

株式移転完全子会社の反対株主がした
株式買取請求における「公正な価格」

最二小決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁
〔テクモ株式買取価格決定申立事件許可抗告審決定〕

湯 原 心 一

一 事案の概要

1 事実の概要

A（テクモ株式会社）は、昭和42年7月31日に設立されたゲーム用娯楽機器及びゲーム、娯楽関連ソフトウェアの製造、制作、企画、販売、賃貸、修理及び輸出入等を目的とする株式会社であり、発行済株式の総数は2355万3173株であった。Aの普通株式は、東京証券取引所市場第一部に上場されていた。

Aと同業であるB（株式会社スクウェア・エニックス）は、平成20年8月29日、Aに対して友好的公開買付の条件案（1株当たり920円）を提出し、その旨発表した。

Aは、平成20年9月4日、Y（株式会社コーエーテクモゲームス。商号変更前は株式会社コーエー）との間で経営統合に向けた協議をすることを発表した。当時、AとYとの間には、相互に特別な資本関係はなかった。

A及びYは、平成20年11月18日、A及びYを株式移転完全子会社とし、株式移転設立完全親会社としてC（コーエーテクモホールディングス株式会社）を設立する株式移転計画（以下「本件株式移転計画」という）を作成し、同日の市場取引終了後、これを公表した（以下、同計画に基づく株式移転を「本件株式移転」という）。

本件株式移転計画において、Yの株主に対し、Y株式1株につきC普通株式1株を、Aの株主に対し、A株式1株につきCの普通株式0.9株をそれぞれ割り当てることとされた（以下、これらの割当てに関する比率を「本件株式移転比率」という）。本件株式移転比率は、A及びYが、それぞれ第三者機関に対し株式移転の条件の算定を依頼して得た結果を参考に、協議し、合意されたものである。

平成21年1月26日に開催されたAの株主総会(以下「本件総会」という)において本件株式移転を承認する旨の決議(以下「本件総会決議」という)がされた。これを受けて、同年3月26日、Aの株式は上場廃止となり、同年4月1日、本件株式移転の効力が生じた。

X(ロイヤル・バンク・オブ・カナダ・トラスト・カンパニー(ケイマン)リミテッド)は、英領ケイマン諸島法に準拠して設立された法人であり、合計389万700のA社株式を保有していた。Xは、本件総会に先立ち、本件株式移転に反対する旨をAに通知し、本件総会において本件総会決議が行われるに当たり、これに反対した上、会社法806条5項所定の株式買取請求期間内である平成21年2月12日、Aに対し、Xの保有するA社株式を公正な価格で買い取ることを請求した。

その後、A及びYは、平成22年4月1日を効力発生日とし、Yを吸収合併存続株式会社、Aを吸収合併消滅株式会社とする合併を行った⁽¹⁾。

2 Xの主張

Xは、①マイナスのシナジーが発生したかは、上場会社の株式の客観的価値を表す株価を基本として判断すべき、②本件株式移転では、マイナスのシナジーが発生している、③マイナスのシナジーが発生している場合のナカリセバ価格は、組織再編公表前の市場価格から算出されるべき、④平成20年11月18日以前の6ヶ月間の終値平均は878円である、⑤Bから1株当たり920円での買取提案が公表され、Y社長が買取価格を920円とする旨のインタビューへの回答があったという特段の事情から、公正な価格が920円であると主張した。

3 Yの主張

Yは、①公正な価格は、企業価値の増加を適切に反映したシナジー反映価格とすべき、②本件株式移転比率は、適切にシナジーを分配したものである、③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、④同日に近接した同年2月27日から同年3月26日までの終値平均は620円であるという理由から、公正な価格が620円であると主張した。

Yは、他に、⑤本件株式移転によりプラスのシナジーが発生している、⑥株価が下落したことからマイナスのシナジーが発生したとは言えない、⑦株価の下

(1) テクモ株式会社「合併公告」(平成22年2月25日)、<http://www.tecmo.co.jp/company/pdf/20100225koukoku.pdf>。

(2) マイナスのシナジーが発生した理由として、平成20年11月18日の経営統合の合意発表の翌19日に値幅制限下限の775円まで下落した、同日の終値と平成21年3月25日(上場廃止日前日)の終値を比較すると、日経平均が+1.8%であるのに対して、A社株価は、-24.6%であった、平成20年11月18日のB株式終値(939円)から換算されたA社の理論株価は約845円(≈939×0.9)となり、同日のA社の終値875円及びBからの公開買付提案である920円を下回る等と主張した。

落は、リーマン・ショックに起因する金融危機やヘッジファンドによる A 株式の売却等によるものであり、企業価値が毀損したことを推認させるものではないと主張した。

4 原々決定の判断

原々決定（東京地決平成22年3月31日民集66巻3号1921頁）は、①株主価値が毀損されるなど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、②A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などから、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特段の事情がある、③Aは、本件株式移転によりAの企業価値又は株主価値が毀損されていないことを疎明したとはいえない、④本件における「公正な価格」を、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値を基礎として算定する、具体的には、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判示し、結果として、株式買取請求に係る買取価格を747円と定めた。

5 原決定の判断

原決定（東京高決平成23年3月1日民集66巻3号1943頁）は、①本件株式移転の計画が公表された翌日、Aの市場株価が値幅制限の下限まで下落し、その後も市場全体の株価の推移と比較して大きな下落率で推移したことなどからすると、本件株式移転比率は、経営統合による企業価値の増加を適切に反映したものとはいえない、②本件の「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Aの株式の客観的価値を基礎として算定すべきである、③この客観的価値は、経営統合に向けた協議の開始の公表後であって、できる限り本件株式移転の効力発生日に近接し、かつ、本件株式移転の影響を排除できる、本件株式移転の内容が公表された前日までの市場株価を参照して算定するのが相当であり、④株価の参照は、偶発的要素による株価の変動を排除するために、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Aの市場株価の終値の出来高加重平均値をもってAの株式の客観的価値とみるのが相当であると判示し、株式買取請求に係る株式の買取価格を1株につき747円と定めた。

二 決定要旨

原決定を破棄、差戻し。

I 「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。」

Ⅱ「相互に特別の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。」

なお、須藤正彦裁判官の補足意見がある。

差戻後抗告審決定

差戻後抗告審決定（東京高決平成25年2月28日判タ1393号239頁）は、①本件株式移転によりAの企業価値の増加が生じたかという点について、両社の経営統合計画に基づけば企業価値の増加を見込むことができる、A社株価が一時的に上昇したことやいわゆるリーマン・ショックなどを総合して勘案すれば、本件株式移転による企業価値の増加が生じなかったと評価することは相当ではなく、本件株式移転による経営統合により、Aに正のシナジーが生じているものと認めるのが相当であると判示した。また、②公正な価格の算定方法について、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を認定せず、買取請求をした日である平成21年2月12日におけるA社の市場株価である1株につき691円を買取価格として認定した。

三 研究

結論に賛成。理由について反対。

1 本決定の意義

本決定の主な意義は、⁽³⁾シナジー分配価格が適用となる場合の公正な価格につい

(3) 本件の評釈として、鳥山恭一「判批」金判1389号1頁(2012)、弥永真生「判批」ジュリ1441号2頁(2012)、大塚和成「判批」銀行法務21744号61頁(2012)、石綿学「判批(上)」商事1967号12頁(2012)、石綿学「判批(下)」商事1968号13頁(2012)、伊藤靖史「判批」判

て、株式移転比率が公正であったならば買取請求がなされた日において株式が有している価格であると判示した点（決定要旨Ⅰ）、及び、株式移転において用いられた株式移転比率が公正と認められるための要件について判示した（決定要旨Ⅱ）点にある。

また、公正な価格の算定基準日及び裁判所の裁量に関して、最三小決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁が株式移転においても同様に適用されることが確認された。

2 買取請求権

（1）平成17年改正前商法におけるナカリセバ価格の意義

旧商法下の株式買取請求権は、組織再編の承認決議に不満のある反対株主に当該組織再編が行われないと仮定した場合の価格で会社から退出する機会を提供するものであった⁽⁴⁾。また、反対株主に対して組織再編がなされる前の価値を補償する株式買取請求権は、カルドア=ヒックス効率⁽⁶⁾ではない組織再編が実行されないようにする効果がある⁽⁷⁾。すなわち、当該組織再編から利益を得ることができる者は、組織再編に賛成する。組織再編に反対する者は、株式買取請求権が認められ、組織再編がなされる前の価値が補償されることによって、組織再編から損失を被らないことになる。買取者は、組織再編から損失を被る者に対して、株式買

時2166号172頁（2013）、柴田義明「判批」ジュリ1455号97頁（2013）、藤原俊雄「判批」金判1409号8頁（2013）、柳明昌「判批」リマークス46号94頁（2013）、森まどか「判批」増刊ジュリ1453号（2013）、和田宗久「判批」法セ増12号127頁（2013）、白井正和「判批」民商148巻4-5号438頁（2014）、高橋周史「判批」北大法学論集64巻6号177頁（2014）などがある。

（4）川島いづみ「反対株主の株式買取請求権」江頭憲治郎編『株式会社法大系』189頁（有斐閣、2013）、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』87頁（慶應義塾出版会、2012）。

（5）米国において、組織再編の株主総会決議が全員一致から多数決へ移行する過程において株式買取請求権が発生したと述べるものがある。伊藤紀彦「アメリカにおける株式買取請求権の発生と発展」中京1巻1号259頁、261頁、266頁（1966）、神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整（五・完）」法協99巻2号244頁（1982）。なお、神田・前掲・246頁は、全員一致原則に服することなく合併などを行うための制度として導入されたという見方と、多数決での合併が許容された後、少数株主を保護するために認められた制度であるという見方を紹介する。

（6）ある行動（又は規則）は、社会厚生⁽⁷⁾の総合的な改善（overall improvement）を導く一つであり、少なくとも一当事者が、取引又は政策から損失を被る者すべてを賠償したとしても、それから利得を得ることができる一場合に効率的であると定義される。ROBERT B. COOTER & THOMAS ULEN, LAW AND ECONOMICS 42 (6th ed. 2011)。

（7）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]』274-275頁（商事法務、2007）。ただし、既存の利得をどのように、又、いつの時点（基準日）で算定するのかという問題がある。

取請求によって組織再編がなされる前の価値を補償することになるとしても利益を得る場合にだけ、組織再編を実行する。株式買取請求による補償がなされる結果、当該取引は、パレート改善⁽⁸⁾となるし、また、当該取引は、カルドア＝ヒックス効率的であると言えよう。前述した通り、ナカリセバ価格を保障する株式買取請求権には、当該取引がカルドア＝ヒックス効率的であることを判別し、カルドア＝ヒックス基準⁽⁹⁾に基づいて効率的なものだけが実行されるように担保する機能があると言えよう。

また、全員一致の場合と比較すると、カルドア＝ヒックス効率的な組織再編が実行されるという点で共通であるが、当該組織再編から損失を被る者に対して保障するための事前の交渉が不要である点に違いがある。すなわち、組織再編を多数決で行い、株式買取請求権の手続きを定めることで、交渉費用を削減することが可能となり、会社支配権市場の活性化に寄与するものとなる。

(2) 会社法における公正な価格の意義

学説 前述の通り、平成17年改正前商法におけるナカリセバ価格は、「企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証機能⁽¹⁰⁾」を果たしていると考えられる(以下、この価格を「ナカリセバ価格」という)。他方、公正な価格が認められるこ

(8) パレート効率性 (Pareto efficiency) は、ある所与の資源配分は、当該資源があるグループや領域 (territory) の中で、誰にも悪影響を与えず (worse off) に誰かをより良い状態にする (better off) ような再分配ができないときのみ、効率的であると定義される。COOTER & ULEN, *supra* note 6, at 14.

(9) なお、本稿では、会社支配権市場の活性化の観点から、株式買取請求権で認められる価格がナカリセバ価格の方がシナジー分配価格とナカリセバ価格のいずれか高い方という規範よりも良いのではないかという点について検討しない。江頭憲治郎「裁判における株価の算定一日米比較をまじえて」司法研修所論集122号60頁(2013)(株式買取請求の文脈の公正な価格について、米国では、シナジーを含めるべきではないという見解が相当根強いことを紹介する)、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)』355頁(信山社、2006)参照。なお、田中亘「総括に代えて—企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐政司=辺見紀男編『企業再編の理論と実務—企業再編のすべて』219-223頁(商事法務、2014)は、「いずれか高い方」という定式化について、投機の弊害を指摘している。立法論として、買取価格にシナジーを含めるべきという議論として、江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』272頁、275頁注4、289頁注35(有斐閣、1995)(株式買取請求権が不十分な理由として、(1)行使手続きが煩雑であること、(2)少数株主による権利行使が費用倒れになる可能性が高いこと、及び(3)シナジーが反映されていないことを挙げる)。ここで提起される問題点は、(1)ナカリセバ価格では、株主の保護として、不十分な場合の範囲、及び(2)その場合の救済の方法、であろう。後者は、特に、買取請求権との関係において、ナカリセバ価格を超えるどのような額の補償をすべきかという問題である。

(10) 藤田・前掲注(7)282頁。

とによって、「企業再編によるシナジーの再分配機能」⁽¹¹⁾が追加された（以下、この価格を「シナジー分配価格」という）。シナジー分配価格は、「企業再編がなされること自体は賛成であるが、その対価の定め方に不満があるという理由での反対」⁽¹²⁾に、ナカリセバ価格は、「企業再編がなされること自体への反対」⁽¹³⁾に対応している。そして、学説では、反対株主が、株式買取請求権の行使にあたり、どのような理由により組織再編に反対したかを示させる仕組みをおいていない以上、ナカリセバ価格とシナジー分配価格のいずれか高い額が認められることになるであろうと指摘されている⁽¹⁴⁾。

個別具体的な事案の下でナカリセバ価格又はシナジー分配価格のいずれが適用されるべきか（どのようにいずれが適用されるべきかを判定するか）について、ナカリセバ価格とシナジー分配価格のいずれか高い方が適用されるという見解⁽¹⁵⁾と株主価値の増加又は減少に応じてシナジー分配価格又はナカリセバ価格を基礎とする見解⁽¹⁶⁾がある（詳細について、後述する）。

判例 判例には、いずれか高い方という考え方を踏襲していると思われる言及がある（ただし、決定要旨がいずれか高い方という考え方と整合的でない点について後述する）。最高裁判所は、平成23年の楽天対TBS事件で、反対株主の株式買取請求権に基づく株式買取価格決定の文脈で、反対株主の株式買取請求権及び公正な価格⁽¹⁷⁾の意義について述べ、これは、本件において、以下の通り一般化された。

反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、反対株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、株式移転がされなかったとした場合と経済的に同等の状態を確保し、さらに、株式移転により、組織再編による相乗効果（以下「シナジー効果」という。）その他の企業価値の増加が生ずる場合には、これを適切に分配し得るものとすることにより、反対株主の利益を一定の範囲で保障することにある。

(11) 藤田・前掲注（7）282頁、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法教304号79頁（2006）。

(12) 藤田・前掲注（7）283頁。「新会社法のもとでの株式買取請求権は、あるべき企業再編条件を想定し、それから逸脱した企業再編が行われた場合に反対株主に救済を与えるという性格がある」。藤田・前掲注（7）276頁。

(13) 藤田・前掲注（7）283頁。

(14) 藤田・前掲注（7）283頁。同様の意見として、江頭憲治郎「判批」金判1353号5頁（2010）、江頭憲治郎『株式会社法』872頁注4（有斐閣、第6版、2015）、川島・前掲注（4）189頁、田中亘『『公正な価格』とは何か』法教350号63-64頁（2009）。

(15) 藤田・前掲注（7）282-283頁、田中・前掲注（11）・90頁。

(16) 東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社非訟』112頁（判例タイムズ社、2009）。

(17) 最三小決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁。

理論的な議論において、ナカリセバ価格とシナジー分配価格のいずれか高い方という基準が支配的であることを前提として、次に、決定要旨Ⅰを検討する。

3 決定要旨Ⅰについて

(1) 個別具体的な事案の下でナカリセバ価格又はシナジー分配価格のいずれが適用されるべきか

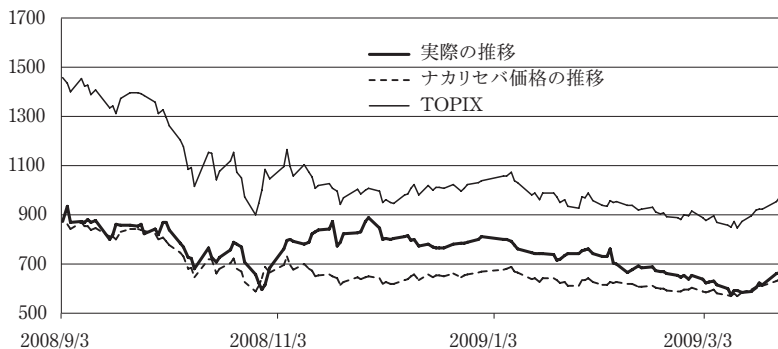
個別具体的な事案の下でナカリセバ価格又はシナジー分配価格のいずれが適用されるべきか(どのようにいずれが適用されるべきかを判定するか)について、企業価値の増加が生じない場合について、最高裁は、ナカリセバ価格を算定し(最三小決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁、最三小決平成23年4月26日集民236号519頁)、本件において、シナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合以外の場合には、シナジー分配価格を算定すると判示している。しかし、ナカリセバ価格を組織再編公表前の株価(若しくは組織再編公表前の一定期間の株価平均)とする場合、又は、ナカリセバ価格がインテリジェンス事件(東京高決平成22年10月19日金判1354号14頁、最三小決平成23年4月26日集民236号519頁)でいうような補正の対象となる場合(図1参照)⁽¹⁸⁾、次のことが言える。

- 組織再編によって、シナジー効果その他の企業価値の増加が生じるとしても、必ずしも、シナジー分配価格がナカリセバ価格を上回るとは限らない。
 - 組織再編の公表直後に株価が下落したとしても、必ずしも、ナカリセバ価格がシナジー分配価格を上回るとは限らない。
 - 逆に、組織再編の公表直後に株価が上昇したとしても、必ずしも、シナジー分配価格がナカリセバ価格を上回るとは限らない。
- 合併比率、交換比率又は移転比率が公正であったとしても、必ずしも、シナジー分配価格がナカリセバ価格を上回るとは限らない。

ナカリセバ価格とシナジー分配価格のうちいずれか高い方を公正な価格とするという解釈をとるのであれば、ナカリセバ価格とシナジー分配価格を両方算出して比較する必要がある。なぜなら、買取請求権の行使日によって、ナカリセバ価格

(18) 株価にプレミアムを付した現金を対価として組織再編が行われ、ナカリセバ価格を組織再編公表前の株価(若しくは組織再編公表前の一定期間の株価平均)とする場合は、シナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合以外の場合に該当し、かつ、組織再編公表後の株価が、買取請求権の行使可能期間中も継続してナカリセバ価格を超えることがあろうから(例外的に、組織再編公表前の一定期間の株価平均とする場合に組織再編公表後の株価が継続して当該平均を下回る可能性がある)、いずれか高い方という定式化と整合的であるといえるかもしれない。しかし、株式が対価の場合やインテリジェンス事件でいうような補正の対象となる場合には、シナジー分配価格が買取請求権の行使可能期間中も継続してナカリセバ価格を超えるとは言えないだろう。

図1 A（テクモ）のナカリセバ価格推移



備考：Bloomberg（東証株価指数）及び日経 NEEDS-FinancialQUEST（その他）のデータを基に作成。A社の平成16年9月1日から平成20年7月31日までの配当及び資本異動を調整した株価と配当込み東証株価指数の終値（日次）に基づく収益率に基づき、 $\alpha = 0.00015827$ 、 $\beta = 0.839714281$ を得、AとYの経営統合に関する情報が市場価格に反映される前営業日の平成20年9月3日の株価を基準（参照日）とした。

格が高くなる場合も、シナジー分配価格（本件でいう現実の市場価格）が高くなる場合もあるからである。決定要旨Iは、シナジー分配価格の適用範囲について、シナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合以外の場合と判示した。最高裁の判示がいずれか高い方という定式化と整合的であるためには、この場合には、シナジー分配価格がナカリセバ価格を必ず上回らなければならない。しかし、組織再編によって、シナジー効果その他の企業価値の増加が生じるとしても、シナジー分配価格は、必ずしもナカリセバ価格を上回るとは限らない。そのため、本決定が用いる手法はナカリセバ価格又はシナジー分配価格のいずれか高い方という定式化とは矛盾するものであると言える。この場合、前述のカルドア

(19) ナカリセバ価格とシナジー分配価格のうち高い方という定式化がなされる場合に、投資家によって鞘取りが行われ、実際の株価変動がナカリセバ価格（に取引費用と鞘取りのリスクを勘案した額）を下限とするものになるか、実証研究の余地がある。

(20) 石綿・判批（上）・前掲注（3）19頁、20頁注19。実際、最高裁による差戻後の抗告審決定（東京高決平成25年2月28日判タ1393号239頁）は、シナジー分配価格として、691円と定めた。これは、ナカリセバ価格として判示した原々決定や最初の抗告審決定の747円よりも低い額である。ナカリセバ価格として747円を過去に認定しておきながら、シナジー分配価格として、691円と定めているのであるから、抗告審は、「いずれか高い方」という定式を採用していないと言える。弥永真生「判批」ジュリ1465号103-106頁（2014）は、ナカリセバ価格について疎明をしなくとも、ナカリセバ価格について保護される建前であるから、企業価値の毀損の有無の判断に終始している同抗告審決定は、肝心な問題の検討を欠いていると述べる。柴田・前掲注（3）98頁は、「企業価値の増加が生じない」場合にはナカリセバ価格

＝ヒックス効率ではない組織再編が実行されないようにするという株式買取請求権の機能が失われるため、平成17年改正前の状態よりも法制度として後退しているように思われる。過去の最高裁決定と整合的であるためには算定基準日である株式買取請求権の行使日のナカリセバ価格と比較して、シナジー分配価格が高い場合、シナジー分配価格が用いられる⁽²¹⁾という基準を採用すべきだったものと思われる。

なお、本件では、株式買取請求権が行使された平成21年2月12日の株価が691円であり、これがシナジー分配価格であると認められている。これを所与とすれば、同日における図1に基づいて計算されるナカリセバ価格が約606円であるから、本件において、公正な価格をシナジー分配価格(＝現実の株価＝691円)とするという最高裁の結論は正しい。

(2) 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 以外の場合の公正な価格

本件は、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以外の場合の公正な価格が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であると述べる。ここで、株式移転比率が公正であれば、公正な価格(本件の文脈ではシナジー分配価格)と解釈されるべきかが問題となる。この点は、決定要旨Ⅱと密接な関係にあるため、決定要旨Ⅱにおいて検討する。

4 決定要旨Ⅱについて

決定要旨Ⅱは、相互に特別の資本関係がない会社間において、一般に公正と認められる⁽²²⁾手続により株式移転の効力が発生した場合には、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と述べる。

となるが、そうでなければ「企業価値の増加が生ずる」ことを示さなくとも、再編比率の公正を問題とすれば足りることとなると述べる。これは、原則、組織再編比率の公正を争い、「企業価値の増加が生じない」ことの疎明があった場合のみ、ナカリセバ価格となるとの意見であろう。

- (21) なお、逆に、算定基準日である株式買取請求権の行使日のシナジー分配価格と比較して、ナカリセバ価格が高い場合、ナカリセバ価格が用いられるべきである。
- (22) 本決定によって一般に公正と認められる手続きの内容として、相互に特別の資本関係がない会社間の組織再編の場合、少なくとも、①株主の判断の基礎となる情報が適切に開示されること、及び②適法に株主総会で承認されることが必要であることが示されたとの指摘がある。高橋・前掲注(3)196頁。
- (23) なお、森・前掲注(3)102頁は、多くの株主が、非合理的な決定を行っただけという場合について、本決定に従えば、一般に公正と認められる手続きに従って総会で特別決議が成立する場合には、公正な価格は基準時の株価となると述べる。

有力説ないし多数説は、独立当事者間での交渉の上で合意される企業再編の条件をもって「公正な価格」の基準⁽²⁴⁾としている。

（１）株式移転比率が公正といえるかについての判断基準

決定要旨Ⅱに関して、①特別の資本関係がない会社間について、原則として、株式移転比率が公正と言えるか、及び②特段の事情について検討する。

資本関係がない会社間の交渉 特別の資本関係が存在しない場合、株式移転比率が公正という理由は、取締役が善管注意義務や忠実義務に違反せずに組織再編の相手方と交渉したのであれば、それよりも良い条件を得ることができるという積極的な根拠がないという点に求められるであろう（相手方が交渉において譲歩する理由がないと言い換えることができよう⁽²⁵⁾）。

特段の事情の類型 裁判所は、決定要旨Ⅱにおいて特段の事情の前に「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」特段の事情という限定を付す。株主総会における判断が妨げられる理由として、虚偽記載や相場操縦⁽²⁷⁾等により市場価格が歪められている場合、取締役に忠実義務・注意義務違反⁽²⁸⁾があり、合意された対価が不十分である場合及び組織再編⁽³⁰⁾以外に株価の大幅下落を生じさせる要因が見当たらない場合⁽²⁹⁾が指摘されている。

(24) 藤田・前掲注（７）290頁、伊藤靖史ほか『事例で考える会社法』392頁（有斐閣、2011）〔田中亘〕、川島・前掲注（４）197頁。

(25) 須藤正彦裁判官の補足意見では、シナジーの企業価値に応じた分配という例が挙げられている。田中亘「MBOにおける『公正な価格』」金判1282号20頁、21頁（2008）は、ゲーム理論に基づく取引の余剰の分配について、「我慢強さ」を示す時間選好が具体的に主張・証明できない場合、両当事者で等しいと仮定し、かつ、交渉が決裂したときに各当事者が有する代替的取引機会（退出オプション）を双方が具体的に主張・証明できない場合と仮定した上で、理論上、1対1の分配が予想されると指摘する。

(26) 大塚・前掲注（３）61頁（不適切な情報開示や株主総会手続の違法により株主の合理的な判断が妨げられた場合）、藤原・前掲注（３）11頁（虚偽記載への言及）。

(27) 柴田・前掲注（３）99頁（相場操縦への言及）。

(28) 柳・前掲注（３）97頁（裁判所の介入の必要性が高いと述べる）、大塚・前掲注（３）61頁（取締役が忠実義務に違反するような交渉を行った場合）。

(29) 柳・前掲注（３）97頁（組織再編条件の公正さを疑わせる事情があると考えて良いのではないかと述べる）。反対、石綿・判批（下）・前掲注（３）17頁。

(30) 一般化して言えば、組織再編の対価を株主が判断する場合の前提となる情報は、①既存の事業価値、例えば、既存の株式の価値を判断するために組織再編が行われない場合の会社の事業計画、ひいてはこれによって算出される株式の価値、②組織再編が行われた後の事業価値、例えば、組織再編が行われた後の事業計画、③組織再編の対価の価値、例えば、現金であれば、組織再編が行われた後の事業価値に見合っているか、株式であれば、合併比率、交換比率及び移転比率から算出される価値が組織再編が行われた後の事業価値に見合っているか、④機会費用、例えば、他により良い条件の組織再編が存在しないか、⑤組織再編に伴

また、特別な事情は、「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」ものに限定されるかという問題が考えられる。組織再編の決定に市場原理が働かない場合(例えば、会社救済の事案⁽³¹⁾)、友好的な組織再編について取締役が買収会社から私的利益を得る場合⁽³²⁾及び経営者が自らを組織再編の取引相手として選択する場合(マネジメント・バイアウト⁽³³⁾)⁽³⁴⁾が考えられる。

(2) 株式移転比率が公正な場合で株価を用いることができないとき

株式移転比率が公正であれば、市場価格がシナジー分配価格を表す公正な価格と解釈されるべきかという点について、例外が存在するかという問題が考えられる(実際、決定要旨Iにも「原則として」という条件が付されている)。この問題は、株式移転比率が公正な場合でも、シナジー分配価格を表す公正な価格とはならない場合が存在するかという問題と換言できるかもしれない。ただし、前述の特段の事情に該当するか否かと明確に区別することができない状況もありえよう。本稿では、この例外として、情報の非対称性⁽³⁶⁾と市場の非効率性⁽³⁷⁾を検討したい。

情報の非対称性 情報の非対称性がある場合とは、例えば、友好的な組織再編

って株主以外(会社支配権移転に伴う取締役との委任契約解除に伴う補償を含む)に資金が流出していないか、それが本来株主に帰属するものではないかについて株主が判断するための手続きが必要ということになる。代表的な方法は、情報開示である。なお、注(35)参照。

(31) 救済の事案では、特に潜在的な買収者が限定されることになる。理由として、①救済される会社よりも規模の大きい買収者でない、買収後の再生が難しいため潜在的な買収者として小規模の買収者が除かれる、②同業他社以外が買収する可能性が低くなる(事業上のシナジーの存在によって再生する可能性が高まることが考えられるが、事業上のシナジーが存在しない場合、純粋に経営手腕だけで再生する必要がある)、③救済の事案は、そうでない事案に比べてリスクが高い、ということが挙げられる。

(32) 白井・前掲注(3)449頁。

(33) 市場原理が働かない場合の解決法は、買取請求権のみに限られるものではない。取締役の義務の観点から取引相手の選択の問題を議論するものとして、玉井利幸「MBOに対する司法審査のあり方と取締役の義務—公正価値移転義務とレブロン義務—」南山38巻1号115-118頁(2014)。

(34) 伊藤ほか・前掲注(24)392頁〔田中亘〕(当事者間の交渉力に関する記述)参照。

(35) これらの例が示す通り、「一般に公正と認められる手続き」に従ったからといって、株式移転比率を自動的に公正なものとするとはできないように思われる。フェアネス・オピニオンを取得すること、多数株主の承認、少数派株主の多数の承認などは、非効率的な組織再編を防止するという観点から決定的な要素にならないように思われる。フェアネス・オピニオンに関する議論について、永江亘「我が国におけるフェアネス・オピニオンの位置づけと法的問題(一)」金沢55巻1号31頁(2012)参照。

(36) 須藤正彦裁判官の補足意見も情報の非対称性に言及している。

(37) 拙稿「証券市場の効率性の分類とその会社法・証券法事案への応用(3・完)」早稲田大学法研論集146号225頁(2013)(市場株価との関係で、情報効率性だけでなく、基礎的価

において買収者がデュー・ディリジェンスを行い、買収対象会社（被買収会社）の内部情報である製品の開発計画を知る場合で、当該開発計画が株主価値を相当程度高めるものである場合で、当該情報が開示されない場合である。この場合には、次の2つの論点が考えられよう。

- 第一に、この情報の非対称性を、組織再編で用いられる合併比率、交換比率や株式移転比率が合理的なものであるかを判断するための前提となる情報が欠けているとして、合理的な判断が妨げられる特段の事情と考えるかである⁽³⁸⁾。友好的な買収者や対象会社の取締役と対象会社の株主との間の情報の非対称性を、株主総会決議における判断の前提とするのか、それとも情報の非対称性があっても株主総会決議が可能であるとするのかである。
- 第二に、合併比率等が公正である場合で、情報の非対称性を緩和する仕組みが存在するとき、市場価格をシナジー分配価格と見ることができるとある。友好的な買収者や対象会社の取締役と対象会社の株主との間の情報の非対称性を不可避的なものだと考える場合、独立当事者間の取引において取締役会が賛成したこと等を以って、情報の非対称性を完全に解消する必要はないとの立場は考えられよう⁽³⁹⁾。

市場の非効率性 市場が非効率的であり市場価格が基礎的価値に関する効率性（fundamental value efficiency⁽⁴⁰⁾）を有していない場合⁽⁴¹⁾、当該市場の非効率性が解消

値に関する効率性が考慮されるべき場合について言及する。

(38) 情報の非対称性が解消されない限り、一般に公正と認められる手続として、マネジメント・バイアウトや支配株主による少数株主の排除などに本件を適用することには慎重であるべきと思われる。情報の非対称性が存在することにより、社会的に望ましくない組織再編が行われる可能性が存在するからである。

(39) この場合の論点として、情報の非対称性が完全に解消されなくとも①取締役の善管注意義務等、他の制度で情報の非対称性から生じる問題が解消されるのか、特に、当該制度に実行力があるのかという問題と、②マネジメント・バイアウトや支配株主による少数株主の排除などのように、利益相反の存在から、情報の非対称性の解消が重視されるべき類型が存在するかという点が挙げられよう。

(40) 拙稿・前掲注 (37) 221-222頁。

(41) 市場が非効率的であるというシナジー分配価格が用いることができない場合について、ナカリセバ価格を株価を用いて算定することができるかについては、次の点が問題となる。すなわち、ナカリセバ価格を株価を用いて算定するか否かである。ナカリセバ価格として株価を用いる場合（及び株価を補正してナカリセバ価格を算定する場合）には、少なくとも、株価について（基礎的価値に関する効率性ではなく）情報効率性が必要である。拙稿・前掲注 (37) 224-225頁。基礎的価値に関する効率性を満たさないが情報効率性を満たす場合、裁判所は、株価を用いて算定したナカリセバ価格と株価を用いずに算定したシナジー分配価

されるべきか、及び、市場の非効率性に関するリスクを誰が負担するかという問題が考えられる⁽⁴³⁾。

通常、市場が非効率であるとしても、取締役に当該市場の非効率性を解消することが義務として課されることはないと考えられる(情報を開示しても株価が反応しない場合に、取締役ができることは限られている)⁽⁴⁴⁾。他方、取締役が市場に情報が反映されないことを奇貨としてマネジメント・バイアウトを行う場合には、株主は、市場価格を用いる以外の方法で公正な価格を算定することが許容される余地がある⁽⁴⁵⁾。私は、会社支配権市場の活性化のために取締役の経営判断を尊重すべきという意見があることを理解している。しかし、会社法が買取請求について

格を比較することになる。情報効率性を満たさない場合には、株価を用いてナカリセバ価格を算定することができない。この場合、株価を用いずに算定したナカリセバ価格と同じく株価を用いずに算定したシナジー分配を比較することになる。

(42) 飯田秀総「企業再編・企業買収における株式買取請求・取得価格決定の申立て―株式の評価」法教384号33頁(2012)(TBS事件及びテコム事件における最高裁の考え方が効率的市場仮説を前提とする立場であると指摘する)。

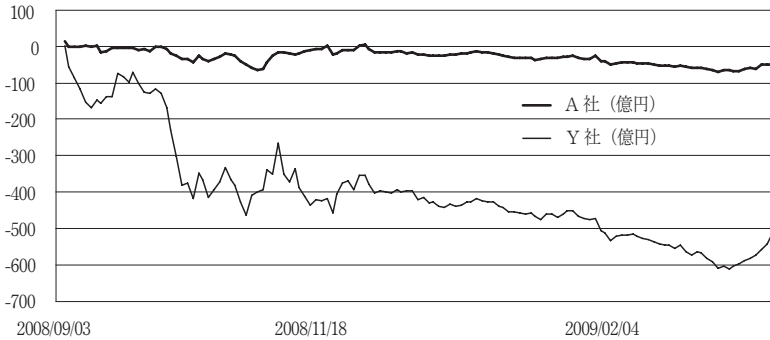
(43) 須藤正彦裁判官は補足意見で、「市場株価にはその公正な株式移転比率も織り込まれる」と述べ、公正な株式移転比率が市場価格に反映するかについて断定していない。組織再編の成否や金利の影響などの影響を無視すれば、本件株式移転比率の公表後は、理論的には、YとAの株価が1対0.9で推移すると考えられる。しかし、株価の推移は、厳密にこの理論価格に追随するものではない。例えば、2008年11月25日の終値は、A社が828円であるのに対して、Y社が1010円であった。これは理論価格に比して、-8.91%の乖離がある。これが、組織再編の成否や金利の影響などで説明がつくかが問題となる。また、「企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情があるとまではいえないとしても、市場株価の前記の特質からすれば、特定の時点の市場株価は企業の客観的価値を反映した価格と乖離しているのではないかと疑わしめるような場合もある」と述べる。

(44) 例えば、①TDnetやEDINETにおいて情報を開示し、ウェブサイトにプレスリリースを掲示し、当該情報がBloombergやReutersで配信され、②インベスター・リレーションズにおいて主要な投資家に当該情報を説明してもなお、当該情報が株価に反映しない場合、取締役にはできることは限られよう。

(45) 須藤正彦裁判官の補足意見では、財務的な評価算定方法について所詮は不確定的な数値による予測等を基にするという性質は避けられず、不確実性を免れないと批判されている。

(46) シナジーの分配の問題が取引一般の当事者間において常に存在する余剰の分配の問題であるという意見がある。藤田・前掲注(7)289頁、飯田・前掲注(42)30頁、白井・前掲注(3)449頁。これらの意見は、いずれも例外として、資本多数決によって多数株主の意向に沿った決定がされる例を挙げる。藤田・前掲注(7)289-290頁、飯田・前掲注(42)30頁、白井・前掲注(3)449頁。しかし、組織再編法制の目的を社会厚生を最大化であると捉える場合(特に、この目的の中に社会厚生を減少させる組織再編を妨げる又は減少させるがあるとき)、組織法上の介入の必要性は、資本多数決の問題に限られないように思われる。

図2 AとYのナカリセバ価格とシナジー分配価格の差額推移



備考：議論を単純にするためナカリセバ価格を組織再編公表前日の終値と仮定し、かつ、シナジー分配価格を実際の株価であると仮定し、A社とYの平成20年9月3日の株価を基準に、ナカリセバ価格とシナジー分配価格の差額に株式数を乗じた総額を算定した。この例では、両社に負のシナジーが分配されているが、一定の比率によらないことがわかる。日経NEEDS-FinancialQUESTのデータを基に作成。

公正な価格を認めたことを重視する場合、市場の非効率性という理由に基づき、市場価格を用いる以外の方法で公正な価格が算定される可能性が無視できないように思われる。

(3) シナジーの分配比率についての示唆

最高裁判所は、公正な価格の算定は、株式買取請求権の行使日で行われると判示している（ナカリセバ価格について最三小決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁、最三小決平成23年4月26日集民236号519頁、シナジー分配価格について本件）。組織再編に基づくシナジーの額やその割合が日々変動し、投資家によって算定基準日が異なりうるから、最高裁判所の判示は、公正な価格の算定⁽⁴⁷⁾が当たって、規範となる一定のシナジーの分配割合を示すものではなく（図2参照）、また、どのよう

(47) 同じ事案でも買取請求権を行使する日によって、シナジーの額やその分配割合が異なることを許容する判示であると言える。ある株主によって買取請求権が行使された日のシナジーの分配割合が1対1だとし、別の株主によって買取請求権が行使された10日後のシナジー分配割合が1対1.1となる可能性があり、裁判所は、いずれも公正な価格となりうるかと判示している。ここから、裁判所は、特定の比率でシナジーの分配がなされなければならないとしているとは読み取れない。シナジーの額の分配比率が統合後の株式数の比率に基づき一定の値に収束するのではないかという点について、①組織再編の公表前日の株価が必ずしも移転比率に従ったものではないから、シナジーの額の分配比率が統合後の株式数の比率とはならないことがある、②日々、理論値からの乖離が生じうる（本稿脚注43参照）、及び③対価が現金の場合には、対象会社の株価がもっぱら固定され、統合後の企業価値への影響は、もっぱら買取会社の株価に反映されるから、シナジー額の分配が特定の比率で固定されないとい

にシナジーを分配すべきかについて規範を示すものではない。