

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—

2009.12.25

同志社大学 松尾健一

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

会社法的前提：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有する。

→企業価値を高める議案に賛成し、企業価値を毀損する議案には反対する。

株式買取請求権行使の要件：反対通知 + 決議に反対（議決権を行使できる株式）

表1 参照

→ 合併等が望ましいものであるか否かに関わらず、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—会社法における前提とのずれ

反対するインセンティブの強さはプットオプションとしての買取請求権の価値しだい。

プットオプションの価値はその内容（行使価格＝「公正な価格」等）によって決まる。

「公正な価格」の解釈にあたり、このようなインセンティブが生じないよう配慮する必要があるか？

1.2 大口投資家による買取請求権行使の事例

- ・ 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行使（発行済株式総数の約10%相当分）
- ・ 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株主（1名で約16%を保有）が買取請求権行使
- ・ 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）による買取請求権行使（19.83%相当分）

1.3 買取請求権行使目的での株式取得

「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」¹。もっとも、税制がこのような動きの一因（主因？）となっている可能性が

¹ 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）。

ある。

1. 4 インセンティブの歪みを考慮する必要

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・運用してほしいと述べている²。

2 「公正な価格」をめぐる学説の検討

2. 1 藤田教授の見解³

2. 1. 1 株式買取請求権の二つの機能⁴

①組織再編がなされなかった場合の経済状態の保証

—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意味をもつ。

【例】組織再編についての評価が株主間で分かれており、楽観的な株主が賛成したが、結果的に誤りであったという場合。

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が高まるが、組織再編の対価が不公正であるために一方の当事会社の株主が不利益を被る場合に意味をもつ。

【例】A社とB社の企業価値を基準とすれば2:1の割当比率が公正であると考えられるところ、1:1の比率で合併が承認されたという場合。

→A社株主は、2:1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を得られる。

*2種類の「公正な価格」が存在し、反対株主はそれを選択的に行使できる（∵どのような理由により反対したかを開示する仕組みがない）。

→複数の株主が異なる基準による「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よいか？

—理論的には一律に扱う（高い額に合わせる）べき。

ただし、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たため、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

² 江頭憲治郎ほか「〈座談会〉『会社法制定の現代化に関する要綱案』の基本的な考え方」商事1719号8頁、31頁（2005年）。

³ 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』261頁以下（商事法務、2007年）。

⁴ 藤田・前掲書282頁

る可能性はある。

2. 1. 2 買取価格算定の基準時・算定方法⁵

①の機能を果たすための「公正な価格」の算定基準

基本的には平成 17 年改正前商法のもとにおけると同様

当該組織再編が行な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（∵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）

≠承認決議時点における市場価格

一承認決議時点の市場価格は、組織再編が行なわれることを織り込んだものとなっているから、組織再編計画公表直前の市場価格を参照しつつ、その後の市場全体・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補正するといった手法による。

②の機能を果たすための「公正な価格」の算定基準

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をどの時点で評価するか？

一対価が存続会社等の株式である場合がとくに問題（∵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する）。

理論的には、(a)承認決議時点、(b)買取請求権行使時点、(c)組織再編の効力発生時点のいずれも可。

→反対株主に、不当に投機の機会を与える（その結果、決議に反対するインセンティブを不必要に高める）ことにならない時点を選択すべき（政策的観点からの判断）。

(α) 承認決議時点を基準

一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（たとえば、承認決議時点における対価たる株式の市場価格が 1 株 1000 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り、1 : 2 が公正であるとするれば 2000 円）を保証された状態で④または⑤の期間、自由に保有する株式を売買できる。

(β) 株式買取請求時または組織再編の効力発生時を基準

一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、④または⑤の間に保有する株式を売却する。

(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。

⁵ 藤田・前掲書 292 頁以下。

(α)の基準を採用すると、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り（∵買取価格の決定にあたり、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判断し、実際に承認された対価より少ない対価をもとに買取価格を決定する（たとえば上記の例で、1：0.5が公正であると判断し、買取価格を500円とする）ことは極めて稀）、不当な投機の機会を与える程度が非常に高くなる。

***株式買取請求時・効力発生時のいずれが妥当か**

買取請求後は、買取請求を撤回できない（785⑥）から、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（効力発生時とすべきでない）とも考えられるが、買取請求時とすると、株主ごとに買取価格が異なってしまう。

【残る問題点？】

株主は、①の算定方法による買取価格（組織再編の影響を排除した承認決議時点の株価を基準）と、②の算定方法による買取価格（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）を、選択的に主張できる。

→承認決議の時点で、①の買取価格をある程度正確に知ることができるとすると、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、株価の上昇を反映した価格による買取りを請求することが理論的には可能。

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」

組織再編計画公表後に株式を取得した者は株式買取請求権を行使できるか？

→株式買取請求権が、組織再編自体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、買取請求を否定することは困難。

そのような者からの買取請求における買取価格について特別の考慮が必要か？

東京地判昭和58年10月11日（下民集34巻9-12号968頁）

→そのような株主については、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。

←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れば、組織再編の可能性を承知で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いわけではない。しかし、経営者・多数株主の決定に対するチェック機能の側面に着目すればそうはいえない。

2.2 弥永教授の見解⁶

2.2.1 「不当な投機の機会を与える」という主張について

この主張は株式買取請求時まで株主が自由に持株を売買できるということを前提とする。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不合理であり、買取請求がもっとも適切な退出手段となる。

→市場売却が現実的な手段とならない株主に、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）ことが公平といえるか問題である。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。

←藤田教授も、そのような株主が、公表前の市場価格を参照して求めた価格（上記①の買取価格）での買取りを請求することを否定していない。

算定の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」の算定に関わるもの。

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」

会社が組織再編等を行な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いえない。

←買取請求権のチェック機能に着目すれば、そのように言い切ることはできない。

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を原因とするものでなく、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ことは、制度趣旨に反する。

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回帰的分析によって求められる、組織再編が行な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を買取価格とすることによって、上記の問題に対処している。

→経営者に対する牽制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⁷。

⁶ 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）。

⁷ 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

2. 2. 3 株主ごとに買取価格が異なることについて

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から⁸、基準時の選定についても、何が公平なのか問う観点から判断することができる。

株主ごとに買取価格が異なるのは不自然だが、結果的に異なることはありうるものであり、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えないと割り切ることもひとつの選択肢である。

2. 3 神田教授の見解⁹

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

「なかりせば」基準＝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
一多数決で決定された組織再編が行なわれること自体は認めながらも、反対株主が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）とは異なる。

2. 3. 2 株式買取請求権の構造

- (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
損害：(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分

(i)は、「損害」の有無に関わらず（反対株主の側でなんら立証を要せず）認められる。

(ii)は、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。

2. 3. 3 買取価格の算定基準・方法

2. 3. 3. 1 「部分解散」による退出価格の算定

(A) 組織再編等により退出を強制される場合

一承認決議時（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一等を含まない）をもとに算定。

(B) 退出を強制されない場合

一買取請求権行使時（株主ごとに買取価格が異なることのないよう買取請求期間満了時

年）。

⁸ 最判昭和48年3月1日民集27巻2号161頁。

⁹ 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）。

あるいは買取請求の効力発生時とすることも考えられる)における企業価値(市場価格)をもとに算定。一時的な変動要因を排除するため基準時から一定期間(たとえば1ヵ月間)さかのぼって平均値をとることも可。

*組織再編公表後、組織再編が企業価値を毀損するものであること、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るも、「部分解散」による退出価格は、下落した株価を基準として算定される。

→下落分の填補は買取請求権の「損害」填補機能が担う。

2.3.3.2 「損害」填補のための買取価格の算定

(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

組織再編の承認決議と相当因果関係のある損害の額の算定

【具体的算定方法】

- ・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る。
一組織再編決議前の企業価値の算定のために、組織再編の影響を受けていない状態の株価(組織再編計画公表前の株価)を利用することが考えられる。
- ・組織再編公表直後の株価の下落額を損害額と推定し、公表以外の事由による株価の変動を除外する。

*有価証券報告書等の虚偽記載による損害額の算定方法と類似

(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

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

=公正な条件のもとでの対価と実際の対価との差

=もらい足りない存続会社株式・金銭

一もらい足りない存続会社株式の価値は組織再編の効力発生時における株価を参照して算定する。

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」

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ない。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なわれないようにするうえで、有意義である(買取請求権のチェック機能)。

2.3.5 株主ごとに買取価格が異なることについて

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が、理論的には買取価格が異なることは望ましいこととはいえない。

2.3.6 神田教授の見解の検討

(1) 神田教授の見解によれば、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なく、市況の悪化等を原因とするものであれば、「損害」が生じたとはいえず、買取請求により、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なる。

→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。

(2) 神田教授の見解においても、反対株主は、(イ)(ロ)の二つの基準を選択的に主張することが理論的には可能(2.1.2【残る問題】参照)。

しかし、神田教授の見解では、「部分解散」にかかる買取価格は買取請求時における株価を基準とし、反対株主が選択的に主張する余地があるのは「損害」店舗にかかる部分のみ。

(3) 立法論としては、「損害」填補機能(とくに、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、買取請求制度とは別の、会社からの退出をとまなわなない制度によって担われるべきともいえる¹⁰。

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¹¹

3.1 「公正な価格」の予見可能性

—高まるほど買取請求権を行使した場合の帰結を性格に予想できるようになり、そのオプションとしての価値を正確に把握できる。

3.2 買取請求権行使に要する費用

—鑑定費用

¹⁰ 木俣由美「反対株主の株式買取請求権」浜田道代＝岩原紳作編『会社法の争点』38頁、39頁(有斐閣、2009年)。

¹¹ 武井一浩＝中山龍太郎＝星明男「ヘッジ・ファンドと会社法—ヘッジ・ファンドの投資戦略とM&Aにおける議決権行使を例に」資本市場研究会編＝神作裕之責任編集『ファンド法制—ファンドをめぐる現状と規制上の諸課題』421頁、429頁以下(資本市場研究会、2008年)。

4 公開買付の強圧性と「公正な価格」

完全子会社化を目的として、公開買付＋組織再編（全部取得条項付種類株式の利用を含む）による少数株主の締出しが行なわれる場合、二段階目の組織再編における反対株主による買取請求の買取価格（全部取得条項付種類株式にかかる取得価格決定における取得価格を含む）は、公開買付価格を下回ることはない（∵下回る可能性があるため公開買付が強圧性を帯びる）¹²。

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とすると、株主には、組織再編等に反対するインセンティブ（その前提として公開買付に応じないインセンティブ）が生じる恐れがある¹³。

欧州各国における締出し制度のように、締出しに要求される株式取得（保有）比率が高い（90%・95%）場合には、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がとれない（自身が買付けに応じないと締出しができない）。

しかし、わが国では、特別決議で足りるため、10%を超える株主も、上記のように、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狙って、公開買付に応じず、組織再編等に反対するという戦略をとることができる。

¹² 東京地判平成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）。

¹³ 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討―「公正な価格」の算定における裁判所の役割〔下〕」商事1877号24頁、29頁（注84）（2009年）。

図 1 株式買取請求権行使の手続き

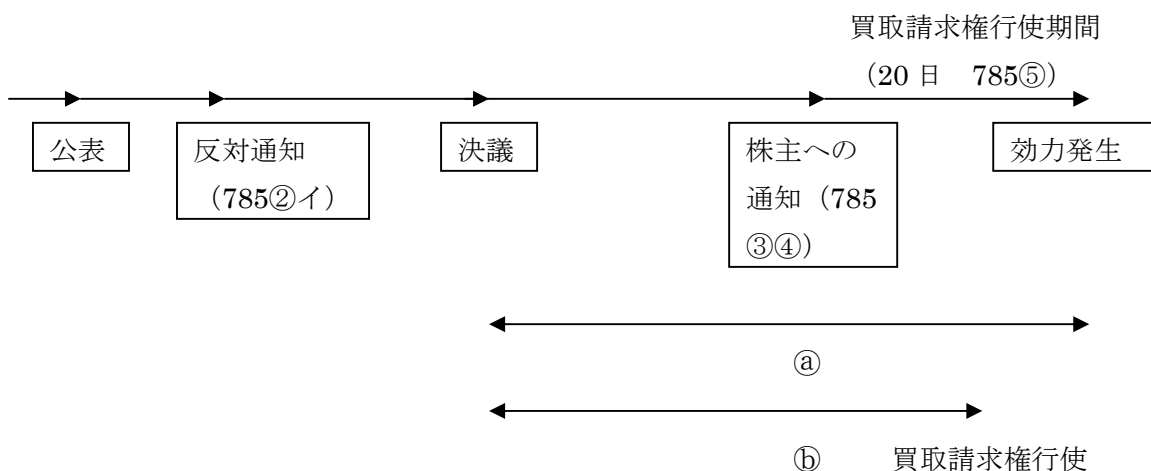


表 1 吸収合併(A:存続会社、B:消滅会社)におけるB社株主の合併承認決議における投票とその帰結¹⁴

	吸収合併承認	吸収合併不承認
賛成する	効力発生日にA社株式	B社株式
反対する	効力発生日にA社株式 + 株式買取請求権	B社株式

¹⁴ 武井一浩＝中山龍太郎＝星明男「ヘッジ・ファンドと会社法—ヘッジ・ファンドの投資戦略とM&Aにおける議決権行使を例に」資本市場研究会編＝神作裕之責任編集『ファンド法制—ファンドをめぐる現状と規制上の諸課題』421頁、428頁（資本市場研究会、2008年）参照。