

|                  |   |
|------------------|---|
| Title            | 〔商法五―〕 反対株主による株式買取請求における公正な価格(日興コーディアル株式買取価格決定事件)(東京地決平成二一年三月三一日)   |
| Sub Title        |   |
| Author           | 岡田, 昌也(Okada, Masaya)<br>商法研究会(Shoho kenkyukai)   |
| Publisher        | 慶應義塾大学法学研究会   |
| Publication year | 2011  |
| Jtitle           | 法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.84, No.3 (2011. 3) ,p.129- 142   |
| JaLC DOI         |   |
| Abstract         |   |
| Notes            | 判例研究  |
| Genre            | Journal Article   |
| URL              | <a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20110328-0129">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20110328-0129</a> |

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

# 判例研究

## 〔商法 五二一〕

### 反対株主による株式買取請求における公正な価格 (日興コーポリアル株式買取価格決定事件)

東京地決平成二二年三月二日  
平成二〇(ヒ)第一〇九号株式買取価格決定申立事件  
判例タイムズ二二九六号一一八頁、金融・商事判例一三二五号二六頁

#### 〔判示事項〕

一 組織再編に反対する株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、当該組織再編から生ずる相乗効果（シナジー）を適正に反映したものである必要がある。

二 公開買付が株式交換の前提として行われ、かつ株式交換比率算定の際の基準価格が公開買付価格と同額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。

三 株式交換比率算定の際の基準価格が公開買付価格と同額であることに合理性が認められる場合には、株式交換に反対する株主がした株式買取請求における買取価格は、効

力発生日において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される公開買付価格と同額とするのが相当である。

#### 〔参照条文〕

会社法七八五条一項、改正前商法第四〇八条の三第一項  
〔事 実〕

Xは、Y<sub>1</sub>の株式二五〇〇株を所有していた者である（以下、Xが所有していたY<sub>1</sub>株式を「本件株式」という。）。

Y<sub>1</sub>は、昭和一九年四月に設立され、主として金融商品取引法上の金融商品取引業及びそれに付随する業務を営む会社等の株式を所有することにより、当該会社の事業活動を支配・管理することを目的とする株式会社であり、Y<sub>1</sub>株式

は東京証券取引所、大阪証券取引所及び名古屋証券取引所において上場されていた。

Y<sub>2</sub>は、米国アラウエア州法に基づき設立された、個人及び法人顧客に金融サービスを提供する事業を傘下に収める総合金融持株会社である。

Y<sub>3</sub>はY<sub>2</sub>の完全子会社で、Y<sub>2</sub>が日本国内において事業を営むための持株会社である。

Y<sub>1</sub>は平成一九年三月六日、グループ企業の中長期の事業戦略に基づき、Y<sub>2</sub>との間で業務・資本提携を含む包括的戦略提携契約を締結した。その契約に基づき、Y<sub>2</sub>はY<sub>1</sub>の株式、新株引受権及び新株予約権のすべての取得を目指して、Y<sub>2</sub>はY<sub>3</sub>を通じて、平成一九年三月一五日から同年四月二六日までの間で、Y<sub>1</sub>の普通株式一株当たり一七〇〇円で公開買付け（以下、「本件公開買付け」という。）を実施した。

本件公開買付けの結果、Y<sub>1</sub>の総株主の議決権数の約六一・二四パーセントに相当する株式を取得することとなった。

Y<sub>2</sub>は平成一九年四月二七日付でプレスリリースを行い、その中で、Y<sub>1</sub>の発行済株式の全部を取得することはできなかったが、本件公開買付け等の成立後にY<sub>1</sub>の所有割合を増

加させる可能性について、Y<sub>1</sub>をY<sub>2</sub>又はY<sub>2</sub>の関連会社の完全子会社とすることを含めて検討中であることを発表した。

Y<sub>1</sub>は、平成一九年八月三一日にY<sub>2</sub>より株式交換の提案を受けた。これを受けてY<sub>1</sub>は、平成一九年一〇月二日の取締役会において、Y<sub>2</sub>及びY<sub>3</sub>との間での三角株式交換（Y<sub>3</sub>の完全子会社になる）（以下、「本件株式交換」という。）の基本契約（以下、「本件基本契約」という。）を締結することを決議し、その旨のプレスリリースを行った。同日、Y<sub>2</sub>及びY<sub>3</sub>との間で本件基本契約を締結した。

なお、Y<sub>2</sub>は、本件公開買付け後も市場においてY<sub>1</sub>の株式を買い増し、平成一九年一〇月二日時点において、Y<sub>3</sub>を通じて、Y<sub>1</sub>の発行済株式総数の約六七・二パーセントを保有するに至った。

平成一九年一〇月二日のプレスリリースにおいて、Y<sub>1</sub>は、本件株式交換が実施された場合には上場廃止になる旨、平成一九年一〇月末日までに本件株式交換の内容を確定して、本件株式交換契約を締結し、その効力発生日を平成二〇年一月中とする予定であることを発表した。また、交換比率について、以下の内容を明らかにした。

すなわち、「交換株式数 $\parallel$ 一七〇〇円 $\parallel$ （Y<sub>2</sub>の普通株式の平均株価 $\times$ 為替相場）」（以下、当算式を「本件算式」と

いう。)とし、 $Y_2$ の普通株式の平均株価とは、本件株式交換契約において定められる一定の期間中における各取引日の、ニューヨーク証券取引所における取引高加重平均価格の平均値をいう。

その後、 $Y_1$ は平成一九年一〇月三十一日に取締役会において、 $Y_3$ との間で本件株式交換に係る交換契約(以下、「本件原契約」という。)を締結することを決議し、同日、 $Y_3$ との間で本件原契約を締結し、その旨のプレスリリースを出した。当該プレスリリースにおいて、 $Y_1$ は承認の株主總會を平成一九年一月十九日、本件株式交換の効力発生日(以下、「本件効力発生日」という。)を平成二〇年一月二十九日とする予定であることを発表した。

その後、ニューヨーク証券取引所における $Y_2$ の株価が大幅に下落したのを受けて、 $Y_1$ は、本件原契約に定められた本件株式交換の条件変更について $Y_3$ との間で協議及び交渉を行い、平成一九年一月四日、取締役会において本件原契約を変更する株式交換契約(以下、「本件株式交換契約」という。)を締結することを決議し、同日締結してプレスリリースを出した。

平成一九年二月十九日に $Y_1$ は臨時株主總會(以下、

「本件臨時株主總會」という。)を開催し、本件株式交換契約が賛成多数により承認可決された(以下、本件株式交換契約を承認可決した決議を「本件決議」という。)。本件株式交換契約の承認決議に反対したのは、株主数にして四一〇名(議決権を行使することができるとする株主数の二・三〇パーセント、出席株主数の一〇・二二パーセント)、議決権数一三万〇三八〇個(議決権を行使することができるとする株主数の六・七五パーセント、出席株主数の七・九三パーセント)であった。

平成二〇年一月二三日には、 $Y_1$ は上場廃止となった。

また、平成二〇年一月二八日のプレスリリースにおいて、実際の交換比率が $Y_1$ 株式一株に対して、 $Y_2$ 株式が〇・六〇二株を割り当てることになったと発表し、平成二〇年一月二十九日に本件株式交換の効力が生じた。

$X$ は、本件臨時株主總會に先立ち、 $Y_1$ に対し、本件株式交換に反対する旨を通知し、かつ、本件臨時株主總會において本件決議に反対した。 $X$ は、平成二〇年一月二二日、 $Y_1$ に対し、会社法七八五条一項に基づき、本件株式を買収するよう請求した。 $Y_1$ と $X$ は、本件株式の買収請求に係る価格について協議を行ったが調わず、 $X$ は平成二〇年三月二六日に、 $Y_1$ は同月二七日に、株式買取価格の決定の申立

てをした。

△本件株式交換における株式交換比率の算定▽

Y<sub>1</sub>は平成一九年八月三十一日にY<sub>2</sub>から本件株式交換の提案を受け、同年九月五日開催の取締役会において、同社の社外取締役四名から構成される特別委員会（以下「特別委員会」という。）を設置することを決議し、特別委員会に対し、①本件株式交換によりY<sub>1</sub>の企業価値が向上するか（株式交換を行う合理性の可否）、②公正な手続を通じてY<sub>1</sub>の株主利益への配慮がなされているか、③本件株式交換のストラクチャーは適切かの三点について諮問した。

特別委員会は、フィンナンシャル・アドバイザーとしてA会社とB会社を指名したほか、税務及び法務アドバイザー等から説明及び報告を受けた。その結果、特別委員会は、平成一九年一〇月二日にY<sub>1</sub>の取締役会に対し、①本件株式交換によりY<sub>1</sub>の企業価値が維持・向上すると判断することには合理性が認められること、②本件基本契約に基づく本件株式交換の条件は、全体として公正な手続を通じてY<sub>1</sub>の株主利益に配慮されていること、③本件基本契約の締結・公表後に税務上・株式実務上の問題について確認した上で株式交換契約を締結するというストラクチャーは適切であ

ることを内容とする答申書を提出した。

△第三者算定機関の算定等▽

Y<sub>1</sub>は、上記の特別委員会の指名に基づき、A会社とB会社をフィンナンシャル・アドバイザー兼第三者算定機関に選定した。A会社は、平成一九年一〇月二日、Y<sub>1</sub>取締役会に対して、本件基本契約に定められた条件の下におけるY<sub>1</sub>の普通株式の対価は、財務上の観点から見て公正である旨の同日付けの意見書を提出した。

△Y<sub>1</sub>の主張▽

Y<sub>1</sub>は、本件公開買付けと本件株式交換とは別個の意思決定に基づく独立した行為であつて、いわゆる二段階買収には該当しないのであるから、二段階買収について指摘される強圧性の問題は本件においては認められないと主張した。

〔判旨〕

買取価格は、一株につき一七〇〇円とする。

- (一) 本件における株式買取価格の算定  
 (1) 買取価格の判断基準

「株式買取請求権は、組織再編等により会社の基礎に変

更が生ずる場合において、当該組織再編に反対する株主が、会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  
を請求することにより、投下資本の回収を図る権利である  
ことに照らすと、株式買取請求の前提となる組織再編の条  
件は、当該組織再編から生ずる相乗効果（シナジー）が当  
該組織再編の当事会社間において適正に分配されることも  
含めて公正に定められる必要がある、株式買取請求に係る  
「公正な価格」も上記相乗効果（シナジー）を適正に反映  
したものである必要があるといふべきである。

そして、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をするものではなく、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  
七八五条一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（最高裁判所第一  
小法廷昭和四八年三月一日決定・民集二七卷二号一六一頁  
参照）。

(2) 本件における「公正な価格」

ア 「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、その効力発生時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。

そうだとすると、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解するのが相当である。」

イ 「本件公開買付け実施と本件株式交換発表との間は  
五か月あるものの、 $Y_2$ は本件公開買付け実施時から一貫し  
て $Y_1$ 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  
のものとも見ることができ、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ふことができ  
る。」

ウ 「そして、上記イのとおり、本件株式交換における株式交換比率算定の際の $Y_1$ 株式の基準価格は、本件公開買付けの公開買付価格と同額である一株当たり一七〇〇円とされているところ、①本件株式交換における株式交換比率算定の際の基準価格である $Y_1$ 一株当たり一七〇〇円という価格は、第三者算定機関が、本件公開買付けにおける公開買付価格、過去の $Y_1$ 株式の平均株価にプレミアムを上乗せした価格、並びに類似会社比較法、過去取引事例分析及びサム・オブ・ザ・パーツ法等の複数の評価方法により算定した価格を踏まえ、 $Y_1$ と $Y_2$ との交渉を経て決定された価格であること、② $Y_1$ 株式の基準価格を一株当たり一七〇〇円とする株式交換比率の算定方式を含む本件株式交換の条件については、本件株式交換契約締結に当たって設置された特別委員会の答申書において合理的であるとされ、第三者算定機関の意見書において財務上の観点から見て公正であるとされていること、③本件臨時株主総会において、株式交換比率算定の際の $Y_1$ 株式の基準価格を一株当たり一七〇〇円とする本件株式交換契約が賛成多数により承認可決され、これに反対した株主数及び議決権数は少数にとどまったことに照らすと、本件株式交換における株式交換比率の算定の際の $Y_1$ 株式の基準価格を本件公開買付けの公開買付

価格と同額である一株当たり一七〇〇円としたことには、合理性があると認めるのが相当である。」

エ 「以上によれば、客観的な事実経過から本件公開買付けは本件株式交換の前提として行われたものと認められ、かつ、本件株式交換における株式交換比率算定の際の $Y_1$ 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一株当たり一七〇〇円としたことに合理性が認められる本件にあつては、本件株式の「公正な価格」は、本件効力発生日において本件株式交換から生ずる相乗効果（シナジ）を織り込んだものとして設定されたものと推認される一株当たり一七〇〇円とするのが相当である。」

(二)  $Y_1$ の主張について

「株式交換完全子会社となる会社の株式について行われた公開買付けを前提として株式交換が行われたものと認められる場合に、当該株式交換に反対する株式交換完全子会社の株主がした株式買取請求に基づく株式買取価格が、当該公開買付けの公開買付価格及び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より低い価格とされることになると、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においては、たとえ、当該公開買付価格及び当該基準価格が、当該会社

の客観的な株式価値よりも低い価格であると考える場合であっても、当該公開買付けや当該株式交換に応じるように強いられるおそれが生じ、いわゆる二段階買取について指摘される強圧性の問題が生じることになって、相当でないというべきである。」

## 〔研究〕

### 結論反対

(一) 本件は、組織再編反対株主の株式買取請求権における「公正な価格」が問題とされた事案であり、公開買付け後に組織再編が行われ、その間に株式価格が下落した場合に、これを反対株主に負担させるべきか否かが争われた事案である。なお、本件は、公開買付けと組織再編が「一連のもの」とみなされた場合の判断であり、必ずしも公開買付け後の組織再編の場合に適用されるものではないと思われるが、逆に「一連のもの」とは認められない場合の基準については明確にはされていない。

「公正な価格」の意義について判旨は、組織再編による相乗効果（以下、「シナジー」という。）を考慮すべきとしており、学説及び判例の多くと同様の解釈をしている。さらに組織再編当事者の決定した価格の内容はもとより、そ

の決定過程についても公正性の検討を行っており、この点は、今後の裁判における主要な判断基準になるものと思われる。

また、本件ではいわゆる二段階買取における強圧性の問題が指摘され、直接的な強圧的行為が認められないまでも、結果的に強圧的な効果が認められる場合には、反対株主を保護する必要があるという考えを採用している。この考えのもとで、価格決定以降の市場株価の下落リスクを反対株主に負担させるべきではないとの結論に至っている。

以下において、会社法における「公正な価格」の判断基準と、本件における強圧性の問題との関連について検討する。

なお、本判決の評釈として、岸田雅雄・金融・商事判例一三五一号一六頁以下、太田洋・商事法務一八六九号四頁以下があり、銀行法務21七〇三号四八頁に判例の紹介と解説がある。

(二) 株式買取請求権の局面における「公正な価格」に関する条文の文言は、会社法が制定された際に変更されている。すなわち、平成一七年改正前商法四〇八条ノ三第一項では「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スペカリシ公正ナル価格」



とされていたところ、会社法七八五条第一項においては単に「公正な価格」と改正された。この違いは、組織再編によるシナジীর価値増加分を含めるか否かにあるとされ、会社法では「公正な価格」にシナジীর効果による価値増加分を含める趣旨であると言われる。しかしながら、結果として解釈の余地のある文言となったと評される(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)』(商事法務、二〇〇七年)二六三頁、相澤哲編「一問二答 新・会社法」(商事法務、二〇〇六年)二二二頁、江頭憲治郎『会社法制の現代化に関する要綱案』の解説)別冊商事法務二八八号五四頁(二〇〇五年)。

一方、シナジীর効果がマイナスの場合、つまり組織再編によって株式価値が毀損される場合の考え方については、多くの学説では会社法のもとでも、従来の「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」は排除されていないとしており、シナジীর効果がマイナスの場合には、組織再編の前の状態の価格を保証するとしている(河和哲雄「深山徹」株式買取請求権」江頭憲治郎・門口正人編『会社法大系二』(青林書院、二〇一〇年)一一三頁、弥永真生「リーガルマインド会社法」第一二版(有斐閣、二〇〇

九年)三四四頁、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務一八七九号四頁(二〇〇九年)。このように、会社法においては、シナジীরなどを適切に反映した公正な価格と、従来の「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」の二つの基準が併存しているという二義的に捉える考えが多数説のように思われる。このような二義的な捉え方に対して、「公正な価格」とは固定的な内容を指すものではなく、具体的事情を前提にシナジীরを含めた価格が公正と認められるときはこれを買取価格とできると一義的に理解しようとする立場もある(河和・深山・前掲九七頁、山本真知子「新会社法における株主の株式買取請求権」山本爲三郎編『新会社法の基本問題』(慶應義塾大学出版会、二〇〇六年)七八頁)。

判例の多くは、上記の二義的な考えを採用しており、①大阪地決平成二〇年一月一三日(金融・商事判例一三三九号五六頁)、②神戸地決平成二一年三月一六日(金融・商事判例一三三〇号五九頁)、③東京地決平成二一年四月一七日(金融・商事判例一三三二〇号三二頁)、④東京高決平成二二年七月七日(金融・商事判例一三四六号一四頁)がある。一方、一義的な考えを採用した判例として、⑤東京高決平成二二年七月一七日・同決定原審横浜地決平成二

一年三月二七日(金融・商事判例一三四一頁)がある。⑤原審においては、「改正以前の商法第四〇八条の三第一項においては株式買取価格を「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」とするべき旨定められてゐるのに対し、改正によつて施行された会社法第七九七条一項では単に「公正な価格」と定めてゐるに過ぎず、決議が株価に与える影響を除去することを必要のとしてゐないものと読めることを総合すれば、現行の会社法七九七条一項に基づく株式買取請求権における買取価格とは、合併公表前の価格ではなく、買取請求権行使時点の市場価格こそが基準となるべきである」としている。

本件においては、「公正な価格」の意義に関して会社法改正趣旨のとおり、「公正な価格」はシナジーを適正に反映したものである必要があるとしたが、二義的な考えに立つか否かについては明示されていない。これはXが組織再編前の価格の保障を求めてきたものではないため、判旨では特に触れなかっただけであり、いずれを採用したとしても結論に影響はない(太田・前掲九頁)。

(三)「公正な価格」の決定について判旨は、昭和四八年最高裁判決を引用して、裁判所にその裁量があることを前提

に判断している。

平成一七年改正前商法下で上場会社の場合における株式買取価格の決定は、学説及び裁判例においても、一定期間の平均株価をもつて公正な価格とすることが多く(弥永真生「合併発表後に取得した株式の買取価格」会社法判例百選・別冊ジュリスト(二〇〇六年)一九一頁、山田純「M&Aをめぐる株価紛争の概観」判例タイムズ一二七九号(二〇〇八年)六頁、江頭門口編・前掲二一五頁)、裁判所が独自に株価を算出することはなかったが、会社法のもとにおいては、組織再編後の「公正な価格」を裁判所が算定・レビューする場面が生ずることになった(藤田・前掲二六四頁)。そうとはいへ、常に裁判所が独自の立場から算定し直さなくてはならないわけではなく、裁判所の役割としては前提事実を勘案して後見的に検証すれば足りるという解釈がなされている(江頭門口編・前掲二一三頁、藤田・前掲二九六頁)。もちろん、裁判所が常に積極的に価格算定を行うということは現実的には考えられないため、裁判所が後見的に検証するという点について異論はないが、後見的に検証するとしてもどのような基準を用いるかが問題となる。

この点については、判例・学説において以下のような考

えが定着しつつあるように思われる。

すなわち、独立した当事者間の組織再編で、株主への情報開示が十分適切に行われ、かつ価格決定に至る手続も適正に行われたと認められた場合には、裁判所としては当該組織再編が公正に行われたと推認できると考えるべきであり、当事者間で決めた条件を尊重し（松尾健一「株式買取請求権」ジュリスト一三四六号（二〇〇七年）五四頁）、それ以上裁判所が介入する必要はない。そして、このように組織再編が公正に行われた場合の「公正な価格」とは、組織再編がなければ株式が有すべき客観的価値、又は、組織再編によるシナジーを適切に反映した客観的価値で算定すべきである。さらに上場会社である場合には、客観的価値とは原則として市場価格を基本として算定されるべきである。なぜなら、公正に合併比率や交換比率が決定されていれば、それを受けて、取引市場においてその後の株価が形成されるため、当該市場価格について異常な価格形成がされたなど、シナジーを含む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、市場価格をもって「公正な価格」とするとしている。

なお、情報開示や手続が適正に行われていないと判断されれば、裁判所が独自に算定することになるが、そうした

判例として、会社法第一七二条一項に基づく価格決定の申立てに關してではあるが、東京高決平成二〇年九月一二日（金融・商事判例二三〇一号二八頁）、大阪高決平成二一年九月一日（金融・商事判例一三三二六号二〇頁）がある。これらにおいては裁判所が独自に株価を算定している。本件においては株式交換比率の基準価格を一七〇〇円としたことには合理性があると判示しており、当事者間で決めた条件を尊重した判旨となっている。

四 本件は、本件株式交換の前に公開買付けが実施されており、判旨において、本件公開買付けと本件株式交換が「二連のもの」と判断されているため、買取請求における「公正な価格」は原則として当該公開買付け価格及び交換基準価格を下回ることはないとし、結論としては公開買付け格と同額が「公正な価格」であるとした。

立案担当者の説明では、「組織再編の直前に公開買付けが行われている場合で、公開買付けが成功した後、株価が下落したというような場合には、合併によるシナジーの評価は公開買付け価格に反映され、公開買付け後に株価が下落したのは公開買付けをした者による支配プレミアムの取得の影響によるものと考えられるので、通常「公正な価格」が

公開買付価格を下回ることはない」(相澤・前掲二二頁)とされており、これはいわゆる二段階買収の際の公開買付けの強圧性(伊藤靖史「大杉謙一」田中亘「松井秀征」会社法(有斐閣、二〇〇九年)三七九頁「田中亘」、山本真知子・前掲七九頁)を考慮した考えと言えよう。

判旨において公開買付価格が買取請求における「公正な価格」であるとした理由は以下のとおりである。すなわち、公開買付価格と交換基準価格が同じ価格とされている場合には、当該価格が本件株式交換の効力発生時におけるシナジーを織り込んだ価格と推認できるとしている。推認できる理由として、本件株式交換の比率決定において、第三者算定機関の算定結果やそれを合理的であるとした特別委員会の答申書の存在、及び臨時株主総会の賛成状況といった手続的な適正性を判断して、公正に交換条件等が決定されているためと判示している。また、二段階買収の強圧性はなかったとする $Y_1$ の主張に対する反論判旨において、買取価格が公開買付価格を下回った場合には、結果的に株主に對して強圧的效果が生じるとしている。

本件においてまず問題となるのは、公開買付価格が本件株式交換の効力発生時のシナジーを織り込んだ適正な価格といえるのかという点である。公開買付価格及び交換基準

価格とされた一七〇〇円という価格は、本件公開買付けの条件を決定した時点(平成一九年三月一日以前)での市場価格を参考にしてこれにシナジーを加味して決定したものであり、また本件株式交換の基準価格決定の際にも、同額の一七〇〇円がその基準価格決定時点(平成一九年一月二日)での市場価格を参考にしてこれにシナジーを加味して決定した適正な価格であると $Y_1$ が決定した価格である。このように、一七〇〇円というのは本件株式交換の基準価格決定時点での市場株価を参考とした価格とは言える。しかし、その基準価格決定時点以降の効力発生日(平成二〇年一月二九日)までの市場価格の変動は考慮されていない。前述したように上場会社における「公正な価格」とは、手続等が適正に行われた組織再編によって決定された比率を受けて取引市場で形成された市場価格と解釈されている。その市場価格は常に変動しているが、一七〇〇円というのは基準価格決定時点から効力発生日までの市場価格の変動は考慮されておらず、このため、当該価格は効力発生日において当該株式交換から生ずるシナジーを加味して設定された価格とは言えない。

次に問題となるのは、買取請求における「公正な価格」が公開買付価格と同額だとした理由にあげた、結果的に生

じる強圧的效果の取り扱いである。立案担当者の説明においては、公開買付け後に株価が下落したのは公開買付けをした者による支配プレミアムの取得の影響によるものとされているが、本件においては、もともと公開買付け価格が高めに設定されていたと思われる。公開買付けが実施されたのは平成一九年三月一日からであるが、その実施前の期間である平成一八年一〇月から平成一九年二月までの各月別の最高株価は一四九九円、一四三三元、一五〇〇円、一四一八円、一四一一円である（ $Y_1$ の「第六六期有価証券報告書」参照）。判旨においても、一七〇〇円という価格に

は、過去の $Y_1$ 株式の平均株価にプレミアムが上乘せされていることを言及している。このため、公開買付け後の市場価格が公開買付け価格一七〇〇円を下回るといつても、それが支配プレミアムの取得の影響とは言えないと思われる。また、強圧的な効果とは、二段階買収において二段階目での価格が一段階目の公開買付け価格よりも低く設定され、しかもそのことが公開買付け時点で株主に予想されていたとすれば、株主は公開買付けに応じるようなプレッシャーを受ける恐れがある場合の効果であり（伊藤 $\parallel$ 大杉 $\parallel$ 田中 $\parallel$ 松井・前掲三七九頁「田中」）、つまり一段階目の公開買付け時の効果をいう。最決平成二二年五月二十九日（資料版商

事法務三〇七号一六八頁）にあるように、会社は強圧的な効果が生じないように配慮することが求められている。

本件の場合、結果的には公開買付けに応じない場合、公開買付け後に売却しようとしても市場価格は公開買付け価格よりも低い価格となっている。しかし、公開買付け価格自体が高めに設定されており、適正な情報開示も行われ、さらに当該株式交換に応じていれば $X$ は現金ではなく $Y_2$ の株式が得られるのであるから、公正な手続により実施された株式交換によって $Y_1$ が決定した交換基準価格に基づいて配分される $Y_2$ の株式価値は、将来シナジーが適切に分配されたものとなる。判旨では、二段階買収の強圧性の有無に関して、結果的に強圧的な結果が生じるおそれがあるという理由（太田・前掲一一頁）を挙げているだけであり、本件においてはそもそも強圧性の問題は存在しない。

なお学説においても、公開買付けにおいては、公開買付けを成功させるために公開買付け価格を高めに設定することもあり、その場合に高めに設定された公開買付け価格が常に買取請求における公正な価格とされるのであれば、公開買付けには応募しなくとも後で株式買取請求権を行使すれば同じ価格で買い取ってもらえることになり、このような解釈は公開買付けを妨害することにもなりかねず問題がある

との指摘もある(平出慶道『山本忠弘』田澤元章『商法概論Ⅱ—会社法』(青林書院、二〇一〇年)四四四頁「明日川昌幸」)。組織再編の直前に公開買付けが行われた場合であつても常に公開買付価格に固定されるのではなく、裁判所は買取経緯を考慮して買取価格を決定することが妥当であると考える(河和『深山・前掲一—三頁』)。

(五) 上記のように、強圧性の問題がなければ、必ずしも公開買付価格を下限価格として保障する必要はなくなるが、では株式買取請求における買取価格に市場価格の下落の影響を加味するか否かが問題となる。

本件においては適正に組織再編が行われたと認められており、多数説に従い、その場合には当事者が決めた条件を尊重する考えを採用すると、本件は事前に公開買付けが行われているため、Y<sub>1</sub>も当該公開買付価格が本件株式交換の基準価格決定時点における交換基準価格として妥当な価格であるとしている。このため、上場会社ではあるが、市場価格そのものが買取請求における「公正な価格」にはならず、当事者が決めた交換基準価格が交換条件決定時点(本件基本契約締結時である平成一九年一〇月二日)におけるシナジーが適切に配分された「公正な価格」となる。

この交換基準価格は、交換条件決定時の市場価格を参考にしており、一方、買取価格の算定基準日は判旨においては効力発生日とされている。よって、本件の買取請求における「公正な価格」は効力発生日である平成二〇年一月二十九日時点の市場株価を参考にした価格とすべきである。つまり、交換条件決定時点以降、効力発生日までの市場価格の下落の影響を加味すべきであると考える。

上場会社の他の判例をみると、②では、合併公表日の前約二か月間の市場株価は三〇七円から二七五円の間(同日は二八八円)であるが、判決では、反対株主が株式買取請求の意思決定を行い、それが会社に到達した日の市場株価である二八七円を採用している。③では、企業再編交渉の報道日の前六か月間の終値の平均値が一五三円であるところ、判決では効力発生日前一月間の株価の終値による出来高加重平均である一〇四四円を採用している。⑤では、合併公表日の市場株価は三七〇円であるが、判決では買取請求権行使時点の市場株価である二九三円を採用している。このように判例の多くに、市場価格の下落についての、反対株主にそのリスクを負担させる結論を採るものがある。

なお、買取価格の算定基準日については、学説において

定説はなく(河和・深山・前掲一一五頁、弥永真生「反対株主による株式買取請求と買取価格決定」ジュリスト一三九九号一一二頁、江頭憲治郎『株式会社法 第三版』(有斐閣、二〇〇九)七九九頁)、判例においても判断が分かれている。当論点については本稿では慮外とするが、前掲の裁判例の買取価格はいずれも買取請求権行使後の株価を採用しており、組織再編の公表や条件決定時以降の株価変動を反映させている。

(六) 本件においては、 $Y_1$ が平成二〇年一月二三日付で上場廃止されているため、効力発生日である平成二〇年一月二九日時点の市場価格は存在しない(なお、 $Y_1$ の取引最終日である平成二〇年一月二二日の市場では、一三五八円から一四二六円の間で取引され、終値は一三六四円であった)。買取価格の算定に際しては、多くの学説及び裁判例において、基準日から過去に遡って一定期間の平均株価をもって認定するとされている(江頭・門口編・前掲一一五頁)。その理由としては株価の一时的な変動要因を排除し、客観的な企業価値を適正に反映する価格を求めるとしている(神田・前掲一一頁)。本件についても、効力発生日直前は上場廃止という特殊な状況であったため、一時的

な変動要因を排除するため効力発生日直前の一定期間の平均株価を採用すべきと考える。期間については、裁判所の裁量において本件の個別的要因を考慮して決定すればよい。したがって、効力発生日直前まで市場価格が下落傾向を示していた本件においては、これを請求株主に負担させる水準の価格が検討されるべきであったと考える。

岡田 昌也