

《論文》

**判例研究 特別支配株主による株式等売渡請求に際して会社法
179条の8第1項の売買価格決定申立てをなし得る株主の範囲****—最決平成29年8月30日民集71巻6号1000頁****(マツヤ株式売渡請求に係る売買価格決定申立事件) —****津田裕介****【事実】**

(1) Z社(アルピコホールディングス株式会社・参加人)は、各種事業を営む株式会社の株式を保有することによる当該会社の事業活動の支配・管理等を目的とする株式会社である。Z社は、A社(株式会社マツヤ・対象会社)を完全子会社化することを目的とし、平成27年10月16日から同年11月30日までの間、A社の普通株式を対象として、1株あたり230円とする公開買付け(以下、「本件公開買付け」という。)を行った。その結果、平成27年12月1日時点において、Z社はA社の総株主の議決権の95.28%を有していた。したがって、Z社は、会社法(以下、単に「法」という。)179条第1項に基づくA社の特別支配株主としての地位にあった。また、本件公開買付けが開始される平成27年10月16日までに、Z社及びA社は、本件公開買付けにおいて、①Z社がA社の発行済み株式の全てを取得し、A社を完全子会社化することを目的としていること、②本件公開買付けが成立し、Z社がA社の株式の全てを取得することができなかった場合で、本件公開買付けの成立によりZ社の有する株式A社の議決権が総株主の議決権の90%以上となったときには、法179条に基づいて、A社の株主全員に対してその所有する株式の全部を本件公開買付けと同額の1株あたり230円で売り渡すことを請求する予定であり、その場合には、A社の取締役会において当該株式売渡請求を承認する予定であるということを経済取引所の

ジャスダック (JASDAQ) スタンダード市場 (以下、単に「JASDAQ」という。) において公表していた¹⁾。なお、A社は振替株式を発行している²⁾。

(2) Z社は、平成27年12月8日、法179条の3第1項の規定に基づき、①A社の株主に対して株式売渡請求 (以下、「本件売渡請求」という。) をすること、②売渡株主に対してその保有するA社の株式の対価として一株当たり230円の割合で金銭を割当交付すること、③Z社が売渡株式を取得する日 (以下、「本件取得日」という。) を平成28年1月2日とすること等を対象会社に対して通知した。

(3) A社は、前記(2)記載の通知を受けたことから、平成27年12月8日、取締役会において、本件売渡請求を承認する旨の決議を行い、同日、その旨をJASDAQにおいて公表した (以下、「本件公表」という)。平成27年12月9日、A社は、法179条の4第1項に定める公告を行った³⁾。

(4) X (申立人) は、本件取得日である平成28年1月2日において、A社の普通株式3000株 (本件株式) を保有しており、かつ、上記売渡株式の対価に不服があると主張して、平成27年12月28日、長野地方裁判所に対し、法179条の8第1項に基づく本件申立てを行った。なお、Xは、本件申立ての翌日である同月29日に本件株式のうち100株を、本件申立ての翌々日である同月30日に本件株式の残り2900株を取得している。

(5) 第一審 (長野地決平成28年8月12日民集71巻6号1009頁) においては、Xによる本件申立ての適法性及び本件株式の本件取得日における売買価格の

-
- 1) また、Z社は、もしも本件公開買付け成立後のZ社のA社に対する議決権保有割合が90%未満となった場合には、株式併合 (法180条) の手続に基づいてZ社がA社株式の全てを取得する予定であること、そしてこの場合、本件公開買付けの公開買付価格を基準に算定される額の金銭をA社端数株主に対して交付する予定である旨を公表していた。辰巳郁「本件判批」金融法務事情2080号 (2017年) 44頁参照。
 - 2) したがって、A社の株主に対しては、法179条の4第1項の通知に代えて公告がなされなければならない (社債、株式等の振替に関する法律第161条第2項、以下、同法典名につき、「振替法」と略記する)。坂本三郎編著『一問一答 平成26年改正会社法 [第2版]』 (商事法務、2015年) 266-267頁。
 - 3) 第一審、第二審及び最高裁決定において、A社が公告を行った具体的な日時は認定されていない。しかし、平成27年12月9日日本経済新聞朝刊25面によれば、同日、A社により本件公告がなされたようである。辰巳・前掲注1) 45頁注1参照。

相当性が争点となった。第一審は、法 179 条の 8 第 1 項が売買価格決定の申立制度を設けた趣旨につき、売渡株式の対価に不服のある株主に裁判所に対して自らが保有する株式の売買価格の決定を求める申立権を認め、強制的に株式を剥奪されることになる株主の保護を図る点にあることを確認した。そして、「特別支配株主による株式売渡請求の通知に対して、対象会社による売渡請求の承認決議がされ、その旨が公表された後に売渡株式を取得した株主は、不利益を被ることが決定され、そのことを知り得た後にあえて株式を取得するものであって、法 179 条の 8 第 1 項による申立権を認めてこれを保護する必要がないから、同条項による売買価格の決定の申立適格を欠くというべきである」とした。その上で、第一審は、証拠及び審尋の全趣旨から、本件 X が本件株式を取得したのは A 社による本件公表がなされた後の平成 27 年 12 月 29 日及び同月 30 日であると認定し、そもそも X は本件株式の売買価格決定の申立適格を欠くとして X による本件株式の売買価格決定の申立てを却下した（そのため、第一審は、本件株式の本件取得日における売買価格の相当性については判断を下していない）。これを受けて、X は、即時抗告を行った。

(6) 続く第二審（東京高決平成 29 年 1 月 31 日民集 71 卷 6 号 1015 頁）も、法 179 条の 8 第 1 項の趣旨につき、株式等売渡請求がなされると売渡株主等はその意思に関わらず一方的に売渡株式等について特別支配株主との間の売買契約上の売主の立場に置かれることとなるから、かかる法律関係が形成された時点の対象会社の株主等に、その経済的利益を確保する手段として対価の相当性についての不服申立ての機会を与える点にあるとした。かかる趣旨からすれば、対象会社の通知・公告により「特別支配株主から売渡株主等に対して売渡請求がなされたとみなされた後に対象会社の株式等を取得した者は、上記のような法律関係が形成されたことを当然の前提として対象会社の株式等を譲り受けた者であるから、法は、このような者の経済的利益を確保するために、価格決定の申立権を認める趣旨とは解し難い」として、第一審の決定内容を支持し、X による本件株式の売買価格決定の申立てを不合法として却下した（第二審も、本件株式の本件取得日における売買価格の相当性

については判断を下していない)。これを受けて、Xが許可抗告を行ったところ、原審はこれを許可した。

なお、Xは、特別支配株主が、取得日の前日までは株式等売渡請求を撤回できることとの均衡上、取得日の前日までに対象会社の株式を取得した者については売買価格決定の申立権が認められるべきであり、株主が価格決定の申立てをすることで特別支配株主に撤回を促すこともできるのであるから、このような投資手法も保護されるべきであると主張した。

しかし、第二審は、以下のように述べてXの主張を排斥した。すなわち、法が特別支配株主に対し株式等売渡請求の撤回(法179条の6)を認めたのは、売渡請求後に「特別支配株主の財務状態が悪化して対価の交付が困難となった場合等、売渡株主等の利益保護が必要な限定された場合を想定するものであり、かつ、対象会社の承認後は、対象会社の承諾を得た場合に限り撤回を許すものであるところ(法179条の6第1項)、法がこのような撤回制度を設けていることと売買価格決定の申立権をどの範囲の株主等に付与するかということとは、何らの関連性もない」し、「Xが主張するような投資手法を可能とするために、特別支配株主から売渡株主等への売渡請求がなされた後に対象会社の株式等を取得した者にも売買価格決定の申立権を付与すべきとの議論は、撤回制度の趣旨にも反し、」「本末転倒」であるとした。

【決定要旨】 抗告棄却

「特別支配株主の株式売渡請求は、その株式売渡請求に係る株式を発行している対象会社が、株主総会の決議を経ることなく、これを承認し、その旨及び対価の額等を売渡株主に対し通知し又は公告すること(法179条の4第1項1号、社債、株式等の振替に関する法律161条2項)により、個々の売渡株主の承諾を要しないで法律上当然に、特別支配株主と売渡株主との間に売渡株式についての売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずることになり(法179条の4第3項)、特別支配株主が株式売渡請求において定めた取得日に売渡株式の全部を取得するものである(法179条の9第1項)。法

179 条の 8 第 1 項が売買価格決定の申立ての制度を設けた趣旨は、上記の通知又は公告により、その時点における対象会社の株主が、その意思にかかわらず定められた対価の額で株式を売り渡すことになることから、そのような株主であって上記の対価の額に不服がある者に対し適正な対価を得る機会を与えることにありと解されるのであり、上記の通知又は公告により株式を売り渡すことになることが確定した後に売渡株式を譲り受けた者は、同項による保護の対象として想定されていないと解するのが相当である。したがって、上記の通知又は公告がされた後に売渡株式を譲り受けた者は、売買価格決定の申立てをすることができないというべきである。」

「X は、本件公告後に本件株式を譲り受けた者であるから、売買価格決定の申立てをすることができない。」

【研究】本決定に賛成する。

1. 本最高裁決定の意義

本最高裁決定は、完全子会社化を目的としてなされた二段階買収における二段階目の取引において、平成 26 年会社法改正によって新設された特別支配株主による株式等売渡請求制度（以下、単に「売渡請求」ということがある。）が用いられた場合に、法 179 条の 8 第 1 項に定められた売買価格決定の申立てを行うことができる株主の範囲を、法 179 条の 4 第 1 項 1 号に基づく通知または同号及び振替法 161 条 2 項の公告（以下、これらを単に「通知・公告」という。）がなされた時点と申立株主による株式取得時点の先後を基準として決するという判断を下した初めての事例である⁴⁾。

法 179 条の 8 第 1 項の文言上は、株主から売買価格決定の申立てがなされた場合に、当該申立てを行う株主がいかなる時点までに当該株式を取得している必要があるのか（売買価格決定申立適格の認められる株主の範囲）につ

4) 加藤貴仁「本件判批」〔平成 29 年度重要判例解説〕ジュリスト臨時増刊 1518 号（2018 年）102 頁。

いては、何ら制限をしていないと理解することも可能であった⁵⁾。本最高裁決定は、通知・公告前の株式取得者に限定して売買価格決定の申立適格を認めたが、当該結論を法179条の8の文言解釈によらずに同条の趣旨から導いたという点に特徴がある⁶⁾。

-
- 5) 鳥山恭一「本件判批」法学セミナー755号(2017年)111頁、林孝宗「本件判批」法律のひろば71巻3号(2018年)64頁、笹川俊彦「本件判批」法と政治71巻3号(2020年)23頁及び注6、田中亘『会社法』(第3版、東京大学出版会、2021年)642頁など参照。
- 6) 法179条の8の申立権者の範囲をいかに画するかと関連して、以下のような主張がなされている。まず、法179条の8の文言解釈によって本最高裁決定と同様の結論を導くことができるという見解がある(弥永真生「本件判批」ジュリスト1513号(2017年)2-3頁)。これに対して、売買価格決定の申立てを行い得る売渡株主(等)の範囲は、文言解釈によることはできず、なお実質的な解釈を要するとする見解がある(高橋真弓「本件判批」民商法雑誌154巻2号(2018年)346頁)。本文で指摘した申立権者の範囲には何ら限定がないと解する見解も含め、売買価格決定の申立権者の範囲が問題となったのには、以下のような理由があった。すなわち、法179条の8は、「売渡株主」に売買価格決定申立ての申立権を認めている。法179条の2第1項2号の文言からは、株式取得日時点において対象会社の株主が「売渡株主」であると理解することになる。他方で、法179条の4第1項1号の文言からは、取得日の20日前までの時点で対象会社からの通知を受け取る株主が「売渡株主」であると理解することになる(以上につき、松田敦子『最高裁判所判例解説民事篇平成29年度』334頁、343頁(注2)参照。また、江頭憲治郎=中村直人編著『論点体系会社法(補巻)』(第一法規、2015年)152-153頁〔前田修志〕も併せて参照)。それゆえ、通知(・公告)が発出された後、特別支配株主によって株式が取得されるまでの間に対象会社株式が譲渡されるなどして株主に変更があった際には、両者の「売渡株主」が一致しないことになる。そのため、特定の条文の文言に依拠して法179条の8にいう「売渡株主」の範囲を解釈することは困難な状況にあった。それゆえに、本最高裁決定は、法179条の8の趣旨から同条の「売渡株主」を解釈せざるを得なかったのだと思われる(実際に、上記調査官解説でも、本最高裁決定は株式買取請求権や全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てなどの類似制度との比較及び整合性から法179条の8の趣旨を確定し、かつ、当該趣旨に基づいて同条の売渡株主の範囲を確定したと解されるとの説明がなされている)。本最高裁決定が法179条の8の趣旨から同条の申立権者の範囲を制限するという結論を導いたことについては、以下のような主張がなされている。まず、法の文言解釈を重視しつつも、その規定振りが(上記の通り)拙劣であることから、制度の趣旨を持ち出して申立権者の範囲につき解釈を施さなければならなかったとして、本最高裁決定の判示内容に一定の理解を示す見解がある(門口正人「申立ての権限者・法律の解釈」金融法務事情2110号(2019年)98頁)。他方で、当該趣旨自体が条文に書き込まれていない以上、趣旨から演繹的に結論を導いたところで、反対者を説得することはできないとし、本最高裁決定の論理構成に異議を唱える見解がある(田中亘「商法学における法解釈の方法」民商法雑誌154巻1号(2018年)61頁参照。田中教授は、いかに趣旨から結論を導いたとしても、当該結論に対して想定される反対論に答えていなければ、「理由づけを実質的に省略して結論を提示したことにはかならず、説得的な解釈論とはなり得ない」と指摘し、本最高裁決定を痛烈に批判されている)。

このような本最高裁決定の判示の背後には、以下のような考え方があるとされる。すなわち、通知・公告後の株式取得者は、取得日に特別支配株主が定めた対価の額で対象会社の株式を売り渡すことを知っているはずである。このような事情を知りながらもあえて当該株式を譲り受けた取得者は、後に上記対価で取得されることを織り込んで当該株式を取得しているはずであるから、裁判所の価格決定による保護を与える必要はないとの考え方である⁷⁾。

後述の通り、全部取得条項付種類株式の取得に係る取得価格決定の申立てや、組織再編行為等における反対株主の株式買取請求権の行使（それぞれ、法 172 条 1 項、法 785 条 2 項・786 条 2 項・806 条 2 項等。以下、単に「取得価格決定申立て」「株式買取請求権」ということがある。）の局面においても、これらの申立てや請求を行い得る株主はいかなる時点までに対象会社の株式を取得している必要があるのかについて、下級審裁判例及び学説において議論がなされてきた。また、平成 26 年会社法改正において、株式併合による端数が生じる場合の株主保護の規律について見直しが行われた。その結果、株式併合により端数株式となる株式についても株式買取請求権が認められることになった（法 182 条の 4 第 1 項）。

本最高裁決定が示した見解は、これらの類似の法制度を用いてキャッシュ・アウトが行われる局面における株主の価格決定申立適格の有無を決する際にも重要な意義を持ち得ると考えられる⁸⁾。

7) 加藤・前掲注 4) 103 頁、松尾健一「本件判批」法学教室 447 号（2017 年）149 頁等参照。こうした考え方を前提とする限りにおいて、特別支配株主の株式売渡請求によるキャッシュ・アウトが実行されることが確定した場面において、通知・公告後にあえて株式を取得した上で価格決定の申立てを行って差益を得ようとする行為は認められないことになる。

8) この問題に関連して、本最高裁決定の判断は法 182 条の 4 のように株主総会決議が行われることが予定されている場合には及ばないとし、本最高裁決定の射程を限定的に解する見解がある（久保田安彦「本件判批」私法判例リマックス 57 号（2018 年）91 頁参照）。ただ、二段階買取の局面では、価格決定申立てをなし得る株主の範囲をできる限り統一しておいたほうがよいと考えられる。そのため、本最高裁決定の射程は、他の類似の法制度を用いてキャッシュ・アウトがなされる場合にも及ぶと解する。加藤・前掲注 4) 102-103 頁参照。

2. 平成 26 年改正会社法下における株式等売渡請求制度

(1) 株式等売渡請求制度

本最高裁決定を検討するに際し、まずは簡潔に株式等売渡請求制度の概要を確認しておく。平成 26 年改正会社法において、迅速かつ機動的なキャッシュ・アウトの実現という要望に応えるべく、株式等売渡請求制度（法 179 条以下）が新設された。特別支配株主による売渡請求がなされると、個別の売渡株主の意思にかかわらず、特別支配株主は売渡株式を取得する⁹⁾。

売渡株式を強制的に取得されるという性質上、売渡請求が法令に違反する場合や交付対価の額が不当であるなどの場合には、売渡株主の経済的利益（適正な対価）を確保する必要がある。そこで、法は、売渡株式の対価に不服のある売渡株主は売買価格決定申立てをなし得るとしている（法 179 条の 8）¹⁰⁾。

(2) 売渡株主等の救済及び本最高裁決定を分析する上での視点

上記の通り、本最高裁決定は、売買価格決定申立てをなし得る売渡株主を法 179 条の 4 第 1 項の通知・公告を受けた者（通知・公告前の株式取得者）に限定して解釈した。売買価格決定の申立権者の範囲を広く解すれば、特別支配株主に対する規律は強まり、売渡株主の経済的利益を保護する余地は広がる。しかし、特別支配株主に対する規律を強めれば強めるほど、企業価値

9) 全部取得条項付種類株式の取得の場合、対象会社が株主の有する株式を強制取得する。これに対して、株式等売渡請求による売渡株式の取得の場合、売渡株主の有する売渡株式が特別支配株主に直接移転する（対象会社は取引の当事者とはならない）という差異がある。また、全部取得条項付種類株式の取得の場合、対象会社の株主総会特別決議を経るまでは価格等が確定しない。これに対して、株式等売渡請求の場合、特別支配株主が価格等を決定して通知・公告を行った段階で、当該価格により株式等を取得されることが確定する（対象会社の株主総会決議は不要）という差異がある。田中・前掲注 5）637 頁図表 9-4 参照。

10) 売買価格決定申立て制度は、全部取得条項付種類株式の取得にかかる取得価格決定の申立制度（法 172 条）に倣って創設された（岩原神作『「会社法制の見直しに関する要綱案」の解説（Ⅳ）』旬刊商事法務 1978 号（2012 年）47 頁参照）。

を高める本来望ましい M&A 取引に対する抑止効果も大きくなる¹¹⁾。このような対立利益の存在に目を向けたとき、売買価格決定の申立権者の範囲は、二段階買収に係る他の法制度と本最高裁決定の整合性を検討する中で画定することが望ましい。

そこで、本稿では、キャッシュ・アウトされる対象会社の株主に対して適正な対価を保障するという点で売買価格決定申立てと趣旨を共通する、全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立てや、組織再編行為等の株式買取請求権に関する先行裁判例（及び、必要に応じて学説）の分析を試みる¹²⁾。これらの裁判例の分析を通じて、本最高裁決定が売買価格決定申立ての申立権者の範囲を限定したのは適切であったのか、適切であるとした場合にどのような問題が残されているのかを検討する。

3. 先行裁判例の比較

(1) 全部取得条項付種類株式の取得に係る価格決定申立て（法 172 条 1 項）に関する先行裁判例

平成 26 年会社法改正以前は、主に全部取得条項付種類株式を取得することによって二段階買収が実施されてきたこともあり、全部取得条項付種類株式の取得に係る取得価格決定申立てが問題となった事例は比較的多い。

その中でも、先行裁判例は、全部取得条項付種類株式の取得に係る対象会社における株主総会の基準日（法 124 条 1 項）後であっても、株主総会決議成立前の株式取得者であれば取得価格決定申立てを認めている。たとえば、当該株主による申立適格を肯定したものとして、東京地決平成 25 年 7 月 31

11) 加藤・前掲注 4) 103 頁、飯田秀総「判批」旬刊商事法務 2136 号（2017 年）52-53 頁参照。

12) なお、これらの先行裁判例は、「当該株主総会等において議決権を行使することができない株主」（法 172 条 1 項 2 号等）への該当性の問題であるから、これらの先行裁判例の帰結は本件には当然に及ばないとする見解がある（辰巳・前掲注 1) 51 頁）。しかし、売買価格決定申立てが取得価格決定申立て等と類似する制度で、趣旨も共通する以上、なおこれらの先行裁判例から本最高裁決定の分析の示唆を得ることは可能であると解する。

日資料版商事 358 号 148 頁（グッドマンジャパン事件）、東京地決平成 25 年 9 月 17 日金判 1427 号 54 頁（セレブリックス事件）、東京地決平成 25 年 11 月 6 日金判 1431 号 52 頁（エース取引事件）、東京地決平成 27 年 3 月 4 日金判 1465 号 42 頁（ジュピター・テレコム事件）、東京地決平成 27 年 3 月 25 日金判 1467 号 34 頁（東宝不動産事件）、大阪地決平成 29 年 1 月 18 日金判 1520 号 56 頁（エスバンス事件）などがある。

ジュピター・テレコム事件第一審決定において、東京地方裁判所は、株主総会決議の基準日後に申立人が株式を取得した点について、法 172 条 1 項 1 号の「株主による取得価格決定の申立ての対象株式を基準日当時保有していたものに限定する旨の規定は存在せず、このように解すべき法令上の根拠も見当たらない」。「また、株式買取請求や買取価格決定の申立ては、会社の基礎に変更がある場合に株主に対して投下資本を回収して経済的救済を得る途を与えることを目的とする制度であり、必ずしも株主が議決権を有していること……を上記申立て等の前提としなければならない関係にあるわけではない」と述べている。そして、「会社法の諸規定や株式買取請求権及び価格決定の申立ての制度趣旨に加え、株主総会において全部取得条項付種類株式……を取得する旨の決議がされるまで、当該株式が取得されることも、当該株式を取得するのと引換えに交付される金銭等も確定しない」から、「基準日後に取得価格決定の申立てに係る株式を取得したとしても取得価格決定の申立適格を欠くとは解されない」と述べている。その後下されたジュピター・テレコム事件最高裁決定（最決平成 28 年 7 月 1 日民集 70 卷 6 号 1445 頁）では、当事者はこの点について何ら争っていない。しかし、最高裁判所は、申立人に取得価格決定の申立適格がないとは判断しなかった。

また、ジュピター・テレコム事件最高裁決定の後に争われたエスバンス事件では、申立人が基準日後総会決議前に対象会社株式を取得していたため、理論上はこのような申立人が取得価格決定の申立適格を有するかについて争点形成がされ得た事案であった。しかし、申立人の申立適格が否定されれば却下判決を得られる利益があるはずの会社側は、申立適格の有無を問題にす

らしていない。裁判実務上は、基準日後・株主総会決議前の株式取得者であれば、取得価格決定申立てをすることが許されるとの運用が確定的になっているといえると思われる¹³⁾。

他方で、これらの先行裁判例は、対象会社の株主総会決議成立後の株式取得者については、取得価格決定申立ての申立適格を謙抑的に解している。たとえば、前述のジュピター・テレコム事件第一審決定では、「……株主総会において……〔全部取得条項付種類株式を取得する旨の〕決議がされた後は、既に株式が一定の対価で強制的に取得されることが確定しており、価格決定の申立ての制度趣旨からして、そのような株式をあえて取得した者が保護に値するとはいえないから、このような者からの申立ては申立権の濫用と評価される場合もある」と述べられている（〔 〕内及び傍点は筆者が補った。以下、「ジュピター・テレコム事件型権利濫用法理」という）¹⁴⁾。これに対して、グッドマンジャパン事件決定では、株主総会決議成立後に取得した株式に係る価格決定の申立ては、「株式を取得した時点において決議の内容（全部取得）が実現することが確定していることから、上記株式について価格決定による保護を与える必要はなく、価格決定申立て権の濫用に当たると解される」と述べられており、株主総会決議成立後に価格決定申立てを行うこと自体がそもそも申立権の濫用を構成するとしている（以下、「グッドマン

13) なお、エスバンス事件を除く 5 事件は東京地方裁判所民事部第 8 部に係属した事件であり、エスバンス事件は大阪地方裁判所第 4 民事部（いずれも商事部）に係属した事件である。上記 6 事件に係る決定がいずれも同一の結論を採っていることから、裁判所は、商事部の会社非訟事件の処理につき、基準日後に対象会社の株式を取得した株主の株式取得価格決定に係る申立適格を肯定するという方向性を確立したといえそうである。ジュピター・テレコム事件匿名コメント（金判 1465 号 45 頁）、東宝不動産事件匿名コメント（金判 1467 号 36 頁）参照。

14) ただし、ジュピター・テレコム事件の判示事項からは、いかなる場合に、いかなる事情があれば申立権の濫用と評価されるかは明らかではない。学説上は、嫌がらせ目的で価格決定申立てを行った際に権利濫用となるとするものがある。鳥山恭一「判批」法学セミナー 711 号（2014 年）135 頁。

ジャパン事件型権利濫用法理」という)¹⁵⁾。

いずれにせよこれらの先行裁判例は、法 172 条 1 項に基づく株式取得価格決定の申立適格の有無を判断するに際して、申立人の株式取得時点が全部取得条項付種類株式の取得に係る対象会社の株主総会決議が成立前か、成立後かを基準としていると理解し得る¹⁶⁾。

(2) 組織再編行為等に係る反対株主の株式買取請求権の行使(法 786 条 2 項、798 条 2 項、法 807 条 2 項等)に関する先行裁判例

(1) と異なり、組織再編行為等に反対する株主が株式買取請求権を行使し得るかについて、対象会社における組織再編行為等の承認に係る株主総会決

15) 前掲注 14) で述べた通り、ジュピター・テレコム事件では、申立権の濫用と評価される事情は明示されていない。仮に、ジュピター・テレコム事件型権利濫用法理が今後も引き継がれていくのならば、当然に申立権の濫用とは評価されないという運用がなされていく可能性もある。このことに関連して、林・前掲注 5) 66 頁は、株主総会決議後に取得価格決定申立てを行うことがそもそも申立権の濫用になると判示するグッドマンジャパン事件型権利濫用法理のほうか、いかなる事情の下で申立権の濫用と評価されるかが明らかではないジュピター・テレコム事件型権利濫用法理よりも基準として明確であり、優れているとする。不要な訴訟コスト・時間的コストを買取者に負担させると、結局効率的な M & A 取引が阻害されることにもなりかねないことを踏まえれば、グッドマンジャパン事件型権利濫用法理のほうが好ましいといえると思われる。もっとも、(将来的には)たとえ株主総会決議後に価格決定申立てがなされた事案であっても、信義則上当該申立てを認めることが申立人の救済の必要性及び公平公正の観点から妥当であると評価できる場合(すなわち、既存の判例法理を厳格に維持したのでは結論の具体的妥当性を明らかに欠く例外的な場合)があり得るかもしれない。ジュピター・テレコム事件型権利濫用法理が上記の場合における申立人の救済の途を残しておく趣旨であると限定的に理解すれば、ジュピター・テレコム事件型及びグッドマンジャパン事件型の両権利濫用法理には、それほど大きな違いはないと理解することも可能であると思われる。このことについて、門口・前掲注 6) 97 頁参照。

16) 学説上も、全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立てと株式買取請求権とは同様の機能を営む以上同様の解釈をするべきとして、全部取得条項付種類株式の取得に係る株主総会決議の成立後に取得した株式については、取得価格決定の申立適格を欠くとの見解が主張されている(田中秀幸「最高裁判所判例解説民事編平成 22 年度(下)」(2010 年) 767 頁参照)。基準日後に株式を取得した株主に株式買取請求及び価格決定申立てが認められるかの学説の詳細について、笹川敏彦「基準日後株主と株式買取請求権・取得価格決定申立権」鳥山恭一ほか編『現代商事法の諸問題(岸田雅雄先生古稀記念)』(成文堂、2016 年) 449 頁参照、笹川敏彦「判批」札幌学院法学 32 巻 2 号(2016 年) 52 頁、鳥山恭一「キャッシュ・アウトにおける価格決定の申立権者の範囲」金融・商事判例 1526 号(2017 年) 1 頁参照。

議の成立時点と対象会社株式の取得時点の先後をメルクマールとしたと思われる裁判例は、管見の限り見つからなかった¹⁷⁾。

もっとも、(1) で紹介した先行裁判例のうち、たとえばジュピター・テレコム事件は、株式買取請求や買取価格決定の申立ては株主に対して投下資本を回収して経済的救済を得る途を与えることを目的とする制度で、議決権とは切り離された権利であることを理由に、「基準日の後に株式を取得したということのみをもって、当該株式に係る取得価格決定申立権が与えられないということはできない」とする（グッドマンジャパン事件、エース取引事件においても、同様の判示がなされている）。これらの先行裁判例は、株式買取請求権と取得価格決定の申立てとを並列に扱っているものと評価することができる。したがって、株式買取請求権についても、組織再編行為等を承認する対象会社の株主総会決議成立前までに対象会社株式を取得した者は、株式買取請求権を行使し得ると解される。

他方で、株主総会決議成立後に取得された株式は、株式買取請求の対象とはならないとされる¹⁸⁾。組織再編条件が不当だと判断した者は、当該株式を取得しなければよい。そうした不当な条件での組織再編行為がなされることが確定した後の株式取得者にまで株式買取請求権による保護を与える必要はないからである。

このように考えると、株式買取請求権の行使が認められるかについても、株主の株式取得時点と株主総会決議成立時点との先後が基準となるといえる。

(3) 小括

上記の検討を踏まえると、対象会社の株主総会決議成立後（すなわち対象会社株主に対して支払われる対価が確定した後）の株式取得者には、取得価

17) この調査に際しては、LEX/DB インターネット総合判例検索を用いて、該当する法条を指定して検索を行った。なお、実際には、ほとんどが株式対価型組織再編であり、金銭対価型組織再編（とりわけキャッシュ・アウトを伴う事例）はあまりないことに注意が必要である。

18) 上柳克郎＝鴻常夫＝竹内昭夫『新版注釈会社法（5）株式会社の機関 1』（有斐閣、1986年）288頁〔穴戸善一〕。そのほか、江頭憲治郎『株式会社法』（第8版、有斐閣、2021年）874頁、910頁。

格決定申立てや株式買取請求権の行使は認められないことになる。

(4) 株式等売渡請求に係る売買価格決定の申立て（法 179 条の 8）に関する先行裁判例¹⁹⁾

このような整理を前提とすると、本最高裁決定が、通知・公告後の株式取得者に売買価格決定申立適格を認めなかったことは、上記で検討した各種法制度に関する先行裁判例及び学説と親和的であると評価できる。売渡請求において株主に支払われる対価が会社法上確定するのは通知・公告がなされた時点であるといえるため、通知・公告後の株式取得者に売買価格決定の申立てを認める必要はないと考えられるからである²⁰⁾。

先行評釈の中にも、①売渡請求がなされた場合、裁判所による売買価格決定の効力は申立株式のみに及ぶと解されており²¹⁾、売渡株式の売買価格の適正を一般的に図るために申立権をより広く認めるべき要請があるとは考え難いこと、また、②通知・公告によって株式売渡請求の事実や具体的な対価額等が対外的に明らかになった後にあえて売渡株式を譲り受けた者に当該対価額に関して不服を与える必要性は乏しいことを理由として、本最高裁決定を他の法制度と整合的に理解し得ると評価するものがある²²⁾。

ところが、本最高裁決定が下される以前には、同じく売買価格決定の申立てがなされた事案で、対象会社が取締役会において特別支配株主による売渡

19) たとえば、売買価格決定申立てが問題となった事例につき、本最高裁決定以前に下された下級審裁判例として、静岡地裁沼津支決平成 28 年 10 月 7 日 LEX/DB25544091 及び同決定の抗告審である東京高決平成 29 年 1 月 30 日 LEX/DB25544950（マーレジャパン事件）、さいたま地決平成 29 年 1 月 25 日 LEX/DB25549406 及び同決定の抗告審である東京高決平成 29 年 6 月 19 日 LEX/DB25549405（モリテックス事件）がある。ただし、マーレジャパン事件では、売買価格決定に係る申立適格は問題とされていない。

20) 通知・公告時点を売買価格決定申立適格の有無の分水嶺と理解してよいことについては、後述の **(6) 上記検討を踏まえた本最高裁決定の妥当性**の記述も参照。

21) 江頭＝中村・前掲注 6) 153 頁〔前田修志〕。

22) ①・②につき、松田敦子「本件判批」ジュリスト 1516 号（2018 年）92 頁。②につき、弥永・前掲注 6) 3 頁、松尾・前掲注 7) 149 頁。他の法制度における判例法理と本最高裁決定を整合的に理解し得ると主張するものとして、三苦裕・金田聡「本件判批」ビジネス法務 18 巻 6 号（2018 年）75 頁参照。

請求を承認する決議を行い、その旨を公表²³⁾した時点以降に申立人が株式を取得したにもかかわらず、当該申立人に価格決定申立適格を認めたものがある²⁴⁾。この事案が、さいたま地決平成 29 年 1 月 25 日 LEX/DB25549406 である（モリテックス事件）。

同事案においては、以下のような事実認定がなされている。すなわち、参加人（株式会社 MV ジャパン）は、対象会社（株式会社モリテックス）の株式数の 71.4% を保有していた。参加人は、平成 28 年 1 月 29 日から同年 3 月 11 日を公開買付期間として、対象会社の株式につき 1 株あたり 290 円を公開買付価格とする公開買付けを行った。公開買付けに際しては、仮に公開買付けによって参加人が対象会社の全株式を取得することができなかったとしても、買付けによって参加人が対象会社の総株主の議決権の 10 分の 9 以上を有するに至ったときは売渡請求をし、当該請求においては株式 1 株あたりの対価を公開買付価格と同額の 290 円を交付するものとされた。この公開買付けには参加人の所有していなかった株式数のうち 74% が応募したため、参加人は、公開買付けの結果として対象会社の株式の 92.65% を所有するに至り、特別支配株主となった。平成 28 年 3 月 23 日、対象会社は、取締役会において特別支配株主による売渡請求を承認する決議を行い、その旨を公表した。同日、参加人は売渡請求をした。当該請求では、売渡株式の取得日は平成 28 年 4 月 28 日とされていた。申立人は、売渡価格である 1 株 290 円は公正な売買価格を下回っているとして、さいたま地方裁判所に対し法 179 条

23) 平成 28 年 3 月 23 日付対象会社作成の「株式会社 MV ジャパンによる当社株式に係る株式売渡請求を行うことの決定、当該株式売渡請求に係る承認及び当社株式の上場廃止に関するお知らせ」1 頁（<https://www.moritex.co.jp/pdf/2016/160323.pdf>〔令和 3 年 6 月 23 日最終閲覧〕）参照。決定文によれば公表となっているが、当該書面は法 179 条の 4 第 1 項に記載の事項を含むものであること、対象会社の取締役会において売渡請求を承認したことを通知するものである。そのため、同日に当該書面をもって法 179 条の 4 の定める通知・公告がなされたといえる。

24) これに対して、通知・公告後の株式取得者が株式等売渡請求において株主等の利益保護を図るために設けられた各制度による保護を受けることは予定されていないことを理由に通知・公告後の株式取得者に売買価格決定申立てを認めなかった事例として東京高決平成 28 年 9 月 30 日（公刊物未搭載）がある（松田・前掲注 7）339-340 頁参照）。本最高裁決定以前は、通知・公告後の株式取得者に売買価格決定申立てを認めるかにつき判断が分かれていたといえる。

の8に基づく売買価格決定申立てをした。なお、申立人は、対象会社が株式売渡請求を承認し、これを公表した後である平成28年4月1日から同月27日までの間に株式400株を取得したのものとして株主名簿に記載されていた。

この事案において、参加人は、申立人による売買価格決定申立ては不適法却下されるべきであると主張した。その理由は、対象会社の取締役会が「売渡請求を承認する決議を行い、その旨を公表した平成28年3月23日以降に株式を取得した申立人には、株式を継続して保有することにより実現する可能性のある株価の上昇に対する期待が認められ」ない。そのため、「株式売渡請求に係る株式売買価格決定の申立制度により保護すべき利益が」存在せず、「本申立ては申立権の濫用」であるというものである。

このような参加人の主張に対し、さいたま地方裁判所は、法179条の6第1項が売渡請求を対象会社が承認した後であっても特別支配株主は取得日の前日までは対象会社の承諾を得て当該売渡請求を撤回できると規定していることからすれば（下線部筆者）、「申立人が売渡請求についての対象会社の承認後に株式を取得していたとしても、そのことから株式の継続保有により実現可能性のある株価上昇に対する期待が申立人にはないと決めつけられ」ず、「株式売渡請求に係る株式売買価格決定の申立制度により保護すべき利益がないともいえない」とした。また、売渡請求が対象会社取締役会によって承認・公表された後に申立人が対象会社の株式を取得したことについて、「参加人が法的手続の負担を余儀なくされることを通じて株式の正当な評価とは異なる特別の利益を得ようとしたなどの申立てについての不当な目的を窺わせる事情もない」とした。そして、結論として、本申立てを申立権の濫用として却下するべきであるとはいえないとした。もっとも、さいたま地方裁判所は、本案において、株式取得価格を公開買付価格と同額の1株290円と判断したため、申立人は東京高等裁判所に抗告を行った。

なお、第二審である東京高決平成29年6月19日LEX/DB25549406においては、申立人の申立てが申立権の濫用であるかについては判断されておらず、第一審の判断が維持され、申立人の抗告は棄却されている（以下では、便宜上、それぞれの決定を、「さいたま地裁決定」「東京高裁決定」ということがある）。

(5) 「株式の継続保有により実現可能性のある株価上昇に対する期待」の要保護性の有無

それでは、さいたま地裁決定が述べ、東京高裁決定が是認したような、売渡請求の撤回が認められていることとの関係で認められる「株式の継続保有により実現可能性のある株価上昇に対する期待」は、具体的にはどのような期待で、その期待は保護されるべきであったのであろうか。当該期待が真に保護に値するのならば、通知・公告後の株式取得者にも売買価格決定申立適格を認めるべきだということになる。そのため、本最高裁決定の結論に対する批判となり得る。しかし、さいたま地裁決定の文言からは直ちに上記期待の内容が明らかにならないため問題となる。

株式買取請求権が行使される場合、当該株式価格を裁判所が算定するよりも前に、まずは対象会社との協議がなされることが予定されている（法 786 条 2 項、798 条 2 項、809 条 2 項）。そのため、裁判所の価格決定による株式取得コストの増加を嫌う会社側は、協議に際して株式価格を反対株主が納得するであろう程度に増額する可能性がある。したがって、反対株主としては、会社側からの譲歩を引き出してより高い対価を獲得するために株式を継続保有するというインセンティブが存在した。

もっとも、売渡株式の売買価格決定申立てでは相手方当事者である特別支配株主との協議は予定されておらず、売渡株主からの売買価格決定申立てがあれば直ちに裁判所が売買価格決定を行うことになる。また、立案担当者も、売渡株主が対象会社株式を継続保有することで特別支配株主に売渡請求の撤回を促し、特別支配株主の譲歩を引き出す（すなわち、特別支配株主により高い売渡価格を再設定させる）という投資手法を想定していないように思われる²⁵⁾。このように考えると、さいたま地裁決定のいう株価上昇の期待とは、売渡株主

25) 株式等売渡請求の撤回が設けられた理由は、特別支配株主の財務状態が悪化し、対価の交付が困難になった場合などに、撤回の余地を全く認めないとすれば、かえって売渡株主の利益に反する不都合な結果になるおそれが存するからであるとされている。坂本・前掲注 2) 278 頁及び岩原伸作編『会社法コンメンタール 補巻—平成 26 年改正』（商事法務、2019 年）210 頁〔§ 179 条の 6、中東正文〕参照。このことから、立案担当者は本文で示した投資手法を想定していないと理解することも可能であると考ええる。

が上記投資手法を用いて利益を獲得できることへの期待ではなさそうである。

ここで、上場会社を対象とする二段階買収の局面で売渡請求制度が用いられる場合、対象会社の株式価格は公開買付価格及び通常はそれと一致する売買価格（通知・公告によって示された価格）でほぼ固定されることになる。これを踏まえると、通知・公告後の株式取得者が持つ「株式の継続保有により実現可能性のある株価上昇に対する期待」とは、結局のところ以下のような期待だといえそうである。

すなわち、まず、対象会社の株式価格が市場一般の株価動向を反映して上昇している（あるいは今後上昇することが予想される）などの特殊事情が存在する。そして、この特殊事情の存在を前提として、通知・公告後から取得日までの間に特別支配株主が株式等売渡請求を撤回した場合に、売渡株主が値上がりした対象会社株式の継続保有が可能となることに対する期待か、あるいはさらに当該株式を市場で売却することで株主が獲得し得る投機的利益（上昇後株価と公開買付価格との売却差額）への期待である²⁶⁾。

26) たとえば、ジュピター・テレコム事件第一審・第二審は、一般的な株式市場の動向を反映して、公開買付けの報道や公表がなされた日（平成24年10月20日・同24日）から全部取得条項付種類株式の取得日（平成25年8月2日）。なお、法171条所定の株主総会は同年6月28日に開催されている）までの株式市場の動向を反映した「補正」を行うべきであるとした。これは、ジュピター・テレコム事件が問題となった当時、いわゆるアベノミクス効果の影響により、市場一般の株式価格が高騰しつつあったという状況を踏まえたものである。裁判所が補正を安易に認めることは、株主総会決議を経て株式取得対価が確定した後も株主が投機的な利益を得る目的で濫用的に取得価格決定申立て等を行うことにつながり得る（なお、藤田友敬「株式買取請求権をめぐる諸問題—会社法制定後10年の経験を経て」黒沼悦郎＝藤田友敬編著『企業法の進路（江頭憲治郎先生古稀記念）』（商事法務、2017年）455頁参照）。もっとも、株式等売渡請求が用いられる局面で市場株価が上昇しているという特殊事情がある場合には、特別支配株主は株式等売渡請求を撤回しないはずである。撤回しないほうが買取コストを低く抑えることが可能となるからである。そのため、株主が本文で示したような投機的利益を獲得することは考えにくいといえるかもしれない。ただ、他のキャッシュ・アウト手段との整合性を重視するという売渡請求の制度趣旨を重視し、後述の通り通知・公告後の株式取得者による売買価格決定申立てによる違法抑止機能を重視しないとすると、さいたま地裁決定のいう期待につき明瞭な説明をすることは困難となる。もしもさいたま地裁が（公開買付手続が公正ではないことを前提として）通知・公告後の株式取得者の差益獲得への期待は保護されるべきであると判断していたのならば、（特別支配株主が株式等売渡請求を撤回できることなく）公開買付手続が一般に公正と認められる手続ではない場合には上記株式取得者が売買価格を争い得ることを端的な理由として述べればよかつたはずだからである。以上から、本文のような理解になると考える。

次に、上記のような期待が価格決定申立てによって保護されるかを検討する。

株主に対して支払われる株式対価が確定した後に、上記のような投機的利益を株主に得させるべきか否かについて、学説は概ね否定的な評価をするものが多いように思われる²⁷⁾。二段階買収の事例では、こうした投機的利益を対象会社の株主に享受させる運用を許せば、買収者に高額な買収コストを負担させることになり、結局、効率的な M&A 取引が行われなくなってしまいうおそれがある。したがって、投機の弊害は防止するべきであると主張されている²⁸⁾。

そして、このような投機的利益の獲得による弊害の防止は、ジュピター・テレコム事件最高裁決定によって事実上達成された²⁹⁾。同最高裁決定によれば、「一般に公正と認められる手続」に基づいて公開買付けがなされた場合、公開買付価格が「公正な価格」とされる。そのため、株主が価格決定申立てを行ったとしても先行する公開買付価格以上の対価を獲得することは不可能となった。同最高裁決定の射程は、構造的利益相反関係のある多数株主による少数株主のキャッシュ・アウトを伴う M&A 取引や MBO 取引にも妥当すると解されるため³⁰⁾、本件のように売渡請求が利用される場合にも射程が及ぶと考えられる。このように、先行する公開買付けが「一般に公正と認められる手続」を経ている場合、株主が売買価格決定申立てを行ったとしても、

27) これに対して、通知・公告後の株式取得者にも差益獲得目的での売買価格決定申立てを認めるべきとする見解として、田中・前掲注 5) 642 頁参照。

28) 飯田秀総「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」旬刊商事法務 2076 号 (2015 年) 38 頁以下参照。

29) ジュピター・テレコム事件最高裁決定以前に、下級審裁判例レベルでは、投機の弊害の防止を直接の理由として補正を否定した事例がある (東宝不動産事件第二審決定 [東京高決平成 28 年 3 月 28 日金判 1491 号 32 頁])。本文で「事実上」との留保を付したのは、ジュピター・テレコム事件最高裁決定の結論によれば投機の弊害の防止自体は達成できる一方で、同最高裁決定は投機の弊害を防止する必要があることを直接の理由として株式取得価格を公開買付価格と同額にするべきであるとは明示していないからである。

30) 松尾健一「組織再編における株式買取請求権」法学教室 433 号 (2016 年) 8-12 頁参照。また、ジュピター・テレコム事件最高裁決定の射程が構造的利益相反関係のある多数株主による少数株主のキャッシュ・アウトを伴う M&A 取引や MBO 取引にも及ぶと解されることにつき、津田裕介「判批」阪大法学 68 巻 1 号 (2018 年) 237 頁及び 253 頁注 (3) 参照。

結局は公開買付価格と同額の対価しか保障されない。この結論は、通知・公告前の株式取得者による価格決定申立てであっても同様である。そのため、公開買付手続が公正であることを前提とすると³¹⁾、上記のような「株式の継続保有により実現可能性のある株価上昇に対する期待」は、通知・公告の前後を問わず売買価格決定申立てによつては実現されない。したがって、上記期待を保護するか否かは、通知・公告後の株式取得者に売買価格決定申立てを認めるべきであるという結論には全く影響しない。

このように考えると、さいたま地裁決定のように通知・公告後の株式取得者の持つ「株式の継続保有により実現可能性のある株価上昇に対する期待」を保護することは、通知・公告後の株式取得者に売買価格決定申立てを認める理由にはならない。むしろ、特別支配株主に過度の時間的コスト及び訴訟コストを課すことにつながり、ひいては効率的な M & A を阻害し得る。それゆえ、さいたま地裁決定の判示したような期待は保護されるべきではないと考える。

(6) 上記検討を踏まえた本最高裁決定の妥当性

そして、本最高裁決定の事案でも、X は最高裁に対する抗告理由において、前記さいたま地裁決定を引用する形で自己に申立適格があると主張している³²⁾。しかし、上記の検討によれば、さいたま地裁決定のいう期待は X に売買価格決定申立てを認める根拠とはならない。したがって、本最高裁決定

31) これに対して、公開買付けが「一般に公正と認められる手続」を経ていなかったことを前提とするのなら、株主はなお売買価格決定申立てによって売買価格が不当であることを争い得る。しかし、現行の情報開示規制の下では上記手続を経ていなかったことが通知・公告後に初めて判明することは想定しにくい。そのため、裁判所が公開買付価格以上の売買価格を決定することを予測して費用と時間をかけて売買価格決定申立てをしようとは（さらにはそもそも申立てをするために通知・公告後に株式を取得しようとは）考えないであろうことが指摘されている（伊藤吉洋「本件判批」法学 82 卷 5 号（2018 年）91 頁。ただし、違法抑止機能に言及する文脈での指摘である）。この指摘を踏まえると、先行する公開買付手続が公正である場合にさいたま地裁決定のいう期待がなおも売買価格決定申立てで保護されるべきかを検討するべきことになる（かつ、それで足りる）と考えられる。

32) 最決平成 29 年 8 月 30 日民集 71 卷 6 号 1004-1005 頁。

が、通知・公告後の株式取得者に売買価格決定申立ての申立適格を否定したことは、妥当であると解する。

なお、本最高裁決定が売買価格決定申立ての可否（申立適格）について、通知・公告を基準として判断したことの是非については、検討の余地が残されている。上場会社を対象とする二段階買収が実施される場合、強圧性の防止の観点から、先行する公開買付価格と株式対価とは一致させる運用がなされることが一般的である。そうだとすると、売買価格決定申立適格の有無の判断基準時については、たとえば①公開買付けの結果（後続の売渡請求をなし得るだけの株式を取得するに至ったこと）を公表した時点、②対象会社が法 179 条の 3 所定の承認をした時点とするとも考えられたはずである。なぜなら、これらの時点において当該公開買付価格と同額で売渡請求が行われることが確実な状況であることが対外的に明らかになった（すなわち、株主に支払われる対価が事実上確定した）とも評価し得るからである³³⁾。

まず、公開買付けが先行する上場会社を対象とした二段階買収の局面においては、公開買付者は公開買付結果を記載した公開買付報告書を提出することが義務付けられる³⁴⁾ため、公開買付結果の公表を基準とする余地はあり得る。ただし、公開買付報告書の提出は金融商品取引法に規定されているものであるため、同報告書の提出による公開買付結果の公表は会社法上予定されているとまではいえない。そうだとすると、上場会社を対象とする二段階買収の局面におけるキャッシュ・アウトの手段として売渡請求が用いられる場面と、それ以外の場面（公開買付けを先行させずに売渡請求が用いられる場面や非上場会社の株式について売渡請求が用いられる場面などで金融商品取引法の適用がない場合）とでは、必然的に申立適格の判断基準時を別異に解さざるを得ないということになる。しかし、条文上、特に上場会社を対象とする二段階買収の局面においてのみ公開買付結果の公表時を基準にしなければならないとする積極的根拠は見いだせない。公開買付結果の公表時点を基

33) 久保田・前掲注 8) 90 頁。

34) 金融商品取引法 27 条の 13 第 1 項、2 項参照。

準時とすると、いずれの時点で公表がなされたといえるのかが不明瞭になり得るという問題点がある³⁵⁾。そのため、公開買付結果の公表時点を申立適格の基準時とする解釈は妥当でない。

次に、対象会社による売渡請求の承認（法 179 条の 3）は、公開買付結果の公表とは異なり、会社法上予定された制度であるとはいえる。ただし、当該承認は、対象会社の取締役会限りでなされるものである。対象会社の取締役会がいつ承認をするかという情報は、常に株主に対して情報提供されるわけではないと思われる。当該承認を基準時とする解釈は、法 179 条の 4 の通知・公告を基準時とする本最高裁決定の解釈以上に売買価格決定申立てがなされる可能性を狭めてしまうことになるという問題点がある。そのため、対象会社による売渡請求の承認時点を申立適格の基準時とする解釈も妥当でない。

以上のことから、本最高裁決定が法 179 条の 4 の通知・公告時点を基準として申立て適格の有無を決したことは妥当であったと解する。

4. 本最高裁決定の課題

(1) 通知・公告後の株式取得者の売買価格決定申立てに違法抑止機能を期待すべきか

(a) 売買価格決定申立ての違法抑止機能

ところで、売渡株式等の売買価格決定申立てには、不当な条件での売渡請求の抑止機能（以下、「違法抑止機能」という。）があるといわれることがある³⁶⁾。もしも、売買価格決定申立てを通じて裁判所によって事後的に対価の公正さが売渡請求後に判断されるのならば、特別支配株主は不要な訴訟コストや差額を支払うことによる損失を回避するべく、不当な対価での株式取得を事前に取りやめるインセンティブが働く。このことは、少数株主の経済的利益の保護につながり得る。前述した全部取得条項付種類株式の取得価格決

35) 以上につき、久保田・前掲注 8) 90 頁、辰巳・前掲注 1) 49 頁参照。

36) 松尾・前掲注 7) 149 頁、加藤・前掲注 4) 103 頁参照。

定申立てや株式買取請求権の行使の局面では、裁判所による本案審理を通じて、事後的に対価の額の公正さや、あるいはそれに先行する公開買付条件の形成過程の公正さが判断されており、裁判所が不当な条件で対価を支払われることを防止してきたと評価されている³⁷⁾。

既に検討した通り、本最高裁決定は売買価格決定申立てをなし得る申立人の範囲を限定的に解釈した。したがって、売買価格決定申立てによる違法抑止機能もその限度で弱められたことになる。それでは、このように違法抑止機能を限定したことは、対価の額に不満を持つ売渡株主の救済をも不当に限定したことになるのだろうか。

(b) 違法抑止機能を重視する見解

この問題に関連して、売買価格決定申立ての違法抑止機能を重視するべきであるとし、本最高裁決定が売買価格決定の申立適格を限定的に解したことを批判する見解がある³⁸⁾。これらの見解が述べる理由のほかにも、売買価格決定申立ての違法抑止機能を重視するべきであるとの判断に傾く理由として以下の理由も挙げられると思われる。

すなわち、少数株主たる売渡株主等の利益を保護する制度には、売買価格決定申立て（法 179 条の 8）のほかにも、売渡株式等の取得の差止請求（法 179 条の 7）、売渡株式等の取得の無効の訴え（法 846 条の 2）が定められている。しかし、現状では、売渡株式等の取得の差止請求及び売渡株式等の取得の無効の訴えが提起されたケースは 0 件である³⁹⁾。他方で、売買価格決定申立てが裁判上争われたケースは散見される⁴⁰⁾。これらのことからすれば、

37) 田中・前掲注 6) 55 頁注 58) 参照。

38) 違法抑止機能を重視する見解として、たとえば林・前掲注 5) 67-68 頁、田中・前掲注 6) 61 頁、久保田・前掲注 8) 90-91 頁、福島洋尚「本件判批」判例時報 2380 号（2018 年）164 頁がある。

39) 本稿執筆当時（2021 年 5 月 14 日）に、LEX/DB インターネット判例総合検索を用いて、それぞれ法条を指定して検索を行った。

40) 前掲注 19) に記載の各裁判例は、いずれも本最高裁決定以前に売買価格決定申立てがなされた事案である。また、本最高裁決定以後に売買価格決定申立てがなされた下級審裁判例としては、東京地決平成 30 年 1 月 29 日金判 1537 号 30 頁及びその抗告審である東京高決平成 31 年 2 月 27 日金判 1564 号 14 頁（三井生命事件、ただし相互に特別の資本関係にない会社間での二段階買取かつ非上場株式の事例）がある。

現状において、売渡株主に対価の公正さを実質的に保障し得るのは売買価格決定申立てであるから、売買価格決定申立てに違法抑止機能を強く認めるべきであるとの評価も成り立ち得る。もし、このような評価を重視するのならば、違法抑止機能を弱めた本最高裁決定は妥当ではないと理解することになる。

(c) 本最高裁決定の妥当性

もともと、本最高裁決定は、上場会社を対象とし、かつ構造的利益相反関係の認められる二段階買収の事案である。このような事案において対価の公正さが争われる場合、裁判所は、まず最初にジュピター・テレコム事件最高裁決定の判断枠組みに従って公開買付けが「一般に公正と認められる手続」で行われたかを審査することになる。そうだとすると、公開買付価格及び株式売買価格⁴¹⁾が不当である（すなわち、公開買付価格や株式売買価格が対象会社株式の公正な価格よりも低く設定されている）と考えており、売買価格決定申立てを行えば裁判所がより高い売買価格を決定してくれるであろうと期待する対象会社の株主や投資家は、必然的に公開買付条件の形成過程が不公正であったこと（公開買付手続が「一般に公正と認められる手続」を経ていなかったこと）を主張・立証しなければならないことになる。そして、公開買付条件の形成過程が不公正であったことを基礎づけるためには、典型的には公開買付条件の形成過程においていわゆる利益相反回避措置が十分に講じられていなかったことを主張・立証する必要がある。

41) 先行する公開買付価格と売渡価格とは、強圧性防止の観点から通常一致する運用がとられる。強圧性の防止が図られているのであれば、少数株主は自らの自由意思で公開買付けに応募するか否かを決定したと見てよい。株式等売渡請求が利用される場合、特別支配株主が90%以上の対象会社株式を取得したということは、(当該特別支配株主となった公開買付者が公開買付け実施前にどの程度株式を保有していたかにもよるが) 相当多数の株主が公開買付条件を公正であると考えて公開買付けに応募したといえる。このことは、公開買付条件が公正なものであったということを推認させる間接事実となる。本最高裁決定の事案でも公開買付価格と売渡価格とは一致しており(いずれも1株あたり230円)、このことは本件における公開買付条件の形成過程が公正であったと推認するのに有用な一つの事情となるといえる。同様の認定は、前述のマーレジャパン事件においてもなされている。以上につき、三苦裕ほか「ゴーイング・プライベート取引におけるキャッシュ・アウトに関する一試論〔下〕」金融・商事判例1406号(2013年)2頁も参照。

ここで、公開買付けが実施される場合には、対象会社がいかなる利益相反回避措置を講じるか（あるいは、なぜ講じる必要がないと判断したか）は、公開買付開始時点で公開買付届出書等によって明らかになる⁴²⁾。そのため、上記の差益獲得目的で行動する株主や投資家たちは、公開買付届出書等によって公開買付けの情報が開示された時点で公開買付条件の形成過程が不公正であったか否かを知り得るといえる。

また、公開買付期間は少なくとも 20 営業日は確保される⁴³⁾。上記の差益獲得目的の株主や投資家たちの中には、公開買付期間中に公開買付条件の形成過程が公正であったか否かを適切に判断し得るだけの能力や費用及び時間を有する者（たとえば、投資ファンドなど）も存在する⁴⁴⁾。そうであるとすると、対象会社株式の公開買付けが開始された後、株式等売渡請求に係る通知・公告がなされる前までに、上記の者らが対象会社の株式を取得した上で売買価格決定申立てを行う可能性は十分に考えられ得る。したがって、公開買付け開始後、通知・公告がなされるまでの間に株式を取得した者に売買価格決定申立てによる違法抑止機能の発揮を期待できる。

仮に、本最高裁決定のように通知・公告後の株式取得者には売買価格決定申立ての申立権限を認めないと解釈したとしても、通知・公告後の株式取得者は、売渡株式等の取得の差止請求あるいは無効の訴えによって対価の不当性を争い得る余地が残されている⁴⁵⁾。そのため、通知・公告後の株式取得者にまで売買価格決定の申立権限を認めることで、売買価格決定申立ての違法抑止機能を強調する必要はないといえる。差止請求や無効の訴えが裁判所によって認容された場合には、売渡請求手続そのものが停止するから、特別支配株主に取引条件を再度設定させる余地が生まれ⁴⁶⁾、または売渡請求そのも

42) 金融商品取引法 27 条の 3 参照。

43) 金融商品取引法施行令 8 条 1 項参照。

44) 岩原編・前掲注 25) 258-259 頁〔§ 182 の 4、飯田秀総〕、伊藤・前掲注 31) 91 頁参照。

45) 松尾・前掲注 7) 149 頁。

46) 星明男「株式買取請求か差止か？—裁判所による価格算定の不確実性が企業買収の成否に与える影響の分析」飯田秀総ほか編著『商事法の新しい礎石（落合誠一先生古稀記念）』（有斐閣、2014 年）356 頁。

の効力が否定されるという効果が生じる。しかも、これらの効果は、売買価格決定申立てと異なり、売渡株式全体に及ぶ。これらのことからすれば、売買価格決定よりもむしろ差止請求及び無効の訴えのほうが違法抑止機能の発揮を期待できるとも評価し得る。

このような理解に対しては、法の文言を重視する観点から、以下のような疑問も呈されている。すなわち、対価の著しい不当性は差止事由あるいは無効原因となると解されている⁴⁷⁾が、単なる対価の不当性は除外されている。そうであるとすれば、やはり通知・公告後の株式取得者にも売買価格決定申立てを認め、売買価格決定の違法抑止機能を重視すべきなのではないか(特別支配株主が、著しく不当であるとまではいえないが不当な売買価格を提示することを抑止する機能が必要なわけではないか)、という疑問である⁴⁸⁾。

しかし、対価の不当性は裁判所の事後的評価によって決されるところ、対価の不当性が著しいか否かを厳密に区別することは困難を極めると思われる。対価が著しく不当であるか、それとも単に不当であるにとどまるかは、ある程度幅のある概念であって、一義的な基準があるわけではないからである⁴⁹⁾。そうだとすると、法の文言に差異があることは、売買価格決定申立てに違法抑止機能を期待すべき決定的な理由とはならない。

むしろ、売買価格決定申立ての違法抑止機能を重視し、通知・公告後の株式取得者にも売買価格決定申立権限を認めるとすることは、かえって株主に

47) 差止請求については、法が明文で対価が「著しく不当」であった場合に差止事由となるとしている(法179条の7第1項3号)。つぎに、無効の訴えの無効事由は、条文上明記されておらず、解釈に委ねられている。もっとも、立案当事者は、全部取得条項付種類株式の取得や組織再編の場合などとの均衡から、少なくとも売渡株式等の売買価格が著しく不当であるときは、売渡株式の取得の無効事由となり得ると説明する(以上につき、坂本・前掲注2)282頁、289頁、290頁(注2)参照)。

48) 林・前掲注5)68頁。

49) 学説上は、売買価格が市場株価の10%を下回る場合を著しく不当であると認定する基準となると主張するものがある(受川環大「特別支配株主の株式等売渡請求—売渡株主等の保護と救済の検討を中心に」(砂田太士ほか編著『企業法の改正課題』、法律文化社、2021年)427頁参照)。ただ、対価が著しく不当であるか単なる不当にとどまるかは、売渡請求が用いられた個別の事案ごとの具体的事実関係に応じ、裁判所の事後的評価を経て確定されるはずである。そうだとすると、上記の基準も絶対的な基準とはなり得ないと思われる。

よる売買価格決定申立ての濫発を招き、迅速かつ機動的なキャッシュ・アウトの実現という株式等売渡請求制度の制度趣旨を没却するおそれがある⁵⁰⁾。

以上の検討から、本最高裁決定が通知・公告後の株式取得者には売買価格決定申立ての申立権限を認めないと判断したことは妥当である。

(2) 権利濫用法理での対処のほうがより柔軟な解決が図られるのではないか

もっとも、上記 (1) のような帰結は、通知・公告がなされたことを知らずに対象会社株式を譲り受けた者の保護に欠けるおそれがある。この問題は、本件のように個別の株主への通知ではなく、公告で代替される振替株式を発行している場合（振替法 161 条 2 項）⁵¹⁾ や、小規模閉鎖会社において売渡請求制度が用いられる場合⁵²⁾ に特に顕著である。そのような懸念から、本最高裁決定の先行評釈の中には、本最高裁決定のように通知・公告後の株式取得者による売買価格決定申立てを否定するべきではなく、申立適格自体は肯定した上で、権利濫用法理によって柔軟な結論を導くべきであるとするものがある⁵³⁾。それでは、本最高裁決定は、このような権利濫用法理による事案の解決を目指すべきであったのであろうか。

確かに、通知・公告後の株式取得者にも売買価格決定申立ての申立適格を認めておいて、当該申立てが権利濫用であるか否かを判断すべきとする見解は、ジュピター・テレコム事件型権利濫用法理と親和的であると評価し得

50) 前掲注 41) で述べた通り、強圧性の防止の工夫がなされた二段階買収の事例において、キャッシュ・アウトのための手段として株式等売渡請求制度が利用される場合には、多くの株主が公開買付条件を公正であると評価したからこそ公開買付けに応募したのだという推認を行うことが可能となる。このような場合に、通知・公告後の株式取得者による売買価格決定申立てにどの程度の違法抑止効果を期待することができるかは未知数であるといえよう。むしろ、売買価格決定申立てがなされることによって特別支配株主や裁判所に不要の訴訟費用や時間的コストを負担させ、効率的な M & A を阻害することにもなりかねないため、妥当でないと考ええる。

51) 加藤・前掲注 4) 103 頁。

52) 小規模閉鎖会社においても株式等売渡請求制度を利用することが可能であることにつき、岩原・前掲注 10) 41 頁参照。

53) 高橋・前掲注 6) 351 頁。

る⁵⁴⁾。また、前述のような通知・公告がなされたことを知らずに株式を譲り受けた者に対しても売買価格決定申立てによる救済の余地を与える点で、本最高裁決定による解決よりも少数株主の保護に厚い。

しかし、ジュピター・テレコム事件型権利濫用法理を採用する場合、通知・公告後の株式取得者による売買価格決定申立ては当然には却下されないことになる。そのため、公開買付条件の形成過程の公正さの検証を伴う本案審理の可能性が残されることになり、前述の違法抑止機能が強く働き得る。また、通知・公告がなされたことを知っていたか、知らなかったかという株主の主観面は、裁判所による判断・認定を待つて初めて明らかにされることになると考えられる。そうであるとする、真に通知・公告がなされたことを知らずに株式を譲り受けた株主による申立てなのか、嫌がらせなどの不当な目的を持つ株主による申立てなのかを、申立て時点で画一的に判断することは困難である。本案審理の可能性が残されることは、特別支配株主や対象会社に対して不要な訴訟費用や時間的コスト等の負担を強いるおそれがある。

上記の弊害に鑑みると、売買価格決定の申立権者の範囲を画する際に権利濫用法理を用いることは、迅速かつ機動的なキャッシュ・アウトの実現という売渡請求の制度趣旨を没却し、効率的な M&A 取引が抑制されるおそれがある。

したがって、本最高裁決定が、権利濫用法理を用いず、通知・公告後の株式取得者に売買価格決定の申立適格を認めないとしたことも妥当である。

54) もしも、権利濫用法理の理解につきグッドマンジャパン事件型権利濫用法理のほうが望ましいと考える場合(林・前掲注5) 66頁参照)には、本最高裁決定を権利濫用法理により解決することが先行裁判例と親和的であると評価することは困難である。これは、グッドマンジャパン事件型権利濫用法理が妥当とするれば、通知・公告後の株式取得者が売買価格決定申立てを行うことそれ自身が権利濫用として否定されるため、売買価格決定申立てをする余地はなくなると考えられるからである。グッドマンジャパン事件の規律は、むしろ本最高裁決定の規律と親和的である。そのため、ここでいう権利濫用法理とは、ジュピター・テレコム事件型権利濫用法理を意味すると理解することになるだろう。関連して、前掲注15)の記述も参照。

5. 残された問題点

(1) 通知を受けた売渡株主が通知後に買い増した売渡株式についても売買価格決定申立てをなし得るか

本最高裁決定は、通知・公告後の株式取得者は売買価格決定申立ての申立適格を欠くと判示した。それでは、通知・公告前から対象会社株式を保有している売渡株主が、通知・公告後に新たに対象会社の株式を取得し、当該株式について売買価格決定申立て（以下、単に「買増し後の価格決定申立て」ということがある）をすることは許されるのであろうか。もし、買増し後の価格決定申立てが認められるとすると、通知・公告を受けた売渡株主は少なくとも売買価格決定申立てに要する費用を回収するために対象会社の株式を取得することが可能になる⁵⁵⁾。本最高裁決定は通知・公告後に新規に対象会社株式を取得した者による売買価格決定申立てが問題となった事案である。本最高裁決定からは、通知・公告前から対象会社株式を保有している者が通知・公告後に買い増した売渡株式についても売買価格決定申立てをすることが認められるか否かが直ちに明らかにはならないため問題となる。

ここで、通知・公告前からの株主に買増し後の価格決定申立てを認めることは、通知・公告後の株式取得者に売買価格決定申立てを認めることと実質的に同様の帰結をもたらし得る。このような申立てを認めることは、通知・公告後の株式取得者には売買価格決定の申立てを認めないとし、その限りで違

55) たとえば、特別支配株主が対象会社の株式につき 1 株あたり 1000 円として売渡請求をしたという事例で、現在対象会社の株式を 100 株保有しており、売買価格決定申立てをすれば裁判所が 1 株あたり 1300 円と決定するであろうという期待を持っている株主が存在したとする。申立てに要する弁護士費用等の固定費用は 40 万円であるとする。このとき、当該株主が申立てによって得られる差益は 30 万円であるから、差益を費用が上回っている。したがって、この状況下では、株主は売買価格決定申立てを行わないと考えられる。これに対して、この株主が対象会社の株式を 1 株あたり 1000 円でさらに 900 株買い集め、1000 株保有することになった場合、当該株主が申立てによって得られる差益は 130 万円となる。このとき、当該株主は売買価格決定に要する費用を回収することが可能となる ($1300 \times 1000 - 1000 \times 900 - 40 = 0$)。買い集める株式総数がさらに増加すれば、差益が費用を上回ることがあり得る。松尾・前掲注 7) 149 頁参照。

法抑止機能を限定した本最高裁決定の意義を没却しかねない⁵⁶⁾。したがって、買増し後の価格決定申立ての可否については、否定的に解すべきである。

このような見解に対しては、買増し後の価格決定申立てを認めなければ、通知・公告前からの株式取得者が売買価格決定申立てをなし得なくなるという不利益が生じるため、買増し後価格決定申立てを認める利益は残されているとの反論がある⁵⁷⁾。ただ、本件のような上場会社を対象とする二段階買取の場合で売買価格決定申立てがなされる場合、裁判所はまずは公開買付手続が公正であったといえるかの審査を行う。とりわけ、強圧性防止の工夫がなされた公開買付けに多数の株主が応募し、公開買付者が90%以上の株式を取得した場合には、裁判所は公開買付条件の形成過程が公正なものであったと推認することが許される⁵⁸⁾。そのため、裁判所が公開買付手続は公正ではなかったと判断し、公開買付価格以上の売買価格を認定する可能性は低い。この状況下では、たとえ株主が売買価格決定申立てをしたとしても、公開買付価格と同額の売買価格しか保障されないため、買増し後の価格決定申立てを認める実益は乏しいように思われる。他方で、特別支配株主に対しては不要な時間的コスト及び訴訟コストを課すことにつながるため、効率的なM & Aを阻害し得るといふ弊害はなお残るように思われる。このことから、本件のような上場会社を対象とする二段階買取の局面では、買増し後の価格決定申立ては認められないと解してよいと考える。

(2) 通知・公告がなされたことを知らずに売渡株式を譲り受けた者の保護

上記検討を経た結果、通知・公告がなされたことを知らずに株式を譲り受けた者は、売渡株式等の売買価格決定申立てによっては保護されないことになる。

そうであるとする、これらの者が保護を受けるには、売渡株式等の取得の差止請求または無効の訴えによらざるを得ないということになる。しか

56) 加藤・前掲注4) 103頁参照。

57) 久保田・前掲注8) 91頁。

58) 前掲注41) 参照。

し、こうした救済手段が認められるかについては本最高裁決定がなんら述べていないこと、及び先例の蓄積がないことから、どの程度実効性があるかは全くの未知数である⁵⁹⁾。

また、通知・公告後に対象会社の株式を譲り受けた者は、売主に対して契約上の責任を追及し得る⁶⁰⁾と考えられる。しかし、売主も零細な株主である可能性は十分に考えられるので、こうした契約責任の追及がどの程度実効的であるかはやはり未知数である。とりわけ、小規模閉鎖会社において売渡請求がなされる場合や、非上場株式を対象として売渡請求がなされる場合には、こうした問題が顕著になることを考えると、本最高裁決定は、さらに一步進んで、通知・公告がなされたことを知らずに売渡株式を譲り受けた者の保護の在り方についても述べておくべきであったように思われる。

(3) 本最高裁決定の射程

本最高裁決定が示した判断は、その文言上、本件事例で問題となったような二段階買収の局面のみならず、他の局面において売渡請求が用いられる場合にも妥当するように読める。すなわち、本最高裁決定の射程は、公開買付けを前置せずに売渡請求が用いられる場合や、非上場会社を対象として株式等売渡請求が用いられる場合にも及ぶと読み得る。

そもそも、二段階買収の局面で株主のキャッシュ・アウト手段として売渡請求が用いられる場合には、通知・公告後の株式取得者に売買価格決定申立てを認めないとする本最高裁決定にも合理性があった。なぜなら、他のキャッシュ・アウト手段との整合性を確保する必要性があったからである。

しかし、公開買付けを前置せずに売渡請求が用いられる局面では、上記のような制度間の整合性確保の要請は当然には妥当しない。とりわけ、対象会社が非上場会社である場合には、市場株価のような客観的な株式評価の指標

59) この問題点に関連して、差止請求では売買価格決定申立てに比して裁判所が短期間で対価の著しい不当性を判断することを強いられることを指摘する見解がある。受川・前掲注 49) 427-428 頁参照。

60) 松尾・前掲注 7) 149 頁。

が存在しないため、株式価格の評価方法や算定根拠を巡って売渡株主と特別支配株主との間で対立が生じる可能性があり得る⁶¹⁾。そうだとすると、非上場会社の売渡株主には広く売買価格決定申立てを認めて株式価格の評価方法等を争わせることが、当該売渡株主の投下資本の回収に役立つといえる場合もあり得るように思われる。このような評価を重視するのなら、(法 179 条の 8 の文言が申立権者の範囲につき何ら限定をしていないこととも相俟って) 二段階買収以外の局面で売渡請求が用いられる際には、通知・公告後の株式取得者に売買価格決定申立てを認めるべきであるとの立論も十分な説得力を持ち得るといえる。

既に述べた通り、本最高裁決定は、通知・公告後の株式取得者に売買価格決定申立てを認めないとの結論を法 179 条の 8 の趣旨から導いた。ただし、その際に、売渡請求が利用される場合に問題となる利害関係者（対象会社、売渡株主、特別支配株主など）の具体的利益には言及していない。通知・公告後の株式取得者に売買価格決定申立てを認めないとした本最高裁決定の結論が妥当なのかという問題を批判的に検証し、さらに発展的に解消していくためにも、本最高裁決定は上記各利害関係者のうちのどのような具体的利益を重視した（または重視するべきだった）のかについて実質的な判断をしておくべきであったように思われる⁶²⁾。

したがって、本最高裁決定の射程については、本最高裁決定の文言とは乖離してしまうが、上場会社を対象とした二段階買収の局面で、少数株主のキャッシュ・アウト手段として売渡請求が用いられた場合に限定されると理解しておくことが妥当であると解する。

61) 非上場会社における有利発行が問題となった事例で、最高裁は「非上場会社の株価の算定については、簿価純資産法、時価純資産法、配当還元法、収益還元法、DCF 法、類似会社比準法など様々な評価手法が存在しているのであって、どのような場合にどの評価手法を用いるべきかについて明確な判断基準が確立されているというわけではない。また、個々の評価手法においても、将来の収益、フリーキャッシュフロー等の予測値や、還元率、割引率等の数値、類似会社の範囲など、ある程度幅のある判断要素が含まれていることが少なくない。」とする（最判平成 27 年 2 月 19 日民集 69 卷 1 号 51 頁）。

62) このことと関連して、門口・前掲注 6) 99 頁も参照。

- * 本稿の執筆に際し、南周史弁護士から貴重な実務上のご示唆を賜った。ここに記して、御礼申し上げる。なお、本稿に残された誤りが筆者個人の責に帰することは論を俟たない。
- * 本稿は、令和 3（2021）年度札幌大学研究助成制度による研究成果の一部である（研究課題名：我が国の M & A 法制における取引条件の公正さについての司法審査のあり方）。