慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	〔商法 五一二〕：株式買取請求における「公正な価格」：(東京高裁平成二二年七月七日決定)
Sub Title	
Author	長畑, 周史(Nagahata, Shushi) 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.4 (2011. 4) ,p.93- 110
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	判例研究
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20110428-0093

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　五一二〕　株式買取請求における「公正な価格」

東京高裁平成二二年七月七日決定
平成二二年(ラ)第五八八号株式買取価格決定に対する抗告事件、抗告棄却（許可抗告〈棄却〉・特別抗告〈取下げ・確定〉）
判例時報二〇八七号三頁、判例タイムズ一三三〇号七〇頁、金融・商事判例一三四六号一四頁、資料版商事法務三一六号一二〇頁

〔判示事項〕

一　吸収分割株式会社の株主による株式買取請求における「公正な価格」を定める基準日は、本件株式の買取請求期間の満了時であり、買取価格となるべき「公正な価格」とは、本件吸収分割の決議がなかったとしたら、本件株式が基準日に有していたであろう価格を指すものというべきである。

二　「公正な価格」を算定するについては、基準時における相手方株式の市場株価（終値）を算定の基礎にすべきである。

〔参照条文〕

会社法七八五条一項、七八六条二項

〔事実の概要〕

Y（東京放送ホールディングス）は、放送法による一般放送事業及びその他の放送事業等を営む会社等の株式等を所有することにより、当該会社等の事業活動の支援等を行うことを目的とする株式会社であり、その株式は株式会社東京証券取引所（以下では、「東京証券取引所」という）の第一部に上場されている。

X（楽天）は各種マーケティング・小売業務の遂行及びコンサルティング等を目的とする株式会社であり、Y株式

三七七七万七〇〇株を有する株主であり、X_2（個人）は、Y株式一〇〇株を有する株主である。

Yは平成一七年五月一八日開催の取締役会において株券等の保有割合が二〇％を超えるなどの大量買い付けを行おうとした者又はグループが現れた場合に、当該買い付けを行おうとした者等に対し情報提供を求め、Y内に設置する企業価値評価委員会による検討及び諮問・勧告に基づいて、投資会社（日興プリンシパル・インベストメンツ、現シティ・キャピタル・パートナーズ）にあらかじめ発行していた新株予約権を行使させるなどの買収防衛策を導入することを決議している（以下では、「第一防衛策」という）。

Xは、平成一七年八月ころから、子会社であるA（楽天SP）にY株式の取得を開始させ、AはY株式三三〇万株（約一・七％）を取得した。また、平成一七年一〇月一一日、Xの子会社であるB（楽天MI）は、市場外取引でCファンド（村上ファンド）が所有していたY株式三八四万七八〇〇株を、翌日一二日に九三三万七九〇〇株（両日で約六・九四％）を取得した。

平成一七年一〇月一三日、XはYに対し、Y株式の約一五・四六％を保有しているとして、XとYとの経営統合及び業務提携についての提案をした。同年一一月一〇日、両社は上記提案につき協議するため、「業務提携委員会」を発足させることなどを内容とする覚書を締結した。しかし、最初の協議期間とされた平成一八年三月末日までの間、業務提携等の協議をしたがまとまらず、さらに協議期間を延長するなどして業務提携等について協議したが、Yが業務提携等に慎重な姿勢をとり、協議は進展しなかった。平成一九年二月二八日、XはYに対して協議等を終了することを通知した。なお、これまでの間、Xの株券保有割合が二〇％を超えることはなかったため、第一防衛策が発動されることはなかった。

同日である、平成一九年二月二八日に開催されたYの取締役会において、Yは第一防衛策を改定し、Y株式の大規模な買い付けを行おうとした者等が現れた場合に、当該買い付けを行おうとした者に情報提供を求め、特別委員会による検討及び諮問・勧告を基に、取締役会において、当該買い付けを行おうとした者等については権利行使を認めないなどの条件を付して、Yの株主に対し取得条項権付新株予約権の無償割当てを行うなどの対応策を実施するという内容の買収防衛策（以下では、「第二防衛策」という）を導入することを決議した。

平成一九年四月一九日までに、A及びBはさらに買い増

しを続け、Y株式三七七七万七〇〇株（保有割合約一九・八六％）を取得し、同日Yに対し、株券等保有割合が二〇％を若干超える程度まで追加取得する旨を通告し、買付意向説明書を提出した。さらに、BはYの株主として、会社法三〇三条二項（株主提案権）に基づき、A代表者他一名をY取締役に選任する件等をYの株主総会の議案とすることを請求した。

平成一九年四月二七日以降、Yは、Xから情報提供を求めた上で、同年六月一四日、取締役会から特別委員会に対し、第二防衛策を発動するか否か等についての諮問を行った。これを受けて特別委員会では、Xに対する質疑とこれに対するXの回答等に基づいて検討がされた。さらに、Xは特別委員会に対し、「Yとの事業提携によるシナジー効果試算における詳細説明資料」を提出した。同月二八日、Yの株主総会で、第二防衛策の導入を承認可決する一方で、上記提案の議案については否決した。同年九月七日、Xが一〇年以内に二〇％を若干超える程度を超えてY株式を追加取得する意図はないと述べたことなどを理由に、第二防衛策を現時点においては発動しないことを勧告する旨の勧告書を提出し、同月一二日、Y取締役会において、第二防衛策を発動しないことが決議された。

平成一九年一一月二七日、XはBが保有していたY株式すべてを取得した。

平成一九年一二月二一日に放送法が改正され、平成二〇年四月一日、改正された放送法の施行とともに、認定放送持株制度が導入されることとなった。同制度は、経営の効率化、資金調達の容易化等のメリットを有する「持株会社によるグループ経営」を経営の選択肢とするために設けられたものであり、認定を受けることにより、①外資規制の直接適用、②複数地上放送事業者の子会社化を可能とするマスメディア集中排除原則の適用緩和、③認定放送持株会社への出資規制の効果が得られる。上記のうち、認定放送持株会社への出資規制とは、認定放送持株会社となった場合に、議決権の保有制限を受けることであり、特定の株主が有する株式のすべてについて議決権を有することとなる議決権の総株主に占める割合が、原則として一〇〇分の三三を超えることとなるときは、当該割合を超える部分に相当する株式は議決権を有しない株式となるというものである。

平成二〇年九月一一日、Yは取締役会において、認定放送持株会社に移行し、テレビジョン免許とその放送事業を会社分割により完全子会社D（TBSテレビ）に承継させ

ることを決議した。同年一一月五日、Y取締役会において認定放送持株会社に移行するため、Yは、吸収分割の方法により、Yがテレビ放送事業及び映像・文化事業に関して有する権利義務を、Yの完全子会社であるDに承継させることとし、Dは、YがD株式のすべてを所有しているため、本件吸収分割に際して、Yに対し、D株式、社債、新株予約権、新株予約権付社債その他の金銭等を交付しないこととした本件吸収分割を行う決議をした。

平成二〇年九月二五日、XはAが保有していたY株式すべてを取得し、三七七七万七〇〇株（一九・八六％）を保有するに至った。

平成二〇年一二月一二日、X_2が、同月一五日、Xも本件吸収分割に反対する旨を通知し、同月一六日に開催された株主総会でも、両名は本件吸収分割に反対したが、本件吸収分割は承認され、平成二一年四月一日、Yは認定放送持株会社の認定を受け、本件吸収分割を承認する旨の株主総会決議の効力が発生した。

Xらは、Yに対し、いずれも本件吸収分割の効力発生日（平成二一年四月一日）の二〇日前の日から効力発生日の前日までの間に到達した同年三月三一日付け株式買取請求書をもって、本件株式を公正な価格で買い取ることを請求した。XらはYとの間で、本件株式の価格の決定について協議したが、Yが一株当たり一二九四円での買取りを提案したのに対し、Xらは特に買取価格について主張することなく、本件吸収分割の効力発生日から三〇日以内に価格の決定について協議が整わなかった。このため、Yは平成二一年五月一日、裁判所に対し、本件株式の株式買取価格決定申立てをし、またXも、同月一四日、自己の有するY株式について株式買取価格決定申立てをした。

原審は、「吸収分割株式会社の株主による株式買取請求に係る『公正な価格』は、裁判所の裁量により、株式買取請求が確定的に効力を生ずる吸収分割の効力発生日を基準日とす」ること、「上記主旨に従い、事案に応じて吸収分割がなければ同社が有していたであろう客観的価値、又は吸収分割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」として、Yの企業価値の毀損やシナジーの発生を認めず、基準日を本件吸収分割の効力発生日（平成二一年四月一日）とし、これを前提に、偶然的要素による株価の変動を排除するため、効力発生日前一か月間の株価の終値による出来高加重平均をもって算定した価格を「公正な価格」と解すべきとし、その平均値は一二五五円であるが、Y自身がそれを若干上回

る一二九四円を提示しているため、原審における価格決定の経緯を考慮して一二九四円とした。これを不服とするXらが即時抗告したのが本件である。

〔決定要旨〕

まず「公正な価格」について、「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」と述べた上で、「本件吸収分割は、吸収分割株式会社であるYが、Yの完全子会社であるDを吸収分割承継株式会社とし、Dに対し、テレビ放送事業及び映像・文化事業に関して有する権利義務を承継させ、DからYに対してその対価を何ら交付しないというものである。このような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るとしても、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正に分配されるということは起こらない。

したがって、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。

ただし、このような形態の吸収分割であっても、これが、他の組織再編行為や組織上の行為等と連動して行われることにより、当事会社の企業価値または実質的な株主価値に影響を与え、ひいては企業価値または株主価値の毀損を生

じさせる場合もないとはいえない。本件においては、本件吸収分割は、Yの認定放送持株会社化と連動して行われているから、『公正な価格』の算定に際しては、Yの認定放送持株会社化と連動した本件吸収分割が、すなわちYの認定放送持株会社化がYの企業価値または株主価値に影響を与え、ひいてはこれらを毀損し、株式の実質的な価値に変動をもたらすものか否かを検討すべきこととなる」とした。

公正な価格を定める基準日については、「株主が適法に株式買取請求をしたときは、会社にその株式を公正な価格で買い取るべき義務が生じ、この買取請求権の行使により、会社の承諾を要することなく、法律上当然に会社と反対株主との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じる（最高裁第一小法廷昭和四八年三月一日決定・民集二七巻二号一六一頁参照）。したがって、公正な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着した時期と解するのが相当である。

また、買取請求権の行使期間が組織再編の効力発生日の前二〇日間にわたることから、同一の組織再編の決議につき、多数の反対株主が買取請求権を区々に行使した結果、個々の反対株主の買取請求権の行使時が異なる事態が想定されるが、これらの買取請求をした反対株主との価格の協議が整わずに、裁判所に対し買取価格の決定が申し立てられる場面においては、公正な価格を評価する基準時は、反対株主の平等という観点から、同一の時点とされるべきである。そして、公正な価格の基準時を買取請求権の行使時の価格とした場合には、反対株主はこれを前提として株価の変動を見込んで買取請求権の行使をするという、一種の投機的行動が可能になるが、会社法による株主と会社の利害を公平に調整する機能を有する買取請求に基づく、裁判所における『公正な価格』での買取価格の決定の場面においては、投機的行為の余地が制限される買取請求期間満了時を公正な価格を評価する基準日とするのが相当である。

したがって、本件のような吸収分割株式会社の株主による株式買取請求における『公正な価格』を定める基準日は、本件株式が買取請求期間の満了時であり、買取価格となるべき『公正な価格』とは、本件吸収分割の決議がなかったとしたら、本件株式が基準日に有していたであろう価格を指すものというべきである。」とした。

さらに具体的な検討を行った上で、「本件吸収分割は、Yの企業価値または株主価値を毀損したものとは認められ

ない」と認定した。

そして、株主総会決議がなかったとしたら、本件株式が買取請求期間満了時に有していたであろう公正な価格をどのように算定すべきかについては、「本件株式は、東京証券取引所一部上場銘柄である。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による影響を受けつつも、各企業の資産内容、財務状況、収益力及び業績見通しなどを考慮し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る。そうすると、上場株式である本件株式の公正な価格を算定する際には、株価操作を目的とする不正な手段を用いた取引がされた等通常の形態の取引以外の要因によって市場価格が影響され、それが企業の客観的価値を反映しないなどの特段の事由のない限り、市場価格を算定の基礎に用いることが相当である。

本件株式の買取価格については、……買取請求期間の満了時である平成二一年三月三一日を基準時として、『公正な価格』を算定すべきこととなり、さらに……本件株式は上場株式であるから、通常の形態における取引以外の要因によって市場価格が影響され、それが企業の客観的価値を反映しないなどの特段の事由のない限り、市場価格を算定の基礎に用いることが相当である。そして、……本件では認定放送持株会社化と連動した本件吸収分割は、Yの企業価値または株主価値を毀損したものとは認められないから、『決議がなかったとしたら、本件株式が買取請求期間満了時に有していたであろう公正な価格』は、基準時における実際の市場価格を上回るものではあり得ない。また、抗告人らにおいて、この株価形成において、通常の形態における取引以外の要因によって市場価格が影響され、それが企業の客観的価値を反映しないなどの特段の事情が存在した旨の主張、立証はされておらず、一件記録によってもこれを認めるに足りる事情は存しない。

したがって、本件における『公正な価格』を算定するについては、基準時におけるY株式の市場株価を算定の基礎にすべきである。そして、同日の東京証券取引所におけるY株式の終値は一二九四円である。そうすると、上記の市場株価である一株一二九四円をもって、本件株式の買取価格としての『公正な価格』と認めるのが相当である」とした。

〔研　究〕

結論に賛成。

一　本件は、吸収分割に反対した株主の株式買取価格の決

定を求めた事案である。本件では、X（楽天）が、Y（東京放送ホールディングス）との業務提携等を目指して多額の金銭をもってY株式を購入している点、これに対してYが買収防衛策の導入等を決議するなど、敵対的企業買収と防衛の側面があるが、本稿では会社法七八五条一項（反対株主の株式買取請求）について検討を行いたい。

本件では、①会社法七八五条一項に定める「公正な価格」の意義について、②公正な価格を定める基準日について、③本件における具体的検討及び④本件株式の「公正な価格」の算定について検討されている。②公正な価格を定める基準日と、④本件株式の「公正な価格」の算定については、原審とは異なる考え方が採用されている。本稿では、決定理由に影響を与えない認定放送持株会社化と連動した本件吸収分割がYの企業価値を毀損するかについて検討する③を除く三点について検討を加えたい。

二　まず、①会社法七八五条一項に定める「公正な価格」の意義について検討したい。合併に反対する株主の株式買取請求権は昭和二五年改正によって当時のアメリカ法を参考に導入されたものとされている（鈴木竹雄＝石井照久『改正株式会社法解説』一三二頁（日本評論社・一九五〇年）。導入経緯に言及するものとして、宍戸善一・新注会(5)二四五条ノ二注釈一、木俣由美「株式買取請求権の現代的意義と少数派株主の保護（一）」法学論叢一四一巻四号三一頁（一九九七年）、山本真知子「アメリカ法における株主の株式買取請求権と議決権の関係」法学政治学論究三六号二二一頁（一九九八年））。そして、その買取価格は、平成一七年改正前商法四〇八条ノ三第一項においては、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と規定されていた。しかし、平成一七年商法改正で同規定は、会社法七八五条一項において、単に「公正な価格」と規定されることとなった。この改正理由は、株主の中には株式会社が合併すること自体については賛成であるが、合併の結果、対価として交付される財産の割当てには不満足である者が存在することがあり得、このような株主が株式買取請求権を行使する趣旨は「合併の決議がなかったとすれば有していたはずである公正な価格」による株式の買取りではなく、合併による企業価値の増加を適切に反映した公正な価格による株式の買取りであると説明される（相澤哲＝細川充「組織再編行為〔下〕」商事法務一七五三号四六頁（二〇〇五年）、相澤哲編『一問一答　新・会社法』二二一頁（商事法務・二〇〇五年）、相澤哲＝葉玉匡美＝郡谷大輔編『論点解説　新・会社法』六八二頁（商事法務・二〇

○六年）。このような株主にシナジーの分配を可能とする為に改正されたとされているが、現行の株式買取請求権には新旧二つの基準が併存すると主張するものがある（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（上巻）』二八二頁（商事法務・二〇〇七年）、弥永真生『リーガルマインド会社法〔第一二版〕』三四四頁（有斐閣・二〇〇九年））。すなわち、合併等によって企業価値が上昇しシナジーが発生する場合は、そのシナジーを分配するための制度として機能することになり、合併等によって企業価値が従前よりも悪くなる場合には、新会社法のもとでも「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」による買取請求が可能であるという（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』七八頁（慶應義塾大学出版会・二〇〇六年））では、「①当該合併等自体に反対する者と、②当該合併自体にはシナジーが生じると考え賛成するが、当該合併等の比率に不満で当該条件での合併等に反対する者とが含まれると解し、両者は、買取価格としての『公正な価格』について、異なる価格を主張することになるはずであるという理解が妥当」と指摘しており、立法趣旨からするとシナジーが発生する場合の①の扱いについて検討を要するように思われるが、議論は為されていないようである）。

現行法では、単に「公正な価格」と規定されており、その具体的価格は裁判所によって決定されることになるが、例えば支配株主が子会社の合併を行うとしたときに、企業価値が従前よりも悪くなる（マイナスのシナジーが発生する）場合も想定される。このようなときに少数株主は反対を表明して株式買取請求権を行使することになるが、このような場合には株式買取請求権を行使する少数株主に将来のマイナスのシナジーを負担させるべきでないことは言うまでもない。このため、従前通りの基準である「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」での買取を認めるべきである。このような意味で平成一七年改正前商法を意識すれば二重の基準があると考えることができるが、株式買取請求権の性質上、決議がなかったとすれば有していたであろう公正な価格以下での買取はあり得ないというだけであるとも考えられる。

また、平成一七年商法改正後の裁判例では、シナジーの分配を認めることに言及するものが多い（東京地決平成二一年三月三一日、金融・商事判例一三一五号二六頁（日興コーディアルグループ事件①事件、②事件）、東京地決平

成二一年四月一七日、金融・商事判例一三二〇号四一頁（協和発酵キリン事件①事件・吸収合併の事案）、東京地決平成二一年五月一三日、金融・商事判例一三二〇号四一頁（協和発酵キリン事件②事件・吸収合併の事案）、神戸地決平成二一年三月一六日、金融・商事判例一三二〇号五九頁（三共生興事件・吸収合併の事案）、東京地決平成二二年三月三一日、金融・商事判例一三四四号三六頁（テクモ事件・株式移転の事案）がある）。

本件決定においても、「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、法は価格決定を反対株主の買取請求権制度の趣旨を踏まえた裁判所の合理的な裁量に委ねているものと解される」として、「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」として、前述の解釈に整合的である。

そして、本件では、Yの完全子会社であるDを吸収分割承継会社とし、Dに対し、テレビ放送事業及び映像・文化事業に関して有する権利義務を承継させ、DからYに対してその対価を何ら交付しないというものであるから、株主価値の毀損やシナジーは生じないとして、当該決議がなかったとしたら有していたであろう価格を基礎として算定することとなると判断している。Xが主張する支配権プレミアムの加算については、当事者間の合意でなされることがあるものであり一般化はできないこと、特定の投資家が発行会社、ひいては一般株主の負担において回収することを許容すべきものとは解されないと述べている。

本論点については、現行法の解釈上いわゆる二つの基準が存在することに異論はなく、本件組織変更が対価を伴わない内部的な組織変更である点を捉えるとシナジーが発生する事案とは考えられない（鳥山恭一「本件判批」金融・商事判例一三五八号一六頁（二〇一一年）では、本件がシナジー適正分配の事案でなく、本件吸収分割による企業価値毀損もなかったと認定されていることから、本件吸収分割がなかったと「仮定」する必要はそもそもなかったと考えられると指摘していて、その際には基準日の市場価格でよいと考えているようであり、実際本件でもそのようにされていると主張する）。

三　次に、②公正な価格を定める基準日について検討したい。基準日については、明文規定がないため、考えられ得るものを順番に挙げていくと、(a)企業再編計画発表時、(b)企業再編の承認決議時、(c)買取請求権行使時、(d)買取請求期間満了時（田中亘「『公正な価格』とは何か」法学教室三五〇号六五頁（二〇〇九年））、(e)企業再編の効力発生時、(f)買取の効力発生時（前掲相澤哲＝葉玉匡美＝郡谷大輔編六八二頁）があろう（前掲藤田二九三頁で例示される、(a)、(b)、(c)、(e)に本研究で見つかったものを加えた）。

平成一七年商法改正前において裁判例では、「ナカリセバ」価格であったことを意識して、(b)組織再編行為の承認決議日（東京地決昭和六〇年一一月二一日、判例時報一一七四号一四四頁（「ナカリセバ」価格の算定方法としては合併発表前六か月間の市場価格の終値の平均としている））、又は(c)株式買取請求権行使時（東京地決昭和五八年二月一〇日、判例時報一〇六八号一一〇頁（「ナカリセバ」価格の算定方法としては①合併発表前六か月、②同三か月間の平均価格、③同一か月間の平均価格、④一割無償増資前六か月間の平均価格の合計額の単純平均値としている））としつつ、合併公表前の数か月間の株価平均値を採用するものがあった。

学説としては、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」とは、決議のみを問題とするのではなく、合併が問題とならなかったならば、その株式が有すべきであった公正な価格というべきであるから、実際には合併等の公表前の株価（つまり(a)以前）が基準になるというものがある（宍戸善一・新注会(5)二四五条ノ二注釈一四）。しかし、このように解すると、合併等公表前株価が下支えとなって、公表時から買取請求までの間、株主は株価下落のリスクを負担せずに株価上昇の恩恵にあずかれることが可能になるとも指摘されていた（前掲宍戸・新注会(5)二四五条ノ二注釈一四）。この問題点から、(c)買取請求時点の株価で評価することを原則とするという主張もあった（関俊彦『株式評価論』二六一頁（商事法務研究会・一九八三年））。

平成一七年商法改正における法制審議会会社法（現代化関係）部会第二七回会議議事録（同議事録は、平成二三年五月九日現在、法務省ウェブサイト（http://www.moj.go.jp/shingi1/shingi_040721-1.html）より閲覧可能となっている）では、株式買取請求権の基準日について議論があり、(c)買取請求権行使時、(e)企業再編の効力発生時（合併効力発生時）、(f)買取の効力発生時という意見があり、実務的には非常に問題になるという指摘も為されているが、解釈

に委ねられるべきこと、基準時の意味が多義的であることなどから規定を作るのは難しいという議論がなされている。

このような事情から、平成一七年商法改正においても、基準時について明文規定は設けられず、平成一七年商法改正後の裁判例では、主に、(c)買取請求権行使時とするもの（神戸地決平成二一年三月一六日、金融・商事判例一三二〇号五九頁（三共生興事件・吸収合併の事案）（「公正な価格（シナジー分配の事案）」の算定方法は、基準日の市場価格の終値とした）、東京高決平成二一年七月一七日、金融・商事判例一三四一号三一頁（ノジマ事件・吸収合併の事案）（「公正な価格」の算定方法は、基準日の市場価格の終値とした。当該事案は、合併公表後に株式を取得した事案なので、「ナカリセバ」価格を採用しづらく、シナジー分配の事案かは不明確である））と、(e)組織再編行為の効力発生日とするもの（東京地決平成二一年四月一七日、金融・商事判例一三二〇号四一頁（協和発酵キリン事件①事件）（「公正な価格（シナジー分配の事案）」の算定方法は、株式交換の効力発生日前一か月間の株価の終値による出来高加重平均値とした）、東京地決平成二一年五月一三日、金融・商事判例一三二〇号四一頁（協和発酵キリン事件②事件）（「公正な価格（シナジー分配の事案）」の算定方法は、株式交換の効力発生日前一か月間の株価の終値による出来高加重平均値とした）、東京地決平成二二年三月三一日、金融・商事判例一三四四号三六頁（テクモ事件・株式移転の事案）（「公正な価格（『ナカリセバ』価格の事案）」の算定方法は、株式移転公表前の一か月間の株価の終値による出来高加重平均値とした））に分かれていた（その他、(f)買取の効力発生日の直近の最終取引日を基準とするものとして、大阪地決平成二〇年一一月一三日、金融・商事判例一三三九号五六頁（あおみ建設事件））。

この点、学説は、従来の「ナカリセバ」価格の基準日については、旧規定による「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」による救済が原則として企業再編自体に反対の株主に従前の利益を保障するという趣旨だとすれば、そのような企業再編が決定された時点（承認決議時）と考え、これに補正を加えるべきとしつつ、公正な企業再編対価の評価の基準時（シナジー適正分配価格の算定基準時）には、公正な再編比率によって再編後も存続会社・新設会社株主として投資を続けていたことを前提に算定することになるので、理論的には必ずしも承認決議時点を基準とする必要性はない。株主に不当に投機の機会を与えることにならないかという政策的な観点から考えるべきであると述

べ、仮に基準日を合併承認時とすると、事実上、決議以降には株価の下落リスクを負うことなく上昇の利益だけを享受でき、株主に不当な投機の機会を与える程度が非常に高くなり、ひいては企業再編決議に反対する誘引が強くなりすぎるとして、(c)買取請求権行使時か、(e)企業再編の効力発生時を示唆する（この点、仮に株式買取請求時あるいは企業再編の効力発生時としても、少なくとも「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」は保障されることを指摘する。詳しくは、前掲藤田二九三～二九五頁及び同脚注（74）参照）。

この考え方に対して、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」の趣旨は、上記の通りであるが、ここでいう「公正な価格」とは、組織再編がなかったとすればいつの時点で当該株式が有していたであろう価格を意味するのかという点は解釈問題であって、必ずしも組織再編の承認決議時に有していたであろう価格だと解する必要はないから、組織再編がなかったとすれば、買取請求期間の満了時に、あるいは組織再編の効力発生日に有していたであろう価格を意味するという解釈も十分に成り立ち、さらに反対株主の投機の弊害を生じさせる必要はないから、算定基準時は統一する方が望ましいと述べる（前掲田中六八頁）。

本件では、この「ナカリセバ」価格が問題となってくるところ、原審では、(e)吸収分割の効力発生日とし、本決定では、(d)買取請求期間の満了時とした。

理論的には、決定理由が説明するように、「株主が株式買取請求をしたときは、会社にその株式を公正な価格で買い取るべき義務が生じ、この買取請求権の行使により、会社の承諾を要することなく、法律上当然に会社と反対株主との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じる（最高裁第一小法廷昭和四八年三月一日決定・民集二七巻二号一六一頁）」から買取請求権行使時とするべきであるが、このように解すると反対株主間でもその行使時期によって基準日が異なることになるから、本件決定では反対株主の平等と前述した反対株主の投機的行動を抑制できる買取請求期間満了時とした（本件決定は、前掲田中六五頁の考え方を採用したものと思われる）。

公正な価格を定める基準日を買取請求期間満了時以後にすれば、反対株主の投機的行動は不可能となり、且つ、株式買取請求権の法律効果が発生する時期になるべく近い買取請求期間の満了時とする点は合理的で賛成できる。これに対して、買取請求権の行使日を基準日にして個別に認定されるべきであると主張する意見もある。すなわち、平等

は前提条件の同一を前提にする観念であり……株主が有する株式は買取請求権の行使により個別に買い取られる以上、買取請求権の行使日を異にすれば買取価格に相応の差異を設けることがむしろ平等の観念に合致すると述べる（前掲鳥山「本件判批」一七頁、同「株式買取請求における『公正な価格』の基準時」法学セミナー六七一号一三三頁（二〇一〇年））。

また、本件最高裁決定（最決平成二三年四月一九日、平成二三年五月二〇日現在、裁判所ウェブサイト（http://www.courts.go.jp/hanrei/pdf/20110421110211.pdf）より閲覧可能となっている）では、買取請求権行使時を基準日としている。その理由として、仮に、反対株主が株式買取請求をした日より後の日を基準として「公正な価格」を定めるものとすると、反対株主は、自らの意思で株式買取請求を撤回することができないにもかかわらず、株式買取請求後に生ずる市場の一般的な価格変動要因による市場株価への影響等当該吸収合併等以外の要因による株価の変動によるリスクを負担することになり、相当でないし、買取請求権行使よりも前を基準日とすると前述したような投機の弊害が生じるためとしている。

本件最高裁決定は、買取請求権を行使する株主利益の保護に配慮した結果であるように思われる。確かに、株式買取請求期間の早い段階で買取請求を行使した者は、買取価格の予想が付きにくい。しかし、本件決定で指摘があるように、株価操作を目的とする不正な手段を用いた取引がされた等通常の形態の取引以外の要因によって市場価格が影響され、それが企業の客観的価値を反映しないなどの特段の事由のない限り、ナカリセバ価格は市場価格を下回ることはないはずであるから、これらの認定を厳格に行っていれば、買取請求期間満了時を基準時としてもナカリセバ価格は保障されるように思われる。また、株価の動揺が見られる場合には後述するような平均値をとることでの対応も不可能ではない。このように考えると、前述のような理由を重視して、株式買取請求をした株主は買取請求期間満了時を基準時として一律に処理したほうが合理的であると考えることもできるのではないかと思われる。

またこれとは別に、本件最高裁決定の那須裁判官の意見においては、公正な価格を定める基準日を何時にするかは裁判所の裁量に委ねられており、ただ基準日の採用につき裁量権逸脱等の違法が認められるときに限って、原審の判断を覆せば足りると解すべきという考え方も示されている。

このように基準時については様々な考え方があるが、私

見としては、原則的に株式買取請求権行使時とすべきであるが、本件最高裁決定のように買取請求行使時期によって各株主の買取価格が異なる取り扱いをすることは、買取価格の算定において市場価格を基礎とすることを重視しすぎた考え方であるように思われる。理論的には、基準日が設定された上で、その時の公正な価格を買取価格とすべきと考えるべきではないだろうか（そして市場価格のある時には、それが参照され、もし、基準日の市場価格が適切な価値を反映していないと認定されれば補正が行われる）（また「ナカリセバ」価格の場合は、すでにどちらの考え方に立っても平成一七年改正前商法の「ナカリセバ」価格の解釈と同一ではないが、平成一七年改正前商法の「ナカリセバ」価格は各株主間で異ならないことを想定している点も考慮すべきであろう）。このため、反対株主の投機的行動を不可能としつつ、反対株主の株式買取価格を一律に処理できる買取請求期間満了時とする本件決定に賛成する。

四　最後に④本件株式の「公正な価格」の算定について検討したい。本件決定では、本件株式が東京証券取引所一部上場銘柄である点に着目して、上場株式については、株価操作を目的とする不正な手段を用いた取引がされた等通常の形態の取引以外の要因によって市場価格が影響され、それが企業の客観的価値を反映しないなどの特段の事由のない限り、市場価格を算定の基礎に用いることが相当とした上で、本件ではそのような主張、立証はなく、記録からもこれを認められないとして、本件における「公正な価格」を算定するについては、基準時におけるY株式の市場株価を算定の基礎にすべきであるとした。そして、同日の東京証券取引所におけるY株式は一二九四円であるから、これを本件株式の「公正な価格」としている。

　これに対して原審では、市場株価は、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り、これを排除するため、基準日に近接する一か月の市場株価の平均値をもって公正な価格を算定するのが相当としている。本件決定が、このような株価の補正を採用しなかった理由として、決定理由では、「基準日の市場株価が通常の形態における取引以外の要因によって影響され、企業の客観的価値を反映しないという事情が見当たらない場合には、原則として、株価を補正する必要はない」と述べる。

　さらに原審では、この一か月平均値が一二五五円だったが、Yがそれを若干上回る一二九四円を提示していたため、これを考慮して「公正な価格」を一二九四円とした。これに対して本件決定は、「『本件における価格決定の経緯』を

考慮要素としてYの買取提示額を採用することは株式買取価格決定申立て事件の性質が非訟であり、価格決定が裁判所の裁量的判断であることを前提としても、なお説明が困難」と批判する。

まず、本件決定が基準日の終値だけを採用したことについては疑問が残る。確かに、株価の補正には、明文規定がないため、一か月から六か月など、どの時点が適切なのか曖昧である。しかし、株価操縦などの外的要因がなくても、株価は投資家の思惑などにより随時変動し、本件のように、その買取請求がなされる株式数が莫大になる場合には、そうした小刻みな変動も当事者にとっては大きな金額となる。このため、一か月という期間が適切かはさておき、「ナカリセバ」価格の算定においては、合併公表前数か月の平均値を採用するような株価の補正がなされることが望ましい（ただし、公表後に株式を取得して株式買取請求権を行使する場合には、公表前の株価を算定に入れるべきではないだろう）。特に、これまでの裁判例を概観すると、平成一七年改正前後を通して、「ナカリセバ」価格の算定においては、合併公表前数か月の市場価格の終値の平均値を採用している点に注目すべきである（前述の平均値を採用する各裁判例を参照）。ただし、このような考え方に対しては、次のような批判がある。第一に、もし市場価格の変動が一時的な要因によるものではなく、会社の企業価値に関する新たな情報を反映したものだとすれば、変動以前の（新たな情報を反映しない）時期の市場価格の平均をとることはかえって不正確な処理となる（前掲田中六七頁脚注（30））。「ナカリセバ」価格を算定するときに組織再編の思惑は価格算定から除外されるべきであるが、それとは別に、企業価値によって株価が変動する部分については、基準日までのものを反映すべきという趣旨と思われる）。第二に、一定期間の市場価格の平均をとるという裁判実務が定着した場合、反対株主は買取請求期間の末日に現在の時価と当該平均株価とを比較して買取請求するかどうか決めることができるというオプションを得ることになり、株主が組織再編に反対する誘引は過剰になるから、基準時の市場価格が株式の客観的価値を反映していないという具体的な根拠が示されない限り、基準時の市場価格そのものを用いるほうが望ましい（前掲田中六七頁脚注（30））。第三に、「ナカリセバ」価格については、互いに独立の会社があえて自社の企業価値を毀損するような組織再編を行うことは、原則としてないから、「ナカリセバ」価格は基準時において実際の株式の市場価格を上回ることないと解するべき（この

ため、市場価格を基準とすればよい）という主張である（前掲田中七〇頁。同七〇頁では、組織再編の計画公表後に株式の市場価格が大きく下落したという事情は、そうした「特段の事情」を認める一つの徴候になるとして、そのような場合を例外と考えるようである）。本件決定では、二番目と三番目の理由に言及しており、この主張を取り入れたものと思われる。この主張は株式買取請求権を行使した株主を一律に扱える点や、株価の算定について裁判所の裁量の幅を狭くでき事案によったばらつきを小さくできる点で魅力がある。

これに対して、原審の考えるように株式買取請求をする者には影響が重大だから、平均をとることが望ましいという考え方もある。そして、その期間は裁判所が合理的に当該事案の値動きを参照して決めればよいが、概ね一～六か月前の平均をとることとすると（この点、値動きに影響を与えた事象との因果関係を立証できない場合や、大きな値動きがなかった場合に、何か月間の平均値を採用するか決定するための考慮要素が不明確であるという問題もあろう）、買取価格の予想が付くこととなり、株主はとりあえず合併に反対しておき買取請求権を確保して、行使日まで待って当日の市場価格の方が高ければ、市場で売却することが可能となり、合併等に反対する誘引が強くなりすぎる。このため株価の動揺や、株価操作を目的とする不正な手段を用いた取引がされたなどの通常の形態の取引以外の要因によって市場価格が影響され、それが企業の客観的価値を反映しないなどの特段の事由のないことが厳格に審査された上であれば「ナカリセバ価格」は基準時の市場価格を上回ることがないと考えられる、基準時の価格を採用する方が全体への弊害が少ないように思われるので、本件決定に賛成する（また、本件では問題とならないが、この考え方を採用すると、前掲田中六八頁が主張するようにシナジーが発生する場合と基準時を統一できるというメリットもある）。

なお、本件最高裁決定も、株式買取請求がされた日の「ナカリセバ」価格を算定するに当たって参照すべき市場株価として、同日における市場株価や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も、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しつつ、他にこの市場株価をもって同日の「ナカリセバ」価格を算定することが相当でないことをうかがわせる事情はないとして、株価の補正は行っていない。

本研究では上記のような結果となったが、結局、②公正な価格を定める基準時は、平成一七年改正前商法の「ナカ

リセバ」の趣旨を尊重するか、そのような解釈を変更した上で、売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じる時期と整合的で、反対株主の投機の弊害も抑制でき、株主買取請求権行使後の株主利益にも配慮できる点を重視するか、そのように考えた上で折衷的に株主を一律処理できる点を重視するかという問題であるように思われる。また、④株式の「公正な価格」の算定についても、企業の客観的価値を反映しないなどの特段の事由のない限り、基準時の市場価格を算定に用いる方法が、現在のところ客観性と合理性が高いというだけであり、今後、利害関係者の利益衡量について、議論をより深めることが必要であると考える。

付記

脚注で取り上げたものの他、本件を評釈、紹介するものとして、大塚和成・銀行法務21・七二三号五五頁（二〇一〇年）、高橋真弓・法学教室三六六号別冊付録判例セレクト二〇一〇〔Ⅱ〕一六頁（二〇一一年）がある。また、脱稿後、岡田昌浩・ジュリスト一四二〇号一四二頁（二〇一一）に接した。

長畑　周史