

反対株主の株式買取請求の際の 公正な価格に関する検討

藤 嶋 肇

1 はじめに

組織再編行為における反対株主の買取請求権の行使に関しては、裁判例が積み重ねられてきたものの、今なお解釈が定まらない点も多い。本決定は共同株式移転が行われ、企業価値が増加する場合に、反対株主の株式買取請求に係る「公正な価格」の意義、公正な価格決定の前提となる株式移転比率、「公正な価格」を算定するにあたって参照すべき市場株価に関する決定である。参照すべき市場株価に関しては既に出されている最高裁判所の決定に沿うものではあるが、企業価値の増加が生じない場合以外の場合の「公正な価格」の決定についてなされたはじめての最高裁判所の決定であり、今後の事例に与える影響は大きいものと思われるので、検討を試みる。

2 事例の紹介（最高裁判所平成24年2月29日決定）¹⁾

2.1 事実の概要

X1（原々決定相手方。その後X2との吸収合併により消滅。）は、東京証券取引所の市場第一部にその株式を上場していたゲーム用娯楽機器及びゲーム、娯楽関連ソフトウェアの製造、制作、企画、販売、賃貸、修理及び輸出入等を目的とする株式会社であった。平成20年9月4日、やはりパーソナルコンピューター・家庭用ビデオゲーム機用のソフトウェアの企画、開発、販売等を目的とする株式会社であるX2（その後X1を吸収合併しXに商号変更）（原決定相手方兼抗告人・本決定抗告人兼相手方）との間で経営統合に向けた協議を開始することを発表した。なお、当時、X1とX2の間には、相互に特別の資本関係はなかった。

X1及びX2は、平成20年11月18日、各取締役会の承認を得て、X1及びX2を株式移転完全子会社とし、株式移転設立完全親会社としてAを設立する株式移転計画を作成し、同日の市場取引終了後、これを公表した（以下、同計画に基づく株式移転を「本件株式移転」という。）。

1) 金融・商事判例1388号16頁、金融・商事判例1394号34頁、ジュリスト1441号2頁、裁判所時報1551号125頁、裁判所時報1552号162頁。評釈として、石綿学「判批」旬刊商事法務1967号12頁、1968号13頁。

上記株式移転計画においては、X2の株主に対し、その普通株式1株につきAの普通株式1株を、X1の株主に対し、その普通株式1株につきAの普通株式0.9株をそれぞれ割り当てることとされた（以下、これらの割当てに関する比率を「本件株式移転比率」という。）。本件株式移転比率は、X1及びX2が、それぞれ第三者機関に対し株式移転の条件の算定を依頼して得た結果を参考に、協議し、合意されたものである。

その後、平成21年1月10日にX2は有価証券評価損を特別損失として計上する必要があること、平成21年3月期第3四半期末における投資有価証券含み損が連結で約84億円、単体で約73億円となることを公表した。

平成21年1月26日に開催されたX1の株主総会（以下「本件総会」という。）において本件株式移転を承認する旨の決議（以下「本件総会決議」という。）がされた。これを受けて、同年3月26日、X1の株式は上場廃止となり、同年4月1日、本件株式移転の効力が生じた。

Y（ママ原々決定申立人・原決定相手方兼抗告人・本決定相手方兼抗告人）は、合計389万0700株の株式を保有するX1の株主であるが、本件総会に先立ち、本件株式移転に反対する旨をX1に通知し、本件総会において本件総会決議が行われるに当たり、これに反対した上、会社法806条5項所定の期間（株式買取請求期間）内である平成21年2月12日、X1に対し、Yの保有する上記株式を公正な価格で買い取ることを請求した。

その際、Yは経営統合の発表後株価が下落したことなどを理由に本件株式移転はマイナスのシナジーを生じさせるものであること、本経営統合以前に他社から提案されていた経営統合（X1は拒否）の際に提示された公開買付価格を下回る価格を主張することは信義則に反するとして920円の取得価格を主張した。

一方、X1は本経営統合でプラスのシナジーが生じていること、株価の下落は外部環境の変化によるものであることから、上場廃止前で同日に最も近接した同年3月26日より前1か月間（同年2月27日から同年3月26日まで）のX1の株価の終値の平均値である1株当たり620円とすべきであると主張した。

2.2 原々決定²⁾及び原決定³⁾

原々決定は、株式移転をする各当事会社が、相互に特別な資本関係がない独立した会社同士である場合に、各当事会社が第三者機関の株式評価を踏まえるなど合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至ったものと認められ、かつ、適切な情報開示が行われた上で各当事会社の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って株式移転の効力が発生したと認められるときは、当該株式移転は当該当事会社にとって公正に行われたものと推認できるというべきであるとし、このように株式移転が当該当事会社にとって公正に行われた場合には、反対株主による株式買取請求に係る「公正な価格」は、株式移転

2) 東京地決平成22年3月31日、金融・商事判例1344号36頁。評釈として、江頭憲治郎「判批」金融・商事判例1353号2頁。

3) 東京高決平成23年3月1日、金融・商事判例1388号24頁。

の効力発生日を基準として、株式移転によるシナジーを適切に反映した同社株式の客観的価値を基礎として算定するのが相当であるという一方、他に株式移転自体により当該当事会社の企業価値が毀損されたり、又は、株式移転の条件（株式移転比率等）が同社の株主にとって不利であるために、株主価値が毀損されたり、株式移転から生じるシナジーが適正に分配されていないことなどを窺わせる特段の事情が認められる場合には、反対株主による株式買取請求に係る「公正な価格」は、株式移転がなかったならば当該株式が有していたであろう客観的価値を基礎として算定するのが相当であるとした。

本件株式移転については、計画の公表後株価が市場で大幅に下落していることから市場が企業価値が毀損されたと判断し、本件株式移転によりX1の企業価値が下落していることが推認されるとして、「公正な価格」を本件株式移転がなかったら有していたであろう客観的価格を基礎として算定することとし、できる限り本件株式移転の効力発生日に近接し、かつ、本件株式移転の影響を排除できる市場価格として本件株式移転公表前の1か月の株価の終値による出来高加重平均値をもって算定した価格である1株あたり747円と決定した。

原決定は、YがX1とX2の経営統合を認識した上で、本件経営統合協議開始の公表前に取得した株式を処分せず、新たにX1株式を取得し続けたものであり、Yが本件経営統合を前提に本件株式を取得して保有し続けたものと強く推認することができるとし、経営統合に賛同していない少数株主の保護という買取請求権の趣旨からするならば、経営統合を視野に入れた上で株式を取得して株主となった申立人が株式買取請求権を行使した場合の公正な価格は、株式移転そのものがなければ有していたであろう客観的価値によるべきではないとしながら、経営統合の蓋然性が高いことを認識した上で株式を取得した者であっても、正当な株式移転比率によって本件株式移転から生じるシナジーを享受する利益を有しているというべきであるとし、本件株式の公正な価格は、本件経営統合による企業価値の増加を適切に反映した公正な価格（シナジー反映価格）とすべきであり、本件株式移転比率がシナジーを適切に反映しているものであれば、それを前提として公正な価格を算定するとした。

本件株式移転については、株式移転比率が本件経営統合によるシナジーの分配を適切に反映したものでないことから、本件株式移転比率に基づく本件株式移転がなかったら有していたであろう客観的価格を基礎として算定するのが相当と言えるとし、原々決定と同様に一株あたり747円と決定した。

2.3 決定要旨

最高裁判所は以下のように理由を示し、原審の判断を裁判に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反があるとして原決定を破棄し、本件を原審に差し戻した。

「株式移転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、株式移転完全子会社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、株式移転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、株式移転後の企業価値は、株式移転計画において定められる株式移転設立完全親会社の株式等の割当てにより株主に分配されるものであること（以下、株式移転設立完全親会社の株式等の割当てに関する比率を「株式移転比率」という。）に照らすと、上記の「公正な価格」は、原則として、株式移転計画において定められていた株式移転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。』

「相互に特別な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移転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、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとするのが相当である。』

「株式が上場されている場合、市場株価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、株式移転計画に定められた株式移転比率が公正なもの認められる場合には、株式移転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、公正な株式移転比率により株式移転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、株式移転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。』

3 検 討

3.1 問題の所在

本決定では、企業再編により企業価値の増加が生じない場合以外の場合の、株式移転完全子会社の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」の意義、および株式移転における株式移転設立完全親会社の株式等の割当てに関する比率が公正なものとする基準、株式移転完全子会社の反対株主がした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に関して判断が示された。

会社法上、吸収合併消滅会社、吸収分割会社および株式交換完全子会社に対する反対株主の株式買取請求権が認められている。これらの組織再編行為は会社の基礎的変更であるが、株主総会の特別決議で可能とされているため、反対する少数株主の投下資本回収の途を確保し経済的に救済する制度と解されている。しかしながら「公正な価格」についての詳細な定めはなく、少数株主の経済的救済の内容については議論が継続していた。

3.2 先例

組織再編行為に係る反対株主の株式買取請求における価格決定に関しては、下級審では判断が積み重ねられてきたものの、最高裁判所の先例はなお多くない⁴⁾。組織再編行為によるものとしては最決平成23年4月19日（楽天対TBS株式買取価格決定申立事件）⁵⁾ および最決平成23年4月26日（インテリジェンス株式買取価格請求事件）⁶⁾ がある。上記二つの先例は、先に示した問題点との関連では、企業価値の増加が生じない組織再編行為において、反対株主の株式買取請求にかかる「公正な価格」を「原則として、当該株式買取請求がされた日における」、「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（ナカリセバ価格）」とし、その算定の基準となる日を「買取請求権が行使された日」とした。その理由として、「退出を選択した株主には、吸収合併等がなされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確保」する必要があること、株式買取請求がなされると、株主と会社との間で売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じる反面、反対株主は消滅株式会社等の承諾を得なければ、株式買取請求を撤回できなくなるため、仮に買取請求日より後の日を基準日とすると、株式買取請求後に生ずる価格変動によるリスクを負担することになる一方、たとえば株主総会で承認決議がなされた日を基準とすると、決議の日から株式買取請求を行うまでの相当の期間に生じた株価変動によるリスクを反対株主は全く負担しないことになり相当でないことをあげる。

3.3 「公正な価格」の意義

本決定は、「公正な価格」を決定する際に、まず当該組織再編行為が「企業価値の増加が生じない場合」と「それ以外の場合」に分類する。「企業価値の増加が生じない場合」には、原則として、当該株式買取請求がされた日における、株式移転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「公正な価格」とする。一方、「それ以外の場合」には、原則として、株式移転計画において定められていた株式移転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「公正な価格」とする。従来、株式買取請求権行使の際の「公正な価格」とは、「承認ノ決議ナカリセバ有スベカリシ公正ナル価格」と規定されており（旧商法371条2項）、組織再編行為の影響を排したいわゆる「ナカリセバ価格」と解

-
- 4) 下級審も含めた組織再編行為に係る反対株主の株式買取請求における価格決定の総合的な検討につき、弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定〔上〕〔下〕」旬刊商事法務1967号4頁、1968号4頁以下参照。新会社法における株式買取請求権に関しては、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論（上巻）』282頁（商事法務、2007年）を参照。
 - 5) 最高裁判所民事判例集65巻3号1311頁、裁判所時報1530号109頁、判例タイムズ1352号140頁、金融・商事判例1375号16頁、金融・商事判例1366号9頁、判例時報2119号18頁、金融法務事情1933号100頁。
 - 6) 金融・商事判例1367号16頁、金融・商事判例1375号28頁、判例時報2120号126頁、判例タイムズ1352号135頁、民商法雑誌145(3)号390頁、旬刊金融法務事情1933号95頁、裁判所時報1533号178頁。

するのが多数説であった⁷⁾。ところが、会社法においては、以上の文言は単に「公正な価格」と変更された。これは、株主に企業再編から生じるシナジーを適切に分配することをも含むと解されている⁸⁾。組織再編行為そのものには賛成であるが、対価に不満がある株主の救済の手段を提供する必要があると考えられることによる。

まず、企業価値の増加が生じない場合、ナカリセバ価格によることは、少数株主の経済的救済という規定の趣旨に合致する。もっとも、増加が生じない場合とは変動しない場合も含むと解される⁹⁾。次に、企業価値の増加が生じる場合に、その合併比率が公正なものであったなら、企業価値の分配を反映したその株式が有していると認められる価格が「公正な価格」となる。合併比率が公正なものと認められない場合については、明らかでない¹⁰⁾。

ここで、そもそも企業価値が増加するのに株式買取請求権が行使される場合とはどのような場合なのか想定してみると、企業価値が増加するものの株式移転比率が不公正なため、一方会社の株主の把握する経済的価値（株主価値）が株式移転後減少すると当該少数株主が考える場合、および企業価値が増加するものの株式移転比率が不公正なため、一方会社の株主に分配されるシナジーが少ない結果、一方会社の株主が把握する経済的価値（株主価値）の増加が公正な割合に比して少ないと当該少数株主が考える場合があげられる。この両者はいずれも株式移転比率の不公正の問題であると考えられるので、株式買取請求権の行使によるその経済的利益の保護の対象として適当である¹¹⁾。

3.4 株式移転比率の公正性

最高裁判所は株式移転比率の公正性について、独立当事者取引であることを前提として取締役および株主総会の判断を尊重する。その際、株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足る特段の事情がないことが要求されている。先に述べたように、株式移転比率の問題は増加した企業価値を当事会社の株主にどのように分配するかという問題であるから、当事者に十分な情報が与えられ、それに同意したのであれば当事者のその判断を尊重することには一定の合理性がある。しかし、問題になる株式買取請求はまさにそれを主観的に公正であると考えない反対株主によるものであり、このように結論付けることが反対株主の退出の機会を確保することにはなるとしても経済的利益の保護につながるかどうか検討する。

まず、当事会社の取締役らが善管注意義務および忠実義務を負っていることをもって、取締役らが株主利益の最大化を目指すか否かを検討するに、それらは企業価値の最大化と株

7) 森本滋編『会社法コンメンタール18』114頁〔柳明昌〕（商事法務、第1版、2010年）。

8) 江頭憲治郎『株式会社法』809頁（有斐閣、第4版、2011年）、江頭憲治郎・中村直人編『論点体系会社法5』457頁〔篠原倫太郎〕（第一法規、第1版、2012年）。

9) 石綿・前掲18頁。なお、変動しない場合、市場価格とナカリセバ価格は等しいと評価できる。

10) 石綿・前掲18頁。

11) 森本編・前掲114頁、江頭・中村編・前掲455頁。

主に分配されるべき価値の最大化に分けられる。まず、取締役らには企業価値を増大させることについては十分な動機があると考えられる。しかし、当該企業再編行為が企業価値を増大させるならば、現在の株主に対しては当該企業再編行為を実現させるためのコストを負担させる可能性がある。つまり移転比率は両当事会社の企業価値および増加した企業価値を基礎として両当事会社株主への価値の分配の割合を意味するが、それは善管注意義務および忠実義務に照らしても必ずしも一義的に定まるものではなく、一定の範囲を持っていると考えられる。そこで説明可能な範囲で移転比率を調整することはありうる。それを公正というならば公正であり、株主総会によって当該取締役らを信任した株主にそのような不利益が帰するのはやむを得ない。

次に、株主にはたして企業価値および株主価値に関する適切な判断が可能かどうか、検討する。企業再編行為当事会社間では企業再編行為の条件を様々な事情を反映して決定するとするならば、株主総会は実質的な判断をなしておらず、むしろ自己の利益に敏感な株主のみが積極的に反応すると思われる。そうであるとするならば、株主総会の決議がなされたことを公正さの判断材料にすることは、事後的な公正さの確保を困難にする。ここでも、株主らが自らの把握する経済的価値についての最終的な決定権を有すると考え、かつ株式会社制度が株主総会における意思決定方法を多数決と定めている以上、少数株主にとってそのような結論も甘受せざるを得ないものということも可能である。

ここで、企業再編行為の条件は当事会社間の交渉によって定まるが、そのプロセスは複雑であり、デューデリジェンス等によって公開されていない情報をも参照し、専門家の助言も受けつつ決定されることから経営の専門家による判断を尊重すべきであり、財務および経営の専門家ではない裁判所の事後的な判断によるよりも望ましいという見解が有力に主張されている¹²⁾。確かに裁判所の性質、役割からして企業の客観的価値や増加分を正確に把握することは困難である¹³⁾。

結局のところ、事後的に株式移転比率の公正さを検証することは事実上困難であり、特段の事情がなければ決定された株式移転比率をもって公正と取り扱わざるを得ない¹⁴⁾。

3.5 「公正な価格」の算定方法

株式移転比率が公正に定められた場合、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する。この点につき、どの時点の市場価格を参照するかについて、株式買取請求権が行使された日を基準日とするのがほぼ確立

12) 石綿・商事法務1968号14頁。

13) 最決平成23年4月19日田原裁判官補足意見。

14) このように解することは、この後の「公正な価格」の算定方法にも関係するが、少数株主の主観的利益は保証されないということを意味する。たとえ、今回のように組織再編行為発表後株価が急落することがあるとしても、そのような株価に悪影響を与える経営上の意思決定がなされることを予測した投資が求められる。

したと言ってよいと思われる。

この点につき検討するに、基準日については理論的に「企業再編計画公表時」、「承認決議時」、「株式買取請求権行使時」、「買取請求期間の末日」、「組織再編の効力発生時」が考えられる¹⁵⁾。そのうち、株式買取請求権行使時説は、株主が株式買取請求権を行使することによって反対株主と相手方会社との間で売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずる時点であること、株式買取請求は相手方会社の同意がなければ撤回できないところ、基準日が買取請求をした日より後である場合、株主に株価変動リスクが生じることを理由とする。それ以前たとえば「承認決議時」を基準とするならば、その間の株価変動リスクを反対株主が一切負担しないことを相当ではないとして排除する。

この点、「買取請求期間の末日」を基準日とする見解からは、株価は買取請求後下落する可能性もあり上昇する可能性もあるのだから、株主に株価変動リスクを負わせることが相当でないとは言えず、買取価格決定手続が非訟事件手続であることから裁判所の裁量を広く認めるべきであり、また行使後の経過事象を判断要素の中に織り込むことができるほうが「公正な価格」に関するより客観性の高い判断が可能になるということを用いる¹⁶⁾。しかし、組織再編の効力発生日の20日前の日からが株式買取請求権の行使期間であるが、買取請求権を行使する者にその間の株価変動リスクを負わせることには上述のような批判がある。

この相違は価格決定の柔軟性の問題である。本決定でも「買取請求の時に有すべき価格」は「買取請求時の市場価格」ではない。あくまで市場価格を参照するのであり、「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」ことが示されているが、これは裁判所が価格決定に際して妥当な結論を得るための裁量を有していることを明示するものであるといえる¹⁷⁾。

会社の同意なく株式買取請求の撤回ができないとされたこと、その結果として株式買取請求権の行使期間をできるだけ効力発生日に近づけ、効力発生日における当事会社の状況を正確に把握できるようにするため買取請求期間が効力発生日の20日前の日から効力発生日の前日までの間に変更されたことは、株主の濫用的な請求の制限を目的とするやむを得ない改正であったものではある¹⁸⁾。しかし、結果として組織再編にかかる株主総会決議の時点と株式買取請求権行使日までの間に時間的間隔を生じさせる。反対株主が株式を大量に保有している等、市場で株式を売却することが事実上困難な場合に速やかな離脱を困難にし、結果として株価変動リスクを負わされていることは、やはり価格決定に際して配慮すべきであると思われる。

15) 森本編・前掲118頁、江頭・中村編・前掲・460頁。

16) 最決平成23年4月19日那須裁判官意見。

17) この「近接」が必ずしも請求時より以前であると限定されていない。

18) 森本編・前掲111頁。

4 まとめにかえて

4.1 企業価値の算定

本決定では明示されていないが、企業価値が増加する場合とはどのような場合であろうか。企業価値の算定については複数の手法があり、目的によって用いられる算定基準が異なることもありうることは、すなわち企業価値は一義的に決定されないことを意味する。それでは、組織再編行為による企業価値の増加とはどのような意味で用いられているのだろうか。この点、完全親会社と完全子会社間で行われる吸収分割では企業価値の増加も毀損もないと判断されているところ¹⁹⁾、ここでいう企業価値の増加分とは、複数の企業等の結合から生ずる価値と解される²⁰⁾。今回のような共同株式移転による企業再編行為では、再編行為後の完全親会社とその完全子会社の企業価値の和と、再編行為前の各当事会社の企業価値の和を比較することとなる。この点、企業価値は少なくとも増加すると当然言うことが可能かどうかは疑問が残る。ある会社の完全子会社となることによって経営の効率化が図られることによる価値の増大（支配プレミアム）と、将来キャッシュフローが現在より改善されることによって増加する企業価値があわせて吟味されなければならない、それは常に正の値をとりうるわけではない。しかしながら最高裁判所は「公正な価格」の算定にあたってまず「企業価値の増加の有無」を検討するところ、独立当事者取引であること、株主総会の承認等をその評価の要件としておらず、「企業の客観的価値」が計測可能であることを前提としているように思われるが、その評価の方法は判然としない。

4.2 企業価値と株主の享受する価値

仮に、企業価値が増加することを前提として、今回は増加したとされる価値が各株主にどのように分配されるのが公正と評価されるかということにつき、一定の判断が示されたといえる。個々の株主にとっては、株主に帰属すべき経済的価値の分配が公平になされることに多大な利益を有する。しかし、今回の判断枠組みを見るに、決定の公正性と情報を反映する公正な市場が存在することにより、市場価格を参照することで公正な価格を決定できるとしている。一方で、原々決定とは異なり、経営統合発表後株式の市場価格が下落したことをもって、その経営統合が企業価値を毀損するものとは判断しなかった。このことは上述のように「企業の客観的価値」の算定の困難さゆえ、市場価格に頼らざるを得なかったと言えるのではないだろうか。「公正な価格」の算定に際して、「当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられなかったと認めるに足りる特段の事情がない限り」および「市場株価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」と留保されている点につき、さらなる検討を要するものと思われる。

19) 最決平成23年4月19日。

20) 森本編・前掲123頁。