

判例研究

〔商法 六五六〕 旧アルプス電気・アルパイン間の株式交換無効請求事件

東京高判令和五年九月二八日
令和四年(ホ)第三三〇〇号 株式交換等、株式交換無効請求控訴事件
資料版商事四七七号二〇七頁

〔判示事項〕

一 業績予想値の修正やその下落を公表しなくとも事前開示書面等の更新義務や適正開示義務に違反せず、株式交換に無効事由はない

二 株式交換は一般に公正と認められる手続によりその効力が発生したと認められ、「著しく不当な決議」に該当するとはいえず、株式交換に無効事由はない

三 株式交換への賛成を条件とする特別配当議案の付議や株主還元策の公表は決議の方法が著しく不公正なときに該当するとはいえず、株式交換に無効事由はない

〔参照条文〕

会社法八二八条一項一・二項一・三・八三四条一項、会社法施行規則六五条一項・八八条、一八四条一項・三項一

〔事 実〕

1. 車載情報機器事業、情報通信機器事業等を行う株式会社Y₁および音響機器事業、情報通信機器事業等を行う株式会社Y₂（以下、Y₁・Y₂をあわせてYら（被告・被控訴人・被上告人）は、平成二八年二月頃、Y₁からY₂に対して経営統合の提案を行ったことから、それ以降、経営統合に

ついて各社で独自に検討しまたは両者で協議する等した。

Yらは、各々法務アドバイザーおよび財務アドバイザーを選任した。

Yらは、平成二九年七月二七日、持株会社体制への移行を伴う経営統合を行うため、それぞれの取締役会において、Y₁を株式交換完全親会社、Y₂を株式交換完全子会社とする株式交換（本件株式交換）を行うことを決議し、その旨を公表した。Yらは、同日、株式交換効力発生予定日（効力発生日）を平成三二年一月一日とし、本件株式交換に係る割当ての内容を、Y₂の株主に対しその普通株式1株式につきY₁の普通株式〇・六八株を交付すること（以下、株式交換比率）等と内容とする株式交換契約を締結した。Y₁は、本件株式交換の効力発生前、Y₂の発行済株式総数の四〇・四三%を保有する筆頭株主であった。また、Y₁およびY₂には共通の株主A（Y₁の株式を一一%保有し、Y₂の株式の約一〇%を保有（平成三〇年一〇月時点）が存在した。

2. Y₁は、平成三〇年七月二七日、連結業績予想を六六〇億円と公表し、また単体業績予想を四七〇億円（上期予想一六〇億円、下期予想三一〇億円）と公表した。また、Y₁は、同年一〇月二六日、取締役会において、平成三一年三半期の第3四半期の見通しが従前の予想よりも厳しく、連結業

績予想が六一九億円であること、単体業績予想が四二九億円であることを確認したが、平成三〇年一〇月三〇日には、連結業績予想を六六〇億円、単体営業利益に係る業績予想を四七〇億円と公表した。同年一月一九日、Y₁は、役員朝会において、単体業績予想が三四〇億円であり、経費抑制等の利益挽回策を講じた場合の単体業績予想が四〇〇億円であることを確認した。同年一二月一四日には、Y₁の本部連絡会にて単体業績予想が三四五億円であることが確認された。

3. Y₂は、業績予想の上方修正を踏まえ、平成三〇年二月、第二次第三者委員会を設置した。また、株式交換契約の締結から約一年が経過したこと、および同年六月の定時株主総会の状況等を踏まえ、第二次第三者委員会のメンバーを拡充したうえで、平成三〇年七月二七日から同年九月二六日までの間、第三次第三者委員会を設置して「最終検証手続」が行われ、本件総会招集に先立つ同年九月二六日付けで第三次答申書が提出された。

Y₂は、同年九月二七日、取締役会において、①本件株式交換契約の承認に係る議案（本件議案1）等を付議するための臨時株主総会（本件総会）の基準日を同年一〇月一日とすること、②本件総会において本件議案1が可決され

ることを条件に、同日を基準、日として普通株式一株当たり一〇〇円の剰余金の配当（本件特別配当）を行う旨の議案（本件議案2）を本件総会に付議する旨を決議した。また、③Xから、本件議案1が否決されることを条件として、同年一〇月一五日の最終の株主名簿に記載・記録された株主・登録質権者に対し、Y₂普通株式1株につき三〇〇円の剰余金の配当を実施する旨の議案が提案された（株主提案）（本件議案3）。

4. Y₂は、その株主に対し、同年一月一日四日付けで本件総会の招集通知を發した上、同年一月二〇日には事前備置書面等を開示し、同年二月五日に本件総会を開催した。同年二月二日、第一事件X₁・X₂（以下、Xら（原告・控訴人・上诉人）（本稿では、第二事件X（個人）の件は省略する）は、Y₂に対し、株式買取請求を行った。本件総会において、本件議案1は、大多数（七三・三〇%、Y₁を除いた株主の五二・三七%）の賛成により承認可決され、本件議案2は、七五・四四%の賛成により承認可決された。平成三二年一月一日、本件株式交換の効力が発生した。同年一月二九日、Y₁は、本件連結業績予想を平成三〇年七月二七日に公表した六六〇億円から五〇〇億円に修正する旨を公表し、その理由として、電子部品事業における民生そ

の他市場における商品構成の変化や車載市場における新車販売の減速が要因となつて、前回予想の売上高・利益を下回ることとなつたこと等を公表する一方で、Y₂の平成三一年三同期第1四半期〜第3四半期の営業利益に係る実績が、前年同期比三二・二%増加となつたことを公表した。

5. Xらは、(1) 本件株式交換について、本件株式交換契約を承認したY₂の株主総会決議には、①参考書類や事前備置書類の虚偽記載（事前開示手続の違法）があり、それ自体株式交換の無効事由に該当することのほか、②株主総会決議の（不存在事由又は）取消事由に該当する（争点1）、③Y₁は本件承認決議について特別利害関係人に該当し、著しく不当な条件が決定されたから取消事由に該当する（会社法八三一条一項三号）（争点2）、④出席株主の議決権行使がゆがめられ、決議の方法が著しく不公正なとき（同条一項一号）に該当する（争点3）ことから無効原因が存在すると主張して、平成三二年三月四日、本件株式交換を無効とすることを求めるとともに、(2) 本件株式交換を無効とする判決の確定により、Y₂がXらの株式買取請求に基づきXらから買い取つたY₂の株式の価値相当額から、Y₂が支払つた公正な価格として認める額（会社法七八六条五項）を控除した金額の損失を被るなどと主張して、Y₂に

対し、不当利得返還請求を行った。さらに、(3) Y₁の各代表取締役が本件株式交換について適正情報開示義務違反等の任務懈怠または不法行為を行い、Y₁が本件株式交換についてY₂の取締役に対して違法な働きかけを行ったなどと主張して、Y₁らに対し、共同不法行為に基づく損害金(遅延損害金を含む)の支払を求めて提訴した。

令和四年三月二十四日、東京地方裁判所は、いずれの請求も棄却したことから、同年四月七日、X₁らは第一審判決の取消しを求める控訴を提起した。X₁らは控訴審での補充主張として、(争点1)・(争点3)(決議の方法が著しく不正なとき)について、誤導的開示であり、事前開示書面等の更新義務違反があること、(争点2)について公正性担保措置が実質的に採られていたと評価することはできないことを主張した。東京高等裁判所は、いずれもX₁らの控訴を棄却したため、X₁らは控訴審判決を不服として上告の提起および上告受理申立てを行った。

〔判旨〕

控訴棄却(上告・上告受理申立て)

一 争点1(Y₁の業績予想に関する本件書類等の虚偽記載という無効事由の有無) および争点3

「Y₂が、平成三〇年一二月(本件総会)の時点でY₁の連結業績予想が一一四億円程度(少なくとも七〇億円)下落することを認識していたにもかかわらず、参考書類および事前備置書面等を更新しなかったことが虚偽記載に当たるとの主張について、「本件連結業績予想又は本件単体業績予想に関する前記……の各事実(筆者注…単体営業利益減少の可能性や単体業績予想の下落)」は、Y₂が平成三〇年九月二七日の取締役会決議により本件株式交換比率を最終的に定めた際に前提とされた本件最終検証において考慮された事項ではないことが明らかである」ほか、「Y₂がその当时前記……各事実を認識していたとしても、弁論の全趣旨によれば、その認識された業績予想の下落の程度は、東京証券取引所が定める有価証券上場規程施行規則四〇七条二号所定の上場会社の予想値の修正の基準を下回ることが認められ、また、本件挽回策を講じた場合の本件単体業績予想等に照らすと、当該下落の確度が高いとまでは評価し得なかったというべきである。これらの事情等をも併せ考慮すれば、前記……各事実は、本件株式交換における交換対価又は株式交換比率の相当性を検討するに当たり、これらを前提とすることは必要不可欠であるとはいえず、本件株式交換の交換対価の総数・総額が決定された後の事情であ

ることを踏まえても、……「交換対価の相当性に関する事項」に当たるとはいえない。……Yの本件連結業績予想又は単体業績予想の修正に関する事項は、株式交換に係る事前備置書類等に記載すべき事項に当たらない。」

同様に、株主総会参考書類に記載すべき事項に当たらず、これらの事情を記載しなかったことが本件株式交換契約に関する事前備置書面等の虚偽記載に当たるとはいえない（Xらの主張（前掲「事実」）5. ①）はいずれもその前提を欠くとした。

（補充主張について）

「Y」の本件連結業績予想の下方修正については、Yらが平成三〇年一〇月以降平成三一年一月一日までの間、時間の経過とともにどのような認識を有していたかは証拠上確定することは困難である。そうすると、Xらが主張する誤導的開示があったとする主張については、前提となる事実が認められないため、誤導的開示であるとか事前備置書面等の更新義務の有無を論じる前提を欠いているといわざるを得ない（……本件連結業績予想値が五〇〇億円に下方修正されることが開示されたのは平成三一年一月二九日であるから、同月一日までにその内容が内部で認識されたことを裏付ける資料が存在する可能性は乏しく、仮に認められ

たとしても約二四％の下落であるから、……事前備置書面等の更新を要するほど大幅な下落とはいえない）。

また、……本件単体業績予想の下落については、……平成三〇年一〇月の公表値四〇〇億円と同年七月の公表値四七〇億円の差は約一五％であり、交換対価の相当性に関する事項、交換対価について参考となるべき事項あるいは計算書類に関する事項など（会社法施行規則一八四条一項）として事前備置書面等の更新を要するほど大幅な下落とはいえないと解される。業績予想の数値は交換比率を算出するうえで重要な指標であるものの、本件株式交換比率は単年度の業績予想のみを基礎として算出しているわけではないし、電子部品事業単体としての下落幅が約一五％ということは、連結業績ベースで比較すれば、マイナス幅はより小さくなると推認されるところであり、適時開示基準に基づいて連結ベースで適時開示が必要となる基準（三〇％）を参考とすると、これを大幅に下回っている。Xら指摘のように、適時開示基準は、上場会社が組織変更を前提とすることなく一般的な開示基準を定めたもので、本件のような株式交換を行う場合に株主の判断に重要な影響を及ぼすか否かの直接の判定基準となるものではないが、業績予想という変動し得る不確実な情報をどのように扱うかの指標

としては参考になると解される。したがって、この時点では、事前備置書面等の業績予想値の修正を行う必要があったとは認められないから、誤導的開示であるとは認められず、また、事前備置書面等の更新義務違反があるとも認められない。」

二（争点2）承認決議が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か

相互に特別の資本関係がある会社間においてなされた本件株式交換が、「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総会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は公正なものとみるのが相当である」とした上で、そのような場合には、「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、上記特段の事情のない限り、会社法八三一条一項三号の「著しく不当な決議」に当たらないと解すべきである。」

（補充主張について）

「第三者算定機関に対する報酬が成功報酬の形で定められることは、株式交換契約不成立の場合のコストを削減するという合理性があり、一般的に行われているということ

ができ、……固定報酬やタイムチャージ制でないことから、直ちに第三者算定機関としての独立性を害するとはいえない。」

「YCGによるサイズプレミアムの適用方法が、証拠（略）に照らして不合理であるといえないことは引用する原判決に説示の通りであり」、……また、「三分位（略）の方が一〇分位（略）よりYに有利となることを的確に裏付けるに足りる証拠はない」

「Xらの事業計画が恣意的に作成されたとの主張を裏付ける確な証拠がないことは、引用する原判決（略）に説示のとおりであり、樂觀的か保守的かといった評価については、当事者双方と利害関係のない一定の知識経験を有するアナリストのレポートは中立性や客観性の点において信頼に値するものであり、……上記Xら提出の意見書により信用性を減殺されることは認められない。」

「本件では、マジヨリティ・オブ・マイノリティ条件は設定されてない。そして、本件株式交換について、マジヨリティ・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、引用する原判決（略）に説示のとおりである。また、……YとAとの間でエンゲージメントを行い、利益

供与の合意があったことを窺わせる証拠はない。」

三 本件株式交換に、本件承認決議が著しく不公正な決議方法により行われたという無効事由があった否か（争点3）

特別配当が、 Y_2 の株主から、本件株式交換比率を含む本件経営統合全体の承認を円滑に受けやすくすることを目的としていたとみることができるとしつつも、「もつとも、本件議案2は、会社法の規定に従い、所定の株主に対して普通株式1株当たり一〇〇円の剰余金配当を行うことを内容とするものであるから、本件議案2を付議すること自体は何ら違法とはいえない上、認定事実によれば、本件総会の招集通知には、本件議案3に関する記載もあったというのである。これらの事情を総合すれば、本件議案2を付議することが、直ちに本件承認決議における Y_2 の株主の本件議案1に対する賛否の判断をゆがめるものであったとはいえない」

本件株主還元策が、 Y_2 の株主に本件議案1に賛成してもらう目的で行われたものであり、出席株主の議決権行使がゆがめられたから、その決議の方法が著しく不公正なときに該当するとの主張に対し、「本件株主還元策は、 Y_1 が、本件株式交換の効力発生後の Y_1 の株主に対し、自己株式の

取得、配当等による還元を図ろうとするものであり、当該株主全員に対して一律に適用されるものである。以上に加え、……本件総会の招集通知には、本件議案3の記載もあったことに照らせば、 Y_1 が本件株主還元策を公表したことをもって、本件承認決議につきその決議の方法が著しく不公正なとき（会社法八三一条一項一号）に該当するとはいえない」

〔研究〕

判旨二に賛成、判旨一（理由づけ）および判旨三には疑問が残る。

一 本判決の意義

本件では、株式交換契約に係る株主総会決議の瑕疵（取消事由）を原因とする株式交換の無効事由の有無が主な争点であり（Xらの最大の関心事は不当な交換比率にあるが、それゆえに無効と主張しているわけではない。また、契約自体が非常に不公正であり無効になると主張されたが、無効事由の判断は取消事由の有無の判断と重なる）、この判断構造・判断基準は従来の判例・多数の見解に立脚したものと考えられる。本判決は、総会決議の瑕疵（取消事由）として、①本件株主総会の参考書類および株式交換契

約に関する事前備置書面等の虚偽記載あるいは誤導的な開示があったといえるか(会社法八三一条一項一号(招集手続の瑕疵))、②本件株式交換の承認決議が特別利害関係人(Y₁)の議決権行使による「著しく不当な決議」に該当するか(同項3号)、③Y₂による特別配当やY₁による株主還元策の公表によって出席株主の議決権行使が歪められたか(同号(決議の方法が著しく不公正なとき)に該当するか)に関する判断として注目に値する。本判決は、無効事由についての従来の考え方を踏襲しつつ、具体的に、①、②および③の事情が無効原因になる決議取消事由に該当するかについて判断(①②は最初の判断)したものとして意義を有する。

二 会社の組織に関する無効の訴えと無効事由

1. 会社の組織に関する行為の無効の訴え(会社法八八条)における無効事由が何であるかについて明文の定めはなく解釈に委ねられる。訴訟で争われた事案は極めて少ないが、一般論としては、軽微な瑕疵のために効力を失わせるのは関係者に与える影響が著しく大きくなるため、組織再編手続の瑕疵のうち重大なものが無効事由になると説かれる(江頭憲治郎『株式会社法(第九版)』(有斐閣、二〇

二四) 九三三頁、九七一頁、九九五頁、一〇一五頁、田中亘『会社法(第四版)』(東京大学出版会、二〇二三) 七一六頁、東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社訴訟Ⅱ「第三版」』(判例タイムズ社、二〇一二) 七〇八頁、七三六頁、七四八頁、七六〇頁、宇野総一郎編集代表/滝川佳代・大久保圭編『株式交換・株式移転・株式交付ハンドブック』(商事法務、二〇二三) 三五六頁等。具体的には、組織再編契約・計画の必要的記載事項の欠缺または意思表示の瑕疵による無効、組織再編承認決議の不存在・無効・取消し、債権者異議手続の不履践などが挙げられる(田中・前掲七一六頁、東京地方裁判所商事研究会編・前掲七〇八頁―七一二頁等)。

また、組織再編の承認決議に取消原因があれば、組織再編それ自体の無効原因となることから、不当・不公正な組織再編比率それ自体は無効原因にはならない(最三小判平成五・一〇・五資料版商事一六号一九七頁、(原審)東京高判平成二・一・三一資料版商事七七号一九三頁。学説として、江頭・前掲九〇四頁注二、田中・前掲七一八頁、東京地方裁判所商事研究会編・前掲七一六頁等。もともと判例・学説では、組織再編比率が著しく不公正な場合には無効事由になり得るとの見解も有力である(神田秀樹『会

社法（第二六版）』（弘文堂、二〇二四）四〇九頁、前掲・東京高判平成二・一・三一（傍論）ものの、組織再編に係る株主総会の決議が著しく不当な決議（会社法八三一条一項三号）に該当する場合に、効力発生後は組織再編の重大な瑕疵として無効事由になると解される（裁判例として、東京地判令和四・一一・一一【LEX/DB25609515】参照。学説として、江頭・前掲三八九頁—三九〇頁注七、九〇四頁注二、田中・前掲七一七頁—七一八頁、今井宏＝菊地伸『会社の合併』（商事法務、二〇〇五）一二六頁、東京地方裁判所商事研究会編・前掲七一六頁、七三八頁等）。

2. 本件は、事前備置書面等の虚偽記載もしくは更新義務違反または誤導的な開示（虚偽記載等）の有無が問題となった点に事案の特徴がある。本判決は、いずれもXらの主張を退けたため、虚偽記載等が組織再編の効力にいかなる影響を及ぼすか（直接的に組織再編の無効原因となるのか、それとも組織再編の無効事由となる取消事由にあたるのか）は問題とならなかった。それゆえ、この問題に立ち入ることは評釈の域を超えるが、理論的にはなお重要な問題であるため（多数の見解によれば取消事由の主張は三箇月内に限られる）、以下、議論の整理にとどめる形で取り上げる。

従来、裁判例で問題となったのは事前備置書面等の備置義務の懈怠の場合である。この点、「株主等利害関係人が本件株式交換の公正等を判断することを妨げ、株主の議決権行使等の権利行使に重大な支障を来すものである上」、それにより株主に現実の支障が生じている限り、株式交換それ自体の無効原因になるとする裁判例（神戸地尼崎支判令和二七・二・六金判一四六八号五八頁（以下、平成二七年尼崎支判）参照）がある。同判決は組織再編における事前開示の懈怠を理由に組織再編の無効を認めた初めての公判裁判例である。他方、学説上も、事前備置書面等の備置義務の懈怠がある場合やその内容に重要な虚偽記載（記載漏れがあった場合を含む）があった場合、株式交換等の手続の瑕疵を生じ、株主や新株予約権者の権利行使にとって重要な資料となるから、原則として株式交換等の無効事由になると解されている（森本滋編『会社法コンメンタール18「2」』（商事法務、二〇一〇）五一頁「柴田和史」、江頭・前掲九一四頁—九一五頁等。なお、過料の制裁（会社法九七六条七号・八号）参照）。これに対し、合併比率の公正さを判断するために最低限必要な事項について記載がないか、又は虚偽の記載があった場合には、決議方法の著しい不公正として、組織再編決議には取消原因があり、取

消原因を通じて合併の無効原因を構成するとの見解もある(今井Ⅱ菊地・前掲二二六頁、東京地方裁判所商事研究会編・前掲七一七頁)。

事前開示の懈怠が組織再編に及ぼす影響についての見解の相違を評価するにあたり、第一に、事前開示制度の法的性質・位置づけが重要となる。事前開示手続は組織再編「決議」の成立手続というよりは、組織再編「手続」の構成要素と理解するならば、事前開示の不備は重要な手続要件の一つを欠き、無効原因となるとの見解が導かれる(河本一郎ほか『合併の理論と実務』(商事法務、二〇〇五)三三二頁、五〇〇頁、五〇二頁「今井発言」)。これに対し、事前開示書類の備置きは組織再編の法律行為論的要素を構成するものでないとの理解からは、その懈怠は直ちに無効原因となるわけではないと指摘される(来住野究「判批(平成二七年尼崎支判)」速報税理三五卷一一号(二〇一六)二八頁)。第二に、組織再編行為一般に対する差止め規定(平成二六年会社法改正)との関係を踏まえて考察する必要がある(平成二六年改正前の議論を含め、中東正文「募集株式の発行等」江頭憲治郎編『株式会社法大系』(有斐閣、二〇一三)四二五頁以下、笠原武朗「組織再編行為の無効原因」落合誠一先生古稀記念『商事法の新しい

礎石』(有斐閣、二〇一四)三二六頁、同「判批(平成二七年尼崎支判)」ジュリスト一四八六号九〇頁参照)。すなわち、事前開示の懈怠が無効原因となるかについて、虚偽またはミスリーディングな開示の場合には差止めの機会を奪うものだから無効原因となるのに対し、必要な開示を欠くという瑕疵は無効原因としてではなく、差止めの問題として考えるべきという理解である。この見解によれば、同じく事前開示の懈怠の場合でも、備置義務の懈怠と虚偽記載・誤解を招く表示を区別し、後者について無効原因があると考えることになる。

3. 決議取消しの訴えと会社の組織に関する行為の無効の訴えとの関係について、効力発生後は(六箇月以内に)無効の訴えを提起すべきであり(会社法八二八条一項七号乃至一三三号)、異論(江頭憲治郎Ⅱ門口正人編集代表『会社法大系4』(青林書院、二〇〇八)三九三頁「佐々木宗啓」)はあるものの、多数説によれば、取消事由を行為の無効事由として主張する場合には決議の日から三箇月内に提起する(会社法八三一条一項前段)ことを要する(いわゆる吸収説)。Xらは、本件株式交換契約の効力発生日後、取消しの訴えの提訴期間内(末日の前日)に無効の訴えを提起しており、Xらの主張や本判決は判例・学説の多数説

を前提とするものと解される。

三 判旨一（争点1）について

1. 本件では、事前備置書類等の虚偽記載あるいは更新義務が問題となっているが、そもそも業績予想の下方修正は、会社法および省令の求める記載事項として明記されているわけではない。そこで、業績の下方修正が事前開示事項に該当するかが問題となるところ、原判決は、少なくとも連結業績予想についてY₁の取締役会において交換比率を定めた際に最終検証の対象となっておらず、また業績予想の「下落の程度」と「下落の確度」を考慮しても事前備置書類等に記載すべき事項に当たらないとし、本判決は、Y₁がどのような認識を有していたか証拠上確定することは困難であり、誤導的な開示あるいは事前備置書面等の更新義務の有無を論じる前提を欠くとしたことに加え、（事前開示事項に該当することを前提に）事前備置書面等の更新を要するほど大幅な下落とはいえないことを挙げる。

業績予想をめぐるY₁の取締役会の認識・意図が明確でない以上、誤導的であるあるいは更新義務の有無は問題とならないように見える。しかし、インサイダー取引規制（金融商品取引法一六六条）との関係では、実務上、そもそも

業績予想値が予想を下回ることについて取締役会等の業務執行機関の正式な報告・了承はなくとも、実質的に仕切っている管掌役員や担当部長クラスが算出した段階で「会社が新たに算出した」に該当する方が無難であると指摘される（木目田裕「上島正道監修『インサイダー取引規制の実務』第2版」（商事法務、二〇一四）一三五頁—二三六頁）。これを本件についてみると、Y₁は二〇一八年一〇月二六日の取締役会の時点で、二〇一九年三同期の連結営業利益や単体の業績予想が公表済みの数値を下回ることとを確認しながら、同年一〇月三〇日の決算発表では修正なしと公表したほか、同年一月一九日開催の役員朝会で、単体の業績予想が予想値を下回ることを確認した。そして、本件総会による経営統合の承認（同年二月五日）後の、同年二月一四日の本部連絡会では業績予想の下振れが確認されている。一連の内部的な確認手続をより精査する必要があったと考えられる。

また、Y₁の取締役会の認識如何にかかわらず、客観的な開示義務の有無を論じる余地はある。当初、X₁らは書類等を更新しなかったことが虚偽記載に当たるとしたが、本来、「虚偽」記載可否かは、開示義務を前提に情報開示がなされた時点で判断されるものであり、業績予想はあくまで公

表時点での予想数値であつて、事後的に虚偽記載になることとはないといえる。問題はすでに開示した情報の更新義務の有無である。そもそも事前の開示としての「交換対価の相当性に関する事項」（会社法七八二条一項、施行規則一八四条一項一号・三号）は、「理由（再編比率理由説明書）」（平成一七年改正前商法三五四条一項二号）では足らず「相当性」が要求されており、対価の柔軟化を受けて、組織再編を承認するか、それとも株式買取請求をするかについて、株主が合理的に判断できる程度に詳細に記載されたものでなければならぬと説かれる（今井・菊地・前掲二一六頁、郡谷大輔監修『会社法関係法務省令―逐条実務詳解』（清文社、二〇〇六）三九二頁）。そうすると、本件での業績予想の変動が、株主の投資判断にとって「重要な事実か否か」が問われることになる。何が投資判断にとって重要な事実かは、下方修正の確率と規模（大きさ）の両要素によって判断すべき（中村聡ほか『金融商品取引法―資本市場と開示編「第三版」』（商事法務、二〇一五）五七八頁等参照）であり、判旨が「下落の程度」と「下落の確度」を基準に判断すること自体は支持できる。ただ、その判断の内容については検討の余地があるように思われる。まず、本判決・原判決ともに業績予想の「下落の程度」

を問題とするが、原判決はそもそも事前備置書面等の記載事項に当たらないことを、本判決は、事前備置書面等（対価の相当性に関する事項、交換対価について参考となるべき事項など）の更新を要するほど大幅な下落とはいえないことを指摘する。しかし、連結業績予想の約二四％の下落、単体業績予想の約一五％が更新を要するほど大幅な下落とはいえない根拠は、数値の直観的な意味合い以外には明らかでない。補充的な根拠として、適時開示の基準（三〇％以上の増減）が参照されるが、判旨も述べるように、この数値基準を株式交換の承認決議に際して開示・提供すべき事項を決める判定基準とすることの当否（組織再編というタイミングを考慮すべきではないか）が問題となる。そもそも数値基準が設けられた趣旨は、刑事罰が問題となるインサイダー取引規制における「重要な事実（業績予想の変動）」に該当するかの判断が難しく、それゆえ構成要件該当性を可及的に明確化することにあると解される。これに対し、そもそも「対価の相当性に関する事項」では、合理的な投資家であれば投資判断にとって重要と考えられる情報を開示（提供）すべきであるとする、とりわけ、すでに公表した業績予想が未だ古びた情報とはいえない場合に下方修正されるときは、その数値のもつ意味（基調の変化

の有無など)について経営陣による分析を含め、より詳細な情報開示が求められる場面ではないか(数値基準のもつ有用性が失われ、開示義務の範囲が曖昧になることは否めないが、業績予想の数値の公表・下方修正後に株価が統計的に有意な変化を示すならば、投資家にとって重要な情報と考えられる)。

もう一つ、原判決が指摘する「下落の確度」である。原判決は、「利益挽回策を講じた場合の単体業績予想等に照らすと下落の確度が高いとまでは評価し得なかった」としたが、内部予測と業績予想(見積り)は、相当程度確実でない限り重要とはいえないであろう。しかし、本件は特別の資本関係のある会社間の株式交換契約であり、進行中の四半期に関する情報の確度(確からしさ)というよりは、経営陣が投資家にとって有用な情報を隠す行動をとる状況にあるか否かを考慮すべきように思われる(See *Mitu Gulati, When Corporate Managers Fear a Good Thing is Coming to an End: The Case of Interim Nondisclosure*, 46 UCLA L. Rev. 675, 732 (1999))。

四 判旨二(争点2)について

1. 株主総会決議取消しの訴えはいわゆる形成訴訟であり、

法律の要件が認められる場合に提起できることから、原告が、原告適格、決議取消事由について主張立証すべきである。会社法八三一条一項三号に基づく決議取消しの訴えでは、原告が、①特別の利害関係を有する者を特定し、②同人にはどのような利害関係があるかを具体的に明らかにし、③同人が議決権を行使したことによって当該決議がされたこと、④当該決議の著しい不当性を基礎付ける具体的事実を記載することを求められる。

本判決(原判決)の採用する判断枠組みによれば「一般に公正と認められる手続」により効力が生じれば、組織再編比率が公正なものと認められる結果、「著しく不当な決議」該当性が否定されることになる。特別の資本関係がある者による二段階公開買付けの事案であるジュピターテレコム事件決定の判断枠組みを実質的に採用するものと考えられるが、同決定を引用していない(特別の資本関係のない会社間の一段階の組織再編であるテクモ事件決定のみ引用する)。これは二段階公開買付けの事案と一段階の組織再編(本件)の事案の違いを考慮したものである一方、テクモ事件決定を引用することから、価格決定申立ての判断枠組みが決議の瑕疵を争う訴えにも妥当するとの判断が示された点に特徴がある(高原知明「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控訴審判決に現れる手続法、実体法上の諸問題「下」商事法務二三五五号(二〇二四)六一頁、清水田香「本件判批」法学セミナー八三四号(二〇二四)一三三頁。また、原審判決につき、松嶋隆弘「判批」税理六六卷一一号一八〇頁、一八七頁(二〇二三)参照。このような判断枠組みの特徴は、請求を理由づける事実の構成部分としての本件承認決議の「不正」該当事実の否認を前提とした反対事実(否認の理由)としての「本件承認決議の公正性」に焦点を当てて、これを肯定する認定評価をした上で、それに反する要証事実Ⅱ本件承認決議の「不正」該当性を否定するという構造を採用する点にある(高原・前掲五六頁、六〇頁以下参照)。このような本判決(原判決)の判断枠組み・構造は、訴訟における攻撃防御の構造を踏まえた平成二年東京高判の判断構造や実務・学説の一般的理解に馴染まない面があり、従来の一般的な理解との整合性を保つため、「著しく不当な決議」該当性を否定すべき間接反証事実の一例を示したものと限定的に理解すべきことが指摘される(以上の指摘について、高原・前掲六一頁―六二頁参照)。もともと、裁判実務上、訴訟の資料が被告会社によく存在する場合もあるため、被告会社としても、決議が会社法の規定に則っ

て行われているということを基礎付ける事実を反証として積極的に主張立証すべきであるとの指摘もなされており(東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社訴訟Ⅰ(第三版)』(判例タイムズ社、二〇一一)三八七頁等参照)、本判決の判断枠組みは支持してよいと考えられる。

2. Xらは、控訴審において、企業価値の算定手法について理論的な問題点を指摘して、「一般に公正と認められる手続」とはいえないと判断する事情について補充主張を行った。このうち、(1)サイズプレミアムの取扱いの当否(サイズプレミアムの説明として、株式会社ブルータス・コンサルティング編『企業価値評価の実務Q&A(第4版)』(中央経済社、二〇一八)三三四頁―三四二頁、鈴木一功・田中亘編著『バリュエーションの理論と実務』(日本経済新聞出版、二〇二二)一一九頁―一二〇頁、一八六頁―一八八頁参照)、(2)事業計画の恣意性の有無、(3)MOMの要否をめぐる点について触れておきたい。

(1) S M B C 日興証券(Y_2 の起用した算定人)の算定では、 Y_2 の割引率(五・九七%→六・九七%)よりも Y_1 の割引率(八・二七%→九・二七%)の方が高い(Y_2 の割引率が低い)のに対し、Y C G (Y_2 の第三者委員会が独自に起用した算定人)の算定では、 Y_2 の割引率(七・〇七%→

八・六四％）よりも Y_1 の割引率（五・五七％）六・八一％の方が低く（ Y_2 の割引率が高い）、両者の割引率が逆転している理由は、サイズプレミアムの採否にあると説明される（アルパイン株式会社「当社とアルプス電気株式会社の経営統合に関する当社の考え方について」（平成三〇年十一月十五日）「質問15・当社見解」参照）。Xらは、第三者委員会によるサイズプレミアムの適用の合理性に関する実質的な検討をしていないこと、一〇分位ではなく三分位を適用することは極めて恣意的である旨を主張した。しかし、判旨三に引用するようにいずれの主張も退けられた。本件のサイズプレミアムの適用をめぐることは、「Ibbotsonの数値に従ったとしても、その差異は一％程度と思われる、少数株主側が指摘するように、それだけで割引率の逆転は説明できない」（鈴木一功「M&Aの企業価値評価をめぐる最近の論点」証券アナリストジャーナル二〇一九年五月号四九頁）と指摘されるが、本判決のいうように、複数の算定結果の間に大きな乖離が認められる場合に検証を行う方針が認められたことから、サイズプレミアムの不当性を基礎づけることはかなり難しいと思われる。

（2） Y_1 の事業計画上の数値が過度に楽観的であるのに対し、 Y_2 のそれが過度に保守的であり、複数の専門家の意

見を添えた上で事業計画が不合理である旨が主張された。しかし、この主張も的確な証拠がないとして退けられた。もちろん、形式的に手続を整えれば足りるわけではないが、 Y_2 社に生じたその時々事情を踏まえた検討を行うために算定機関を選任・選定した上で、第一次委員会から第三次委員会が各時点における株式交換比率の公正性等について確認・検証しており、事業計画の恣意性を基礎づけるハードルはかなり高いと思われる。

（3）MOMの要否との関係では、本件において、 Y_1 およびA（事実）1参照）の議決権の数を除いた少数株主の過半数の同意を得ていないという事実をどう評価するかが問題となる（古川朋雄「本件判批」資料版／商事法務四七八号（二〇二四）一六八頁は、Aの行動如何では手続の公正性に影響がある旨示唆する。ただ、Aが Y_1 ・ Y_2 の共通株主である点（Aの真意）をどう評価するかが問題となる）。特別の資本関係がある当事者間の組織再編（ Y_1 が Y_2 の四〇％超の株式を保有）であるから、再編条件の適正性を確保する観点からはMOM要件を満たすことが望ましい事案と考えられる。しかし、敵対的買収の事案ではなく、株式交換契約の事案において、 Y_2 がMOMを採用するインセンティブはないと考えられる。また、MOMは経済産業

省「公正な M & A の在り方に関する指針」(二〇一九)において公正性担保措置の一つとして位置づけられたものの、経済産業省「企業買収における行動指針」(二〇二三)では、強圧的な買収など例外的な場合に認められるものと位置づけられ、その意義が後退した感がある。私見では、本判決の判断枠組みを前提とする場合に、株主総会における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の有無について、より慎重に判断すべきと考える。

五 判旨三(争点3)について

1. 本件では、本件株式交換の承認に係る議案が承認可決されることを条件に、Y₂は特別配当(一〇〇円)を実施する議案を付議することとし、Y₁は、経営統合後の自己株式取得を含む株主還元策を決定し、公表した。特別配当を実施する理由は、株式交換比率の公正性を疑わせる事情は特段検出されなかったが、平成三〇年開催の定時株主総会の議決権行使結果を含む少数株主から寄せられた意見等を踏まえ、少数株主に対してより有利な条件で本件経営統合を行う余地を模索する趣旨と説明される(アルパイン株式会社「アルプス電気株式会社との間の株式交換に関する臨時株主総会招集のための基準日設定及び剰余金の配当並びに

最終検証に関するお知らせ」(二〇一八年九月二七日)参照)。

2. まず、本件では争点となっていないが、本件のような株式交換の承認議案が可決されることを条件に剰余金の配当議案を付議することは利益供与(会社法二二〇条)(前者の決議方法の法令違反による決議取消事由)に該当するのではないかが問題となる。この点について、全部取得条項付種類株式の取得議案が承認可決されることを条件に剰余金配当が提案された事案において、すべての株主に保有株式数に応じて平等にされるものであるから、これが特定の株主に対する財産上の利益を禁止するという会社法二二〇条の元々の趣旨ないし株主平等原則に抵触するということはできないとの判断が示されている(東京地判平成二六・四・一七金判一四四四号四四頁(アムスク株主総会決議取消訴訟)。また、剰余金配当は剰余金の分配可能額の範囲内で適法な承認決議に基づいて行われる限り、会社資産の不当な支出とはいえないし(森本滋「違法な利益供与の範囲」月刊監査役一六七号三頁、七頁―八頁(一九八二))、株主が賛成したところで確実に剰余金の配当を受けられることにはならない(山田尚武「アムスク株主総会決議取消請求事件と実務への影響」商事法務二〇三九号一七

頁、二四頁（二〇一四）。それゆえ利益供与に基づく決議の瑕疵の主張は理由がなく、次に見るように（→3）、ある議案の承認を条件として剰余金の配当を提案するというアジェンダ設定に係る問題と捉えるべきである（山田・前掲二四頁も、スクイズアウト議案を停止条件として高額の配当を行う旨の議案を付議することは、法律上違法な利益供与に該当しないが、実務として、こうした停止条件付決議は適切さを欠くように思われるという）。

3. Xらは、このような付議の仕方は株式交換契約の承認議案に対する賛否の判断を歪めるものであり、決議の方法が著しく不公正なとき（会社法八三一条一項一号）に該当すると主張した。原判決は、まず、特別配当を付議することとは違法でないこと、株主還元は株主全員に対して一律に適用されるものであることを指摘して、Xらの主張をいずれも排斥した。しかし、Xらの主張は、単に提案内容が違法であるか否かを問題とする趣旨ではなく、また株主全員に一律に適用されるか否かではなく、議案1の賛否が他の提案によって影響を受ける可能性があるため、議案1について株主の意思が真に反映されたものかを問題とする趣旨と考えられる。この部分の説示は、Xらの主張の趣旨を十分に汲んでいないように思われる。

次に、原判決は、本件議案3、つまり株式交換契約の承認に係る議案が否決されることを条件として、Y社に剰余金の配当（三〇〇円）を実施する株主提案がなされたことを挙げる。本件株式交換契約に係る議案1の賛否をめぐり、賛成のみならず、反対を目的とする提案が同時になされ、一方向への歪みが相殺（減殺）されたかのように捉えるものと解されるが、議案1を賛否いずれの方向に誘導する意図を有するにかかわらず、株主が議案1の経済的実益を純粹に判断したといえるかが問題の本質である。このような抱き合わせ型の提案は強圧性を有するものと評価し、株主意思として尊重すべきではないと考えられる（「議決権行使が歪められた」という主張の意味内容について、米国での議論状況を含めて、柳明昌「M & Aにおける株主意思の尊重とその限界」荒谷裕子編『会社法と金融商品取引法の交錯』（三省堂、二〇二五）九一頁以下参照）。個別の提案それ自体を単独で法的評価の対象とするのではなく、複数の議案の付議・審議が条件付けられている場合は相互に関連付けて考察する必要がある。また、株主の意思を一定の方向に誘導する効果を持ちうるというのみならず、特定の議案の賛否をめぐって他の競合する提案の実益を考慮しながら賛否を表明するという負担を株主に負わせることに

なり、取締役による十分な情報の提供や説明を受ける機会を軽視することにつながる危険性もある。このような付議の仕方は、Xらが主張するように、議案1の賛否の判断を歪めるものと評価すべきように思われる。このような評価が成り立つのであれば、さらに「決議の方法が著しく不正なとき」に該当するかが問題となる。別途検討を要する問題であるが、問題の指摘にとどめる。

柳 明昌