

研究ノート

組織再編(M&A)における株式買取請求権と その株式買取価格に関する検討(1)

—— 会社合併における株式買取請求権 ——

潘 洋

目次

はじめに

一 会社合併の意義

(一) 会社合併とは

(二) 会社合併の手続き

1 合併契約

2 株主総会の承認

3 反対株主の株式買取請求

4 略式合併と簡易合併における株式買取請求権

5 債権者の保護

6 合併効力

(三) 三角合併

1 意義

2 「三角合併」についての論争

二 近年の会社合併記事のまとめ

(一) 合併記事の概要

(二) 合併記事における分析

三 会社合併における株式価格決定に関する判例とその検討

(一) 株式買取価格決定に関する判例の概要

(二) 会社合併に関する判例における問題点の検討

おわりに

はじめに

企業の競争力、特に国際競争力を高めるための手段として、会社合併、

会社分割、株式交換など M&A 手法の企業再編がある。日本では 1990 年代後半以降、様々な企業再編制度の改革がなされてきた。1997 年の持株会社の解禁、簡易合併制度の導入、1999 年の株式交換・株式移転制度の導入、2001 年の会社分割制度の導入、2007 年の三角合併の導入、そして、それらに伴う税制の整備などである。⁽¹⁾ 会社は、競争力を強めるための場合に、または、破産など不景気な状況に当面している場合に、M&A 手段の一つとしての会社合併を常に行う。

会社合併に関して、たくさん問題点が存在する。例えば、会社合併の契約、存続会社、または消滅会社の株主総会の承認手続き、存続会社と消滅会社の反対株主の株式買取請求、債権者の保護手続きや会社合併の効力の発生などである。しかし、本稿は会社合併を行う場合の反対株主の株式買取請求権を中心として、検討する。なぜならば、会社は会社合併など企業再編を行う際に、株式買取請求権は株主、特に会社合併に反対する少数の株主たちにとって、自分の利益を保護するための最重要な方法であると考ええる。

本稿では、会社契約、株主総会の承認、債権者の保護など問題点を簡単に検討する。そして、会社合併につき、裁判例や新聞記事から実例を拾い出し、会社合併が目指している目的を探り出す。その上に会社合併を行う場合の反対株主の株式買取請求権に関する判例を紹介する。更に株式買取請求権に関する判例を分析、検討し、株式買取請求権に関する法的問題点を提示する。尚、会社合併を活用して事業の一層の成長を推進しようという会社のために、以上の問題点を分析する上に、若干の言及を試みる。

注

- (1) 坂田和光「企業再編制度の整備の沿革 持株会社の解禁と三角合併解禁を中心として」レファレンス平成 20 年 8 月号

一 会社合併の意義

(一) 会社合併とは

会社合併とは、二つ以上の会社が契約を締結して行う行為であって、当事会社の一部または全部が解散し、解散会社の権利義務の全部が清算手続きを経ることなく、存続会社または新設会社に一般承継される効果を持つものである。⁽²⁾ 会社合併によって、存続会社や新設会社は、規模を拡大するだけでなく、消滅する会社の株主を取り込むこともある。

吸収合併にあっては、二つ以上の会社が合併契約によって、当事会社の一つが存続会社となり、他の一社またいくつかの会社の財産、負債と株主を包括的に承継する。吸収された会社は解散して、消滅する。新設合併とは、複数会社が合併契約によって、それぞれすべての資産、株主をもって新たに会社を設立することである。新設合併によって、当事会社のすべてが解散して、消滅する。新設会社は、消滅会社の財産、負債と株主をまとめて引き継ぐ。

実務上、対等の合併にも吸収合併の手続きが取られることが多い。新設合併のケースは極めて稀であると言われている。なぜならば、①登録免許取得税額について、新設合併より、吸収合併のほうが相対的に少なく、②免許事業または金融商品取引所（証券取引所）の上場資格等を得るために、新設会社は再申請手続きをとる必要があり、そのことにより、新設合併は吸収合併より、手間がかかるといわれる。

(二) 会社合併の手続き

1 合併契約

会社合併には、当事会社の代表取締役（または代表執行役）が、会社を代表して、合併の可能性や条件について協議を重ねて、合併契約を締結することが必要である。合併契約には ① 存続会社または新設会社と消滅会社それぞれの住所・商号、② 消滅会社の株主に交付する合併対価（株式、金銭、社債、新株予約権等）および合併対価の割当、③ 消滅会社が

新株予約権発行した場合、その扱い（例えば、対価を交付する等）、および対価の割当、④ 吸収合併の場合、合併の効力発生日、⑤ 新設合併の場合、設立会社の目的・商号・本店所在地・定款および発行可能株式総数等、会社設立の登記事項などを記載する必要がある。

2 株主総会の承認

会社が合併を行うには、各当事会社の株主総会の特別決議によって、合併契約の承認を受けなければならない。ただ、簡易合併または略式合併に該当する場合に、総会による合併契約の承認は要しない。

3 反対株主の株式買取請求

株主は合併に反対する場合、自分の持株を公正な価格で買取しようなら、会社に請求することができる。合併の際の株式買取請求に係る「公正な価格」は「会社が合併をしなければ、当該株式が有したであろう価格」とは限らない。

4 略式合併と簡易合併における株式買取請求権

吸収合併等の場合には、反対株主は、存続株式会社等に対して、自己の有する株式を公正な価格で買い取ることを請求することができる。ただし、この「反対株主」に制限がつけられている。「反対株主」とは吸収合併等のために、株主総会の決議を要する場合に吸収合併等に反対する株主である。「株主総会の決議を要する場合」ということは、「反対株主」の範囲に制限を加えた。すなわち、株主総会の決議を要しない場合は、株主は会社合併等に反対して、反対しなくても、買取請求権も有しない。簡単に言えば、存続株式会社等において簡易組織再編の要件を満たす場合および譲り受け会社において簡易事業譲渡の要件を満たす場合には、反対株主は、株式買取請求権を有しないものとされている。（新 469 条 1 項 2 号、新 797 条 1 項ただし書き）また、略式組織再編または略式事業譲渡の要件を満たす場合には、特別支配会社は、株式買取請求権を有しないものとされている。⁽³⁾（新 469 条 2 項 2 号 3 項、785 条 2 項 2 号 3 項、797 条 2 項 2 号 3 項）

しかし、簡易または略式会社合併の場合に、株主は合併に反対したくても、少数株主であるため、反対できない。もし、合併のために、不利益を

受ける恐れがあるなら、株式買取請求権がない場合に、どのように利益を保護できるか、まだ問題は残ると考える。

5 債権者の保護

会社合併において、相手方当事会社の経営状態が悪くて、債権の回収が困難となる危険が増大することにより、他方当事会社の債権者に不利益を与え、若しくは、合併契約による資本金、準備金の額の減少の効果を生じさせる等を予見できる場合、会社は、異議を述べた債権者に弁済その他の措置をとらなければならない。(789条、810条)

6 合併効力

吸収合併の場合に、合併効力が合併契約に定めた効力発生日に生じる。効力発生日から、二週間以内、存続会社が変更登記をしなければならない。吸収合併の効力は、効力発生日に生ずるが、その日から、二週間以内に、消滅会社が解散登記をしないと、第三者に対抗することができない。新設合併の場合に、新設合併の効力は設立会社の設立登記によって発生する。

(三) 三角合併

1 意義

三角合併とは消滅会社の株主に対し、存続会社から親会社（関係会社）株式が交付されるものである⁽⁴⁾。旧商法では、外国親会社が完全親会社となる株式交換はできないとの理解で実務は働いていた⁽⁵⁾。しかし、2006年5月1日、日本には単独の会社法が実施された。翌年の5月1日、合併等対価の柔軟化に関する規定が施行された⁽⁶⁾。「合併対価等の柔軟化」の規定により、会社合併等 M&A の場合に、存続会社の株式に限らず親会社の株式も、消滅会社の株主等に交付することができるとされたことから、「三角合併」が可能となった。

2 「三角合併」についての論争

「三角合併」により、親会社の株式を対価とする買収は、現金を用意せずに済むという対価の選択可能性の拡大以上に、親会社株式の時価総額が高ければ、株式の時価の低い企業を買収にも有利に働き、一方、外国企業

による日本企業の買収が促進されるとみられる。しかし、「三角合併」は、外国親会社が日本子会社に買収させる際の代替的手法⁽⁷⁾となるからこそ、「三角合併」についての論争が起きやすい。反対論者達が、三角合併の手法により、日本の大企業でさえも、外国企業によって容易に買収されると喧伝した。更に、外国企業からの日本企業に対する敵対的買収を助長すると批判した。

しかし、このような言論を発表した反対論者が敵対的買収の概念を十分に理解してなかったと考える。敵対的買収とは、買収対象企業の取締役や親会社株主総会の事前同意を得ずに、既存の株主から株式を買い集めて、企業を買収することである。日本では、親会社が関連会社を子会社化するなど友好的買収が多く、敵対的買収の例があまりない。ただ、一般的会社合併と違って、「三角合併」の場合には、消滅会社の株主に対し、割当ての対価が金銭、本社の株式の代わりに、親会社の株式である。いわゆる、「三角合併」と一般的会社合併の間で合併対価のみが違っていると言えるが、もちろん、手続き上の問題も「三角合併」は一般的な会社合併より、複雑である。また、「三角合併」を実施するためには、一般的な合併のように、まず、事前に自由意思の下で、合併契約を締結しなければならない。その上、締結した合併契約について、原則として、双方株主総会の特別決議による承認を受ける必要がある⁽⁸⁾。つまり、双方の株主総会の特別決議による承認を受ける必要があることから、被買収会社の株主総会の承認がなければ、三角合併は実現できなくなる。それで、「三角合併」は友好的買収ための手段の一つでも、敵対的買収を目的とする手段の一つであるとは言えない。「三角合併」は、外国企業による日本企業に対する敵対的な買収を助長するとも言えない。反対に、「合併対価等の柔軟化」は、合併に賛成であるが、ただ合併対価に不満を持つ株主に、より多くの選択肢を与え、株主利益をよく保護することになる。

注

(2) 江頭憲治郎『株式会社法「第4版」』780頁（有斐閣、2013年）。

- (3) 「会社法の一部を改正する法律案等の国会提出と概要」商事法務 第 2017 号 9 頁 (2013)
- (4) 江頭憲治郎『株式会社法「第四版」』(有斐閣、2013 年)。
- (5) 武井一浩「企業再編とグループ経営をめぐる法的諸問題」判タ、1122 号 42 頁 (2003 年)。
- (6) 『会社法』749 条。
- (7) 前注 (5) 武井、50 頁
- (8) 会社法 748 条、783 条。

二 近年の会社合併記事のまとめ

(一) 合併記事の概要

1. 半導体装置で日米統合、東京エレクトロン、米アプライド、巨額開発で先行⁽⁹⁾

半導体製造装置の国内首位で、世界 3 位の東京エレクトロンと世界首位の米アプライドマテリアルズは、9 月 24 日に、2014 年後半に経営統合すると発表した。両社は、三角合併の方式で統合する。持ち株会社をオランダに設立し、両社を事業会社として傘下に置く。東エレクト 1 株に対し持ち株会社の 3.25 株を、アプライド 1 株に対し、持ち株会社 1 株を割り当てる。両社は上場廃止。持ち株会社が東京証券取引所、米ナスダック市場に上場する。統合完了から 12 カ月以内に 30 億ドルの自社株買いを実施する。

両社の売上高を単純に合算すると 137 億ドル (約 1 兆 3 千億円) で、世界 2 位のオランダの ASML を引き離す。時価総額は約 290 億ドルとなる見込みである。米調査会社ガートナーにより、2012 年の半導体製造装置の世界出荷額シェアは、東エレクトとアプライドの合計は 25.5% である。ASML (12.8%) の 2 倍で、米インテルや韓国サムスン電子など半導体大手を顧客として網羅する巨大企業が誕生する。

統合会社の会長の東エレクトの東哲郎会長兼社長は「統合で開発費負担が減る」と語る。両社は経営統合で開発費を分担する。今後、次世代技術である 450 ミリウエハー向け製造装置の実用化やメモリーの大容量化に対応した技術開発を進める。これにより IT 端末の小型化・高機能化が速まる

可能性がある。

スマートフォン（スマホ）の普及で、進む半導体の高機能化に対応、開発にかかる大型投資で先行する。ハイテク分野で日本と米国のトップ企業が統合するのは初めて、国境を越えた企業再編が再びに加速しそうである。

2. 携帯合弁会社を完全子会社に、米ベライゾン、英社と交渉、買収額 10 兆円超⁽¹⁰⁾

米通信大手のベライゾン・コミュニケーションズが、英同業ボーダフォンとの携帯電話合弁会社、米ベライゾン・ワイヤレスの持ち分を買収し、合弁を解消する交渉を進めていることが 2013 年 8 月 29 日明らかになった。米ブルームバーグなどは、買収額が約 1300 億ドル（約 12 兆 7650 億円）になると報じた。成長が続く米国携帯市場を巡り、過去最大級の M&A となる見込みである。

ボーダフォンが、同日の発表資料で、ベライゾン・コミュニケーションズとの交渉を認めたうえで、「合意がまとまるかどうか、確実ではない」とした。

ベライゾンは、ワイヤレスの高い収益性と、米国市場の成長性から完全子会社化を目指し、これまでも、合弁解消の観測が出ていたが、ボーダフォンが拒否していた。

ただ、ボーダフォンの 2013 年 3 月期の純利益は、前の期と比べ、94% 減と大きく落ち込み、売上高も 4 % 減と過去最大の減収になった。欧州の景気回復が遅れるなか、イタリアやスペインで通信料を引き下げ、他社ネットワークへの接続料も低く抑え収益環境は厳しい。6 月には、ドイツのケーブルテレビ最大手の買収を決めるなど、携帯以外にも収益源を広げている。

ボーダフォンのビットリオ・コラオ最高経営責任者（CEO）は、ベライゾン・ワイヤレスについて「有利な提案があれば、もちろん考慮する」と述べてきた。もともと経営の主導権を握れない合弁の持ち株売却で巨額の現金が手に入れば、財務体質が改善することも背景にあるとみられる。

29 日のロンドン株式市場で、ボーダフォンの株価は、前日終値に比べ 8.1% 上昇して取引を終えた。一時は、同 9.5% 上昇した。同日午前の

ニューヨーク株式市場ではベライゾン・コミュニケーションズの株価も大幅高となり、前日比の上昇率は一時4%を超えた。完全子会社化が実現すれば、収益が拡大するとの期待が背景にある。

3. シミックHD が子会社2社合併、10月から⁽¹¹⁾

2013年8月29日、シミックホールディングスは、営業体制の強化を狙い、子会社である医薬品製造支援（CMO）のシミックCMO（静岡県島田市）とシミックCMO 富山（富山県射水市）を合併し、シミックCMO とすると発表した。合併日は同年10月1日である。新社長には、現在シミックCMO 富山社長の山口進也氏が就く。本社は、シミックホールディングス本社と同じ東京・品川に置く。

4. 住金物産と日鉄商事、株主総会で合併承認⁽¹²⁾

住金物産と日鉄商事は2013年6月21日、両社が同日開いたそれぞれの株主総会で同年10月1日に予定している合併が承認されたと発表した。住金物産は旧住友金属工業であり、日鉄商事は旧新日本製鉄の直系商社である。親会社の合併を受け、流通部門でも統合により、相乗効果の確保を目指す。新会社の名称は「日鉄住金物産」とし、社長には住金物産の宮坂一郎社長が就く。

5. 川崎重工業と三井造船の統合方式調整

(1) 川重・三井造船、統合方式調整へ、造船株に再編期待⁽¹³⁾

造船・重機大手の川崎重工業と三井造船は、経営統合に向けた今後の交渉で、具体的な統合方式など詳細の調整を進める。経営統合交渉の報道を受け、2013年4月22日午前の東京株式市場で、両社の株価はそろって上昇した。造船事業の収益回復やプラント事業の競争力強化につながるとの見方が広がった。三井造船の株価が一時、前週末比35円（20.7%）高い204円まで上昇し、年初来高値を更新した。川重も前週末比12円（3.6%）高の345円まで上昇する場面があった。

川重と三井造船の取引銀行の幹部は、同日午前「国内産業の構造改革に追い風となる」と語った。経済産業省幹部からも、政府が産業再編を成長戦略の柱と位置付けていることから「競争力強化につながる再編は前向き

に捉えていい話」と歓迎の声が聞かれた。

両社は同日、報道についてコメントを発表した。三井造船は「当社として発表したものではない」、川重は「当社が発表したものではなく、そのような事実もない」とした。

(2) 三井造船、新たな提携不可欠、川重との統合白紙⁽¹⁴⁾

川崎重工業から、経営統合交渉の打ち切りを通告された三井造船は、新たな提携企業を探す必要がある。三井造船は、連結売上高の約5割が船舶に関連するが、国内の造船業界では、受注量の低下が鮮明になっている。来年には、建造する船がゼロになる造船所も現れかねない「2014年問題」に業界各社は直面している。

ただし、三井造船は海洋資源開発の分野では、同業他社を引き離す実績と技術力があり、川崎重工もこの分野を重視し経営統合を模索していた。三井造船が海洋開発を前面に打ち出して他社との交渉に臨めば、新たなM&Aが実現することも考えられる。

6. アメリカン航空・USエア合併、差し止めへ提訴⁽¹⁵⁾

米司法省は、13日米航空大手であるアメリカン航空とUSエアウェイズが計画している合併を差し止めるよう求める裁判を首都ワシントンの連邦地裁で、起こしたと発表した。運賃が上昇する可能性などを理由に、独占禁止法（反トラスト法）違反の疑いがあるとしている。世界最大の航空会社の誕生に、不透明感が出てきた。

アメリカンの親会社AMRとUSエアは、2月に合併で合意し、9月までの完了を目指していた。輸送実績で、米ユナイテッド航空を抜いて世界最大の航空会社となる見通だった。両社は、当面の運賃維持や主要空港での発着枠返上などで、合併の承認を求める可能性が高い。欧州連合(EU)の欧州委員会は今月、両社の合併を承認した。

米航空業界では2008年に、デルタ航空とノースウエスト航空が合併し、10年にユナイテッド航空とコンチネンタル航空が合併した。アメリカンとUSエアの合併で、航空大手が3強に絞られることで、航空運賃が上昇

するとの見方が広がっていた

7. ケイ・オブティコム、ケーブルテレビ会社合併⁽¹⁶⁾

ケイ・オブティコム（大阪市、関西電力グループの通信会社）は9日、同グループのケーブルテレビ会社のケイ・キャット（大阪府枚方市）を10月1日付で吸収合併すると発表した。合併で経営を効率化するほか、放送と通信の両事業を組み合わせる新たなサービスを開発することも検討する。

8. ソフトバンクの買収計画、スプリント株主支持は？ 手法複雑、対抗案と比べ⁽¹⁷⁾にくく

両社が発表したスプリント株1株当たりの対価は、ソフトバンクが現金で7.3ドルである。断念でも、為替差益3000億円断念でも、為替差益3000億円ソフトバンクによる米携帯電話3位スプリント・ネクステルの買収計画が揺れている。衛星放送会社の米ディッシュ・ネットワークが対抗買収に乗り出したためである。ソフトバンクは「7月にも買収を完了する」と強気だが、スプリント株主からどこまで支持を取り付けられるかは、なお予断を許さない。両社の主張と今後想定される3つのシナリオをまとめた。

両社が発表したスプリント株1株当たりの対価は、ソフトバンクが現金で7.3ドルに対し、ディッシュは現金と株の合計で7ドルである。ただ、ディッシュはソフトバンクの対価が実際には現金と株で6.22ドルであると独自試算し、自社の提案の方が株主に有利だと主張している。

ソフトバンクはこの主張に「算定基準が分からない」としているが、両社の主張の違いは、少し複雑なソフトバンクの買収手法に端を発しているようである。

ソフトバンクはスプリント買収のために、「新スプリント」を設立し、さらにその全額出資子会社がスプリントを合併するというスキームを考えている。既存のスプリントの一般株主に合併対価として、合計で約121億ドルの現金と新スプリント株全体の約30%を割り当てる。

株主は現金か株かを選択でき、現金を選べば、7.3ドルを受け取れるが、

もし現金の希望が多く、合計が約 121 億ドルの現金枠を超えると、現金と株の組み合わせとなる仕組みである。

ディッシュの独自試算は、ともかく、既存株主にとっては、受け取り方法や新スプリント株の価値など見通しにくい点が残る。買収合戦を占う一つのポイントとなりそうである。

ソフトバンクにとって今後はどんなシナリオが考えられるのか。

シナリオ (1) 従来計画通りのまま買収完了

買収を完了するには米連邦通信委員会 (FCC) の承認と 6 月にも開かれるスプリントの株主総会での承認が必要である。ソフトバンクは「すでに必要な承認が得られる段階にきている」と見ており、対抗買収案による影響はないとしている。

株主総会に諮る提案を決めるスプリントの経営陣との意思疎通は良好のようで、両社幹部は毎週、ビデオ会議を開いている。一方のディッシュは、スプリントが高速無線通信会社のクリアワイヤを完全子会社化しようと動いた際、対抗買収を提案した因縁がある。

スプリント経営陣や株主が支持して買収が実現すれば、ソフトバンクは米国で約 5600 万件の顧客を手中にし、閉塞感も出てきた日本市場から活躍の場を一気に広げられる。

シナリオ (2) 買収額を積み増し

ディッシュは、自社の買収提案はソフトバンクが提示した 1 株当たり対価よりも 13% 高いと主張している。これを受け、株主の一部でディッシュの買収案に賛成を表明する動きも出ている。

ディッシュは自社の衛星放送とスプリントの携帯事業を組み合わせることでスプリントの価値を上げられるとし、ソフトバンクは高速通信のノウハウを提供するほか、機材調達の共通化などでコスト削減効果も見込めると説明している。それぞれが相乗効果を主張しており、株主の判断も割れそうである。

ソフトバンクが買収総額の積み増しを迫られた場合、有利子負債が増えて財務体質の悪化につながりかねない。16 日にソフトバンク株が一時的

日比 9.6% も下げたのはこのためである。

シナリオ (3) 買収を断念

スプリントの株主総会で承認されないと、買収を断念せざるをえない。成長戦略の見直しを余儀なくされる。

ただ、断念の場合でもソフトバンクは巨額の利益を得る。同社は買収総額約 201 億ドルの大半について 1 ドル＝82.2 円で為替予約をしており、現在の為替レート（1 ドル＝99 円台）であれば、3000 億円前後の為替差益を得る見通しである。さらに、スプリント側から買収合意を破棄する場合には、6 億ドルの違約金を受け取る協定も結んでいる。株主総会で承認されなかった場合は、上限 7500 万ドルを受け取るオプションもある。さらなる成長を追求する孫正義社長には、ぬれ手で粟（あわ）の利益が出たとしても、最も避けたいシナリオとなるだろう。

(二) 合併記事における合併理由分析と「独占禁止法」との関係

1 合併の理由

(1) 戦略的な合併

以上の合併に関する新聞記事から見ると、合併の理由には、主に二つあると考える。経済の多元的發展に従って、企業が直面している市場競争は、ますます激しくなって、企業に対する圧力も強くなった。企業は競争力を強めるために企業の発展方向、企業組織について戦略的に調整しなければならない。それは企業が会社合併を選んだ理由の一つであり、企業将来の戦略を図るためでもある。簡単に言えば、世界市場の急激な変化が、合併を選ばせた最大の要因である。即ち、合併動機により分類すれば、戦略的な合併といえる。例えば、本稿 6 頁の 1. の新聞記事における東京エレクトロンと米アプライドの合併案には、統合会社の東エレクトの東哲郎会長兼社長は「統合で開発費負担が減る」と言った。東京エレクトロンと米アプライドの両社は、経営統合により、開発費を分担をすることができ、その上、次世代技術である 450 ミリウエハー向け製造装置の実用化やメモリーの大容量化に対応した技術開発も進める。沢山の合併事例から見れば、合

併により開発費用の分担を実現できて、両社の負担を減らせ、一方「当
会社それぞれの技術的弱点を互いに補完しあう⁽¹⁸⁾」という合併の経済的機能
もできる。もちろん、企業の立場に立ったら、企業の利潤、コストなどし
か見えないが、国の立場に立ったら、産業の大型再編は、企業、特に現在
の日本企業が国際競争力を回復し、世界市場で飛躍するために、避けて通
れない道であると言える。

(2) 再生式合併

もう一つの理由は、企業の再生を図るためである。即ち、合併動機によ
り、分類すれば、再生式合併と呼ばれる。例えば、本稿 6 頁の 2. の新聞
記事における英ボーダフォンと米ベライゾン・コミュニケーションズが合
併すれば、成長が続く米国携帯市場を巡り、過去最大級の M&A となる
見込みだったが、その一社のボーダフォンは、2013 年 3 月期の純利益が
前の期と比べ、94% 減と大きく落ち込み、売上高も 4 % 減と過去最大の
減収になった。欧州の景気回復が遅れるなか、イタリアやスペインで通信
料を引き下げ、他社ネットワークへの接続料も低く抑え収益環境は厳しい。
そのため、ボーダフォンの最高経営責任者は、ベライゾン・ワイヤレスに
ついて「有利な提案があれば、もちろん考慮する」と述べてきた。もし、
合併が達成できたら、もともと経営の主導権を握れない合併の持ち株売却
で巨額の現金が手に入れば、財務体質が改善することもみられる。それは
「業績不振の会社を合併によって救済する⁽¹⁹⁾」という経済機能を実現するこ
との一例である。

2 合併と「独占禁止法」

もちろん、戦略的な合併でも、再生式合併でも、独占禁止法の定める手
続きに違反して合併がなされたら、合併は無効になる。即ち、独占禁止法
の違反は合併無効原因の一つである⁽²⁰⁾。M&A 取引に関する日本の独占禁止
法上の規制としては、独占禁止法第 4 章の中に企業結合規制に関する規定
が設けられ、公正取引委員会により執行されている。独占禁止法上の企業
結合規制には「一定の取引分野における競争を実質的に制限することとな

る」ことを規定として明らかである。市場等における企業の相対的規模に主に着目する規制であるところ、M&A 取引は、少なくともある当事者にとっては規模の拡大を目指して行われるものであるため、多くの M&A 取引において、かかる独占禁止法上の企業結合規制が問題となりうることになる。本文のアメリカ航空と US エアウェイズの合併事案に、米司法省は巨大航空会社が誕生すれば、全米で航空会社間の競争が妨げられ、運賃の上昇とサービスの質の低下を招き、独占禁止法違反の疑いがあり、世界最大の航空会社の誕生に、不透明感が出てきたなどを理由として、首都ワシントンの連邦地裁で合併の差し止めるようを求めた。それに対して、両社が当面の運賃維持や主要空港での発着枠返上などで合併の承認を求める可能性が高く、欧州連合の欧州委員会は両社の合併を承認した。この合併記事から見ると、M&A 取引は「独占禁止法」の制限に違反するか否か、はっきりしていない判断基準が存在するべきと考えられる。「独占禁止法」の制限に違反するか否かは、単純に合併の目前の結果だけでなく、合併が目指す目的、その合併による将来の利益も考えなければならない。

注

- (9) 日本経済新聞朝刊 2013 年 09 月 25 日。
- (10) 日本経済新聞朝刊 2013 年 08 月 30 日。
- (11) 日経産業新聞 2013 年 8 月 30 日。
- (12) 日本経済新聞朝刊 2013 年 6 月 22 日。
- (13) 日本経済新聞夕刊 2013 年 4 月 22 日。
- (14) 日本経済新聞 2013 年 6 月 14 日。
- (15) 日本経済新聞朝刊 2013 年 8 月 14 日。
- (16) 日本経済新聞 2012 年 8 月 10 日。
- (17) 日本経済新聞朝刊 2013 年 4 月 22 日。
- (18) 龍田節『会社法大要』451 頁（有斐閣、2008 年）。
- (19) 龍田節『会社法大要』451 頁（有斐閣、2008 年）。
- (20) 独占禁止法 15 条 1 項。

三 会社合併における株式価格決定に関する判例とその検討

会社合併に関する問題点はたくさん有するが、たとえば、会社合併が法令、定款に違反場合に、または合併対価により、当事会社の財産状況に著しく不当の場合に、不利益を受ける可能性がある株主が有する合併の差止め請求権、資本金の減少等で会社の基礎を変更する場合に、異議を述べる権利が有する当事会社の債権者の保護手続き（会社法 799 条）、会社が合併する場合の株主総会の承認決議（会社法 795 条）、合併対価に関する規定（会社法 800 条）、反対株主の株式買取請求権（会社法 797 条）などである。しかし、それらの色々の会社合併に関する法規定の中で、反対株主の株式買取請求権は株主の利益に特に密接な関係があると考ええる。そこで、本稿は会社合併の場合に反対株主の買取請求権、および買取価格に関する判例をいくつかを選択して、株式価格の決定について討議する。

（一） 株式買取価格決定に関する判例の概要

1. あおみ建設株式買取価格決定申立事件⁽²¹⁾

（1） 事案の概要

① 平成 19 年 4 月 27 日、佐伯建設工業株式会社（以下「旧佐伯」という。）と国土総合建設株式会社（以下「旧国土」という。）は、平成 20 年 4 月 1 日を目処に、経営統合に関する基本合意を締結し、同日にこれを開示した。平成 19 年 11 月 15 日に、旧佐伯と旧国土は合併契約を締結した。存続会社は旧佐伯であり、消滅会社は旧国土である。合併の効力発生日は 20 年 4 月 1 日に決めた。合併に係る割当てについては、旧国土の普通株式 1 株に対して、旧佐伯の普通株式を 8.5 株割り当て、交付する。平成 20 年 1 月 31 日、両社は、それぞれ株主総会を開催し、合併契約の承認を求める旨の議案につき、出席株主の 3 分の 2 以上の賛成を得た。2 月 20 日、合併公告を行った。3 月 26 日、旧国土株式は、ジャスダック証券取引所において上場廃止となった。同年 4 月 1 日、合併の効力が発生した。同日、旧国土は合併に伴う株券提出公告を行った。また、旧佐伯は旧国土を合併

した旨の登記をした。同月9日、旧国土は合併による解散した旨の登記をした。

両社は、合併比率の算定に当たって公正性を期すため、旧佐伯と旧国土は、それぞれ第三者機関に依頼して独自に合併比率の算定を行って、合併比率が、旧佐伯1に対し、旧国土8.5とされた。

② 事案の過程 平成20年1月25日ころ、申立人は旧国土の本件合併承認に係る臨時株主総会に先立ち、本件合併に反対する旨を旧国土に対して通知した上、同月31日開催された株主総会において、反対の議決権行使をした。3月19日、申立人は旧国土に対し、その保有する普通株式7万株を買い取るよう請求した。申立人は、買取を請求した後、被申立人から買取請求の対象となるのは、旧国土の株式3万2000株である旨の指摘を受け、同年5月23日、会社法の規定に基づき、この3万2000株について、当裁判所に株式買取価格決定の申立てをした。

申立人は旧佐伯が過去10年の間に不安定で赤字の年が多くて、市場価格が常に実質な企業価値を公正に反映するとは限らない、合併比率が不合理などの理由で、一株当たりの投下資本額（申立人の用法に従い、資本金と資本準備金の合計をいうものとする。以下同じ。）である859円は最低限保障されるべきであると主張した。

被申立人は旧国土が合併される以前は上場会社であったところ、上場会社の株式については、当該形成された市場価格を判断基準とすべきであると主張した。それで、公正な価格は、消滅会社株式の市場価格を基礎として、申立人と旧国土が株式の売買契約を成立した平成20年3月19日の市場価格（終値）の457円である。

(2) 判決理由

① 申立人の有する旧国土株式3万2000株について、株式買取請求権の行使および本件の申立てはいずれも適法である。

② 吸収合併等がされる場合において、株主が会社に対し自己の有する株式を公正な価格で買い取ることを請求することができる（会社法785条

1 項、2 項)。これは、株主が合併のことに賛成であっても、合併の対価などの割当てに不満足である場合も、株式買取価格決定の申立てにより、合併による企業価値の増加を適切に反映した価格を公正な価格として株式の買取りを求めることができると解される。もっとも、買取価格の決定について、当該申立ての趣旨を双方の趣旨に沿って算出される公正な価格のうち、いずれか高い方の希望する価格が申立ての趣旨に合致するものと解さざるを得ない。

③ 一般的に、吸収合併を行う際、株式買取請求権が行使されたら、当事会社が上場会社であった場合に、その株式の価格について、価格操作等不正手段の影響がない限り、株式の一方的処分であっても利益の帰属主体を害さない合理的なものとしているところ（会社法 197 条 2 項、234 条 2 項）、市場価格を基礎とするのが妥当であると解される。これに対し、申立人は市場価格によるべきでなく、純資産方式によって算定される価格による株式の買取りを求めた。その理由は市場価格と株式の価値が乖離することはありうる。しかし、申立人の主張どおり他の企業価値を算定する指標等をもって当該会社の株式に市場価格より高い価値があると力説してみても、経済的合理性を有する買い手は市場で当該株式を調達するにすぎず、申立人主張の価格での売買は成立しない。また、公開買付けの場面においては、市場価格に適切なプレミアムが上乘せされることがあるが、少なくとも存続会社の株式が交付されることとされた吸収合併の場合とは前提が異なるのであるから、この点をいう申立人の主張も失当である。

④ 本件においては、平成 19 年 4 月 27 日、経営統合の計画が最初に公表された。株価は同月 26 日以前の 6 か月間における旧国土の平均株価は 426 円である。もっとも、企業合併において、合併契約の締結および合併比率の公表である場合は、合併承認決議の影響を受けていないとみられる期間は、合併比率が発表された平成 19 年 11 月 15 日より前と考える場合に、株価は同月 14 日以前の 6 か月間の平均価格である 443 円となる。そうして、平成 19 年 4 月 27 日および合併比率が発表された平成 19 年 11 月 15 日の日経平均株価は、いずれも、合併承認決議の日の平成 20 年 1 月 31

日の日経平均株価を上回っている。合併承認日における、旧国土の合併承認決議の影響を受けない株式の客観的交換価値は、上記平均株価である426円および443円を上回ることではないものと推認される。ところが、これら平均株価は合併による企業価値の増加を適切に反映した価格をいずれも下回るから、申立人は合併承認決議がなかったとすれば、有した価格を主張するものではないものと解さざるを得ない。

本件においては、合併比率は、旧佐伯および旧国土が、それぞれ個別に第三者機関に依頼して、合併比率の範囲を算定して、契約自由の原則の下で決定される結果である。そして、旧佐伯と旧国土は、互いに資本関係がなく、相互に独立の当事会社である。だから、本件における合併比率は、資本多数決の帰結として尊重されるべき上で、算出した結果である。また、前提事実記載のとおり、本件合併の手続は、会社法の趣旨に従い適切に行われたこと、旧国土において、株式買取請求権を行使した者は二人にとどまり、大多数の株主が合併および合併比率について積極的な反対はしなかったこともうかがわれる。これらの事情からすると、本件合併における合併比率が不合理であって、本件合併によって生じるシナジーの分配が適切である。なお、申立人は、効力発生日前に旧佐伯の経営が非常に不安定、赤字の年数が多いと主張し、そのことが開示された旨の証拠等を提出するが、このような事情があるからといって、既に行われた合併の合併比率が公正である。

(3) 判決結果

一般に、公正な合併比率による合併が公表された場合、消滅会社株式の市場価格は、合併による企業価値の増加が消滅会社に適切に配分されることを考慮して形成されることとなり、本件において、合併による企業価値の増加を適切に反映した旧国土の株式の価格は、旧国土の市場価格を基礎に算定すべきである。

旧国土の株価の推移は「公正な価格」としての対価としては、被申立人は、株式買取請求権が形成権であって、株主が適法に株式買取請求を行っ

た時点で会社と株主との間に売買契約が成立することから、上記①の価格によるべきであると主張し、その主張にも相当の合理性があるというべきであるが、株主は、「公正な価格」での買取りを求めるものであって、裁判所の決定する「公正な価格」が買取請求権を行使した株主ごとに異なることが妥当かどうかという点も考慮すると、上記②又は③の価格との比較において特に優れているとまではいえないように思われる。結局、上記①から③の価格のいずれを選択するかについては、事案に応じて、裁判所の合理的な裁量に委ねられるものと解される。本件においては、①の価格は457円、②の価格は504円、③の価格は466円であるところ、②の1株当たり504円をもって公正な価格であると判断する。

2. 日興コーディアルグループ株式買取価格の決定申立事件⁽²²⁾

(1) 事案の概要

① 三角合併の経緯 株式会社日興コーディアルグループ（以下「日興コーディアルグループ」という。）は、平成20年5月1日、申立人に吸収合併され、同グループの権利義務は申立人に承継された。相手方は日興コーディアルグループの株主であり、5000株を所有している。米国法人シティグループ・インク（以下「シティグループ」という。）は、米国デラウェア州法に基づき設立され、個人および法人顧客に金融サービスを提供する事業を傘下に収める総合金融持株会社である。シティグループ・ジャパン・インベストメンツ・エルエルシー（以下「CJH」という。）は、シティグループの完全子会社で、日本におけるシティグループの持株会社である。

日興コーディアルグループは、平成19年3月6日、シティグループとの間で業務・資本提携を含む包括的戦略提携契約を締結した。シティグループは、上記の戦略提携契約に基づき、シティグループの完全子会社であるCJHを通じて、平成19年3月15日から同年4月26日の間、日興コーディアルグループの普通株式1株当たり1700円、新株予約権1個当たり1円等の買付価格により、日興コーディアルグループの普通株式、新株引受権および新株予約権の全てを対象として公開買付け（以下「本件公

開買付け」という。)を実施した。本件公開買付けの結果はシティグループが、日興コーディアルグループの発行済株式の全部を取得することはできなかった。しかしながら、シティグループは、本件公開買付けの後日興コーディアルグループ株式を買い増し、平成19年10月2日時点において、CJHを通じて、日興コーディアルグループの発行済株式総数の約67.2パーセントを保有するに至った。

平成19年8月31日、日興コーディアルグループは、シティグループから本件株式交換の提案を受け、同年9月5日開催の取締役会において、同社の社外取締役4名から構成される特別委員会（以下「特別委員会」という。）を設置することを決議した。特別委員会は「1700円という評価額は、株主利益に配慮したものであると言える」としていた。

そして、日興コーディアルグループは、同社のフィナンシャル・アドバイザーを第三者算定機関として日興コーディアルグループの普通株式の対価の算定を依頼した。平成19年10月2日、GCAは、日興コーディアルグループの取締役会に対し、本件基本契約に定められた条件の下におけるは、公正である旨の同日付け意見書を提出した。

同日、日興コーディアルグループは、取締役会において、CJHおよびシティグループとの間で、シティグループの普通株式を対価として、日興コーディアルグループをCJHの完全子会社とする株式交換（以下「本件株式交換」という。）についての基本契約（以下「本件基本契約」という。）を締結することを決議し、本件基本契約を締結した。同年10月末日までに本件株式交換の内容を確定して、株式交換契約を締結した。同年12月に本件株式交換の承認のため、日興コーディアルグループの臨時株主総会を開催し、本件株式交換の効力発生日（以下「本件効力発生日」という。）を平成20年1月中とする予定であることを発表した。

平成19年10月31日、日興コーディアルグループは、取締役会において、本件基本契約に基づき、CJHとの間で、本件株式交換に係る株式交換契約（以下「本件原契約」という。）を締結することを決議し、同日、CJHとの間で本件原契約を締結した。本件効力発生日を平成20年1月29

日とする予定であることを発表した。

平成 19 年 11 月 14 日、取締役会において、本件原契約を変更する株式交換契約（以下「本件株式交換契約」という。）を締結することを決議し、同日、CJH との間で本件株式交換契約を締結し、その旨のプレスリリースを出した。平成 20 年 1 月 18 日、日興コーディアルグループは、「株式交換比率算定結果のお知らせ」と題するプレスリリースを公表した。本件株式交換契約における株式交換比率は、日興コーディアルグループ 1 株に対し、シティグループおよび CJH が保有するシティグループの普通株式の 0.602 株を割り当てる。

平成 19 年 12 月 19 日、日興コーディアルグループは、臨時株主総会（以下「本件臨時株主総会」という。）を開催し、本件株式交換契約が賛成多数により承認可決された（以下、本件株式交換契約を承認可決した決議を「本件決議」という。）。平成 20 年 1 月 23 日、日興コーディアルグループ株式は、東証、大証および名証において、上場廃止となった。同年 1 月 29 日、本件株式交換契約の効力が生じた。

② 事案の過程 ア 相手方は、本件臨時株主総会に先立ち、日興コーディアルグループに対し、本件株式交換に反対する旨を通知し、かつ、本件臨時株主総会において本件決議に反対した。平成 20 年 1 月 28 日、相手方は、日興コーディアルグループに対し、会社法 785 条 1 項に基づき、本件株式を買い取るよう請求した。平成 20 年 2 月 20 日、日興コーディアルグループは、相手方に対し、書面をもって、本件株式を 1 株当たり 1650 円で買取旨の提示をした。しかし、相手方との間に、本件株式の買取請求に係る価格の決定について協議を行ったが協議が調和できなかったため、平成 20 年 3 月 27 日、日興コーディアルグループは、当庁に対し、株式買取価格決定の申立てをした。

イ 申立人は以下の原因をもって、本件株式の「公正な価格」の最大値は 1268 円であると主張した。

株主は、本件株式交換に反対することにより、本件株式交換の交換条件決定日以降に本件株式の価値下落リスクを負うことなく、本件効力発生日

における本件株式の価値上昇の利益のみを享受することになり、株主に不当に投機の手機を与え、相当ではない。

本件株式は、本件効力発生日である平成 20 年 1 月 29 日には既に上場廃止となっていたため、本件株式の市場株価に基づいて客観的価値を算出することはできない。客観的価値も、市場全体の株価の動向と連動して変動していたと考えるのが合理的である。本件基本契約の締結および発表日である平成 19 年 10 月 2 日から本件効力発生日である平成 20 年 1 月 29 日までの間に、1459 円から 1027 円ないし 1088 円まで下落しており、本件株式の客観的価値は約 25.42 パーセント減少していることになる。

そうしたら、本件株式交換は少数株主の利益に配慮した公正な手続を通じて行われた上で、平成 19 年 10 月 2 日当時において日興コーディアルグループ株式の「公正な価格」であった 1700 円から同株式の客観的価値の減少分である約 25.42 パーセントを減じた 1268 円が、本件株式の「公正な価格」の最大値となる。

ウ 相手方は本件株式の「公正な価格」が 1 株当たり 1700 円を下らないと主張した。

本件株式の「公正な価格」を算定する基準日は、株主が株主総会に先立って株式交換に反対の意思を表明した時点とするのが相当である。仮に、株主の反対意思の表明時点ではないとしても、当該基準日は、株主総会における承認決議の時点とされるべきである。本件株式交換においては、日興コーディアルグループ株式の交換価値は 1 株当たり 1700 円と評価され、その旨を株主に対して発表した。本件株式交換が発表されてから日興コーディアルグループ株式が上場廃止に至るまでの間、同株式の株価は概ね 1650 円程度で推移していた。尚、禁反言の観点から株式買取請求権は、買取価格が、多数派株主の得た交換対価を下回るのは不当である。然して、旧商法の下で、「決議がなければ有していたであろう価格」という基準が存続しておる。本件株式交換契約の発表日である平成 19 年 10 月 2 日より前の六か月間の日興コーディアルグループ株式の価格の売買高加重平均は約 1641 円である。この価格が最低限の買取価格として保証されるべ

きである。

(2) 裁判所の判断

① 判断理由

ア 買取価格の判断基準 株式買取請求権は、組織再編等により会社の基礎に変更が生ずる場合において、当該組織再編に反対する株主が、会社に対し、自己の有する株式を公正な価格で買い取ることを請求することにより、投下資本の回収を図る権利である。それに照らすと、株式買取請求に係る「公正な価格」は、当該組織再編から生ずる相乗効果（シナジー）を適正に反映したものであるべきである。

そして、裁判所による価格の決定は、客観的に新たに公正な価格を形成するものである。価格決定に当たり、考慮すべき要素は極めて複雑多岐にわたらざるを得ないが、会社法 785 条 1 項が買取価格の判断基準について格別規定していないことからすると、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のが相当である⁽²³⁾。

イ 本件における「公正な価格」

株式交換の前に、株式交換完全子会社となる会社の株式について公開買付けが行われた。当該公開買付けが実施され、当該株式交換における株式交換比率算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が決定された後に、株式交換完全子会社の株価が下落したとしても、当該株式交換に反対する同社の株主がした株式買取請求に基づく株式買取価格決定の際の「公正な価格」は、相乗効果の原則として、当該公開買付価格および当該基準価格を下回ることはないと解するのが相当である。

本件公開買付け実施と本件株式交換発表との間は五か月あるものの、シティグループは本件公開買付け実施時から、一貫して日興コーディアルグループ株式の全てを取得することを株主等に明らかにし、そのとおりに行動していった。それで、本件公開買付けは、本件株式交換の前にその前提として、本件公開買付けと本件株式交換はいわば一連のものと見ることができる。本件株式交換における株式交換比率算定の際の日興コーディアル

グループ株式の基準価格は、本件公開買付けの公開買付価格と同額である1株当たり1700円とされている。この価格は、第三者算定機関の意見書において、財務上の観点から見て公正であるとされ、本件株式交換契約締結株主総会において、株式交換比率算定の際の日興コーディアルグループ株式の基準価格を1株当たり1700円とする本件株式交換契約が賛成多数により承認可決され、これに反対した株主数および議決権数は少数にとどまったことに照らすと、本件株式交換における株式交換比率の算定の際の日興コーディアルグループ株式の基準価格を本件公開買付けの公開買付価格と同額である1株当たり1700円としたことには、合理性があると認めるのが相当である。

ウ 申立人の主張について

申立人は、株式買取請求権の買取価格が本件効力発生日における本件株式の「公正な価格」である以上、本件株式交換の交換条件を決定した時点以降に、本件株式の客観的価値が下落していた場合には、「公正な価格」を算定するに当たっては、下落額を反映させるべきであると主張した。株主は、本件株式の価値下落リスクを負うことなく、価値上昇の利益のみを享受すれば、相当ではない。株主に不当に投機の利益を与えやすい。しかし、本件においては、概ね本件効力発生日の14日前ないし12日前の期間である平成20年1月15日から同月17日までの間に、シティグループの普通株式の平均株価に対して、日興コーディアルグループ株式1株当たりの基準価格を1700円とした。本件株式交換の株式交換比率が算定されており、日興コーディアルグループにおいても、本件効力発生日に近接する時期において日興コーディアルグループ株式1株当たりの価格を1700円とすることを前提としていたことが認められる。しかも、日興コーディアルグループの第三者算定機関は、平成19年9月21日付け「特別委員会に対するプレゼンテーション」において、「取引の対価が現金でない場合は、公開買付けの場合と類似の価額を提供するために価額の確実性も重要であり、特定の取引過程の一部として株式交換の効力発生日に可能な限り近い時点で算定される変動制交換比率が、株式交換において株主に対して類似

の価額を提供するために最良の方式である」と指摘している。そうすると、本件株式交換に反対する相手方がした株式買取請求に基づく株式買取価格決定における「公正な価格」の算定に当たって、相手方に、本件基本契約の締結および発表日（平成 19 年 10 月 2 日）以降の日興コーディアルグループ株式の価格下落リスクを負わせることは相当でないというべきである。

また、申立人は本件公開買付けと本件株式交換とは別個の意思決定に基づく独立した行為であって、いわゆる二段階買取には該当しないのであるから、二段階買取について指摘される強圧性の問題は本件においては認められないと主張する。しかし、株式交換完全子会社となる会社の株式について行われた公開買付けを前提として株式交換が行われたものと認められる場合に、当該株式交換に反対する株式交換完全子会社の株主がした株式買取請求に基づく株式買取価格が、当該公開買付けの公開買付価格および当該株式交換における株式交換比率の算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格より低い価格とされることになると、公開買付けの対象会社かつ株式交換の株式交換完全子会社の株主においては、当該公開買付けや当該株式交換に応じるように強いられるおそれが生じ、いわゆる二段階買取について指摘される強圧性の問題が生じることになって、相当でないというべきである。

イ 相手方の主張について

相手方は、株式交換における「公正な価格」の算定基準日を反対株主が株主総会に先立って株式交換に反対の意思を表明した時点、若しくは株主総会における承認決議の時点であると主張した。しかし、会社法 786 条 5 項によれば、株式買取請求における株式の買取りは、株式交換の効力発生日にその効力を生ずると規定されており、この点の相手方の主張は独自の主張であり採用することができない。

また、相手方は、本件株式の「公正な価格」は 1 株当たり 1700 円を下らないとして、その理由を種々主張した。当裁判所も、株式交換の前に、その前提として、株式交換完全子会社となる会社の株式について公開買付

けが行われた場合において、当該公開買付けにおける株式の公開買付価格と、当該株式交換における株式交換完全子会社株式の基準価格が同じ価格とされている場合には、当該株式交換に反対する同社の株主がした株式買取請求に基づく株式買取価格決定の際の「公正な価格」は、原則として、当該公開買付価格および当該基準価格を下回ることはないと解する。

② 判決結果

会社法 786 条 2 項、870 条、871 条の規定に従って、本件における日興コーディアルグループ株式の「公正な価格」は、1 株当たり 1700 円とするのが相当である。

3. 保安工業株式買取価格決定申立事件⁽²⁴⁾

(1) 事案の概要

① 合併の経緯

平成 21 年 4 月 1 日、千歳電気工業株式会社（以下は「申立人」という。）と保安工業株式会社（以下は「保安工業」という。）は、吸収合併（以下は「本件吸収合併」をいう。）を行った。

平成 20 年 3 月 31 日の当時、申立人と保安工業はそれぞれの株式を有していた。平成 20 年 4 月 23 日、申立人と保安工業は、各取締役会の決議に基づいて、吸収合併に関する基本合意書を締結し、同日に公表した。合併両社は、各代表取締役社長を共同委員長とする経営統合準備委員会を設置して、準備作業に入った。申立人と保安は第三者機関に依頼し、それぞれの合併比率の算定を依頼した。最終、その持株比率は、申立人について 4.03%、保安工業に業について 3.4% であった。

両社は本件算定結果を受け入れて、吸収合併の手続きに入った。平成 20 年 11 月 13 日、各取締役会の決議を経て、両社の担当者が吸収合併契約（以下「本件吸収合併契約」という。）を締結した。本件吸収合併契約は次のとおりである。a 効力発生日 平成 21 年 4 月 1 日 b 合併の方式 申立人は吸収合併存続会社として、保安工業は吸収合併消滅会社とする c 合併比率 1:1（以下「本件合併比率」という。）

なお、平成 21 年 3 月 26 日、保安工業は、合併することを理由として東

京証券取引所市場第二部に上場廃止を申し込んだ。同年4月1日、本件吸収合併の効力が発生した。申立人は保安工業の権利義務を承継し、現在の商号に変更する。同日、保安工業は解散する。

② 買取請求の過程 平成21年3月17日から同月19日の間に、相手方ら（いずれも、保安工業の普通株主であった者）は、保安工業に対して、自己の有する本件株式を「公正な価格」で買い取ることを請求した。同年4月16日頃、申立人は、相手方らに対して、本件株式の買取価格を1株につき281円と提案したが、協議期限である同年5月1日になっても、協議が達成できなかったため、同月28日に裁判所に申立をした（以下は「本件申立」という。）。

本件合併比率の公正性について、相手方らは本件合併比率が不公正であると主張した。

a 合併両社は、いずれも、JR東日本と緊密な関係のある株主であるため、本件吸収合併は、JR東日本の何らかの意図によって行われたものである。b 保安工業が合併比率の算定のため、選定したみずほ銀行は、合併両社の株主であり、その算定結果は信用できない。また、合併両社は、いわゆるフェアネスオピニオンを取得せずに本件合併比率を決定した。c 合併両社の開示情報を基にDCF法で算定すると、申立人に最も有利な条件でも申立人：保安工業＝1：1.63である。仮に本件算定結果によってもDCF法では1：1.33が限度であるのに、本件合併比率はこれらから外れるものであって、不適切である。d 保安工業は、平成20年5月16日に同年3月期決算により、予想した平成21年3月期の業績予想を低くするなどの情報操作をした。このため、本件吸収合併の効力発生日までの保安工業の株式の市場価格は、市場株価法で算出した本件算定結果も不適切である。e 申立人が本件吸収合併に際して発行した普通株式の価格からすると、申立人は、保安工業の株式を1株につき872円と評価していたといえる。f 本件吸収合併前の申立人の経営陣には、保安工業の合併比率を下げて自らが有する申立人の株式の価値を上げる意図があり、本件吸収合併後に申立人の役員に横滑りした保安工業の経営陣にも、申立人に負のれん

を計上させて経営者としての実績を上げる意図があった。

申立人は以下の理由に基づいて本件の合併比率は公正なものであると主張した。a 合併両社は、経済力の差、取引の依存関係がなく、JR 東日本が合併両社の筆頭株主であっても、本件合併比率に利害関係がなく、合併両社の相互の独立性が失わなかった。b 合併両社は、それぞれ、独立な第三者に合併比率の算定を依頼した。最終的に決定された合併比率も両社の首脳が会談して、合意に至った結果である。c 合併両社は、2 度にわたって、株主に対し、本件吸収合併の情報を事前開示をした。その上、株主総会の招集、通知等を通じて、株主に本件合併比率の算定根拠等情報を十分に株主に提供をした。そして、株主総会で圧倒的多数の賛成によって本件吸収合併契約は承認された。

本件株式の買取価格の算定について相手方らは、以下の異議を提出した。a 保安工業の株式は市場価格が下落するという異常事態にあったことなどからすれば、市場価格のみによって本件株式の買取価格を算定するのは妥当でなく、純資産法や DCF 法を併用すべきである。b 市場価格のみによるにしても、本件吸収合併後の申立人の株式の市場価格の平均値 351.30 円に、20% のプレミアムを付加した 421.56 円を買取価格とすべきであり、効力発生日前の市場価格にしても、市場価格である 323 円に、20% のプレミアムを付加した 387.6 円を買取価格とすべきである。申立人は本件吸収合併によるシナジーを反映させるには、本件合併比率公表日（平成 20 年 11 月 13 日）から保安工業の上場廃止日前日（平成 21 年 3 月 25 日）までの終値の単純平均値によるべきであり、1 株につき 281 円となると主張した。

（2）裁判所の判断

① 本件株式の買取価格について

反対株主の買取請求権に関して、会社法 785 条 1 項により、吸収合併の場合に反対する吸収合併消滅会社の株主は、同社に対し、自己の有する株式を「公正な価格」で買い取することを請求することができる。また、同法

786 条 2 項は、上記の権利が行使された場合に、株主と吸収合併消滅会社との間で株式の価格の決定について協議が調わないときは、株主また同社は、裁判所に対して価格の決定の申立てをすることができる旨を定めている。したがって、吸収合併消滅会社の反対株主の株式買取請求に係る「公正な価格」は、裁判所の裁量により、株式買取請求が効力を生ずることが確定する（会社法 785 条 7 項参照）。吸収合併の効力発生日を基準とする。「公正な価格」の判断基準について、上記の趣旨に従って、事案に応じて、吸収合併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、吸収合併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である。なお、市場株価を算定資料とした場合に、どの期間ないし時点の市場株価を参照するかは事案に応じて判断することになる。

申立人と保安工業はそれぞれの株式を有していたが、合併両社相互の資本関係は極めて希薄なものである。また、合併両社と JR 東日本との関係をみると、JR 東日本が申立人および保安工業の両社について同率の持株比率で株式を有していたことを見ると、JR 東日本が、そのような働きかけをしたことをうかがわせる事情は何ら認められない。上記によると、申立人と保安工業は相互に独立した当事会社であることは明確である。したがって、合併両社は、相互に独立した当事会社として、本件吸収合併の可否やその条件等について相互に自社の利益の最大化を図って交渉することを期待できる状況にあったと認めるのが相当である。また、合併両社は、第三者機関の株式評価を踏まえるなど合理的な根拠に基づく交渉を経て本件吸収合併契約に至ったものと評価することができる。そして、本件合併比率と本件算定結果等が関係ない第三者機関の株式評価を踏まえ、本件吸収合併契約の締結の日には、本件合併比率と本件算定結果等が併せて公表され、平成 21 年 1 月 23 日に合併両社の各臨時株主総会で本件吸収合併契約が適法に承認されたというのであるから、本件吸収合併契約は、株主への適切な情報開示の下で株主総会において承認されたものと評価することができる。上記にしたがって、本件吸収合併は、保安工業にとって公正に

行われたものと推認することができる。

そうすると、本件吸収合併において、保安工業（吸収合併消滅会社）の株主である相手方らの株式買取請求に係る本件株式の「公正な価格」は、裁判所の裁量により、本件吸収合併の効力発生日（平成 21 年 4 月 1 日）を基準として、本件吸収合併によるシナジーを適切に反映した保安工業の株式の客観的価値を基礎として算定すべきである。

② 本件株式の買取価格の算定

吸収合併消滅会社である保安工業の株式は、本件吸収合併を理由として平成 21 年 3 月 26 日に上場廃止されるまで、東京証券取引所市場第二部に上場されていた。このように、吸収合併消滅会社为上場会社である場合において、吸収合併によるシナジーを適切に反映した吸収合併消滅会社の株式の客観的価値は、他に適切な資料がない限り、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すべきである。そこで、本件株式の「公正な価格」を算定する場合に、どの期間ないし時点の市場株価を参照するのが相当であるかを検討する。本件吸収合併においては、その効力発生日を基準としてそのシナジーを適切に反映した保安工業の株式の客観的価値を基礎として算定するのが相当であるから、基準となる本件吸収合併の効力発生日にできるだけ近接した期間ないし時点の市場株価を参照するのが相当であるが。市場株価は、一定的な偶然要素による株価の変動を排除する必要がある。そうすると、本件株式の「公正な価格」は、特定の一時点の市場株価を参照して算定するのは相当でなく、効力発生日前 1 か月間の市場株価の終値による出来高加重平均値をもって算定した価格を「公正な価格」とみてよいものと解される。したがって、本件株式の「公正な価格」は、本件吸収合併の効力発生日前 1 か月間の上記期間の保安工業の株式の終値による出来高加重平均値である 1 株 300 円と認めるのが相当である。

③ 裁判結果

以上によれば、保安工業発行に係る普通株式のうち相手方らが有していた合計 71000 株（本件株式）の買取価格は、1 株につき 300 円とするのが

相当である。

(二) 会社合併に関する判例における問題点の検討

1 反対株主の株式買取請求権

株式買取請求権とは、株主が、株式発行会社に対して、自己の保有する株式の買取りを求めることができる権利をいう。ただし、株式買取請求権が行使できるや否やは、場合による、たとえば、会社が株式の譲渡制限を定める定款変更（会社法 116 条 1 項 1 号、2 号）、譲渡資産額が 20% 超の M&A 行為を行なう場合等に株式買取請求を認められる（会社法 469 条、470 条）。そして、経営に不満のある株主は株式を譲渡すればよいが、市場性のない株式は売れないし、市場はあっても、不当な措置のためにまともな値に売却できないこともある。⁽²⁵⁾ 会社法 785 条 1 項には反対株主の買取請求権を規定した。反対株主の株式買取請求権とは、会社合併等をする場合には、反対株主は、消滅株式会社等に対して、自己の有する株式を公正な価格で買い取ることを請求することができる権利である。

本稿 319 頁 1. では、消滅会社である旧国土の反対株主は株主総会に先立ち、旧佐伯と旧国土間、会社合併に反対して、保有していた旧国土の株式について買い取ることを請求した。そして、本稿 330 頁 3. でも、保安工業と申立人の間の合併案において、消滅会社の保安工業の株主は合併比率に不満のため、保有した保安工業の株式を買い取ることを請求した。いずれの判例をみても、株式買取請求権を行使できる者は二つの条件を満たさなければならない。一つは、合併に反対であること。もしくは、合併に反対しなくても、合併により不利益を受ける恐れがある場合、たとえば、合併対価、合併比率に反対する場合である。もう一つは、反対株主は消滅会社の株主であること。会社法 785 条は、吸収合併の場合に、消滅会社の反対株主の株式買取請求権を規定している。それに対して、会社法の 796 条には、存続会社の反対株主の株式買取請求権を言及している。

吸収合併を行う場合に、消滅会社の株主も、存続会社の株主も、損になる可能性がある。特に消滅会社の株主はより弱い立場に先たって、より不

利益を受ける可能性が高いと考える。消滅会社の株主は自分会社の消滅することに当面しているからである。そこで、合併対価、合併比率の決定などは消滅会社の株主の利益と密接な関係がある。会社法は存続会社の株主と消滅会社の株主に、反対株主の買取請求権を賦与して、法律の平等精神から、平等的な法律保護を図っている。

2 二段買取と「公正な価格」

(1) 買取請求権における「公正な価格」とは

従来、株式買取請求権を行使する際の「公正な価格」とは「承認ノ決議ナカリせば有スベカリシ公正ナル価格」と規定されていた⁽²⁶⁾。会社法 785 条 1 項の規定によって、「公正な価格」の意義は、合併承認の決議がなかったとすれば、有していた価格のみならず、合併による企業価値の増加を適切に反映した価格をもいうものと解しているが、これは、会社法下の考え方に即したものである⁽²⁷⁾。そうすれば、「公正な価格」を決定する場合に、当該企業再編行為が「企業価値の増加が生じない場合」と「それ以外の場合」に分類できる。「企業価値の増加が生じない場合」には、仮に、当該株式買取請求が提出された日における、企業再編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「公正な価格」とする。「それ以外の場合」には、企業再編の計画において、定められていた株式の割当て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「公正な価格」とする。

(2) 一連の取引と「公正な価格」

日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件において、平成 19 年 3 月 15 日から同年 4 月 26 日の間、シティグループは、CJH を通じて、日興コーディアルグループの普通株式 1 株当たり 1700 円、新株予約権 1 個当たり 1 円等の買付価格により、日興コーディアルグループの普通株式、新株引受権および新株予約権の全てを対象として公開買付けを実施した。この際、シティグループは、日興コーディアルグループの株式の全

てを目的として、一段階目の買収を実施した。ただ、今度の公開買収によって、シティグループは日興コーディアルグループの株式の約 67.2%しか保有することに至ってなく、目的を達成できなかった。だから、次の二段の買収、株式交換が出てきた。本件株式交換における株式交換比率により、株式の「公正な価格」は公開買付価格と同じと算定されている。即ち、1 株当たり 1700 円とするのが相当であるとしている。普通、二段階買収がなされる場合に、第二段階の締め出し取引において、残余の株主に支払われるべき「公正な価格」は、原則として、第一段階の公開買付けの買付価格を下回ることはない。然るに、本件の申立人は、本件公開買付けと本件株式交換が別個の意思決定に基づく独立した行為であって、いわゆる二段階買収には該当しないと主張した。それで、二段階買収について指摘される強圧性の問題は本件においては認められるべきではない。この点については、立案担当者は本件の公開買付けから株式交換までが一連の取引であったと認定した。なぜならば、① 一般的、第 1 段階の公開買付けと第 2 段階の取引を遂行して、経営陣らが対象会社の株式の全部を取得することが目指されている事案においては、段階的な複数の取引を一連の取引と理解することが容易である。本件には、当初から最終的な目的が日興コーディアルグループの株式の全てを取得する目的が明確である。② 普通、独立した当事会社間の統合の類型でも、第一段階の公開買付けに際して、対象会社を完全子会社にすることが予定されていることが公表されており、実際の経緯が公表された計画と大きな違いがなければ、複数の取引を一連の取引とみることができる。本件では、公開買付けの実施と株式交換発表との間に五か月があるものの、公開買付けが実施された際に公表されたその買収計画と株式交換のため、実施した買収の経緯はほぼ同じである。そして、本件株式交換における株式交換比率により、算定された日興コーディアルグループ株式の基準価格は、本件公開買付けの公開買付価格と同額である。東京地裁は、両者は一連の取引であると判断しており、当事会社の一貫した開示と行動だけを考慮して、複数取引の時間的な間隔を厳格には捉えていない。また、当事会社が株式市場の下落を狙って、第二

段階の取引を行うという戦術があり得ることを考えても、裁判所のこのような判断が妥当であろう。⁽²⁸⁾

3. 買取請求権における「公正な価格」の判断基準

一般的に、会社法 785 条 1 項により、「公正な価格」は、吸収合併等を承認する株主総会決議がなかったとすれば、有していた価格（決議ナカリセバ価格）である。また、吸収合併等により、企業価値の増加を適切に反映した価格（シナジー価格）である。もし、いずれかの趣旨で買取りを求めることは明確ではない場合に、双方の趣旨にそって算出される公正な価格のうち、高い方の価格を「公正な価格」とすべきである。「決議ナカリセバ」価格の算定にあたっては、合併の発表の前に、相当期間の市場株価の平均値を参照して、更に、算定基礎となる期間の末日と、合併承認決議の日の日経平均株価の変動を考慮した上で、合併承認決議の日における価格が判断できる。⁽²⁹⁾もし、算定の基礎となる期間と、算定の基準となる合併承認決議の日の価格の間に相当の差があるなら、その間の経済情勢の変動を反映させる補正手段も必要であると考ええる。「シナジー価格」は、合併比率によって、算定できる。それで、合併比率の妥当性は最重要である。合併比率は妥当か否か、以下の三つの方面を通じって、判断できる。① 当事会社に資本関係がないこと。② 合併比率が独立の第三者の意見を基礎としていること。③ 合併比率公表前に株価の水準、合併に向けた手続の履行、反対株主の多寡など要素を判断していること。

もし、当事会社が上場会社であった場合は、特段の事由がない限り、市場価格を基礎として、算定すべきである。なぜならば、市場価格が、多数の市場参加者によって、対象会社の株式の価値を通じて形成される株価であって、対象会社の企業価値を実質に反映できて、株式の客観的価値を適正に表されると解される。もし、価格操作や不正な手段など取引以外の要因の影響がなければ、市場価格を基礎として、「公正な価格」を算定するのが妥当である。具体的な算定方法は以下のとおりである。⁽³⁰⁾

- ① 株式買取請求権を行使した日の最終の株価
- ② 買取の効力発生日の直近の最終取引日の終値⁽³¹⁾

③ 買取請求権行使期間中の株価の平均値などが考えられるが、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⁽³²⁾。

あおみ建設株式買取価格決定申立事件では、申立人は旧佐伯が過去10年の間に経営が不安定で赤字の年が多く、市場価格が常に実質的な企業価値を公正に反映できていない、合併比率が不合理であると主張した。日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件では、申立人は、株主が本件株式の価値下落リスクを負うことなく、価値上昇の利益のみを享受すれば、相当ではない主張はと主張した。しかし、その主張は妥当ではないと認められた。旧佐伯も、日興コーディアルグループも、元は上場会社であって、いずれについても不当な利益を目的とする価格操作が認められなかったので、市場価格は企業の価値を確実に反映できるから、市場価格を基礎とする買取価格は「公正な価格」と認められる。

4. 買取請求権における「公正な価格」の算定基準時

一般的に、「公正な価格」は、吸収合併等を承認する株主総会決議がなかったとすれば、有していた「決議ナカリセバ価格」である。しかし、株式の価格は時々変動しているものであるので、どの時点を基準時として、「公正な価格」を計算すべきか、裁判例にも、学説にも、見解が多いようである。判例には、組織再編の承認時、株式買取請求権の行使時、即ち買取請求時、あるいは組織再編の効力発生時を基準時にしたものも存在する⁽³³⁾。もっとも、株式買取請求時を基準とすべきであるとする見解も有力であった⁽³⁴⁾。平成17年改正前、旧商法の下での公表裁判例は、企業再編の決議時を基準時とするものが多かった⁽³⁵⁾。これに対して、会社法の下での学説は、株式買取請求時、すなわち株式買取請求の効力発生時を基準とするものが多数説のようである⁽³⁶⁾。まとめると、買取請求権の「公正な価格」に関する算定時点については以下の三つの説が存在している。

- ① 買取請求時
- ② 組織再編の決議時
- ③ 組織再編の効力発生時

反対株主がある時点で買取請求権を行使したら、その時点の買取価格を

「公正な価格」とすれば、基準時は異なる場合もあり、「公正な価格」も異なることになる可能性が高い。この場合、反対株主が不平等感を感じる可能性がある。そこで、買取請求期間の満了時点を基準時にしたら、合理的である⁽³⁷⁾。

組織再編の決議時、または組織再編の効力発生時を基準時にしたら、少数派の株主に不利益を与える可能性がある。なぜならば、会社は内部的な意思で会社の行為をコントロールできるからである⁽³⁸⁾。たとえば、反対株主が買取請求権を行使してから、組織再編の決議あるいは組織再編の効力発生時までの期間に、会社が新株発行などの手段で株価を抑えて、少数反対株主に実質的に不利益を与える可能性がある。しかし、不当な投機のために、買取請求権を濫用することがないわけではない。そのため、合併契約の後に株式を取得した者は買取請求権の行使ができないという見解もある⁽³⁹⁾。

「公正な価格」は、「ナカリセバ価格」であることによって、株主の投下資本回収の機会を保障することが、反対株主の買取請求権の主たる目的であるとすれば、これらの時点の中では、株主の利益を保護する観点から見たら、株式買取請求権の効力発生時を基準時とするのが最適であると考えられた。しかも、「会社法」には、単に「公正な価格」とのみ定めて、算定の基準時などを具体的に定めていない。したがって、会社法の定めにより、「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る」から、基準時の選定については、裁判所に委ねることにより、公平な観点から判断なされるものを考える⁽⁴⁰⁾。

注

- (21) 大阪地判平成 20 年 11 月 13 日 金判 1339 号 56 頁。島田邦雄、石川智史、福谷賢典、川島亜紀 旬刊商事法務 1902 号 61 頁。吸収合併消滅会社の株主による株式買取価格決定の申立てに対し、合併がなかったならば有していた価格と、合併による企業価値の増加を適切に反映下価格の、いずれか高いほうを「公正な価格」とすべきと判断された事例〈新商事判例便覧 613/2919〉
- (22) 東京地決 平成 21 年 3 月 31 日。島田邦雄、石川智史、木村和也、栗原さやか、福谷賢典、旬刊商事法務 1869 号 53 頁 会社法 785 条 1 項の「公正な

- 価格」が、当該株式の公開買付価格およびこれと同額である当該株式交換における当該株式の基準価格であるとされた事例（新商事法務便覧 No. 601-2869）。中東正文、ジュリスト臨時増刊 1398 号 126 頁。金判 1315 号 37 頁。判タ 1296 号 128 頁。原弘明 旬刊商事法務 1981 号 42 頁。
- (23) 最決（第一小法廷）昭和 48 年 3 月 1 日、民集 27 卷 2 号 161 頁。判時 700 号 119 頁。判タ 292 号、250 頁。
- (24) 東京地決平成 22 年 11 月 15 日 金判 1357 号 32 頁。旬刊商事法務 1924 号 58 頁、(1) 吸収合併消滅会社の反対株主による株式買取請求に係る「公正な価格」につき、吸収合併の効力発生日を基準として、吸収合併のシナジーを適切に反映して算定するのが相当であるとされた事例、(2) 「公正な価格」につき、吸収合併の効力発生日前 1 ヶ月間の市場価格の終値による出来高加重平均値をもって相当であるとされた事例〈新商事判例便覧 621/2951〉
- (25) 龍田節「会社法大要」202 頁（有斐閣 2008）
- (26) 平成 17 年改正前商法 408 条の 3 第 1 項。
- (27) 相澤哲『一問一答新・会社法「改訂版」』210 頁（商事法務、2009 年）。
- (28) 田中亘『「公正な価格」とは何か』法学教室 350 号 70 頁（有斐閣、2009 年）。
- (29) 東京地決昭和 60 年 11 月 2 日 判時 1174 号 144 頁。
- (30) 金判 第 1339 号 57 頁（2010 年）。
- (31) 会社法 786 条 5 項。
- (32) 会社法 786 条 2 項。
- (33) 田中亘『「公正な価格」とは何か』法学教室 第 350 号 65 頁（2009 年）
- (34) 竹中正明「合併反対株主の株式買取請求権」旬刊商事法務 848 号 6 頁（1979 年）
- (35) 東京高決 昭和 47 年 4 月 1 日 判タ 279 号 338 頁（1972 年）
- (36) 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」商事法務 1867 号 7 頁（2009 年）
- (37) 田中前掲注 65 頁
- (38) 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」商事法務 1867 号 7 頁（2009 年）
- (39) 郡谷大輔「組織再編における反対株主の株式買取請求権の実務対応」ビジネス法務 9 卷 1 号 59 頁（2009 年）
- (40) 弥永前掲注 7 頁

おわりに

会社が会社合併など企業再編行為を行う場合に、会社合併の手続き、会社合併の場合の債権者保護、株式買取請求権などことに関連する。株主は自分の利益を保護するために、株式買取請求権を行使することができる。反対株主の株式買取請求権の行使は株主が自分の利益を保護する手段の一つであり、会社にも、株主にも、大変重要なことである。

株式買取請求権については、たくさん問題が起きる可能性があるが、一番重要な問題は「公正な価格」の決定であると考ええる。「公正な価格」はどのように決定できるか、株式価格の算定基準時、「公正な価格」の判断基準など問題に重要な関係があると考ええる。

会社法 785 条 1 項により、「公正な価格」は、吸収合併等を承認する株主総会決議がなかったとすれば、有していた価格である。また、吸収合併等により、企業価値の増加を適切に反映した価格である。市場価格が、多数の市場参加者によって、対象会社の株式の価値を通じて形成される株価であって、対象会社の企業価値を実質に反映できるので、もし、価格操作など不正な手段における取引以外要因の影響がなければ、市場価格を「公正な価格」の判断基準としては妥当であると考ええる。

「公正な価格」の算定基準時に関して、学説と判例には主に以下の① 買取請求時、② 組織再編の決議時、③ 組織再編の効力発生時、三つの説が存在する。しかし、会社法の定めにより、「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できる」から見ると、「公正な価格」の算定基準時の選定については、裁判所に委ねて、公平な観点で判断してもらったほうがいいと考える。確かに、裁判所に依頼しても、「公正な価格」は裁判者の意志により、決定され、絶対に「公正な価格」とは言えない。しかし、裁判者は「公正な価格」を判断する場合に、申立人と相手方の両方の主張を考慮する上に、過去の類似な判例も顧慮して、株式価格を決定するので、この決定された株式価格は「公正な価格」になる可能性がより高いと考える。