

## コーポレートアクション発生時の運用戦略

---

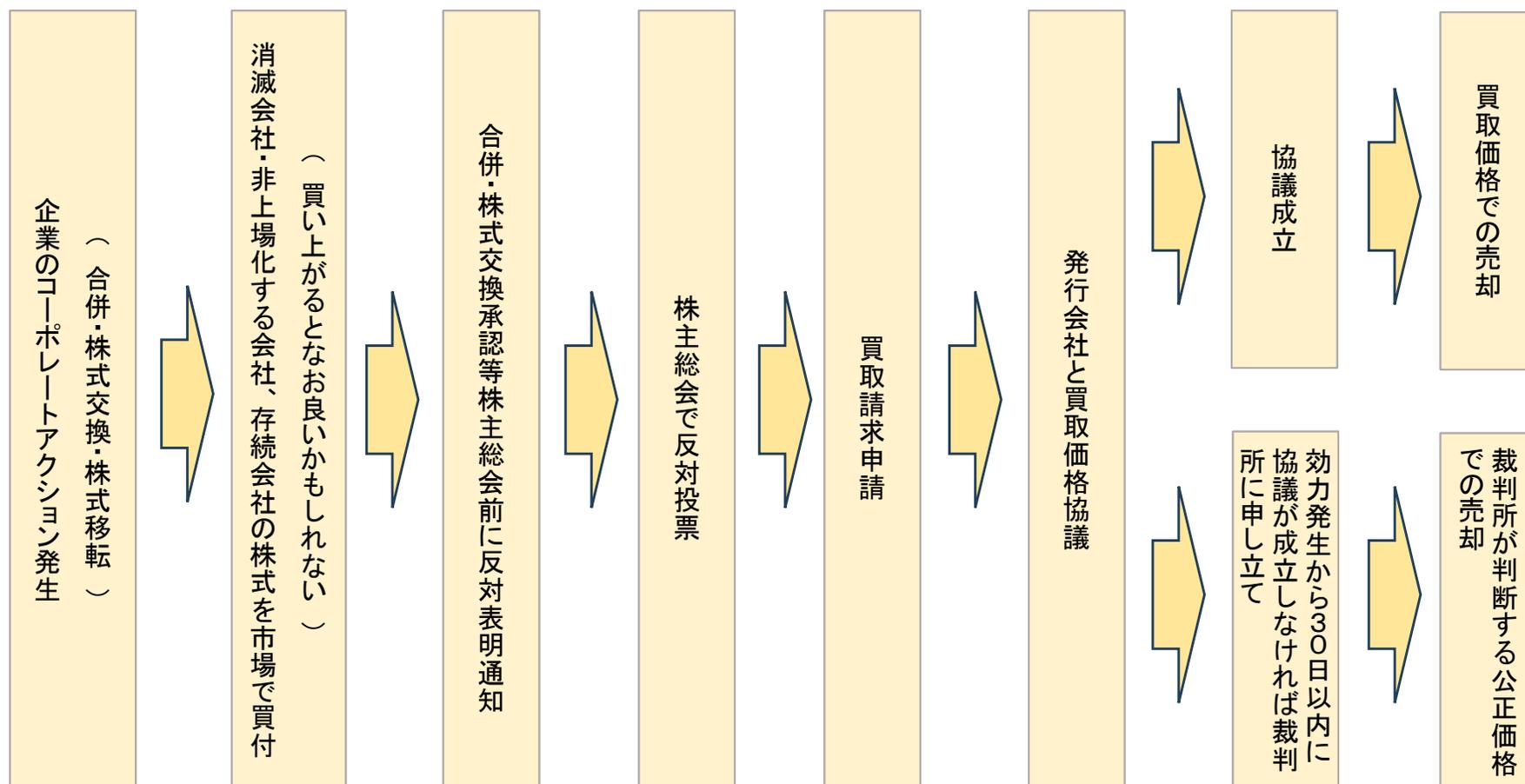
2024年6月  
VAコンサルティング株式会社

## はじめに

---

- コーポレートアクション時に有効な運用アイデアを研究した
- 企業の合併や株式交換、株式移転発表後に株式を買い、会社法に基づいて買取請求を行うもの
- 消滅企業や非株式交換企業、存続企業までも”公正価格”での買取が求められる
- 近年、当実例がいくつか見受けられる

## 運用手順



※ 60日超になると6%の金利までついでちやう

## 会社法785条(吸収合併等の手続)

### 第785条【反対株主の株式買取請求】

① 吸収合併等をする場合(次に掲げる場合を除く。)には、反対株主は、消滅株式会社等に対し、自己の有する株式を公正な価格で買い取  
ることを請求することができる。

一 第783条第2項に規定する場合

二 第784条第2項に規定する場合

② 前項に規定する「反対株主」とは、次の各号に掲げる場合における当該各号に定める株主(第783条第4項に規定する場合における同項に規定する持分等の割当てを受ける株主を除く。)をいう。

一 吸収合併等をするために株主総会(種類株主総会を含む。)の決議を要する場合 次に掲げる株主

イ 当該株主総会に先立って当該吸収合併等に反対する旨を当該消滅株式会社等に対し通知し、かつ、当該株主総会において当該吸収合併等に反対した株主(当該株主総会において議決権を行使することができるものに限る。)

ロ 当該株主総会において議決権を行使することができない株主

二 前号に規定する場合以外の場合 全ての株主(第784条第1項本文に規定する場合における当該特別支配会社を除く。)

(以降省略)

出所:e-GOV 法令検索から転載

## 会社法786条(吸収合併等の手続)

### 第786条【株式の価格の決定等】

株式買取請求があった場合において、株式の価格の決定について、株主と消滅株式会社等(吸収合併をする場合における効力発生日後にあっては、吸収合併存続会社。以下この条において同じ。)との間に協議が調ったときは、消滅株式会社等は、効力発生日から60日以内にその支払をしなければならない。

2 株式の価格の決定について、効力発生日から30日以内に協議が調わないときは、株主又は消滅株式会社等は、その期間の満了の日後30日以内に、裁判所に対し、価格の決定の申立てをすることができる。

3 前条第6項の規定にかかわらず、前項に規定する場合において、効力発生日から60日以内に同項の申立てがないときは、その期間の満了後は、株主は、いつでも、株式買取請求を撤回することができる。

4 消滅株式会社等は、裁判所の決定した価格に対する第1項の期間の満了の日後の年6分の利率により算定した利息をも支払わなければならない。

5 株式買取請求に係る株式の買取りは、効力発生日(吸収分割をする場合にあっては、当該株式の代金の支払の時)に、その効力を生ずる。

6 株券発行会社は、株券が発行されている株式について株式買取請求があったときは、株券と引換えに、その株式買取請求に係る株式の代金を支払わなければならない。

出所:e-GOV 法令検索から転載

## 会社法797条、798条(吸収合併等の手続)、806条、807条(新設合併等の手続)

---

797-798条は吸収合併等の手続の場合の存続会社の合併反対株主についての買取請求に関する法律  
806-809条は新設合併等の手続の場合の消滅会社の合併反対株主についての買取請求に関する法律

両者とも内容は785-786条とほぼ同様のため省略

## 公正価格とは？（反対株主による株式買取請求による買取価格の決定方法）

### ◆ 反対株主による株式買取請求による買取価格の決定方法

#### 手続

株式買取請求権を行使した後の株式の買取価格は、原則としては株主と会社間の協議で決定します（会社法117条1項）。協議が整わない場合、株主または会社が裁判所へ申し立てることで、裁判所が決定することになります（同条2項）。反対株主としては、買取価格について公的機関である裁判所に判断してもらう機会を得られますから、株主総会で決議された買取価格に納得のいかない株主にとって株式買取請求権は投下資本回収のために有効な手段といえます。

当然ですが、株式買取請求権を行使した株主としては高額での買取を希望しますが、他方で、会社側としてはなるべく安く株式を買い取りたいと考えます。買取価格については、法律上は「公正な価格」となっていますが（会社法116条1項柱書）、この「公正な価格」が具体的に何円なのかを巡って株主と会社とが対立するケースが多いです。

### ◆ 上場株式の価格決定方法

上場会社の場合、株式には市場価格が存在しますから、市場価格を参考に株式の買取価格を決定する（株式を評価）するケースが多いです。裁判所も、「市場株価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」がある例外的な場合を除き、**市場価格が存在する場合は原則としてそれによって株式評価を行うことが合理的との考え方を示しています（最高裁決定平成23年4月19日）**。

## 公正価格とは？（組織再編による株式買取請求権による買取価格の決定方法）

### ◆ 基本的な考え方

組織再編においても、株主・会社間での協議が成立しない場合は当事者の申立てにより裁判所が「公正な価格」を決定します（会社法786条、798条、807条、816条の7、470条2項）。なお、株式の価値は日々刻々と変動するためどの時点の「公正な価格」を買取価格とするかの時的要素も問題になりますが、**判例は、組織再編の場合は、反対株主が株式買取請求権を行使した日を基準日としています（最高裁判決平成23年4月19日）**。株式買取請求権の行使により株式の売買契約が成立したのと同じ法律関係が生じるためです。

組織再編における株式買取請求の対価が「公正な価格」と定められた趣旨は、**組織再編によるシナジー等により企業価値が増加する場合は反対株主に対しても増加した企業価値分も含めて投下資本を回収できるようにする点にあります**。そのため、基本的には、組織再編における株式買取請求の対価としての「公正な価格」は、組織再編により企業価値が増加する場合は、組織再編が公正に行われそれにより増加分が組織再編の各当事会社の株主に分配されたとすれば基準日において株式が有する価値をいいます（最高裁決定平成24年2月29日）。他方で、**組織再編によっても企業価値が増加しない場合は、基準日における、当該組織再編を承認する株主総会決議がなかったならば当該株式が有していたであろう価格（旧商法の名残から、「ナカリセバ価格」と呼ばれます。）をもって「公正な価格」とされます（最高裁決定平成23年4月19日）**。このように、価格決定に当たっては、組織再編によって企業価値が増加するか否かが、大きな分水嶺となります。

### ◆ 企業価値が増加したか否かの判断

上記のように、企業価値が増加しているかがポイントになりますが、企業価値が増加したか否かの判断は非常に難しいです。裁判所が全て判断するとなると、価格決定の予測可能性が害され、結果として組織再編(M&A)が委縮してしまいます。また、経済やビジネスの専門家ではない裁判所に企業価値の判断を委ねることの妥当性にも疑問が残ります。

そこで、判例は、組織再編の当事者間に資本関係や利害関係等がなく独立した当事者間での組織再編の場合は、当事者自身（取締役や株主）の判断を原則として尊重する傾向にあります（最高裁決定平成24年2月29日）。当事者が独立関係にあるとはいえない場合（ex親子会社間のM&A、MBO）は、利益相反のおそれがあるため恣意的に当事者の一方に不利な条件で組織再編が行われてしまうおそれがあります。そこで、公平性を確保するため、社外役員や外部の専門家で構成される特別委員会（第三委員会、独立委員会）による審査を行う、中立的な株価算定機関が作成する株価算定書に基づき取引の条件を決定する措置（公正性担保措置、利益相反排除措置）をとるといった対応が為されるケースが多いです。

出所：栗林総合法律事務所HP

## 事例研究①（リョーサン/菱洋エレクトロ経営統合のケース）～ 村上ファンド

- とともに半導体商社のリョーサンと菱洋エレクトロは共同株式移転により持株会社の設立を発表
- リョーサンは16年間にわたりシルチェスターに保有されていたが、菱洋エレクトロとの経営統合を検討し、菱洋エレクトロに引き取ってもらった
- そこに村上ファンドが登場し急速に買い上げた後、総会で統合反対し、15%あまりの株券を会社法806条に基づき買取請求してEXITした

日時	リョーサン	シルチェスター	村上ファンド
2007年3月13日		大量保有報告書で5.01%保有が判明	
2008年3月19日		変更報告書で10.49%保有が判明	
2018年9月21日		変更報告書で19.26%保有が判明	
2023年2月7日	筆頭株主シルチェスターの保有リョーサン株式18.71%を菱洋エレクトロが買い取り、アライアンス検討と発表	全株を菱洋エレクトロへ3600円で売却（簿価2553円）。116億円の投資で47億円の利益（約16年）	
2023年3月31日			リョーサンの有価証券報告書で2.24%保有が判明
2023年6月27日			大量保有報告書で5.27%保有が判明
2023年6月29日			変更報告書で6.31%保有が判明
2023年7月4日			変更報告書で7.53%保有が判明
2023年8月8日			変更報告書で8.62%保有が判明
2023年9月26日			変更報告書で9.35%保有が判明
2023年10月16日	共同株式移転でリョーサン菱洋HD設立を発表（移転比率菱洋エレクトロ1 リョーサン1.32）		
2023年10月23日			変更報告書で10.37%保有が判明
2023年10月31日	臨時株主総会基準日		
2023年11月6日			変更報告書で11.47%保有が判明
2023年11月14日			変更報告書で12.52%保有が判明
2023年11月30日			変更報告書で13.57%保有が判明
2023年12月14日			変更報告書で14.57%保有が判明
2023年12月19日	臨時株主総会で株式移転計画が承認(81.85%)		
2024年1月4日			変更報告書で15.04%保有が判明し（簿価4113円）、全株を12/22付けで会社法806条第1項に基づき株式買い取り請求を行った旨開示。買取の効力発生日を4/1予定としている。
2024年3月28日	上場廃止		
2024年4月1日	効力発生日		154億円の投資で20億円の利益（約9か月、買取価格を12/22終値と仮定）

### リョーサン

半導体商社

売上 3256億円(23/3)

時価総額 1230億円(24/3/27)

### 菱洋エレクトロ

半導体商社

売上 1299億円(23/3)

時価総額 1062億円(24/3/27)

### シルチェスター損益

投資額 116億円

投資年数 16年

売買損益 47億円

### 村上ファンド損益

投資額 154億円

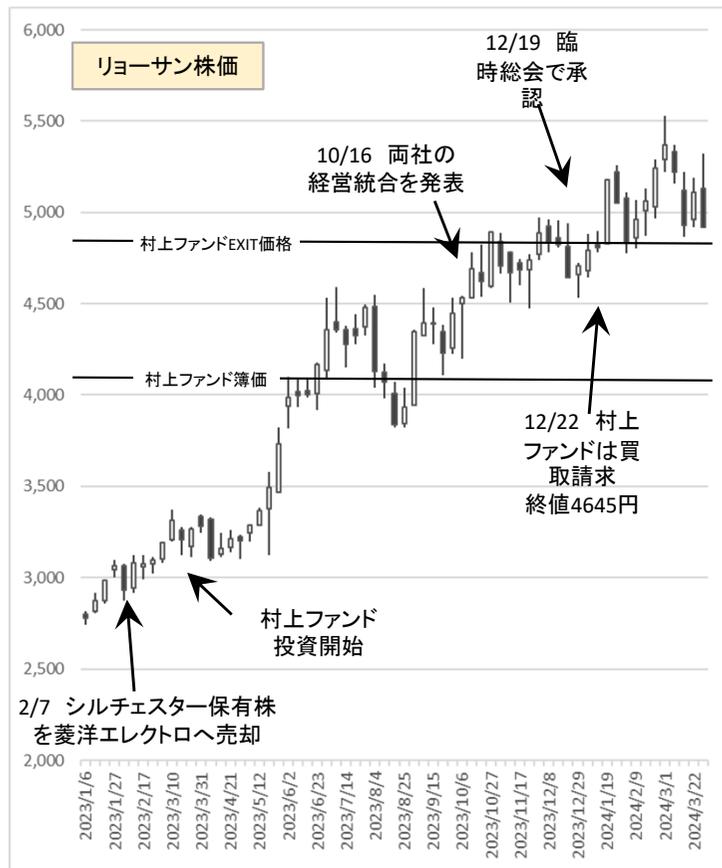
投資年数 1年

売買損益 20億円(想定)

出所：リョーサン適時開示、大量保有報告書から作成

## 事例研究①（リョーサン/菱洋エレクトロ経営統合のケース）

- リョーサン菱洋HDが4/1に開示した”株式移転に係る事後開示事項”によると株主2名からリョーサン株式の買取請求があり価格を協議中とされている
- リョーサン菱洋HDは統合後に元リョーサン株主に発生した端株を買い取ったが、価格は買取決議日4/24の終値2735円。リョーサン株式換算で3610円だった



## 事例研究②（アークランズによるアーランドSHD完全子会社化のケース）～ 村上ファンド

- 元々村上ファンドは親会社アークランズに投資していた
- アークランズは55%を保有する子会社アーランドサービスHDの株式交換による完全子会社化を発表
- 村上ファンドは方針変更し、アーランドサービスHD株式を買い始めた
- 急速に買い上げた後、総会で統合反対し、アーランドサービス株10%あまりとアークランズ株4%超の株券をそれぞれ会社法785条、797条に基づき買取請求してEXITした（アークランズ株については想定）

日時	アーランドサービスHD	アークランズ	村上ファンド
2022年			アークランズ株式投資開始？
2023年2月28日		定時総会基準日	
2023年4月6日			大量保有報告書でアークランズ株式5.03%保有が判明
2023年4月14日	アークランズによる株式交換による完全子会社化を決議（アークランズ1 アーランドSHD 1.87）	アークランズによる株式交換による完全子会社化を決議（アークランズ1 アーランドSHD 1.87）	
2023年4月17日			アーランドサービスHD株式投資開始
2023年4月24日			変更報告書でアークランズ株式を一部売却（4.81%保有）
2023年4月29日	臨時総会基準日		
2023年5月2日			大量保有報告書でアーランドSHD株式5.31%保有が判明
2023年5月10日			大量保有報告書でアーランドSHD株式6.48%保有が判明
2023年5月12日			大量保有報告書でアーランドSHD株式7.62%保有が判明
2023年5月25日		定時総会で株式交換契約が承認(78.26%)	
2023年6月22日	臨時株主総会で株式交換契約が承認(89.8%)		
2023年7月12日			大量保有報告書でアーランドSHD株式8.65%保有が判明
2023年8月2日			大量保有報告書でアーランドSHD株式9.65%保有が判明
2023年8月29日			大量保有報告書でアーランドSHD株式10.33%保有が判明し、8/22付けで保有する3,418,100株中2,748,400株について会社法785条に基づき株式買取請求を行い、9/1に効力発生予定と開示 アークランズ株式についても会社法797条に基づき買取請求したと考えられる
2023年8月30日	上場廃止		
2023年9月1日	効力発生日	効力発生日	アーランドSHD10億円、アーランド4億円の利益を上げた模様

**アーランドSHD**  
 外食店(かつや他)  
 売上 471億円(22/12)  
 時価総額 1014億円(23/8/29)  
 PER 30倍

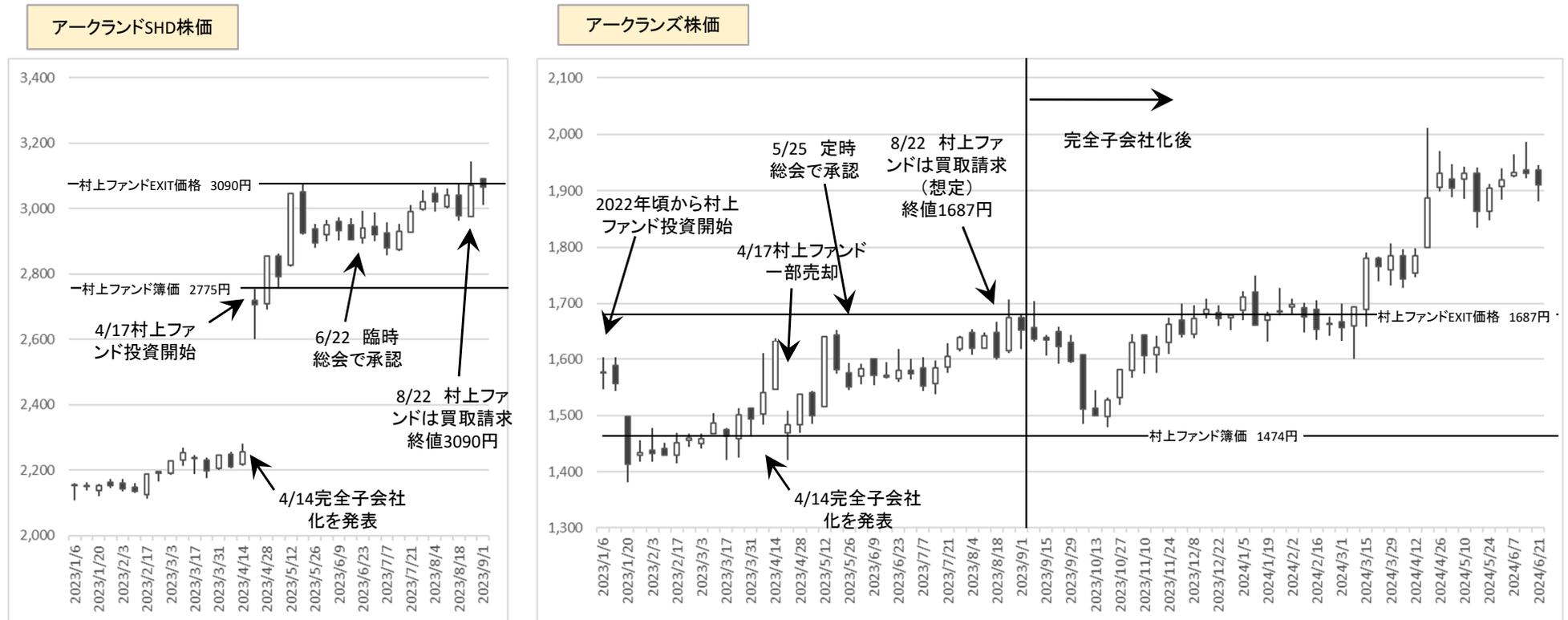
**アークランズ**  
 ホームセンター  
 売上 3249億円(24/2)  
 時価総額 686億円(23/8/29)  
 PER 5.2倍

**村上ファンド損益**  
**アークランズ**  
 投資額 29億円  
 投資年数 約1年  
 売買損益 4億円(想定)

**アーランドSHD**  
 投資額 94億円  
 投資年数 約4か月  
 売買損益 10億円(想定)

## 事例研究②（アークラズによるアークランドSHD完全子会社化のケース）～ 村上ファンド

- アークランズが完了後9/1に開示した”株式交換に係る事後開示書面”によると、会社法785条に基づいてアークラズSHD株式について株主2名から2,748,400株の買取請求が、会社法797条に基づいてアークラズ株式について株主1名から1,566,100株の買取請求があったとされています



出所：アークラズ、アークランドSHD適時開示、大量保有報告書から作成

## 事例研究③ (あいHDによる岩崎通信機完全子会社化会社化のケース) ~ 重田光時氏他

日時	岩崎通信機	あいHD	重田 光時氏他
2018年12月21日			Peninsula Rockが大量保有報告書で岩崎通信機株式5.02%保有が判明。保有目的は「純投資」
2019年8月8日			変更報告書で10.78%保有が判明
2020年5月21日			変更報告書で15.95%保有が判明
2022年3月15日			変更報告書で20.69%保有が判明
2023年1月4日			変更報告書で24.07%保有が判明
2023年11月30日	あいHDとの資本業務提携及び第三者割当増資を発表（割当後、あいHDは32.89%保有）	岩崎通信機との資本業務提携及び第三者割当増資引受を発表	
2023年12月8日			新株式発行差止仮処分申立てを東京地裁に申請
2023年12月11日			変更報告書で27.77%保有が判明。かつ保有目的を変更し「提出者は原則として純投資を目的として発行者の株式を保有しておりますが、発行者の財務状況や株価、証券市場の状況その他の経済環境等に応じて、発行者の経営陣との対話等を通じて発行者の価値向上を支援する行動をとる場合もあり、当該行動が法令上の重要提案行為等に該当することがあります」記載
2023年12月15日			東京地裁は却下。即時抗告はせず
2023年12月18日	新株式の払込完了（約37億円）		
2024年3月31日	定時総会基準日		
2024年4月30日			変更報告書で希薄化により18.49%保有に低下
2024年5月31日	あいHDとの株式交換による経営統合を発表（あいHD 1 岩崎通信機 0.6）	株式交換による岩崎通信機完全子会社化を発表（あいHD 1 岩崎通信機 0.6）	
2024年6月17日			変更報告書で保有目的を変更し、「純投資及び状況に応じて重要提案行為を行うこともありうる」記載
2024年6月19日			変更報告書で22.81%保有が判明。かつ保有目的を変更し、「重要提案行為（株主総会において会社提案議案に反対の議決権行使を行うことを含む）」記載
2024年6月21日			変更報告書で28.59%保有が判明
2024年6月27日	定時株主総会	簡易株式交換のため総会決議はなし	
2024年9月27日	上場廃止日		
2024年10月1日	効力発生日		

### 岩崎通信機

ビジネスホン主力  
売上 212億円(24/3)  
時価総額 214億円(24/6/24)

### あいHD

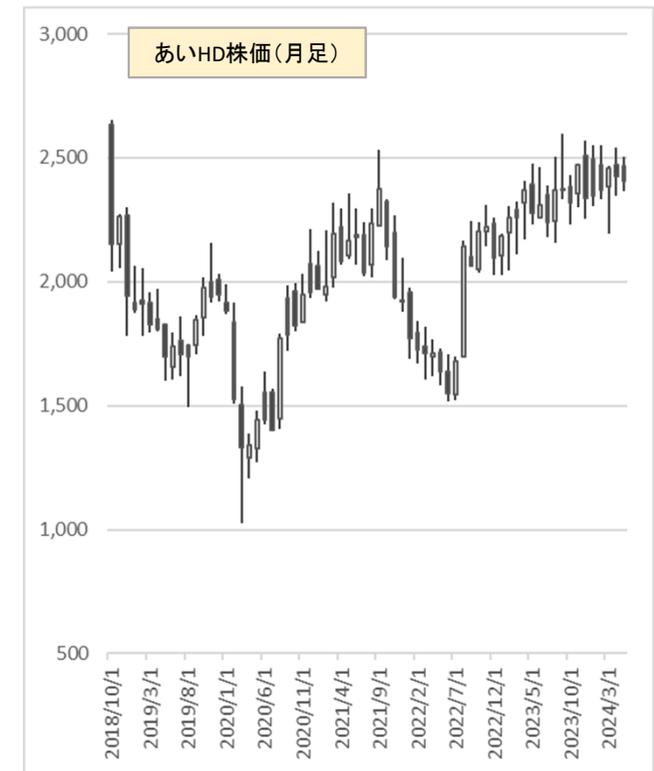
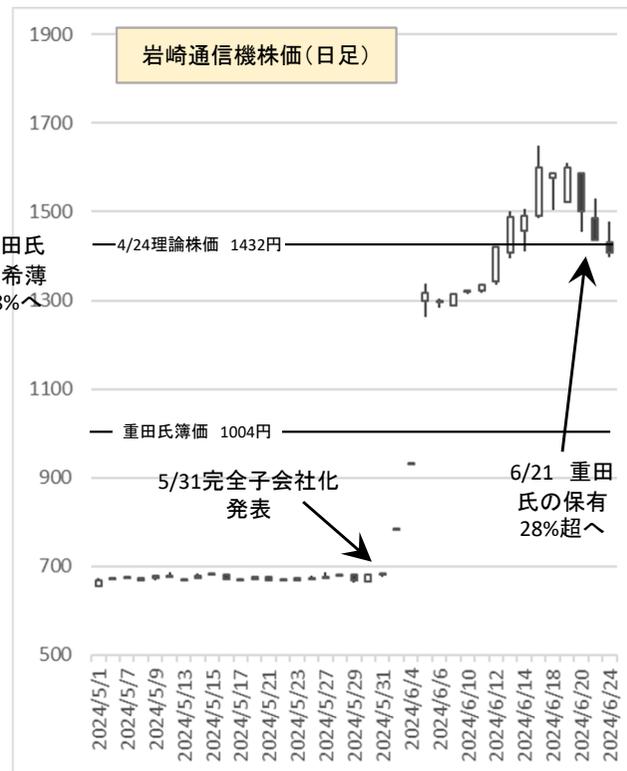
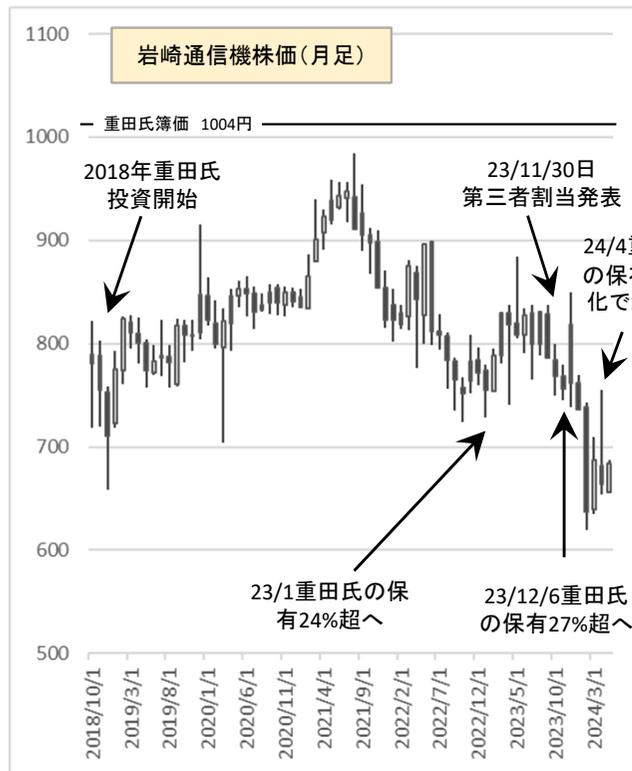
防犯カメラシステム主力  
売上 463億円(23/6)  
時価総額 1372億円(24/6/24)

- 2018年から重田氏(Peninsula Rock社)は岩崎通信機株式の投資を開始
- 保有が24%超に達したところで岩崎通信機が第三者割当を発表
- 差止請求も認められずに重田氏の持分は18%へ希薄化
- 岩崎通信機は株式交換によるあいHDによる完全子会社化を発表
- 重田氏は猛然と買い進み、保有目的も変更した。6/19現在31.7%

出所：岩崎通信機、あいHD適時開示、大量保有報告書から作成

### 事例研究③（あいHDによる岩崎通信機完全子会社化のケース）～ 重田光時氏他

- 総会基準日以降の買付株式の議決権を岩崎通信機が認めるとは思えないので、反対票は18%～
- 6/24あいHD株価は2387円なので、岩崎通信機の理論価格は1432円
- 6/27の総会で株式交換契約については承認された。今後は重田氏が買取請求を申し出るかどうか



## まとめ

---

- 会社法に認められている企業の組織再編時の反対株主による買取請求権は利用価値が高いと考えられる
- 買取価格は開示されていないので、正確にはわからないが、最高裁の判例に基づいて会社側が買取請求日の株価を採用している公算が高いと考えられる(そうでなければ株主は裁判所に申し立てをするはず)。
- 公正価格の考え方として、再編が企業価値を高めるのであれば、市場価格が上昇し、そうでなければ下落するはずということであり、価格が上昇した場合は買取請求日の買取価格が上昇し利益を得られるし、下落した場合は“ナカリセバ価格”で買付価格は担保され、比較的安全な投資戦略かもしれない
- TOBの場合はそもそも企業価値向上分のプレミアムが付与されており、スクイーズアウト価格をTOB価格以上にすることは相当ハードルが高いが、合併や株式交換の際のこの戦略は有効かも？