

判例評釈

株式移転に反対する株主がした株式買取請求

東京高裁平成25年 2月28日決定

(平成24年(ラ)第493号, 株式買取価格決定に対する抗告事件)

(判タ1393号239頁)

小 西 みも恵

一 事案の概要

C社は平成20年8月29日にA社に対して1株につき対価を920円とする友好的公開買付の条件案を提出したが、A社は9月4日にC社の提案を拒絶しB社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。A社とB社は、11月18日、各取締役会において平成21年1月26日開催予定の両社の臨時株主総会により株式移転を行って共同持株会社であるD社を設立すること(以下、「本件株式移転」という)を承認し、本件株式移転に関する株式移転計画書を作成し、両社の経営統合に関する統合契約を締結し、市場取引終了後その旨を公表した。株式移転比率については、B社の普通株式1株に対してD社の普通株式1株を、A社の普通株式1株に対してD社の普通株式0.9株をそれぞれ割り当てることとした。A社は平成21年1月26日の臨時株主総会(以下、「本件株主総会」という)において本件株式移転を承認する旨の決議をし、A社株式は3月26日に上場廃止となり、本件株式移転は4月1日にその効力を生じた。

申立人Xは、A社の普通株式389万700株(以下、「本件株式」という)を保有していたところ、1月22日に本件株主総会に先立ってA社に対し本件株式移転に反対する旨を通知し、さらに、本件株主総会において本件株式移転に反対した。そして、Xは2月12日にA社に対し会社法806条1項に基づいて本件株式を公正な価格で買い取ることを請求した。XとA社との間で本件株式の買取価格について協議したが調わなかったので、Xは会社法807条2

項に基づいて本件株式の買取価格の決定を申し立てた。なお、原々決定後、B社がA社を吸収合併し、商号をY社と変更したうえでA社の権利・義務を承継した。

申立人Xは、本件株式移転によりマイナスのシナジーが生じており、組織再編行為がなければ得られたであろう価格をもって買取価格を算定すべきであるとした。そして、当該価格の算出の基礎として、組織再編計画公表前の市場価格に求めることが最も合理的であるが、市場価格というのは投機性を有する市場で形成される点を考慮し、公表前の一定の長期間（本件の場合6ヶ月）の市場価格の平均値を用いるのが妥当であるとし、その結果、平成20年11月18日以前の6ヶ月間の終値の平均値である1株当たり878円とすべきであるとした。もっとも、本件においては、A社はC社から買付価格を920円とする公開買付の提案を受けており、「公正な価格」を1株当たり920円とするのが相当であると主張した。

これに対し、A社は、本件株式移転によりプラスのシナジーが生じており、本件株式の「公正な価格」は本件株式移転による企業価値の増加を適切に反映した公正な価格であるシナジー反映価格とすべきであるとし、本件における株式移転比率は適正にシナジーを分配したものであるから、それを前提として公正な価格を算定すべきであるとした。そして、算定基準日は本件株式移転の効力発生日である平成21年4月1日とすべきであり、市場の投機性、一般的な要因等が株価に与える影響を排除するため、一定期間の相手方の終値の平均値をもって算定すべきであるとし、本件の場合、上場廃止前で同日に最も近接した3月26日より前1ヶ月のA社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。

東京地裁平成22年3月31日決定は、次のように判示した。まず、会社法806条1項の趣旨について述べている。「会社法806条1項は、株式移転に反対する株式移転完全子会社の株主は、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。これは、株式移転完全子会社の株主は、株式移転によりその所有する株式を取得されて株式移転完全親会社の株式を交付される立場にあり、株式移転自体により株

株式移転に反対する株主がした株式買取請求 東京高裁平成25年2月28日決定

株式移転完全子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ないこともあり得ることから、株式移転に反対する株主に、株式移転完全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。

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806条1項が買取価格の判断基準について特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48年3月1日決定・民集27巻2号161頁参照）。

したがって、株式移転完全子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に効力を生ずる（会社法806条7項参照）株式移転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、株式移転がなければ同社株式が有していたであろう客観的価値、又は、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。」

次に、本件株式買取価格の判断基準について述べている。「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、本件株式移転より前にA社とB社との間に資本関係はなく、一般に公正と認められる手続によって本件株式移転の効力が発生したといえるとしたうえで、本件株式移転によってA社の企業価値又はその株主としての価値が毀損されたか否かを検討している。

「A社株式の株価は、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、A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、本件株式移転の公表の翌日からB社が投資有価証券について損失を公表した平成21年1月10日より前の分を見ても、日経平均が上昇しているのに対し、A社株式は13%も値下がりしていること、同日のB社の公表以前に本件株式移転以外にA社株価が下落すべき要因が見当たらないということができ、これらは、本件株式移転によって、A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。

以上からすれば、本件株式移転により、A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と認めるのが相当である」とした。

そして、本件株式移転の効力発生日を基準として、本件株式移転がなければA社株式が有していたであろう客観的価値を基礎として、「公正な価格」を算定する場合に、どの期間又は時点の市場価格を参照するのが相当であるかを検討している。

「本件株式移転の公表は平成20年11月18日であり、A社株式の上場廃止は平成21年3月26日、本件株式移転の効力発生日は同年4月1日であるから、本件株式移転がなければA社株式が有していた客観的価値の算定に当たっては、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、本件株式移転の公表の前日までの市場価

株式移転に反対する株主がした株式買取請求 東京高裁平成25年2月28日決定
格を参照するのが相当である。

他方、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」とみてよいものと解される。

本件株式移転の内容が公表された平成20年11月18日より前の1か月間の市場価格の出来高加重平均値を計算すると、…1株につき747円となる。

そうすると、…本件株式の「公正な価格」を算定するに当たり、他に考慮すべき特段の事情はないから、本件株式の「公正な価格」は、1株あたり747円とするのが相当である」とした。

両者共に抗告したところ、東京高裁平成23年3月1日決定は、「本件における公正な価格は、本件株式移転の効力発生日を基準として、本件経営統合によるシナジーを適切に反映したA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ころ、…本件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いえる」として、本件株式の買取価格は1株につき747円と定めるのが相当であるとした。

最高裁平成24年2月29日決定は、次のように判示し、破棄差し戻した。

「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みるのが相当である。」

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と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から、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。」

東京高裁平成25年2月28日決定は、次のように判示して、差戻前高裁決定を変更した。

二 決定要旨

本件株式移転によって、A社の企業価値の増加が生じたものと認められるところ、このような場合には、Xの株式買取請求に係る「公正な価格」は、「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

株式移転に反対する株主がした株式買取請求 東京高裁平成25年2月28日決定
においてその株式が有していると認められる価格」をいうものと解すべきこと、本件株式移転比率は公正なものであると認められ、本件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うえで形成されたものと認めることができること、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ことは、いずれも本件許可抗告審決定に示されたとおりである。

そして、…Xが本件株式の買取請求をした日である平成21年2月12日において、A社の市場株価は1株につき691円であったことが認められる。

…A社の株価は、平成21年2月4日から10日にかけて、B社の業績予想の修正により一時的に大きな変動が見られたが、それ以外には、平成21年2月12日の前後約1か月間に特徴的な値動きは見られなかったものであり、平成21年2月12日の市場株価（終値）は、上記の各損失発表、株主総会決議、業績予想の修正など、当日までに反映されるべき諸事情を十分に織り込んでいたものといえることができ、同日の株価が何らかの偶発的要素の影響を受けていたものと認めることはできない。

したがって本件において、「公正な価格」は、申立人が買取請求を行った平成21年2月12日のA社の市場株価によることが相当である。

三 検 討

1 「公正な価格」の意義

株式移転が行われる場合、当該株式移転に反対する株主（反対株主）は、株式移転完全子会社に対して、自己の有する株式を「公正な価格」で買い取るよう請求することができる（会806条1項）。

「公正な価格」とは、①組織再編をしなければ株式が有したであろう価格、いわゆる「ナカリセバ価格」、または、②組織再編によって生じるシナジーを適正に反映した価格、いわゆる「シナジー分配価格」をいうものと解されてきたところ¹、どのような場合に「ナカリセバ価格」または「シナジー分

配価格」を適用すべきかという点については様々な見解が存する²。

最高裁は、これまで、楽天対TBS事件（最決平23・4・19民集63巻3号1311頁）およびインテリジェンス事件（最決平23・4・26金判1375号28頁）において、「公正な価格」の意義およびその算定方法について判示している。前者は組織再編により企業価値の増加も毀損も生じない場合、後者は組織再編により企業価値が毀損された場合の事案であり、これらの場合、「公正な価格」は、原則として、株式買取請求がされた日における組織再編を承認する旨の株主総会の決議がされることがなければその株式が有していたであろう価格、いわゆる「ナカリセバ価格」をいうとした³。

本件地裁決定は、「公正な価格」は、株式移転が一般に公正と認められる手続によって当事会社にとって公正に行われたと推認できる場合は「シナジー分配価格」を基礎として算定し、株式移転により企業価値または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などの特段の事情がある場合には、「ナカリセバ価格」を基礎として算定するのが相当であるとした⁴。一方、本件最高裁決定は、シナジー効果その他の企業価値の増加が生じる場合における株式買取請求の「公正な価格」の意

¹ 江頭憲治郎『株式会社法 第5版』（有斐閣、2014年）866頁、藤田友敬「新会社法における株式買取請求制度」『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論 上巻』（商事法務、2007年）283頁、田中亘「組織再編と対価柔軟化」『法教』304号（2006年1月）80頁。

なお、株式買取請求権制度は、第一義的には①「部分解散」による株主の退出の機会を保障するものであり、第二義的には、これに加えて、②資本多数決に基づいて忠実義務違反の組織再編行為がなされたことによって反対株主が被った「損害」の填補を一定の範囲で認める趣旨をも有する、と解すべきであるとする見解がある（神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」『商事』1879号（2009年10月）5頁）。

² 柳明昌「判批」『私法判例リマックス』46号（2013年）96頁。なお、「ナカリセバ価格」の適用が問題となる場合について詳細に検討するものとして、石綿学「判批」『商事』1967号（2012年6月）18頁。

³ 企業価値の毀損もシナジーの発生も認められない場合には、「公正な価格」を算定するためにその組織再編行為がなかったと仮定する必要はなく、シナジーの分配も考えられない以上、単純に基準日における株式の客観的価値を「公正な価格」にすれば足りるとする見解がある（鳥山恭一「株式の買取請求と強制取得における「公正な価格」」山本爲三郎編『企業法の法理』（慶應義塾大学出版会、2012年）91頁）。

株式移転に反対する株主がした株式買取請求 東京高裁平成25年2月28日決定
義についての最高裁の初めての判断であり、企業価値の増加が生じる場合、「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とした。学説上、組織再編によるシナジー効果などにより企業価値の増加が生ずる場合の「公正な価格」は、その増加分を適正に分配した「シナジー分配価格」であるとする見解が有力であり、「公正な価格」の意義についての本件最高裁の立場は学説上の「シナジー分配価格」と同じであるとされる⁵。

以上の3つの最高裁決定により、「公正な価格」は、組織再編により企業価値の増加が生じない場合には「ナカリセバ価格」、企業価値の増加が生じる場合には「シナジー分配価格」を基礎として算定されることが明らかにされた。

2 「公正な価格」の算定の基準日

「公正な価格」の算定の基準日については、学説上および裁判上、①組織再編計画の公表日、②組織再編の承認決議日、③株式買取請求権の行使日、④株式買取請求期間の満了日、⑤組織再編の効力発生日とする説に分かれていた⁶。

楽天対TBS事件最高裁決定およびインテリジェンス事件最高裁決定は、組織再編により企業価値の増加が生じない場合について、「公正な価格」は、株式買取請求権の行使日(③)を基準日として算定するとした。

本件地裁決定および差戻前高裁決定は株式移転の効力発生日(⑤)を基準日としたのに対し、最高裁決定は株式買取請求権の行使日(③)を基準日とした⁷。その理由として、最高裁は、楽天対TBS事件最高裁決定を引用し、株式買取請求権の行使日に反対株主と株式移転完全会社との間に売買契約

⁴ 本件地裁決定に対し、組織再編行為により当事会社の株主価値が毀損された場合およびシナジーの分配が適正でない場合には、「シナジー分配価格」によるべきであるとする見解がある(江頭憲治郎「判批」『金判』1353号(2010年11月)5頁)。

⁵ 伊藤靖史「判批」『判時』2166号(2013年1月)175頁。

⁶ 北村雅史「判批」『商事』1941号(2011年9月)8頁、藤田友敬、前掲(注1)292頁。

が成立したのと同様の法律関係が生ずること、また、株主が会社から退出する意思を明示した時点であることを挙げている。これらの最高裁決定により、「公正な価格」の算定の基準日は、組織再編による企業価値の増加の有無にかかわらず、株式買取請求権の行使日であることが明らかにされた⁸。

3 「公正な価格」の算定方法

本件地裁決定は、株式移転によりA社の企業価値が毀損されたとして⁹、「ナカリセバ価格」を基礎として「公正な価格」を算定すべきであるとした。そして、できる限り本件株式移転の効力発生日に近接し、かつ、本件株式移転の公表の前日までの市場価格を参照するのが相当であり、投資家による投機的思惑など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として、通常は株式移転公表前の1ヶ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が「公正な価格」であるとした¹⁰。なお、裁判所は、株

⁷ 株式買取請求権の行使日は株式移転の効力発生日よりも前であるが、最高裁決定は、株式買取請求権が行使された日における「その株式が有していると認められる価格」は、既に、今後の株式移転とそれによる企業価値の変動等を前提として形成されるべきものであることを前提としているとする見解がある（柴田義明「判批」『ジュリスト』1455号（2013年6月）98頁）。

⁸ 「公正な価格」の算定の基準日を株式買取請求権の行使日とした場合、株主ごとにも買取価格が異なることになるため（柳明昌、前掲（注2）97頁）、すべての反対株主について買取価格を一律にするために、株式買取請求期間の満了日（④）を基準日とする方が望ましいとする見解がある（田中亘「事例②⑩」伊藤靖史他『事例で考える会社法』（有斐閣、2011年）404頁）。これに対し、反対株主が株式買取請求権を行使する場合には、株主と会社の間で買取価格の決定につき協議が調えば買取価格は個別に定められることになり、そこでは株式買取請求権を行使した株主の間で買取価格を同一の金額にすることは本来予定されていないとされる（鳥山恭一「判批」『金判』1358号（2011年2月）17頁）。

⁹ 地裁決定が本件株式移転によりA社の企業価値が毀損されたと判断したことについて疑問であるとするものとして、江頭憲治郎、前掲（注4）6頁、太田洋「判批」『商事』1908号（2010年9月）47頁。後者によれば、本件株式移転条件の公表後にA社の株価が下落したことは、当該条件が市場の予想よりも相対的にA社の株主に不利であったことを意味するにすぎず、本件株式移転自体がA社の企業価値を毀損することを意味するものではないとする。

株式移転に反対する株主がした株式買取請求 東京高裁平成25年2月28日決定

価参照期間の末日を株式移転の公表日としたが、株式移転の公表より前に当該組織再編に関する協議の開始が公表されていた。この点について、裁判所は協議開始の公表によって株式市場が経営統合を確実なものとして捉えてそれを前提とした株価が形成され始めたとは認められないとして、株価参照期間の末日を協議開始の公表日まで前倒しにすることはしなかった。

本件差戻前高裁決定は、株式移転比率が不公正であるとして、「ナカリセバ価格」を基礎として「公正な価格」を算定すべきであるとした¹¹。

本件最高裁決定は、企業価値の増加の有無について具体的に判断していないため、増加の有無についての判断基準が明らかではないが¹²、企業価値の増加が生じたことを前提として、株式移転比率の公正性について判断していると思われる。最高裁が株式移転比率の公正性に着目したのは、株式移転によって増加する企業価値は、株式移転比率に応じて株主に分配されるものであるからであるとされる¹³。

株式移転比率が公正であるかという点について、最高裁決定は、原則として、株主および取締役の判断を尊重すべきであるとした。最高裁は、その理由として、本件のように相互に特別の資本関係がない会社間の組織再編の場合には、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計画を作成することが期待でき、株主は、株式移転完全子会社の株主としての自らの利益がどのように変化するかなどを考慮した上で、株式移転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移転に賛成するといえるからであるとしている。このような考え方は、学説上も裁判上も主張されていた¹⁴。ここで、最高裁は、第三者機関による株式評価の要否について言及していない。本件においては、両当事者が別個の第

¹⁰ 「公正な価格」の算定の基準日と株価参照期間に相当の間隔がある場合、買取価格を（下方）調整すべきではないかとする見解がある（江頭憲治郎，前掲（注4）7頁）。

¹¹ 差戻前高裁決定は企業価値の増加の有無を明確に述べていない。

¹² 企業価値の増加の有無を判断するに際し、企業再編の当事者が独立当事者関係にあれば、原則として、企業再編当事者の株主および取締役の判断を尊重するのが望ましいとする見解がある（石綿学「判批」『商事』1968号（2012年6月）16頁）。

¹³ 飯田秀総「判批」『法教』390号 別冊付録（2013年3月）18頁。

¹⁴ 藤田友敬，前掲（注1）290頁，田中亘，前掲（注8）392頁。

三者機関に算定を依頼しているが、最高裁がこの点を考慮したか否かは明らかではない。取締役の判断を尊重する根拠の1つとして、第三者機関による株式評価を挙げることが、今後の実務への指針となり得たと考えられる。最高裁は、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、株主および取締役の判断を尊重し、株式移転比率は公正なものとするのが相当であるとする¹⁵。ただし、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る特段の事情がある場合にはこの限りではないとするが、A社の市場価格の下落やその推移から直ちに特段の事情があるということではできなとし、本件においては、株式移転比率は公正なものであるとした。

そのうえで、最高裁は、上場株式については、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する。そして、株式移転比率が公正なもの認められる場合には、株式移転比率の公表後の市場株価は、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ことにかんがみて、基準日である株式買取請求権の行使日における市場価格、または、基準日に近接する一定期間の市場価格の平均値を用いることは、本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であるとする。

結局、本決定は、本件株式移転によりA社の企業価値の増加が生じたとして¹⁶、「公正な価格」は「シナジー分配価格」をいうものとし、Yが株式買取

¹⁵ このような最高裁の立場に対して、実質的理由付けについても述べるべきであったとする見解がある（藤原俊雄「判批」『金判』1409号（2013年2月）11頁）。また、相互に特別の資本関係がない会社間の組織再編において、適切な情報開示と適法な株主総会の承認が存在すれば、原則として当事会社間で合意した組織再編対価をもって「公正な価格」とすると判断することに疑問の余地があるとする見解がある（白井正和「判批」『民商法雑誌』148巻4・5号（2013年7月）449頁）。

¹⁶ 本決定が、11月19日にA社の株価が大幅に下落したにもかかわらず、本件株式移転の影響であると推定することなく企業価値の毀損はなかったとしたことに疑問を呈するものとして、弥永真生「判批」『ジュリスト』1465号（2014年4月）105頁。

株式移転に反対する株主がした株式買取請求 東京高裁平成25年2月28日決定
請求権を行使した日の市場価格が買取価格になるとした。

4 株式移転の公表後に株式を取得した株主

A社によれば、Xは、統合協議開始公表後に本件株式のうち86%を取得し、しかも、本件統合公表後、株式買取請求権の行使を確実に行うことができる期間内に本件株式のうち51%を買い増している。

地裁決定は、「本件株式移転公表前はもちろん、本件株式移転公表後であっても、少なくとも本件総会決議までは本件株式移転が確実に行われる蓋然性があるとはまではいえず、また、その後であっても本件株式移転が中止される可能性もあることに照らせば、Xに本件株式移転がなければA社株式が有していたであろう客観的価値で株式を買い取ってもらう合理的期待がないとはいえない」として、買取価格を取得価格以下とするなどの措置は講じていない。

学説上、組織再編の公表後に株式を取得した株主の株式買取請求権を認めないとする見解もみられたが¹⁷、組織再編の公表後に株式を取得した株主にも組織再編の決議に反対票を投ずる機会を付与することは不当とはいえないこと¹⁸、会社法における株式買取請求権は組織再編そのもののみならず組織再編の条件に反対する株主の救済としての性格を有するとして¹⁹、公表後に株式を取得した株主であっても株式買取請求権の行使を認める見解が多い。

また、株式買取請求権の行使を認める場合であっても、買取価格を算定する際に株式の取得時期を考慮すべきかという問題が生じる。平成17年改正前商法下の裁判例として、組織再編を前提として形成される市場価格を基準に取得価格を超えない範囲に限られるとするもの²⁰、決議当日および買取請求

¹⁷ 西島彌太郎「株式買取請求権」田中耕太郎編『株式会社法講座 第三卷』（有斐閣、1956年）1002頁、石井照久『会社法 上巻（商法Ⅱ）』（勁草書房、1967年）296頁、田中誠二『再全訂 会社法詳論（上）』（勁草書房、1982年）493頁。

¹⁸ 高橋英治「組織再編における株式買取請求権の問題点―株主保護の視点から―」『T&A master』383号（2010年12月）22頁、神田秀樹、前掲（注1）7頁。

¹⁹ 藤田友敬、前掲（注1）295頁。

²⁰ 東京地決昭58・10・11判タ515号159頁。

²¹ 東京地決昭60・11・21判時1174号144頁。

権行使当日の市場価格を超えない限り、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」を基準とすべきであるとするものがある²¹。会社法下の裁判例である日興コーディアルグループ事件の東京地裁決定²²は、株式買取請求株主が、組織再編が公表された後に、組織再編が行われることを知ってことさらに組織再編の対象会社の株式を買い集めたものであるなどの事情が認められる場合には、組織再編が公表された後に取得した株式の買取価格を別途に取り扱うことがあり得ることを示唆している²³。また、ダイワボウ情報システム事件の大阪地裁決定²⁴は、「投機的な行動を排除するためには、「公正な価格」の算定に当たっては、当該株主が株式を取得した後の事情のみを考慮すべきである」として、当該株主が株式を購入した日以降の価格と出来高の加重平均値を買取価格とした²⁵。

買取価格については、学説上、取得価格を上限とする見解がある一方²⁶、株式の取得が公表後であるという点は買取価格の決定に当たって考慮すべきではないという見解がある。後者の見解は、経営者または多数株主の行う決定に対するチェック機能を重視することを根拠とする²⁷。

平成27年5月1日施行予定の会社法改正に関する試案では、組織再編の条件について会社が公告した後に株式を取得した株主は株式買取請求権を有しないものとするかどうかを検討課題としていたが、濫用的な株式買取請求は買取価格支払制度などの導入により相当程度防ぐことができるとして、このような改正は見送られた。改正が行われたとしても、本件のように株式移転

²¹ 東京地決平21・3・31金判1315号26頁。

²² 中東正文「日興コーディアルグループ事件」『M&A 判例の分析と展開Ⅱ』（経済法令研究会、2010年）246頁、十市崇・館大輔「反対株主による株式買取請求権（上）」『商事』1898号（2010年5月）99頁（注21）。

²³ 大阪地決平22・3・30資料版商事314号31頁。

²⁴ 株式交換に先立って株式完全子会社となる会社の株式について公開買付が行われたところ、公開買付価格（2400円）を下回る株式買取価格を示した。

²⁵ 上柳克郎「合併」『会社法・手形法論集』（有斐閣、1980年）230頁、上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫編『新版注釈会社法（13）』（有斐閣、1990年）116頁（今井宏）、中東正文、前掲（注24）246頁。

²⁶ 藤田友敬、前掲（注1）302頁（注82）。

株式移転に反対する株主がした株式買取請求 東京高裁平成25年2月28日決定
比率の公表前に経営統合の協議開始が公表された場合には、協議開始の公表後に株式を取得した株主に株式買取請求権を認めるかという問題が残ります²⁸。平成27年会社法改正により、濫用的な株式買取請求をどの程度防ぐことができるか状況を見きわめながら、組織再編の協議開始または組織再編の条件のいずれであっても、その公表後に株式を取得した株主については、株式買取請求権を認めるにせよ、買取価格について何らかの考慮をすることを今後も検討すべきであると考え²⁹。

* 本稿は関西学院大学商法研究会における報告をもとにしている。

²⁸ 組織再編の公表が行われたものの、組織再編の条件等が開示されていない段階における株式の取得は、組織再編の内容を十分に把握しているとはいえ、不法・濫用目的による取得と評価することは難しいとされる（十市崇・館大輔，前掲（注24）98頁（注15））。

²⁹ 弥永真生「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」『商事』1868号（2009年6月）10頁，鳥山恭一，前掲（注3）92頁。