

2009年2月4日 全10頁

反対株主の株式買取請求権

制度調査部
金本 悠希

M&A等が行なわれた場合に、一定の手続の下、公正な価格で買い取り

[要約]

- 反対株主の株式買取請求権とは、会社がM&A取引など一定の行為を行なった場合に、それに反対する株主が会社に対して、保有する株式を買い取ることを請求できる権利である。
- 株式買取請求権が行使できるのは一定の場合に限られ、会社が一定の定款変更、譲渡資産額が20%超の事業譲渡、合併、分割、株式交換、株式移転（M&A行為）を行なう場合等に認められる。
- 株式買取請求権を行使するためには一定の手続を行わなければならない。M&A行為の効力発生日の20日前から前日までの間に請求しなければならない。また、原則として、株主総会に先立って反対する旨を会社に通知し、株主総会で反対しなければならない。
- 株式買取請求権の行使による買取価格は「公正な価格」と定められているだけであり、具体的な算定方法は定められていない。一定期間内に、会社と株主が協議して決定される（協議が調わなければ裁判所が決定）。

<目次>

1. 反対株主の株式買取請求権とは何か
2. 反対株主の株式買取請求権はどのような場合に認められるのか
 - (1) 一定の定款変更
 - (2) 種類株主に損害を及ぼすおそれがある行為につき、定款で種類株主総会が不要とされた場合
 - (3) 事業譲渡等
 - (4) 吸収合併、吸収分割又は株式交換
 - (5) 新設合併、新設分割又は株式移転
3. 株式買取請求権を行使するには、どのような手続を行わなければならないのか
 - (1) 株式買取請求権の行使手続
 - (2) 吸収合併消滅会社の株式買取請求権の行使手続
4. 株式はいくらで買い取ってもらえるのか
 - (1) 「公正な価格」
 - (2) 株式買取価格を巡る判例の動向

1. 反対株主の株式買取請求権とは何か

- 反対株主の株式買取請求権とは、会社が M&A 取引など一定の行為を行なった場合に、それに反対する株主が会社に対して、保有する株式を買い取ることを請求できる権利である。
- 最近のケースでは、TBS（東京放送）が放送法の認定持株会社に移行する議案に反対した楽天が、株式買取請求権を取得したことが報じられている（2008年12月17日付日本経済新聞12面）。
- この株式買取請求権には株式の所有割合についての条件は定められておらず、株主であれば行使することができる（ただし、後述するように一定の手続を行わなければならない）。
- 株式買取請求権は、とくに会社が非上場の場合に、会社が行った M&A 行為等に株主が反対するときに、株主に Exit の機会（その会社から離脱する機会）を保障するものである。
- 一方、上場会社であれば、株主は会社の行為に反対する場合、当然市場で株式を売却することもできる。ただし、その場合、ザラバで大量に株式を売却すれば、自己の売り注文によって株価が下落し、売却価格が低くなる（マーケットインパクトが生じる）可能性がある。
- それに対して、株式買取請求権を行使する場合は、会社に対して買取を請求できるため、それ自体が売却価格を低くすることはないというメリットがある。

2. 反対株主の株式買取請求権はどのような場合に認められるのか

- 反対株主の株式買取請求権が認められる場合は会社法で限定されており、M&A 取引などが該当する。具体的には、以下の場合が規定されている。

- ①一定の定款変更
- ②種類株主に損害を及ぼすおそれがある行為につき、定款で種類株主総会が不要とされた場合
- ③事業譲渡等
- ④吸収合併、吸収分割又は株式交換
- ⑤新設合併、新設分割又は株式移転

- 逆に、これらに該当しない場合（取締役の選解任、業績の悪化等）には、株式買取請求権は認められない¹。

¹ なお、先述のTBSが認定持株会社に移行する議案に反対した楽天が株式買取請求権を取得したケースでは、認定持株会社に移行する手続の中で、（会社法で株式買取請求権を取得することが定められている）吸収分割を行うため、株式買取請求権が取得されている。

(1) 一定の定款変更

○具体的には、以下の定款変更が該当する（会社法 116 条 1 項 1 号、2 号）。

- a. 株式に譲渡制限をつける
- b. 会社が種類株式発行会社で、ある種類の株式に譲渡制限をつける²
- c. 会社が種類株式発行会社で、ある種類の株式を全部取得条項付株式に変更する³

○よって、これらに該当しない定款変更の場合（発行可能株式総数の変更など）には、株式買取請求権は認められない。

(2) 種類株主に損害を及ぼすおそれがある行為につき、定款で種類株主総会が不要とされた場合

○具体的には、種類株式発行会社の場合に、以下の行為につき、定款で種類株主総会が不要とされた場合である（会社法 116 条 1 項 3 号）。

- a. 株式の併合又は株式の分割
- b. 株式無償割当て
- c. 単元株式数についての定款の変更
- d. 株式を引き受ける者の募集
- e. 新株予約権を引き受ける者の募集
- f. 新株予約権無償割り当て

(3) 事業譲渡等

○具体的には、以下の場合が該当する（会社法 469 条、468 条）。

- a. 事業の全部の譲渡⁴
- b. 事業の重要な一部の譲渡（総資産額が 20%超の場合に限る）
- c. 他の会社の事業の全部の譲受
- d. 事業の全部の賃貸、事業の全部の経営の委任、他人と事業上の損益の全部を共通にする契約その他これらに準ずる契約の締結、変更又は解約

○a、b にあるように、事業を譲渡する会社が、少なくとも総資産額の 20%超を譲渡する場合でなければ、その株主に株式買取請求権は認められない。

² この場合、譲渡制限がつけられた種類株式について株式買取請求権が認められる。

³ この場合、全部取得条項がつけられた種類株式について株式買取請求権が認められる。

⁴ ただし、会社が事業譲渡決議と同時に解散決議をした場合は、株式買取請求権は認められない。

○c にあるように、事業の譲受の場合は、事業を譲り受ける会社が、事業の全部を譲り受ける場合でなければ、その株主に株式買取請求権は認められない。

(4) 吸収合併、吸収分割又は株式交換

○吸収合併、吸収分割又は株式交換を行なう場合は、吸収合併消滅会社等の株主と、吸収合併存続会社等の株主の双方に、株式買取請求権が認められる。

(a) 吸収合併消滅会社等の株主

○吸収合併、吸収分割又は株式交換を行なう場合、それぞれ吸収合併消滅株式会社、吸収分割株式会社、株式交換完全子会社⁵の株主には、原則として株式買取請求権が認められる。ただし、以下の場合は除かれる（会社法 785 条）。

(い) 吸収合併消滅株式会社又は株式交換完全子会社の株主に対して交付する合併対価等の全部又は一部が、持分会社の持分等である場合⁶

(ろ) 簡易分割の場合⁷

(b) 吸収合併存続会社等の株主

○吸収合併、吸収分割又は株式交換を行なう場合、それぞれ吸収合併存続株式会社、吸収分割承継株式会社又は株式交換完全親株式会社⁸の株主には、株式買取請求権が認められる（会社法 797 条）。

(5) 新設合併、新設分割又は株式移転

○新設合併、新設分割又は株式移転を行なう場合、それぞれ新設合併消滅株式会社、新設分割株式会社又は株式移転完全子会社⁹の株主には、原則として株式買取請求権が認められる。ただし、以下の場合は除かれる（会社法 806 条）。

a. 新設合併設立会社が持分会社である場合

b. 簡易分割の場合¹⁰

⁵ 吸収合併消滅株式会社とは、吸収合併により解散する株式会社。吸収分割株式会社とは、会社の権利義務を既存の他の会社に承継させる（吸収分割を行う）株式会社。株式交換完全子会社とは、株式交換の結果完全子会社となる会社。

⁶ 吸収合併消滅株式会社又は株式交換完全子会社が種類株式発行会社でない場合。

⁷ 吸収分割により承継させる資産の帳簿価額の合計額が、吸収分割株式会社の総資産額の 20% 以下の場合。

⁸ 吸収合併存続株式会社とは、吸収合併後も存続する株式会社。吸収分割承継株式会社とは、吸収分割の結果他の会社の権利義務を承継する株式会社。株式交換完全親会社とは、株式交換の結果完全親会社となる会社。

⁹ 新設合併消滅株式会社とは、新設合併により解散する株式会社。新設分割株式会社とは、新たに設立した会社に権利義務を承継させる株式会社。株式移転完全子会社とは、株式移転によって新設された会社の完全子会社。

¹⁰ 新設分割により承継させる資産の帳簿価額の合計額が、新設分割株式会社の総資産額の 20% 以下の場合。

3. 株式買取請求権を行使するには、どのような手続を行わねばならないのか

(1) 株式買取請求権の行使手続

○株式買取請求権を行使するための手続は、一定の定款変更、事業譲渡等、吸収合併等、新設合併等の場合それぞれについて定められている。

○しかし、基本的に同様の手続が定められているので、以下では吸収合併がなされた場合に、吸収合併消滅会社の株主が株式買取請求権を行使するための手続きについて説明する。

(2) 吸収合併消滅会社の株式買取請求権の行使手続

(a) 株主による反対

○株式買取請求権は吸収合併に反対する株主に与えられるものであり、株式買取請求権を行使するためには原則として吸収合併に反対することが要求される。

○具体的には、吸収合併を決議する株主総会において**議決権を行使できる株主**は、株式買取請求権を行使するには、以下の条件をともに満たさなければならない（会社法 785 条 2 項 1 号イ）。

- ①株主総会に先立って、吸収合併に反対する旨を、消滅会社に対して通知すること
- ②株主総会において吸収合併に反対すること

○一方、吸収合併を決議する株主総会において**議決権を行使できない株主**は、このような条件（反対通知と総会での反対）なしに株式買取請求権を行使できる（会社法 785 条 2 項 1 号ロ）。

○また、吸収合併をするために株主総会の決議が必要ない場合（簡易合併・略式合併の場合）も、上のような条件（反対通知と総会での反対）なしに株式買取請求権を行使できる（会社法 785 条 2 項 2 号）。

(b) 消滅会社による株主への通知

○吸収合併をする場合、あらかじめ吸収合併をする旨等が株主に通知されるため、株主は株式買取請求権を行使する機会が与えられる。

○消滅会社は、吸収合併の**効力発生日の 20 日前まで**に、その株主に対し、以下の事項を通知しなければならない（会社法 785 条 3 項）。なお、消滅会社が公開会社¹¹である場合は、通知の代わりに公告も認められる（会社法 785 条 4 項）。

- ①吸収合併をする旨
- ②存続会社の商号及び住所

¹¹ 譲渡制限株式以外の株式を発行している会社。

(c) 株式買取請求の期間等

- 株式買取請求が認められる期間は限られており、吸収合併の効力発生日の **20 日前から前日まで**の間に行わなければならない（会社法 785 条 5 項）。
- また、株式買取請求を行う際には、買取請求する株式の数¹²を明示しなければならない（会社法 785 条 5 項）。
- なお、いったん株式買取請求をした株主は、買取請求を撤回するには、吸収合併消滅会社の承諾を得なければならない（会社法 785 条 6 項）。これは、自由に撤回を認めると、とりあえず買取請求を行い、その後の株価の動向次第で市場で売却した方が有利であれば請求を撤回するといった濫用的な権利行使がなされることを防止するためと考えられる¹³。

(d) 株主と会社間の協議と支払い

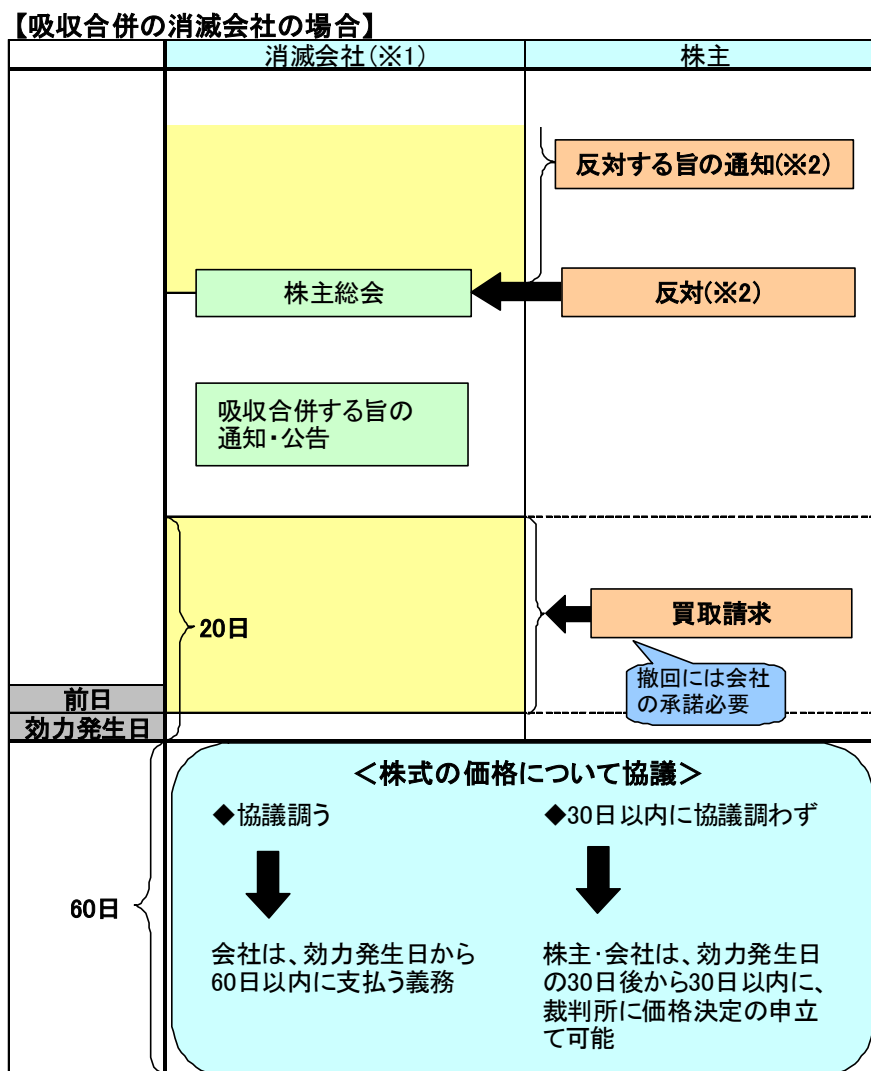
- 株主が株式買取請求を行なった場合は、株式の価格について、株主と消滅会社¹⁴との間に協議が調ったときは、消滅会社は効力発生日から 60 日以内に支払いをしなければならない（会社法 786 条 1 項）。
- しかし、株式の価格について、効力発生日から 30 日以内に協議が調わないときは、株主又は消滅会社は、その期間満了の日後 30 日以内に、裁判所に対し価格の決定の申し立てをすることができる（会社法 786 条 2 項）。

株主と会社との間で協議が調った場合	会社は、効力発生日から 60 日以内に支払いをする義務
効力発生日から 30 日以内に、株主と会社との間で協議が調わない場合	株主・会社は、効力発生日の 30 日後から 30 日以内に、裁判所に対し、価格決定の申し立て可能

¹² 種類株式発行会社の場合は、株式の種類及び種類ごとの数も含む。

¹³ 江頭憲治郎「株式会社法（初版）」747 ページ参照。

¹⁴ 吸収合併の効力発生日後は、吸収合併存続会社。



(※1)効力発生日後は吸収合併存続会社。

(※2)株主総会で議決権を行使できない株主の場合や、吸収合併をするために株主総会の決議が必要ない場合は不要。

4. 株式はいくらで買い取ってもらえるのか

(1) 「公正な価格」

○株主が株式買取請求権を行使することによって、株式を買い取ってもらえる価格は「公正な価格」と規定されている（会社法 116 条 1 項、469 条 1 項、785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 項）。

○しかし、「公正な価格」の具体的な算定方法については、会社法では特段定められていない¹⁵。

¹⁵ 2008年10月1日のJパワー（電源開発）の株式分割に対して、発行済株式総数の9.9%を保有していたTCIが行使した株式買取請求権のケースでは、「公正な価格」が請求直前日から過去3ヶ月の平均株価として算定された（2008年11月1日付日本経済新聞朝刊4面）。ただし、このケース以外に「公正な価格」の算定方法が明らかにされているケースは特に見当たらず、この算定方法が一般的といえるかどうかは不明である。

○この点について、会社法立法担当者が編纂した解説書¹⁶には、以下のように、組織再編行為（M&A）等のシナジーを織り込むことが記述されている。

通常であれば、株式買取請求権の効力発生時における時価が基準となり、組織再編行為等により株価が下落した場合には、組織再編行為等がなかったものと仮定した場合の価格となり、組織再編行為等によりシナジー効果が生じて株価が上昇した場合には、そのシナジーを織り込んだ価格となるものと解される。

○また、先の解説書は、組織再編行為（M&A）の前提として、株式の公開買付けが行われた場合について、以下のように記述している。

組織再編行為前に、その前提として、株式の公開買付けが行われた場合には、その買付価格は、組織再編行為のシナジーを織り込んだ価格であると推認されるから、公開買付けの成功により、買付者が支配プレミアムを取得したため、株価が下落したとしても、「公正な価格」は、通常、その買付価格より下回ることはないものと解される。

(2) 株式買取価格を巡る判例の動向

○最近、株主の株式を会社が買い取った際にその価格が争われた判例として、「レックスホールディングス株式取得価格決定申立事件」と「カネボウ株式取得価格決定申立事件」の2例がある。

○ただし、いずれも株主の株式を会社が買い取った事例だが、現行法の会社法の下で株式買取請求権が行使された場合ではなく（前者は全部取得条項付株式の取得の事例、後者は旧商法下の事例）、その点には留意が必要である。

○また、これらはいずれも会社の買収者が会社の支配権を得るために、先行して公開買付を実施した後に、会社がその他の株主から株式を取得する際の対価が問題となった事例である。

○よって、単純な合併・分割など、先行して公開買付が行われないM&A行為を行った際に株式買取請求権を行使した場合の「公正な価格」の決定方法については、以下で述べる判例の考え方がそのまま適用されるとは限らないと考えられる。

(a) 「レックスホールディングス株式取得価格決定申立事件」

○これは、レックスホールディングスがMB0（経営陣による会社の買収）のため完全子会社化される際に、公開買付が先行して実施され、その後、残存株主のスクィーズアウト（少数株主の締め出し）が行われ

¹⁶ 相澤哲・葉玉匡美・郡谷大輔 編著「論点解説 新・会社法（初版）」Q918(682 ページ)。

たケースにおいて、その対価¹⁷が争われた事例である。

○具体的には、スクィーズアウトのために株主の全部取得条項付株式を取得した際に、その取得価格が争われた。

○この事例では、公開買付実施の発表前に業績予想の下方修正が発表され、株価が下落した。この下方修正の発表が、低い価格で公開買付を実施するための、価格操作を目的とした意図的なものかどうか争われた¹⁸。

○なお、こちらのケースでは、カネボウのケースとは異なり買付価格の鑑定は行われていない。

(i) 第一審 東京地裁決定 (2007年12月19日)

○本決定では、取得価格を以下のように計算して、1株当たりの取得価格を23万円(先行して行われた公開買付の買付価格=会社が当初予定していたスクィーズアウトの対価と等しい)とした。

[公開買付公表前1ヶ月の平均株価(20万2,000円)] + [プレミアム13.9%(2万8,000円)]

○このように計算した理由として、東京地裁決定では以下のように述べられている。

裁判所が、全部取得条項付種類株式の取得の公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的な時価に加えて、強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額をも考慮することが相当である

(ii) 第二審 東京高裁決定 (2008年9月12日)

○本決定では、取得価格を以下のように計算して、1株当たりの取得価格を33万6,966円とした。

[公開買付公表前6ヶ月の平均株価(28万805円)] + [プレミアム20%(56,161円)]

○このように計算した理由として、東京高裁決定では以下の点などを指摘している。

¹⁷ これは買取者にとっては完全子会社化のためのコストであり、できるだけ低く抑えようとするため、それが株主の利益を害しているのではないか、ということが問題の構造である。

¹⁸ この点について、東京地裁決定は、「業績予想の下方修正等の発表が、旧レックスによる価格操作を目的とした意図的なものであったと認めることはできず」と否定している。一方、東京高裁決定は、「平成18年8月21日プレス・リリースにおいて公表された同年12月期の業績予想の下方修正は、企業会計上の裁量の範囲内の会計処理に基づくものとはいえ、既に、この段階において、相当程度の確実性をもって具体化していた本件MBOの実施を念頭において、特別損失の計上に当たって、決算内容を下方に誘導することを意図した会計処理がされたことは否定できない」としている。

【公開買付公表前6ヶ月の平均株価（28万805円）の部分について】

- ①近接した時期においてMBOを実施した各社においては、公開買付の公表前の3か月又は6か月の間の市場株価の単純平均値に約16.7%から27.4%のプレミアムを加算した価格をもって買付価格としている。
- ②日本証券業協会が定めた「第三者割当増資の取扱いに関する指針」では、第三者割当増資等の取締役会決議の日から払込金額を決定するために適当な期間（最長6か月）をさかのぼった日から当該決議の直前日までの間の平均の価額に0.9を乗じた額以上の額とすることができる旨が定められている

【プレミアム20%（56,161円）の部分について】

- ①近接した時期においてMBOを実施した各社においては、公開買付の公表前の3か月又は6か月の間の市場株価の単純平均値に約16.7%から27.4%のプレミアムを加算した価格をもって買付価格としている。
- ②公開買付¹⁹のプレミアムの平均値は、公開買付公表日直前の株価の終値の27.05%

(b) 「カネボウ株式取得価格決定申立事件」

○旧カネボウが行った営業譲渡に反対した株主が行使した株式買取請求に関する事例である。

○この請求は会社法施行（2006年5月1日）以前の旧商法下で行われており、旧商法では買取価格は「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と規定されていた。

○このケースでは買付価格の鑑定が行われ、東京地裁はさまざまな評価方法を検討した上で、以下のよう
に述べて鑑定意見に基づくDCFで評価し、1株当たりの取得価格を360円とした。

相手方（引用者注：旧カネボウ）の株式を算定するに当たっては、継続企業としての価値を評価するという観点から、DCF法に従って評価するのが相当

¹⁹ ディスカウントTOB（買付価格が市場価格より低い公開買付）を除く。ディスカウントTOBは、公開買付の手続きを利用しながら買付者が特定の株主から株式を買付ける手法で、買付価格を市場価格より低くすることによって、（市場で売却するほうが有利なので）特定の株主以外の株主が買付に応募することを防ぐ。