

先行する公開買付けの買付価格を下回る 株式交換完全子会社の株式の「公正な価格」

—パナソニック電工株式会社事件—

大阪地裁2012（平成24）年2月10日決定（抗告）
判例時報2152号139頁

鳥 山 恭 一

【事実の概要】

Y社（パナソニック株式会社）は2004（平成16）年4月にA社（パナソニック電工株式会社）の株式の公開買付けを実施し、2009（平成21）年10月にはB社（三洋電機株式会社）の株式の公開買付けを実施して、A社およびB社のそれぞれの発行済株式総数の半数を超える株式を取得し両社を子会社にした。

2010（平成22）年7月29日にY社、A社およびB社はそれぞれの取締役会において、意思決定の迅速化とグループ・シナジーの最大化などを企図して、Y社によるA社およびB社の株式の公開買付けとその後の株式交換の方法により2011（平成23）年4月をめどにA社およびB社をY社の完全子会社にすることを決議し、2010（平成22）年7月29日の取引時間終了後にその計画を公表した。

（1） Y社によるA社の株式の公開買付け

Y社によるA社の株式の公開買付けは2010（平成22）年8月23日から同年10月6日までを買付期間にし、1株1110円を買付価格にするものであった。

その買付価格を決定するためにY社はC社（野村證券株式会社）にA社の株式価値の算定を依頼し、その価値算定書の内容を踏まえつつ、A社に対する事業、法務、会計、税務にかかるデュー・ディリジェンスの結果、A社の取締役会による公開買付けへの賛同の可否、A社の株式の市場株価の動向、および公開買付けに対する応募数の見通し等を総合的に勘案し、A社との協議の結果を踏まえて、2010（平成22）年7月29日の取締役会において1株1110円の買付価格を決定した。他方で、A社はD社（大和証券キャピタルマーケット株式会社）にA社の

株式の価値算定を依頼し、価値算定書を取得した。

本件の公開買付け後の組織再編等の方針として、公開買付けにより Y 社が A 社の発行済株式のすべてを取得できなかった場合には Y 社は公開買付け後に A 社との間で株式交換を行なうことにより A 社の発行済株式のすべてを取得することを企図しており、株式交換の対価として Y 社の株式を交付し、その株式の交換比率を算定する際の A 社の株式の評価は本件の公開買付けの買付価格と同一の価格を基準にする予定であると公表された。

Y 社は公開買付けにより A 社の株式の32%を取得し、従前から保有していた51%の株式とあわせて A 社の発行済株式総数の82.69%を保有するにいたった。

(2) Y 社および A 社の株式交換

Y 社および A 社は2010 (平成22) 年12月21日に、それぞれの取締役会において Y 社を株式交換完全親会社、A 社を株式交換完全子会社にする株式交換を行なうことを決議し、株式交換の効力発生予定日を2011 (平成23) 年 4 月 1 日にし、株式の交換比率は A 社の株式 1 株につき Y 社の株式0.925株を割り当てるとする内容の株式交換契約を締結して、その旨を公表した。

その株式の交換比率を決定するために Y 社および A 社は C 社および D 社による株式の交換比率の算定結果を参考に検討し、A 社の株式の評価については公開買付けの買付価格と同一の価格を基準にし、Y 社の株式については交換比率決定前の市場株価の平均値を基準にして本件の株式の交換比率を算定し、その交換比率について合意した。

2011 (平成23) 年 3 月 2 日に開催された A 社の臨時株主総会において効力発生日を同年 4 月 1 日にする株式交換契約を承認する旨が決議され、本件の株式交換は同年 4 月 1 日に効力が発生した。

(3) X による株式買取請求と A 社による買取価格決定の申立て

X は、本件の公開買付けの買付期間終了後の2010 (平成22) 年10月28日以降に A 社の株式を取得した。X は2011 (平成23) 年 3 月 2 日の A 社の臨時株主総会に先立ち A 社に対し本件の株式交換契約を承認する議案に反対する旨を通知し、その臨時株主総会において実際にその議案に反対した (会785条 2 項 1 号イ)。

X は2011 (平成23) 年 3 月18日に、会社法785条 1 項の規定にもとづきその有する A 社の株式を「公正な価格」により買い取ることを A 社に請求した。その買取価格について株式交換の効力発生日から30日以内に X と A 社との間で協議が調わなかったため、A 社は同年 5 月27日に大阪地方裁判所に対し買取価格の決定を申し立てた (会786条 2 項)。その後、2012 (平成24) 年 1 月 1 日に A 社は

Y社に吸収合併された。

そうしてなされた本件の買取価格決定申立ての手續においてA社（吸収合併後はY社）は、「公正な価格」として株式買取請求日のA社の株式の市場株価の出来高加重平均である1株870円を主張した。それに対してXは、A社の株式の「公正な価格」は公開買付けの買付価格である1株1110円を下回ることはないと主張した。大阪地方裁判所の本決定はつぎのように判示して、本件の株式の「公正な価格」は株式買取請求日前1か月間の出来高加重平均の平均値である1株967円であるとした。

【決定要旨】

（1）会社法785条1項の「公正な価格」の意義

「ア 株式交換の場合の会社法785条1項所定の『公正な価格』は、株式交換によりシナジーその他の企業価値が増加する場合には、株式交換を承認する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たであろう価格（以下「ナカリセバ価格」という。）に当該企業価値の増加の公正な分配が反映された価格（以下「シナジー分配価格」という。）を算定し、これをもって定めるのが相当である。

イ そして、反対株主と株式交換完全子会社との間には、株式交換完全子会社の反対株主が株式買取請求をすれば、株式交換完全子会社の承諾を要することなく、法律上当然に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じ、株式交換完全子会社には、その株式を『公正な価格』で買い取るべき義務が生ずる。その反面、反対株主は、株式交換完全子会社の承諾を得なければ、その株式買取請求を撤回することができないことになる（会社法785条6項）。このことからすれば、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り、かつ、株主が会社から退出する意思を明示した時点である株式買取請求がされた日を基準日として、『公正な価格』を定めるのが相当である。

ウ これを本件についてみると、前記のとおり、本件株式交換はA社の企業価値を増加させるものであったから、本件株式の『公正な価格』は、基準日である本件株式買取請求日（平成23年3月18日）におけるシナジー分配価格を算定し、これをもって定めることになる。」

（2）シナジー分配価格の算定方法

ア 「そこで検討するのに、まず、シナジー分配価格とは、前記のとおり、ナカリセバ価格に企業価値の増加の公正な分配が反映された価格をいう。そして、ナカリセバ価格とは、前記のとおり、本件株式交換を承認する株主総会の決議がされることがなければ、A社の株式が有したであろう価格である。すなわち、

ナカリセバ価格の算定に当たっては、本件株式交換の影響を受けていない時期の A 社の市場株価を参照するのが相当である。

……したがって、本件公開買付けの公表時点のナカリセバ価格は、本件公開買付け公表前 1 か月間 (平成22年 6 月29日～同年 7 月28日) の市場株価の終値の平均値を参照し、909円と把握するのが相当である。」

イ (ア) 「本件株式交換に前置された本件公開買付けの買付価格 (1110円) は、前記ナカリセバ価格909円との比較において、22.1% (201円。以下『プレミアム』という。) が付加されたものと認められ、それ自体不合理なものではない。そして、この付加されたプレミアムには、本件公開買付け後の本件株式交換による A 社の企業価値の増加の公正な分配分が含まれていたと認めるのが相当である。」

(ウ) 「ところで、本件株式交換による A 社の企業価値の増加の程度は、本件株式交換比率が適正であることによってはじめて、市場株価に適切に反映されるものである。

この点に関し、本件株式交換比率は、A 社の株式価値については本件買付価格、Y 社の株式価値については本件株式交換比率決定前の市場株価の平均値を基礎として算定された。そして、本件買付価格は、前記のとおり、本件公開買付け公表時点における A 社のシナジー分配価格である。また、Y 社の本件株式交換比率決定前の市場株価には、その価格形成を歪めるような特段の事情があったことはうかがわれない。

したがって、本件株式交換比率は、適正なものであったといえることができる。」

(エ) 「そうすると、本件株式交換比率が公表された以降に形成された A 社の日々の市場株価には、本件株式交換比率や株式交換完全親会社である Y 社の市場株価の動向等を基礎として、本件株式交換によって A 社の企業価値が具体的にどの程度増加するのかという市場を通じた判断が日々反映されていたといえる。

……したがって、本件株式交換比率が公表された以降に形成された A 社の日々の市場株価は、本件株式交換の具体的内容を織り込んで形成されたシナジー分配価格であったと認めるのが相当である。」

ウ 「ところで、平成23年 3 月11日以降の A 社の市場株価 (出来高加重平均) は、同日の東日本大震災の発生を受けて、平成23年 3 月10日に1003円であったのが、11日に980円、14日に903円、15日に805円と大幅に下落し、16日に842円、17日に843円、18日に870円と急速に持ち直すなど、乱高下している。しかも、本件株式買取請求日 (同月18日) は、東日本大震災の市場株価への影響が排除されたとはいえない時期である。そこで、本件株式買取請求日のシナジー分配価格の算

定に当たって、このような要因による市場株価の下落を排除すべきか否かを検討する。

A社の企業価値は、東日本大震災の発生により、少なからぬ影響を受け、そのために市場株価が低下したとみることができる。すなわち、平成23年3月11日以降のA社の市場株価の下落は、その企業価値の低下が反映されたものであり、同日以降のシナジー分配価格の算定に当たり、A社の市場株価を排除すべき合理的な理由はないというべきである。

本件株式買取請求日を含む平成23年3月11日以降のA社の市場株価についても、その適正なシナジー分配価格であったと認めるのが相当である。」

エ「本件株式買取請求日（平成23年3月18日）におけるシナジー分配価格を定めるに当たっては、本件株式買取請求日当日の市場株価の終値又は出来高加重（平均）だけではなく、近接した1か月間（同年2月21日～同年3月18日）の出来高加重平均の平均値967円を参照するのが相当である。」

【評釈】

本件は以上のように、公開買付けとその後の株式交換からなるいわゆる二段階買取によりY社がA社を完全子会社にした事案にかかるものである。⁽¹⁾ Y社はA社の株式の公開買付けを行ない、A社の株式の82.69%を保有するにいたった。その後Y社は、A社を完全子会社にする株式交換を行なった。その株式交換の際にA社の株主XがA社に対し株式買取請求権（会785条1項）を行使し、買取価格決定の申立て（会786条2項）が裁判所になされてA社の株式の買取価格が争われることになった。

従来から、合併、株式交換および株式移転、会社分割といった会社の組織再編行為の際には反対株主に会社に対する株式買取請求権が認められてきた（2005年改正前商355条、371条2項、374条ノ3、374条ノ31第3項、408条ノ3）。それらの株式買取請求権による株式の買取価格は2005年の現行会社法が施行されるまでは、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（同355条1項、374条ノ3第1項、408条ノ3第1項）にされていた。2005年の現行会社法のもとでは、株式買取請求権による株式の買取価格は「公正な価格」（会785条1項、797条1項、806条1項）にされている。そこにいう株式の「公正な価格」は一般に、(ア)（従来から定められていた）その組織再編行為がなかったと仮定した場合の株式の価格（最高裁はその価格を「ナカリセバ価格」とする）と、(イ)その組織再編行為により生じるシナジー（相乗効果）の経済価値がそれぞれの当事会社の株主の間に適正に分配された場合の株式の価格（以下では「シナジー適正分配価格」という）を含むもの⁽²⁾とされている。⁽³⁾

すなわち、一方で、たとえば業績が悪化した企業をなんらかの理由から組織再編行為により統合する場合のように、その組織再編行為により当事会社の企業価値が毀損されることが見込まれる場合には、そうした見通しは当事会社の株式の経済価値に反映されてその当事会社の株価は下落する。株式買取請求権はその買取価格である「公正な価格」に(ア)ナカリセバ価格が含まれることにより、その組織再編行為に反対する「反対株主」(会785条2項、797条2項、806条2項)に従前の株式の経済価値に対する権利を保障する作用をはたしている。

他方で、組織再編行為によりシナジーが生じて当事会社の業績が向上することが見込まれる場合には、そうした見通しは当事会社の株式の経済価値に反映されてその当事会社の株価は上昇する。組織再編行為によりその有する株式を奪われる株主も組織再編行為の対価として存続する会社の株式の交付をうけるかぎり、組織再編行為によるシナジーの経済価値は交付をうける株式の経済価値として享受することができる。その場合にそれぞれの当事会社の株主の間に組織再編行為によるシナジーの経済価値が適正に分配されるのかどうかは、奪われる株式に対して対価である株式が交付される比率が公正なものであるのかどうかの問題に帰着する。株式買取請求権はその買取価格に(イ)シナジー適正分配価格が含まれることにより、組織再編行為それ自体には反対ではなくてもシナジーの経済価値の分配の比率(すなわち株式の交換比率)に不満をもつ「反対株主」にシナジーの経済価値の適正な分配に対する権利を保障する作用をはたしている。

以上から明らかなように株式買取請求権による株式の買取価格である「公正な価格」は、その組織再編行為により当事会社の企業価値が毀損される場合にはナカリセバ価格にされており、その組織再編行為により当事会社の企業価値にシナジーが生じ企業価値が増加する場合にはシナジー適正分配価格に⁽⁴⁾されている。本件の事案でも本決定は、A社の株式の市場株価が公開買付けの計画の公表後は公表前1か月間の終値の平均値を上回る価格で推移したことを理由にして、「本件株式交換は、A社がY社の完全子会社となることによって、シナジー(組織再編による相乗効果)を生じさせ、A社の企業価値を増加させるものであった」⁽⁵⁾(理由第2・2(8))と判断しており、そうした判断にもとづいてシナジー適正分配価格が「公正な価格」として算定されている。

もっとも、株式の「公正な価格」のうちシナジー適正分配価格についてはつきにみるように、株式市場において形成される市場株価にはその組織再編行為によるシナジーの経済価値が反映されているとみて、(株式の交換比率が公正なものと認められるかぎり)基準日における市場株価によりシナジー適正分配価格は認定される場合が多い。ただし、本件の事案では、株式交換に先立ちA社の株式の公開買付けがなされており、株式市場において形成されたA社の株式の市場株

価は公表された公開買付けの買付価格の影響をうけている。そのために本決定は A 社の株式の「公正な価格」をただちに基準日における市場株価により認定してはならず、まず、公開買付けの買付価格と株式交換における株式の交換比率について判断している（1）。それにもかかわらず本決定では最終的には、基準日における市場株価により株式の「公正な価格」は認定されているのである（2）。

1 市場株価によらないシナジー適正分配価格の認定

株式買取請求権による株式の買取価格である「公正な価格」はうえにみたように、一般に (ア) ナカリセバ価格と (イ) シナジー適正分配価格の両者を含むとされている。

そのうち (ア) ナカリセバ価格を算定するには、その組織再編行為がなかったと「仮定」する必要がある。そのために、その組織再編行為による影響をうけていないその組織再編行為の計画が公表される前の市場株価によりナカリセバ価格はその組織再編行為による影響を排除して認定されている⁽⁶⁾。

(1) シナジー適正分配価格の認定

それに対して、株式の「公正な価格」のうち (イ) シナジー適正分配価格については、その組織再編行為によるシナジーの経済価値は株式市場において形成される市場株価に反映されているとみて、（株式の交換比率が公正なものと認められるかぎり）原則として基準日における市場株価によりシナジー適正分配価格は認定されている⁽⁷⁾。

ただし、組織再編行為に先立ち公開買付けがなされる場合には、株式市場において形成される公開買付けの対象である株式の市場株価は、公表された公開買付けの買付価格に拘束されてその買付価格に取れんして推移していくことになる。そのように株式市場において形成される市場株価は公表された公開買付けの買付価格の影響をうけており、そのために公開買付けの対象になった株式について株式買取請求権が行使される場合には、株式市場において形成された基準日における市場株価によりただちにその株式の「公正な価格」を認定することはできなくなる⁽⁸⁾。存続する会社の株式ではなく金銭が対価として交付されて株式が強制取得される場合でも、株式市場において形成される市場株価は公表された株式の取得価格（または公開買付けが先行してなされる場合にはその買付価格）による同様の影響をうけており、そのためにその株式の「公正な価格」は（つぎの 1 の（2）にみるように）市場株価により認定されてはいない⁽⁹⁾。

本件の事案でも、本件の株式交換に先立ち A 社の株式について公開買付けがなされている。そのために、本決定でも A 社の株式の「公正な価格」であるシ

ナジー適正分配価格は(つぎの1の(2)にみるように)ただちに基準日における市場株価により認定されてはいない。

本決定はA社の株式の「公正な価格」を認定するにあたり、まず、つぎのように判示している(理由第3・2(1)ア)。「株式交換の場合の会社法785条1項所定の『公正な価格』は、株式交換によりシナジーその他の企業価値が増加する場合には、株式交換を承認する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たであろう価格(以下「ナカリセバ価格」という。)に当該企業価値の増加の公正な分配が反映された価格(以下「シナジー分配価格」という。)を算定し、これをもって定めるのが相当である。」

(2) 市場株価によらない認定

しかし、うえに掲げた本決定の判示において「株式交換を承認する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たであろう価格」(ナカリセバ価格)に「当該企業価値の増加の公正な分配が反映された価格」(シナジー分配価格)を算定し、これをもって(「公正な価格」を)定めるとされている趣旨(そこにいわれている①ナカリセバ価格と②シナジー分配価格の関係)はそれほど明確ではない。

金銭が対価として交付されて株式が強制取得される事案にかかるこれまでの裁判例では、(うえにみたように公表された取得価格〔または買付価格〕の影響をうけた市場株価によっては「公正な価格」は認定できないために)基準日における①「株式の客観的価値」と(それに加算されるべき)②「株主が享受すべき企業価値の増大分」⁽¹⁰⁾を算定し、①と②の価格を合算して基準日における株式の「公正な価格」が認定されている(注9に掲げた裁判例を参照)。

本件においてもそれと同じ方法で基準日におけるA社の株式の「公正な価格」を認定するのであれば、基準日⁽¹¹⁾における①ナカリセバ価格を算定し、さらに②A社の株式1株について株主に配分されるべきシナジーの経済価値を算定して、①と②の価格を合算して基準日におけるA社の株式の「公正な価格」は認定されることになる。しかし、本決定では①ナカリセバ価格については、基準日におけるナカリセバ価格ではなく、公開買付けの公表時点におけるナカリセバ価格が(公開買付け公表前1か月間の市場株価の終値の平均値により)認定されるにとどまっている(理由第3・2(2)ア)。そして、つぎの2の(1)にみるように、そのようにして認定された公開買付けの公表時点におけるナカリセバ価格にもとづいて、公開買付けの買付価格とそれにより算定された株式交換における株式の交換比率⁽¹²⁾が審査されているのである。

2 本決定によるシナジー適正分配価格の認定

すなわち本決定では、基準日における①と②の価格を算定しそれらを合算して「公正な価格」であるシナジー適正分配価格が認定されているわけではない。

本決定ではつぎにみるように、まず公開買付けの買付価格とそれにもとづき算定された本件の株式交換における株式の交換比率が審査されており、そのうえでつぎに、公表されたその株式の交換比率にもとづき形成された基準日における市場株価により「公正な価格」は認定されているのである。

(1) 公開買付けの買付価格と株式交換の交換比率の審査

本件と同様に株式交換に先立ち公開買付けがなされた株式交換完全子会社の株式について株式買取請求権が行使されてその買取価格が争われた前掲（注8）の日興コーディアルグループ事件の決定では、（うえの1の（1）にみたように）株式交換完全子会社の株式の市場株価は公表された公開買付けの買付価格の影響をうけているため、その株式の「公正な価格」は基準日における市場株価により認定されてはいない。日興コーディアルグループ事件の決定では、公開買付けの買付価格と株式交換における株式の交換比率を算定するための基準価格が同じ価格にされている場合には、その価格は株式交換から生じる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とし、その基準価格が決定された経緯をさらに審査して、株式の交換比率を算定するための基準価格を公開買付けの買付価格と同額にしたことに合理性が認められると判断して、その価格が「公正な価格」に認定されているのである。

本決定では（うえの1の（2）にみたように）公開買付けの公表時点におけるナカリセバ価格が認定されており、その価格にもとづいて、本決定でもやはりつぎにみるように、公開買付けの買付価格が（それにもとづき算定された株式交換における株式の交換比率とともに）審査されている。

すなわち、本件の公開買付けの買付価格について本決定は、公開買付けの公表時点におけるナカリセバ価格（909円）と公開買付けの買付価格（1110円）とを比較して、本件の公開買付けの買付価格はナカリセバ価格に22.1%（201円）のプレミアムが付加されたものであるとした。そのようにして本決定は、その買付価格は「それ自体不合理なものではない」とし、「この付加されたプレミアムには、本件公開買付け後の本件株式交換によるA社の企業価値の増加の公正な分配分が含まれていたと認めるのが相当である」と判断しているのである（理由第3・2(2)イ(ア)）。

また、本件の株式交換における株式の交換比率について、本決定はつぎのように指摘している。「本件株式交換比率は、A社の株式価値については本件買付価

格、Y社の株式価値については本件株式交換比率決定前の市場株価の平均値を基礎として算定された。そして、本件買付価格は、前記のとおり、本件公開買付け公表時点におけるA社のシナジー分配価格である。また、Y社の本件株式交換比率決定前の市場株価には、その価格形成を歪めるような特段の事情があったことはうかがわれない。」そのように指摘したうえで本決定は、「したがって、本件株式交換比率は、適正なものであったとすることができる」と判断しているのである（理由第3・2(2)イ(ウ)）。

(2) 市場株価によるシナジー適正分配価格の認定

日興コーディアルグループ事件の決定では（うへの2の(1)にみたように）、株式交換における株式の交換比率を算定するための基準価格を公開買付けの買付価格と同額にしたことに合理性が認められるとして、その価格が株式交換完全子会社の株式の「公正な価格」に認定されている。しかし、本決定ではそれとは異なって、「それ自体不合理なものではない」とされ「株式交換によるA社の企業価値の増加の公正な分配分が含まれていた」と判断された公開買付けの買付価格(1110円)がただちに基準日におけるA社の株式の「公正な価格」に認定されているわけではない。

本決定では、（うへの2の(1)にみたように）本件の公開買付けの買付価格と本件の株式交換における株式の交換比率を審査した後にそれにつづけて、「そうすると、本件株式交換比率が公表された以降に形成されたA社の日々の市場株価には、本件株式交換比率や株式交換完全親会社であるY社の市場株価の動向等を基礎として、本件株式交換によってA社の企業価値が具体的にどの程度増加するのかという市場を通じた判断が日々反映されていたといえる」とされ、「本件株式交換比率が公表された以降に形成されたA社の日々の市場株価は、本件株式交換の具体的内容を織り込んで形成されたシナジー分配価格であったと認めるのが相当である」と指摘されている（理由第3・2(2)イ(エ)）。本決定ではそのように指摘したうえで、本件の公開買付けの買付価格をただちに基準日におけるA社の株式の「公正な価格」に認定することはしないで、（本件の公開買付けの買付価格には株式交換によるA社の企業価値の増加の公正な分配分が含まれており、それにより算定された本件の株式交換における株式の交換比率は適正なものであったという判断を前提にして）公表された本件の株式交換における株式の交換比率にもとづいてその後形成された基準日におけるA社の株式の市場株価（偶然的要素を排除するために基準日〔株式買取請求日〕の市場株価の終値または出来高加重平均ではなく、基準日前1か月間の出来高加重平均の平均値〔967円〕）により基準日におけるA社の株式の「公正な価格」であるシナジー適正分配価格は認定されているの

である。

そのように本決定では公開買付けの買付価格をただちに基準日における A 社の株式の「公正な価格」に認定することはせずに、その後に形成された基準日における市場株価により A 社の株式の「公正な価格」を認定したことにより、基準日まで⁽¹³⁾に生じた一般的な要因による市場株価の変動がそのようにして認定された基準日における A 社の株式の「公正な価格」に反映されている。とりわけ、本件では、X が株式買取請求権を行使した2011（平成23）年3月18日の1週間前である同月11日に東日本大震災が発生しており、その後は、A 社の株式の市場株価も大幅に下落した後に急速に持ち直すなどの乱高下をしたとされている（理由第3・2（2）ウ）。そのために、本件では、そのような一般的な要因による市場株価の変動を「公正な価格」に反映させる必要性が実際に大きかったものと考えられる。

*

*

本件では以上のように、株式買取請求権が行使された株式交換完全子会社である A 社の株式について株式交換に先立ち公開買付けがなされており、株式市場において形成された A 社の株式の市場株価は公表された公開買付けの買付価格の影響をうけていた。そのために本決定は、A 社の株式の「公正な価格」を基準日における市場株価からただちに認定することはせずに、まず、本件の公開買付けの買付価格について、それは「それ自体不合理なものではない」とし、「株式交換による A 社の企業価値の増加の公正な分配分が含まれていた」と判断しており、その買付価格にもとづいて算定された本件の株式交換における株式の交換比率についても、それは「適正なものであった」と判断しているものと考えられる。

しかし、本決定は、そのように判断された本件の公開買付けの買付価格をただちに基準日における A 社の株式の「公正な価格」には認定せずに、「本件株式交換比率が公表された以降に形成された A 社の日々の市場株価は、本件株式交換の具体的内容を織り込んで形成されたシナジー分配価格であったと認めるのが相当である」としたうえで、その後に形成された基準日における A 社の株式の市場株価により基準日における A 社の株式の「公正な価格」は認定されている。そのように公開買付けの買付価格ではなくその後に形成された基準日における市場株価により基準日における A 社の株式の「公正な価格」を認定したことにより、基準日まで⁽¹³⁾に生じた一般的な要因による市場株価の変動が「公正な価格」に反映されているとみることができる。

- (1) 本件の株式交換と同日になされた株式交換により A 社と同様に Y 社の完全子会社になった B 社 (三洋電機株式会社) においても、やはり反対株主が株式買取請求権を行使して買取価格決定の中立てが本件と同じ大阪地方裁判所になされている。そして、大阪地方裁判所は本決定と同様の理由づけにより、基準日 (買取請求日) における B 社の株式の市場株価 (買取請求日前 1 か月間の終値の平均値) を B 社の株式の「公正な価格」に認定している (大阪地決 2012 [平成 24] 年 4 月 27 日判時 2172 号 122 頁、判タ 1384 号 256 頁、金判 1396 号 43 頁 [拙稿・法セミ 701 号 (2013 年) 117 頁])。
- (2) 最三小決 2011 (平成 23) 年 4 月 19 日民集 65 卷 3 号 1311 頁 [TBS 事件許可抗告審] (理由 3 (4) イ)、最三小決 2011 (平成 23) 年 4 月 26 日集民 236 号 519 頁 [インテリジェンス事件許可抗告審] (理由 4 (1)) を参照。
- (3) 現行会社法における株式買取請求権について、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』(2006 年、慶應義塾大学出版会) 69 頁以下、柳明昌「株式買取請求権制度における『公正な価格』の意義—シナジー分配の問題を中心として—」青柳幸一編『融合する法律学』上巻 (2006 年、信山社) 351 頁以下、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『企業法の理論 (江頭憲治郎先生還暦記念)』上巻 (2007 年、有斐閣) 261 頁以下、松尾健一「株式買取請求権」ジュリ 1346 号 (2007 年) 51 頁以下、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事 1879 号 (2009 年) 4 頁以下、田中亘「『公正な価格』とは何か」法教 350 号 (2009 年) 61 頁以下、森田果「会社訴訟における統計的手法の利用—テクモ株式買取請求事件を題材に—」商事 1910 号 (2010 年) 4 頁以下、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]」商事 1967 号 (2012 年) 4 頁以下・1968 号 4 頁以下、藤田友敬「裁判過程における実証分析の利用: 株式買取請求事件を素材に」ソフトロー研究 20 号 (2012 年) 5 頁以下、飯田秀総「企業再編・企業買収における株式買取請求・取得価格決定の中立て」法教 384 号 (2012 年) 26 頁以下、江頭憲治郎『株式会社法』(第 4 版) (2011 年、有斐閣) 809 頁以下など。
- (4) 拙稿「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』(2012 年、慶應義塾大学出版会) 83 頁以下。

判例法はその組織再編行為により当事会社の企業価値が増加しない場合には、当事会社の企業価値がその組織再編行為により毀損もされないときでもナカリセバ価格が「公正な価格」になるとする (完全子会社を承継会社にした吸収分割会社の株式の買取価格が争われた東京地決 2010 (平成 22) 年 3 月 5 日金判 1339 号 44 頁 [TBS 事件申立審] (理由第三・二 (四))、東京高決 2010 (平成 22) 年 7 月 7 日金判 1346 号 14 頁 [同事件抗告審] (理由第 3・1 (2))、前掲 (注 2) の TBS 事件許可抗告審決定 (理由 3 (4) イ)、さらに前掲 (注 2) のインテリジェンス事件許可抗告審決定 (理由 4 (1))、最二小決 2012 (平成 24) 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁 [テクモ事件許可抗告審決定] (理由 4 (1) イ))。しかし、その組織再編行為により当事会社の企業価値が増加しないだけでなく当事会社の企業価値が毀損もされない場合には、株式の「公正な価格」を認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、TBS 事件でも裁判所は「公正な価格」をそのような「仮定」をすることなしに基準日における市場株価により認定している (注 7 を参照)。それゆえ、組織再編行為による当事会社の企業価値の増加も毀損もない場合には、シナジー適正分配価格でもナカリセバ価格でもなく端的に基準日における株式の客観的価値が「公正な価格」になると構成した方が明快であるようにおもわれる。

(5) 本決定はさらに、本件の株式交換における株式の交換比率が公表された後の A 社の市場株価が（本件の公開買付けおよび株式交換の実施がその日の取引時間終了後に公表された）2010（平成22）年7月29日の A 社の市場株価の終値（1124円）を超えたことがないことから本件の株式交換は A 社の企業価値を毀損するものであったとする X の主張について、同日に形成された A 社の株式の市場株価は同日の朝刊による新聞報道の影響をうけて形成されたものの買付価格が明らかではなかったために公開買付けおよび株式交換による完全子会社化に対する思惑がふくらんで市場株価が買付価格を超えていったものと考えられるとして、「本件公開買付け及び本件株式交換が織り込まれた平成22年7月29日の市場株価（1124円）と、本件株式交換比率公表後の市場株価とを比較対照して、本件株式交換が A 社の企業価値を増加させるのか、毀損するのかを判断するのは相当でない」とした。さらに、本決定は、「東日本大震災が発生した平成23年3月11日以降を除く本件株式交換比率公表後の A 社の市場株価は、本件公開買付け公表前1か月間の市場株価の終値の平均値909円を下回ったことはなかった。このことから、本件株式交換が A 社の企業価値を毀損するものでなかったことは明らかである」としている（理由第3・2(3)イ(㉞)）。

(6) そのようにして組織再編行為の計画が公表される前の市場株価にもとづいてナカリセバ価格を認定する際には、偶然的要素を排除するために組織再編行為の計画の公表前日の市場株価の終値ではなく、公表日前1か月間の市場株価の終値による出来高加重平均値が基準日における「公正な価格」に認定されている。東京地決2010（平成22）年3月29日金判1354号28頁〔インテリジェンス事件申立審〕（理由第3・3(4)ウ(㉟)）、東京地決2010（平成22）年3月31日金判1344号36頁〔テクモ事件申立審〕（理由第3・4(3)イ）を参照。

さらに、組織再編行為の計画の公表日から基準日までの間の一般的な要因による市場株価の変動を基準日における「公正な価格」に反映させるために（回帰分析の手法により）補正した株価により基準日における「公正な価格」が認定される場合もある。東京高決2010（平成22）年10月19日金判1354号14頁〔インテリジェンス事件抗告審〕（理由第3・5(4)ウ）を参照。

ナカリセバ価格を認定する際にそのような補正をするか否かは当該事案の事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量に委ねられることを最高裁は確認している。前掲（注2）の TBS 事件許可抗告審決定（理由3(4)ウ）、インテリジェンス事件許可抗告審決定（理由4(2)）を参照。

(7) その際には、偶然的要素による株価変動を排除するために基準日前1か月間の市場株価の終値による出来高加重平均の平均値により基準日における「公正な価格」を認定する裁判例が少なくない。東京地決2009（平成21）年4月17日金判1320号31頁（理由第3・2(2)イ）および東京地決2009（平成21）年5月13日金判1320号41頁（理由第3・2(2)イ）〔協和醸酵事件申立審〕、東京地決2010（平成22）年11月15日金判1357号32頁〔保安工業事件申立審〕（理由第3・2(3)イ）、東京地決2011（平成23）年3月30日金判1370号19頁〔ダブルクリック事件申立審〕（理由第3・4(2)）を参照。ナカリセバ価格が「公正な価格」にされてもその吸収分割による企業価値の毀損はないとされた前掲（注4）の TBS 事件申立審決定（理由第三・二3(㉚)(2)）でも同様に（基準日前1か月間の市場株価の終値による出来高加重平均の平均値により）「公正な価格」が認定されている。

しかし、基準日の終値をそのまま基準日における「公正な価格」に認定した裁判例もある。神戸地決2009〔平成21〕年3月16日金判1320号59頁〔三共生興事件申立審決定〕（理由4(3)）、横浜地相模原支決2009（平成21）年3月27日金判1341号35頁〔ノジマ事件申立審〕（理由第3・2(2)イ）および同決定を引用する東京高決平成21年7月17日金判1341号31頁〔同事件抗告審〕

を参照。前掲(注4)のTBS事件抗告審決定(理由第3・3(2)ア)でも同様に(基準日の終値により)「公正な価格」が認定されている。

いずれによることも当該事案にかか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ことを最高裁は確認している(前掲(注4)のテクモ事件許可抗告審決定(理由4(1)エ)。

- (8) そのために、本件と同様に株式交換に先立ち公開買付けがなされた株式交換完全子会社の株式について株式買取請求権が行使されてその買取価格が争われた事案にかかる東京地決2009(平成21)年3月31日金判1315号26頁〔日興コーディアルグループ事件〕では(2の(1)にみるように)、株式交換における株式の交換比率を算定するための基準価格が決定された経緯を審査して、その基準価格を公開買付けの買付価格と同額にしたことに合理性が認められると判断して、その価格が「公正な価格」に認定されている。
- (9) 金銭が対価として交付されその株式を強制取得される株主がその強制取得の価格を争った事案にかかる裁判例として、東京地決2007(平成19)年12月19日金判1283号22頁〔レックスHD事件申立審〕、東京高決2008(平成20)年9月12日金判1301号28頁〔同事件抗告審〕、最三小決2009(平成21)年5月29日金判1326号35頁〔同事件特別抗告・許可抗告審〕、大阪地決2008(平成20)年9月11日金判1326号27頁〔サンスター事件申立審〕、大阪高決2009(平成21)年9月1日金判1326号20頁〔同事件抗告審〕、最三小決2010(平成22)年2月23日資料版商事312号123頁〔同事件抗告不許可決定に対する特別抗告審〕、東京地決2009(平成21)年9月18日金判1329号45頁〔サイバードHD事件申立審〕、東京高決2010(平成22)年10月27日資料版商事322号174頁〔同事件抗告審〕、札幌地決2010(平成22)年4月28日金判1353号58頁〔オープンループ事件申立審〕、札幌高決2010(平成22)年9月16日金判1353号64頁〔同事件抗告審〕、大阪地決2011(平成23)年1月28日金判1390号38頁〔松尾橋梁事件申立審〕、大阪高決2012(平成24)年1月31日金判1390号32頁〔同事件抗告審〕、大阪地決2012(平成24)年4月13日金判1391号52頁〔カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件申立審〕を参照。
- (10) それらの価格のうち①「株式の客観的価値」は裁判例によっては「MBOが行われなかったならば株主が享受しうる価値」といわれることもあり、②「株主が享受すべき企業価値の増大分」は「強制取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」とされることもある。それぞれそれは実質的に「同旨」であるとされ(前掲(注9)のレックスHD事件許可抗告審補足意見(2(1))、または「言い換え」であるとされている(前掲(注9)のサイバードHD事件申立審決定(理由第三・二1(二))およびその決定を引用する同事件抗告審決定)。前掲(注9)のオープンループ事件申立審決定(理由第3・1)およびそれを引用する同事件抗告審決定、ならびに前掲(注9)のカルチュア・コンビニエンス・クラブ事件申立審決定(理由第3・2(1)イ)ではそれぞれについて双方の表現が用いられている。前掲(注9)の松尾橋梁事件申立審決定(理由第2・2(1))およびその決定を引用する同事件抗告審決定、ならびに前掲(注9)のカルチュア・コンビニエンス・クラブ事件申立審決定(理由第3・2(1)ウ)では、①の価格が「ナカリセバ価格」といわれている。
- (11) 株式の「公正な価格」を評価するための基準日は、株主が株式買取請求権を行使してその株式の買取りを個別に請求する場合には(当初の裁判例の立場は分かれていたが)現在の判例法では株式買取請求権の行使日が「公正な価格」の基準日にされている(前掲(注2)のTBS事件許可抗告審決定(理由3(4)イ)、前掲(注2)のインテリジェンス事件許可抗告審決定(理由4(1))、前掲(注4)のテクモ事件許可抗告審決定(理由4(1)ア)。本決定でも、そうした現在の判例法に従って株式買取請求権の行使日が基準日にされている(理由第3・2

(1)イ)。それとは異なり、金銭が対価として交付されその株式が会社により強制取得される株主による価格決定申立ての事案では、会社による株式の強制取得の価格がここでは争われているため会社による株式の「取得日」（会171条1項3号）が「公正な価格」の基準日にされている（注9に掲げた裁判例を参照）。

- (12) もっとも、金銭が対価として交付されて株式が強制取得される場合でも、先行する公開買付けの買付価格を決定する過程において取締役の利益相反関係を抑制する一定の措置がとられていたと評価される場合には、公開買付けの買付価格から①「株式の客観的価値」を控除して②「株主が享受すべき企業価値の増大分」を算定することにより、公開買付けの買付価格が株式の「公正な価格」に認定されている。前掲（注9）のレックスHD事件申立審決定、サンスター事件申立審決定、サイバードHD事件申立審決定、オープンループ事件申立審決定およびそれを引用する同事件抗告審決定を参照。

そうした裁判例および前掲（注8）の日興コーディアルグループ事件決定と本決定は、先行する公開買付けの買付価格を公正なものであると判断している点において共通している。ただし、そうした裁判例および日興コーディアルグループ事件決定とは異なり、本決定ではつぎの2にみるように、そのように公正なものであると判断された公開買付けの買付価格がそのまま基準日における株式の「公正な価格」には認定されておらず、公開買付けの買付価格にもとづき算定され公表された本件の株式交換における株式の交換比率を前提にしてその後形成された基準日における市場株価により基準日における「公正な価格」が認定されている点におも特徴がある。

- (13) 以上のように基準日以前の株式の価格（公開買付けの買付価格または市場価格）を参照して株式の「公正な価格」を認定する場合には、基準日までに生じる一般的な要因による市場株価の変動を基準日における株式の「公正な価格」に反映させる必要性が問題になる。

前掲（注8）の日興コーディアルグループ事件でも会社側は、株式交換の交換条件を決定した時点以降に株式の客観的価値が下落した場合には「公正な価格」には下落分が反映されるべきであると主張した。しかし、裁判所は、株主に株価下落リスクを負わせることは相当ではないとしてその主張を退けている。最高裁は（「公正な価格」としてのナカリセバ価格の認定についてであるが）注6にみたように、基準日までに生じた一般的な要因による市場株価の変動を「公正な価格」に反映させるための補正をするか否かは当該事案の事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量に委ねられることを確認している。

本決定では一般的な要因による市場株価の変動をそのようにして「公正な価格」に反映させたことにより、基準日における株式の「公正な価格」は株式交換に先立ちなされた公開買付けの買付価格を下回る結果になっている。そのように「公正な価格」が公開買付けの買付価格を下回る場合には公開買付けの強圧性の問題が生じることになるとして、「公正な価格」が公開買付けの買付価格を下回することは認められないとする主張が本件でもXによりなされていた（理由第2・3および第3・2(3)イ(i)）。しかし、本件では、公開買付けの計画が公表された際に、公開買付けの後になされる株式交換における株式の交換比率は公開買付けの買付価格と同一の価格を基準にして算定する予定であると公表されており、そのかぎりで公開買付けの強圧性は除かれていたと考えられる。