

〔商法 五二八〕 株式移転比率の公正性と取締役の責任

東京地判平成二三年九月二九日
東京地裁平成二二年(ワ)第二六一九〇号、損害賠償請求事件、棄却(控訴)
判例時報二二三八号一三四頁、金融法務事情一九四五号一三三頁、判例
タイムズ一三七五号一八七頁

〔判示事項〕

株式移転比率に関する合意の任務に当たる取締役の判断が善管注意義務に違反するというためには、その判断の前提となった事実を認識する過程における情報収集やその分析に誤りがあるか、あるいは、その意思決定の過程や内容に企業経営者として明らかに不合理な点があることを要する。

〔参照条文〕

会社法四二九条一項

〔事実〕

甲乙はいずれも、損害保険業等を目的とする株式会社で

あって、その株式を東京証券取引所第一部等に上場(後述の本件株式移転に伴い両社とも上場廃止)する会社であった(資本金は、甲、九一二億四九一七万五二〇九円、乙、七〇〇億円)。規模において、甲は業界五位、乙は同三位にあった。

両社は、経営環境の変化への対応とコスト削減とを図るとともに、今後の成長分野への経営資源投入等を目的として、経営統合の検討を始め、協議を重ねた。その結果、平成二二年三月一三日、経営統合することに向けて合意し(以下「本件基本合意」という)、基本合意書を取り交わした。すなわち、①平成二二年四月の経営統合を目指すこと、

②両社が共同株式移転の方法により共同持株会社（株式移転設立完全親会社）を設立すること、③平成二十一年七月中を中途に株式移転比率を決定すること等が合意された。この経営統合の方針については、本件基本合意の前日である平成二十一年三月一二日に新聞報道された。

その後、甲は、乙の財務デューデリジェンスをA株式会社および税理士法人Aに依頼し、また、証券会社B、Cの二社に株式移転比率の算定を依頼した。他方、乙は、証券会社D、E、Fの三社に株式移転比率の算定を依頼した。A～Fは、甲乙のいずれとも関係のない独立した第三者機関であって、本件株式移転について重要な利害関係を有していなかった。

甲と乙は、それぞれ自らの依頼した証券会社から取得した算定結果を参考にしながら、両社の財務や資産の状況、将来の見通し等の要因を総合的に勘案し、株式移転比率について協議、交渉を重ねた。その結果、両社は、平成二十一年七月二九日、①平成二十二年四月一日を効力発生日とする共同株式移転（以下「本件株式移転」という）を行って共同持株会社である丙を設立すること、②甲の普通株式一株に対して丙の普通株式〇・九株を、乙の普通株式一株に対して丙の普通株式一株を割当交付すること（以下「本件株

式移転比率」という）等を合意し、「経営統合に向けての契約書」を取り交わした上、その内容を連名で公表した。

甲では、平成二十一年二月三〇日開催の株主総会において、本件株式移転に関する株式移転計画（以下「本件株式移転計画」という）を承認する旨の決議がされた。他方、乙の株主総会においても、本件株式移転計画を承認する旨の決議がされた。

平成二十二年四月一日、本件株式移転の効力が発生した。

X（四名）は、本件株式移転の効力発生日当時、甲の普通株式を保有していた。本件株式移転の効力発生によって、Xは、各自が保有する甲の普通株式一株に対して丙の普通株式〇・九株の割合で丙の普通株式の割当交付を受けた。

Xは、本件基本合意が報じられた後の市場株価は、甲と乙の経営統合を織り込んで形成されたものであるから、株式移転比率を決定するに当たっては、本件基本合意の報道後の市場株価を考慮すべきではないなどとして、本件株式移転比率が公正でなく、本来であれば甲の普通株式一株に対して丙の普通株式一株以上を割当交付すべきところ、〇・九株しか割当交付を受けられなかったとして、本件基本合意締結当時甲の代表取締役であったYに対して会社法四二九条一項に基づく損害賠償を求めた。

〔判旨〕

一 株式移転比率の合意についての任務懈怠の有無

「前記一で認定した事実によると、甲は、特別な資本関係等がなく、相互に独立した立場にあることの経営統合によって、コストを削減するとともに、今後の成長が見込まれる海外保険市場や生命保険事業に経営資源を投入し、グループ収益の向上を図ることを目的として本件株式移転を行ったものである。一般に、このような独立した企業間の株式移転は、当事会社が互いにそれぞれの事業計画に基づいて将来の収支の状況や経営統合によるシナジー等を予測し、交渉によって株式移転比率を含む経営統合の諸条件を合意することによって行われるものであるから、このような株式移転比率の合意には、将来にわたる企業経営の見通しやシナジーの予測等を踏まえた会社の経営者としての専門的かつ総合的な判断が必要となるというべきである。したがって、このような判断事項の内容や性質等に照らし、株式移転比率に関する合意の任務に当たる取締役の判断が善管注意義務に違反するいうためには、その判断の前提となった事実を認識する過程における情報収集やその分析に誤りがあるか、あるいは、その意思決定の過程や内容に企業経営者として明らかに不合理な点があることを要する

ものというべきである。」

「そこで、このような見地に立つて本件についてみるに、前記一で認定した事実によると、①甲は、乙の財務状況等を慎重に調査するため、自社及び乙のいずれとも関係のない独立した第三者機関であるAに対し、株式移転比率の算定とは別に乙の財務デューデリジェンスを独立して行わせており、②その際に行われた財務デューデリジェンスは、金融保証保険のリスクに焦点を当てたデューデリジェンスや損失予想の算定を含む通常以上に念入りなものであった上、③甲は、これを踏まえ、自社及び乙のいずれとも関係のない独立した第三者機関であるB及びCが行った株式移転比率の算定結果を参考にしながら、双方の財務や資産の状況、将来の見通し等の要因を総合的に勘案し、乙との間で、協議、交渉を重ねた上で株式移転比率について合意したものであって、④合意された株式移転比率は、証券会社五社がそれぞれ別個に市場株価法、類似上場会社比較法、DCF（DDM）法等で算定した評価レンジの範囲内にあるか、むしろ同レンジよりも甲に有利なもので、その中間値の平均値（〇・九四六株）とほぼ等しい内容となっており、⑤上記株式移転比率に対しては、B及びCから、甲の普通株主にとって財務的な見地から妥当である旨の意見が

表明されたものである。

これら諸点に照らすと、Yが甲の取締役として本件株式移転の移転比率を合意するに当たり、判断の前提となる事実を認識するために必要な情報の収集や分析を誤ったということとはできず、また、その意思決定の過程や内容が企業経営者として不合理、不適切なものであったということもできないことは明らかである。したがって、本件株式移転における移転比率の合意について、Yに善管注意義務違反となるべき任務懈怠があるということとはできない。」

二 株式移転比率の決定と市場株価

「これに対し、Xは、本件株式移転における移転比率の決定に当たっては、市場株価を重視し、本件基本合意の報道前日である平成二十二年三月一日を基準日として、それ以前の市場株価を検討するのが相当であり、その後の市場株価を考慮すべきではないにもかかわらず、Yは、上記報道後の市場株価や市場株価法以外の評価法による株式評価額が勘案された算定結果を参考にして株式移転比率を決定したものであるから、株式移転比率の決定につき善管注意義務違反となるべき任務懈怠がある旨主張する。

しかしながら、前記一で認定した事実によると、本件における株式評価は、上場会社の株式を評価する際にごく一

般的に用いられている手法によって行われたものであったというのであり、本件株式移転における移転比率の決定に当たり、市場株価法以外の評価法による株式評価額を勘案することを否定すべき事情を認めるに足りる証拠はない。

また、前記一で認定した事実によると、本件基本合意の時点では、共同持株会社の設立による経営統合を目指すことが定められたにとどまり、株式移転比率については、平成二十二年七月を別途に決定することになっていたものであるから、株式移転比率の決定に当たり、本件基本合意の報道後、株式移転比率が公表されるまでの間の市場株価を考慮することを許容することができないと目すべき事情があるということとはできない。」

〔研究〕

判旨に賛成

一 本件は、共同株式移転当社会社の株主であった者が、株式移転比率が公正でなかったため、割当交付された株式移転設立完全親会社株式の数が過小であったとして、当該当社会社の取締役に対して会社法四二九条一項の責任を追究した事案である。本件では株式移転比率を含む株式移転計画は二社の当社会社の株主総会いずれにおいても承認さ

れており、比率の不正を理由とする取締役の責任はそもそも問題になり得ないと考えられることもできそうである。しかし、本判決は、そうした前提は採らないもののようである。また、本件では上場会社同士の共同株式移転をめぐる株式移転比率の公正性が問題とされ、裁判所が、株式の市場価格と株式移転比率との関係、統合交渉に臨む取締役の判断規範についても言及しており注目される。以下では、株式移転比率の公正性と取締役の責任（会社法四二三条一項、四二九条一項）との関係をめぐる議論を整理しよう（二）、判旨の説く取締役の判断規範について検討し（三）、最後に若干の付言をしたい（四）。

二 合併をはじめとする組織再編行為における条件が不当ないし不正であった場合の取締役の四二三条一項の責任については、原則として会社に損害が生ずることはなく（対価に社債・金銭等が含まれる場合を除く）、したがって同責任を追及することはできないと解するのが多数説・判例である（江頭憲治郎『株式会社法第四版』（平成二十三年）七九四～七九五頁注二。最決平成七年四月二一日資料版／商事法務一三六号六五頁、最判平成八年一月二三日資料版／商事法務一四三号一五九頁。反対・土田亮「合併比率の公正確保と株主代表訴訟」『田村諄之輔先生古稀記念・企

業結合法の現代的課題と展開』（平成一四年）一五三頁。ただし、会社分割について、弥永真生『演習会社法第二版』（平成三十三年）一五七頁。）。また、対株主責任も成立し得ないとする指摘がある。組織再編に関する条件が適法有効な株主総会決議によって承認されれば、当社会社の取締役の任務懈怠は観念されず、取締役の対会社・対株主責任はない（村田敏一「株式会社合併比率の著しい不正について」立命館法学三二一＝三三二号（平成二〇年）五一九頁）というものである。あるいは、反対株主は株式買取請求権によってのみ保護され、株主総会の承認決議があれば取締役の責任は問題とならないとの指摘（上柳克郎「合併」（昭和四一年）『会社法・手形法論集』（昭和五五年）一九四頁参照）も同じ趣旨であろう。確かに、募集株式の有利発行でも、取締役の任務懈怠責任が問題とされるのは株主総会決議（二〇一条一項・一九九条二項・三項）を欠く場合であつて、決議があれば取締役の責任も問題にならないと考えられてきたと思われる。

しかし、後者の、株主保護は株式買取請求権で足り取締役の責任を認める必要はないとの指摘については、同権利の行使要件の厳格性や価格鑑定の採算性などの問題から、同権利があるだけでは株主保護にとって十分とは言えず、

株主による取締役等に対する損害賠償請求を認める必要のあり得ることが主張されている（弥永真生「著しく不当な合併条件と差止め・損害賠償請求」『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論上巻』（平成一九年）六二八～六二九頁注六）。組織再編の条件を含む組織再編契約・計画について有効な株主総会承認決議がある場合であっても、取締役が、その条件を検討し、相手会社と交渉し、合意に至る過程において、任務懈怠があれば、その責任が問題になる場合があると考えられる。取締役の任務懈怠行為により不適切な条件の組織再編行為が承認された場合、承認決議の瑕疵、ひいては当該再編行為の有効性も問題となりうるが、一応それらの成立を認めて、事後処理として取締役の責任を問うということもあり得ないであろう。

判旨は、特にこうした点に言及していないが、株式移転比率について株主総会決議による承認があった場合であっても、比率の妥当性について取締役の株主に対する責任が問題となりうることを前提としているものということができよう。

三 原告は、本件基本合意が報じられた後の市場株価は、甲と乙の経営統合を織り込んで形成されたものであるから、株式移転比率を決定するに当たっては、本件基本合意の報

道後の市場株価を考慮すべきではないと主張している。認定事実にはないが、甲乙両社の市場における株価の推移を見ると、経営統合の報道前には乙よりも甲の株価の方が高かったものが、報道により甲株式は大きく値を下げ、株価が逆転している。すなわち、統合を折り込む前の株価を基に株式移転比率を決定した方が、甲社株主にとって有利な条件になるという事情があった（「株式移転比率レンジ表」（判例時報二二三八号一四一頁）の二一年三月および同七月を基準日とする市場株価法欄参照）。おそらくこうした背景から、少なくとも甲株一株に対して丙株一株以上との主張がされたものと想像される。これに対して判旨は、報道後の株価を考慮すべきでないとする事情はないとして、折り込み前の株価を基準に株式移転比率を決すべきとする原告の主張を退けている。そこで、この点を若干検討し、判旨の説く取締役の判断規範を見てみたい。

株式移転比率決定時点の株価、すなわち、折り込み後の株価に基づいて比率を決定する場合（甲／乙）と、折り込み前の株価に基づいて決定する場合（甲／乙）とを対比してみると、一般的には、折り込み前の株価に基づいて比率を決定・公表すると、市場において裁定が働き、比率公表直前の株価を基準とすると富の移転が生ずる。これに対し

て、折り込み後の株価に基づいて決定する場合には、裁定の余地はなく、比率公表直前の株価からの富の移転はない。しかしだからと言って、折り込み後の株価に基づいて比率を決定すべきことにも、折り込み前の株価に基づいてはいけないことにもならない。どちらを選ぶにせよ、それは両社の交渉に委ねられるべきであるし、各社において株主総会の承認を得る必要がある。つまり、いずれを選ぶか、はまた別の基準に基づいて比率を決定するかは、契約自由の範疇に属することである（鈴木竹雄「合併契約の一考察」（昭和三九年）『商法研究Ⅲ会社法②』（昭和四六年）二四一頁参照）。各当事会社の取締役は自社（自社株主）を最善に導くよう交渉し判断すれば良いだけである（判例研究から離れるが、ソニー・アイワ事件（東京高判昭和四八年七月二七日判例時報七一五号一〇〇頁）のような場合に、折り込み前の株価を基準とできるかという問題は、これを有利発行と見て株主総会特別決議を要するものとするか否かの基準の問題であって、必ずしも客観的に見てそれが不当か否かの問題ではない。この場合、有利発行と見て株主総会決議を要するものと解さなければ、取締役に切り札を与えないまま引受人との交渉を強いることになって適当でない（杉田貴洋「第三者割当の募集株式の発行等にお

ける払込金額」『慶應の法律学商事法』（平成二〇年）一六二頁）。株主総会決議を不要とする反対説は、一見取締役の裁量権を広げるかのようなのであるが、丸腰の交渉を強いるものでしかない。

原告の要求は、取締役に、より有利な統合条件の探求を求めるものであつて、要求そのものとしては十分成り立ち得るものに見える。むしろ取締役も、折り込み前の株価が乙社のそれより高かったことを踏まえた姿勢で交渉に臨むべきであつたと言える。この点で、判旨の説くところはやや不適切に感じられる。甲社取締役は甲社株主を最善に導くよう行動すべきであるから、「上場会社の株式を評価する際にごく一般的に用いられている手法」に基づく統合条件を唯々諸々と受入れたのでは取締役として職責を全うしたことになる。交渉過程ではあくまでも甲社取締役という立場での行動が求められると言ふべきである。判旨の説く取締役の判断規範は、この点を誤解するもののように感じられる（事案によつては、統合条件の公正性について後見的な立場から検討しなければならない場合があり得るにしても、少なくとも本件はそうではない）。

四 最後に、原告の主張する株主の損害について付言しておきたい。

Xは、自らの損害について、本来ならば、甲の株式一株に対して丙の株式一株以上の割当交付を受けられるはずであつたにもかかわらず、○・九株の割当交付しか受けられなかったため、その損害額は、少なくとも本件株式移転の効力発生日における丙の株式一株の株価（六九二円）の一割相当額に、Xが保有していた甲の株式数を乗じた金額相当の損害を被つたと主張している。しかし、仮に、本件が、株式移転比率が不公正で、Xの損害に対する賠償が認められるべき事案であつたとしても、その損害額の主張は正確でない。すなわち、X主張の株式移転比率であれば、それだけ丙が発行すべき株式数は増加することになり、その分株式価値は希釈化されることになったはずである（Xの主張に従うならば、甲株主全体に発行されるべき株式数は、甲の株主に現実に交付された丙社株式の数に九分の一〇を乗じた数となる）。つまり、希釈化分を加味した株価を算定し（現実の株価である六九二円よりも低い金額となる）、これを基準として損害額を計算しなければならないと言ふべきである。

五 以上のとおり、判旨の説く取締役の判断規範はやや適切さを欠くように思われるが、結論として株主からの損害賠償請求を退けたことについて異論を挟む余地はない。

杉田 貴洋