

主 文

本件抗告を棄却する。

抗告費用は抗告人の負担とする。

理 由

1 本件は、相手方を吸収分割株式会社，Aを吸収分割承継株式会社とする吸収分割に反対した相手方の株主である抗告人が、相手方に対し、抗告人の有する株式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いため、抗告人及び相手方が、会社法786条2項に基づき、それぞれ価格の決定の申立てをした事案である。

2 抗告代理人国谷史朗ほかの抗告理由第3の2について

所論の点に関する原審の事実認定は、原決定挙示の証拠関係等に照らして首肯するに足り、原決定に所論の違法はない。論旨は、事実の認定を非難するものにすぎず、採用することができない。

3 抗告代理人国谷史朗ほかのその余の抗告理由について

(1) 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 相手方は、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株式会社であるところ、平成20年12月16日に開催された株主総会において、吸収分割の方法により、相手方がテレビ放送事業及び映像・文化事業に関して有する権利義務を完全子会社であるAに承継させ、Aから相手方に対してその対価を何ら交付しないことなどを内容とする吸収分割契約を承認する旨の決議（以下「本件決議」といい、本件決議に係る吸収分割を「本件吸収分割」という。）がされた。本件吸収分割は、同年4月1日に施行された認定放送持株会社制度の導入を内容とする放

送法等の一部を改正する法律（平成19年法律第136号）に基づき、相手方を認定放送持株会社に移行させるために行われたものであった。

イ 原告人は、合計3777万0700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。）。

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円であった。

ウ 本件吸収分割により相手方の事業がA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。

(2) 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のと認められないから，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。

(3) 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。

(4)ア 吸収合併，吸収分割又は株式交換（以下「吸収合併等」という。）が行われる場合，会社法785条2項所定の株主（以下「反対株主」という。）は，吸収合併消滅株式会社，吸収分割株式会社又は株式交換完全子会社（以下「消滅株式会社等」という。）に対し，自己の有する株式を「公正な価格」で買い取るよう請求することができる（同条1項）。このように反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は，吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面，それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに，退出を選択した株主には，吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確認し，さらに，吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には，上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより，上記株主の利益を一定の範囲

で保障することにある。以上のことからすると、裁判所による買取価格の決定は、客観的に定まっている過去のある一定時点の株価を確認するものではなく、裁判所において、上記の趣旨に従い、「公正な価格」を形成するものであり、また、会社法が価格決定の基準について格別の規定を置いていないことからすると、その決定は、裁判所の合理的な裁量に委ねられているものと解される（最高裁昭和47年（ク）第5号同48年3月1日第一小法廷決定・民集27巻2号161頁参照）。

イ 上記の趣旨に照らせば、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合には、増加した企業価値の適切な分配を考慮する余地はないから、吸収合併契約等を承認する旨の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。）を算定し、これをもって「公正な価格」を定めるべきである。そして、消滅株式会社等の反対株主が株式買取請求をすれば、消滅株式会社等の承諾を要することなく、法律上当然に反対株主と消滅株式会社等との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じ、消滅株式会社等には、その株式を「公正な価格」で買い取るべき義務が生ずる反面（前掲最高裁昭和48年3月1日第一小法廷決定参照）、反対株主は、消滅株式会社等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）ことからすれば、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、「公正な価格」を定めるのが合理的である。仮に、反対株主が株式買取請求をした日より後の日を基準として「公正な価格」を定めるものとする、反対株主は、自らの意思で株式買取請求を撤回することができないにもかかわらず、株式買取請求後に生ずる市場の一般的な価格変動要因による

市場株価への影響等当該吸収合併等以外の要因による株価の変動によるリスクを負担することになり、相当ではないし、また、上記決議がされた日を基準として「公正な価格」を定めるものとする、反対株主による株式買取請求は、吸収合併等の効力を生ずる日の20日前の日からその前日までの間にしなければならないこととされているため（会社法785条5項）、上記決議の日から株式買取請求がされるまでに相当の期間が生じ得るにもかかわらず、上記決議の日以降に生じた当該吸収合併等以外の要因による株価の変動によるリスクを反対株主は一切負担しないことになり、相当ではない。

そうすると、会社法782条1項所定の吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合に、同項所定の消滅株式会社等の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該株式買取請求がされた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。

ウ 会社法が「公正な価格」の決定を裁判所の合理的な裁量に委ねていることは前記のとおりであるところ、株式が上場されている場合、一般に、市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されているということが出来るから、上場されている株式について、反対株主が株式買取請求をした日のナカリセバ価格を算定するに当たっては、それが企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情があれば格別、そうでなければ、その算定における基礎資料として市場株価を用いることには、合理性が認められる。

そして、反対株主が株式買取請求をした日における市場株価は、通常、吸収合併等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ことからすれば、同日

における市場株価を直ちに同日のナカリセバ価格とみることは相当ではなく、上記ナカリセバ価格を算定するに当たり、吸収合併等による影響を排除するために、吸収合併等を行う旨の公表等がされる前の市場株価（以下「参照株価」という。）を参照してこれを算定することや、その際、上記公表がされた日の前日等の特定の時点の市場株価を参照するのか、それとも一定期間の市場株価の平均値を参照するのか等については、当該事案における消滅株式会社等や株式買取請求をした株主に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量に委ねられているものというべきである。また、上記公表等がされた後株式買取請求がされた日までの間に当該吸収合併等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についても、同様である。

もっとも、吸収合併等により企業価値が増加も毀損もしないため、当該吸収合併等が消滅株式会社等の株式の価値に変動をもたらすものではなかったときは、その市場株価は当該吸収合併等による影響を受けるものではなかったとみることができ
るから、株式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参照すべき市場株価として、同日における市場株価やこれに近接する一定期間の市場株価の平均値を用いることも、当該事案に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるものというべきである。

エ 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A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えることができる。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。

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。

よって、裁判官全員一致の意見で、主文のとおり決定する。なお、裁判官田原睦夫の補足意見、裁判官那須弘平の意見がある。

裁判官田原睦夫の補足意見は、次のとおりである。

会社法785条1項に基づいて株式買取請求権が行使された上で、同法786条2項に基づいて価格の決定の申立てがなされた場合に、裁判所はどの時点を価格決定の基準として「公正な価格」を算定すべきかについて諸説が主張されている中で、多数意見は、裁判所は、株式買取請求がされた日を基準日として「公正な価格」を算定すべきものとした。

私は、多数意見に賛成するものであるが、その賛成する理由につき、以下に付言する。

1 商法（平成17年法律第87号による改正前のもの。以下同じ。）の規定
株主総会の決議によって株式会社の組織再編行為がなされる場合に、反対株主は会社に対し、その有する株式を「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」をもって買い取るよう請求することができるとされていた（商法374条ノ3第1項、374条ノ31第3項、408条ノ3第1項等）。

その場合の価格算定の基準日につき、学説の多数説及び下級審裁判例は、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ」公正な価格を算定するものである以上、当該決議のなされた株主総会の日を基準として算定すべきものとしていた。

2 会社法の規定

株式会社の組織再編に伴いシナジーが発生する場合に、学説上、株式買取請求権を行使する反対株主においても、他の株主との均衡上そのシナジーの分配を受けることができてしかるべきであり「公正ナル価格」は、シナジーを考慮して定めるべきであるとの指摘等がされていた。

会社法の規定は、上記の状況をも踏まえて、組織再編に伴い株式買取請求権が行使される場合の「公正な価格」の算定に当たって、シナジーを算入することができることを明確にすべく、商法の上記規定をそのまま踏襲せず、単に「公正な価格」と定めたものであると一般に解されている。そして、多数の学説は、組織再編によるシナジーが全く存しない場合や、組織再編により企業価値が毀損される場合には、商法が明文で定めていた「決議ナカリセバ」価格の基準も排除されていないと解している。

3 「公正な価格」算定の基準日

(1) 基準日を定めることの意義

株式買取請求権が行使された場合、何時の時点を基準として、「公正な価格」を算定すべきかという、価格算定の基準日を定める必要がある。

この点について、価格算定の基準日は、シナジーが発生する場合と否とで別異に解しても差し支えないとか、買取価格は基本的には当事者の協議に委ねられているのであるから、基準日につき法律上の解釈として一定の期日と定めることの意義はない、あるいは、どの時点を基準日として選択するかは、裁判所の裁量の範囲の問題であるなどの見解が述べられることがある。

しかし、裁判所が、株式買取請求がなされた場合の「公正な価格」を定めるに当たっては、その算定の基準が当事者にとって予測可能であるとともに、その合理性、透明性が求められることからして、原則として一定の期日をもってその価格算定の基準日と解し、その法律上の解釈を統一することが不可欠であり、また、基準日の性質上、シナジーの有無にかかわらず、一定の期日であるべきである。

また、買取価格は、原則として会社と反対株主の協議で定めるものであるが、その価格は「公正な価格」でなければならない。仮に、協議で定められた価格が「公正な価格」でない場合には、取締役の善管注意義務が問われるところ、その協議で定められた価格が何れの時点を基準として定めるべきものであるかが明らかでなければ、その協議で定められた価格が、「公正な価格」か否かにつき判定することはできないこととなる。

(2) 基準日についての補足的な説明及び他の説の検討

基準日について、多数意見が採用した株式買取請求権行使時説について、那須裁

判官が意見を述べておられるところから、それを踏まえて多数意見の立場から以下に若干の補足をし、また、基準日については多数意見と異なる見解として、組織再編の承認決議時説、組織再編の効力発生時説（原々決定）、買取請求期間満了時説（原決定）等が主張されているところから、それらの諸説についても順次検討することとする。

ア 株式買取請求権行使時説についての補足

那須裁判官はその意見において、多数意見の採る株式買取請求権行使時説に対して批判されるので、多数意見に賛成する立場から、多数意見の見解を若干補足する。

株式買取請求権行使の効果について

反対株主が株式買取請求をした場合に、多数意見が「売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずる」とする点に関し、那須裁判官は、その場合、売買代金はいまだ定まっていないから、厳密な意味での売買契約が成立した場合と区別して考える必要があるとされる。

しかし、売買契約の成立には、目的物が特定され、その売買代金の決定方法が定まっていれば十分なのであり、例えば、取引相場のある商品について、売買代金は将来の一定の期日の終値であるとか、土地の売買に当たり、当年度の固定資産税の評価額が公表されていない時点で、売買代金は、公表された評価額に一定の割合を乗じた数額とするなどの定めがあれば、売買契約締結時に具体的な売買代金額が定まっていなくても、契約として成立することに疑問はない。

株式買取請求の場合、その売買代金は、「基準日」現在の「公正な価格」であり、その決定は基本的には当事者の協議に委ねられているが、協議が調わないとき

には裁判所が定めるものとされており、最終的な売買代金の決定方法が定められているのであるから、売買契約の成立の要件に欠けるところはない。そして、株式買取請求に係る株式の買取りは、組織再編の効力発生日等にその効力を生じ（会社法786条5項）、また会社は、反対株主との間で買取価格につき協議が調ったときは、効力発生日から60日以内にその支払をしなければならず（同条1項）、裁判所の価格決定によるときは、効力発生日の60日後の翌日から支払まで年6分の割合による利息を支払うこととされている（同条4項）のであって、代金の支払日等についても具体的に定められているのである。

以上の諸点よりすれば、反対株主による株式買取請求によって、多数意見の述べるとおり「売買契約が成立したのと同様の法律関係」が生じていると解することに何らの問題はないといえる。

買取請求権の行使と株価について

那須裁判官は、反対株主の買取請求後、株価は低落することもあれば反騰することもあるから、反対株主が株価の変動に伴う負担を負う（あるいは利益を得る）ことは、不公正ではないとされる。

本件では、組織再編によるシナジーが生じていない場合の「ナカリセバ価格」の算定が問題となっているから、一般的には株価が上昇する場面は想定し難いが、その点はさておき、株式買取請求をする株主は、通常、その請求時における株式の価格（株式の評価額）を前提として、買取請求をするものと解される。買取請求をする株主において、裁判所が何時の時点を基準にするかは不明であるが、最終的に裁判所が決めた価格で売却するとの意思をもってその請求をなすと解するのが、その株主の合理的意思であるとは到底解することはできない。

株式買取請求時を基準日とすると、株式買取請求をした株主は、株価下落のリスクを負わないとともに、株価上昇の利益を得ることもできなくなるが、株主が、ある時点でその時における公正な価格で売ると決定して売却の意思表示をした以上、その後の株価上昇の利益を得られないことは当然である。

イ 組織再編の承認決議時説について

前記のとおり、株式買取請求権が行使された場合の価格の算定に関しては、商法の「決議ナカリセバ価格」の基準も排除されていないと解されていることからすれば、会社法の下でも「基準日」は株主総会において、組織再編の承認が決議された日（以下「承認決議日」という。）であるとする考え方は、会社法の制定経緯からしても十分に成り立ち得る見解であると考えられる。

しかし、商法では反対株主の株式買取請求権は、承認決議日より20日以内（商法408条ノ3第2項等により準用される商法245条ノ3第1項）に行使しなければならなかったものが、会社法では、反対株主において株式買取請求権を行使するか否かについて熟慮期間を設けるべきであるとして、その行使期間は、組織再編の効力発生日の20日前の日から前日までとされた（会社法785条5項等）。その結果、商法の規定に比して、承認決議日から株式買取請求権を行使できるまでに相当の期間が設けられることになった（本件における株式買取請求権の行使期間は、承認決議後86日目から105日目までである。）。

それにもかかわらず、基準日を承認決議日と解すると、上場株式の場合、株主は、取り敢えず決議に反対した上で、株価が騰勢を示している場合には株式買取請求権を行使せずに市場で売り抜け、また、下落の傾向にある場合には、市場の下落した株価で売るのではなく、株式買取請求権を行使して承認決議日の価格での買取

りを選択することができることとなり、反対の議決権を行使しなかった株主との間の均衡を欠き、また、株主の投機的行動を誘発する危険があるとの批判がなされている。

会社法の下では、商法に比して承認決議日と株式買取請求権行使期間との間に相当に長い期間が設けられるに至ったことを考慮すると、「公正な価格」として「ナカリセバ価格」を算定すべき場合に、商法の下での多数説によらず、多数意見の採る見解の方が、理論上もより合理性が認められ、その結果も相当であると考えられる。

ウ 組織再編の効力発生時説について

組織再編の効力発生時説は、株式買取請求権が行使されても、会社が組織再編行為自体を中止したときは、株式買取請求はその効力を失う（会社法785条7項等）ことからして、株式買取請求が確定的に効力を生ずる組織再編の効力発生日を基準日とする考え方である。

しかし、株式買取請求における「公正な価格」の算定の基準日を何時と定めるかという価格算定の基準日の問題と、株式買取請求が確定的に効力を生じるか否かとは論理的に別異の問題である。また、株式買取請求権の行使期間は、組織再編の効力発生日の20日前の日からであるところ、株価が動揺している場合に、株式買取請求権を行使する者が、20日近く先の効力発生日の「公正な価格」でもって買い取られることを想定して、同請求権を行使するものであるとするのが株式買取請求権を行使する者の合理的な意思であると解することは困難である。

さらに、同説によるときは、株式買取請求権行使後は、会社の承諾がない限りその撤回が認められない（会社法785条6項等）にもかかわらず、株式買取請求権を行使した者が効力発生日までの株価（株式の評価額）下落のリスクを全面的に負

うこととなり、公平性を害する結果になるといわなければならない。

エ 株式買取請求期間満了時説について

多数の株主が株式買取請求権を行使した場合に、多数意見の採る株式買取請求権行使時説によると、株式買取請求権が行使された日ごとに、「公正な価格」をそれぞれ算定すべきこととなり、その算定作業の負担も大きいと認められるところから、株式買取請求期間満了時説は、実務上は魅力のある見解ではある。

しかし、同説によっても、株式買取請求権を行使できる初日と満了日の間は19日間あるところから、同説に対しては組織再編の効力発生時説に対する批判がほぼそのまま当てはまるのであり、また株式買取請求期間中に株価（株式の評価額）が大きく変動している場合のことを考えると、株式買取請求権行使の時期の如何にかかわらず、各株主の買取請求に係る価格を株式買取請求期間満了時でもって統一することは、かえって株式買取請求権を行使した株主間に不公平をもたらすのであって、賛成することはできない。

4 おわりに

以上述べたとおり、株式買取請求権が行使された場合の基準日を、多数意見のとおり同請求権行使時と解しても、その具体的な「公正な価格」は、多数意見にて指摘するとおり、その参照株価や補正を含め、裁判所の合理的な裁量権の行使によって定められるものである。

その裁量権の行使の合理性を担保するものは、個別の案件においては、当事者、殊に会社側からの幅広い資料の開示であり、また、一般的には事例の集積による比較検討である。

組織再編に係るか否かにかかわらず、株式買取請求権行使の事例が広く公開さ

れ、集積されることにより、その分析を通じて、理論面においても「公正な価格」の算定方法について、更に深化された論議がなされることを願うものである。

裁判官那須弘平の意見は、次のとおりである。

1 意見の要旨

(1) 私は、多数意見が抗告棄却の結論を採ることについて、これを支持する。また、理由のうち、平成21年3月31日（以下、単に「3月31日」という。）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を是認する点についても賛成する。しかし、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合における株式買取請求（以下「買取請求」という。）に係る株式の「公正な価格」の意味につき、「原則として、当該買取請求がされた日におけるナカリセバ価格をいう」旨説示する点については、その論拠とするところも含めて、見解を異にする。

(2) 本件においては、3月31日が効力発生日の20日前の日から始まる買取請求期間（会社法785条5項）の満了日であったところ、反対株主である抗告人は、たまたま、その満了日である3月31日に本件買取請求をした。原審は、このような事実関係の下で、3月31日を「基準日」として採用し、その理由として同日が「買取請求期間の満了日」であることを挙げた。これに対し、当審における多数意見は、基準日に関する原審のこの判断を是認せず、「買取請求の日」を基準日として採用すべき旨説示するものである。しかし、なぜ「買取請求期間の満了日」であってはいけないのか、なぜ「買取請求の日」でなくてはならないのかについて、多数意見の理由中で十分な説明がされているとはいえない。この点につき、さ

らに踏み込んだ検討が必要である、と私は考える。

(3) 上記基準日の問題は、本件に関する限り、結局は同じ日を「買取請求期間の満了日」というか、「買取請求日」というかの違いに帰するから、結論に差異を生じさせるものではない。しかし、多数意見が「買取請求期間の満了日」と「買取請求日」とを意識的に区別して、後者を基準日にすべき旨説示することによって、今後、これが「公正な価格」算定のための基準日に関する当審のリーディングケースとなり、他の事案に影響を及ぼす懸念を否定できない。そこで、上記基準日に関する多数意見について、見解の異なる点を率直に示して、今後の実務の参考に供したい。

2 「基準日」と「公正な価格」との関係

(1) 会社法785条1項は、吸収合併等において、反対株主がその保有する株式を会社に対し「公正な価格」で買い取ることを請求する権利を認めている。ここにいう「公正な価格」も株式の価格の一つにほかならず、特にこれが上場株式である場合には価格が時々刻々変動するのが一般的であるため、「公正な価格」を論ずるときは常にそれがどの時点の価格を指すのかを明確にしておく必要が生ずる。これは、時間の経過と共に価格が変動する性質を有する株式等の財産の評価に際して共通に要請されることがらであって、この種の財産に係る「公正な価格」の内容を正確に説明するために欠かすことのできない時間的要素とでもいうべきものである。この意味で「基準日」という概念を用いるときには、それが言葉の定義に関わる価値中立的なものであることから、何時の時点に定めるのが論理的に正しくて、何時なら誤りである等と評価することにはなじまないものであることが明らかである。

(2) 他方、上記基準日が、特定の事案における「公正な価格」を決定するために用いられる場合には、どの時点を経験日とすれば「公正な価格」を算定するために適切であり、どの時点を経験日とすれば不適切な結果となるか、目的対効果の関係で、優劣の差が生ずることになる。特に、本件のように、「ナカリセバ価格」が問題となる中での買取請求に係る株式の場合には、特定の時点を経験日と定めて市場株価を参照するだけで一義的に「公正な価格」を算定できるものではなく、他の資料（例えば、他の時期ないし一定期間の株価をも参照する等）による補正ないし調整の作業が必要となることが少なくない。このため、基準日をいつに設定するかによって、補正・調整に要する作業の難易、費やされる労力の多少等に差が生ずることとなり、これらを比較することによってどの時点を経験日とするのが適切でどの時点については不適切であるかの判断も可能となる。しかし、この場合であっても、基準日をどう設定するかは、なお適切・不適切の問題にとどまるのであって、いずれかの時点が基準日として一義的に正しく、他は誤りとするような絶対的な判断が可能なものとして理解されるべきものではない。基準日の問題が以上のような性質を有することを直視すれば、どの時点を経験日として選択するかは、裁判所が非訟事件手続によって「公正な価格」を決定するために与えられている裁量の範囲内の問題に属し、そこに裁量権の逸脱等の特段の事情が認められない限り、法令違反の事由とはならないと解するのが相当である。

3 基準日に関する原審判断の相当性と多数意見の問題点

(1) 本件において、原審は、「買取請求権行使時に接合した時期」を経験日とするのが相当であるとの立場に立ちつつ、以下の2点を挙げて、買取請求期間満了時を経験日とすべき旨判示している。

多数の反対株主が買取請求権を区々に行使した結果、個々の反対株主の買取請求権の行使時が異なる事態が想定されるが、裁判所に対して買取価格の決定が申し立てられる場面においては、公正な価格を評価する基準日は、反対株主の平等という観点から、同一の時点とされるべきこと。

公正な価格の基準日を買取請求権の行使時とした場合には、反対株主が株価の変動を見込んで買取請求の時期を選択する等の投機的行動が可能になるので、裁判所における「公正な価格」での買取価格の決定の場面においては、投機的行為の余地が制限される買取請求期間満了時を基準日とするのが相当であること。

上記原審の判断は、「買取請求権行使時に接着した時期」というやや広めの時間帯の中で、買取請求の時期が異なる株主間の平等の点にも目を配る等して、買取請求期間満了日である3月31日をもって基準日とし、その日の終値である1294円をもって「公正な価格」と決定した点で、相応の合理性を有するものとして評価すべきである、と私は考える。

(2) これに対し、当審の多数意見は、反対株主の買取請求に係る「公正な価格」につき、原則として「買取請求の日」におけるナカリセバ価格をいうとする見解を採った上で、その算定における基礎資料として「市場株価を用いること」には合理性が認められる旨判示する。この多数意見は、基準日についていわゆる買取請求権行使時説を採るものと解され、その根拠として、買取請求の日が「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、「株主が会社から退出する意思を明示した時点」でもあることを挙げている。

しかしながら、「売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずる」といっても、通常の売買契約の場合には、売買代金額についても当事者間に合意が成立して

いるのが一般的であるのに対し、買取請求の場合には買取請求権行使の段階では代金額も確定しておらず、売買契約に伴って生ずる買主の代金支払義務も具体的な金額及び支払期限ともに未確定で、これに対応する売主の株式引渡義務も引渡時期等を含め未確定な状況にとどまる。そのような法律関係が生じたということから、何故に買取請求の日を基準として、「公正な価格」を定めることが、「合理的」であるといえるのか、より詳しい説明が必要であると考え。買取請求の場合であっても、売買代金も含めた契約の内容は、当事者間で協議が調ったとき、あるいは裁判所で「公正な価格」が決定されたときに確定するのであるから、組織再編効力発生時ないしその前日である買取請求期間満了時を基準日に定めても、論理的整合性はなお維持されているはずである。

この点、多数意見は、買取請求の日が「株主が会社から退出する意思を明示した時点」であることを挙げ、反対株主が買取請求をした日より後の日を基準として「公正な価格」を定めるものとする、反対株主は、自らの意思で買取請求を撤回することができないにもかかわらず、買取請求後に生ずる市場の一般的な価格変動要因による市場株価への影響等当該吸収合併等以外の要因による株価の変動によるリスクを負担することになると指摘している。しかし、このリスクを反対株主が負担することが公正性を害することになるのかどうか、なお慎重な検討が必要のように思われる。

反対株主が退出の意思を明示した時点で、その後の株価が低落するか、反騰するかの確率は市場の性質上、ほぼ均衡がとれていると考えられる。反対株主も、自らの判断により、買取請求の時点でその後の組織再編効力発生時ないし買取請求期間満了時までに株価が下落する確率と反対に上昇する確率をかれこれ引き比べた上

で、買取請求をするか否かを決定することができる。その任意の選択により、買取請求を回避して株主として踏みとどまることも可能であるし、市場で売却してその代金を他の株式への投資に振り向けることもできる。そのいずれも選択せず、買取請求をするからには、それ以後の株価の変動であっても、例えば組織再編効力の発生時ないしその前日である買取請求期間満了時までの間の変動分を裁判所の裁量で取り込むことは必ずしも不公正とはいえないと考える。

(3) 反対株主が買取請求をする場合には、その当時の株価を念頭において、その値段以上で買い取られることを期待するのが普通であることから、買取価格決定に際しては、その期待に基づく利益を最低限保障すべきだというような説明をすることも可能かもしれない。しかし、買取請求をする株主の期待はあくまでも期待にすぎず、会社側が請求時の株価以下でなくては買取りに応じられないと考える場合（例えば、株価が異常に高騰しているが、いずれ正常な価格に戻るはずだと会社が考えている場合等）も当然あり得ることであり、だからこそ、買取請求があったときには双方が「協議」すべきものとされていると解すべきであろう。また、買取請求をした株主の見込みとは違って、買取請求権行使の後に株価が反騰することもあり得るが、この場合にも買取請求権行使時を基準としてその時点での株価による買取りをすることで買取請求をした株主が満足するか、という問題も残る。いずれにしても、当事者間の思惑に相違がある場合には、買取価格についての協議も不調となり、最終的には裁判所の判断に委ねられることになる。このようにして、買取請求から始まる手続は、「公正な価格」を指針にしつつも、現実には当事者が協議をして価格を決め、その協議が調わないときは裁判所が非訟事件手続の中で、裁量権を行使して形成的に価格を決定することによって決着する。その際、裁判所は、基

準日における市場株価に依拠するだけでなく、その他の事情をも考慮して、その裁量によって「公正な価格」を決定する。結局、反対株主が買取請求をする場合の期待に基づく利益も、裁判所が「公正な価格」と認める範囲内において保護されるものであり、このことは、買取請求をする反対株主が当初から現に認識し、あるいは少なくとも認識しておくべきことだといえるものと考えられる。

(4) 買取請求権行使の時にはいまだ未来事象に属していた事柄が時の経過とともに現実のものとなって、市場価格の中に織り込まれて新たな株価が形成されていく。裁判所もこれを判断要素の中に織り込むことによって、「公正な価格」に関するより客観性の高い判断が可能となるとも考えられる。この場合、市場で形成された株価が吸収合併等の組織再編による影響を受けて毀損されている場合には、裁判所の裁量により適宜この毀損分を上乗せして調整することも当然認められるべきであり、さらに市場価格が投機的な取引によってかく乱されている場合にはこれを排除する等の必要な補正を加えることも認められるはずである。裁判所の裁量による「公正な価格」の決定が、市場価格を基本にしつつ、これらの調整や補正措置を加えることを前提とするものであるとすれば、必ずしも買取請求権行使時説に限ることなく、基準日をさらに後ろにずらして、組織再編効力発生時ないし買取請求期間満了時を基準日とすることにも、それなりに合理性があると考えられるべきである（ただし、買取請求制度は組織再編手続の一環であるから、基準日を後ろにずらすにしても、組織再編の効力が発生して一連の手続が完結する時をもって限度とすべきであらう。）。

4 「公正な価格」の決定と裁判所の裁量権

(1) 私は買取請求権行使時をもって「公正な価格」判断の基準日とすることを

誤りだと断定するものではない。買取請求権行使時説には、前述のような問題点はあるものの、買取請求をする反対株主の保護に厚い点等、評価すべき点もある。むしろ、私が問題と考えるのは、多数意見が同説を採ることの反面として、他の考え方、例えば買取請求期間満了時説や組織再編効力発生時説による判断の可能性を排斥する趣旨を示した点である。会社法785条1項の定める「公正な価格」という文言から通常読み取れる意味に照らしても、あるいは旧商法において「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と定められていたものが、現行会社法では単に「公正な価格」と改められた点から見ても、そして、買取請求に係る株式の「公正な価格」の決定が、非訟事件手続により裁判所の裁量によって形成的に決定されることとされている点から見ても、「公正な価格」決定の基準日を何時にするかは裁判所の裁量に委ねられており、ただ基準日の採用につき裁量権逸脱等の違法が認められるときに限って、原審の判断を覆せば足りると解すべきである、と私は考える。

(2) 基準日について、複数の考え方が競合して主張されていることから、当審がいずれかを選択してこれを判例とすることで、混迷状態を脱却できるのだから、当審がそのいずれを是とするかを速やかに示すべきだという見解もあるかも知れない。しかし、会社法785条1項が定める「公正な価格」の決定については、通常権利義務の存否を争う訴訟とは異なり、基本的に地方裁判所及び高等裁判所の裁量に委ねられるべきものである。当審が今の時点で基準日を何時とすべきかについて積極的に介入することは、これらの裁判所において個別の事案ごとにあるべき「公正な価格」を探求し、その決定例の積み重ねの中で自ずから「公正な価格」の意味内容が明らかになっていくという道を閉ざすことに通じる。それは、会社法7

85条1項の理念に照らして、また最高裁と下級審との役割分担という観点からして、果たして望ましいことなのかどうか、疑問なしとしない。

(裁判長裁判官 田原睦夫 裁判官 那須弘平 裁判官 岡部喜代子 裁判官
大谷剛彦 裁判官 寺田逸郎)