価として交付される財産の割当てが不満であるという株主が求める公正な対価について、合併の決議がなかったならば有していたはずの公正な価格による買取価格ではなく、合併による企業価値の増加、いわゆるシナジーの評価を加算した価格であるとする。相澤哲『一問一答新・会社法』221頁（2005年）。

(10) 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務1879号4頁（2009年）、拙稿・前掲注53頁・54頁。

価格の算定には、組織再編にともなう株式の市場評価その他の事情があることも否定できない。会社合併のように、その相乗効果として、二つの会社の価値の単なる合計を上回るシナジーが発生し、企業価値が増加するのと同様に、MBOの場合にも、出資者の入替えにより、事業を展開することで財務状況を改善することが見込めるのであれば、そこには企業価値の増加があるといえることができる<sup>(11)</sup>。

「ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」とは、実際に当該組織再編が行われた事案を前提にしつつ、イ 仮に当該合併がないとき、ロ 合併はあるが、仮に当該比率の合併ではないとき（公正な合併比率によるものもある。）、という場合分けをして公正な価格を検討しなければならない。イの場合は、企業価値の増加の有無は、そもそも合併がないことを仮定するため、想定することができず、ロの場合は、シナジーによる企業価値の増加の有無を価格算定の基礎として公正な価格を算定する。

私見としては、楽天対TBS事件<sup>(12)</sup>において裁判所が、「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ナカリセバ価格をいうものと解するのが相当である」と判示し、インテリジェンス事件<sup>(13)</sup>において裁判所が、「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、同項所定の吸収合併契約等を承認する旨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。）をいうものと解するのが相当である」と判示し、楽天対TBS事件の最高裁決定を引用するのは、正当な判断であると考えている。それとともに、当該企業再編措置により、企業価値の増減があった場合にも、企業再編措置の決議がなかったことを仮定することができる。あるいは当該比率の合併ではない企業再編措置の決議があったことを仮定できるわけであるから、それによる企業価値の増減を価格算定の基礎として、その株式が有したであろう公正な価格（すなわち「ナカリセバ価格」）を算定することができる。

MBOについても、以上の企業再編措置に関する検討と同様に考えることができる。ある事案におけるMBOを前提として、そもそもMBOがなかったと仮定する場合と、MBOは行われたが、当該MBOにおける二段階目の全部取得条項付種類株式の取得と引換えに交付される対価が有する価値とは異なる価値の対価が交付される取引が前提になっていたと仮定する場合である。さらに後者の場合には、特段の事情のもとで取引が行われた場合に、考慮すべきを考慮して公正価格を算定しようとするものである。これを受けて、本件決定は、「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」としているものであり、こうした特段の事情のもとで取引が行われた場合には、これを考慮して公正価格を算定しなければならないということを判示して

(11) 神田・前掲注(10) 5頁同趣旨。

(12) 最決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁、判例時報2087号3頁。本決定には、田原裁判官の補足意見と那須裁判官の意見が付されている。事案について、拙稿・前掲注52頁・53頁参照。

(13) 最決平成23年4月26日判例時報2120号126頁。本決定には、田原裁判官の補足意見と那須裁判官の反対意見が付されている。事案について、拙稿・前掲注53頁・54頁参照。

いる<sup>(14)</sup>。さらに本件決定において、当該MBOにおける企業価値の増加の算定は、公正な手続きによる価格算定の過程で考慮されるべきものであり、株主が享受することができる企業価値の増加分も公正な取得価格の算定に際して加算されていないのではないと考える。企業再編措置においてもこのことは当てはまる。

それゆえ、会社法制定に際して、「ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」から「公正な価格」に改められた理由として、企業再編措置における企業価値の増加、いわゆるシナジーの評価を加算した価格を含むことが文言に表現されることになったという説明は、次のように言うことができる。「ナカリセバ」という文言だけからは、企業再編、MBOなどの措置等がないことを仮定するということである。しかし当該措置等が行われたが、当該取得対価等に争いがあるとき、当該具体的な事案への条文のあてはめを考える場合には、裁判所は、取得価格を算定するに際して考慮すべき事情に基づく価格調整をして、公正な取得価格を算定することになる。このことを注意的に文言の改正を行ったものであると理解することができる。その意味では私見と変わりはない。そして、分析的に、レックス事件田原補足意見にある「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、①MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、②MBO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。」とする部分もこのように解することができる。

### (3) 公正な価格

#### (ア) 裁判所の合理的な裁量

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である。

本件決定において、裁判所は、原決定を是認することができない理由として、「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。」と判示した。

本件決定理由において引用されている平成27年の最高裁判所決<sup>(15)</sup>は、「会社法786条2項に

(14) 株式買取請求に係る「公正な価格」の算定には、個々の事案において固有の事実関係があるはずであり、たとえば資本的基盤となる金融機関との関係等、組織再編措置やMBOに関連の事実関係の変動等、そして通常これらの事情に連動して市場の評価、すなわち株価が変動すると考えられるが、組織再編措置やMBOによる企業価値の増減とは別に、公正な価格の算定における判断材料として重要な事情が存する場合もある。

(15) 最決平成27年3月26日民集69巻2号365頁。本件は、吸収合併消滅株式会社の合併に反対の株主が、当該会社に対して、保有株式の公正価格による買取請求をしたところ、その買取価格につき協議が調わないため、会社法786条2項に基づき、

基づき株式の価格の決定の申立てを受けた裁判所は、吸収合併等に反対する株主に対し株式買取請求権が付与された趣旨に従い、その合理的な裁量によって公正な価格を形成すべきものである」として、楽天対TBS事件の最高裁決定を引用しつつ、「どのような場合にどの評価手法を用いるかについては、裁判所の合理的な裁量に委ねられていると解すべきである。しかしながら、一定の評価手法を合理的であるとして、当該評価手法により株式の価格の算定を行うこととした場合において、その評価手法の内容、性格等からして、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ことは許されないというべきである。」と判示しており、株式の価格の算定において、考慮すべき要素と考慮することが相当でない要素とがあるとす。

(イ) 本件決定における取得価格に関する判断  
株式投資は、投下資本に対するリターン、株価上昇の機会に売却することで利得することに期待して行われるものであるから、MBOにおいても、こうした株主の期待があることは否定できない。さらにMBOの実施によって企業価値が増大するのであれば、当然株価にも影響が出るはずであり、公正な価格の算定において反映されることが期待されるべきであり、その考慮すべき要素であろう。しかしながらその場合にも、実際の価格算定については、結局のところ、レックス事件田原補足意見で述べられているように、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が加算されなければならない。この点に関して、本件決定において、裁判所は、「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、全部取得条項付種類株式の取得価格は、公開買付価格と同じにすることが相当であると判示する。

(ウ) 原々決定及び原決定の基本的な考え方

原々決定<sup>(16)</sup>は、取得価格の算定方法について、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るとして、レックス事件田原補足意見と同じであり、裁判所による取得価格の決定は、新たな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としている。

そして株式の取得価格について、「本件株式にも影響を与えるものと推認されるような事情により市場全体の株価の動向を示す指標が大きく変動したのである。このような事情を踏まえると、本件においては、平成24年10月19日以前の市場株価そのものをもって本件株式の客観的価値と認めることは好ましいとはいえず、同日から本件取得日までの市場全体の株価の動向を踏まえた補正を行うことが可能であればこれを行い、本件取得日における本件株式の客観的価値を算定することがより正義に適用というべきであり、このような算定方法をとることも裁判所に許された合理的な裁量の範囲にあるというべきである。…

カ 以上のとおり、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株価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、上記株価を基礎とし

---

価格決定の申立てをした事案である。

(16) 東京地決平成25年3月4日金融・商事判例1465号42頁。

で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ものである。

キ しかし、前記(2)(ア)のとおり、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株価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。」と判示した。

公開買付公表後に、株式の客観的価値が増加している分を取得価格に反映させなければならぬとする。原決定<sup>(17)</sup>も、原々決定と同じ理由で、全部取得条項付普通株式の各取得価格につき、原々決定と同じ価格とするのが相当であると判示した。しかし公開買付公表後に、株式の取得価格の補正を行うと次のような問題がある。公開買付け終了後に株価上昇が見込めるか否かにかかわらず、株主は、とりあえず公開買付けには応じずに、全部取得条項付種類株式の取得に関する決定の株主総会に先立ち取得に反対の通知をし、株主総会において取得に反対しておけば、取得価格の申し立てをすることにより、実際に株価上昇のときは、買付価格より高い価格の決定になる可能性が高くなり、公開買付けの応募が少なくなりMBOが頓挫するおそれもある。このことは従来からしばしば指摘されているところである<sup>(18)</sup>。

#### (エ) 一般に公正な手続き

本件決定は、裁判所の合理的な裁量の範囲を越えるものとして、補正をすべきとする原々決定と同じ原決定を破棄した。その理由は、補正

がある場合には、右のような問題があるというのではなく、一般に公正な手続きを経たうえで定められた公開買付価格と同額の取得価格には、取得日までに生ずることある市場の一般的な価格変動が織り込まれているからであるというものである。一般に公正な手続きにより、多数株主等と少数株主との利害を適切に調整することが要請されている。そうすると、どのような措置が必要になるのであろうか。

レックス事件田原補足意見によると、「MBOの実施に際しては、MBOが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（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。以下「MBO報告書」という。〕参照）。それ故、裁判所が取得価格を決定するに際しては、当該MBOにおいて上記の透明性が確保されているか否かとの観点をも踏まえた上で、その関連証拠を評価することが求められる。」と判示する。

すなわち、MBOの実施において、経営者と会社関係から脱退する株主との間で利益相反の関係が発生するとともに、二段階目の全部取得条項付種類株式の取得対価が、公開買付価格より低いことが予測される場合において、株主は、公開買付けに応募するか否かの選択肢に直面したとき、応募しないことによる不利益を回避しようとするため、公開買付けに応募する方向に心理的に圧迫されることから（いわゆる強圧性の問題）、株式取得のタイミング及び取得対価の適正性を置くとして、公開買付価格と全

(17) 東京高決平成27年10月14日資料版商事法務389号56頁。

(18) 江頭憲治郎『株式会社法〔第8版〕』911頁注(4)（2021年）、白井・前掲注(2)83頁・84頁、藤田・前掲注(2)90頁、金澤・前掲注(2)383頁など。

部取得条項付種類株式の取得価格とを同じにすれば、特に問題はないと解せられる。特に、取得対価の適正性については、MBOを行う会社の財務状況等、企業価値を算定する資料に乏しい株主には、取得対価の適正性に関する正確な資料を提供し参照できるようにしなければならない（情報の非対称性の問題）。適正価格より低い価格で両者が同じであれば、やはり株主の保護が十分でないことになる。独立した第三者や専門家からの意見聴取による公正価格の担保措置、客観的な算定基準として法令の整備等、公正な手続きの確保が重要である。

改訂MBO指針は、二つの視点から公正な取引条件を実現するための手段として、公正性担保措置が整理され、会社関係から退出する株主に対して、適正な対価を取得することができるように、ベストプラクティスを提示している<sup>(19)</sup>。すなわち最善の取引ができる環境の整備として、どのような実務対応が可能であり必要かということである。本件決定において判示されているように、一般に公正と認められる手続きとして、独立した第三者委員会からの意見聴取を挙げるのであれば、第三者委員会の役割は重大であり、少数株主の保護を実現できる判断資料を提供でき、少数株主の立場に立って判断することが期待される<sup>(20)</sup>。MBOは対象会社の経営者又は支配株主との間において利益相反の問題があるところ、本件のように、対象会社の取締役会が選任した財務アドバイザーが株価の算定をしていることについて、本件決定は、公正な手続きでないとはしていない。財務アドバイザーによる株価算定の事実のみを単独に評価の対象にしているのではないようである<sup>(21)</sup>。

---

(19) 拙稿・前掲注42頁・43頁。

(20) 金澤・前掲注(2) 390頁。

(21) 藤田・前掲注(2) 94頁。