

# 大証金融商品取引法研究会

株主の議決権行使のインセンティブの歪み

－株式買取請求権確保のための議決権行使と「公正な価格」の解釈－

平成 21 年 12 月 25 日（金） 15:00～17:00 大阪証券取引所 5 階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

石田 眞得 関西学院大学法学部教授  
伊藤 靖史 同志社大学法学部教授  
加藤 貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授  
河本 一郎 神戸大学名誉教授・弁護士  
岸田 雅雄 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授  
北村 雅史 京都大学大学院法学研究科教授  
黒沼 悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授  
志谷 匡史 神戸大学大学院法学研究科教授  
洲崎 博史 京都大学大学院法学研究科教授  
龍田 節 京都大学名誉教授・弁護士  
船津 浩司 同志社大学法学部助教  
前田 雅弘 京都大学大学院法学研究科教授  
松尾 健一 同志社大学法学部准教授  
森田 章 同志社大学大学院司法研究科・法学部教授  
森本 滋 同志社大学大学院司法研究科教授  
行澤 一人 神戸大学大学院法学研究科教授

○森田　それでは、大証金融商品取引法研究会を開催させていただきたいと思います。  
本日は、松尾先生から「株主の議決権行使のインセンティブの歪み　―株式買取請求  
権確保のための議決権行使と「公正な価格」の解釈―」についてご報告いただきます。  
よろしく申し上げます。

~~~~~

【報　告】

## 株主の議決権行使のインセンティブの歪み ―株式買取請求権確保のための議決権行使と「公正な価格」の解釈―

同志社大学法学部准教授

松　尾　健　一

当初は、「株主の議決権行使のインセンティブの歪み」ということで、エンパイ・ボ  
ーディングですとか、あるいはショートポジションを持っている株主による議決権行使と  
いった海外で問題となっているような事例も取り上げようと思っていたのですが、日本で  
今最も問題になりそうな株式買取請求権のことを検討しておりましたら、それで随分量  
になりましたので、これに絞って報告させていただきたいと思います。

### 1　議決権行使のインセンティブの歪み

#### 1.1　株式買取請求権確保のための議決権行使

会社法の前提としましては、残余権者としての株主は、残余価値を高めるインセンティ  
ブを持っている、したがって、この株主に議決権を与えておけば、企業価値を高める議案  
に賛成し、企業価値を毀損するような議案には反対するということが想定されています。  
だからこそ株主に議決権を与えているという説明がなされることが多いかと思えます。

他方、株式買取請求権の行使の要件を見ても、議決権を行使できる議決権付の株  
式については、事前に会社に対して反対の通知をした上で、実際に決議に反対することが  
求められています。

レジュメの最後の表1ですが、吸収合併における消滅会社株主の合併承認決議における

投票とB社株主が得るものをまとめますと、このような表になります。それによりますと、自分の議決権行使が合併の承認、不承認に影響を与えないというふうを考えるB社株主としては、最も有利になるのは反対した場合で、自身は反対したけれども合併は承認されて、株式買取請求権がついてくる、これが選択肢の中では最も有利な価値の高いものということになります。

そうすると、本来は合併が望ましいものであるかもしれないけれども、そうであるか否かにかかわらず、株式買取請求権を行使するために決議に反対するインセンティブが生じる可能性があります。これは、前述の会社法的前提とずれていることになるかと思えます。

そして、この買取請求権を確保するために決議に反対するインセンティブの強さというのは、買取請求権を会社に株式を買ってもらえるプットオプションだというふうを考えますと、そのプットオプションの価値に左右されることとなり、それが高ければ高いほど反対するインセンティブが強くなると考えられます。プットオプションの価値というのは、その内容、特に行使価格、株式買取請求権の場合はこれが「公正な価格」になります、あるいは買取請求期間というものによって決まってくるわけです。

そうしますと、この「公正な価格」を解釈するに当たりまして、こういったインセンティブができるだけ生じないように配慮をしながら解釈する必要があるのではなかろうかということが考えられます。

## 1.2 大口投資家による買取請求権行使の事例

ところで、最近の買取請求権が行使された例の中には、例えば電源開発株式会社とその完全子会社との間の吸収分割に反対する電源開発株主による買取請求権の行使の例があり、そこでは発行済株式総数の約10%相当分の株主による買取請求がなされました。

また、株式会社コーエーとテクモ株式会社の共同株式移転によるコーエーテクモホールディングスの設立に反対したテクモの株主が、1名で約16%を保有していましたが、買取請求権を行使した事例があります。

さらに有名なところでは、東京放送ホールディングスとその完全子会社である株式会社TBSとの吸収分割に反対した株主（楽天株式会社ほか1名）が買取請求権を行使した。これは2名の株主の保有株式が19.83%相当であるという報道がなされています。これだけ割合の大きい株式について買取請求権が問題になりますと、先ほど言ったようなインセンティブというのも無視できない。つまり、プットオプションとしての価値がこれだ

けの株式数分になりますと相当大きくなりますので、インセンティブも十分に高まると思います。したがって、こういったことを真剣に検討する余地があると言えるかと思います。

### 1.3 買取請求権行使目的での株式取得

このような状況下で、主として実務家の方から次のような指摘がなされています。「近時、アービトラージ（裁定取引）を目的に、組織再編に関する公表がなされた後に、それを知ってことさらに組織再編の対象上場会社の株式を買い集める動きが事実として広がっている」というものです（太田洋「日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討」商事1869号4頁，13頁，2009年）。

もっとも、そのような動きの一因は、あるいは主因なのかもしれませんが、税制にあるようですけれども、資料の裁判例の2ページ、協和発酵とキリンの事件などでは、反対株主が組織再編計画の公表後に株式を取得した者でありまして、そういった動きがあることは間違いないようです。

### 1.4 インセンティブの歪みを考慮する必要

そうしますと、やはり「公正な価格」の解釈等において、こういったインセンティブの歪みを考慮する必要があるのではないかということになります。会社法制定直前の段階で、武井一浩弁護士は、「最近何件か株式買取請求を機会主義的に行使してきた案件を担当した。会社法制定後は、機会主義的行動を誘発しない方向で解釈・運用してほしい」というようなことを述べておられます。

そのようなこともありまして、本日の報告では、「公正な価格」の解釈をめぐって、今述べたような問題をどのように考慮すべきかということを考えてまいりたいと思います。

## 2. 「公正な価格」をめぐる学説の検討

以下では、最近公表された藤田先生、弥永先生、神田先生の3つのご論文をもとに、そこで今のような問題がどのように考慮されているのかということを見てまいりたいと思います。

### 2.1 藤田教授の見解

（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論文集『企業法の理論 上巻』261頁以下 商事法務，2007年）

### 2.1.1 株式買取請求権の2つの機能

まず、藤田先生の見解ですけれども、前提としまして、株式買取請求権には2つの機能があるとされます。

#### ①組織再編がなされなかった場合の経済状態を保証する機能

これは、企業価値を毀損するような組織再編が行なわれた場合に特に意味を持つと言えます。通常は、企業価値を毀損するような組織再編というのは、株主総会で否決されるはずですが、例えば組織再編についての評価が株主間で分かれています、楽観的な株主が多数いて賛成したところ、しかし結果的にはやはり企業価値を毀損するようなものであったという場合に、反対株主には組織再編がなされなかった状態での経済的な価値を保証することに意味があるとされます。

#### ②公正な比率で組織再編が行なわれたとすれば得られたはずの対価の価値の確保

組織再編によって企業価値自体は高まったとしても、組織再編の対価・条件が不公正でありますと、一方の当事会社の株主が不利益をこうむる場合がありますが、そのような場合に意味を持つとされます。例えば、A社とB社の企業価値を基準とすれば、本来2対1の割当比率が公正であると考えられるところ、1対1の比率で合併が承認されたというような場合に、A社株主としては、2対1の割当比率で算定された合併対価が交付された場合の利益が得られるという点に、買取請求の機能に意味があるということになります。

問題は、2種類の「公正な価格」が存在し、しかも、反対株主はこの2種類のものを買取請求権の段階になって選択的に行使できるということです。決議に反対する時点では、どういった理由か、つまり会社の経済的価値を毀損するから反対なのか、条件が不公正だから反対なのかといったことを開示する仕組みがありませんので、まずは承認決議に反対しておけば、買取請求権を行使した段階でいずれかの「公正な価格」を選択して主張できるということになってしまいます。

その結果、さまざまな問題が出てくるわけですが、その一つとして、例えば複数の株主が反対していて、それぞれ異なる基準による「公正な価格」の算定を求めた場合には、株主ごとに買取価格が異なってしまうという問題があります。

藤田先生は、理論的には一律に扱うべきであり、株主の利益を考えれば、高い額に合わせるべきだと考えておられるようです。ただ、実際の問題としましては、株式買取価格の決定については審問・裁判を併合するという規律が廃止されていますので、買取請求が異なる裁判所に係属した場合には、結果的に買取価格が株主ごとに異なる可能性が残るとい

うふうに述べておられます。

## 2.1.2 買取価格算定の基準時・算定方法

次に、本日検討します問題との関係では最も関連の深い部分ですが、買取価格算定の基準時あるいは算定方法についての問題があります。

### ①の機能を果たすための「公正な価格」の算定基準

まず、組織再編がなされなかった状態の経済的な価値を確保するための機能を果たすための「公正な価格」はどのようにして算定されるのかということですが、これについては、基本的には、平成17年改正前商法のもとにおけるものと同様でよいのだらうと述べておられます。すなわち、当該組織再編が行われなかったとすれば、その承認決議時点において有していたであろう価値ということになります。①の買取請求権は、組織再編に反対の株主に従前有していた価値を保証する趣旨であるから、このように解されるとされます。

しかし、承認決議時点において有していたであろう価値は、必ずしも承認決議時点におけるその会社の株式の市場価格ではないということに注意を要します。承認決議時点の市場価格というのは、既に組織再編が行われることを織り込んだものとなっていることから、組織再編公表直前の市場価格を参照しつつ、その後の市場全体あるいは業種全体の動向その他を踏まえて回帰分析的手法を用いて、承認決議時点、もし組織再編がなければどういった市場価格がついていたかということを求める。それによって求められたものが、①の機能を果たすための「公正な価格」であるということになります。ここでは、承認決議時点における価値を算定するということが重要になってくると思います。

### ②の機能を果たすための「公正な価格」の算定基準

他方、組織再編の条件が不公正であった場合に機能する②の機能を果たすための「公正な価格」はいかにして算定されるかということですが、公正な比率で組織再編が行なわれたとすれば株主が得られたはずの対価の価値をどの時点で評価するかという問題が出てきます。

これは、特に対価が存続会社等の株式である場合に問題となります。なぜならば、対価である株式の価値は、承認決議後もさまざまな要因により変動します。対価が金銭ですと、その後対価の価値が変動するということもありませんし、仮に消滅会社株式がその後取引所等において取引されている場合にも、金銭が得られることになっているわけですから、その価格が大きく変動することはないといえます。

ここで、先ほどのレジユメの最後の図1を見ていただきたいのですが、これは株式買取請求権行使の手続を時系列に示しています。例えば、承認決議の時点から効力発生までの期間がかなりあくこともあります。藤田先生が挙げておられた例では、4月1日に合併の効力が生じるという決議を前年の10月1日にするというようなことも稀ではないわけでありまして、そうしますと、10月から4月までの間、株主としては、ここにあるような株価の変動の影響を受けることになってきます。したがって、この期間中のどの時点における株価を基準にして公正な価格を算定するかということは、非常に大きな問題となるわけです。

どの時点での株価、市場価格を基準に決すべきかという問題については、理論的には、(a)承認決議時点、(b)買取請求権を行使した時点、(c)組織再編の効力発生時点のいずれもととり得ると藤田先生は述べておられます。

理論的にはそうなのですが、政策的な観点からの判断としまして、この場合には、反対株主に不当に投機の機会を与えることにならない時点を選択すべきだと。不当に投機の機会を与えますと、決議に反対するインセンティブを不必要に高めてしまうことになるから、そのようにならない時点を選択すべきだと、まさに本日検討している問題をここで取り上げておられるわけです。

#### **(α) 承認決議時点を基準とした場合**

この場合、株主はどういう地位に置かれるかといいますと、公正な割当比率によって修正した対価の価値を承認決議時点で評価した額を得られることになります。例えば、承認決議時点における対価たる株式の市場価格が1株1,000円であり、消滅会社株式1株につき存続会社株式1株の割当比率が不当であって、1対2が公正であると考えられるとすれば、本来は2株もらえるはずですので、それを基準に、2株掛ける1,000円の2,000円の買取価格が保証された状態で、①(承認決議から効力発生まで)または②(承認決議から買取請求権行使まで)の期間、自由に保有する株式を売買できることとなります。

#### **(β) 株式買取請求時または組織再編の効力発生時を基準とした場合**

この場合、いずれかの時点の対価たる株式の市場価格を基準として公正な割当比率で修正した額を受け取るか、①または②の間に保有する株式を売却するという選択肢を持つこととなります。買取請求時点、組織再編の効力発生時点というのは、当然のことながら、買取請求権行使の時点にかなり近いわけですので、それまでの株価の変動の影響を受けた状

態での買取価格になるということになります。

ただし、仮に(α)(β)のいずれによっても、これはあくまで前述の②の機能を果たすための公正な価格の算定基準についての話でありまして、①の機能を果たすための買取請求と②の買取請求を選択的に行使できますので、②の機能についての算定基準時を(α)(β)のいずれによっても、株主には①の算定方法による買取価格が保証されることには変わらないという点に注意を要するかと思います。

それでは、(α)と(β)のいずれが望ましいのかということですが、(α)の基準を選択しますと、事実上、反対株主は承認決議以降、株価の下落リスクを負うことなく、株価上昇による利益だけを享受できる地位を得ることになると言われます。買取価格の決定に当たって、裁判所が割当比率が反対株主にとって有利になっているという判断をすれば、承認決議の時点で承認された対価よりも低くなることはあり得るわけです。例えば、先ほどの例で、1対1で評価されたものが1対0.5が公正であると判断して、買取価格を500円だと裁判所が判断することがありえないわけではないのですが、そういったことは極めて稀であるとしみますと、事実上、株価の下落リスクを負うことなく、少なくとも承認決議時点に示された対価の額は確保しつつ、その後の株価上昇による利益だけを享受できる地位を得ることになり、不当な投機の機会を与える程度が非常に高くなると言われます。

したがって、(α)の基準はさきに述べた政策的な観点からはよろしくないということになります。では、(β)に挙げた株式買取請求の時点、あるいは効力発生時のいずれが妥当かということですが、買取請求後は買取請求の撤回はできないことになりましたので、買取請求時点以降の株価変動リスクを反対株主に負わせるべきでない、すなわち効力発生時とすべきでないとも考えられるけれども、買取請求時としみますと、株主によって買取請求する時点が異なることがありますので、結果的に買取価格も株主ごとに異なってしまうことが考えられるということで、一長一短があると述べられていまして、結論は留保されているようです。

残る問題として、次のようなことが考えられます。株主は、①の算定方法による買取価格、すなわち組織再編の影響を排除した承認決議時点の株価を基準した買取価格と、②の算定方法による買取価格、すなわち買取請求時または効力発生時における株価を公正な割当比率で修正して算定されたものを選択的に主張できます。そうしますと、買取請求権を行使するかどうか、すなわち決議に賛成するか反対するかを決める承認決議の時点で、①の買取価格をある程度正確に予測できるとしみますと、その価格での買取請求権を確保しつ

つ、買取請求時までには株価が上昇した場合には、②の買取価格を主張して、株価の上昇を反映した価格による買取りを請求する、あるいは端的に市場で売却することが、理論的には可能になってきます。

したがって、選択的に行使できることによって、買取価格の下限を保証された状態で株価の動向を見きわめるといった戦略をとる余地が残されているのではないかと思います。

### 2.1.3 組織再編計画公表後に株式を取得した者と「公正な価格」

もう一つ、本日検討している問題との関係で重要なことは、組織再編計画の公表後に株式を取得した者との関係で「公正な価格」をどう考えるかということです。

まず、組織再編計画の公表後に株式を取得した者は、そもそも株式買取請求権を行使できるのかという問題があります。

これについて、平成17年の改正前商法下においては、できないとする見解もあったところですが、しかし、株式買取請求権が、組織再編そのものに反対する場合だけでなく、再編条件に不満がある場合の救済としての性格を持つことが明らかとなった会社法の下では、公表後に取得したということだけで買取請求を否定することは困難であろうと述べられています。だとすれば、そのような者から買取請求があった場合に、買取価格について特別の考慮が必要となるのかということが、次の問題として出てきます。

平成17年改正前商法下の裁判例で、東京地裁の昭和58年10月11日判決（下民集34巻9-12号968頁）は、組織再編計画の公表後に株式を取得した株主については、買取価格は、当該株式の取得価格を超えない範囲に限られる、といったことを一般論として判示しています。

こういった解釈が会社法下においても妥当なのかということですが、藤田先生は、株式買取請求権制度を、組織再編によって影響を受ける株主に対して、その影響を受けない状態での投下資本の回収の機会を保障するものと解するのであれば、組織再編の可能性を承知して株式を取得した者の権利を制約するという発想は理解できなくはないけれども、他方で、株式買取請求権制度には、経営者や多数株主の決定に対するチェック機能もあり、買取請求権を行使にすることにより、こういった者が不当な利益を得るのを防止するという機能ももっているのであるから、再編計画の公表後に取得して、経営者あるいは多数株主に不当な利益を得させないという目的で反対したのであれば、株式買取請求権の行使は認められてしるべきではないかと述べておられます。

以上が藤田先生のご見解ですが、これに対して、弥永先生が一部反論されているというのが以下の記述です。

## 2.2 弥永教授の見解

(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1867号4頁以下(2009年))

### 2.2.1 「不当な投機の機会を与える」という主張について

まず、「公正な価格」算定の基準時を考えるに当たって、承認決議時点を基準時としますと、その後には不当な投機の機会を与えることになってしまうと藤田先生は主張しておられたわけですが、これに対して、弥永先生は次の様に述べておられます。藤田教授の主張は株式買取請求時までには株主が自由に持株を売買できるということを前提にしている。しかし、10%を超えるような大きな割合の株式を保有している場合には、市場での売却を通じた退出は経済的に見て不合理であって、買取請求が最も適切な退出手段となると言われています。

そうしますと、市場売却が現実的な手段とならない株主に対して、株式市況の悪化等による株価下落のリスクを負担させる(買取請求時を算定の基準時とすればそうなる)ことが公平と言えるかは問題であるとされています。組織再編計画公表前から株式を保有している株主に多数決による決定の不利益をできる限り負担させないという観点から「公正な価格」を解釈することが必要であると言われてきて、買取請求時を基準時とすることに反対されているわけです。

ただ、藤田先生の見解も、そのような株主が、公表前の市場価格を参照して求められる価格、すなわち前述の①の買取価格での買取りを請求することは否定しておられません。ですから、弥永先生が心配しておられるような場合には、こちらの価格での買取を請求すればいいのではないかと思うわけですが、藤田先生が不当な投機の機会を与えることになると懸念されていたのは、算定基準時が承認決議時点か、買取請求あるいは組織再編の効力発生時点かという問題であったわけですが、これはあくまで公正な条件で組織再編がなされた場合に得られたはずの利益としての「公正な価格」、前述の②の買取価格の算定にかかわるところで述べておられることでありまして、①の買取価格での買取が、なお選択可能であることは否定されていません。ここの議論はややかみ合っていないのではないかという印象を受けました。

## 2.2.2 組織再編計画公表後に株式を取得した者と「公正な価格」

続いて、弥永先生は、組織再編計画公表後に株式を取得した者との関係における「公正な価格」について次のように述べておられます。

会社が組織再編等を行うことが株価に織り込まれる前に株式を取得した者に、組織再編等の影響を受けない状態での投下資本の回収の機会を株主に保証することが買取請求権の主たる目的であるとすれば、組織再編計画の公表により、それがある程度株価に織り込まれた段階で株式を取得した者に対して、組織再編の影響を受けていない価格での買取りを認めることは公正とは言えない。

ただ、これについては、先ほどもありましたように、買取請求権のチェック機能、不当な条件での組織再編、あるいは企業価値を毀損するような組織再編を阻止する機能も持っているということに着目しますと、必ずしもこのように言い切ることはできないのではないかと思います。

もっとも、組織再編計画公表後の株価の下落が、組織再編自体あるいはその条件が不正であることを原因とするものではなく、市況の悪化等を原因とするものである場合にも、買取請求によって公表前の株価による買取りが保障されるとしますと、これは制度趣旨に反することになると思います。弥永先生の言われるご懸念ももっともかと思えます。

これについては、公表前の株価を参照しつつ、市場全体の動向等の影響を排除した——考慮したと言うべきか——回帰的分析によって求められる価格、すなわち組織再編が行われなければ承認決議時点において有していたであろう価値が買取価格になるということですから、組織再編以外の事項を原因とする株価の下落は買取価格に反映されることになっているはず。価格算定が理論どおり行われるのであれば、問題はないのではないかと思います。

ここでは、中東先生が指摘されているように（中東正文「株式買取請求権と非訟事件手続」名古屋大学法政論集223号233頁，241頁 2008年），経営者に対する牽制機能，チェック機能を果たさせつつ，株主の機会主義的行動を抑制することをどのようにして実現するかが課題であるといえると思います。

## 2.2.3 株主ごとに買取価格が異なることについて

弥永先生の見解の最後ですが，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

ことができ、価格の決定に当たっては、裁判所の監督的、後見的役割が期待され、職権により諸般の事情を斟酌して買取価格を決定することができるという昭和48年3月1日の最高裁判決を引用しながら、算定の基準時の選定についても、何が公平なのかという観点から判断することができるかと述べておられます。

さらに、株主ごとに買取価格が異なるのは不自然ではあるけれども、前述のように併合審理が義務づけられていませんので、結果的に異なることはあり得るのであって、公平な価格を算定するためには、株主ごとに異なることもやむを得ないと割り切ることも一つの選択肢であると述べておられます。

### 2.3 神田教授の見解

(神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事1879号4頁以下 2009年)

神田先生は、基本的には藤田先生のご論文をもとにしているとご自身でも書いておられるのですが、本日検討している問題との関係では、かなり重要な違いがあるのではないかとと思います。

#### 2.3.1 投下資本の回収と「なかりせば」価格の保障との差異

まず、神田先生のご見解の特徴として、投下資本の回収ということと、決議なかりせば有すべかりし価格の保障には違いがあるということを指摘しておられます。「なかりせば」基準というのは、これまでも申し上げてきましたとおり、組織再編の影響を受けていない状態での株式の価値を保障するものです。他方、投下資本の回収というのは、多数決で決定された組織再編が行われること自体は認めながら、つまり、組織再編の影響を受けることは認めながらも、反対株主がその時点で有する企業価値の持分割合相当分を退出価格とした退出を認めること（部分解散）であり、両者は異なるのではないかとおっしゃるわけです。

会社法になって「決議なかりせば」という文言がなくなりましたので、株式買取請求権は、単に会社から退出するという権利だという解釈も十分に成り立ち得るのではないかとと思います。

#### 2.3.2 株式買取請求権の構造

このような理解を前提としまして、神田先生は、株式買取請求権の構造は、次のような

ものになると言われます。大きく2つに分かれます。

(i) 「部分解散」による退出の機会の保障

(ii) 組織再編によって株主がこうむる「損害」の填補

(ii) の「損害」には、さらに2つのものが考えられます。

(イ) 組織再編による企業価値の毀損に起因する株式価値の下落

(ロ) 対価が不公正である場合の不足する対価分

(i) は、「損害」の有無にかかわらず、つまり反対株主の側で何ら立証を要せず、常に認められる。他方、(ii) については、あくまで反対株主が「損害」が生じていることを立証した場合に限り認められるとされます。

### 2.3.3 買取り価格の算定基準・方法

このような分解が意味を持つてくるのは、買取価格の算定基準時においてです。それぞれの場合で、算定基準時が違ふとされますので、単に理論的に構造を分解したというだけではなくて、実際にも非常に大きな差が出てきます。

#### 2.3.3.1 「部分解散」による退出価格の算定

ここでは組織再編等により退出を強制される場合と、退出を強制されない場合とで、基準時を分けて考えておられます。

組織再編等により退出を強制される場合には、株主が買取請求を行使しようがしまいが、その決議によって退出しなければならないということが決定されたのだから、承認決議時点（あるいは決議直前）における企業価値（組織再編によって生じるシナジー等を含まない）をもとに算定すればよいと言っておられます。

退出を強制されない場合、すなわち存続会社等の株式が対価であるような場合には、買取請求権行使時とされます。これは退出するかしないかは株主の任意なのであるから、まさにその意思に従って、買取請求権を行使した時点での企業価値を算定すればよいと考えられるためです。ただ、株主ごとにも買取価格が異なるのは望ましくないと後ほど述べておられますので、そのこととの関係では、例えば買取請求期間満了時ということによって一本化することも考えられるとされます。基本的な考え方としては、買取請求権の行使時における企業価値、すなわち市場価格をもとに算定すればよいとされます。

ただ、ある特定の一時点での市場価格を基準にするとしますと、その日の価格が何ら

かの事情で特異な動きをしていると問題がありますので、一時的な変動要因を排除するという目的から、基準時から一定期間、例えば1ヵ月間さかのぼって平均値をとるというようなことも可能であるというふうに述べておられます。

神田説によりますと、組織再編の公表後、組織再編が企業価値を毀損するものであること、あるいは組織再編の条件が不公正であることを理由に株価が下落していたとしても、「部分解散」による退出価格は、あくまで下落した株価を基準として算定されることとなります。それでは株主の保護として不十分ではないかとも思われますが、この下落した分の填補は、買取請求権の構造で述べた「損害」填補の機能が担うと説明されるわけです。

### 2.3.3.2 「損害」填補のための買取価格の算定

この場合の基準時については、次のように述べておられます。

#### (イ) 組織再編によって企業価値の毀損が生じる場合の損害の填補

株主が企業価値の毀損分が損害だと言って主張、立証していく場合には、考え方としては、組織再編の承認決議と相当因果関係のある損害の額を算定するという作業になると述べておられます。具体的には、組織再編決議前の企業価値と決議後の企業価値の差額を求め、それに持株割合を掛けるということになるわけです。その際、組織再編決議前の企業価値を算定するために、組織再編の影響を受けていない状態の株価、すなわち組織再編計画公表前の株価を利用し、それと決議後の株価を比較して、それが毀損された部分だというふうに求めることが考えられる。あるいは、もっと端的に、組織再編計画の公表直後の株価の下落分を損害額と推定し、公表以外の事由による株価の変動を除外していくということも考えられる。これはまさに、有価証券報告書等の虚偽記載があった場合に投資家のこうむった損害額を算定する場合の方法と類似しているので、そこで用いられている方法が、ここでも応用できると神田先生はおっしゃっています。

#### (ロ) 組織再編の条件が不公正であることによって生じる損害の填補

他方、反対株主が組織再編の条件が不公正であることを理由として損害をこうむったということを主張、立証していく場合には、次のように考えることとなります。

組織再編の条件が不公正であることによって生じる損害というのは、公正な条件で組織再編がされておれば得られたはずの対価と実際に得られた対価との差である。そうしますと、もらい足りない存続会社の株式あるいは金銭が損害にであるということになります。金銭であれば、いつの時点での評価ということは問題にならないわけですが、もらい足り

ないものが存続会社株式であるとしみますと、そのもらい足りない存続会社株式の価値をいづれの時点で評価するのかという問題が出てきます。

足りない分を現物で給付を受けるわけではなく、あくまで買取請求権ですから、金銭での填補ということになりますので、その評価時点が問題になるわけです。評価時点については、合併の対価の交付を受けるのは効力発生時なのであるから、組織再編の効力発生時における対価たる株式の株価を参照して算定すると述べておられます。

#### **2.3.4 組織再編計画公表後に株式を取得した者と「公正な価格」**

もう一つの重要な問題である組織再編計画の公表後に株式を取得した者との関係における「公正な価格」について、神田先生は、組織再編計画公表後に株式を取得した者の買取価格を取得価格等に制限すべきではないとされます。そのような者が買取請求権を行使するために決議に反対することは、企業価値を毀損する組織再編や不公正な条件による組織再編が行われないようにする上で有意義であると、ここでも買取請求権のチェック機能あるいは牽制機能を重視されまして、必ずしもそのように制限すべきでないと述べておられます。

#### **2.3.5 株主ごとに買取価格が異なることについて**

これについては、非訟事件手続の併合が義務とされていない以上、結果的に株主ごとに買取価格が異なることは否定できないとしながらも、理論的には、買取価格が異なることは望ましいとは言えないというふう述べておられます。

#### **2.3.6 神田教授の見解の検討**

神田先生の見解を少し検討していきますと、組織再編計画公表後の株価の下落が、組織再編を原因とするものではなく、単に市況の悪化等を原因とするものであれば、それは組織再編によって生じた「損害」ではないということになり、買取請求権を行使したとしても、反対株主が手にするのは買取請求権行使時における株価相当額のみということになります。したがって、組織再編以外の事項を原因とする株価の下落分まで買取請求によって填補されることはないということになります。むしろ、市況の悪化等による下落の影響を受けた価格での買取りしか保証されないといったほうがよいかと思えます。

また、神田先生の見解におきましても、反対株主は、前述の企業価値の毀損を理由とす

る場合の損害の填補（イ）、あるいは組織再編の条件が公正でないことを理由とする損害の填補（ロ）という2つの基準を選択的に主張することが理論的には可能です。これは、藤田先生のところで検討しました、残る問題と共通するものであるわけです。しかし、神田先生の見解では、「部分解散」に係る買取価格は、締め出しの場合でない限りは買取請求時における株価が基準となるとされており、反対株主が選択的に主張する余地があるのは「損害」填補に係る部分についてのみということになります。こちらについて企業価値の毀損を理由とする損害の填補か、組織再編条件の不公正を理由とする損害の填補かということが選択できるにすぎないので、残る問題で少し検討した問題点は、やや小さくなるように思います。

さらに、これは立法論として、ですけれども、「損害」填補機能のうち、特に組織再編の条件が公正でないことによって生じる損害の填補については、やはり買取請求制度とは別の、会社からの退出を伴わない制度によって本来担われるべきではないかというふうにも考えられるという主張をしている方もおられます。これはあくまで立法論ですので、本日の検討との関係では傍論ですが。

### **3 買取請求権確保のための議決権行使のインセンティブに作用する要素**

以上が株式買取請求権に関する最近の見解の検討であります。まとめといたしまして、買取請求権確保のための議決権行使のインセンティブというものは、「公正な価格」の予見可能性、あるいは買取請求権行使に要する費用というものによって左右されると考えることができます。

#### **3.1 「公正な価格」の予見可能性**

「公正な価格」の予見可能性というのは、高まれば高まるほど買取請求権を行使した場合の帰結を正確に予想できるようになりますので、そのオプションとしての価値を正確に把握できることになります。まだ会社法下で買取価格が争われて公表された裁判例というのはそれほど多くありませんけれども、裁判所の考え方が固まってくれば固まってくるほど、「公正な価格」の予見可能性というのは高まってきますので、機会主義的な行動が誘発されるおそれも高まる可能性はあると言えるかと思えます。

#### **3.2 買取請求権行使に要する費用**

よく取り上げられるのは鑑定費用でありますけれども、これについては、カネボウの事件でそれぞれが主張した買取価格と、裁判所が認定した買取価格との乖離率に応じて鑑定費用を負担するというような試みもなされています。株主の権利確保という観点からは、費用はできる限り株主に負担させないことが望ましいのかもしれませんが、そういう費用を課すということが、ある面では機会主義的行動を抑制する機能を持つことも否定しがたいと思われまますので、今後はそういったことも考える余地があるのではないかと思います。

#### 4 公開買付の強圧性と「公正な価格」

これは議決権行使とは直接は関係しないのですが、「公正な価格」を考える上でもう一つ重要な問題としまして、公開買付の強圧性と「公正な価格」という問題があります。

これは、いくつか裁判例も出ており、最高裁まで行ったものもありますけれども、主としてMBOの事案で、完全子会社化を目的とした公開買付とその後の組織再編（全部取得条項付種類株式を利用する場合も含む）による少数株主の締め出しが行なわれる場合に関するものです。その際、2段階目の組織再編等における反対株主による買取請求の買取価格、あるいは全部取得条項付種類株式に係る取得価格決定における取得価格は、公開買付価格を下回ることにはないと学説でも述べられていますし、日興コーディアルグループ事件の裁判例においてもそのようなことが言われています。

買取価格等が買付価格を下回る可能性があるということになりますと、公開買付が強圧性を帯びることになり、それは望ましいことではないから、下回ることにはないと解さなければならぬと言われます。しかし、このように解しますと、買取価格の下限が保証され、公開買付価格を上回る価格での買取りの可能性のみが残されることになります。レックス・ホールディングス事件では、買付価格を上回る価格での買取りが認められたわけですが、このような可能性のみが残されるとしますと、株主には、組織再編等に反対するインセンティブ、あるいはその前提として公開買付に応じないというインセンティブが生じるおそれがあります。

これについてどのように考えればよいかですが、そもそもこのようなインセンティブが生じることは望ましくないのかどうかということも含めて少し考えましたが、有効な結論を得るには至りませんでした。ただ、検討する上で考えた一つのことは、欧州各国における締め出し制度のように、締め出しに要求される株式取得あるいは保有比率が高い場合、90%とか95%というような割合が要求されている場合には、例えば保有率が10%を

超える株主は公開買付に応じないという戦略はとれないわけです。自分が買付けに応じないと締め出し自体ができないことになりますので、そういう戦略はとれません。これに対して、我が国では特別決議で足りることになっていますから、10%を超える株主にも、今述べましたような公開買付価格による買取りの機会を確保しつつ、買取価格の上乗せをねらって公開買付に応じない、そして組織再編等に反対して買取請求なり価格決定の申立てをするという戦略が残されることになり、問題は、もしこれが望ましくないことだとすれば、より深刻化するということが言えるのではないかと思います。

私からの報告は以上です。ご教示をよろしくお願いいたします。

~~~~~

#### 【討 論】

○森田 ありがとうございます。

それで、結局あなたのご趣旨は、そういうインセンティブがあるから議決権行使に歪みが生じるというようなことが起こると、これが結論という感じですか。

○松尾 そうです。できる限りそういったインセンティブを生じないような解釈をとるべきではないかということです。

○森田 それでは、ご議論いただきたいと思います。

#### 1 対象株式の市場の有無と買取価格

○岸田 従来、買取請求というのはほとんど市場価格のない非上場のものだったと思うのですけれども、今ご紹介があった事例はすべて上場株だったわけです。上場株ならば、従来は組織再編によって、例えば合併によって株価が値上がりするんだったら、市場で売ればいいわけですね。わざわざ買取請求する必要はなかったために、ほとんどが非上場の株だったと思うのですけれども、最近増えたのはどういうことかということをお聞きしたいと思います。

○松尾 一つは、保有割合の大きい株主が反対を行使してくる例があることからしますと、弥永先生がおっしゃっていたように、このような株主は市場での売却が非常に難しい、経済的には不合理であるために買取請求を行使するということ。もう一つは、税制の関係で、買取請求によった場合、節税効果が生じてしまうので、それをねらっている

という指摘もあります。

それから、非上場のものについては、特に投機というか、不当に反対するインセンティブというものは問題にならないのではないかと思います。どの時点でやっても、結局算定方法というのは一定ですので、何か期間中に大きな要因の変動がない限りは、どの時点でとってもそんなに変わるものではないと思うので、このような問題が生じるのは上場株式に限られるかなというふうに思います。

○岸田　ご紹介のあった考え方というのは、すべて上場株ですね。だから、非上場の場合と上場株では株式買取りに関する考え方が変わるのかというのが2番目の質問です。

先ほどの例ですと、例えば組織再編決議が公表された後に市場で株を買い占めれば、その価格は上がるわけですから、いわば株価操作のようなことを間接的にやることによって、株を高い値で売ることができるわけですね、上場株の場合ですと。そうすると、今までおっしゃった理由すべて、市場で形成される価格が公正だという前提なのですが、果たして公正かどうか。今言いましたように、一定の情報があれば株価は上がったり下がったりできるわけですから、それがそれでいいのかということが3番目の疑問です。

そして、おっしゃった裁判例でも、市場価格のあるものと、それからレックスとか日興コーディアル、あるいはサンスターのように上場廃止になった場合の株価の算定で、上場廃止になる前の株価を算定してそれを価格として決めたとありましたね、TOBの価格と。だから、完全に上場されて動いている株の株価と上場廃止になった場合の買取請求での株価、それから非上場の全くそういうのがない場合とは、やっぱりちょっと考え方が違うと思うのですけれども、ちょっとその辺のご見解を教えていただければと思います。

○松尾　ご指摘のとおり、本日の報告は上場されている株式のことがメインでありまして、近時の裁判例として挙げたのも上場株式の例だけです。

○岸田　上場株の価格が公正かどうかということですが、上場株の買取決定があった前か後ろの平均値をとるということは、そもそも上場株の株価が公正な価格だということで、いつの時点かと、買取請求時とか効力発生時とか言ってますよね。ところが、今申し上げたように、上場株ならば操作ができるといいますか、その前後に株をたくさん買ったり売ったりすることによって、上がったり下がったりさせることができるわけですね、間接的には。この会社が組織再編するということを知れば、株をたくさん買い占めて後で売ってやろうという場合に、たくさん買えば株価は上がるわけですね。そういう

ことを全く考慮しないで、単にそこに出てきた株価が正しいとか正しくないというのはちょっと疑問があるような気がするんですが、それは問題ないですか。

○松尾 ある特定の時点で算定することにしますと、そういう操作が可能になるおそれがあるので、それを許さないために、例えば1カ月間の売買高加重平均をとるとか、そういう工夫は必要かと思えますけれども、それ以上に何か異常な株価が形成されているというようなことを考慮するのは必要ないと思えます。そういう異常な株価を形成しようとするれば、やはり金商法のほうで罰せられるような行為をしないと難しいのではないかと思いますので……。

○岸田 上場廃止になった場合はどうですか。上場廃止の場合は上場廃止になる直前のものが対象になりますよね、レックスとかの場合では。

○松尾 レックスの場合は、公開買付価格との関係で買取価格が争われておりました。市場で売買できなくなっている場合はもちろんあります。承認決議の後、一定時点で上場廃止になって、効力発生時点では上場されていないというようなことがあります。その場合には、上がれば市場で売却して、下がれば買取請求という選択はなくなるわけで、投機はしづらくなると思えます。

## 2 会社法における改正点と買取請求への影響

○岸田 法律が変わったことによって、従来は「決議なかりせば」ということで、今度は「公正な価格」だから、こういうふうには買取請求が増えたということはやっぱり関係があるのかなど。

○河本 昭和58年10月11日の東京地裁の決定がここに引用されていますが、これは旧商法下の裁判例ですが、非常におもしろいですね。会社法と同じようなことを言っていますね。合併契約の公表後に株式を取得した者が合併に反対だとして1株当たり310円で株式買取りを請求した事件です。一審、二審ともに、合併計画の公表後にその事実を知りながら新たに株式を取得した者については、旧商法408条の3第1項に定める価格による救済を当然に与える必要はないといっています。つまり、当時は、合併なかりせば存在すべき公正な価格となっていたわけですが、こういう者に、合併なかりせばあるべき価格を与える必要はないというのですね。このような株主からの株式買取請求価格は合併を前提として形成される市場価格であるといっているのです。これは会社法と同じ考え方ですね。

会社法下において実際に一体どれだけの差が出てきているのかということですが、従来言われているのは、シナジー効果を入れるのだということですが、シナジー効果を入れようとするれば、旧商法のように、合併なかりせばといった条文では困るから、単に公正価格としたんだと、こう言われているのですね。私、数日前にある会社の企業統合の臨時総会に出てみたのですが、比率の算定の意見書が外資系の2つの証券会社から出されていました。一つは、シナジー効果については、意見を出していませんでした。もう1社は「貢献度分析」として出していましたが、それは、会社が提出した数値によったと断っています。実際、シナジーの計算はできないのと違いますか。結局は、公表前の何カ月間の価格、公表後の何カ月間の価格、類似会社との比較だとか、結局そんなものを基にして出された評価意見書に基づいて、会社はえいやっと決めているのでしょうか。

だから、さっきの岸田先生の話なんだけれども、こういうところで争いになっても、裁判所が独自に判定できる分野ではないのですよ。とにかくしかるべき鑑定人の鑑定であって、その者の経験と学識に基づき算出した数値に特に不合理がない、したがってこの価格で決まりというのが、この種の裁判の大体の方向でしょう。

こういうふうに考えますと、どうも本日のお話も、私は非常に抽象論だという感じがしてくるのです。実際にこういう合併とか株式交換なんかの事案を見てみると、そこでやっているのは極めて現実的な議論なのだけれども、どうもおっしゃっているのは、非常に抽象的な、といえは甚だ失礼なことになってしまいますけれども、申しわけございません。

○松尾 具体的にといわれますと、今日、追加でお配りした資料の裁判例ですが、これは神戸地裁の平成21年の決定でありまして、少し事案を申し上げますと、三共生興という上場会社が存続会社で、それが株式総数の94.77%を保有している子会社を合併したわけですがけれども、そのときに、存続会社の株を4.7%持っていたロイヤルバンク…が買取請求をしたものです。

申立人の側は、買取請求時点での市場価格ではなくて、もう少し前の合併公表前のさらに前の何カ月間の平均をとると300いくらでしたか400いくらになるから、その価格での買取りを請求しました。それに対して裁判所は、買取価格は株式買取請求時点での市場価格の終値でいいというふうに判示しました。その中で、吸収合併等に反対する株主に、吸収合併等の公表による株価の下落分までも負担させることは公正とは言えない。しかし、三共生興の株価は本件合併の公表前から引き続いて下落傾向にあったの

であって、吸収合併等の影響を反映するための一方法として、過去一定期間の株価の平均で考慮することはあり得ても、本件のような場合にまで、本件合併公表前の一定期間の平均で考慮するべきであるとする、反対株主に不当な利益を与えることにもなり、一般に吸収合併等の公表前の市場価格を下限に、その後の株価上昇分を反映して買取価格を決定することとすれば、株主は、吸収合併等の公表時の価格を保証されながら、その後の株価の推移を見て、最も有利に市場で売却することも可能となり、逆に、そのような利益を目的として吸収合併等に反対することにもつながりかねないということも述べて、請求時点での終値が公正なのだとおっしゃっています。

本日の報告は、こういうやや機会主義的かと思われるような買取請求をいかにして排除するかという点に意味があると考えています。

○龍田 機会主義的というと、非常に悪い印象を受けます。持株比率の大きい株主が買取請求権を行使すると、色眼鏡で見られるようですし、本日のご報告では、TBSに対して株式買取請求権を行使した楽天も入れておられるようですが、そういうとらえ方は気の毒ではないでしょうか。あの事件では、放送法の改正で持株を増やせないようにされてしまったのでしょうか。その後リーマン・ショックなどもあって、株価は下がる一方でした。買取請求権を行使してすら、あの時点の損害までしかカバーできない。本当はもっとさかのぼって算定してほしいケースでしょう。

○松尾 確かに紹介する場所がやや不適切であったかもしれませんが、楽天を機会主義的な行動の例として挙げたつもりはありませんでした。買取請求される株式数が大口化しているから、買取請求権のオプションとしての価値、インセンティブのゆがみも大きくなるから真剣に考えないといけないということの例としてあげたつもりです。

楽天は確かにがんじがらめにされた感もありますが、一方で、ある程度までの損失は投資判断の結果として受け入れなければならないものだと思うので、それを買取請求権の中でどこまで填補していいのかというのは非常に難しい問題だと思います。

○森田 あなたが言われたような電源開発の場合は、出口がない株主さんの株を買い取る方法として大変便利であったと。それでなかったら、商法は厳しく株主平等原則を貫徹させた自己株式取得しか認めていませんので、そういう意味では、これが便法として使われておるといふような印象を持っています。

そういう意味では、その便法として用いられたということも今度は奇貨として、発表があつてから株を買い占め、その大量の株を上がったところの値段で買ってもらえたら、

それは最高においしい安定的投機ができるじゃないかというような弊害が、岸田先生が最初におっしゃったようなことだと思うのですけれどね。

そういう使われ方があり得るという問題点があるということはわかりますけれども、例えば株式買取請求権のありようというこの議論であれば、もっといろいろな議論があるので、ちょっと今日は抽象化され過ぎて、具体的に何を提言されているのかがよくわからないと思うのですが。

○黒沼 一つは意見といいますか感想ですが、本日のご報告では、株主のインセンティブと買取請求権のチェック機能の観点から「公正な価格」についての解釈論を述べられ、そういう観点から楽天の事件を取り上げられたと思うのですけれども、今の森田先生の発言にも関係するのですが、株式買取請求権の立法論や解釈論の際に、その2つは本当に重要なことなのでしょうか。

確かに、株式買取請求権という制度がある以上、機会主義的な行動は可能性としてはあるわけですね。公正な価格の算定基準とか基準時だけでそれが解決できるかという、できないと思うのです。もっと重要なのは、例えば買取請求権の行使時期とか、株主の範囲を制限するとか、そういった解釈論のほうが効果的な面もあるのではないかと。株式買取請求権の解釈をする際には、公正な価格の算定基準等はそんなに大きな考慮要素なのかなあという感想を持ちました。

もう一点、感想を言わせてもらいますと、私は、神田先生はご論文のなかで、特にインセンティブということは言われていないと思うのです。むしろ、部分解散という面から説明できるものと損害の賠償という面から説明できるものがあるというように2つに分けて、後者の点についてのみ基準時を変えていこうという解釈論をとられていると思います。株主のインセンティブを歪めないという観点からこれを整理するのはどうかと感じました。

○森本 難しい問題でよくわからないのですが、会社法と以前の商法の間で買取請求制度で最も違うのは何かと言われたら、一般に言われるように「公正な価格」の前につけられていた「決議がなければ有していたであろう」という趣旨の付加語が削除され、シナジーの公正な分配にも配慮することが可能になったということになるのですが、実務的にはそれとともに、あるいはそれ以上に、行使期間が株主総会決議後20日間から効力発生日の前20日間になったことのように思われます。株主総会決議の日と効力発生日の時間差は一月程度のものもないわけではないのですが、3カ月から半年と

いうこともあります。これが実務上大きな問題となっていることに留意する必要があります。第2に、十分に株主を保護しようとして、株主総会の決議がない場合、さらには株主総会決議がある場合であっても、議決権を有しない株主にも買取請求権が認められました。決議に影響を与えないということで議決権を有しない株主、さらに、株主総会決議を要しない場合はすべての株主は、事前に特別の手續要件を課せられることなく、買取請求権行使期間に買取請求をすることができます。この関係で、株主総会決議後に株主となった者も買取請求をすることができるという見解もあり、実務的には、このような見解に配慮して、買取請求権にかかる基準日が設けられているようです。このような買取請求権を有する株主の範囲が拡大したことも重要な相違点です。

公正な価格の前についていた「決議がなければ有していたであろう」という趣旨の付加語が削除されたことによってシナジーの公正配分に配慮することが可能となったことは理論的には決定的な相違点ということができません。これは合併対価の自由化を契機とするものですが、藤田さんがおっしゃるように、合併対価の自由化と必然的な関係があるかどうか検討の余地があります。また、先ほど河本先生がおっしゃったことですが、実務的に具体的にどのようなインパクトがあるのか、検証する必要があるように思われます。確かに、以前は、合併比率に対する不満を正面から争うことができなかつたのですが、非上場会社の場合、公正な価格は総合的判断によりなされますから、裁判所としては、それにも配慮して公正な価格を認定していたのではないのでしょうか。上場会社の場合は市場価格を基礎に公正な価格が判断されることになり、シナジーの公正な配分問題は背後に退くように思われます。理論的にはともかく実務的には、それも合併の場合は、「決議がなければ有していたであろう」という付加語の削除のインパクトの程度については議論の余地があるように思われます。この問題は株式評価論と関係する困難な解釈問題で、激しく議論されていますが、最初に言った2つのことの重要性についても強調する必要があります。とりわけ、それが公正な価格に関するいろいろの解釈問題、たとえば、価格算定の基準日の問題にも影響を与えることとなります。

### 3 「公正な価格」の算定基準時

○伊藤 2つ申し上げたいことがあります。

2. 1. 2の末尾に「残る問題」として述べられたところで、結局藤田先生の考え方でいくと、①の「決議なかりせば」の算定方法の場合と、そうではない②の算定方法を、

選択的に主張できるという話が出てきています。これについては、本日のご報告では対象とされてはいないのですが、重要な論文として、田中 亘さんが『法学教室』の350号に書かれたものがあります（田中亘「『公正な価格』とは何か」法学教室350号（2009年）61頁）。田中さんの場合は、藤田先生のこういうところも批判して、「なかりせば」の価格のほうも、そうでない価格に合わせるということを主張されています。かつ、②のほうの価格の基準時は、請求時なのではなくて、株主によって価格に差が出たら困るので、買取請求期間満了時、または効力発生日にすべきであるといわれています。それはそれですごく筋が通っていると思うのですね。

先ほど森田先生がおっしゃったように、株主が投機的行動をとるという話は、改正前からあったことですし、今回の改正でその問題がより強くなったとすると、田中さんの場合は、そういった投機的行動をなるべくとらせないように、基準時点を後に後に持ってくるという考え方なのです。

それから、2つ目ですが、2. 2. 1で述べられた弥永先生のご見解の紹介のされ方が、少し正確ではないと思います。というのは、弥永先生が『商事法務』のご論文で何を議論されていたかということ、先ほど言うと①のほう、「なかりせば」価格の算定基準時の問題です。しかも、その「なかりせば」価格の算定基準時について、学説の中には買取請求時とするものもあります。そして、藤田先生はもう少し遅くて、承認決議のときを基準時とされています。これに対して、弥永先生は、もっと以前の内部的な意思決定だとか計画の公表時に基準時を持ってくるのが妥当と言えることもあるというふうな主張をされているのです。つまり、弥永先生と藤田先生の違いというのは、藤田先生は、「なかりせば」価格の算定基準時は承認決議時なんです。弥永先生は、場合によってはそれよりもっと前に持ってきてもいいという主張をされているかと思います。ただ、それについては、先ほども触れた田中さんのご論文で、弥永先生のそういう考え方は説得力がないと徹底的に批判もされているところなのですけどね。

○松尾 （補足 田中先生のご論文については、本日の報告にあたって参考にさせていただきましたし、多くの示唆を得ましたが、合併等が企業価値を毀損するものである場合や、合併等の条件が不公正である場合における買取請求についても、「公正な価格」の算定基準時は買取請求期間満了時あるいは効力発生日であるというご見解と理解してよいか自信がなかったので、レジュメには挙げませんでした。

弥永論文については、たしかに、ご指摘のように報告の中で紹介した部分は、見出し

からすると「なかりせば」価格の算定に関する部分であるようにも思います。しかし、商事法務1867号9頁注31で引かれている藤田先生の記述は②の価格に関するものですので、やはりかみ合っていないという印象を受けます。また、弥永先生も、「なかりせば」価格の算定基準時は、あくまで承認決議時点と考えるように思います。承認決議時点において、合併の影響を受けていない株価を算定するために、合併公表前の株価を参照するというご見解であると理解しています（前掲商事法務11頁注44とそれに対応する本文参照）。）

○森田 合併を公表しますね、それから承認決議します、それから効力が発生しますという、あなたの図で言うと3段階ありますね。株価はご承知のように、企業価値が幾らかというのと需給関係、あるいは期待感、そんなことで動きますね。そうすると、昔の「決議なかりせば」と言っていたときは、決議の時点での価格で考えていたのか、公表したときに考えていたのか、どちらなのですか。

○松尾 決議時点の価格ですが、決議時点において組織再編がなかったとすればついていたであろう価格です。合併等がなかったときの価格を推定することになりますと、合併等の公表前の株価を参照することが有用だということになります。

○森田 しかし、公表して、今岸田先生がおっしゃったように買い占めたり、あるいはうわさが立ったりして、マーケット原因の変化が起こるでしょう。それは排除できないと思いますが、それをノー・リスクの賭けをする結果を認めるかですね。

○松尾 市場全体に影響を与えた要因を排除するということは、会社法以前から言われてきたことです。

○森田 ですから、あなたが今ここで何を特に排除したいとおっしゃっているのですか。

○松尾 例えば、日興コーディアルの例なんかは、決議があつてから買取請求までの間にいわゆるリーマンショックで、株価が大きく下がったのですね、市場全体が大きく下落しました。そのような場合に、買取価格の算定のときには、そういうマーケット要因で下がったものをどう考慮すべきかが問題になるわけです。仮にそれを考慮しないとなりますと、買取請求までの間は公表前の価格を保証されたまま、株価が上昇する利益だけを享受できます。

○黒沼 例えば組織再編を公表したら、そのために株価は下落した。しかし、株価は市況全体として下落傾向にあったので、その後、承認時、それから買取請求権行使時も継続的に株価は下落していた。そういうときに、市況の下落分まで含めて買取価格を決定

することはなぜ許されないのか。確かに、株が上がった場合には、利益を得るのだから、そういう制度設計としてわかりますけれども、当の株主にとっては、非常に不公正に感じるのではないかと思うんです。なぜなら、当該株式について上がるか下がるかのどちらかしか実現しないのでありまして、組織再編行為によって株価が下落していれば、その後売却の機会はほとんどないわけです。そうすると、組織再編によって生じた損害であるというふうにも見るができるように思うのですけれども、これは買取請求価格を決定する際に考慮してはいけないことなのでしょうか。

○前田 価格の算定基準については、いろんなケースがあって、なかなか一律には論じにくいと思うのですけれども、1つの典型的な場合として、シナジーがプラスでかつ合併条件も公正で、シナジーの分配も公正である場合、つまり、本来なら株式買取請求権による保護が必要ないと考えられる場合がありますね。このような場合に株式買取請求権が行使されたというケースが、恐らく本日のご報告との関係では重要なのではないかと思います。このようなケースで、株主の投機的な行動を抑えるためには、先ほど伊藤先生がおっしゃったように、できるだけ後ろに基準時を持ってきて、市場全体の影響部分は排除しないのが望ましいと思うのです。

○加藤 本日の松尾先生のご報告は、組織再編の公表から効力発生日までの価格変動リスクをだれが負担するかという話にまとめることができると思います。

ただ、黒沼先生のご質問を伺っていると、やはり機会主義的行動のインセンティブというのは必ず発生してしまうとも思います。なぜなら、効力発生日以降の価格変動リスクを株主に負担させることは、困難に思われるからです。そうすると、結局、効力発生日までしか算定基準日を後ろにずらせないのであれば、焼け石に水のようなところがあるのかもしれないという印象を受けました。

あともう一つ、藤田先生は、①の「なかりせば」価格とシナジーを考慮した価格は選択的だと言われていますけれども、この点について、私は少し疑問があります。つまり、「なかりせば」価格なのか、シナジーの価格なのかというのは、恐らく客観的な状況に従って裁判所が決めるべきではないでしょうか。

○森本 先ほど黒沼さんでしたか、他の市場動向による下落をなぜ加味してはいけないのか疑問を提示されました。私も、状況によっては加味することもできるのではないかと思います。神田さんのおっしゃるように、退出の機会を確保する問題と損害の填補の問題は明確に区別すべきです。最近、効率性をベースに会社法を解釈する傾向が支配

的であり、無意味な議論として一笑に付されるのでしょうか、会社の基礎の変更に際して、損得抜きで出ていきたいという人の利益保護にも配慮する必要があるように思います。つまり、企業価値が毀損されるから出て行くのではなく、そういう経営方針は嫌である、自分の信念に反するとして出て行く人もいるのでしょうか。それは最終的ないし長期的には会社の利益にとってもマイナスになると評価することができるのかもわかりませんが、合併自体により企業価値が毀損し市場価格が下落したかどうかとは別個の問題です。ましてやシナジーの公正な分配を問題とするわけではありません。このような怪しげな例は別の議論を呼び起こすことになるのでしょうか、退出の機会の確保にも配慮する筆世があることを一言述べておきます。そして、これとは異なり、たとえば、相当のボリュームの株を持っている人は、企業価値を毀損する合併の公表がなされたとき、すぐには売却することができず、公表により株価が1,000円が800円になり、その後、それが600円になったとします。そのうち合併による企業価値の下落はせいぜい100円程度であり、それ以外の下落は市場の動向によるもので、他の会社も同様に大幅に下落しているという場合に、1,000円で売れなかったのだから、400円すべてを填補するというのも当然に否定されるわけではないように思われます。

もっとも、そういう価格による買取請求を認めると、組織再編行為にかかる買取請求には財源規制がありません。他の残存株主、それ以上に会社債権者保護をどうするかというような非常に難しい問題が生じます。したがって、断定的な物言いはできませんけれども、神田さんの言われる退出権を保障するというのと毀損される損害填補の問題を区別して、毀損の場合は十二分に保護すべきだということを前提にすると、黒沼さんのおっしゃった考え方も十分できると思います。

○森田 株主は理由説明は要らんでしょう。そうすると、余計わかれへんね、これ。  
(笑)

○松尾 神田先生は、その点も恐らく考慮されて、損害については株主の側で立証すべきであると考えておられるのだと思います。株価下落の要因がわからない分については損害とみなされない。今は、回帰的分析手法を用いる上で、どちらがどの程度立証責任を負っているのかというのは、私にはわかりませんが、もしそれがかなり株主にとって有利で、厳密に言えば合併による下落かどうかわからないものも含めて買取請求によって填補されているとすれば、神田先生のお考えは株主にとって厳しいものになるのかもしれない。

○森田　　まだご発言のない方で、ほかにご指摘がございましたら、どうぞ。

○船津　　黒沼先生のおっしゃった、基準時の問題が決定的かという点に関係するかもしれないのですが、株主の機会主義的な権利行使ということですが、そもそも買取請求が発生するような行為をするのは会社だということですね。その原因をつくったのは会社であり、そのタイミング自体は、会社が選べるわけですね。そうすると、逆に、会社側の機会主義的な組織再編、とりわけ締め出しなどが問題になり得るのではないかと思います。本当に株主の側だけ機会主義的な行動を問題にして解釈していいのかなという点がちょっと気になっています。

一定の時点で組織再編しますということが決まったら、もうそこからある程度の時間の幅で株主は売却を強制されることにならざるを得ないけれども、たとえば、株主はその一定の幅のうちであればどの時点でも選べるというような考え方も一つあり得ないのかなと。お互い武器対等といいますか、会社側のインセンティブを考えるとどう処理したらいいのかなというのが私の疑問というか、もやもやしているところです。

○森田　　しかし、そんなことをしたら、物すごく面倒くさい制度になりますね。

○松尾　　たしかに会社あるいは多数派株主が良くない合併であることを承知でそれを強行しようとしたというような場合であれば、買取請求によって合併以外の要因による株価の下落分を填補させることも、選択肢としてありうるように思えてきました。ただ、会社としては、企業価値を毀損するとは考えずに合併をしたら結果的には良くなかったということもありうるので……。

○船津　　いや、株式買取請求権による規律をおっしゃるのであれば、とにかく株主に有利な制度を設計しておいて、それを通じて不当な合併などが起こらないようにするという考え方もあり得るのではないかと。

○森田　　それで、それはあなたの考えでもないということですね。（笑）

○船津　　いえ、あり得るのかなと。（笑）

#### 4 組織再編公表後に株式を取得した者による買取請求権の行使

○黒沼　　株式買取請求権の牽制機能ですけれども、これもご趣旨がよくわかりませんでした。例えば、条件を公表した後に株式を購入した者にも買取請求権を与えるのは、チェック機能を働かせるためであると言われたのですけれども、もともと買取請求権というのは、組織再編を株主の多数決で認めるかわりに与えられたものであって、組織再編

をスムーズに行わせるための代償措置と見ることできるわけですから、条件が公表された後に取得した者にまで買取請求権を認めなくたっていいだろうという判断もあり得ると思うのですね。

○前田 合併等の条件が公表された後で株式を取得した者に株式買取請求権はあるかという問題については、まず、決議後に株式を取得した者について株式買取請求権がないというのは、ほぼ争いのないところなのでしょうね。そうすると、合併等の条件が公表された後についても、自分の反対する行為を会社がすることがわかっているながら、あえて株式を取得した者まで保護する必要があるとは思えないのです。

確かに、株式買取請求権には、不当な合併等の決議がなされること自体を防止するという機能もあると昔から言われてはいますけれども、それはいわば副次的な機能で、やはり株式買取請求権の主たる機能は、投下資本の回収という形で少数派株主を保護することだと思うのです。ですから、チェック機能という側面があるからといって、それを強調して、本来投下資本の回収という形で保護する必要がないと思われる株主にまで株式買取請求権を与えるのは、私は行き過ぎではないかというように思います。

○龍田 買取請求権には、たしかにチェック機能がありますよね。多数派株主が決議を成立させる。その会社にとっては不利益であっても、よそで得られる利益でより多くをカバーできるからそうするのでしょう。ところが、買取請求権を行使されればされるほど、そのおいしいところがなくなっていくわけです。極端なところ、多数派以外の全部が買取請求権を行使すれば、多数派株主の余剰利得はゼロになります。これこそがチェック機能であり、それ以上に今言われているようなチェック機能が必要なかどうか、私はかなり疑問に思います。

不正の是正という点では株主代表訴訟と共通しますね。いわゆるコンテンポラリー・オーナーシップ・ルールからすれば、取締役の違法行為が行われた後に株式を取得した者は、代表訴訟の原告適格が否定されそうですね。代表訴訟を提起する株主がいなければ、取締役の責任が放置され不正がのさばることになるから、原告適格を認める方がよいとされています。取締役の違法行為後に株主を取得した株主に原告適格を認めても、その原告たる株主が直接もらうものは何もないわけなんです。賠償金はすべて会社に入ります。

これに対し、買取請求権を行使した対価は、自分のところに全部入るのでしょう。そのところは大きい違うので、同じチェック機能を議論するときも、そこは区別して考

えるべきではないでしょうか。

○松尾 (補足 株式買取請求権のチェック機能といった場合、一般的には龍田先生のご発言のとおり、不公正な条件での合併等を強行した多数派に不当な利益を得させないということを指すのだと思います。その点で、「株式買取請求権のチェック機能」という言葉を用いたことは不適切であったと思います。報告の中で、神田論文を紹介した部分で述べたチェック機能というのは、合併等の公表後に、その条件が不当であると考えた者が当事会社の株式を買って(買い増して)、承認決議に反対するという議決権行使を通じたチェック機能のことで、そのような者にも買取請求権の行使を保障をした方が、そのような行動をとりやすくなると考えたため、チェック機能を十分に発揮させるには、公表後に株式を取得した者も買取請求権を行使できると解すべきであると思いました。

このような観点からしますと、議決権行使によるチェック機能を発揮できない基準日後に株式を取得した者については、買取請求権を保障する必要はないと考えられます。また、議決権行使の機会がない略式組織再編や簡易組織再編についても、買取請求権を行使できる株主の範囲を、通常の組織再編の場合と異ならせることが合理的であると考えます。

もっとも、この意味におけるチェック機能についても、株式買取請求権との関係で、どこまで考慮する必要があるのかは検討を要する問題であると思います。)

## 5 株主ごとに買取価格が異なることの是非

○黒沼 藤田教授も神田教授も、株式買取価格は理論的には均一でなければならないと考えておられるのですが、松尾先生もそう考えておられますか。組織再編に反対する理由、「決議なかりせば」価格を請求したいのか、それとも公正基準による請求をしたいのか、そういう理由とか、あるいは株主の特性とか株式の取得時期によって買取価格が異なるのがむしろ理論的には正しいのではないかと思うのですが、松尾先生の考えもお聞かせください。

○松尾 合併等による企業価値の毀損を原因とする損害もなく、合併等の条件が不公正であることを原因とする損害もないと裁判所が判断した場合に、「なかりせば価格」を請求した株主には承認決議時点での株価を基準にした価格での買取りが認められ、条件が不公正であると主張した株主には効力発生時点での株価を基準にした価格での買取りが認められることにより、両者の買取価格が異なるということは望ましくないと考えます。

(補足 研究会での黒沼先生等のご指摘を受けて、一定の場合には、合併等に起因しない市場要因による株価の下落分についても買取請求権によって填補されてよい場合があると考えるようになりました。他方、私は、合併等の公表後に株式を取得した者についても買取請求権の行使を認めるべきであると考えています。このような立場に立つと、合併等の公表前から株式を保有していた者と、公表後に株式を取得した者とでは、買取請求権を行使した場合の買取価格が異なる場合があると考えるのが妥当であると思います。)

## 6 株式買取請求権の排他性

○龍田 最後の神田さんの議論を紹介されたときに、不公正な合併などの場合には、買取請求以外の方法で是正を図ることが立法論として考えられるとおっしゃいましたね。立法論だから、本日の議論では傍論にとどめ、これ以上触れないというお立場だろうと思いますが、ということは、買取請求権という救済手段があるところでは、それ以外の是正手段はなくてよろしい、買取請求権が唯一排他的な救済手段だと、こういう前提なのでしょうか。

○松尾 いえ、そういうわけではありません。

○龍田 これは以前から議論があったところで、買取請求権がある場合は、合併無効などによる救済は要らないという考えがあります。私は、それはおかしいと思っていたのですがね。

○松尾 「立法論として」と申し上げたのは、買取請求権の中にもいろんな機能があるというのを前提にした議論でして、そのうちの合併の条件の不公正を是正するという機能については、条件の不公正を主張する株主は別に退出する必要はないのであり、会社に残ったままで不足分を填補してもらえるような制度もあっていいのではないかという趣旨です。そういう制度を買取請求権とは別に設けるべきではないかと。排他的ではなくて、買取請求権と並立するものとしてつくと、株主としてはどちらを請求するかを請求の時点で決めて明らかにしなければならないわけで、よりよいのではないかという趣旨で申し上げました。ドイツには、それに近い制度があり、対価の不足分を金銭で填補してもらって、会社に残ることが可能になっています。

○龍田 買取請求権だけでは困るというのは、株主として残りたい者の保護にならないというのが理由でした。現行法は追い出しまで認めますから、株主として残りたいといっても無理かもしれませんね。

○松尾　　もちろん条件が不公正であることを理由とした合併無効の訴えを排除する趣旨ではありません。合併自体は望ましいのだけれども、対価が不十分だというような場合には、金銭による填補を請求する制度もあっていいのかなというふうには思います。それはちょっと現行法の解釈では難しいかなというふうには思います。

## 7 公開買付けの強圧性と「公正な価格」

○森田　　加藤先生、あなたも論文を書いておられますが、何かアドバイスはございますか。

○加藤　　私の論文を引用していただいた箇所ですが、9ページの公開買付けの強圧性と「公正な価格」については、私の論文の内容に不適切なところがあります。論文で、私は、2段階公開買付で公開買付に強圧性が存在する場合の買付価格の算定方法について論じています。公開買付に強圧性が存在するにもかかわらず、買取請求権による保護が存在しない場合には、株主は、強圧性のある公開買付に賛成せざるを得ないことになってしまいます。

問題なのは、公開買付の強圧性を減少させることは、株式買取請求権以外の方法によっても可能であるということです。そういった場合にまで、強圧性を理由に株式買取請求権の買取価格の算定の際に公開買付価格を保証するのは、ロジックが一貫しないと思います。

実は、日興コーディアルグループ事件というのは、少し問題があります。第一に、仮にこれが2段階公開買付だとしても、これは公開買付価格と2段階目の株式交換の条件が同じなので、強圧性を発生させる最大の原因は存在しないわけです。そうすると、公開買付の終了から株式交換までの間の価格変動リスクを、公開買付の強圧性を減少させることを理由に、常に会社に負わせることはできないと思います。

第2に、私は、この日興コーディアルグループ事件は2段階公開買付ではないと思っています。なぜかという、1段階目の公開買付の段階で、シティー側は2段階目のことについては全くプレスリリースで公表していないからです。プレスリリースで公表するなどして2段階目の取引について投資家に開示をしていない以上、裁判所は、公開買付と2段階目の株式交換は全く別の取引として検討するべきだったと思います。

○森田　　それでは、いろいろご意見もあるかと思いますが、時間もまいりましたので、本日の議論はこれで終わりたいと思います。ありがとうございました。