

# 株式取得価格決定裁判における統一的算定方法の適用

## ——ジュピターテレコム事件を題材として——

石塚明人

最終改定日 2017 年 6 月 2 日

- I はじめに
- II 株式買取請求・価格決定における「公正な価格」の算定
  - 2-1 株式買取請求・価格決定における学説と最高裁判例
  - 2-2 「二基準間の選択的行使」による算定方法と「公正な価格」
- III 株式取得価格決定における「公正な取得価格」への統一的適用
  - 3-1 株式取得価格決定における「公正な取得価格」
  - 3-2 「公正な価格」と「公正な取得価格」の統一的取扱いと定式化
- IV ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件への適用
  - 4-1 事案の概要
  - 4-2 価格決定の概要
  - 4-3 「二基準間の選択的行使」による算定方法の検討
- V まとめ

## I はじめに

会社法における組織再編（会社法第 5 編に規定）や全部取得条項付種類株式（108 条 1 項 7 号）を用いた企業買収が我が国において近年増えている<sup>1</sup>。特に、公開買付け（金融商品取引法 27 条の 2 第 6 項）を前置きした企業買収等（以

---

<sup>1</sup> 全部取得条項付種類株式（会社法 108 条 1 項 7 号）を用いた現金対価による企業買収は「全部取得」または「キャッシュアウト」という。組織再編と全部取得を合わせて「企業買収等」という場合もある。また、組織再編にかかる株式買取価格決定の申立て（会社法 786 条 2 項、798 条 2 項、807 条 2 項）は、「株式買取請求・価格決定」ともいう。さらに、上記法形式の異なる会社法上の二つの裁判を合わせて「価格決定裁判」という。

下「二段階買収」という。)によって、支配株主である親会社による完全子会社化や経営者による自社の買収であるマネージメント・バイアウト（以下「MBO」という。）にかかる価格決定裁判が増えている。

特に本稿で考察の対象となる、完全子会社化のための二段階買収にかかる価格決定裁判において、重要判例となる最一小決平成 28 年 7 月 1 日<sup>2</sup>（ジュピターテレコム事件最高裁決定）が出された。それは、「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。」と判示する。

しかしながら本稿は、この同最高裁決定に対して二つの問題点を指摘する。第一に、企業買収等を行う側の予測可能性を優先したことにより少数株主に対しては強圧性を与え、株式買取請求権の制度趣旨の一つである少数株主保護が後退する可能性がある。第二に、これまでの株式取得価格決定の裁判例とは異なる枠組みを採用し価格決定しているから、これまでの算定枠組み<sup>3</sup>を明確に否定すべきである。これらの問題点は、企業買収等の対価が現金か株式かで会社法上の法形式の異なる二種類の価格決定裁判の価格決定で、それぞれ異なる算定枠組みが採用されていることに起因すると思われる。

そこで本稿は上記の問題点を解決するために、会社法上の株式買取請求・価格決定および株式取得価格決定の裁判における「公正な価格」または「公正な取得価格」の統一的な算定方法を提案する。この算定式をジュピターテレコム事件に当てはめ検証し、問題点等を検討した。

## II 株式買取請求・価格決定における「公正な価格」の算定

### 2-1 株式買取請求・価格決定における学説と最高裁判例

株式買取請求権制度における平成 17 年改正前商法（以下「旧商法」という。）と同改正後の会社法（平成 17 年 7 月 26 日法律第 86 号、以下「平成 17 年改正

---

<sup>2</sup> 最一小決平成 28 年 7 月 1 日民集 70 卷 6 号 1445 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕。

<sup>3</sup> 算定枠組みについては、前節のⅢ章 3-1 節を参照のこと。

会社法」という。)との大きな変更点は、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」(旧商法 408 条ノ 3 第 1 項、以下「ナカリセバ価格」という。)から「公正な価格」(会社法 785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 項)に文言が変更された。平成 17 年改正会社法における「公正な価格」の意義は、組織再編によって生じるシナジーをも株主に対する配分に含める(以下「シナジー分配価格」という。)こととされている<sup>4</sup>。これは「ナカリセバ価格」における企業再編がなされない場合の経済状態の保証機能のほか、「シナジー分配価格」には企業再編によるシナジーの再分配機能が付加されたと説明される<sup>5</sup>。

これまでの最高裁判例では、「公正な価格」として「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れを採用するかは、企業価値の増加または不増加によって判定する。すなわち、企業価値の増加または不増加、すなわちシナジー発生の有無を基準として二つの価格の何れかを「公正な価格」とするのが最高裁決定で明確にされている<sup>6</sup>。

## 2-2 「二基準間の選択的行使」による算定方法と「公正な価格」

組織再編によって企業価値が増加して、その増加価値であるシナジーの分配が問題となるような事案では、「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」との何れか大きい方を「公正な価格」とする(以下「『いずれか高い方』説」<sup>7</sup>という。)のが通説的見解である<sup>8</sup>。また、株式買取請求をする株主は「ナカリセ

---

<sup>4</sup> 相澤哲編著『一問一答 新・会社法』(商事法務, 2005)221 頁参照。

<sup>5</sup> 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論(上)』(商事法務, 2007)282 頁参照。

<sup>6</sup> 最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁[テクモ株式買取価格決定申立事件最高裁決定]、最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 卷 3 号 1311 頁[楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件最高裁決定]。

<sup>7</sup> 田中亘「事例② 『公正な価格』とは何か」伊藤靖史ほか『事例で考える会社法・第 2 版』(有斐閣, 2015)411 頁注(17)は、「いずれか高い方」説と呼んでいる。

<sup>8</sup> 弥永真生『リーガルマインド会社法・第 14 版』(有斐閣, 2015)382 頁、藤田・前掲注 5)283 頁、江頭憲治郎『株式会社法・第 6 版』(有斐閣, 2014)872 頁、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室 304 号(2006)80 頁等参照。ただし、田中亘「第 8 章 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』(商事法務, 2014)220 頁は、「いずれか高い方」説からの離脱を表明した。さらに、組織再編の対価が存続会社株式の場合はより問題は深刻で、「過剰な株式買取請求あるいは取得価格決定の申立てにより、会社の財産が過剰に流出し、会社ひいてはその一般株主の利益を害する恐れがある。」と田中教授は批判する。

バ価格」と「シナジー分配価格」の何れを主張したか不明な場合は、何れか大きい方をもって「公正な価格」と決定した下級審裁判例もある<sup>9</sup>。

本稿で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法は、この「いずれか高い方」説を採用するが、組織再編における企業価値の増加または不増加を判定しないことが特徴であり利点でもある。同算定方法で「公正な価格」を決定するための算定式は、

$$\text{「公正な価格」} = \max (\text{「ナカリセバ価格」} , \text{「シナジー分配価格」}) \quad (2-1)$$

のように一本の算定式で記述できる。ここでの「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」は、何れも生の市場株価は参照せず、算定基準日である株式買取請求日（反対株主ごとに異なる場合もある）における補正株価を算出した上で、それを参照する。

もっとも、算定の前に、企業価値の増加または不増加の判定は行わないとしても、組織再編比率における公正性の法的評価をすることは裁判所の重要な役割である<sup>10</sup>。何れにしても「二基準間の選択的行使」による算定方法には、より理論的あるいは実証的な検証も必要となるが、先行研究においても一部の事案ではあるが、これまでの裁判所の決定内容と概ね整合的な結果となることが報告されている<sup>11</sup>。

### Ⅲ 株式取得価格決定における「公正な取得価格」への統一的適用

現金が対価となる完全子会社化や MBO に対して不満な少数株主は、全部取得条項付種類株式を導入する際の定款変更のための株主総会決議に反対して株式買取請求（会社法 116 条 1 項 2 号）をし、その後に株式買取価格決定の申立て（117 条 2 項）をする。あるいは全部取得の価格に不満な株主は、全部取

<sup>9</sup> 大阪地決平成 20 年 11 月 13 日金融・商事判例 1339 号 56 頁〔国土総合建設株式買取価格決定申立事件地裁決定〕。

<sup>10</sup> 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 6) 1784 頁〔テクモ事件最高裁決定〕は、独立した当事者間の組織再編（株式移転）における組織再編比率（株式移転比率）の公正性について明確に判示する。

<sup>11</sup> 拙稿『「ナカリセバ価格」および『シナジー分配価格』を算出するための補正株価と二基準間の選択的行使による『公正な価格』の算出』ソフトロー研究 25 号(2015)1-55 頁参照。

得条項付種類株式の取得に関する株主総会の承認決議に反対した上で裁判所に株式取得価格決定の申立て（172 条 1 項）をすることになる。すなわち、反対株主には異なる二つの法形式の価格決定裁判が利用可能である。

### 3-1 株式取得価格決定における「公正な取得価格」

東京高決平成 20 年 9 月 12 日<sup>12</sup>は、MBO にかかる株式取得価格決定の事案ではあるが、裁判所は会社法 172 条 1 項の「取得価格」とは当該株式の取得日（171 条 1 項 3 号、173 条 1 項）における公正な価格（以下「公正な取得価格」という。）とし、「公正な取得価格」は取得日における当該株式の客観的価値（以下「客観的価値」という。）に加えて、強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価額をも考慮すると判示する。さらに同決定の上告審である最三小決平成 21 年 5 月 29 日<sup>13</sup>は原決定の判断を維持したが、同決定における田原睦夫裁判官の補足意見（以下「田原補足意見」という。）によれば、「公正な取得価格」は、①MBO が行われてい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の合計とされている<sup>14</sup>。同算定式は、その後の同種事案における裁判実務として定着している。しかし、最一小決平成 28 年 7 月 1 日<sup>15</sup>はこの算定式を採用してないことから、むしろこの算定式を明確に否定し、これにとらわれない算定枠組みを採用したと判示すべきであったと思われる。

### 3-2 「公正な価格」と「公正な取得価格」の統一的取扱いと定式化

二段階買収において、一段階目は公開買付けで共通するが、二段階目の取引対価が株式か現金かで公正な価格が異なる。ここで「公正な価格」と「公正な

---

<sup>12</sup> 東京高決平成 20 年 9 月 12 日金融・商事判例 1301 号 28 頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。

<sup>13</sup> 最三小決平成 21 年 5 月 29 日金融・商事判例 1326 号 35 頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕。

<sup>14</sup> MBO の事案については、本稿で多用する「シナジー分配価格」という表現はミスリーディングとなる場合がある。田原補足意見では、シナジー効果に相当する部分を「MBO の実施によって増大が期待される価値」と呼ぶが、これを適切に分配した価格を含めて、「シナジー分配価格」という。

<sup>15</sup> 最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注 2)1445 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕。

取得価格」の算定方法を別々にとらえるのか、それとも統一的に取り扱うべきかが問題となる。学説においては、全部取得条項付種類株式の取得であろうと組織再編であろうと締め出される少数株主の状況に変わりはなく、少数株主の締出しに対する株主保護については、株式買取請求と全部取得のように法形式にとらわれず、統一的な対応がなされる見解が有力である<sup>16</sup>。よって、完全子会社化のために株式交換の「代用手段」として全部取得条項付種類株式を利用したキャッシュ・アウトを利用した場合は、「公正な価格の基準」と整合的な価格算定が行われることが期待される。

そこで本稿は、「二基準間の選択的行使」による算定方法を統一的に適用し、株式買取請求・価格決定にかかる「公正な価格」と株式取得価格決定における「公正な取得価格」の場合にも統一的に適用すると、

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{「公正な価格」} \\ \text{「公正な取得価格」} \end{array} \right\} = \max (\text{「ナカリセバ価格」} , \text{「シナジー分配価格」})$$

(3-1)

と表わせる。ここで「公正な取得価格」の場合は、全部取得日における「シナジー分配価格」の補正価格は全部取得価格であり、また二段階買収においては公開買付価格と同額となるのが一般的である。そうすると、全部取得日における「公正な取得価格」は、

$$\text{「公正な取得価格」} = \max (\text{「ナカリセバ価格」} , \text{全部取得価格}) \quad (3-2)$$

のように表せる。この定式は、算定基準日（全部取得日）における「ナカリセバ価格」がこの全部取得価格（一定の固定額で、通常は公開買付価格と同額）を超えた場合には「ナカリセバ価格」が採用され、超えない場合には全部取得価格が採用されることを意味する。

---

<sup>16</sup> 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔中〕—『公正な価格』の算定における裁判所の役割—」商事法務 1876号(2009)4頁、山下友信「第4款 全部取得条項付種類株式の取得」山下友信編『会社法コンメンタール第4巻 株式(2)』(商事法務, 2009)109頁。

## IV ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件<sup>17</sup>への適用

### 4-1 事案の概要

株式会社ジュピターテレコム（以下「ジュピターテレコム」という。）は、普通株式を JASDAQ スタンダード市場に上場していた。住友商事株式会社（および KDDI 株式会社）がそれぞれ発行済み株式総数の 50%を保有する N J 株式会社（以下「N J 社」という。）は、2012 年 10 月 24 日にジュピターテレコムの普通株式等を全部取得するために、110,000 円を買付価格とする公開買付け（以下「10 月公開付け」という。）を行い、その後に普通株式に全部取得条項を付すこと等を内容とする定款の一部変更を行い、ジュピターテレコムの発行済みの普通株式のすべてを取得する予定であると公表した。その後 2013 年 2 月 26 日に N J 社は公開買付価格を 123,000 円に変更し、公開買付期間を同月 27 日から 4 月 10 日とする公開買付け（以下「2 月公開付け」という。）を行った。2 月公開付けは、買付予定数である 180 万 1,954 株の約 66.58%という多数の株主等の賛同を得て成立した。2013 年 8 月 2 日に全部取得条項付種類株式の全部取得が行われたが、これに反対した株主が株式取得価格決定の申立て（会社法 172 条 1 項）を東京地裁に対して行ったのがジュピターテレコム事件（以下、本章では「本件」という。）である。

### 4-2 価格決定の概要

本件の審理で利害関係参加人（会社側）は、株式の価格が 2 月公開買付けにおける公開買付価格で本件全部取得の取得価格でもある 123,000 円を上回ることはないと主張した。ところが、東京地決平成 27 年 3 月 4 日は、市場株価指数の変動を考慮して算定した補正株価を参照し、その補正株価を全部取得日の前日以前 1 か月で単純平均した 104,165 円を「客観的価値」とし、それにプレミアムの 25%を付与した 130,206 円を決定価格とした。2012 年 10 月 20 日の公開買付けの報道日以降株式市場は力強い上昇相場の局面にあり、利害関係参

---

<sup>17</sup> 東京地決平成 27 年 3 月 4 日金融・商事判例 1465 号 42 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 27 年 10 月 14 日資料版商事法務 389 号 63 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件高裁決定〕、最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注 2)1445 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕。

加人（ジュピターテレコム）の上場株式の市場株価も大きく上昇していた。このことから、裁判所は同報道日前日の2012年10月19日より前の市場株価をもって客観的価値とすることは好ましくなく、同日から全部取得の日までの市場全体の動向を踏まえた補正をすべきと判示した。

東京高決平成27年10月14日も原審の決定を是認し、130,206円を決定価格とした。しかし、最一小決平成28年7月1日は原審を破棄し、公開買付価格の123,000円をもって決定価格とすると自判した。同決定は、二段階買収の一連の手続が公正であれば、特段の事情がない限りは公開買付価格をもって「公正な取得価格」とすると判示した。

#### 4-3 「二基準間の選択的行使」による算定方法の検討

東京地決平成27年3月4日で株価補正のために採用された回帰モデルにおける最大の特徴は、説明変数となる日次収益率を算出するためにジャスダック指数をそのまま使用せず、同指数の構成銘柄でもあり、その変動に大きな影響を持つジュピターテレコムの株価変動の影響を取り除くように修正したジャスダック指数（以下「修正ジャスダック指数」という。ただし、決定文中では「ex ジャスダック指数」としている。）を使用したことである。

ジュピターテレコム事件の検証として、まず「ナカリセバ価格」（補正株価）を算定するためのマーケット・モデルを二つ定義する。一つは、地裁と高裁の価格決定において裁判所が採用したモデル（以下「モデルⅠ」という。）であり、もう一つは本稿での検証用モデル（以下「モデルⅡ」という。）である。両方とも一変数のマーケット・モデル（単回帰モデル）であるが、具体的に示すと、モデルⅠの回帰式は収益率の単位をパーセント（%）表示し、

$$R_j = 0.005\% + 0.3819 \times R_M^{ex} \quad (\text{モデルⅠ：裁判所採用モデル})$$

と表せる<sup>18</sup>。ここで、 $R_j$ はジュピターテレコムの正常収益率であり、 $R_M^{ex}$ は修正ジャスダック指数収益率である。また、同様にモデルⅡの回帰式は、

---

<sup>18</sup> 東京地決平成27年3月4日・前掲注17)42頁の決定文には、本稿にあるような数式が記述されているわけではなく、「文章」で記述されたものを数式（単位をパーセント表示）で記述した。



$$R_j = -0.0042\% + 0.7091 \times R_M \quad (\text{モデル II : 本稿検証用モデル})$$

と表せる<sup>19</sup>。ここで、 $R_M$  は修正をしないジャスダック指数の収益率であり、同じく単位をパーセント（%）とした。

二つの回帰式から算定される事後の補正株価は、全部取得日（2013 年 8 月 2 日）において、モデル I が 103,593 円で、モデル II が 123,935 円という価格になる。本件の最高裁決定では、公開買付価格が公正な手続を実質的に履践して定められたと認定されているから公開買付価格（123,000 円）は公正であり、取得日においてその価格を参照する全部取得価格が「シナジー分配価格」となる。これら二つの価格を全部取得日（算定基準日）における「公正な取得価格」の算定式（式（3-2））に代入すると、それぞれ以下のようになる。

$$\text{「公正な取得価格」(モデル I)} = \max(103,593 \text{ 円}, 123,000 \text{ 円}) = 123,000 \text{ 円}$$

$$\text{「公正な取得価格」(モデル II)} = \max(123,935 \text{ 円}, 123,000 \text{ 円}) = 123,935 \text{ 円}$$

このように、適用するモデルによって「ナカリセバ価格」の算定値が異なり、「公正な取得価格」の結果が異なる場合もある。そうすると本稿で提案するモデル II では、公開買付価格の 123,000 円を若干上回る「ナカリセバ価格」の 123,935 円が選択される。しかし、地裁と高裁の決定で裁判所が採用したモデル I を使用すれば、「ナカリセバ価格」は 103,593 円となるから全部取得価格の 123,000 円が選択され最高裁の価格決定と同じになる。何れの場合とも、地裁と高裁の決定価格の 130,206 円を下回る価格となる。

## V まとめ

企業買収等の対価が現金か株式かといった経済的な相違によらず、また価格決定裁判の法形式の相違によらない統一的な価格決定の算定は可能であり、またそうすべきである。本稿では、「二基準間の選択的行使」による算定方法に

---

<sup>19</sup> 拙稿「ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件における補正株価算定のための『回帰分析的手法』の利用」青山社会科学紀要 44 巻 1 号(2015)15-52 頁参照。

より、法形式が異なる二つの公正な価格、すなわち「公正な価格」と「公正な取得価格」が数式上統一的に記述できることを提示した（式（3-1））。

本稿の事例検証で、「ナカリセバ価格」の算定のために回帰モデルを使用した。が、検証結果から複数タイプある回帰モデルからの選択次第で「ナカリセバ価格」の算定価格が変わる。このような場合、裁判の両当事者から異なる回帰モデルを使用した「ナカリセバ価格」が主張される可能性が高く、裁判所は回帰モデルの内容にまで踏み込み、より妥当と判断するモデルを選択するように努めるべきである。モデル選択という技術的な点に関しては、裁判所の「合理的な裁量の範囲内」であるが、予測可能性が高く訴訟経済にも資するような単純なマーケット・モデルを採用すべきである。

近時の最一小決平成 28 年 7 月 1 日は、企業買収等をする側の予測可能性を重視するあまり、少数株主に対しては価格決定の申立てを断念させるような強圧性が顕在化する価格決定をしている。これは「ナカリセバ価格」を完全に無視または失念した価格決定であることを原因としており、到底受け入れられるものではない。すなわち、本事案では「二基準間の選択的行使」による算定方法を採用し、間接的ではあるが事後の補正株価による「ナカリセバ価格」を考慮する価格決定をすべきである。そうすると、「公正な取得価格」は 123,935 円が妥当であると結論付ける。

以 上