

令和6年（許）第32号、第33号、第34号 株式買取価格決定に対する抗告  
審の変更決定に対する許可抗告事件

令和8年9月30日 第二小法廷決定

## 主 文

原決定を破棄し、原々決定に対する各抗告を棄却する。

抗告費用は別表のと通りの負担とする。

## 理 由

令和6年（許）第32号抗告代理人山田翔太郎ほかの抗告理由、同第33号抗告代理人矢吹邦太郎、同伊藤麟太郎、同小堀信賢の抗告理由及び同第34号抗告代理人豊島真、同本田昂平、同竹田萌子の抗告理由について

1 本件は、令和6年（許）第32号抗告人・同第33号及び同第34号相手方（以下「抗告人」という。）が実施する株式交換（以下「本件株式交換」という。）について、抗告人並びに会社法797条2項所定の株主（以下「反対株主」という。）である同第32号相手方ら・同第33号抗告人ら、同第32号相手方・同第34号抗告人及び同第32号相手方（以下、併せて「相手方ら」という。）が、同法798条2項に基づき、株式の買取価格の決定の申立てをした事案である。

2 原審の適法に確定した事実関係等の概要は、次のとおりである。

(1)ア 抗告人は、平成28年10月、エイチ・ツー・オーリテイリング株式会社（以下「提携先会社」という。）との間で、資本業務提携契約を締結した。その後も両者の間で資本業務提携の在り方が検討される中、提携先会社は、令和3年8月には、抗告人の株式の10.66%を保有するに至っていた。

イ 他方で、オーケー株式会社は、抗告人の株式の7.69%を保有していたところ、抗告人の子会社化を計画し、抗告人に対し、令和3年6月、その株式の公開買付けの実施を提案し、同年7月には、買付価格を1株につき2250円とするこ

とを明らかにした（以下、オーケーの提案を「本件競合提案」という。）。

ウ 本件競合提案を受けて、抗告人は、令和３年７月、抗告人の株式を提携先会社追加取得させて同社の子会社となり、その対価として、提携先会社から同社の完全子会社であるイズミヤ株式会社及び株式会社阪急オアシスの全株式を取得することで、抗告人を株式交換完全親会社、イズミヤ及び阪急オアシスをそれぞれ株式交換完全子会社とする株式交換（本件株式交換）を行うかどうか検討を開始した。

(2)ア 抗告人は、令和３年７月、本件株式交換と本件競合提案を比較検討して関係者と交渉させるため、抗告人、提携先会社及びオーケーとの間でいずれも利害関係のない弁護士並びに社外取締役から構成される特別委員会（以下「本件特別委員会」という。）を設置した。

イ 本件特別委員会は、提携先会社やオーケー等の関係者に対するヒアリング等を実施するとともに、法務及び財務のアドバイザーとなった複数の専門家の意見聴取等を重ねながら、本件株式交換と本件競合提案の比較検討を行った。その際、財務関係の専門家が作成した株式価値算定書には、DCF法に基づき、本件株式交換実施後の抗告人の１株当たりの理論株価が、２４００円～３０１８円になるとの試算をするものと、１７８７円～３１２８円になるとの試算をするものがあった（以下、上記各試算を併せて「本件試算」という。）。

ウ 提携先会社は、本件株式交換について、当初、抗告人がイズミヤ及び阪急オアシスの全株式を取得する対価として、抗告人の株式の議決権割合の６０％を保有することとする旨の提案をした。これに対し、本件特別委員会の関与の下で、提携先会社の議決権割合の引き下げの交渉がされた結果、提携先会社は、令和３年８月、議決権割合を５８％にとどめることとし、これに基づき、イズミヤ及び阪急オアシスの１株に対する抗告人の株式の割当て比率（以下「本件株式交換比率」という。）を提案した。他方で、本件特別委員会は、この頃、オーケーに対しても、買付価格について交渉の余地はないか確認したが、現時点で買付価格を変更する考えはないとの回答を受けた。

エ 本件特別委員会は、令和３年８月３１日、抗告人の取締役会（以下「本件取締役会」という。）に対し、本件株式交換によって株主が享受できる利益は本件競合提案によるものを上回るか、少なくともこれと遜色なく、従来より資本業務提携をし、業態等が共通するイズミヤ及び阪急オアシスとの間の本件株式交換の方が、業態等に相違のあるオーケーとの本件競合提案よりも抗告人の企業価値の向上に資するとして、本件株式交換を選択すべきである旨の答申（以下「本件答申」という。）をした。

(3)ア 抗告人は、令和３年８月３１日、イズミヤ及び阪急オアシスとの間で、本件株式交換をする旨の株式交換契約（以下「本件株式交換契約」という。）を締結した上で、これを公表した。

抗告人の市場株価（終値）は、令和３年２月以降、９００円台後半～１１００円台で推移し、同年７月末頃から徐々に値を上げ、上記の公表の前日に１３２０円となっていたところ、上記公表がされた日に１５３８円となり、上記公表後、上記公表前の株価の平均的な水準を上回る状態で推移した。

イ 上記アの公表を受け、オーケーは、令和３年９月３日、本件競合提案を公表した。

ウ 本件取締役会は、オーケー等の関係者からの求めや指摘を受けて、令和３年９月以降、株主に対し、本件特別委員会において検討された株式価値算定書等に係る情報及びその検討過程を公表するとともに、反対株主が株式買取請求権を行使した場合の買取価格は、会社法７９７条１項に規定する「公正な価格」（以下、単に「公正な価格」という。）となり、本件競合提案の買付価格に拘束されるものではないことや、本件試算は理論株価であって直ちに市場株価として実現する保証はないことなどを説明した。

(4) 抗告人は、令和３年１０月２９日、本件株式交換契約の承認を議案とする株主総会（以下「本件株主総会」という。）を開催した。本件株式交換契約については、出席した株主の議決権の３分の２以上に当たる多数をもって承認する旨の決議

（以下「本件決議」という。）がされ、同年１２月１５日、本件株式交換の効力が生じた。

原告人の市場株価（終値）は、本件決議がされた日の翌取引日である令和３年１月１日に１４４８円となり、オーケーが同月８日に本件決議に瑕疵があるとの疑問を公表するまで１２００円台で推移していたものの、なお本件株式交換の公表前のおおむね半年間の平均的な水準を上回っていた。その後、原告人の市場株価（終値）は、オーケーが本件株式交換の差止めを求める仮処分の申立てをし、同年１２月１４日に最高裁判所において上記申立てが却下すべきものとされるまでの間、総じて値を上げ、同月１５日に本件株式交換の効力が生じた後は、一時値を下げて１０００円～１１００円台で推移する時期もあったが、令和４年４月には１４００円となった。

(5)ア 本件株式交換について、反対株主に当たる複数の株主（以下「本件反対株主ら」という。）から、会社法７９７条１項に基づき、その保有する原告人の株式の各買取請求がされた。これに対し、原告人は、本件決議がされた日の翌取引日である令和３年１１月１日から上記各請求がされた日（最も早い請求日は同月１３日、最も遅い請求日は同年１２月１２日）までの期間につき、本件反対株主らごとに上記株式の終値出来高加重平均値を算出し、そのうち最高額である１株につき１５１８円（以下「本件提示額」という。）を買取価格として提示した。

イ 本件反対株主らのうち、一部の者は上記アの提示に応じたが、相手方らは上記提示に応じず、原告人との間で買取価格について協議が調わなかった。

３ 原審は、上記事実関係等の下において、要旨次のとおり判断し、相手方らが保有する原告人の株式（以下「本件各株式」という。）の買取価格を１株につき１６７０円と定めた。

(1) 本件株式交換により企業価値の増加が生じていないとはいえず、また、本件株式交換比率は公正なものとみるのが相当である。そして、本件提示額の基礎とされた市場株価につき本件株式交換が行われることを織り込んだ上で形成されている

とみられない特段の事情はうかがわれない。

(2) もっとも、本件では、本件競合提案や本件試算が公表されており、本件株式交換比率を決定するに当たっては、抗告人の株式が本件株式交換後に本件競合提案や本件試算で示された価値を有することが前提とされてきたものであり、本件決議に賛成した株主も同様の認識であったと解されるから、上記の公表がされていたことを本件各株式の買取価格の算定に当たり考慮しないのは公正さを欠くと考えられる。したがって、本件提示額から10%の増額をした金額である1株につき1670円をもって公正な価格とするのが相当である。

4 しかしながら、原審の上記3(1)の判断は是認することができるが、同(2)の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)ア 株式交換について、反対株主に公正な価格での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、株式交換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、反対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、株式交換がされなかったとした場合と経済的に同等の状態を確保し、さらに、株式交換により、組織再編による相乗効果（以下「シナジー効果」という。）その他の企業価値の増加が生ずる場合には、これを適切に分配し得るものとするにより、反対株主の利益を一定の範囲で保障することにある。そして、株式交換によりシナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合には、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、株式交換を承認する旨の株主総会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をいうと解するのが相当であるが、それ以外の場合には、上記の公正な価格は、原則として、株式交換契約において定められていた株式交換比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格をいうものと解するのが相当である（以上につき、最高裁平成22年（許）第30号同23年4月19日第三小法廷決定・民集65巻3号1311頁、最高裁平成23年（許）第21号、

第22号同24年2月29日第二小法廷決定・民集66巻3号1784頁参照）。

イ 一般に、相互に特別の資本関係がない会社間において株式交換契約が締結された場合には、それぞれの会社において忠実義務を負う取締役が当該会社及びその株主の利益にかなう契約を締結することが期待できるだけでなく、株主は、株主としての自らの利益が株式交換によりどのように変化するかなどを考慮した上で、株式交換比率が公正であると判断した場合に株主総会において当該株式交換に賛成するといえるから、株式交換比率が公正なものであるか否かについては、原則として、上記の株主及び取締役の判断を尊重すべきである。そうすると、相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式交換の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式交換における株式交換比率は公正なものとみるのが相当である（以上につき、前掲最高裁平成24年2月29日第二小法廷決定参照）。

また、相互に特別の資本関係がない会社間とはいえないなど、それぞれの会社の取締役による忠実義務の適切な履行等が期待できない場合であっても、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た上で株式交換比率が定められ、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式交換の効力が発生したときには、上記と同様に解するのが相当である（最高裁平成28年（許）第4号ないし第20号同年7月1日第一小法廷決定・民集70巻6号1445頁参照）。

ウ 株式が上場されている場合、市場価格が企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情がない限り、公正な価格を算定するに当たって、その基礎資料として市場株価を用いることには合理性があるといえる。そして、株式交換契約で定められた株式交換比率が公正なものと認められる場合には、株式交換比率が

公表された後における市場株価は、特段の事情がない限り、公正な株式交換比率により株式交換がされることを織り込んだ上で形成されているとみられるものである。そうすると、上記の場合は、株式交換により企業価値の増加が生じないときを除き、反対株主の株式買取請求に係る公正な価格を算定するに当たって参照すべき市場株価として、基準日である株式買取請求がされた日における市場株価や、偶発的要素による株価の変動の影響を排除するためこれに近接する一定期間の市場株価の平均値を用いることは、当該事案に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるといえる（以上につき、前掲最高裁平成24年2月29日第二小法廷決定参照）。

(2)ア これを本件についてみると、本件特別委員会は、抗告人、提携先会社及びオーケーとの間でいずれも利害関係のない弁護士並びに社外取締役から構成され、独立した第三者委員会と評価できるものである上、複数の専門家の意見聴取等を重ねながら本件株式交換と本件競合提案を比較検討し、本件株式交換比率について抗告人にとって有利な条件を引き出すなど、関係者と実質的な交渉をした上で、業態等の共通性も考慮して本件株式交換を選択すべきである旨の本件答申をしており、これを受けて、本件株主総会が開催されることになったものである。その際、本件取締役会は、株主に対し、本件特別委員会において検討された株式価値算定書等に係る情報及びその検討過程を公表するとともに、反対株主が株式買取請求権を行使した場合の買取価格は本件競合提案の買付価格に拘束されるものではないことや、本件試算は理論株価であって直ちに市場株価として実現する保証はないことを説明していた。本件決議はこのような説明等を受けてされたものである。そうすると、本件では、抗告人と提携先会社が従前から資本業務提携をしていること等から、相互に特別の資本関係がない会社間の株式交換の場合と同列に扱うことはできないものの、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、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に本件決議がされているなど一般に公正と認められる手続により本件株式交換の効力が発生したということができ

る。そして、本件株主総会に先立つ情報の開示状況等に照らし、本件株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情はうかがわれな  
いから、本件株式交換比率は公正なものというべきところ、原告人の株式の市場株  
価の推移等も併せ考慮すると、本件株式交換により企業価値の増加が生じないとい  
うことはできず、本件株式交換が公表された後の市場株価は、特段の事情がない限  
り、公正な株式交換比率により株式交換がされることを織り込んだ上で形成された  
ものとみるのが相当である。

イ そして、本件提示額は、本件決議により本件株式交換の実施が決められた後  
の原告人の市場株価を基礎とし、本件決議がされた日の翌取引日から本件反対株主  
らの各株式買取請求がされた日までの期間につき、本件反対株主らごとに終値出来  
高加重平均値を算出し、そのうちの最高額を上記各請求がされた日において原告人  
の株式が有していると認められる価格として提示したものであるところ、上記期間  
における原告人の株式の市場株価の推移等に照らすと、その基礎とした市場株価に  
つき本件株式交換が行われることを織り込んだ上で形成されているとみられない特  
段の事情はうかがわれぬ。このことは、原審もその判断の前提としているとおり  
である。

ウ 前示のとおり、反対株主の株式買取請求権は、株主総会において株式交換が  
承認されたことの効果として認められるものであり、反対株主に対し、株式交換が  
されなかったとした場合と経済的に同等の状態を確保し、さらに、株式交換によ  
り、シナジー効果その他の企業価値の増加が生ずる場合には、これを適切に分配し  
得るものとするにより、その利益を一定の範囲で保障する趣旨に出たものであ  
るところ、本件競合提案や本件試算が公表されていたことは、それ自体が上記趣旨  
にいう企業価値の増加をもたらすものではない。そして、本件決議に先立ち、本件  
試算は理論株価であって直ちに市場株価として実現する保証はないことなどが説明  
されており、上記の公表がされていたことにより本件株主総会に先立つ情報の開示  
等に問題があったということとはできない。このような状況の下で、本件競合提案で

はなく、本件株式交換契約を承認する本件決議がされたのであるから、反対株主において本件競合提案が実現していたとすれば得られたであろう利益を得るべき理由はなく、上記の説明がされていた本件試算を抗告人の株式の買取価格の算定において改めて考慮しなければならない理由もない。

そうすると、本件提示額の算定過程に不合理な点はないというべきであって、上記公表がされていたことを考慮して、本件反対株主らに対し、本件提示額から増額した額を買取価格として取得させなければ公正を欠くということとはできない。

したがって、本件競合提案や本件試算が公表されていたことを考慮して本件提示額から増額した金額をもって公正な価格とした原審の判断には、会社法797条1項の解釈適用を誤った違法があるというべきである。

5 以上によれば、原審の前記3(2)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。抗告人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、本件提示額をもって本件各株式の買取価格とした原々決定は是認することができるから、原々決定に対する各抗告を棄却することとする。

よって、裁判官全員一致の意見で、主文のとおり決定する。

(裁判長裁判官 三浦 守 裁判官 岡村和美 裁判官 尾島 明 裁判官 高須順一)

別表

| 負担すべき抗告費用                                                | 負担者                                                                  |
|----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 令和６年（許）第３２号抗告人・同第<br>３３号及び同第３４号相手方に生じた<br>原審及び当審における抗告費用 | 令和６年（許）第３２号相手方ら・同<br>第３３号抗告人ら、同第３２号相手方<br>・同第３４号抗告人及び同第３２号相<br>手方の負担 |
| 令和６年（許）第３２号相手方ら・同<br>第３３号抗告人らに生じた原審及び当<br>審における抗告費用      | 令和６年（許）第３２号相手方ら・同<br>第３３号抗告人らの負担                                     |
| 令和６年（許）第３２号相手方・同第<br>３４号抗告人に生じた原審及び当審に<br>おける抗告費用        | 令和６年（許）第３２号相手方・同第<br>３４号抗告人の負担                                       |
| 令和６年（許）第３２号相手方に生じ<br>た原審及び当審における抗告費用                     | 令和６年（許）第３２号相手方の負担                                                    |