

株式交換比率の不公正と株式交換無効の訴え

- 【文献種別】 判決／東京高等裁判所
【裁判年月日】 令和5年9月28日
【事件番号】 令和4年（ネ）第2300号
【事件名】 株式交換無効等、株式交換無効請求控訴事件（旧アルプス電気・アルパイン間の株式交換無効等請求事件）
【裁判結果】 棄却（上告・上告受理申立て）
【参照法令】 会社法828条1項11号・831条1項3号
【掲載誌】 資料版商事477号198頁
◆ LEX/DB 文献番号 25596584

愛知学院大学准教授 黒野葉子

事実の概要

Y₁社（被告・被控訴人）とY₂社（被告・被控訴人）は、ともに東証一部上場会社であり、Y₁社はY₂社の発行済株式総数の40.43%を保有する筆頭株主であった。Y₁社とY₂社（以下、「Yら」という）は、平成29年7月27日、経営統合のため、それぞれの取締役会において、Y₁社を株式交換完全親会社、Y₂社を株式交換完全子会社とし、Y₂社の株式1株につきY₁社の株式0.68株を交付すること等を内容とする株式交換（以下、「本件株式交換」という）を行うことを決議し、同日、株式交換契約を締結した。本件株式交換は、平成30年12月5日開催のY₂社臨時株主総会（以下、「本件総会」という）による承認決議（73.30%の賛成により可決。以下、「本件承認決議」という）等を経て、平成31年1月1日に効力を生じた。なお、本件承認決議においては、Y₁社のほか、Y₂社の発行済株式総数の約9.78%を保有する株主で、Y₁社の発行済株式総数の約11.20%を保有するAも賛成の議決権行使を行っていた。Y₂社の株主であるXら（原告・控訴人）は、平成30年12月12日付で株式買取請求を行った。平成31年1月29日、Y₁社は、平成31年3月期通期の連結業績予想を、平成30年7月27日公表の660億円から500億円に下方修正した。

平成31年3月4日、Xらは、①Y₂社が本件総会前の時点において、Y₁社の連結業績予想が下落することを認識していたにもかかわらず、本

件総会の株主総会参考書類および本件株式交換に関する事前備置書面等を更新しなかったことは虚偽記載に当たる（争点1）、②本件承認決議は、特別利害関係人の議決権行使による著しく不当な決議に当たる（争点2）等の主張をして、本件株式交換の無効等を求める訴えを提起した。原審（東京地判令4・3・24資料版商事477号214頁）は、Xらの請求をいずれも棄却したため、Xらが控訴した。

判決の要旨

争点2について。

「…株主総会の特別決議に会社法831条1項各号の取消事由がある場合には、その株式交換の手続には重大な法令違反があり、この瑕疵はその株式交換の無効原因になると解するのが相当である。」

「…相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式交換の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式交換における株式交換比率は公正なものとするのが相当である（最高裁判平成…24年2月29日第二小法廷決定・民集66巻3号1784頁参照）。

…相互に特別の資本関係がある会社間において

も、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式交換の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式交換における株式交換比率は公正なものとするのが相当である。したがって、…一般に公正と認められる手続により株式交換の効力が発生した場合には、たとえ…当該株主総会の決議について特別の利害関係を有する者が議決権を行使していたとしても、当該株主総会の決議は、上記特段の事情がない限り、会社法 831 条 1 項 3 号の『著しく不当な決議』に当たらないと解すべきである。」(以上、原判決を引用)

「経済産業省が…公表した『公正な M&A の在り方に関する指針』では、『…対象会社の取締役や特別委員会は、当該 M&A における具体的な状況を踏まえてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件の設定の有効性や弊害の有無等を総合的に診断し、その要否を検討することが望ましく、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定しない場合には、他の公正性担保措置を充実させ…全体として取引条件の公正さを担保することが重要となる』と指摘されているところ、本件では、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件は設定されていない。そして、本件株式交換について、マジョリティ・オブ・マイノリティ条件を設定されていない以上、一般株主が保有する株式の過半数の支持を得ることが必要でないことは、…原判決…に説示のとおりである。」

判例の解説

一 本判決の意義

本件は、上場会社間において行われた株式交換について、株式交換完全子会社の株主がその無効(会社法 828 条 1 項 11 号)等を争った事案である。本件における争点は多岐にわたるが、紙幅の関係上、事実の概要に挙げた X らの主張のうち、争点 2 に絞って解説する。X らは、本件承認決議は、特別利害関係人である Y₁ 社の議決権行使により著しく不当な株式交換比率が決定されたものであ

るから、会社法 831 条 1 項 3 号の取消事由があり、そのことが株式交換の無効事由に該当する旨を主張する¹⁾。本判決は、組織再編契約の承認決議に会社法 831 条 1 項各号の取消事由があることが組織再編行為の無効事由となることを判示した初めての公判裁判例である。また、合併比率や株式交換比率といった組織再編条件(組織再編対価)の公正性の判断については、株式買取請求に係る「公正な価格」の決定(以下、「価格決定」という)に関して、その判断枠組みが形成されてきたが、本判決は、同様の判断枠組みを、株式交換比率が著しく不公正であるか否かの判断に用いる点に特徴がある。

二 著しく不公正な株式交換比率と株式交換の無効事由

組織再編対価の不公正が組織再編行為の無効事由となるかについて、判例(東京高判平 2・1・31 資料版商事 77 号 193 頁〔上告棄却。最判平 5・10・5 資料版商事 116 号 196 頁〕(以下、「東京高裁平成 2 年判決」という))は、組織再編行為の無効を広く認めれば利害関係人に多大な影響を及ぼすおそれがあること、反対株主には株式買取請求権等の保護手段が存在することを理由に、対価の不公正は無効事由とはならないとする。学説は、①組織再編対価の著しい不公正は、それ自体が組織再編行為の無効事由になるとする見解も有力であるが²⁾、多数説は、判例の立場を支持した上で、②著しく不公正な対価を定める組織再編契約を承認する株主総会決議が、特別利害関係を有する株主の議決権行使による著しく不当な決議(会社法 831 条 1 項 3 号)に当たる場合には、承認決議に瑕疵があることを無効事由として主張し得ると解する³⁾。本件判旨は、承認決議に会社法 831 条 1 項各号の取消事由がある場合は、その瑕疵が株式交換の無効事由となる旨⁴⁾を判示した上で②説の構成に従い判断するが、対価の著しい不公正それ自体が無効事由となるかについての言及はなく、①説を積極的に否定するものかは明らかでない。

三 株式交換比率の不公正性の判断

1 判断枠組み

判旨は、著しく不公正な株式交換比率を定める株式交換契約を承認する決議は「著しく不当な決議」(会社法 831 条 1 項 3 号)に該当することを前

提に、本件株式交換比率が著しく不公正であったか否かを判断する。この点、東京高裁平成2年判決（親子会社間の吸収合併について合併比率の著しい不公正を理由に合併無効が争われた事例）は、合併比率は微妙な企業価値の測定として許される範囲を超えない限り著しく不当とはいえないとした上で、当該合併比率は当事会社の株式の価値を相当な方法によって算定して定められており、著しく不当とはいえないと判示した。ただ、同判決を見る際には、同事案が、存続会社である親会社の株主が合併比率の著しい不公正を主張した事案であり、親会社の取締役が親会社とその株主の利益にかなう契約を締結することが期待できた事案であったことに注意を要する。学説上では、当事会社間の支配従属関係から不当な影響力の行使が懸念される（経営者が支配会社の利益のために少数株主に不利な条件を設定するおそれがある）ような事案の場合には、そのような懸念を緩和する措置の有無や算定機関の中立性などに着目した、より厳格な審査を行うことが必要であると主張されていた⁵⁾。

本件判旨は、本件株式交換比率の不公正性の判断に際し、価格決定に関して形成されてきた対価の公正性についての判断枠組みを示して、独立当事者間の取引か否かで審査基準を区別するとともに、手続の公正性の審査によって本件株式交換比率の「公正性」を判断する。すなわち、当事会社間に特別の資本関係がない場合については、最決平24・2・29民集66巻3号1784頁（テクモ事件許可抗告審）を引用して、株主に対する適切な情報開示の上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により行われたときは、原則として株式交換比率は公正なものであるとする。これに対して、当事会社間に特別な資本関係がある場合については、「意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ」、株主に対する適切な情報開示の上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により行われたときに、原則として当該株式交換比率を公正なものと見ることができるとする⁶⁾。本判決は、この判断枠組みに従い本件株式交換比率を公正なものと認めることで、著しく不公正な株式交換比率であることを否定して、本件承認決議は「著しく不当な決議」に当たらないとする判断構造をとる。

2 特別な資本関係がある場合の「一般に公正と認められる手続」

判旨は、本件株式交換がY₂社とY₂社の発行済株式総数の40.43%に相当する株式を保有するY₁社との間でなされたものであることから、本件は相互に特別の資本関係がある会社間における株式交換であるとする。特別の資本関係がある会社間の取引において要求される「一般に公正と認められる手続」（以下、「公正性担保措置」という）に関しては、取引条件の形成過程において独立当事者間取引と同視し得る状況を確認することと、一般株主による十分な情報に基づく適切な判断の機会が確保されることが重要であるとされるが⁷⁾、判旨も同様の視点に立つ。本件では、Y₂社において、①独立した算定機関による株式価値算定書およびフェアネス・オピニオン（以下、「FO」という）を取得したこと、②独立した法務アドバイザーの助言を受けていたこと、③必要に応じて、独立性を有する第一次～第三次第三者委員会が設置され、株式交換比率に関する交渉過程に実質的に関与したこと、④第三次第三者委員会は独自に選定した算定機関による株式交換比率算定書とFOを取得したこと、⑤利害関係のあるおそれのある取締役をY₁社との交渉や取締役会決議において排除していたこと、⑥本件株式交換比率は株式価値算定書の各算定方法から算出された株式交換比率のレンジの範囲内か、よりY₂社に有利なものであったこと等が認定されており、判旨はこれらの点に照らし、本件株式交換は、独立した当事者間の株式交換契約における場合と同視し得る程度に、取締役が当該会社およびその株主の利益にかなう契約を締結することを期待できたとする。また、各第三者委員会の答申書の要旨や株式価値算定書、FOの要旨等は、都度、公表されるとともに株主総会参考書類においても開示されたこと、本件総会前には本件株式交換比率の公正性に関する詳細な情報が公表されたこと等に照らし、Y₂社の株主に対しては本件株式交換比率が公正であることを判断するために必要な情報が開示されたものとする⁸⁾。価格決定の議論において、公正性担保措置の審査については、外形的事実のみの審査にとどまれば利益相反のある取引の公正さが担保されないおそれがあり、詳細かつ実質的な観点からの審査が必要と指摘されるが⁹⁾、本判決は、価格決定に係る直近の裁判例¹⁰⁾と同様に、各第

三者委員会における検討過程を含め詳細な事実認定を行った上で実質的な審査をしている。

もっとも、判旨は、Y₁社とAを除く少数株主の過半数の同意を得ていないとの主張に関しては、本件においてマジョリティ・オブ・マイノリティ条件（以下、「MoM条件」という）は設定されていなかったとの理由のみで退ける。判旨が引用する『公正なM&Aの在り方に関する指針』は、MoM条件の設定の要否は具体的状況を踏まえて第三者委員会等において検討すべきとし、MoM条件を設定しない場合は他の公正性担保措置を充実させ、全体として取引条件の公正さを担保することが重要とするが¹¹⁾、Y₂社の第三者委員会がMoM条件の設定の要否について検討したか否かは認定されておらず不明である。本件株式交換比率の公正さは他の公正性担保措置の充実により担保されているとの判断が判旨の言外にはあるのかもしれないが、やや説得力に欠ける¹²⁾。

四 残された課題

本件は結果として、裁判所が手続の公正性を認めたケースであったが、仮に手続の公正性が認められず本件株式交換比率の公正性を推認できなかったとしても、そのことをもってただちに当該条件が著しく不公正であったとはいえないであろう。価格決定事件である東京地決令5・3・23資料版商事470号130頁は、手続の公正性が認められない場合は、仮に一般に公正と認められる手続により行われていたならば定められたであろう公正な条件を推定して「公正な価格」を決定すべき旨を判示する。ただ、価格決定事件では「公正な価格」を具体的な金額として決定する必要があるのに対し、本件で必要なのは本件株式交換比率が著しく不公正であるか否かの判断であり、公正な株式交換比率の算定は必須ではないという違いがある。手続の公正性が認められない場合に、組織再編条件が著しく不公正であったか否かをどのように判断するかは次の問題として残される。

なお、本判決は、公正性担保措置につき価格決定の事案と同様の審査を行うことにより、本件株式交換比率に価格決定の基礎として用いる場合と同等の公正性を認めるが、本件において判断されるべき株式交換比率の公正性は、著しく不公正であることを否定し得る程度の公正さで足りることからすれば、公正性担保措置の審査のあり方は、

必ずしも価格決定の場合と同じである必要はなかったようにも思われる。

●—注

- 1) XらはAも特別利害関係人に該当するとの追加主張を行ったが、株式交換無効の訴えの出訴期間経過後であったことを理由に争点とされていない。
- 2) 神田秀樹『会社法〔第26版〕』（弘文堂、2024年）409頁、酒巻俊雄ほか編『逐条解説会社法（9）』（中央経済社、2016年）83頁〔丸山秀平〕など。
- 3) 江頭憲治郎『株式会社法〔第9版〕』（有斐閣、2024年）904頁、田中亘『会社法〔第4版〕』（東京大学出版会、2023年）717～718頁など。
- 4) 承認決議の取消事由が会社法831条1項1号の招集手続または決議方法の法令・定款違反である場合には、同条2項の裁量棄却が認められる余地があるが、「その株式交換の手続には重大な法令違反があり」という判旨の説示からは、承認決議の効力を否定すべき瑕疵があるときは株式交換の無効事由になるとの趣旨に解すべきである。
- 5) 笠原武朗「判批」神作裕之ほか編『会社法判例百選〔第4版〕（別冊ジュリ254号）』（有斐閣、2021年）183頁参照。
- 6) 東京地判平23・3・30金判1370号19頁、東京地判平28・12・20資料版商事401号36頁参照。二段階買収によるキャッシュ・アウトの事例において、同様の判断枠組みを示した最高裁決定として、最決平28・7・1民集70巻6号1445頁（ジュピターテレコム事件）。
- 7) 経済産業省「公正なM&Aの在り方に関する指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」（2019年）¶2.4。
- 8) 争点1において、株主総会参考書類等の虚偽記載については否定されている。本判決につき、争点1に焦点を当てて解説するものとして、藤林大地「本件判批」法セ832号（2024年）120頁。
- 9) 田中亘「ジュピターテレコム事件最高裁決定が残した課題」金判1500号（2016年）1頁、白井正和「利益相反回避措置としての第三者委員会の有効性の評価基準」岩原伸作ほか編『会社・金融・法（下巻）』（商事法務、2013年）186頁。
- 10) 東京地決令5・3・23資料版商事470号130頁、東京地決令5・5・12金法2228号56頁。
- 11) 前掲注7）¶3.5.2。支配株主による上場子会社の完全子会社化の案件では、MoM条件を設定すると買収の実行を阻害するおそれがあるため、MoM条件を設定せず他の公正性担保措置（第三者委員会による独自アドバイザーの選任やFOの取得等）で代替を図っていると見られるとの実証分析がある（家田崇＝川本真哉「公正性担保措置と少数株主の富」商事2366号（2024年）71頁）。
- 12) 「本判決コメント」資料版商事477号（2023年）206頁、古川朋雄「本件判批」資料版商事478号（2024年）168頁参照。