

論 説

組織再編における反対株主の株式買取請求権と 「公正な価格」

河 内 隆 史

I はじめに

株主は、原則として株式会社に対してその保有する株式の買取りを請求することはできず、他の者に株式を譲渡することによって投下資本の回収を図ることになる。しかし、会社法は、一定の場合には、反対株主が会社に対して自己の保有する株式を公正な価格で買い取ることを請求できるものとしており、この反対株主の株式買取請求権の制度は、1950（昭和25）年の商法改正に際して、アメリカ法にならって営業譲渡と合併について導入されたものである（旧商法245条ノ2～245条ノ4、408条ノ3）^{（注1）}。会社の最高意思の決定が1株1議決権の原則に基づく資本多数決によってなされることを認める一方で、少数派株主の経済的利益を保護するために認められたと考えられる。その後、1966（昭和41）年の商法改正において、定款による株式譲渡の制限が認められたが、この譲渡制限を設けるための定款変更についても株式買取請求権が認められ（旧商法309条）、さらに1999（平成11）年改正で株式交換・株式移転制度が、2000（平成12）年改正で会社分割制度が創設されたのに伴い、これらについても認められることとなった。2005（平成17）年に制定された会社法は、株式買取請求権を行使できる場合を拡張するとともに、その手続についても変更を加えており、制度の重要性もかなり高まっている。この場合の株式買取価格は、基本的

には株主と会社間の協議によるべきであるが、自己株式の公開買付けなどと異なり、会社側は積極的に当該株式を買う動機に欠けているため、実際には両者の間で協議が調うことは稀であろう。買取価格について、2005年改正前商法（以下、「旧商法」という。）が「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と規定していたのに対して（旧商法245条ノ2、349条、355条等）、会社法は「公正な価格」と規定しており、この二つの概念はどのように異なるのかが問題となる。そもそも株式買取請求権の制度趣旨が会社法において変化しているのかどうかも問題である。反対株主の株式買取請求権の趣旨については、株式買取請求権が認められる行為ごとに一樣ではないとも考えられる。この点については、特に組織再編行為の場合に関して学説に変化が見られるし、買取価格決定の申立てをめぐって注目すべき判例が最近相次いで出されている。そこで本稿では、株式買取請求における「公正な価格」とは何かという点について、市場価格のある株式を対象として、特に組織再編行為の場合について若干の考察を試みる。以下においては、まず会社法における反対株主の株式買取請求権の制度について、旧商法のそれと比較しつつ概観する。

Ⅱ 会社法における反対株主の株式買取請求権制度の概要

旧商法において、反対株主の株式買取請求権が認められていたのは、営業譲渡等（245条ノ2、245条ノ5）、株式譲渡の制限を設ける定款変更（349条）、株式交換（355条、358条）、株式移転（371条）、新設分割（374条ノ3）、吸収分割（374条ノ31、374条ノ23）、合併（408条ノ3、423条ノ3）、有限会社への組織変更（旧有限会社法64条ノ2）である。それに対して、会社法は、①株式の譲渡制限を設ける定款変更の場合（会社法116条1項1号・2号、107条1項、108条1項4号）、②ある種類の株式に全部取得条項を付す定款変更の場合（会社法116条1項2号、108条1項7号）、③ある種類の株式（龍法 '11）43・4、256（1708）

の種類株主に損害を及ぼすおそれのある一定の行為（株式併合・株式分割・株式無償割当て・単元株式数の変更・株式引受人の募集・新株予約権引受人の募集・新株予約権無償割当て）を行う場合であって、定款で種類株主総会の決議が排除されている場合（会社法116条1項3号）、④事業の譲渡等をする場合（会社法469条）、⑤合併・会社分割・株式交換・株式移転をする場合（会社法785条、797条、806条）について、これを認めている。①については、全部の株式に譲渡制限を付す場合だけでなく、種類株式として譲渡制限株式を発行することもできるようになったため、旧法よりも適用される場合が拡大されている。また会社法では、②③が新たに追加されている。

次に株式買取請求手続について、旧商法においては、株主総会の決議を要する場合であれば、株主総会に先立って会社に対し書面で営業譲渡等の行為に反対の意思を通知し、かつ、株主総会においてこれに反対した株主は、会社に対し自己の保有株式を「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」で買い取るべき旨を請求することができるが（旧商法245条ノ2第1項）、その請求は、当該決議の日から20日以内に株式の種類及び数を記載した書面を提出して行わなければならないとされていた（旧商法245条ノ3第1項）。株式価格の決定につき株主・会社間の協議が調ったときは、会社は決議の日から90日以内にその支払いをしなければならず（同条3項）、その支払時に株式は会社に移転するが（同条6項）、決議の日から60日以内に株式価格の決定につき株主・会社間の協議が調わないときは、株主はその期間経過後30日以内に裁判所に対し価格の決定を請求できるとされていた（同条4項）。株主総会決議を要しない場合には、例えば簡易営業譲受けであれば、譲受会社は営業全部の譲受けを約した日から2週間内に譲渡会社の商号・本店・営業全部譲受けの要領等を公告し又は株主に通知しなければならず（旧商法245条ノ5第2項）、この公告又は通知の日から2週間内に会社に対し書面で営業全部の譲受けに反対の意思を通知した株主は、

会社に対し自己の保有株式をその「契約ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」で買い取るべき旨を請求することができるとされていた。それに対して、会社法では、会社が上記①～⑤の行為をしようとするときは、当該行為の効力発生日の20日前までに、当該行為をする旨の通知又は公告をしなければならないと規定する（会社法116条3項・4項等）。なお手続的にはいずれの場合も基本的に同様であるので、以下においては、116条の場合に従って述べることにする。

ここで反対株主とは、第1に、株主総会の決議を要する場合には、(a) 当該株主総会において議決権を行使することができる株主のうち、当該株主総会に先立って当該行為に反対する旨を会社に対し通知したうえで、当該株主総会において当該行為に反対した株主、又は (b) 当該株主総会において議決権を行使することができない株主をいい、第2に、略式組織再編や簡易組織再編などのように、株主総会の決議を必要としない場合には、すべての株主をいう（同条2項）。反対株主は、当該行為の効力発生日の20日前から前日までの間に、買取りの対象とする株式の数、種類及び種類ごとの数を明らかにして、当該株式を買い取ることを請求することができる（同条5項）。議決権を行使できる株主は、株主総会で反対することによって初めて反対株主となるが、会社法116条3項等の通知・公告は株主総会前にすることができ、株主は株主総会前であっても株式買取請求権を行使することができる。この場合は株主総会で反対することを停止条件として株式買取請求権を行使することになる^(注2)。このように株主総会前に通知することを可能にすることにより、①～⑤の行為についての手続を迅速に終了させることができるようにしている。したがって、この段階では株主が反対するかどうか分からないので、すべての株主に対して通知することになる^(注3)。この場合の買取価格の決定については、請求株主と株式会社との間で協議が調えば、それに従うことになり、会社は効力発生日から60日以内にその代金を支払わなければならないが（会社法117条1項）、効

（龍法 '11）43 - 4, 258 (1710)

力発生日から30日以内に協議が調わないときは、株主又は株式会社は、その期間の満了後30日以内に裁判所に対して価格の決定を申し立てることができる（会社法117条2項）。このように買取価格について、旧商法は「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と規定していたが（旧商法245条ノ2、349条、355条等）、会社法は、単に「公正な価格」と規定しており、この二つの概念はどのように異なるのかが問題となる。

Ⅲ 株式買取請求権に関する学説

会社法における反対株主の株式買取請求権の趣旨は、株式買取請求権が認められる行為ごとに異なると考えられる^(注4)。上記①の場合は、株式譲渡制限の導入により株主の投下資本の回収が困難になり、株式価値が減少すると考えられるので、少数株主に投下資本回収の途を確保するとともに、損害を回避させるためといえる。上記②の場合は、全部取得条項の導入は株主総会の特別決議及び種類株主総会の決議により、また全部取得条項付種類株式の取得は株主総会の特別決議によるので、少数株主は同意なく株主地位を失う可能性があるため、公正な対価を少数株主に保障するためである^(注5)。上記③の場合は、定款で法定種類株主総会が省略されているため、損害を被るおそれがあっても議決権行使の機会を奪われている少数株主の保護のためである。このように上記①～③の場合には、株式買取請求権は不利益を受ける少数株主の保護のためであり、ここでの「公正な価格」はそれらの行為がなかったならば有していたであろう公正な価格、すなわち「ナカリセバ価格」を意味すると解される。

それに対して、上記④⑤の組織再編行為等の場合は、それによってプラスの相乗効果（シナジー）を発生させることが想定できるため、反対株主に対して、組織再編行為等がなかったならばあったであろう価格だけでなく、組織再編行為等により生ずるシナジーの公正な分配までを保障しよ

うとする趣旨であると説明する見解が通説となっている^(注6)。つまり、第1に、組織再編行為等によってシナジーが生まれ、企業価値を増加させるときは、その増加分の適正な配分に反対株主も預かれるようにするため、「公正な価格」はシナジーを適正に分配した価格になる。第2に、組織再編行為等によってマイナスのシナジーが生まれ、企業価値を減少させるときは、その減少分を適正に配分するというのではなく、「公正な価格」はその組織再編行為等がなかったとすれば、より高かったはずの価格すなわち「ナカリセバ価格」になる。このように組織再編行為等の場合に裁判所が決定すべき「公正な価格」には、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の二通りがあるので、具体的な事例が「ナカリセバ事例」か「シナジー分配事例」かによって裁判所の行う作業が異なるという説明もされている^(注7)。

それでは「公正な価格」はどのような基準によって算定されるべきであろうか。上場株式のように市場価格がある場合には、基本的には市場において多様な投資判断の集積に基づいて公正な価格形成がなされ则认为られるため、株主は株式買取請求権の行使によらなくても市場における売却によって投下資本の回収を図ればよいであろう。しかし、上記①～③の場合は、それによって株式価値が減少すると考えられるからこそ株式買取請求権が認められるのであり、いずれも「ナカリセバ事例」に属すると考えられるので、市場価格を直ちに「公正な価格」とすることは適当ではない。そもそも①のように、上場株式でないことが想定される場合もある。それに対して、組織再編行為等の場合には、組織再編行為等自体に対する市場の評価が市場価格に反映されていると考えられるので、「公正な価格」について市場価格を基準にすることは一般的には不公正とはいえないであろう^(注8)。この点につき、「公正な価格」とは、当該決議等がなされたことによって生じる価格変動を除外し、その他一切の事情を斟酌して算定されるその株式が有していたであろう客観的価値を意味し、市場価格とは異

なるという見解が従来は多かった^(注9)。もっともこのような見解は、旧法時の「ナカリセバ価格」を念頭に置いており、会社法の下では必ずしも妥当しないといえるかもしれない。

市場価格を基準にするとしても、いつの時点を基準とするかが問題である。「ナカリセバ価格」の基準時については、組織再編行為の株主総会決議時とするが、「シナジー分配価格」の基準時について承認決議時とすることに反対する見解^(注10)、株主総会決議時としつつ、シナジー分配事例で退出が強制されない場合は株式買取請求権の行使時とする見解^(注11)、「ナカリセバ価格」「シナジー分配価格」を問わず、対象となる組織再編行為等が公表される直前の市場価格とする見解^(注12)、株式買取請求権又は株式買取請求期間の満了時とする見解^(注13)、株式買取請求権を行使できる最終日の市場価格とする見解^(注14)、効力発生日の市場価格とする見解^(注15)などがある。

Ⅳ 株式買取価格の決定に関する判例

旧法下における判例として、最高裁昭和48年3月1日決定（民集27巻2号161頁）は、「裁判所が商法245条ノ3第3項（同法349条2項によつて準用される場合を含む。）によつてする株式買取価格決定の性質についてみるに、反対株主の株式買取請求権は、会社に対し、『決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナ価格』（商法245条ノ2参照）で株式を買い取るべきことを請求する権利であつて、その権利の行使により、会社の承諾を要することなく、法律上当然に会社と株主との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係を生ずるが、その際買取価格までもが具体的に定まるものではない。その価格は、まず当事者の協議によつて定めるべきであるが、この協議が調わないときは、株主の請求によつて裁判所がこれを定めることとなるのである（商法245条の3第2項、第3項参照）。したがつて、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の確認ではなく、新たに「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」を形成するものであるといわなければならない。そして、右にいう「公正ナル価格」の特質からみて、価格決定に当たり考慮すべき要素はきわめて複雑多岐にわたらざるをえないが、法が価格決定の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。このような裁量性に加え、価格決定がたんに請求者たる株主および会社の利害に関するだけでなく、他の株主、会社債権者等の利害にも影響するところが少なくないこと、また、価格の決定がすでに成立している株式売買の価格を事後的に定めるものであるところ、株価は変動の可能性が高いものであるから、とくに手続の迅速処理が必要とされること等を考えると、価格の決定に当たっては、裁判所の監督的、後見的役割が期待されているものといわなければならない。かくして、裁判所は、具体的事件につき、当事者の主張・立証に拘束されることなく、職権により諸般の事情を斟酌して迅速に買取価格を決定することが要請されるのであつて、その決定の性質は、裁判所が、私人間の紛争に介入して、後見的立場から合目的の見地に立つて裁量権を行使し、権利の具体的内容を形成するものといふことができる。」と判示して、株式買取価格の決定が固有の司法権の作用に属しない非訟事件の裁判であることを明らかにしている。なお会社法では、買取価格決定の裁判は非訟事件であることは明らかである（870条4号）。

次に、会社法の下で反対株主の株式買取請求に伴って買取価格の決定の申立がされた事例について、判例を検討する。最近、特に「シナジー分配事例」に関する株式買取価格の決定の事例が何件か見られるので、以下ではそれらの判例を中心に取り上げる（注16）。

（ア）神戸地裁平成21年3月16日決定（金判1320号59頁－三共生興株式買取価格決定申立事件）は、上場会社が株式の94.77パーセントを所有する（龍法 '11）43 - 4, 262（1714）

連結子会社との間で親会社を吸収合併存続会社、子会社を吸収合併消滅会社とする合併契約を締結したのに対して、親会社の反対株主が親会社に対して株式買取請求をしたが、価格協議が調わなかったため、会社法798条2項に基づいて株式買取価格の決定を申し立てた事案である。本件は、存続会社が消滅会社の特別支配会社であり、略式吸収合併及び簡易吸収合併に該当する。本件合併発表後も基本的には株価が維持された等の事情から、「本件合併によって相手方の経済的価値が毀損されたとか、シナジーの分配が不公正であることをうかがわせる資料はない」ので、「本件株式の買取請求における『公正な価格』は市場価格を基にして算定するのが相当である。」としたうえで、「反対株主が会社に対して、株式買取請求の意思表示を行い、それが会社に到達したとき・・・に、株式の所有権の移転自体は代金支払時であるとしても当該株式についての売買契約が成立したのと同様な関係が形成されるのであるから、その時点での市場価格・・・をもって、本件における『公正な価格』とするのが相当である。」と判示した。(ア) 決定は、合併による株価への影響がほとんど見られないところから、「公正な価格」は市場価格を基にして算定するのが相当であるとするとともに、反対株主が会社に対して行った株式買取請求の意思表示が会社に到達した時点での市場価格（同日の終値）をもって「公正な価格」としている。「合併自体が当該会社の経済的価値を減じる場合（合併によるシナジーが負の場合）には、合併に反対した株主に合併による価値の減少分を負担させることは公正ではない」と判示しており、反対株主の株式買取請求権には組織再編行為等におけるシナジーの公正な分配を保障する機能があることを前提にしているものと考えられる。

(イ) 東京地裁平成21年4月17日決定（金判1320号31頁－協発発酵キリン株式買取価格決定申立事件）は、株式交換完全親会社の株主が株式交換に反対して株式買取請求をしたが、買取価格について協議が調わなかったため、会社法798条2項に基づいて株式買取価格の決定を求めた事案である。

初めに「会社法797条1項は、株式交換に反対する株式交換完全親会社の株主は、同社に対し、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旨を定めている。株式交換完全親会社の株主は、株式交換完全子会社の株主とは異なって株式交換によりその所有する株式を取得される立場にはなく、そのまま同社の株主としての地立を維持し得るのであるが、株式交換自体により同社の企業価値が毀損されたり、又は、株式交換の条件（株式交換比率等）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、株式交換から生じるシナジーが適正に分配されないこともあり得ることから、株式交換完全子会社の株主と同様（会社法785条1項）、株式交換に反対する株主に、株式交換完全親会社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できる権利を付与することにより、株主の保護を図ることをその趣旨としている。したがって、株式交換完全親会社の株主による株式買取請求に係る『公正な価格』とは、株式買取請求が確定的な効力を生ずる（会社法797条7項参照）株式交換の効力発生日を基準として、上記の趣旨に沿って、事案に応じて、株式交換がなければ同社株式が有すべき客観的価値、又は、株式交換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算定すべきものと解される。」とし、「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797条1項が買取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のが相当である」として、前掲最高裁昭和48年3月1日決定を引用している。そのうえで、「当該当事会社が上場会社である場合において、株式交換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は、原則として、株式市場で成立する市場価格を基本として算定されるべきである。一般に、株式市場においては、投資家による一定の投機的思惑など（龍法 '11）43 - 4, 264（1716）

偶然的要素の影響を受けつつも、多数の投資家の評価を通して、企業を取り巻く経済環境下における、個別企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどが考慮された企業の客観的価値が株価に反映されているということができ、株式交換の予定及び条件が公表された後に株式市場で成立する市場価格は、当該株式交換から生ずるシナジーをも反映した価格であるということができるからである。」とする一方で、「市場における偶然的要素による株価の変動を排除するため、株式交換の効力発生日に近接した一定期間の市場株価の平均値をもって、株式交換の効力発生日を基準とした株式交換によるシナジーをも適切に反映した同社株式の客観的価値であると判断するのが相当である。そして、その趣旨からすると、通常であれば、効力発生日前1か月間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を『公正な価格』とみてよいものと解される。」として、「当該当事会社が上場会社である場合には、当該市場価格について異常な価格形成がされたなど当該株式交換から生ずるシナジーを含む企業の客観的価値が反映されていないことを窺わせる特段の事情がない限り、株式交換の効力発生日前1か月間の株価の終値による出来高加重平均値をもって、株式交換の効力発生日を基準とした同社株式の『公正な価格』とするのが相当である。」と判示している。

（ウ）東京地裁平成21年5月13日決定（金融・商事判例1320号41頁）（協和発酵キリン株式買取価格決定申立事件）は、（イ）と同じ株式交換の事案について別の反対株主が株式買取請求をしたものであり、ほぼ同様の理由により同じ結論に達している。（イ）及び（ウ）決定は、「公正価格」について、第1に、組織再編行為等によるシナジーを適切に反映した株式の客観的価値を算定すべきであるとしており、シナジー基準を考慮していること、第2に、買取価格の判断基準について格別規定がないことから、法は、買取価格の決定を裁判所の合理的な裁量に委ねているとして、前掲最決昭和48・3・1を引用していることで共通している。（イ）及び（ウ）決

定は、上場会社の場合には原則として市場価格を基礎に「公正な価格」を算定すべきであるとする点で（ア）決定と共通するが、（ア）決定は株式買取請求の意思表示が会社に到達した時点における市場価格をもって「公正な価格」とするのに対して、（イ）及び（ウ）決定は、効力発生日に近接した一定期間の市場株価の平均値による出来高加重平均値をもって「公正な価格」としている。買取価格算定の基準時をどのように解するかについて確定的な解釈はないが、株価が一時的に大きく変動する可能性があることを考慮すると、一時的な変動要因を排除するために、基準日から過去にさかのぼって一定期間の平均値とすることにも合理性があると考える（注17）。

（エ）東京地裁平成21年3月31日決定（判例時報2040号135頁－日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件）は、上場会社A社（日興コーディアルグループ）に対する株式公開買付け等によって、約68%の大株主になったB会社（シティグループ）が、その後、Aを完全子会社とする株式交換基本契約を締結したところ、AB間の株式交換契約の承認決議に反対するA社株主が会社法785条1項に基づいて株式買取請求をしたが、株式買取価格について協議が調わなかったため、A社を吸収合併したC社（日興シティホールディングス）が買取価格の決定を求めた事案である。本決定は、「株式交換の前に、その前提として、株式交換完全子会社となる会社の株式について公開買付けが行われた場合において、当該公開買付けにおける株式の公開買付価格と、当該株式交換における株式交換比率の算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が同じ価格とされている場合には、当該価格は、その効力発生日において当該株式交換から生ずる相乗効果（シナジー）を織り込んだものとして設定されたものと推認するのが相当である」ので、「当該公開買付けが実施され、当該株式交換における株式交換比率算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が決定された後に、株式交換完全子会社の株価が下落したとしても、当該株式交換に反対する同社の株主がした株式買取請求に基づく株式買取価格決定の際の

「公正な価格」は、原則として、当該公開買付価格及び当該基準価格を下回ることはないとするのが相当である。」とし、「本件公開買付け実施と本件株式交換発表との間は5か月あるものの、B社は本件公開買付け実施時から一貫してA社株式の全てを取得することを株主等に明らかにし、そのとおりに行動しているのであって、これらの事実経過に照らすと、本件公開買付け及び本件株式交換はいわば一連のものとして見ることができ、本件公開買付けは、本件株式交換の前にその前提として行われたものということができる。」と認定した。そのうえで本件株式交換における株式交換比率算定の際のA社株式の基準価格を本件公開買付けの公開買付価格と同額であるとしたことに合理性が認められるとして、「公正な価格」は公開買付価格と同額とするのが相当であると判示した。本件は公開買付け後に株式交換を行った二段階買収の事案であるが、(エ) 決定は、公開買付けの実施と株式交換の発表との間に5か月あるものの、当事会社が一貫した行動をしていることから、両者を一連の取引と認めている(注18)。さらに第1段階の公開買付価格が原則として「公正価格」の最低限となるという判断と、株式交換の条件が合理的に定められている場合には、「公正な価格」は公開買付価格と等しくなるという判断を示している。その理由として、株式交換完全子会社の反対株主の株式買取請求に基づく株式買取価格が、公開買付価格及び株式交換比率の算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格より低い価格とされると、公開買付けの対象会社かつ株式交換の株式交換完全子会社の株主は、公開買付価格及び基準価格が客観的な株式価値よりも低い価格であると考えられる場合でも、公開買付けや株式交換に応じるように強いられるおそれが生じるという、いわゆる二段階買収の強圧性の問題が生じることをあげている(注19)。

(オ) 東京地裁平成22年3月31日決定(金融・商事判例1344号36頁－テクモ株式買取価格決定申立事件)は、上場会社Y(テクモ)に対し、同業のA社(スクウェア・エニックス)が不招請公開買付けの提案をしたとこ

ろ、Y社はこれを拒否し、同業のB社（コーエー）との間で経営統合をすることとし、C社（コーエーテクモ）を共同持株会社とする共同株式移転を行うこととしたが、その承認決議に反対するY社の株主X（エフィッシモ）が会社法806条1項に基づいて株式買取請求をし、買取価格について協議が調わなかったため、Xが買取価格の決定を求めた事案である。その後、Y社株式の上場は廃止されている。本決定は、「一般に、株式移転をする各当事会社が、相互に特別の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、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ない限り、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。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。

他方、上記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。」としたうえで、「一般に、株式市場においては、投資家による一定の投機的思惑など偶然的要素の影響を受けつつも、多数の投資家の評価を通して、企業を取り巻く経済環境下における、個別企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどが考慮された企業の客観的価値が株価に反映

されているといえることができる。したがって、他に適切な資料がない本件においては、Y社株式の市場株価を算定資料として用いて、Y社株式の『公正な価格』を算定するのが相当である」としたが、「市場価格は、・・・投資家による一定の投機的思惑など偶然的要素の影響を受ける面もあるから、このような市場における偶然的要素による株価の変動を排除するため、株式移転の公表直前の一定期間の市場株価の平均値をもって、判断するのが相当である。そして、その趣旨からすると、通常であれば、本件株式移転公表前の1か月間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を『公正な価格』とみてよい」と判示した。そして、Y社株式の株価が本件株式移転の公表の翌日に値幅制限の範囲内で最大の下落をし、その後、Y社の株式は市場全体の株価推移と比較して大きな下落率で推移したことなどから、「本件株式移転によって、Y社の企業価値が毀損されたと市場が判断した結果によるものと推認させるものである。」として、本件株式移転により、Y社の企業価値が毀損されたことを窺わせる特段の事情があることを認めた。そのうえで、本件株式移転がなければY社株式が有していた客観的価値の算定に当たっては、本件株式移転の公表の前日までの市場価格を参照する一方で、市場における偶然的要素による株価の変動を排除するため、本件株式移転公表前の1か月間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を「公正な価格」とみてよいと判示し、マイナスのシナジーが生じたとしているため、「シナジー分配価格」ではなく、「ナカリセバ価格」を算定している。本件は、企業価値が毀損されたことを前提に「公正な価格」の算定を行ったほとんど唯一の事例である（注20）。

（カ）東京高裁平成22年7月7日決定（判例時報2087号3頁－楽天対TBS株式買取価格決定申立事件）は、Y株式会社（東京放送ホールディングス）との業務提携を目指してY社株式を取得してきたX株式会社（楽天）が、平成19年の放送法改正により、認定放送持株会社制度が導入されたのを受

け、Y社が認定放送持株会社に移行すること、テレビジョン免許と放送事業を完全子会社であるA社（TBSテレビ）に承継させることとしたところ、A会社との吸収分割契約の承認決議に反対するX社が会社法785条1項に基づいて株式買取請求をし、買取価格について協議が調わなかったため、X社が買取価格の決定を求めた事案である。本決定は、「組織再編行為についての反対株主と会社との間における株式の買取価格の決定の申立てにおいて、裁判所が決定すべき『公正な価格』は、組織再編行為により、企業価値、株主価値が増加する場合には、相乗効果というべきシナジーを反映した価格を基礎として『公正な価格』を算定すべきであり、逆に企業価値、株主価値が減少する場合には、当該組織再編行為の決議がなかったとしたら有していたであろう価格、すなわち、いわゆる『ナカリセバ価格』を基礎として『公正な価格』を算定すべきこととなる。」と一般論を述べたうえで、「吸収分割株式会社の事業を完全子会社である吸収分割承継会社に承継させ自らをその持株会社とする吸収分割では、通常、吸収分割自体によって、吸収分割株式会社の企業価値や同社の株主価値が毀損されることはなく、吸収分割により承継される事業にシナジーはそもそも生じない。また、本件吸収分割が、持株会社化による経営効率の改善等を通じて、企業価値を増加させることがあっても、その増加分は、従前の吸収分割株式会社の株主が持株比率に応じて当然に享受するのであって、組織再編の条件次第で企業価値の増加分が各当事会社の株主の間で不公平に分配されるということは起こらない」ので、「本件のような完全子会社を吸収分割承継株式会社とする吸収分割に際して、吸収分割株式会社の反対株主が株式買取請求をした場合における株式の『公正な価格』とは、組織再編により生じるシナジーその他の企業価値の増加分の公正な分配といった要素を加味することなく、単に、本件吸収分割の契約を承認する株主総会の決議により、当該決議がなかったとしたら有していたであろう価格（『ナカリセバ価格』）を基礎として算定することとなる。」とし、「公正な（龍法 '11）43 - 4, 270（1722）

価格を定める基準日については、契約の成立時点における目的物の価値を基準に決めるのが自然であり、かつ、合理的であるから、基本的に買取請求権行使時に接合した時期と解するのが相当である。」と判示した。このように、(カ) 決定は、本件ではシナジーも企業価値の毀損も生じないので、「ナカリセバ価格」によるべきであるとしている^(注21)。

(キ) 東京地裁平成21年10月19日決定（金融・商事判例1329号30頁－旧カネボウ第2次株式買取価格決定申立事件）は、A株式会社（トリニティ・インベストメント）を吸収合併存続会社とし、清算会社であるB株式会社（旧カネボウ）を吸収合併消滅会社とする吸収合併に関して、本件総会において合併承認決議に反対するなど反対株主の株式買取請求権を有すると主張するB社株主が、本件合併によりB社の権利義務を承継したC社との間で株式の価格の協議が調わなかったとして、会社法786条2項に基づき、裁判所に対して本件株式の価格の決定を求めた事案である。なおB社は上場会社であったが、有価証券報告書の虚偽記載を理由に上場廃止措置を受けて非上場会社となったものである。本決定は、「会社法785条2項1号口の『当該株主総会において議決権を行使することができない株主』には、当該株主総会の基準日以前に議決権を有する株式を取得しながら名義書換を怠って株主名簿上の株主でなかった者は含まないと解するのが相当である。」としたうえで、会社「法785条1項が、吸収合併に反対する吸収合併消滅会社の株主に、同社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できる権利を付与した趣旨についてみると、吸収合併消滅会社の株主は、吸収合併によりその所有する株式を取得される立場にあり、吸収合併自体により同社の企業価値が毀損されたり、又は、吸収合併の条件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、合併から生じるシナジーが適正に分配されないこともあり得ることから、上記の権利を付与することにより、株主の保護を図ることとしたものである。したがって、吸収合併消滅会社の株主による株式買取請求に係る

「公正な価格」は、上記の趣旨に沿って、事案に応じて、吸収合併がなければ同社株式が有すべき客観的価値、又は、吸収合併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に基づいて算定するのが相当である。」とし、「清算会社は、一般には企業活動を継続することは予定されておらず、清算の目的の範囲内において、清算終了までなお存続するものとみなされ（会社法476条）、会社の現務を終了し、債権の取立て、債務の弁済、残余財産の分配等を行うことが予定されている（同法481条）。したがって、清算会社を吸収合併消滅会社とする吸収合併において、同社の株主が株式買取請求権を行使した場合、当該株式の『公正な価格』は、特段の事情がない限り、吸収合併の効力が確定的に生じる吸収合併の効力発生日における清算会社の客観的価値、すなわち、吸収合併がなければ有すべき清算価値、又は、吸収合併を前提とした清算価値に基づいて清算するのが相当である。」と判示した。

V おわりに

資本多数決のもとでは少数株主の意思を排除して重大な変更を行うことが可能である。株式買取請求権はそのような場合に反対株主に経済的補償を与えるものであり、組織再編行為が広く行われるようになっており、今後ますますその重要性が増加するものと考えられる。会社法の下では、組織再編行為の場合に裁判所が決定すべき「公正な価格」には、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の二通りがあることは、判例・学説において一般的に肯定されているといつてよいであろう。最近の判例では、原則として「シナジー分配価格」を基礎として「公正な価格」を算定すべきであること、企業価値や株主価値が減少する場合には、シナジーを含む企業の客観的価値が反映されていないことを窺わせる特段の事情が推認されるので、「ナカリセバ価格」を基礎として「公正な価格」を算定すべきこと（龍法 '11）43 - 4, 272（1724）

ととされている。市場の評価を尊重するとすれば、上場会社の場合には、基準時の市場価格を基礎として「公正な価格」を算定すべきであり、組織再編行為前の市場価格とその後の市場価格の推移を比較して、それが上昇していればシナジーが生じていると考えられるので、その分配に預からせ、低下していればマイナスのシナジーが生じていると考えられるので、マイナスのシナジーは分配せずに、「ナカリセバ価格」による経済的補償をすべきことになる。問題は、算定の基準時について考え方が確立していない状況にあることである。総会決議時を基準時とするときは、決議に反対することによって「公正な価格」で株式を買い取ってもらう権利（プット・オプション）を取得し、その後に株価が下落したときは、オプションを行使して「公正な価格」で会社買い取ってもらう一方、株価が上昇したときは、オプションを行使せずに市場で売却するというリスクのない投機が可能になり、しかもそのリスクは会社又は他の株主が負担することになるというのは、問題であろう^(註22)。したがって、株主自身の選択による株式買取請求権行使時を基準時とすることが基本的には妥当であろう。上場株式であれば、随時市場で売却可能なのであるから、株式買取請求の時期が株主ごとに異なるならば、買取価格が異なるのもやむを得ないといえよう。もっとも二段階買取の場合は、その強圧性からマイナスのシナジーを生じさせる可能性があるし、MBOの場合は、経営者側が価格を低めに誘導する手段をもちうることを考えると、市場価格に無条件で依拠することには注意が必要である。また市場が別の要因で一時的に大きく変動する可能性もある。したがって、(イ)(ウ)(オ)決定に見られるように、一時的な変動要因を排除するために、基準日から過去にさかのぼって一定期間の市場株価の平均値による出来高加重平均値をもって「公正な価格」とすることも、認められるであろう。いずれにせよ反対株主の株式買取請求権については、理論的に検討すべき問題点も多いが、それらについては他日を期したい。

(完)

- (注1) 大隅健一郎=大森忠夫『逐条改正会社法解説』221頁(有斐閣、1951年)。
アメリカ各州の会社法は、会社の基礎的事項の変更にはかつては総株主の同意を必要としていたが、株主数の増加に伴って株主総会の多数決で決定することを認めるようになってとともに、賛成しない株主に株式買取請求権を認めるようになったといわれる(神田秀樹「資本多数決と株主間の利益調整(5・完)」法学協会雑誌99巻2号244頁)。
- (注2) 相澤哲=葉玉雅美=郡谷大輔「論点解説 新・会社法千問の道標」94頁(商事法務、2006年)。
- (注3) 相澤ほか・前掲(注2)95頁。
- (注4) 酒巻俊雄=龍田節編『逐条解説会社法第2巻株式・1』(岡田昌浩)135頁以下(2008年、中央経済社)。
- (注5) 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)』267頁(商事法務、2007年)。
- (注6) 藤田・前掲(注5)262頁、江頭憲治郎『株式会社法第3版』798頁(有斐閣、2009年)、相澤ほか・前掲書682頁その他。神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務1879号4頁は、株式買取請求権の趣旨について、第一義的には、①資本多数決による組織再編行為を認めた上で、企業価値の持分割合相当分を退出価格として反対株主の退出を保障するものであり(部分解散)、第二義的には、②多数株主の忠実義務違反に基づく損害の填補(損害填補)を認めるものであり、①はナカリセバ事例とシナジー分配事例に共通し、②はナカリセバ事例で認められるとする。なお木俣由美「反対株主の株式買取請求権」ジュリスト増刊・会社法の争点39頁は、会社法がシナジー分配を盛り込んだことに反対する。
- (注7) 藤田・前掲(注5)261頁。
- (注8) 岡田・前掲(注4)143頁。
- (注9) 大隅=大森・前掲(注1)233頁、鈴木竹雄=石井照久『改正会社法解説』135頁(日本評論社、1950年)。
- (注10) 藤田・前掲(注5)292~295頁。決議時を基準時にすると、株主は決議に反対することで決議以降には株価下落リスクを負わずに上昇の利益だけを楽しむことができ、組織再編決議に反対する誘因が強くなりすぎるという。
- (注11) 神田・前掲(注6)9~11頁。
- (注12) 岡田・前掲(注4)143頁。
- (注13) 田中亘「『公正な価格』とは何か」法学教室350号65頁、68頁。株式買取請求権の行使時を基準時とすべきであるが、複数の反対株主がいるときには、買取請求の時点に応じて買取価格が変化することになるので、買取請求期間の

満了時に統一するのが合理的だとする。

(注14) 江頭・前掲(注6) 799頁。

(注15) 柳明昌「組織再編に係る株式買取請求権における『公正な価格』」ジュリスト増刊・会社法の争点204頁。

(注16) 十市崇＝館大輔「反対株主による株式買取請求権〔下〕」商事法務1903号41頁以下は、近時の東京地裁における「公正な価格」の算定基準について分析している。

(注17) 神田・前掲(注6) 11頁。

(注18) 中東正文「公開買付け後の株式交換における公正な価格」ジュリスト1398号127頁は、株式市場の下落を狙って第2段階の取引を行うという戦術があり得るので、複数の取引の時間的感覚を厳格に捉えるべきではないとして、(エ) 決定の判断に賛成している。株式算定価格が適正手続を経て決定されたことをもって「公正な価格」と認めたことに賛成するものとして、太田洋「日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討」商事法務1869号11頁。岸田雅雄「本件判批」金融・商事判例1351号19頁。

(注19) 二段階買収の強圧性を生じさせないためには、詳細な事前開示のほかに、第2段階の株式交換条件が公開買付価格を下回らない価格とすることが最低限必要であるという主張がある。井上光太郎「TOB（公開買付け）と少数株主保護」商事法務1874号43頁。

(注20) 本件株式移転によりY社の企業価値が毀損されたとする判断に疑問を呈するものとして、太田洋「テクモ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討〔下〕」商事法務1908号47頁。江頭憲治郎「本件判批」金融・商事判例1353号6頁。

(注21) 松井秀征「楽天対TBS株式買取価格決定事件の検討」商事法務1902号12頁は、吸収分割による企業価値の向上あるいは認定放送持株会社への移行による企業価値の下落という可能性は理論的に否定できないとして、「公正価格」算定のために参照すべきは、認定放送持株会社への移行を公表する直前の市場価格であると批判する。

(注22) 藤田・前掲(注5) 294頁、田中・前掲(注13) 65頁。