

二段階買収における、株式交換完全子会社 株式の株式買取請求に係る「公正な価格」

—平成24年4月27日大阪地裁判決の分析⁽¹⁾—

Price of Common Stock in the Shareholders' Appraisal Remedy Case

高橋 聖子
Satoko TAKAHASHI

要 旨

グローバル経営の時代に適応しようと、平成17年会社法の下での二段階買収が増加している。これにともない、二段階買収における反対株主からの株式買取請求に係る「公正な価格」の算定につき争われる事例も増加し、裁判例が集積してきている。しかしながら、企業価値が増加すると認められる事例の裁判例は、多くはない。また、平成20年前後の判断基準と平成23年前後の判断基準は、数年の差であるにもかかわらず、裁判例の主流が異なっているように見受けられる。本稿では、パナソニック株式会社と三洋電機株式会社の二段階買収における地裁判決を、その事実関係を詳細に紹介した上で、検討する。

キーワード：二段階買収、株式買取請求、公正な価格

1. はじめに

平成24年4月27日、大阪地裁において、パナソニック株式会社（以下「パナソニック」という。）による三洋電機株式会社（以下「三洋」という。）の二段階買収において、第二段階の取引として行われた、パナソニックを株式交換完全親会社（以下「完全親会社」という。）、三洋を株式交換完全子会社（以下「完全子会社」という。）とする株式交換について、三洋の反対株主であるYがなした株式買取請求に係る「公正な価格」が争われた事件に決定が下された。平成17年会社法の

下での反対株主の株式買取請求に係る買取価格決定については、公判裁判例が集積している。しかし、本件のような企業価値が増加すると認められる場合における株式買取請求に係る裁判例は、未だ数が少なく、参考となる事例である。また、「公正な価格」であるか否かは一律に判断できる性質のものではなく、事実関係の詳細な検討の上で判断されるべきものである。したがって本稿においては、本件の事実関係および裁判所の判断を詳述した上で、その意義について述べる。なお、本件においては、東日本大震災後の市場全体の株価の下落の時期を含んでおり、その評価の点でも、参考となる。

2. 事実関係の概要

(1) 優先株式の発行

平成18年3月14日、三洋は、二種類の優先株式（いずれも1株を普通株式10株に転換可能な株式。以下「本件優先株式」という。）を総額3000億円でA社、B社及びC銀行（以下「本件優先株主」という。）に対し発行した。

(2) 業務提携契約及び第1回公開買付けによる連結子会社化

平成20年12月19日、パナソニックと三洋は「資本・業務提携契約」（以下「本件提携契約」という。）を締結し、その旨を公表した。本件提携契約においては、パナソニックが本件優先株主から本件優先株式を取得することで議決権の過半数を取得して三洋を子会社とするとともに、両者が将来的な組織再編も視野に入れ、緊密な協業関係を構築することが合意された。

平成21年11月14日、パナソニックは、本件提携契約に基づく資本・業務提携の一環として、公開買付け（以下「第一回公開買付け」という。）の実施を公表した。この第一回公開買付けは、本件優先株主から本件優先株式を取得し、三洋の議決権の過半数を取得することを目的としており、パナソニックと本件優先株主らとの間の事前合意に基づいた価格で行われた、ディスカウントTOBであった。その内容は、公開買付期間を平成21年11月15日から同年12月7日までとし、公開買付価格は普通株式1株につき131円、本件優先株式1株につき1310円であった。第1回公開買付けは、平成21年12月9日まで延長して実施され、その結果、パナソニックは議決権割合で三洋の50.19%の株式を保有するに至り、三洋はパナソニックの連結子会社となった。

(3) 本件公開買付け及び本件株式交換

平成 22 年 7 月 29 日、三洋及びパナソニックは、それぞれの取締役会において、株式公開買付けとその後の株式交換を併用したいわゆる二段階買収の方法によりパナソニックが三洋及びパナソニック電工を完全子会社としていくこと（以下「本件完全子会社化」という。）を決議し、その旨を公表した。なお、意思決定の公正性及び中立性を保つ観点から、三洋とパナソニックとの交渉や、取締役会における協議・検討及び決議は、パナソニックの役員または従業員であった三洋の役員を除外して行われた。

(i) 本件公開買付け

平成 22 年 7 月 29 日、本件完全子会社化の一環として、三洋の株式につきパナソニックが公開買付け（以下「本件公開買付け」という。）を実施することを公表した。本件公開買付けの内容は、公開買付け期間を平成 22 年 8 月 23 日から同年 10 月 6 日までとし、公開買付け価格は普通株式 1 株につき 138 円（以下「本件買付価格」という。）であった。なお、本件公開買付け後の株式交換における交換比率決定に際しての三洋株式の評価は、本件買付価格と同一の価格（138 円）を基準にする予定である旨も「二段階買収に関する事項」として含んでいた。三洋は、同日、取締役会において、本件公開買付けについて賛同意見を表明するとともに、本件公開買付けへの応募の推奨を決議し、その旨を公表した。本件公開買付けの結果、パナソニックは議決権割合で三洋の 80.98%の株式を保有するに至った。

本件公開買付け公表前 1 か月間（平成 22 年 6 月 29 日～同年 7 月 28 日、公表日除く）の三洋株式の市場株価の終値の平均値は 114 円（1 円未満の端数切捨て。以下同じ。）であったが、以下のような過程を経て、本件買付価格 138 円が決定した。

本件公開買付けに先立ち三洋は、三洋及びパナソニックから独立した第三者算定機関であるアビーム M & A コンサルティング株式会社（以下「アビーム」という。）に、三洋株式の価値算定を依頼しており、同様に、パナソニックも第三者算定機関である野村証券株式会社（以下「野村証券」という。）に算定を依頼していた。

アビームによる価値算定結果は、市場株価法によると 114 円～ 140 円、類似会社比較法によると 78 円～ 110 円、DCF 法によると 100 円～ 163 円であり、本件買付価格 138 円は三洋の少数株主にとって財務的見地より妥当である旨の意見（フェアネス・オピニオン）を提出した。野村証券による価値算定結果は、市場株価法によると 112 円～ 138 円、類似会社比較法によると 46 円～ 85 円、DCF 法によると 113 円～ 233 円であり、本件買付価格 138 円がパナソニックにとって財務的見地から妥当である旨のフェアネス・オピニオンを提出した。その後、三洋とパナソニック

との間で複数回にわたる交渉が行われ、平成22年7月29日三洋の取締役会は、本件買付価格138円による本件公開買付けにつき賛同意見及び応募推奨を表明することを決議した。

(ii) 本件株式交換

平成22年12月21日、パナソニック及び三洋は、それぞれの取締役会において、本件株式交換を行うことを決議した上、効力発生日を平成23年4月1日（以下「本件効力発生日」という。）とし、三洋株式1株に対してパナソニック株式0.115株を割り当てること（以下「本件交換比率」という。）などを内容とする株式交換契約（以下「本件株式交換契約」という。）を締結し、同日、その旨を公表した。取締役会決議に至るまでには、以下のような事実があった。

本件株式交換に際し、三洋は、アビームに加え第三者算定機関である三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下「MUMSS」という。）にも交換比率の算定を依頼した。またパナソニックは、野村證券に対し交換比率の算定を依頼した。

アビームは、三洋の株式価値を138円とし、DCF法によるパナソニック株式の1株当たりの評価額を2175円～3590円とした上で、以下のような交換比率を算定した。すなわち、市場株価法によると0.115～0.120、類似会社比較法によると0.061～0.105、DCF法によると0.038～0.063であった。

MUMSSは、DCF法により三洋株式の価値を107円～151円、パナソニック株式の価値を2793円～3902円とした上で、以下のような交換比率を算定した。すなわち、市場株価分析①（平成22年12月17日を算定基準日とする）によると0.110～0.123、市場株価分析②（平成22年7月28日を算定基準日とする）によると0.095～0.115、類似企業比較分析によると0.032～0.071、類似取引比較分析によると0.103～0.136、DCF分析によると0.027～0.053であった。

野村證券は、三洋株式については市場株価法、類似会社比較法及びDCF法を用いて評価し、パナソニック株式については市場株価法を用いて評価した上で、以下のような交換比率を算定した。すなわち、市場株価法によると0.113～0.117、類似会社比較法によると0.033～0.089、DCF法によると0.093～0.191であった。

三洋は、三洋及びパナソニックから独立した学者、弁護士及び公認会計士の3名を構成委員とする独立委員会（以下「本件独立委員会」という。）を設置し、本件独立委員会は平成22年11月8日から同年12月20日までの間に計7回の会合を行い、様々なヒアリング⁽²⁾を行った上で、①本件交換比率等の決定プロセスの公正性が確保されていると認められる、②本件株式交換が公正な手続きを通じて、三洋の少数株主の利益に配慮していると認められる、との結論に至った。

その後、三洋とパナソニックの間で複数回にわたる交渉が行われた。三洋は、三洋株式の価値については、本件公開買付けの際に「二段階買収に関する事項」として公表されたとおり本件買付価格と同一の価格（138円）とし、パナソニック株式の株式価値については、その市場株価に

二段階買取における、株式交換完全子会社株式の株式買取請求に係る「公正な価格」

基づいて把握した上で、このようにして把握した双方の株式価値を対比して交換比率を定めることが三洋の少数株主にとって有利であるとの立場で交渉に臨んだ。他方パナソニックは、三洋が平成 22 年 12 月 9 日付けで 300 億円の損失を計上する旨⁽³⁾の業績予想の修正を発表したことを踏まえ、本件株式交換における交換比率算定に際して把握すべき三洋株式の株式価値を、138 円から引き下げるべきであると主張した。交渉の結果、最終的には、三洋株式の株式価値を 138 円、パナソニック株式の株式価値を 1201 円⁽⁴⁾と把握し、本件株式交換における交換比率を 0.115⁽⁵⁾（本件交換比率）とすることで妥結した。

平成 23 年 3 月 4 日、三洋は臨時株主総会（以下「本件株主総会」）を開催し、本件株式交換契約の承認議案が、出席株主の有する議決権数の約 97.5%の賛成により承認可決された。

なお、三洋株式は本件公開買付け公表後から平成 23 年 3 月 11 日の東日本大震災が発生するまで 138 円から 120 円の間で推移しており、本件公開買付け公表前 1 か月間の終値の平均値である 114 円を下回ることにはなかった。

平成 23 年 4 月 1 日、本件株式交換は、その効力が発生した。

3. 買取価格に係る争い

平成 22 年 12 月 30 日から平成 23 年 1 月 11 日までの間に三洋株式 1281 万 6000 万株（以下「本件対象株式」という。）を取得した（1 株当たり平均 132 円 28 銭、総額 16 億 9533 万 5283 円）Y は三洋に対し、平成 23 年 3 月 25 日付け書面にて本件対象株式の買取を請求し、同書面は同月 28 日（以下「本件買取請求日」という。）に三洋に到達した（以下「本件買取請求」という。）。

本件買取請求における本件対象株式の価格について本件効力発生日から 30 日以内に三洋と Y との間の協議が調わなかったため、三洋及び Y は、それぞれ平成 23 年 5 月 25 日に本件対象株式の買取価格の決定を申し立てた。なお、本件買取請求日前 1 か月間（平成 23 年 2 月 28 日～同年 3 月 28 日）の三洋株式の市場株価の終値の平均値は、117 円であった。

(1) Y の主張

Y は、本件対象株式の「公正な価格」は、①第一次的には 233 円（本件公開買付け時の第三者算定機関の DCF 法による評価額の上限值）、②第二次的には 161 円（Y の依頼による会計事務所の評価額）、③第三次的には 138 円（本件買付価格）とすべきであると主張した。①②の根拠として、Y は以下のように主張した。すなわち、本件交換比率の公表後の三洋株式の市場株価は三洋株式の客観

的価値を反映しておらず、本件対象株式の公正な価格の算定は市場株価によるべきではなく、三洋が創出することが見込まれる将来のフリー・キャッシュ・フローを基礎としたDCF法によるのが相当である。そして、市場株価が客観的価値を反映していないとする理由として、株式交換により完全子会社化が行われると、完全子会社の利益はすべて完全親会社に帰属することとなり、当該完全子会社は完全親会社の傘下企業として評価される。したがって、その市場株価は完全親会社株式の株式価値を当該交換比率を通して反映するにすぎないものとなり、当該交換比率について、三洋は、三洋の少数株主に有利な内容である野村証券の算定結果に基づく真摯な交渉をパナソニックとの間で行わず、本件交換比率は三洋の少数株主にとって不利な比率であり、そのような不利な比率に引っ張られた市場株価は、客観的価値を反映していないとした。その上で、買収者であるパナソニックから依頼を受けた野村証券の評価額は、買収者側という点から保守的なものであり、その評価額の上限值である233円を第一次的主張とした。また、第二次的主張額161円の根拠として、以下のことを主張した。すなわち、三洋から依頼を受けたMUMSSのDCF法による価値算定によると、三洋株式の評価額は1株あたり107円から151円であるが、この価値算定にはパナソニックが平成22年10月29日に公表した本件完全子会社化によるシナジー総額600億円が加味されおらず、この実現可能性を100%、三洋への帰属割合を3分の1としてMUMSSの評価額を修正すると、1株当たり133円から189円となり、その中間値である161円が相当であるとした。

③の根拠として、Yは以下のように主張した。すなわち、二段階買収による組織再編(株式交換)において、公開買付価格と株式交換における交換比率算定の際の完全子会社株式の基準価格とが同一とされている場合、当該価格は株式交換の効力発生時において当該株式交換から生ずるシナジーを織り込んだものと推認されるため、株式交換に反対する株主に補償されるべき公正な価格は、公開買付価格を下回らない。よって、本件対象株式の公正な価格としては、少なくとも本件買付価格138円を採用すべきであるとした。

(2) 三洋の主張

三洋は、本件対象株式の「公正な価格」は、本件買取請求日の三洋株式の市場株価の終値である116円とすべきと主張した。その根拠としては、本件対象株式の「公正な価格」は本件株式交換によるシナジーを織り込んだ価格であり、その算定基準日は本件買取請求日であるとした上で、三洋の市場株価には本件株式交換によるシナジーをも織り込んだ客観的価値が示されており、本件買取請求日における三洋の市場株価の終値が116円であることから、同額を本件対象株式の「公正な価格」であると主張した。

また、Yの主張する交換比率が不適正であるという点については、三洋およびパナソニックか

二段階買取における、株式交換完全子会社株式の株式買取請求に係る「公正な価格」

ら独立した複数の第三者算定機関の算定結果に照らし、適正であることが明らかであるとした。

さらに、本件対象株式の「公正な価格」は本件買付価格 138 円を下回らないとする Y の主張に対しては、強圧性の問題への配慮から公開買付価格をもって株式買取請求における買取価格の下限とする見解に立つとしても、Y はそのような保護に値する株主ではないと主張した。すなわち、Y が取得した時期から鑑みると、Y は本件対象株式を本件買付価格以上の価格で買い取らせることを目的として取得しており、このような機会主義的な投機行動の一環として本件買取請求をしている相手方を保護する必要がないことは明らかであるとした。

4. 決定要旨

(1) 会社法 785 条の「公正な価格」の意義

本決定は、「株式交換の場合の会社法 785 条 1 項所定の『公正な価格』は、株式交換によりシナジーその他の企業価値が増加する場合には、株式交換を承認する株主総会の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（以下『ナカリセバ価格』という。）に当該企業価値の増加の公正な分配が反映された価格（以下『シナジー分配価格』という。）を算定し、これをもって定めるのが相当である。」とした。そして、その算定基準日については、「反対株主と完全子会社との間には、反対株主が株式買取請求をすれば、完全子会社の承諾を要することなく、法律上当然に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じ、完全子会社には、その株式を『公正な価格』で買い取るべき義務が生ずる。その反面、反対株主は、完全子会社の承諾を得なければ、その株式買取請求を撤回することができないことになる（会社法 785 条 6 項）。このことからすれば、『公正な価格』は、売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずる時点であり、かつ、株主が会社から退出する意思を明示した時点である株式買取請求がされた日を基準日として定めるのが相当である」とした。

(2) シナジー分配価格の算定

シナジー分配価格算定の前提としてのナカリセバ価格の算定にあたっては、「本件公開買付け及びその後の本件株式交換が公表（平成 22 年 7 月 29 日）された後の市場株価は、通常、本件公開買付け及び本件株式交換がされることを織り込んだ上で形成されているとみられる」とした上で、「本件公開買付け公表前 1 か月間（平成 22 年 6 月 29 日～同年 7 月 28 日）の市場株価の終値の平均値を参照し、114 円とするのが相当である」とした⁽⁶⁾。

そして、本件買付価格138円は、ナカリセバ価格114円と比較し約21.1%のプレミアムが付加されたものであるが、本件買付価格が公表された時点では本件交換比率が明らかでなかったことから、「プレミアム部分が本件株式交換によって増加する企業価値の公正な分配分であると直ちにみることは相当でない」として、以下のように検討した。すなわち、「株式交換における企業価値の増加分は交換比率を通して完全親会社と完全子会社とに分配される。また、交換比率は、算定時点（交換比率公表時点）における完全親会社と完全子会社の企業価値（株式価値）を対比して決められるべきものである。したがって、本件株式交換によって三洋に分配される企業価値の増加分が具体化したのは、本件交換比率の公表日（平成22年12月21日）であるということができる。そして、三洋の株主は、本件交換比率が明らかになることによって、パナソニックの株式価値とともに、本件効力発生日に把握する三洋の株式価値を具体的に予測することが可能となる。これによって、それ以降、三洋株式の市場株価には、本件交換比率を前提とした三洋の企業価値が反映されるようになる。したがって、本件交換比率が三洋とパナソニックの企業価値（株式価値）の対比において定められた公正な比率であるならば、本件交換比率公表後の三洋株式の市場株価には、その価格形成を歪めるような事情がない限り、本件交換比率や完全親会社であるパナソニックの市場株価の動向等を基礎として、本件株式交換によって増加した企業価値の公正な分配分を含む三洋の企業価値が反映されているとみることができる。」とした。

そのうえで、本件交換比率が公正な比率であるかについて検討し、第三者算定機関が算定した各評価レンジと本件交換比率を比較すると、評価レンジの範囲内の比率もしくは評価レンジの範囲を上回る三洋側に有利な比率であることを認定し、「…少なくとも三洋の少数株主にとっては不利なものではなかったとみることができ…」、「…本件交換比率0.115は、三洋とパナソニックの客観的な企業価値（株式価値）に応じて定められた適正な交換比率であったと考えられる。」と結論づけた。また、本件株式交換が親子会社間で行われたことから、「…子会社である三洋の経営陣が自社（三洋）の少数株主の利益よりも、親会社であるパナソニックの利益を優先するという利益相反の問題が懸念される。」としたが、第三者算定機関への算定依頼や本件独立委員会への諮問等についての詳細な事実認定の上で、「…三洋は、本件株式交換に際し、利益相反を回避し、本件株式交換の公正性を担保するための相応の措置を講じていたということが出来る。他方、本件株式交換に至る一連の手續において、三洋の経営陣が、自社（三洋）の少数株主の利益よりも、親会社であるパナソニックの利益を優先して行動したとか、殊更に公正さに欠ける措置をとったといった事情は見出せない。」とした上で、「…本件交換比率0.115は、三洋とパナソニックの企業価値（株式価値）の対比において定められた公正な比率であると認めるのが相当である。」とした。

二段階買取における、株式交換完全子会社株式の株式買取請求に係る「公正な価格」

(3) 二段階買取による株式交換における公開買付価格と株式交換完全子会社の反対株主による株式買取請求に係る「公正な価格」

Yの主張、二段階買取による組織再編（株式交換）について、公正な価格は公開買付価格を下回らないというものに対して本決定は、「…株式交換の場合の会社法785条1項の『公正な価格』は、前記のとおり、株式交換によりシナジーその他の企業価値が増加する場合には、買取請求日におけるシナジー分配価格（ナカリセバ価格に企業価値の増加の公正な分配が反映された価格）であり、実体的な概念である。したがって、二段階買取による株式交換について、シナジー分配価格が公開買付価格と異なる場合には、それが公開買付価格を上回っても下回っても、いずれにせよ当該シナジー分配価格をもって公正な価格とすべきものである（公正な価格が公開買付価格を上下すること自体、格別不合理なことではない）。二段階買取における株式公開買付けと組織再編（株式交換）は、完全子会社化等を目的とする一連の手続であるが、株式公開買付けと組織再編（株式交換）に反対する株主の株式買取請求との間に制度的な関連性は存在しない。株式公開買付けの強圧性の問題は、株式公開買付けに対する法規制によって対処すべきものであり、『公正な価格』の決定に当たって斟酌しなければならない事柄ではないというべきである。また、二段階買取における公開買付価格には、通常、第2段階の取引によって見込まれるシナジーが考慮されているから、その価格には算定時点において見込まれるシナジーが織り込まれている。したがって、本件買付価格は、本件公開買付け公表時点（平成22年7月29日）において見込まれるシナジーを反映した価格であったといえることができる。もっとも、本件対象株式のシナジー分配価格は、前記のとおり、本件買取請求日を基準日とすべきである。本件公開買付け公表日と本件買取請求日（平成23年3月28日）との間には、約8か月という相当な時間的間隔が存在するのであるから、その算定に当たっては、本件公開買付けの公表以降の市場株価の動向その他の諸般の事情を斟酌すべきである。また、本件公開買付けの公表日には明らかでなかった本件交換比率が平成22年12月21日に公表され、本件株式交換の内容が具体化することにより、本件株式交換によって増加する三洋の企業価値が具体的に把握可能なものになった。そうすると、約8か月という時の経過や情報開示により、三洋の企業価値や将来の株式交換による企業価値の増加の見込みに変動が生じるのは当然である。その結果、株式公開買付け後に株式交換が実施された場合の『公正な価格』が、公開買付価格を下回ったり上回ったりすることがあるとしても、それは当然に予定されるところである（このように解したとしても、組織再編行為により会社の基礎に変更が生じる場合において、その変更に対抗する株主に投下資本を回収して経済的救済を与えるという株式買取請求制度の趣旨に反するものではない）。したがって、本件買付価格をもって、直ちに本件買取請求日における本件対象株式のシナジー分配価格であると推認することはできない。」とした。

5. 本決定の意義と評価

本決定以前に下された参考となる著名な裁判例としては、「楽天対 TBS 事件最決」^{〔7〕}（①決定）及び「インテリジェンス事件最決」^{〔8〕}（②決定）、「テクモ事件最決」^{〔9〕}（③決定）、「日興コーディアルグループ事件」^{〔10〕}（④決定）、「カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件」^{〔11〕}（⑤決定）等がある。

とくに、「日興コーディアルグループ事件」^{〔4〕}決定は、公開買付の後の株式交換による二段階買収である点（かつ、両者に時間的隔たりがあり、さらに日本市場全体としての市場株価の下落が生じた）及び公開買付価格＝株式交換時の完全子会社の基準価格である点が本決定と共通しており、また、株式買取請求における公正な価格がシナジーを含む価格であることを公判裁判例として初めて認め、かつ、MBO 以外の二段階買収に係る株式の買取価格の決定に係る判断枠組みを示した点で、本決定の意義を考える上で参考になるため、以下、比較する。

本決定は、株式交換によりシナジーその他の企業価値が増加する場合における「公正な価格」と、株式交換比率の公正性および市場株価との関連について、以下のような考えをとっている。すなわち、株式交換によりシナジーその他の企業価値が増加する場合における企業価値増加分は、交換比率を通して完全親会社と完全子会社に分配される。そしてその交換比率が、算定時点における完全親会社と完全子会社の企業価値を対比して定められた公正な比率であれば、市場株価にその価格形成を歪めるような事情がない限り、株式交換比率公表後の市場株価は、株式交換によって増加した企業価値の公正な分配分が反映されているとみることができ、「公正な価格」の算定基準となりえるとしている。同様の考え方として「テクモ事件最決」^{〔3〕}決定がある。

さらに本決定は、二段階買収における株式公開買付けと組織再編（株式交換）との関係について、一連の手続ではあるが、株式公開買付けと組織再編（株式交換）に反対する株主の株式買取請求との間に制度的な関連性は存在しないとして、公開買付け価格は株式買取請求権に係る「公正な価格」の決定に当たって斟酌しなければならない事柄ではないとした。また、二段階買収における強圧性の問題は、公開買付けの法規制で対処すべき問題であるとしている。

この点につき、「日興コーディアルグループ事件」^{〔4〕}決定は、「…公開買付価格と…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が同じ価格とされている場合には、当該価格は、その効力発生時において当該株式交換から生ずる相乗効果（シナジー）を織り込んだものとして設定されたものと推認するのが相当である。…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、原則として、当該公開買付価格及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」とし、また、「…、本件公開買付け実施と本件株式交換発表との間は5か月

二段階買収における、株式交換完全子会社株式の株式買取請求に係る「公正な価格」

あるものの、…本件公開買付け及び本件株式交換はいわば一連のものとして見ることができ、…」としている。また、株式買取価格が公開買付価格より低い価格とされることになると、強圧性の問題が生じることになり相当でないとした。

本決定と「日興コーディアルグループ事件」の差異として、第一に、強圧性の問題の扱いについて、大きく差がある。この強圧性の問題の扱いには、学説上も争いがある。

第二に、「日興コーディアルグループ事件」は、「公正な価格 \geq 公開買付価格」という立場であるのに対し、本決定は、公正な価格の算定基準は市場株価であり、公開買付価格は関連性がないとしている。両決定とも、公開買付価格が二段階目の株式交換により発生するシナジーを織り込み済みであるとする点は共通している。しかし、それに続く理論構成及び結論には大きな差がある。

二段階買収において第一段階目で公開買付けがなされた場合に、市場株価は買取価格決定の基礎となりえないとの立場からは、一種の便法として公開買付価格が株式の客観的価値の参照指標とされていたが、どのような場合にそれが認められるかという問題があった。「日興コーディアルグループ事件」では、公開買付価格が適正なシナジー分配価格であると推認されるとすると、株式市場全体の株価下落があっても公正な価格は公開買付価格を下回ることはないとしている。また、公開買付けと株式交換の間の5か月という時間的経過については、一連の取引であることを重要視しており、時間的経過による市場株価の値下がりには考慮していない。

他方、本決定は、買取価格を決定する上で「買取請求日」を基準日とすることを重要視している。また、8か月という時間的隔たりの面からも、市場株価その他の諸般の事情を考慮すべきとする¹²⁹。そして、市場株価を基準とすることの理論的根拠として、公正な交換比率であれば、その発表後の市場株価には、シナジー分配分を含む当時会社の企業価値が反映されていると述べている。

上記のように、両決定には、理論的差異があるが、両決定の結論に至る理論構成に影響を及ぼしたであろう事実関係に差異があることも、看過できない。

第一に、反対株主の性質に差がある。既述のように、本決定における買取請求を行った反対株主は、本件公開買付期間終了後かつ株式交換の具体的内容が発表された後に、約10日間で大量の株式を入手した株主であったのに対し、「日興コーディアルグループ事件」における買取請求を行った反対株主は、そういった事情がなかった。「日興コーディアルグループ事件」においても、「…本件株式交換…を知ってことさらに本件株式を買い集めたものであるなどの事情が認められない本件においては、…基本契約の締結および発表日…以降の日興証券株式会社株式の価格下落リスクを負わせることは相当でない。」としており、本決定のような事情がある場合には、結論が異なる可能性を示唆している。

第二に、我が国全体の市場株価の低下の理由に差がある。「日興コーディアルグループ事件」

の事案における株価下落の理由は、サブプライム問題に起因する株価下落であり、全世界的に市場が低迷した時期であり、企業価値の下落を反映するものではないという理解⁴³があり、そのため、市場株価は参考とされえなかった可能性もある。他方、本決定の事案における株価下落の理由は、東日本大震災後の株価下落である。東日本大震災後の株価下落と企業価値の関係については、本決定と同じ大阪地裁において本決定より約2か月前に下された決定⁴⁴において、以下のよう
に述べられており、本決定も同様の見解に立つと思われる⁴⁵。すなわち、「…企業価値は、東日本大震災の発生により、少なからぬ影響を受け、そのために市場株価が下落したとみることができる。すなわち、平成23年3月11日以降の…市場株価の下落は、その企業価値の低下が反映されものであり、…」としている。つまり、サブプライムによる株価下落はあくまで全世界的な市場低迷期の影響を受けたものであり企業価値の下落ではないが、他方、東日本大震災後の株価下落は企業価値の下落であるとの理解が存在するのである。なお、「日興コーディアルグループ事件」については、株式交換効力発生日の6日前に上場廃止となっていたという特殊な状況も存在した。以上のような事実関係の差異が、本決定と「日興コーディアルグループ事件」の結論の違いに影響があるとみることでもできよう。

平成20年以降、本決定以前の組織再編行為に係る反対株主の株式買取請求における価格決定が争われた事案において、その多くにおいては企業価値の変動について毀損はないもしくは増加も毀損もない事案が多く、企業価値が増加した例は少ない。その少ない事例において、価格決定の基準日を組織再編行為の効力発生日とするものが主流であった。だが近年、とくに平成23年以降には、基準日を買取請求日とする最高裁判所決定⁴⁶が続いている。本決定もこの流れに沿ったものといえよう。しかし、それらの最高裁決定においては、組織再編行為における株式交換や株式移転の比率が公正であったならば「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」が「公正な価格」としてしなから、その具体的算定方法については触れていない。これに対し、「カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件」(⑤決定)においては、「公正な価格」は「ナカリセバ価格」に「組織再編による企業価値の適正な増加分」を加えて得たものであるという基準が示された。しかし、「ナカリセバ価格」については、公表前の市場価格という算定基準が明らかである一方で、「組織再編による企業価値の適正な増加分」の具体的な算定基準は明らかではない。この点につき、「適正な企業価値増加分」を求めるためには、当該組織再編の効果だけを抽出し、当該組織再編によってどれだけ企業価値が増加したかを定量的に算出しなければならないが、企業価値の増減が多様な要因によって生じる以上、そのような算出が容易に行えるとは到底考えられないという見解があり、事案への当てはめにおいてはこの「適正な企業価値増加分」の算定はまったく行っておらず、裁判規範としてはおよそ機能しないのではないかと批判がされている⁴⁷。また、「ナカリセバ価格」にしても、公表前という

二段階買収における、株式交換完全子会社株式の株式買取請求に係る「公正な価格」

算定基準はあるものの、東日本大震災やサブプライムに端を発する全体的な株価下落、アベノミクスによる全体的な株価上昇といった、当該企業固有の事情に基かないものに影響を受けて市場価格は成立するものであり、厳密な「ナカリセバ価格」の算定も困難といえよう。このように考えていくと、「ナカリセバ価格」に「適正な企業価値増加分」を加えたものが「公正な価格」であるとする判示では、実質的には意味を持たないとも考えられる。本決定においては、既述のような論理展開をした上で、市場価格が、企業価値の公正な分配分を含む三洋の企業価値を反映しており、基準価格となり得るとしている。「カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件」決定が、結論として、株式交換比率が公正であり、かつ、市場株価が企業価値を反映していないとみるべき特段の事情がない以上、株式交換比率が公表された以降に形成された市場株価は「本件株式交換の具体的内容を織り込んで形成されたシナジー分配価格であったと認めるのが相当である」としたのに対し、本決定は、シナジー分配価格のみについては考えず、市場価格は諸般の事情および「公正な分配分を含む」として、市場価格を基準価格とする正当性を導きだしている。「カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件」決定に比較し、より現実的である。しかしながら、まだ迂遠の感は否めない。今後の裁判動向が注目される。

注

- (1) 大阪地裁平 23(ヒ)第 64 号、平 23(ヒ)第 65 号、平 24.4.27 第 4 民事部決定、一部認容・即時抗告
- (2) 三洋の担当者から、パナソニックとの間の協議の状況について逐次報告を受けるとともに、デュー・ディリジェンスを行ったアドバイザーや、交換比率の算定を行ったアビーム及び MUMSS からヒアリングを行った。
- (3) 半導体関連事業における譲渡関連損失等を理由とした
- (4) 平成 22 年 12 月 17 日から遡ること 1 か月間のパナソニック株式の市場株価の終値の平均値
- (5) $138 \text{ 円} \div 1201 \text{ 円} = 0.115$ (小数点第 4 位を四捨五入)
- (6) 同旨の決定として、大阪地裁平 23(ヒ)第 53 号、同第 71 号、平 24.2.10 決定
- (7) 最三小決平 23.4.19 民集 65 卷 3 号 1311 頁、判タ 1352 号 140 頁
- (8) 最三小決平 23.4.26 判タ 1352 号 135 頁
- (9) 最二小決平 24.2.29 民集 66 卷 3 号 1784 頁、判タ 1370 号 108 頁
- (10) 東京地決平 21.3.31 判タ 1296 号 118 頁
- (11) 大阪地決平 24.4.13 金判 1391 号 52 頁
- (12) 上掲注(6)決定に於ても、同様の立場をとっている
- (13) 大阪地決平 24.2.10 (平成 23 年(ヒ)第 53 号、同第 71 号)
- (14) その他の部分においても、本決定はこの決定に、従っている部分が多い。
- (15) 上掲注(7)楽天対 TBS 事件最決、上掲注(9)テクモ事件最決等

- (16) 弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定〔上〕」商事1967号(2012)6頁

参考文献

藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼＝藤田編・江頭先生還暦・上

神田秀樹「組織再編」ジュリスト1295号(2005年)130頁

江頭憲治郎「上場会社における株式買取請求の『公正な価格』」金融商事1353号(2010年)5頁