

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 (2)

—— 会社分割における株式買取請求権 ——

潘 洋

目次

はじめに

一 会社分割の意義

(一) 会社分割とは

(二) 会社分割の手続き

1 吸収分割契約と新設分割計画

2 株主総会の承認

3 反対株主の株式買取請求

4 略式分割と簡易分割

5 債権者の保護

6 労働者の保護

7 分割の効力

(三) 会社分割における権利義務の承継

(四) 会社分割と事業譲渡

1 事業譲渡とは

2 会社分割における競業の禁止

二 近年の会社分割事例

(一) 分割事例の概要

1 エア・ウォーター、マルハニチロの子会社工場買取

2 映像事業を分割、傘下企業承継、東芝ライフスタイル

3 佐藤鉄工、三菱重工系から水門事業承継

4 トーカイ、日新製鋼子会社の事業承継

5 TDK、会社分割 (簡易吸収分割) に関するお知らせ

6 新会社 LINE 発足、会社分割に隠された深謀遠慮

7 〈茨城新聞社〉大幅な債務超過、会社分割方式で経営再建

(二) 分割事例の分析

1 会社分割の経済機能

- 2 会社分割の場合の持株会社への変化
 - 三 会社分割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
 - 1 吸収分割無効請求事件
 - 2 楽天対 TBS 株式買取価格決定申立最高裁決定
 - (二) 会社分割に関する判例における問題点の検討
 - 1 組織再編の場合に「ナカリセバ価格」と「シナジー価格」
 - 2 組織再編の際にシナジーが生じるか否かの判断
 - 3 買取請求権における「公正な価格」と会社分割の無効
 - 4 平成 26 年改正した会社法の 786 条 5 項についての分析
- 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、株式移転など M&A 手法の企業再編がある。日本では 1990 年代後半以降、企業再編制度について、さまざまな改革がなされてきた。たとえ、1997 年の持株会社の解禁（独占禁止法 9 条 4 項 1 号）、簡易合併制度（会社 796 条 3 項）の導入、1999 年の株式交換（会社 2 条 31 号）、株式移転（会社 2 条 32 号）制度の導入、2001 年の会社分割制度（会社 2 条 29 号）の導入、2007 年の三角合併（会社 800 条）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分割（会社合併等）を常に行う。

会社分割に関して、多くの問題点がある。例えば、会社分割の契約、承継会社または分割会社の株主総会の承認手続き、承継会社と分割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分割の効力の発生などである。しかし、本稿は会社分割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、会社は会社分割などの企業再編を

(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 ——」34-51 頁レファレンス平成 20 年 8 月号

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（2）

行う際に、株式買取請求権は株主、特に会社分割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られているからである。

本稿では、会社分割契約（計画）について、判例や新聞事例から実例を拾い出し、会社分割が目指している目的を探り出す。その上で、会社分割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。さら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。なお、会社分割を活用して、事業の一層の成長を推進しようという会社のために、以上の問題点の分析を踏まえて、若干の提言を試みる。

一 会社分割の意義

（一）会社分割とは

会社分割は、株式会社または合同会社が、その事業に関して有する権利義務の全部または一部を、分割後他の会社または分割により設立する会社に承継させることを目的とする会社の行為である⁽²⁾。分割する会社を分割会社といい、承継する会社を承継会社という。会社分割の際に、各当事会社の会社種類に関して制限がある。すべての会社が会社分割を行うことができると言えない。株式会社と合同会社は分割会社になることができるが、合名会社と合資会社は分割会社になれない。そして、承継会社については、会社種類の制限はない（会社2条29、30号）。

会社は吸収分割をすることができる（会社757条）。吸収分割は、会社はその事業に関して有する権利義務の全部または一部を他の会社に包括的に承継させることである⁽³⁾。一又は二以上の株式会社または合同会社は、新設分割をすることができる（会社762条）。新設分割は、会社はその事業

(2) 江頭憲治郎『株式会社法（第六版）』888頁 有斐閣（2015年）

(3) 中村直人・山田和彦『会社分割の進め方（第3版）』17頁 日本経済新聞出版社（2008年）

部門に関して有する権利義務の全部または一部を分割によって設立する会社に承継させることである。⁽⁴⁾

会社分割により、会社はその事業の全部または一部を他の会社に分割することができる。A 会社は X、Y、Z 三つの事業部門をもっているとする。経営効率化のため、A 会社は X 事業の全部または一部を既存の B 会社に分割することができる。または A 会社は B 会社を新設して、X 事業の全部または一部を新たに設立する B 会社に分割する。一部分割は比較的容易に理解することができる。A 会社は存続し、分割しなかった別の事業 (Y、Z)、および残存している X 事業の一部を取り行うことができる。ただ、A 会社が X 事業のみを取り行っていた場合に、その X 事業の全部を分割すれば、どのような結果になるのか。たとえば、A 会社のすべての事業を子会社 B に承継させる会社分割 (吸収分割、新設分割いずれの場合も) を行えば、A 会社の行う事業はなくなり、分割対価として受け取った B 会社株式を保有する A 会社法人は残る。いわゆる「抜け殻方式」による持株会社の創設ができる。⁽⁵⁾ この場合は、分割の対価として引き渡された B 会社の株式の価額が A 会社の総資産額の過半数 (独占禁止法 9 条 4 項 1 号) であれば、A 会社は、B 会社の持株会社になり、B 会社を指揮、監督することができる。この場合に、A 会社の株式はどうなるか。A 会社は B 会社の株式を保有し、議決権を持って、B 会社の持株会社となっても、従前の A 会社の株主は、持株会社になった A 会社の株主であり続ける。もし、A 会社の内部で A 会社の株式を回収して、その代わりに、A 会社の株主に分割の対価として取得した B 会社の株式を交付する場合に、回収された A 会社の株式は自己株式となる。しかし、もし、A 会社の株主は B 会社の株式のかわりに対価として、金銭を交付されたら、A 会社の株式はどうなるか。

そして、A 会社は X 事業のみをする際に、X 事業の全てを既存の B 会

(4) 龍田節『会社法大要』473 頁 有斐閣 (2008 年)

(5) 江頭憲治郎『株式会社法 (第六版)』892 頁注 (7) 有斐閣 (2015 年)

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（2）

社に分割すれば、次のような結果になると考える。A 会社は X 事業のすべてを B 会社に分割して、B 会社は A 会社に交付する B 会社の株式の価格が B 会社の総資産額の 50% になったら、もちろん、以上の「抜け殻方式」と同じく、A 会社は B 会社の持株会社になる。そうすれば、B 会社は A 会社の子会社である。A 会社の株式の処理と生ずる問題は、「抜け殻方式」の場合と同じと考える。ただ、A 会社が会社分割により、分割の対価として取得した B 会社の株式価額が A 会社の総資産額の 50% に達しない場合に、A 会社は B 会社の持株会社にならず、法人株主となるだけである。この場合に、A 会社は新たに別の事業をし始めたら、A 会社は新しい領域に進入するために、B 会社に X 事業のすべてを分割して、会社分割を行ったと考えられる。しかし、もし、そうではない場合に、即ち、A 会社は会社分割により、新しい事業を行わず、B 会社の法人株主のみになる。このような場合はありうるのか。もしあるとすれば、このような会社分割を行う動機はなんだろうか。そして、その時、A 会社はどのような形で残るか、A 会社の取締役会はどのようになるか、また検討する必要があると考える。

（二）会社分割の手續

1 吸収分割契約と新設分割計画

（1）吸収分割契約

会社は吸収分割をする場合において、当該会社はその事業に関して有する権利義務の全部又は一部を当該会社から承継する会社との間で、吸収分割契約を締結しなければならない（会社 757 条）。

吸収分割の契約において、以下の事項を定めなければならない。① 分割会社及び承継会社の商号及び住所（会社 758 条 1 号）、② 吸収分割会社から承継する資産、債務、雇用契約その他の権利義務に関する事項（会社 758 条 2 号）、③ 分割会社又は承継会社の株式を承継株式会社に承継させるときは、当該株式に関する事項（会社 758 条 3 号）。

会社分割は会社合併の場合と同様、承継会社が分割会社に交付する対価

は、いわゆる「対価の柔軟化」により、承継会社の株式以外でも交付される。④ 承継会社が吸収分割に際して分割会社に対して、その事業に関する権利義務の全部又は一部の承継の対価として交付される金銭等（承継会社の株式、社債、新株予約権、新株予約権付社債、承継会社の株式等以外の財産）に関する事項。

⑤ 分割承継株式会社が分割株式会社の新株予約権の新株予約権者に対して当該新株予約権に関わる当該分割承継株式会社の新株予約権を交付するときは、当該新株予約権に関する事項、⑥ 承継会社が分割会社の新株予約権者に対して当該承継会社の新株予約権を交付するときの割り当てに関する事項（会社 758 条 5 号）、⑦ 会社分割の効力発生日（会社 758 条 7 号）、⑧ 分割会社が効力発生前に承継会社の全部取得条項付株式を取得する場合、および、剰余金の配当として吸収分割承継株式会社の株式を配当する場合は、その旨。

（2）新設分割の計画

株式会社または合同会社が新設分割をするときに、新設分割計画を作成しなければならない（会社 762 条 1 項）。新設分割の計画において、以下の事項を定めなければならない。① 設立会社の目的、商号、本店所在地、発行可能株式総数及び定款で定める事項（会社 763 条 1 項 1 号 2 号）、② 設立会社の設立時取締役の氏名（会社 763 条 1 項 3 号）、③ 設立会社の機関設計に応じた定め。それぞれの氏名、名称、⁽⁶⁾④ 設立会社が分割会社から承継する資産、債務、雇用契約および、その他の権利義務（会社 763 条 1 項 5 号）、⑤ 設立会社が分割会社に交付する対価は、株式の場合にその種類、数及び算定方法。並びに設立会社の資本金、準備金に関する事項（会社 763 条 1 項 6 号）、⑥ 共同分割の場合に、新設分割会社に交付する対価の割り当て（会社 763 条 1 項 7 号）、⑦ 設立会社が分割会社に交付する対価は社債、新株予約権、新株予約権付社債の場合に、その種類、内容、数、合計金額、算定方法など及び割り当て（会社 763 条 1 項 8 号）、⑧ 分

（6） 龍田節『会社法大要』477 頁 有斐閣（2008 年）

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（2）

割会社が発行した新株予約権の新株予約権者に対し、設立会社が発行する新株予約権を交付する場合に、それぞれの新株予約権について定めるべき事項及び割当⁽⁷⁾、⑨ 分割会社が会社分割により設立会社の株式である対価を受けたとき、株式を株主に分配する場合に、全部取得条項付き株式と引換えに渡すのか、剰余金の配当として渡すのかの定め（会社 804 条）。

2 株主総会の承認

吸収分割に際しては、分割会社、承継会社は吸収分割契約に定めた効力発生日の前日までに、株主総会の特別決議により吸収分割契約の承認を受けなければならない（会社 783 条 1 項）。新設分割の場合には、分割会社は、新設分割の登記前に、株主総会の決議によって、新設分割計画の承認を受けなければならない⁽⁸⁾。当事会社の種類株主に損害を及ぼすおそれ（323 条 1 項 8 号、9 号）があるとき、または、承継会社が譲渡制限株式である種類株式を交付するときは、その種類株式の株主を構成員とする種類株主総会の特別決議を要する（会社 795 条 4 項 2 号、324 条 2 項 6 号）。

そして、分割会社に差損が出るような吸収分割の場合は、分割会社の承認総会で取締役がその説明をしなければならず、承継資産に承継会社株式が含まれ自己株式取得をもたらすような吸収分割の場合は、承継会社の承認総会で取締役がその説明をしなければならぬ⁽⁹⁾（会社 795 条 3 項）。

3 反対株主等の株式買取請求

会社合併と同じく、会社分割においても、当事会社の反対株主は、株式買取請求権を有する（会社 785 条 1 項、797 条 1 項）。そして、会社分割の場合にも、分割会社には新株予約権があった場合に、新株予約権の買取請求権も発生する。

4 略式分割と簡易分割

分割会社につき、承継会社・設立会社に承継させる資産の帳簿価額の合計額が分割会社の総資産額として法務令省で定める方法により算定された

(7) 龍田節『会社法大要』478 頁 有斐閣（2008 年）

(8) 江頭憲治郎『株式会社法「第六版」』906 頁 有斐閣（2015 年）

(9) 前掲注 8 江頭 907 頁

額の五分の一を超えないことを簡易分割という。この場合に、分割会社の株主総会の承認がなくてもいい（会社 784 条 2 項⁽¹⁰⁾）。吸収分割の当事会社の方が他方の総株主の議決権の十分の九以上を有するときは従属会社が分割会社になる場合でも、承継会社になる場合でも、従属会社における分割承認の株主総会決議を省略することができる。（会社 784 条 1 項⁽¹¹⁾）。ただし、簡易吸収分割の場合、承継純資産額が債務超過等の場合には株主総会の承認は省略できない。

会社分割において、分割会社または承継会社の株主に及ぼす影響が軽微である場合、吸収合併と同じく、会社分割においても、略式分割と簡易分割が認められ、その会社の株主総会の承認決議なしに、分割することができる。しかし、会社合併の場合と同様、簡易分割（会社 467 条 1 項 2 号）でも、略式分割（会社 785 条 2 項 2 号）でも、会社分割に反対する株主に与える損害は軽微なので、株式買取請求権については、特別に規定されている。

簡易分割の場合に、存続会社の株主は分割のことに反対するとき、株式買取請求権を基本的⁽¹²⁾に認めてない。しかし、簡易分割手続きにより総会決議不要となる場合には、不満な株主には買取請求権が認められる場合がある⁽¹³⁾。以下の場合には、簡易分割を行われても、存続会社の反対株主の株式買取請求権を認められる。① 吸収分割承継株式会社が承継する吸収分割会社の債務の額として法務省令で定める額が吸収分割承継株式会社が承継する吸収分割会社の資産の額として法務省令で定める額を超える場合、② 吸収分割承継株式会社が吸収分割会社に対して交付する金銭等の帳簿価額が承継資産額から承継債務額を控除して得た額を超える場合（会社 795 条 2 項）、③ 吸収分割会社に対して交付する金銭等の全部又は一部が存続株式会社等の譲渡制限株式会社である場合（796 条 1 項）。

(10) 江頭憲治郎『株式会社法（第六版）』919 頁 有斐閣（2015 年）

(11) 前掲注 10 江頭 920 頁

(12) 神田秀樹『会社法』364 頁 弘文堂（2016 年）

(13) 前掲注 12 神田 363 頁

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（2）

略式分割手続きにより総会決議不要となる場合には、不満な株主には買取請求権が認められる⁽¹⁴⁾。ただし、略式分割における特別支配株主は、株式買取請求権を有しない（会社 797 条 1 項、785 条 2 項 2 号、797 条 2 項 2⁽¹⁵⁾号）。

5 債権者の保護

会社分割の際に、分割会社は、吸収分割の契約、あるいは新設分割の計画の定めに従い、承継会社、設立会社に分割会社が有した債務を移転させる。この債務移転することは、分割会社、また、承継会社の債権者に損害を与えるおそれがあるので、債権者は異議を述べることができる（会社 789 条）。ただ、異議を述べる債権者の範囲は制限されている。会社分割により、承継会社が承継する権利義務は、承継会社の債権者に損害を与える可能性があるとき、承継会社の債権者は、会社合併の場合と同じく、異議を述べる権利をもつ（会社 799 条 1 項 2⁽¹⁶⁾号）。その上、分割会社の債権者も、会社の分割により、分割の後に分割会社に対し、債務の履行を請求できない時に、会社分割について異議を述べる権利をもつ。さらに、分割会社が、分割対価である株式等を株主に分配する場合に、債権者が分割会社に会社分割について異議を述べる権利をもつ（会社 789 条 1 項 2 号）。

6 労働者の保護

雇用契約も吸収分割契約、新設分割計画の定めに従い、個々の労働者の承諾なしに承継会社、設立会社に承継される⁽¹⁷⁾。会社分割は労働者の重大な利害関係に関わるから、分割会社は、吸収分割契約、新設分割計画を本店に備え置く日前に労働者と協議する義務を負う⁽¹⁸⁾。その上、会社は、吸収分割契約、新設分割計画を承認する総会の会日の二週間前までに、承継事業の主要従事労働者と指定承継労働者に対し、一定の法定事項を労働者に書

(14) 神田秀樹『会社法』362 頁 弘文堂（2016 年）

(15) 前掲注 14 神田 364 頁

(16) 江頭憲治郎『株式会社法（第六版）』911 頁 有斐閣（2015 年）

(17) 前掲注 16 江頭 912 頁 注の（4）

(18) 龍田節『会社法大要』484 頁 有斐閣（2008 年）

面により、通知しなければならない（労働契約承継法2条1項）。そして、労働者は 吸収分割契約、新設分割計画には、自己の労働契約が承継会社、設立会社に承継される旨は定めた場合にも、定めなかった場合にも、所定の期間内に、分割会社に対して、書面により異議を申し出ることができる（労働承継4条1項⁽¹⁹⁾）。

7 分割の効力

吸収分割の場合には、分割契約に定めた効力発生日から、二週間以内に、分割会社及び承継会社は、承継会社の本店の所在地において会社分割による変更の登記をしなければならない（会社923条、976条1項1号）。新設分割の場合には、設立会社の本店の所在地において、分割会社につき変更の登記、設立会社につき 設立の登記をしなければならない。新設分割の効力は、設立会社が登記することによって成立した日から、発生する（会社49条、764条1項、766条1項）。

（三）会社分割における権利義務の承継

会社法は会社がその事業に関して有する権利義務の全部または一部を分割によって、他の会社に承継させることができると定めるので、承継会社または設立会社はその権利義務を包括的に承継する。それで、設立会社の成立の日または吸収分割の場合の効力発生日に、分割計画または分割契約の権利義務に関する定めに従って、それらの権利義務が分割会社から、一括して設立会社または承継会社に移ると考えられて、個別的に移転する必要はない⁽²⁰⁾。そして、会社分割の際に、設立会社の成立の日または吸収分割の効力発生日の前に、第三者に負う債務でも、権利義務の承継は一般承継であるから、第三者に対し、対抗要件の問題は発生しない⁽²¹⁾。ただ、新株予約権の買取請求、労働者または債権者の異議手続きに入るなど場合に対抗要件があったら、それぞれの権利義務の要件ごとに満たされなければなら

(19) 江頭憲治郎『株式会社法（第六版）』913頁 有斐閣（2015年）

(20) 龍田節『会社法大要』484頁 有斐閣（2008年）

(21) 前掲注19 江頭 916頁

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（2）

ない。

（四）会社分割と事業譲渡

1 事業譲渡とは

事業譲渡とは一定の営業目的のため組織化され、有機的一体として機能する財産の全部または重要な一部を譲渡し、これによって、譲渡会社はその財産によって営んでいた営業的活動の全部または重要な一部を譲受人に受け継がせ、譲渡会社はその譲渡の限度に応じ、法律上当然に会社法 21 条に定める競業避止義務を負う結果を伴うものである。⁽²²⁾

ただ、定義を見れば、会社分割と事業譲渡には主に二つの大きな違いがあると考えられる。一つ目は、譲渡範囲が違う。会社分割の場合は、株式会社または合同会社が、その事業に関して有する権利義務の全部または一部（会社 2 条 29 号 30 号）を分割契約（計画）により、承継会社に承継させる。会社分割に際して、分割するのは分割会社の権利義務である。事業譲渡の場合に譲渡するのは、譲渡会社が一定の事業目的のため、一体化された有機的な財産によって、営んでいた事業活動である。そして、会社分割でも、事業譲渡でも、承継会社に渡すのは当該会社の事業であるが、事業譲渡の場合に、譲渡するのは事業活動の全部または重要な一部である（会社 467 条）。会社分割の場合には、分割する事業に関して有する権利義務の重要な一部という表現はない。二つ目は、競業避止義務を負うか否かの違いである。事業譲渡の場合には、譲渡会社が競業避止義務を負わなければならない（会社 21 条）。会社分割の場合には、競業避止義務などの規定はない。会社分割と事業譲渡の以上の違いを見ると、事業譲渡に関する規制より、会社分割に関する規制のほうが緩和されていると考える。

2 会社分割における競業の禁止

会社法により、事業を譲渡した会社は、当事者の別段の意思表示がない限り、同一の市町村の区域内においては、その事業を譲渡した日から 20

(22) 江頭憲治郎『株式会社法（第六版）』948 頁 有斐閣（2015 年）

年間に、同一の事業を行ってはならない。譲渡会社が同一の事業を行わない旨の特約をした場合には、その特約は、その事業を譲渡した日から30年の期間内に限り、効力を有する（会社21条1項2項）。事業譲渡の場合に、譲渡会社が会社法上、競業の禁止に関する規定を従わなければならない。それに対して、会社分割の場合に、分割会社はそのように規制されていないが、分割会社にも競業避止義務の規定を類推適用すべきであると考えられる。会社分割の場合は事業譲渡の場合と同様、事業の全部または一部を他の会社に分割する。ただ、事業譲渡は、事業の一部を譲渡する時、その「重要な一部」と規定されているが、会社分割には「重要な一部」という要件はない。ただ、会社分割行為は事業譲渡行為と同じく、承継会社の株主総会の承認がなければ、実現できない行為である。そして、承継会社が承継する事業は承継会社にとって、新しい領域の順調に進入できるか否か、事業活動を順調に営めるか否かなどにとって、大変重要な要素であるので、会社分割の場合でも、会社法上、競業の禁止に関する規定を類推適用する必要があると考えられる。そして、会社分割の条件を見ると、会社分割の多くは、コーピング・コンサーンとしての事業そのものが承継されるものであり、その場合には、吸収分割契約、新設分割計画に競業避止義務を定めることができるが、その定めがなければ、事業譲渡に関する規定（会社21条）が類推適用されると解すべきである⁽²³⁾。

二 近年の会社分割事例

（一）分割事例の概要

1 エア・ウォーター、マルハニチロの子会社工場買収

① 【札幌】エア・ウォーターはマルハニチロの子会社、マルハニチロ北日本から十勝工場（更別村）を買収すると発表した。マルハニチロ北日

(23) 原田晃治「会社分割法制の創設について（上）」商事法務1563号12頁 有斐閣（2000年）

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（2）

本から十勝工場を会社分割し、2016年8月1日に譲り受ける。買取額は公表していない。

十勝工場の年間売上高は約25億円。缶詰や業務用ソースなどの加工食品の製造が中心で、エア・ウォーターは買取後もマルハニチロ向けに供給を続ける。また、冷凍加工野菜も生産している。

エア・ウォーターは十勝地方で冷凍加工野菜の生産を強化しており、買取後の十勝工場ではニンジンやトウモロコシ、カボチャなど冷凍加工野菜の生産を増やす⁽²⁴⁾。

② 産業ガス大手のエア・ウォーターは2016年6月13日、加工食品製造のマルハニチロ北日本（北海道更別村）の十勝工場（同）を買収すると発表した。同工場は北海道産の野菜などを使った缶詰や冷凍食品、レトルト食品を生産する。エア・ウォーターは成長分野と位置付ける農業・食品事業で生産拠点を拡充。原料の安定調達や物流の効率化などの相乗効果も見込む。

マルハニチロ北日本が会社分割で十勝工場を切り離し、エア・ウォーターは全株式を8月1日付で取得する。金額は非公表。十勝工場はスイートコーンや業務用ソースの缶詰、カレーなどのレトルト食品のほか、カボチャやナガイモといった冷凍野菜の加工も手掛ける。マルハニチログループ向けの販売が8割程度を占め、2016年3月期の売上高は約25億円。

十勝工場の買収でエア・ウォーターの冷凍野菜の生産拠点は4カ所に増える。消費者に人気が高い北海道産野菜の加工体制を充実させ、農業・食品事業の拡大につなげる考えだ。

エア・ウォーターは北海道を中心に農業・食品事業を展開し、M&A（合併・買収）をテコに生産から加工、販売までサプライチェーン全体を強化している。同事業の2016年3月期の売上高は913億円と前の期比3割増えた⁽²⁵⁾。

(24) 日経MJ（流通新聞）2016年7月6日14頁

(25) 日経産業新聞 2016年6月14日13頁

2 映像事業を分割、傘下企業が承継、東芝ライフスタイル⁽²⁶⁾

東芝の家電子会社、東芝ライフスタイルは2016年6月8日、同社で抱える映像（テレビ）事業を会社分割で同社傘下の東芝メディア機器（青森県三沢市）に承継させるとともに、同社に対する株式の持ち分全てを東芝本体に譲渡すると発表した。東芝メディア機器は「東芝映像ソリューション」と名称を変更し、テレビ事業は東芝グループで継続する。いずれも30日付で実施する。

東芝メディア機器は現在、株式の4割を東芝本体が、残りを東芝ライフスタイルが持っている。

3 佐藤鉄工、三菱重工系から水門事業承継⁽²⁷⁾

【富山】橋梁や水門を手掛ける佐藤鉄工（富山県立山町）は三菱重工の子会社、三菱重工メカトロシステムズ（神戸市）から水門事業を承継すると発表した。会社分割方式により、2016年10月1日付で承継する予定で、買収額は非公表だ。耐震・津波対策や、水門のメンテナンスや更新需要の回復が見込まれる中、三菱重工グループの実績や技術力を生かし、受注拡大につなげたい考えだ。

佐藤鉄工と三菱重工メカトロシステムズは5月30日に事業承継に関する合意書を締結した。三菱重工メカトロシステムズは水門や煙突など三菱重工の納入設備のアフターサービスを手掛けてきた。水門事業を発展させるため、佐藤鉄工が承継することで、技術力やコスト競争力で相乗効果を狙う。

4 トーカイ、日新製鋼子会社の事業承継

① 【岐阜】トーカイは日新製鋼子会社の新和企業（東京・中央）から、福祉用具レンタル・販売、住宅改修の事業を2016年1月1日付で取得する。会社分割により、新和企業が大阪府で展開している関連事業の資産や負債を承継。トーカイの営業網に組み入れて、関西での顧客層を拡大する。

(26) 日本経済新聞 朝刊2016年6月9日14頁

(27) 日経産業新聞 2016年6月3日13頁

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（2）

トーカイは介護用品レンタルなどのシルバー事業で全国 58 カ所に営業拠点を置く。来年春には京都府に介護用品の保守工場を建設する予定で、今回の承継とあわせ関西での競争力を高める⁽²⁸⁾。

② トーカイは介護用品レンタルなどのシルバー事業で全国 58 カ所に営業拠点を置く。来年春には京都府に介護用品の保守工場を建設する予定で、今回の承継とあわせ関西地区での競争力を高める。新和企業の 2015 年 3 月期の売上高 240 億円のうちシルバー事業は 8600 万円だった⁽²⁹⁾。

5 TDK、会社分割（簡易吸収分割）に関するお知らせ⁽³⁰⁾

当社は、本日（2014 年 11 月 26 日）開催の取締役会において、当社 100% 出資の連結子会社である TDK-EPC 株式会社（以下、TDK-EPC）より、同社の全事業を吸収分割にて承継することを決議し、本日、TDK-EPC との間で吸収分割契約を締結いたしましたのでお知らせいたします。なお、本会社分割は 100% 子会社の事業部門を承継する吸収分割であるため、開示事項、内容を一部省略して開示しています。

平成 21 年 10 月に、当社の基幹事業である受動部品事業を分離、分割して TDK-EPC を設立し、買収したドイツの大手電子部品メーカー EPCOS AG とその子会社を傘下におき、有機的結合の早期実現を図ってまいりました。今後は、当社に TDK-EPC の全事業部門を統合することにより、TDK グループ全体としてより効率的な事業運営を図ることといたしました。

6 新会社 LINE 発足 会社分割に隠された深謀遠慮⁽³¹⁾

2013 年 4 月 1 日、世界で 1 億人以上の利用者を抱える無料通話・メッセージアプリ「LINE」の運営会社、NHK JAPAN が会社分割し、LINE という新会社が発足する。NHK のゲーム事業は別の新会社に移管する。会社分割の狙いは事業領域を明確にし、対外的に「何の会社か」を分かり

(28) 日経産業新聞 2015 年 11 月 27 日 21 頁

(29) 日本経済新聞地方経済面 中部 2015 年 11 月 26 日 7 頁

(30) 日刊工業新聞電子版 2014 年 11 月 26 日

(31) 日本経済新聞 2013 年 3 月 31 日

やすくすることにとどまらない。激しい変化の荒波に耐え、グローバル展開を成功させるために必要な深謀遠慮が隠されている。真の狙いを新会社の首脳が語った。

4月1日、NHK JAPAN は、LINE 事業はじめ「NAVER まとめ」や「live door」といったウェブサービスを担う LINE 株式会社と、ゲーム事業会社（社名は4月1日発表）に分割される。2社とも、NHK 本社が入る東京・渋谷の複合ビル「ヒカリエ」に引き続きとどまるが、社員証は別々になる。

NHK JAPAN は昨年1月に韓国ネット大手、NHK 傘下の日本法人3会社が経営統合して発足したばかり。LINEなどを運営する旧ネイバージャパン、「ハンゲーム」などのゲーム事業を担う旧 NHK JAPAN、そして、2010年4月に韓国 NHK が買収したポータル事業の旧ライブドアが同じ会社となり、商号は NHK JAPAN が引き継いだ。

7 〈茨城新聞社〉大幅な債務超過、会社分割方式で経営再建⁽³²⁾

茨城新聞社が会社分割方式で経営再建を図ることが、同社への取材で分かった。大幅な債務超過状態にあることから、新聞発行を引き継ぐ新会社を2014年4月に設立し、債務整理のため、別会社で不動産などの清算をする。2月21日に開く臨時株主総会で提案する。

茨城新聞社は1891（明治24）年、茨城新聞を創刊した。県紙として、月12万4000部を発行している。臨時株主総会の資料によると、少子高齢化や無購読層の増加、広告出稿の減少など厳しい経営状態が続き、2009年以降は経営改善に努めてきたものの、関連不動産の売却が難航だった。2013年3月期で大幅な債務超過になっているという。このため同社を、新聞の発行をする新会社「茨城新聞社」と債務を整理する「IS管理」の2社に分割し、新聞事業の継続を図りながら債務弁済を図る。負債総額は不明である。関連不動産の処分のほか、金融機関の追加支援などを求めていくとみられる。

(32) 毎日新聞 2014年2月4日

（二）分割事例の分析

1 会社分割の経済機能

以上の会社分割の事例を見ると、会社分割の理由も会社合併におけるように二種類に分けられると考える。一つは戦略的な考慮であり、もう一つは会社を振興するという考慮であると考ええる。

戦略的な考慮とは、主に「経営の効率化」を目指す考え方である。すなわち、最適規模を超え能率の低下した会社が、事業部門別または地域別に分割して、能率の向上を図る⁽³³⁾。たとえば、新聞事例の5. では、TDKグループが受動部品事業を分割してTDK-EPCを設立したが、その目的は、TDKグループ全体としてより効率的な事業運営を図ることである。もう一つの目的は専門的な会社に整えて、グローバルな企業になることである。新聞事例の6. において、NHK JAPANが会社分割し、NHKのゲーム事業は別の新会社に移管することである。その分割の狙いは事業領域を明確にするためであるが、さらに激しい変化の荒波に耐え、グローバルに展開するためにも必要である。そして、新しい領域に入るために、現有の事業を会社から分離して、新しい事業を別に営むこともある。そして、分割会社にだけでなく、承継会社にとっても、会社合併のように、買収により、生産の一体化、経営の効率化、新規の技術や、知的財産権使用などにより、経済的な利益を実現できる。たとえば、新聞事例1. では、エア・ウォーターは成長分野と農業、食品事業など生産拠点を拡充するため、そして、原料の安定調達や物流の効率化など相乗効果を図るために、マルハニチロ北日本から十勝工場（更別村）を買収した。会社分割により、エア・ウォーターは北海道を中心に農業・食品事業に踏み込み、生産から加工、販売まで一体的に展開している。同企業の売上高も前の期より3割増えた。

会社を振興するという考慮とは、「経営不良の事業を企業から分離すること」により、会社を救済するという考え方である。すなわち、業績不振

(33) 龍田節『会社法大要』473頁 有斐閣（2008年）

の事業部門を別会社に移し、収益率の向上は⁽³⁴⁾図る。たとえば、新聞事例7.において、茨城新聞社は、厳しい経営状態に落ちて、大幅な債務超過の状態になっているので、新設分割の方式を利用して、債務を整理し、経営の再建を図る。会社分割の手法によって、企業負債を弁済することができる。一方、本来、経営している事業を引き続いて実施し、経営の負担も減少することができる。

2 会社分割の場合の持株会社への変化

会社合併、会社分割、事業譲渡などによって、組織を変更して持株会社⁽³⁵⁾に変わることができる。分割会社が事業の全部または一部を承継会社に分割して、承継会社が自社の株式を対価として、分割会社に交付する際に、分割会社に交付する株式の価格が承継会社の総資産額の50%を超えた場合に、分割会社は承継会社の持株会社になる。それで、会社分割など（会社合併）によって、持株会社を作る際に、分割会社はその事業に関して、有する権利義務の一部または全部を承継会社に移動する。そして、株式会社の持株会社への組織再編の場合にも、株主総会の承認手続き、反対する株主の買取請求、新株予約権の買取請求、債権者の異議手続きなどの手続きが発生する可能性があると考ええる。

だから、会社分割の場合に、分割会社が、享受する経済的機能は持株会社にとっても、有用であると考ええる。たとえば、持株会社も、分割会社のように、経営の効率化、原料の調達、生産と販売の一体化、経営不良企業の救済などの経済機能を実現できる。本稿では、株式会社の持株会社への変更の事例を紹介できなかったが、実際には、そのような事例はあると考ええる。それ以外には、株式会社の持株会社への変更には特別な経済的メリットがあると考ええる。たとえば、X社が分割した後に、X社は持株会社となり、そのもとにA、B、C三つの子会社があるとする。もし、A社が破産に直面しても、B社とC社は独立した会社であるので、その影響

(34) 龍田節『会社法大要』473頁 有斐閣（2008年）

(35) 江頭憲治郎『株式会社法「第六版」』959頁 有斐閣（2015年）

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（2）を受けない。持株会社の傘下から経営不良の部分を切りはずすことにより、既存会社の利益も保護できる。そして、持株会社は経営統合の目的として、他の企業を買収することができるし、グループを形成することもできる。一方、新しい事業領域にも進出しやすいことができる。

三 会社分割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

1 吸収分割無効請求事件⁽³⁶⁾

（1）事案概要

平成 25 年 5 月 10 日、会社法における会社分割に関する規定により、株式会社第一繊維（以下「第一繊維」という。）が分割会社として、承継会社である花菱縫製株式会社（以下「花菱縫製」という。）との間に会社吸収分割契約（以下「本件吸収分割契約」という。）を締結した。本件吸収分割契約には、花菱縫製が第一繊維に交付する分割対価を 0 円とした。同年 5 月 27 日、本件吸収分割契約は、第一繊維の定時株主総会において、出席株主の議決権の 3 分の 2 以上に当たる多数をもって承認可決された。7 月 1 日に、会社分割の効力が発生した。第一繊維は、以前の商号は「花菱縫製株式会社」であった。平成 25 年 7 月 1 日に、現在の商号に変更した。第一繊維でも、花菱縫製でも、紳士服、婦人服、ワイシャツ等の製造及び縫製加工並びに販売等を業としていて、その発行済株式総数は 117 万 3298 株である。本件会社分割を行った後、平成 25 年 11 月 30 日、第一繊維は、その株主総会の決議により解散し、同社の申立てにより、特別清算の手続が開始された。

平成 25 年 12 月 9 日、第一繊維株式の 8 万 1648 株を有する株主である原告は第一繊維と花菱縫製の間に行った本件会社分割における花菱縫製から第一繊維に対する対価が不公正であると主張した。会社法 828 条 1 項 9

(36) 東京地判 平成 26 年 6 月 30 日

号に基づき、第一繊維を吸収分割会社、花菱縫製を吸収分割承継会社とする平成 25 年 7 月 1 日効力発生の本件会社分割の無効の訴えを提起した。

本件における原告は、第一繊維株式の 8 万 1648 株を有する株主である原告であり、被告は、本件会社吸収分割における分割会社とする第一繊維、および承継会社とする花菱縫製である。

(2) 争点および当事者の理由

本件には二つの争点が存在する。一つの争点は、花菱縫製が第一繊維に交付する吸収分割の対価を 0 円とする本件の分割対価は不公正か否か。

原告は本件における会社分割対価は 0 円とすることは不公正である。

平成 25 年 2 月 28 日、時点の簿価をみると、第一繊維から花菱縫製に承継される負債は 18 億 6500 万円であり、簿外である退職給与引当金の増加額 5 億 5600 万円を加えると、24 億 2100 万円となる。他方、第一繊維から花菱縫製に承継される資産は、上記時点の簿価で 25 億 1000 万円である。資産には土地・建物が含まれており、簿価で 4 億 3800 万円となっているが、被告第一繊維が平成 19 年 3 月 1 日時点で算定した土地の時価は合計 18 億 6610 万円であり、鑑定時点が約 6 年前より、85% 減となることを想定しても、その時価は 15 億 8600 万円である。これによれば、承継資産の土地の時価だけでも、簿価より約 11 億 5000 万円増加するのであり、承継資産が承継負債を大きく上回ることは間違いない。それにもかかわらず、承継資産が承継負債を上回らないとしても、分割対価を 0 円と評価しているのであるから、株主である原告に対する関係で分割対価が不公正である。

それに対し、被告の第一繊維と花菱縫製は、本件における会社分割対価は不公正ではないと主張した。第一繊維は原告が主張した花菱縫製に承継される土地の時価が 11 億 5000 万円増加することは根拠がないである。第一繊維は、中小企業再生支援協議会の手続による債務整理を行い、本件吸収分割を前提とする金融機関による債権放棄を含む事業再生計画を成立させて、ようやく破産を免れたのであって、かかる事実にも照らしても、分割対価が不公正ではないとする。そして、本件吸収分割の分割対価の算定にあたっては、有限責任監査法人トーマツの平成 24 年 6 月 25 日付け追加調

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（2）

査報告書における実態貸借対照表の評価が前提とされていた。実質的にみても、本件吸収分割における分割対価の額及び金融債権者の実質的な債権カットを含めた事業再生計画は、中小企業再生支援協議会において十分に検証され、金融債権者9社すべてが同意したのであるから、分割対価が不公正であったはずがない。

もう一つの争点は、本件会社分割における対価は不公正であれば、会社分割は無効となるかいか。

吸収分割の契約書には、吸収分割の対価を定めるものとされているところ、その趣旨は、分割対価の公正が株主にとって極めて重要な事柄であるためであり、これによれば、分割対価の不公正は吸収分割の無効原因になると解される。それで、吸収分割における対価の不公正は、吸収分割無効の訴えにおける無効原因となる。そして、株主は会社にとどまりながら、分割対価等に関する定めが当事者会社の資産の状況、収益力に照らして著しく不公正なときは、そのこと自体をもって当然に吸収分割の無効原因にあたるとして訴えを提起することができるものと解すべきである。それで、本件原告が、対価は公正であれば、会社分割は無効であると主張した。

対価の不公正は会社分割無効の原因であることに対して、花菱縫製は、分割対価の不公正は無効原因とならないと主張した。

仮に分割対価が不公正な場合であっても、かかる内容の吸収分割契約が、適式な情報開示の下、株主総会において承認されていれば、株主一般の保護は図られている。また、これに反対した株主には株式買取請求権が認められており、かかる手続によって適正な対価を前提とする株式買取請求が認められれば、反対株主の利益保護も十分に図られることになる。第一繊維については、特別清算手続が行われているところ、これによって公正な価格の全額の支払を受けることが事実上に困難となったとしても、それは個別の特殊な事情というべきであって、吸収分割全体に一般化することはできない。

分割対価の不公正が吸収分割の無効原因としても、企業価値の絶対的な算定方法が確立していないことからすると、極めて多くの吸収分割が事後

的に無効とされるおそれがあり、法的安定性が大きく害されることとなる。また、分割対価の公正性の判断は、訴訟手続になじまない。

したがって、分割対価の不公正は、吸収分割の無効原因とはならない。

(3) 裁判所の判断

原告は、吸収分割の対価が不公正であること自体が、吸収分割無効の訴えにおける無効原因になると主張する。しかしながら、仮に吸収分割の対価が不公正であったとしても、当該吸収分割に反対する株主には、株式買取請求権の行使が認められており、これによって当該株主の利益を保護することが可能であるから、吸収分割の対価が不公正であること自体は、吸収分割無効の訴えにおける無効原因にはならないというべきである。

これに対し、原告は、第一繊維については、特別清算の手続が開始されているので、同社に対して株式買取請求権を行使しても十分な救済を受けることができない旨主張するが、そのような個別的な事情によって上記判断が左右されるものではない。

2 楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件最高裁決定⁽³⁷⁾

(1) 事案概要

株式会社東京放送ホールディングス（以下は Y という）は吸収分割の分割会社であり、株式会社 TBS テレビ（以下は A という）は吸収分割の承継会社である。Y の株主（以下は X1 という）は楽天株式会社である。X1 が Y との経営統合および業務提携を図るため、X1 の関係会社を通じて Y の株式を取得した。Y による買収防衛策も試みられた。放送法の改正に伴い、Y を認定放送持株会社として、Y のテレビ放送事業および映像・文化事業に関して有する権利義務を Y の完全子会社である A に承継させるべく行われた。X1 および個人（以下は X2 という）は吸収分割に

(37) 最決（第三小法廷）平成 23 年 4 月 19 日（金融・商事判例 1366 号 9 頁、判時 2119 号 18 頁、判タ 1352 号 140 頁）。弥永真生 反対株主による株式買取請求と買取価格決定（会社法判例速報）ジュリスト 1423 号 66 頁。北村雅史 楽天対 TBS 株式買取価格事件最高裁決定と公正な価格の算定基準時。

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（2）

反対した。Xらの有するYの株式（X1につき、3,777万0,700株、X2につき、100株）を公正な価格で買い取るよう請求したが、その価格の決定につき協議が調わなかったため、XらおよびY双方が、会社法786条2項に基づき、裁判所に価格の決定の申立てをした。

（2）第一審

① 判決理由

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を考慮すると、会社法は、買取価格の決定を、諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねたものと解するのが相当である。吸収分割株式会社の株主による株式買取請求に係る「公正な価格」は、裁判所の裁量により、株式買取請求が確定的に効力を生ずる吸収分割の効力発生日を基準日として、事案に応じて、吸収分割がなければ同社株式が有していたであろう客観的価値、又は吸収分割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。

本件株式の「公正な価格」は、認定放送持株会社への移行を伴う本件吸収分割により、Yの企業価値又はその株主価値が毀損されたとも、シナジーが生じたとも認めることができないことを前提に、裁判所の裁量により本件吸収分割の効力発生日を基準日として、本件吸収分割がなければ本件株式が有していたであろう客観的価値を基礎として算定するのが相当である。

本件吸収分割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、市場における偶然的要素を考慮するため、一般的には、本件吸収分割の効力発生日に近接した一定期間の市場株価の平均値をもって、算定するのが相当である。通常であれば、効力発生日前1か月間の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」みてよいものと解すべきである。

本件株式の買取価格の判断基準として、①Yが認定放送持株会社へ移行することにより、一般的にYの客観的な企業価値、又はX1にとって、株主価値が当然に毀損されると認めることはできない、②Yの株式の市

市場株価の動向及びその下落をもって、認定放送持株会社への移行を伴う本件吸収分割により Y の企業価値又はその株主価値が毀損されたと認めることはできず、むしろ毀損がなかったことが強くうかがわれるところである、③ X が主張するように、Y が認定放送持株会社に移行し、他社との事業提携等によるシナジー効果の実現可能性が低下したという情報があって、それが Y の株式の市場株価の下落につながったと認めることはできない、④ X らの主張及び本件の全疎明資料をもって、認定放送持株会社への移行を伴う本件吸収分割により、Y の企業価値又はその株主価値が毀損されたものと認めることはできない。

それで、本件株式の買取価格について、Y の株式が東京証券取引所市場一部に上場されていることを踏まえ、他に適切な資料がない本件においては、Y の株式の市場株価を Y 株式の「公正な価格」と算定するのが相当である。

② 判決結果

本件吸収分割の効力発生日前の 1 カ月間の Y の株式の市場株価の終値、出来高および出来高加重平均値によれば、1 株当たり 1255 円となるが、本件においては、Y 自身が、X らとの間における本件株式の価格の決定について、当事者間の協議の段階から本件非訟手続における本決定に至るまで、買取価格として 1294 円を提示しているので、本件における価格決定の経緯を考慮して、本件株式の買取価格は 1294 円と認めるのが相当である。

(3) 抗告審

① 判決理由

第 1 審と同様、本件における「公正な価格」について、会社の事業を完全子会社に承継させて、自らを持株会社とする吸収分割では、通常、吸収分割によって、吸収分割株式会社の企業価値や同社の株主価値が毀損されることはなく、吸収分割により承継される事業にシナジーはそもそも生じない。本件のような完全子会社を吸収分割承継株式会社とする吸収分割の際に、吸収分割株式会社の反対株主が株式買取請求をした場合における株

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（2）

式の「公正な価格」とは、組織再編により生じるシナジーその他の企業価値の増加分の公正な分配といった要素がなくて、吸収分割の契約を承認する株主総会の決議がなかったとしたら、有していたであろうナカリセバ価格を基礎として、算定することとなる。

本件において「公正な価格」を定める基準日については、第1審が「公正な価格」を定める基準日を本件吸収分割の効力発生日である。しかし、吸収分割の場合には、株式の買取りの効力の発生は、当該株式の代金支払時に生ずることとなるので、吸収分割の場合に、公正な価格を定める基準日を分割の効力発生日とする合理的な根拠は見あたらないから、当裁判所は、これを採用しない。

そして、第1審が市場株価は、投資家による一定の投機的思惑など偶然的要素の影響を受ける面もあり、これを排除するため、基準日に近接した一定期間の市場株価の平均値をもって公正な価格を算定するのが相当であるとした。基準日の市場株価を一定期間の株価の平均値を用いることにより補正する趣旨であり、一般論とする考え方であるが、基準日の市場株価が通常の形態における取引以外の要因によって影響され、企業の客観的価値を反映しないという事情が見当たらない場合には、原則として、株価を補正する必要はなく、そうであるとすれば、むしろ、基準日の市場株価をもって、これを「公正な価格」とみることがより合理的であると解される。

② 判決結果（原決定）

第1審の「公正な価格」を定める基準日の見解を採用し得ないとするが、第1審も、最終的な価格決定は前記したとおり、1株1,294円であるので、第1審の結論それ自体は正当であるとする。

(4) 許可抗告

① 判決理由

本件の相手方はYの株主で楽天株式会社（X1）であり、その株式が東京証券取引所の市場第一部に上場されている。抗告人はX1の株主である。原審の適法に確定した事実関係等の概要は、次のとおりである。

ア 本件において、買取請求がされた日のナカリセバ価格の算定に当

たっては、その市場株価を算定資料として用いることは相当である。そして、本件吸収分割は Y の株式の価値に変動をもたらすものではないから、これを算定するに当たって、原審が、同日の市場株価を用いて同日のナカリセバ価格を算定したことは、その合理的な裁量の範囲内にあるものということである。原決定の確定した事実関係によれば、第 1 審も同様であるが、本件吸収分割によって企業価値ないし株主価値が増加しない場合というのである。

その基準日については、第 1 審が吸収分割の効力発生日とした。また、原決定が買取請求期間の満了時としたのに対し、買取請求権の行使日とする点で特徴的である。

次いで、本決定は、その基準日における「公正な価格」については、前記のとおり、いくつかの算定方法ないし算定要素を示唆した上で、株式買取請求がされた日における市場株価等を用いて算定することも、裁判所の合理的裁量の範囲内にあるので、原決定の結論はこれを是認し得るとした。

イ 原告人は、合計 3777 万 700 株の株式（以下「本件株式」という。）を保有する相手方の株主であるが、上記株主総会に先立ち、本件吸収分割に反対する旨を相手方に通知し、上記株主総会において本件決議が行われるに当たり、これに反対した上、会社法 785 条 5 項所定の期間（株式買取請求期間）の満了日である平成 21 年 3 月 31 日、相手方に対し、本件株式を公正な価格で買い取ることを請求した（以下、この請求を「本件買取請求」という。）。

ウ 本件吸収分割により相手方の事業が TBS テレビに承継されても、シナジー（組織再編による相乗効果）は生じず、また、本件吸収分割は、相手方の企業価値や株主価値を毀損するものではなく、相手方の株式の価値に変動をもたらすものでもなかった。

原審は、上記事実関係の下で、要旨次のとおり判断して、本件株式の買取価格を 1 株につき 1294 円と定めるべきものとした。

完全子会社を吸収分割承継株式会社とする吸収分割に際し、吸収分割株式会社会社の反対株主が株式買取請求をした場合における株式の「公正な価

格」は、吸収分割契約を承認する旨の株主総会の決議がなかったとしたらその株式が有していたであろう価格を基礎として算定すべきであり、「公正な価格」を定める基準日は、株式買取請求期間の満了日とするのが相当である。そして、本件株式は上場株式であるから、当該市場における株式の価格（以下「市場株価」という。）が企業の客観的価値を反映しないなどの特段の事情がない限り、市場株価を算定の基礎に用いるのが相当であり、また、相手方の認定放送持株会社化と連動した本件吸収分割が相手方の企業価値又は株主価値を毀損したもとは認められないから、本件における「公正な価格」は、株式買取請求期間の満了日の市場株価を上回るものではあり得ない。本件における株式買取請求期間の満了日は平成 21 年 3 月 31 日であるところ、東京証券取引所における相手方の株式の同日の終値は 1 株 1294 円であるから、これをもって本件株式の「公正な価格」と認めるのが相当である。

所論は、株式買取請求がされた場合における「公正な価格」を定める基準日を株式買取請求期間の満了日であるとし、かつ、本件吸収分割が公表される前の市場株価を参照しなかった原決定には法令の解釈の誤りがあるなどというものである。

これを本件についてみるに、前記事実関係によれば、本件吸収分割により相手方の事業が TBS テレビに承継されてもシナジーが生じるものではないというのであり、また、本件吸収分割により相手方の企業価値が増加したとの事実も原審において認定されていない。そうすると、本件買取請求に係る「公正な価格」は、本件買取請求がされた平成 21 年 3 月 31 日におけるナカリセバ価格をいうものと解するのが相当である。

前記事実関係によれば、相手方の市場株価が相手方の客観的価値を反映していないとの事情はうかがわれないから、本件買取請求がされた日のナカリセバ価格を算定するに当たっては、その市場株価を算定資料として用いることは相当であるというべきであり、また、本件吸収分割は相手方の株式の価値に変動をもたらすものではないというのであるから、これを算定するに当たって、原審が、同日の市場株価を用いて同日のナカリセバ価

格を算定したことは、その合理的な裁量の範囲内にあるものということができる。他にこの市場株価をもって同日のナカリセバ価格を算定することが相当でないことをうかがわせる事情はない。

② 判決結果

以上によれば、本件買取請求の日である平成 21 年 3 月 31 日の東京証券取引所における相手方の株式の終値（1 株当たり 1294 円）をもって、本件株式の「公正な価格」であるとした原審の判断は、結論において是認することができる。論旨は採用することができない。

(二) 会社分割に関する判例における問題点の検討

1 組織再編の場合の「ナカリセバ価格」と「シナジー価格」

会社合併、分割、株式移転、株式交換など M&A が行われる際には、M&A に反対し、または合併比率や株式価格に反対する株主たちは、株式買取請求権を行使した場合、その買取価格たるべき「公正な価格」について、どのように決定したらいいか、実際には、主に二種類の計算方法が存在する。一つは「ナカリセバ価格」であり、もう一つは「シナジー価格」である。

「ナカリセバ価格」とは、組織再編がなかったとしたら株式が有したであろう「公正な価格」である。「ナカリセバ価格」を基礎として、「公正な価格」を決定する場合に、平成 22 年 3 月 31 日東京地裁⁽³⁸⁾決定においては、計画公表直前 1 カ月間の終値の出来高加重平均値が採用されているが、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である⁽³⁹⁾。

「シナジー価格」というのは、組織再編によって生じる相乗効果が組織再編当事会社間で適正に分配されたとしたら、株式が有したであろう価格である。「シナジー価格」を採用する場合には、当該企業再編が行われた

(38) 金融・商事判例 1344 号 36 頁 (2010 年)

(39) 草地邦晴「反対株主の株式買取請求と公正な価格について」OIKE LIBRARY 第 32 号 19 頁 (2010 年)

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（2）

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。⁽⁴⁰⁾

実際は、どのような場合に「ナカリセバ価格」を「公正な価格」にするのか、どのような場合に「シナジー価格」にするのか、考慮しなければならないと考える。組織再編が当事会社にとって公正に行われた場合に、「公正な価格」は「シナジー価格」であるとされ、他方で、当事会社の一方たる対象会社の企業価値が毀損されたと認められる場合、または、組織再編の条件が不利であるために、株主価値が毀損されたり、組織再編から生じるシナジーが適正に分配されていないことを窺わせるに足りる特段の事情がある場合には、「公正な価格」は「ナカリセバ価格」であるとされ⁽⁴¹⁾ていた。

最高裁は、「ナカリセバ価格」を適用する場合に、組織再編による影響を排除して、合理的な裁量をするために、以下のことを考慮しなければならない。① 組織再編を行う旨の公表等が行われる前の市場株価を参照して、価格を算定するのか。② 組織再編を行う旨の公表等が行われた後に株式買取請求がされた日までの間に当該組織再編以外の市場の一般的な価格変動要因により、当該株式の市場株価が変動している場合に、これを踏まえて参照株価に補正を加えるなどして、同日の「ナカリセバ価格」を算定する⁽⁴²⁾のか。本稿で紹介した判例、楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件には、認定放送持株会社への移行を伴う吸収分割により、Y の企業価値又はその株主価値が毀損されたとも、シナジーが生じたとも認めることができないので、また、企業価値が増加したとの事実も認定されていないので、裁判所は吸収分割の効力発生日を基準日として、吸収分割がなけれ

(40) 草地邦晴「反対株主の株式買取請求と公正な価格について」OIKE LIBRARY 第 32 号 19 頁（2010 年）

(41) 大井悠紀・石川智也「株式対価型組織再編における株式買取請求権」ジュリスト増刊 172 頁 有斐閣（2013 年）

(42) 前掲注 41 大井・石川 173 頁

ば株式が有していたであろう客観的価値を基礎として株式の「公正な価格」を算定した。すなわち、裁判所は、買取請求による「公正な価格」として、「ナカリセバ価格」を採用した。

「シナジー価格」にする場合に、当事会社間に特別資本関係がなく、一般に公正であると認められる手続きに従って、企業価値増加の部分を株主へ分配する公正性などが認められる場合に、①基準日である株式買取請求がなされた日における市場株価、②または、偶発的要素による株価の変動の影響を排除するため、これに近接する一定期間の市場株価の平均値を「公正な価格」にする。⁽⁴³⁾

2 組織再編の際にシナジーが生じるか否かの判断

裁判例は、組織再編による企業価値の増加が生じるかどうかに関する判断標準を表示していない。しかし、「シナジー価格」の意義により、組織再編の場合にシナジーが生じるか否かの判断について、会社分割など組織再編が行われるとき、一切の不正操作がない前提の下に、算定される価格は株主にとって、有利な株価かどうかの判断と考える。なお、「ナカリセバ価格」の定義により、当事会社の一方の価値が毀損されたと認められる場合、または、組織再編の条件が不利であるために、株主価値が毀損されたり、組織再編から生じるシナジーは適正に分配されていないなどの事情が認められる場合に、「公正な価格」は「シナジー価格」にする。それで、会社分割などの組織再編の場合に、シナジーが生じるかどうかの判断基準は企業価値、または株主価値の毀損があるかどうかであると考ええる。

企業価値、株主価値の毀損の認定については、次に、三つの点から認定される。①日経平均株価や TOPIX と比較した株価の下落、②証券会社や証券アナリストを含む株式市場関係者による組織再編に対する否定的な評価、③当該組織再編以外による企業価値の毀損を基礎づける事情の不存在。⁽⁴⁴⁾そして、当事会社の全体の企業価値、または、株主価値の毀損かど

(43) 大井悠紀・石川智也「株式対価型組織再編における株式買取請求権」ジュリスト増刊 174 頁 有斐閣 (2013 年)

(44) 金融・商事判例 1354 号 14 頁

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（2）

うかは、市場価格のみに従って、判断することはできないと考える。それによって、シナジーが生じるか否かも、判断することができないと考える。組織再編の際には当事会社の全体にとって、シナジーが生じても、その分配率の設定によって、当事会社の一方にとって、企業価値、株主価値が毀損することもある。それで、会社分割などの組織再編を行う際には、シナジーが生じるか否かの判断については、当事会社の一方たる対象会社の企業価値、株主価値の増減によって、当該企業再編の前後における当該対象会社の時価総額の増減により判断する必要がある⁽⁴⁵⁾。

3 買取請求権における「公正な価格」と会社分割の無効

会社分割の無効は、訴えのみを持って主張することができる（会社 828 条 1 項 9 号・10 号）。一般に、会社分割の場合に、各当事会社の株主、取締役、執行役、監査役、清算人であった者、もしくは当事会社、設立会社のそれらの者、または、破産管財人、もしくは分割について承認しなかった債権者のみが、分割の効力が生じた日から 6ヶ月以内に、会社分割無効の訴えを提起することかできる（会社 828 条 2 項 9 号・10 号）。一旦、会社分割無効の訴えが提起されると、分割会社でも、承継会社でも、被告になる（会社 834 条 9 号 10 号）。会社分割手続き上の瑕疵は会社分割の無効の原因である⁽⁴⁶⁾。たとえば、①労働者との協議義務がまったく履行されない場合、②会社分割の差止仮処分違反する場合などである。しかし、反対株主の買取請求権は会社分割の重要な手続きの一つとして、もし、買取請求権の行使に瑕疵がある場合に、その瑕疵は会社分割無効の原因になるだろうか。たとえば、もし買取請求権が行使された場合の算定には不法操作などがある場合は、会社分割は無効になるのか。

本稿で、取り上げた第一繊維と花菱縫製を被告とする判例 1. では、原告は、花菱縫製が第一繊維に対し交付した対価は 0 円であり、その対価は著しく不公正であることを理由として、第一繊維と花菱縫製の間の会社分

(45) 大井悠紀・石川智也「株式対価型組織再編における株式買取請求権」ジュリスト増刊 175 頁 有斐閣（2013 年）

(46) 江頭憲治郎『株式会社法「第六版」』923 頁 有斐閣（2015 年）

割は無効であると主張した。それに対して、被告の第一繊維と花菱縫製、双方とも、分割対価の不公正は無効原因とならないと主張した。さらに、花菱縫製は、株主が会社を分割することに反対すれば、株式買取請求権によって、適正な対価を前提として、利益を十分に保護することができるので、会社分割の対価が不公正としても、会社分割無効の原因にならないと主張した。そして、裁判所も、会社吸収分割の場合に、分割の対価が不公正であれば、その対価に反対する株主の株式買取請求権が認められており、当該株主がそれによって、利益を保護することが可能であるから、吸収分割の対価が不公正であることは、吸収分割無効の原因にはならないと判断した。また、原告は、第一繊維が特別清算の手続を行っているので、同社に対して、株式買取請求権を行使しても、救済を受けることができないと主張した。しかし、裁判所は、原告のその主張は上記判断を左右するものではないと判断した。

判例1. で記載したように、会社分割の対価が不公正なことは、会社分割無効の理由ではないが、株式買取請求は会社分割の手続きの一つであるから、瑕疵がある場合に、会社分割が無効になるのか。もちろん、会社分割の対価などに反対する時、株主は買取請求権を行使することができる。しかし、法律上、株式買取請求権の行使にも、買取できる期間を規定している。反対株主は、会社分割（会社合併）などの行為の効力発生日の20日前の日から効力発生日の前日までの間に株式買取請求権を行使することができる（会社785条5項）。たとえ、株式買取請求権を行使する際に、会社が株価について、不法操作を行い、株式買取請求権の行使期間を過ぎ、その株式買取請求権における買取価格は不公正である時、会社分割無効の原因になるだろうか。

会社分割などにおける株式買取請求権を行使するとき、瑕疵があれば、会社分割が無効であると考ええる。なぜならば、以下の三つの原因で会社分割が無効になるべきであると考ええるからである。

① まず、会社分割手続き上の瑕疵は会社分割の無効の原因である。株式買取請求権は会社分割などの組織再編の重要な手続きの一つであるので、

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（2）

株式買取請求権を行使するとき、手続き上の瑕疵があれば、その瑕疵は会社分割無効の原因になると考える。

② また、株式買取請求権は株主のために認められた権利である。会社分割に反対する株主は会社の経営状況に詳しくない。そしたら、会社が株式価格に不法な操作などをすれば、株主はその不法な操作のことを知らないまま、その不法に操作された価格で、買い取られる可能性がある。このように協議して、決定した買取価格は著しく不公正であり、そして、もし会社分割の効力が発生したら、株主が不利益を受けることになる。この場合に、株主は、合理的、かつ、合法的な手段で自分の利益を保護する必要がある。会社分割の訴えの提起は、株主の利益を保護するための重要な手段の一つであると考えられる。そして、会社は、買取請求権が行使されたとき、会社自身の利益のために、一定な手段で買取価格を下げることは、違法行為である。法律上の責任を負わなければならないと考える。

③ さらに、会社は、自身の利益を拡大するために、買取価格を意図的に下げたり、株主に損害を与えれば、信用がなくなる。ある会社は、もし、基本的な信用が失われれば、その会社が行う取引行為の信頼もなくなると考える。

4 平成 26 年改正した会社法の 786 条 5 項についての分析

平成 26 年に改正した会社法の 786 条で、株式買取請求権に関して、仮払制度が設けられた。消滅株式会社等は、株式の価格の決定があるまでは、株主に対し、当該消滅株式会社等は公正な価格と認める額を支払うことができる（会社 786 条 5 項）。株式買取請求の制度は少数株主の利益を保護するための制度であるが、この仮払制度は、株式会社の利益を保護するための制度であると考えられる。

株式買取請求権が行使された場合において、公正な価格の決定について、株主と消滅株式会社等との間に協議が調ったときは、消滅株式会社等は、効力発生日から 60 日以内にその一致に達した額を支払わなければならない（会社 786 条 1 項）。そして、公正な価格の決定について、効力発生日から 30 日以内に協議が調わないときは、株式買取請求を提起した株主又

は消滅株式会社等は、その期間の満了の日後 30 日以内に、裁判所に対し、公正な価格の決定に関する申立てをすることができる（786 条 2 項）。

以上の規定を見ると、株式買取請求権を行使した株主と消滅株式会社等との間に、公正な価格について一致に達するとき、効力発生日まで、あるいは、一致に達しないとき、裁判所の決定があるまで、消滅株式会社等は、株主に対し、公正な価格と認められた額を支払うことができない。それで、株式買取請求権が行使された時から、消滅株式会社等は株主に対し、公正な価格と認定された額を支払うまでに、時間が経過している。特に、株式買取請求権を行使した株主または消滅株式会社等は、裁判所に公正な価格の申立てをする場合にさらに時間を必要とすると考える。

また、公正な価格が裁判所の決定により決まる場合に、消滅株式会社等は株式買取請求権を行使した株主に対し、公正な価格と認められた額を支払う時、会社分割等（会社合併）の効力発生日から 60 日の期間の満了の日後の年 6 分の利率により算定した利息をも支払わなければならない（会社 786 条 4 項）。しかし、現在の経済状況等を踏まえると、年 6 分の利率による利息が付くことが株式買取請求権の濫用を招く原因となっているとの指摘がされていた。また、この点に関しては、実務上、早期の支払いおよびそれによる会社の利息の負担の軽減のために、裁判所による価格の決定がされる前に、反対株主と会社との間で、会社が、反対株主に対し、株式買取請求に係る株式につき、一定の価格を支払う旨の合意をすることがある。⁽⁴⁷⁾ こうすると、消滅会社等が裁判所の決定がある前に、株式買取請求権を行使した株主に、公正な価格と認めた額を支払うと、利息による負担を軽減できる。一方、会社分割に反対する株主が期間内の利息を得るために裁判所に公正な価格の決定に関する申立てをすることも減少すると考えられ、それにより、株式買取請求権の濫用を防ぐ同時に、司法手段の濫用も防げると考える。

(47) 坂本三郎・宮崎雅之等「平成六年改正会社法の解説（Ⅷ）」商事法務 2048 号 14 頁（2014）

おわりに

会社は会社の戦略的な考慮など経済機能、あるいは倒産などに当面している会社の振興などを実現するために、よく会社分割（会社合併）などの組織再編行為を行う。会社分割など組織再編行為を行う場合に、会社分割の手続き、会社分割の場合の債権者保護、株式買取請求権などに関わる。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、重要なことである。

株式買取請求権については、多くの問題が起きる可能性がある。たとえば、株式買取請求権の行使期間、株式買取請求権の効力発生、「公正な価格」の決定などである。最も問題となるのは「公正な価格」はどのように決定できるのかと考える。「公正な価格」の決定については、株式価格の算定基準時、「公正な価格」の判断基準、「公正な価格」と会社分割無効の関係などの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的に反映できるので、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、市場価格は、「公正な価格」の判断基準とするのは妥当であると考ええる。

裁判官は、「公正な価格」を判断するときに、「シナジー価格」と「ナカリセバ価格」の二種類の算定方法を使っている。会社分割（会社合併）など組織再編を行うとき、「シナジー価格」か「ナカリセバ価格」か、どちらかの算定方法を採用するはずであるか、市場価格など要因を考える上に、企業価値、株主価値の増減などの要因も考えなければならない。