

反対株主の株式買取請求と 「公正な価格」について

弁護士 草地 邦晴

1 はじめに

会社の重要な組織変更等が行われた場合に、決議に反対した株主が株式買取請求権を行使したものの(※1)、その買取価格についての協議が会社との間で整わず、裁判所に対して価格決定の申立てが行われるという事案を目にすることが多くなった。商法においては、株式買取請求権にかかる株式の価格は、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と定められていたが、平成18年施行の会社法においては、単に「公正な価格」と改められた。その趣旨は、企業再編等に反対した株主に投下資本の回収の機会を与えるに際し、企業再編が為されなかった場合の経済状態を保証するだけでなく、企業再編によるシナジー(相乗効果)を適正に反映させ分配するという機能が付加されたものと考えられているが(※2 787頁)、その具体的な価格の算定方法については定めがなく、論者によって様々である(※3)。下級審による決定の内容も、必ずしも一致していないため(最近のものとして※4)、日々変動する株式価値をどの時点で算定するのか、またシナジーの反映した価値をどのような資料から算定するのか等について、会社と株主の見解が分かれ、買取価格の協議が整わない原因となっているとも言えよう。

そこで、最近の裁判所における決定例を参考にしたが、株式買取請求における「公正な価格」についての論点を検討したい。

2 「公正な価格」の意義

この点については、上記の改正の趣旨を踏まえ、基本的に買取価格の決定は、諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねられている(最決昭和48年3月1日)ことを前提としながら、「①『決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格』と②当該企業再編が行われたことを仮定し、そのシナジーなどを考慮した上で、公正な条件によって企業再編がなされたとすれば、株主が得たであろう利益のいずれか多い額を意味すると解するのが一般的である。他方、定款変更等の場合には、多くの場合、①が公正

な価格ということになる。」(※3 i)とされている。

裁判所の決定例においても、ほぼ同趣旨が述べられ、例えば決定⑨では「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」とされているが、決定⑩では「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、…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。」としている。

3 「公正な価格」の基準時

問題は、どの時点における株式価値をもって「公正な価格」を算定するかである。この点について、学説、裁判所の判断は一致していない。

A 承認決議時説

当該企業再編の承認決議が行われた時点を基準時とする説である。しかし、この説に対しては、その後買取請求時までには株価が上昇したときには市場売却し、下落した場合には買取請求できることから、リスクなき投機が可能となり、株主に決議反対のインセンティブが与えられてしまう(後に買取請求するかどうかは留保しつつ、とりあえず決議に反対する)として、現在では否定的な見解が多い。

B 買取請求時説(決定②⑥)

買取請求権の行使は形成権であることから、その成立時である買取請求権の行使時を基準時とする説である。理論的に整合性があるが、当該株主がいつ買取請求をしたかによって基準時が変わることになり、各株主間における買取価格もばらばらになり、株主間の不平等を生むとともに、会社の事務処理上の困難を生じるとの批判がある。

C 効力発生時説(決定④⑤⑦⑧⑨)

A説、B説の問題点を踏まえつつ、株式買取請求の効力が確定的に生じることになる(参797条7項)当該再編行為等の効力発生時を基準時とする説である。近時有力な立場であるが、例えば吸収分割の場合には、確定的な効力の発生は代金支払時(786条5項)とされていることから疑問視する立場もある(決定⑩)。

D 買取請求期間満了時説(決定⑩)

A～C説の問題点を踏まえつつ、決定⑩で示された考え方で、理論的には契約成立時点の価値を基準とするのが相当であることから、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としつつ、反対株主平等の観点から同一の時点を基準とするべきであり、投機的な行為も制限される買取請求期間満了時が相当とするものである。

E 裁判所の合理的裁量説(決定①)

株主の投機的行動をとらせる誘因となるような価格を除いた価格(B説、C説など)の中からいずれを採用するかは、事案に応じて裁判所の合理的な裁量に委ねられるとする説。

近時の傾向としてはC説が優勢となっていたが、東京高裁が決定⑩でD説を採用したことから、今後の動向が注目される。

4 基準時における「公正な価格」を、何を基に算定するか。

株式価値の基準時が定まったとしても、その価値をどのような資料を基に実際に算定するのが、次の問題となる。

この点については、「当該当時会社が上場会社である場合において、株式交換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は、原則として株式市場で成立する市場価格を基本として算定されるべき」(決定④)とされている。「株式市場においては、多数の投資家の評価を通して、企業を取り巻く経済環境下における、個別企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどが考慮された企業の客観的価値が株価に反映しているということができ」るためである。ただ、この場合においても、基準時における株式価値の算定をどの時点の株価を参考にして定めるかは、見解が分れる。

A 基準時の終値

決定①②⑥⑩

B 基準時の直前1ヶ月間の終値の出来高加重平均値

決定④⑤⑧(但し、決定⑧は、最終的には会社が事前に提示した株式価格(算定価格を上回る)を採用)

A説は理論的にも簡明であるが、B説は基準時における一時的、偶然的な株価変動を排除する趣旨と考えられ、合理性を有するようと思われる。A説を原則としつつ、その補正が必要と考えられるような

事案についてはB説を採用するという事も考えられよう。

もっとも、基準時における市場価格が、会社の客観的価値を反映していないことを窺わせる特段の事情があるような場合には、これによることは相当ではないとされ、例えば、株価操作を目的とする不正な手段による影響(決定⑩の例示)、異常な価格形成が窺える場合(決定④⑤の例示)などが考えられるところであるが、本論点においてこれが具体的に認定された事案は見あたらなかった。

5 「ナカリセバ基準」による場合の算定

他方、平均株価が上昇し、計画公表以外に要因が見あたらぬのに直後に極端な市場価格の低下を招いている場合(決定⑨)、他の組織再編行為や組織上の行為等と連動して当該企業再編等が行われることにより、企業価値又は株主価値の毀損を生じさせていると認められるような場合(決定⑩で例示)には、ナカリセバ基準により価格が決定されることになる。

ナカリセバ基準による場合、基準時における「公正な価格」決定の基礎とされる株式価値としては、決定⑨においては、計画公表直前1ヶ月間の終値の出来高加重平均値が採用されている。これも一時的、偶然的な要素を排除する趣旨でこのような期間が設定されたものと考えられる。さらに、計画公表時からの期間については、市場や業界全体の相場動向を反映した補正を行うべきとする見解もあるが(※3 i、※2 757頁など)、その補正基準の設定は容易ではないように思われる。

6 その他の問題

組織再編行為については、他の行為と連続的に、あるいは全体的な計画の中の一部として行われるようなことも多いため、こうした一連の行為をも考慮すると、実際に公正な価格を算定することは困難である。(決定③では、公開買付と株式交換が連続して一連のものとして行われた場合において、直前に行われた公開買付価格を「公正な価格」と認定した。)

また、決定⑩では、基準時における株式価値には、吸収分割がなければ得られたはずのシナジー効果(当該大株主との業務提携)が反映されていない、また、まとまった株式の売買事例では一定程度のプレミアムが加算されるのが通常として、得べかりシナジー効果分や支配権プレミアムを加算すべきこと

も主張されていたが、裁判所は、実際に業務提携がなされていなかったこと、また、支配権プレミアム自体を一般化することは相当ではなく、少なくとも発行会社ひいては一般株主の負担においてこれを回収することは許容すべきではない、としていずれもこれを退けている。

7 以上のように、公正な価格の算定については、未だ裁判所の基準も確定したものとは言い難い状況にある。個別の事情が様々であることから、画一的な判断が難しい場面もあると思われるが、決定⑩が東京高裁の判断であり、理論的にはかなり整理されてきた印象もあることから、さらに議論が深まることが期待される。

以上

- ※1 株式買取請求権が発生する場合としては、株式譲渡制限等の定めを設ける定款変更(116条1項1号、2号)や、種類株主に損害を及ぼすおそれがある一定の場合(同条項3号)、事業譲渡等(469条)、吸収合併、吸収分割又は株式交換(785条、797条)、新設合併、新設分割又は株式移転(806条)が行われる場合などがある。
- ※2 「株式会社法」第2版 江頭憲治郎 有斐閣
- ※3 詳しく検討されているものとして、次のものを参照した。
 - i 「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」弥永真生 商事法務no.1867 4頁～
 - ii 「『公正な価格』とは何か」田中亘 法学教室no.350 61頁～
 - iii 「テクモ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討 [上]」 弁護士太田洋 商事法務no.1906 53頁～
- ※4 最近の決定例
 - ①平成20年11月13日大阪地裁決定 (金融・商事判例no.1339 56頁～) あおみ建設株式買取価格決定申立事件(786条事案)
 - ②平成21年3月16日神戸地裁決定 (金融・商事判例no.1320 59頁～) 三共生興株式買取価格決定申立事件(798条事案)
 - ③平成21年3月31日東京地裁決定 (金融・商事判例no.1315 26頁～) 日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件(786条事案)
 - ④平成21年4月17日東京地裁決定 (金融・商事判例no.1320 31頁～) 協和発酵キリン株式買取価格決定申立事件 I (798条事案)
 - ⑤平成21年5月13日東京地裁決定 (金融・商事判例no.1320 31頁～) 協和発酵キリン株式買取価格決定申立事件 II (798条事案)
 - ⑥平成21年7月17日東京高裁決定 (金融・商事判例no.1341 31頁～) ノジマ株式買取価格決定申立事件抗告審決定(798条事案)
 - ⑦平成21年10月19日東京地裁決定 (金融・商事判例no.1329 30頁～) 旧カネボウ第2次株式買取価格決定申立事件(786条事案)
 - ⑧平成22年3月5日東京地裁決定

(金融・商事判例no.1339 44頁～)

楽天対TBS株式買取価格決定申立事件(原決定)(786条事案)

⑨平成22年3月31日東京地裁決定

(金融・商事判例no.1344 36頁～)

テクモ株式買取価格決定申立事件(807条事案)

⑩平成22年7月7日東京高裁決定

(金融・商事判例no.1346 14頁～)

楽天対TBS株式買取価格決定申立事件抗告審決定(786条事案)

※5 なお、市場価格がない場合についてどのような算定方法によるかも、重要な問題であり、近時重要な決定が出されているところであるが、紙面の都合上今回は割愛する。「取引相場のない株式の評価方法選択のあり方」(伊藤達哉 商事法務no.1892 40頁～)などを参考にされたい。