

〔商法 五三一〕

MBOの場合における全部取得条項付種類株式の取得価格の決定(会社法一七二条一項)は、①取得日における株式の客観的価値に加えて、②強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価格をも考慮し、裁判所の合理的な裁量により決定されたとした事例(サイバードホールディングス事件高裁決定)

東京高裁平成二二年一〇月二七日決定、平成二二年(ワ)第一八五六号
株式取得価格決定に対する抗告事件
資料版商事法務三三二号一七四頁

〔判示事項〕

一、会社法一七二条一項の全部取得条項付種類株式の取得価格の決定は、裁判所が新たに「公正な価格」を形成するものであり、会社法は、取得価格の決定を、記録に表れた諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねている。

二、裁判所は、「公正な価格」を定めるに当たり、①取得日における株式の客観的価値に加えて、②強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価格をも考慮するのが相当である。

三、①の取得日における株式の客観的価値は、特別の事情のない限り、評価基準時点にできる限り近接した市場株

価を基本として評価する。

四、②強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価格については、会社の非公開化目的のMBOに構造的な利益相反関係があることに鑑み、MBO手続の公正さ等を吟味する必要がある。

〔参照条文〕

会社法一七二条一項

〔事案の概要〕

本件は、被抗告人・原審相手方であるY社が、いわゆるマネジメント・バイアウト(MBO)を実施して非公開化するために、公開買付けを実施した後、Y社の発行済みの全ての普通株式に全部取得条項を付して、当該株式の全部取得と引き換えにY社の別個の株式を交付するが、本件公開買付けに応募しなかった株主には一株に満たない端数を交付し、端数合計数に相当する株式を売却して得られる金銭(売却価格は、本件公開買付け価格である一株六万円を基準として算定する予定とする。)を交付するものとしたところ、Y社の株主であったXら(抗告人・原審申立人)が、これに反対して、会社法一七二条一項に基づき、本件株式の各取得価格の決定を申し立てた事案である。

原審である東京地裁平成二二年九月一八日決定(平成二

〇年)第七一号株式取得価格決定事件)金判一三二九号四五頁、資料版商事三一〇号一九〇頁)(以下、「原決定」とする。)は、取得価格を公開買付け価格と同額の六万円としたが、本決定はこれを取消し、取得価格は六万一千三六〇円とした。前提事実等について、本決定は原決定の大部分を引用している。

〔前提事実〕

一 Y株式会社(被抗告人・原審相手方)は、モバイル・コンテンツ等の事業を行う純粋持株会社であり、平成二二年一月二二日からジャスダックに株式を上場していた(後述するように、平成二〇年三月一六日に上場を廃止した)。同社の平成一九年六月末日当時の役員は、代表取締役社長兼グループCEO・HR、取締役兼上席執行役員A、同B、取締役C、社外取締役D、常勤社外監査役F、社外監査役G、同Hであった。

二 MBOに至る経緯とMBOの公表

平成一八年一月一七日には、平成一九年三月中旬期の完全子会社J社の株式減損処理①を公表した。平成一九年五月二二日には、平成一九年三中期のJ社株式減損処理②及び子会社AR社株式減損処理の決定を明らかにした。平成一九年五月二二日には、平成一九年三中期決算短信を

公表し、前期比純損失増と平成二〇年三月期の純利益予想を明らかにした。平成一九年六月一日に、Y社は、投資主体とその運営会社数社からなるLグループ（東京拠点の株式会社Lグループ、英国領ケイマン諸島法を準拠法として設立されたLCI、LGO他一社、アイルランド法を準拠法として設立されたTHI及び香港拠点のLグループプリミテッド）と本件MBOに関して具体的な検討を開始することを前提とした秘密保持契約を締結した。

Lグループは、平成一九年一〇月二日に、当初提示価格よりも低い一株当たり五万六〇〇〇円という買付価格を提示した。Hは、かかる価格では不十分であるとして、交渉により少しでも、買付価格を引き上げるべく、厳しい態度を示し、「六万円台後半でないと、大株主の賛同は得にくい……」などと繰り返し主張した。

Y社取締役会は、フィナンシャル・アドバイザーとして、Y社及びLグループから独立した第三者評価機関である公認会計士K会計事務所を指名し、本件MBOに対する包括的な助言及びY社の株式価値の算定について依頼した。また、法律顧問として、弁護士法人KIを指名し、本件MBOに関する法的助言について依頼した。Y社取締役会は、弁護士法人KIの助言を得て、本件MBOの手続の公正さ

を確保し、本件MBOの透明性及び客観性を高めるべく、Y社及びLグループの双方から独立した者（社外取締役二名を含む。）から構成される第三者委員会を設置した。第三者委員会は、同年一〇月二日から活動を開始し、Y社取締役会がフィナンシャルアドバイザーとして選任した公認会計士K会計事務所と法律顧問として選任した弁護士法人KIをアドバイザーに指名し、前月に公表されたMBO指針を下にして本件MBOのあり方を検討した。第三者委員会は、一〇月三〇日、上記各アドバイザーからの助言・意見、株価算定報告書及び意見書の提出を受け、買収防衛策を条件付で廃止することを前提として、本件公開付けを含む本件取引の実行に賛同する旨の答申をY社取締役会に行うことを決議した。Lグループは、市場株価法、DCF法及び類似公開企業乗数比較法を比較検討した上、Lグループから依頼を受けたN社がY社株式の価値を評価した平成一九年一〇月二三日付け株式価値算定書を参考に、Y社の第三者委員会及び代表取締役社長であつて大株主であるAとそれぞれ別個に行った協議・交渉の結果や、Y社による本件公開買付けへの賛同の可否及び本件公開買付けの見通し等も踏まえ、既存株主に対してY社株式の市場株価にプレミアムを付した買付価格を提示することが相当であ

ると判断し、前記第三者委員会の決議を受けて、一〇月三〇日、本件公開買付価格を一株当たり六万円とした上で、本件公開買付けを実施することを決定した。

平成一九年一〇月三十一日に、Lファンド (LFCI, LGC, LHT) と HR は MBO 契約、A は参加契約をそれぞれ締結した。その内容は、HR は、Lグループによる Y 社の発行済株式及び新株予約権のすべてを取得することを目的とする公開買付け (以下「本件公開買付け」とする。) に応募し、HR の Y 社に対する善管注意義務若しくは忠実義務に反し又は反するおそれがない限り本件公開買付けが成功するよう最大限の努力を尽くすこと、本件公開買付け終了後、Y 社の親会社となる C J 社から第三者割当増資により、HR に対しては C J 社株式一一二万四〇〇〇株を、A に対しては同社株式二五〇万株を、いずれも一株当たり一〇円で発行させ、HR 及び A はこれを引き受けること、HR は、本件公開買付け後も、原則として、Y 社の代表取締役にとどまることなどを内容とするものであった。

平成一九年一〇月三十一日、Lグループは、Y 社の経営者とともに、MBO により Y 社を非公開化させるための一連の取引 (以下「本件 MBO」とする。) の一環として、本件公開買付けを実施する旨を公表した。同公表では、L

ファンドが発行済株式の一〇〇%を有する C J 社が、Y 社の発行済普通株式を一株六万円 (以下「本件公開買付価格」とする。) で買い付ける旨が明らかにされた。平成一九年一〇月三十一日、Y 社は、同日開催の取締役会において、本件公開買付けに賛同の意を表明することを決議した旨及び Y 社の株主及び新株予約権者に対し本件公開買付けに応募することを推奨する旨を公表した。また、Y 社は、上記公表において、① Y 社の発行済みの全ての普通株式に全部取得条項を付すこと、当該株式の全部取得と引き換えに Y 社の別個の株式を交付すること及び交付されるべき株式の数が一株に満たない株主には端数合計数に相当する株式を売却して得られる金銭を交付すること、② 上記売却価格は、本件公開買付価格を基準として算定される予定であるが、算定時点が異なるため、本件公開買付価格と異なることがあり得ること、③ 本件公開買付けに応募しなかった C J 社以外の Y 社の株式の数は一株に満たない端数となるように決定する予定であること、④ Y 社の創業者である HR、取締役である A 及び B が本件公開買付け終了後も継続して Y 社の経営にあたること、⑤ HR 及び A は、その有する Y 社の株式及び新株予約権 (持株比率は、HR が九・六九%、A が〇・七二%) の全部について本件公開買付けに応募し、

本件公開買付け成立後に、第三者割当て増資によって、H Rは発行済株式総数の七・八八%の、Aは〇・一八%のC J社の株式を有することになる予定であること、⑥Y社の大株主であるCらから、その有するY社の株式及び新株予約権のすべてについて原則として本件公開買付けに応募する旨の同意を得ていることなどを明らかにした。Y社は、平成一九年一月一日付け意見表明報告書において、本件公開買付けに応募することを推奨すること、その根拠及び理由、買付価格の評価の公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置としての株主に対する十分な情報開示、意思決定過程における恣意性の排除、価格の適正性を担保する客観的状況の確保について明らかにした。

平成一九年一月一日から同年二月一三日までの間、本件公開買付けが一株当たりの買付価格六万円で実施され、その結果、C J社は、間接保有分を含めてY社の発行済株式の八九・七七%の株式を有するに至った。平成一九年一月二一日、Y社は、平成二〇年三月中間期の中間純利益等について、前中間期の実績値と比較し差異が生じる見込みであるとして、「平成二〇年三月中間業績概況に關するお知らせ」として公表した。

平成二〇年二月一五日、Y社は、臨時株主総会を開催し、

①定款を一部変更して発行済株式に全部取得条項を付し、普通株式から全部取得条項付株式とする内容の議案及び②Y社が、基準日の株主名簿に記載された株主の有する全部取得条項付株式を、平成二〇年三月二五日取得し、これと引き換えに同株式一株につき〇・〇〇〇〇四九三七株の割合で新たな普通株式を交付する旨の議案を可決した。

平成二〇年三月一六日、ジャスダックは、Y社株式を上場廃止とし、平成二〇年三月二五日（以下「本件取得日」とする）、本件株式は、Y社に取得された。

三 Xらによる取得反対の意思表示と本件申立て

Y社発行の普通株式を有していた株主である（被告人・原審申立人）のXらは、本件株主総会に先立ち、Y社に対し、本件決議に反対する意思を通知し、かつ、本件株主総会において本件決議に反対し、平成二〇年三月四日、東京地裁に対し、株式取得価格の決定を申し立てた。

争点は、本件株式の取得価格は一株当たり幾らかという点である。Xらは、結論として、本件の場合、市場株価が客観性を保っていないのであるから、DCF法等が適用されるべき事例であるとし、「公正な価格」としてDCF法による下限にプレミアムを六割加えた一株一六万八〇六四円を主張した。「市場株価が客観性を保っていない」理由

としては、J社及びAR社の集中的な特別損失の計上等により、業績予想がマイナスとなってY社の株式が株式市場で実価価値以上に売り込まれていた、また、本件公開買付け期間中の黒字転換の公表が、本件公開買付け公表後であつたため裁定が働いて株価が六万円を超えなかつたなどと主張した。これに対して、Y社は、特別の事情がない限り、取得日にできるだけ近接した市場株価を基本として評価すべきであると主張した。そして、Xらの主張するような特別の事情は存在しないと反論し、その理由としては、J社AB社の株式減損処理は、本件MBOと全く無関係に行われた会計基準に基づく適正な処理であり、その公表に当たり市場が過剰に反応して市場株価が実態以上に下落することのないように配慮されていること、本件中間業績概況の内容は業績予想の「上方修正」ではないこと、本件MBOは、経済産業省の平成一九年九月四日付け「企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収(MBO)に関する指針」、いわゆる「MBO指針」に照らしてもHRら四名等は売り手としての地位を有しているから、利益相反性は薄く相当程度詳細な開示を行い、八九・七七%もの多数の株主が、自由意思により本件公開買付けに応募しており、Y社及びCJ社の双方から独立した

者からなる第三者委員会を設置する等、意思決定過程における恣意性の排除、価格の適正性を担保する客観的状況の確保につき、必要かつ十分な措置が講じられたことなどを挙げていた。

Y社は、本件公開買付け公表前の市場株価をもとに本件株式の評価がなされるべきであるとして、公開買付け公表前一月単純平均値が、四万九〇二六円公表前三か月の単純平均値四万二六〇六円が、公表前六か月の単純平均値四万五五六四円であるとした上で、本件公開買付け価格の六万円は、公表前一月の市場株価の単純平均値に対して約二二・三八%、三か月平均値に約四〇・八三%、六か月平均値に約三一・六八%のプレミアムを加えたものであり、本件のプレミアムが、これを上回ることとはあり得ない、と主張した。

四 原審(東京地裁平成二一年九月一八日決定(平成二〇年(ヒ)第七一号株式取得価格決定事件)金判一三二九号四五頁、資料版商事三一〇号一九〇頁)は、本件株式の各取得価格を公開買付け価格と同額の一株につき六万円とする旨を決定した(以下「原決定」とする)。この価格は、公開買付け公表日前一か月間の市場株価の終値による出来高加重平均値五万一一三三元に一七・三四%のプレミアムを加え

たものとなる。

Xらが即時抗告した。抗告審におけるXらの主張は、本件株式の各取得価格を公開買付け発表一年前の株価およそ八万円にプレミアム六割を足した一株につき一二万八〇〇〇円とするものであった。これに対して、Y社の控訴審における主張は、原則として取得日にできるだけ近接した市場株価を参照すべきであり、本件MBOでは、「MBO指針」の要件を充足し、少数株主の利益にも配慮した公正な手続となるための配慮を行っており、価格操作が疑われる事情もないから、本件公開買付け発表直前の市場株価が企業の客観的価値を反映していないとする理由はない、というものであった。

〔決定要旨〕

一「会社法一七二条一項は、……反対株主等の有する経済的価値を補償することにより、強制的に株式を剥奪されることになる株主の保護を図ることをその趣旨とするものである。したがって、……裁判所は、上記の制度趣旨に照らし、当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきものと解するのが相当である。」

「裁判所が、上記の制度趣旨に照らし、当該株式の取得

日における公正な価格を定めるに当たっては、①取得日における当該株式の客観的価値に加えて、②強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格をも考慮するのが相当である。これを本件において言い換えると、①は、MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、②は、MBOの実施後に増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分ということができる。」

「裁判所による価格の決定は、客観的に定まっている過去の株価を確認するものではなく、新たに『公正な価格』を形成するものであって、……考慮すべき要素は、複雑多岐にわたる反面、これらがすべて記録上明らかとなるとは限らないこと、会社法一七二条一項が取得価格の決定基準については何ら規定していないことを考慮すると、会社法は、取得価格の決定を、記録に表れた諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねたものと解するのが相当である（最高裁第一小法廷昭和四八年三月一日決定・民集二七卷二号一六一頁、最高裁第三小法廷平成二一年五月二九日決定・金融・商事判例一三二六号三五頁）。」

二 ①本件取得日における当該株式の客観的価値

（MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値）

について

「一般に、株式市場においては、投資家による一定の投機的思惑など偶然的要素の影響を受けつつも、多数の投資家の評価を通して、企業を取り巻く経済環境下における、個別企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどが考慮された企業の客観的価値が株価に反映されているということができる。したがって、異常な価格形成がされた場合など、当該市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別の事情のない限り、評価基準時点にできる限り近接した市場価格を基本として、当該株式の客観的価値を評価することが相当である。

もともと、市場株価は、上記のとおり投資家による一定の投機的思惑など偶然的要素の影響を受ける面もあるから、このような市場における偶然的要素による株価の変動を排除するため、評価基準時に近接した、かつ、公開買付けの公表等による影響のない一定期間の市場株価の平均値をもって当該株式の客観的価値であると判断するのが相当である。……通常であれば、本件公開買付け公表前一か月間の市場株価の終値による出来高加重平均値をもって算定した価格を本件取得日におけるY社株式の客観的価値とみてよいものと解すべきである。」

「上記のれんの減損処理等は、会計基準に基づく適正な

処理であり、……本件MBOとは無関係に行われたものであり、その公表時期も本件公開買付けが公表された時期（平成一九年一〇月三〇日）とかなり離れているということができ……特別の事情には当たらない」「平成一九年一月二一日における本件中間業績概況の公表は、業績予想の上方修正ではな」く、「特別の事情があるということとはできない。」「DCF法等による株価の算定も、複数の株価算定手法の一つにすぎず、これによる算定結果が市場株価に比して定型的に客観性の高いものであるということはできない。」「本件においては、Y社の市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別の事情があるということとはできない。」「本件公開買付け公表前一か月間の市場株価の終値による出来高加重平均値をもって算定した価格を本件取得日におけるY社株式の客観的価値とみるのが相当であ」り、これを「一株当たり五万一一三三円と認めることができる」とした。

三 ②強制取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格

（MBOの実施後に増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分）について

「本件取得日におけるY社株式の客観的価値、すなわち、MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値は、

一株当たり五万一一五三円と認められるが、この評価額には、本件MBOが実施されたことや、元々は普通株式を保有していた既存株主がその時点での売却を望まないのに売却を強制されるものであることが考慮されていない。他方、本件MBOを実施してY社株式を取得する投資家であるLグループ及びY社経営陣は、MBOの実施によって自ら集約的にリスクとリターンを引き受けるのであるから、MBOの実施後に増大が期待される価値は、基本的にはこれらの者に分配されるべきであるということもできる。

しかしながら、この増大が期待される価値も、その土台の相当部分は既存の株主全員の保有していた株式に由来するものである上、既存株主は、本来その保有する株式を売却するか継続保有するかを自ら選択することができるのに、これを強制的に取得されてしまうのである。したがって、衡平の観点から、MBOの実施後に増大が期待される価値についても、既存株主に対して分配すべき部分があることを考慮しなければならない。」

「会社の非公開化目的のMBOについては、当然にその買付価格につき経営陣、投資家、大口株主等において検討、交渉がされ、また、株主全員に関係する諸手続が進行するわけであるから、成立したMBOの買付価格は、これらの

交渉等や手続の結果と評価することもできる一方、できる限り低い対価で株式を取得したいと考える買い手（経営者及び投資家）と、できる限り高い価格での買い取りを求める売り手（既存株主）との間に、構造的な利益相反関係があると考えられる。したがって、MBOの実施に当たって、この利益相反関係が抑制され、適正かつ公正な買付価格の提示がされているか否かという観点から、各種措置、交渉経過と交渉当事者の立場、MBO手続の公正さ等を吟味する必要がある。」

「本件の場合には、①MBOの目的や実施後の事業計画から予測される収益力や業績についての見通しのほか、②利益相反関係に配慮した措置、買付価格についての交渉の有無、経過、旧経営陣の立場等に照らし、MBOが、いわゆる独立当事者間（支配従属関係にない当事者間）において、第三者機関の評価を踏まえ合理的な根拠に基づく交渉を経て、合意に至ったなどと評価し得る事情があるか、また③適切な情報開示が行われた上で、対象会社に対する株式公開買付けが成立し、株主総会において全部取得条項付種類株式の発行と取得が承認されるなど、一般に公正と認められる手続によってMBOの一連の手続が行われたと認められるかなど、諸々の事情を総合考慮して、既存株主に対し

て分配されるべき『MBOの実施後に増大が期待される価値』を算定するのが相当である。」

「本件においては、……Y社の取締役会は、本件MBOに賛同するに当たっては、公認会計士事務所及び法律顧問をそれぞれ選任し、助言や株式価値の算定を依頼した上、Y社及びLグループから独立した第三者委員会を設置し、同委員会にLグループとの協議・交渉と本件MBOについての意見の提出を依頼し、これらに基づき、本件公開買付けに賛同したものであり、これは、第三者機関の株式評価を踏まえた交渉が存在し、利益相反関係についても一定の配慮がされていたものと評価することができる。……しかしながら、Y社の経営権はLグループが保有するものの、本件MBOの目的は、Y社の代表者であるHRを中心として行ってきたY社の事業の一層の拡大と展開を目指すための資金調達にあるものであり、本件MBO実施後もY社の経営に当たるHRについては、上記のとおり、利益相反関係の問題を抑制する措置が講じられ、また、HRが厳しい態度でLグループと交渉したという経過があるものの、なお、利益相反関係が全くないとはいえないこと、本件MBOは、第三者委員会を設置して公正と認められる手続によって行われているが、第三者委員会の選任したフィナン

シャルアドバイザー及び法務アドバイザーがいずれもY社取締役会の選任したアドバイザーであること、Y社の情報開示の内容が周到なものであり、株主の会社法上の救済手段等々を注意的に記載したに過ぎないものであっても、その構造上、『強圧性』が全くないと評価することはできないこと等に照らすと、本件株式のMBOの実施後に増大が期待される価値（プレミアム）を、前期認定の本件取得日における本件株式の客観的価値である一株当たり五万一一三三円の一七・三四％である八八六七円であると、直ちに認めることはできないというべきである。……日本経済新聞の記事によると、平成一九年におけるTOBのプレミアムの平均値は二〇％台の半ばであること、平成二〇年にはこれが大幅に拡大しており、なかでもMBOのプレミアムが高くなっていることが認められ、また、Y社も、本件公開買付けにおけるプレミアムを約二二・三八％から約三一・六八％と主張していることを考慮すると、プレミアムは少なくとも二〇％を下ることはないと認められるから、本件株式の取得価格は、本件取得日の客観的価値である五万一一三三円に二〇％のプレミアムを加算した六万一一三六〇円（小数点以下、四捨五入）と定めるのが相当である。」

〔研究〕

本決定の結論に賛成。理由には一部疑問なしとはしないが、なお裁判所の合理的な裁量内であると考える。

一 本決定の位置づけ

本件は、レックス・ホールディングス事件、サンスター事件に続く、MBOに伴う全部取得条項付種類株式の株式取得価格決定申立てが行われた三件目のケースであり、本決定は、原決定も含めると、それに関する七番目の裁判所の判断である（①レックス・ホールディングス事件地裁決定・東京地裁平成一九年二月一九日決定・金判一二八三号二二頁、②サンスター事件地裁決定・大阪地裁平成二〇年九月一日決定・金判一三二六号二七頁、③レックス・ホールディングス事件高裁決定・東京高裁平成二〇年九月一二日決定・金判一三〇一号二八頁、④レックス・ホールディングス事件最高裁決定・最高裁第三小法廷平成二二年五月二九日決定・金判一三二六号三五頁、⑤サンスター事件高裁決定・大阪高裁平成二二年九月一日決定・金判一二六頁二〇頁、⑥原決定・東京地裁平成二二年九月一八日決定、⑦本決定・東京高裁平成二二年一〇月二七日決定）。本決定を含めた七つの決定における基本的な枠組みは、若干の差異はあるものの、ほぼ共通している。裁判所は、会

社法一七二条一項全部取得条項付種類株式の「取得価格」について、当該株式の取得日における「公正な価格」を形成するものであり、①取得日における株式の客観的価値に加えて②「プレミアム」をも考慮するのが相当であり、かつ、その決定は裁判所の合理的な裁量に委ねられる、とする。ただし、具体的な①株式の客観的価値、②プレミアムの評価については、どの期間の市場価格の平均値をもって①株式の客観的価値とするのか、②プレミアムを何パーセントにするのか等について差異が見られる。本決定は結論として、二〇%のプレミアムを認めているが、レックス・ホールディングス事件高裁決定及び、サンスター事件高裁決定も同様に二〇%のプレミアムを認めているため、二〇%以上のプレミアムを支払う買い手が現れない限りは、およそMBOの要素を含む株式非公開は実行することが困難になるとして、はじめにプレミアムは二〇%という結論ありきの判示であるとの批判もされている（スクランブル・商事一九一七号（二〇一〇年）五〇頁）。

また、本件は、経済産業省による、いわゆる「MBO指針」（別冊商事三四六号（二〇一〇年）二一三頁）の公表（平成一九年九月四日）後、初めてのMBOであり、同指針に従った手続を実行しようとする姿勢が見受けられると

されている（宍戸善一「本決定判批」ジュリー一四三七号（二〇一二年）九五頁）。すなわち、MBOの実施に際して、第三者委員会が設置され、公開買付者との交渉が行われる等、当該指針に沿った多数の措置が講じられており、その点において従来の裁判例とは事案を異にしている。そして、本決定は主として、そのような措置等が講じられた上でMBOが実施された過程（取引条件の形成過程）に着目して取得価格を決定しており、MBOを実施しようとする者が、どのような過程を経れば、公開買付価格と同額を取得価格とする決定を受けることができるかを考える上で理論的にも実務的にも、特に重要な意味を持つ、との評価がある（伊藤吉祥「本決定判批」法学七五巻二号（二〇一一年）一〇三頁）。なお、本決定の後にサンスター事件の最高裁決定が（サンスター事件最高裁決定・最高裁第三小法廷昭和二年二月二三日決定・資料版商事三二二号一二三頁）が出ている（特別抗告を棄却）。また、コージツの全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立事件について東京地裁平成二五年一月三〇日決定がある（ニュース・商事一九九〇号（二〇一三年）四七頁）。これら決定においても、本決定を含めた七つの決定における基本的な枠組みは、維持されており会社法一七二条一項の「公正な価格」につい

ての裁判所の態度は固まったものと考えられる。

二 会社法一七二条一項全部取得条項付種類株式の「取得価格」

裁判所が価格を決定する場合の価格の決定基準については条文に何ら規定がなく、本決定は、「裁判所による価格の決定は、客観的に定まっている過去の株価を確認するものではなく、新たに『公正な価格』を形成するものであって」①取得日における当該株式の客観的価値に加えて、②強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格をも考慮した、「裁判所の合理的な裁量に委ねたもの」としている。本決定が引用している最高裁第一小法廷昭和四八年三月一日決定・民集二七巻二号一六一頁は、株式に譲渡制限を設ける定款変更決議に反対した株主が、株式買取請求権を行使した事案に関するものであり、価格決定を申し立てた株主は、抗告審において、①株式買い取り価格の決定は訴訟事件であるから、これを非訟事件手続法によって審理裁判することは、憲法三二条、八二条に違反する、また、②かりに、非訟事件であるとしても、株価の決定という当事者にとって重要な問題を審理するに当たり当事者に十分な攻撃防御の機会を保障していない現行の非訟事件手続法及び本件における審理手続は、憲法三

二条、八二条に違反すると主張していた。これに対して、最高裁は、「裁判所による価格の決定は、客観的に定まっている過去の株価の確認ではなく、新たに（平成一七年改正前）の『決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格』を形成するものであり、「法は価格決定を裁判所の裁量に委ねてい」て、「本件を非訟事件手続法により審理裁判すること、本件非訟事件の手続に関する法律の規定および本件における実際の審理手続について、憲法三二条、八二条違反の問題を生じない」と述べて、株主の主張を斥けた。この昭和四八年最高裁決定は、レックス・ホールディングス事件の最高裁決定においても引用されている。

会社法一七二条一項が取得価格の決定基準については何ら規定しておらず、また、その価格の決定は非訟事件とされていること（会社法八七〇条二項四号参照）に鑑みると、本決定も述べるように、裁判所による価格の決定が、新たに『公正な価格』を形成するもので裁判所の合理的な裁量に委ねられているとしていることは妥当であると考えられる。ただし、この点に関しては、裁判所はできるだけ自ら株式評価を行うことを避け、利益相反性の程度、及び、それに対応した公正な手続がとられたか否かの判断に徹し、手続が公正と認められる場合に始めて「公正な価格」の

算定を行うべきであるとの批判がなされている（宍戸善一「本決定判批」ジュリ一四三七号（二〇一二年）九四頁）。組織再編の場合の株式買取請求における「公正な価格」の算定方法については、組織再編が独立当事者間で行われる場合であるかに着目するのが多数説であるとされ、その見解によると、第一に、独立当事者間で行われる場合には原則として当事者間の交渉の結果を尊重し、第二に、組織再編が親子会社間など支配—従属関係にある会社間で行われる場合には、組織再編の対価の内容・額など組織再編条件の形成過程の公正さを審査し、第三に、組織再編条件の形成過程が不正と評価される場合には裁判所が自ら買取価格を決定するが、形成過程が公正である場合には、第一の場合に準じて当事者間の交渉の結果を尊重する、とされる（加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討（中）——『公正な価格』の算定における裁判所の役割——」商事一八七六号（二〇〇九年）五頁）。そして、この株式買取請求権についての議論を本件のような全部取得条項付種類株式の取得の場合にも援用する見解が多いようである。しかしながら、「独立当事者間か否か」という基準を主張しているとされ多数説として引用されることの多い、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」

『江頭憲治郎先生還暦記念 企業法の理論(上巻)』(商事法務、二〇〇七年)二八八頁以下は、新会社法のもとでの株式買取請求権は、二つの機能、すなわち、①企業再編シナジীর再分配機能と②企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証機能を併せ持つとしており、独立当事者間であるかに着目するのは①の企業再編シナジীর再分配機能に限ってのことだと思われる。同二九二頁は、②企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証機能については、株主が平成一七年改正前同様の「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」による救済を求める場合であり、「裁判所は従来どおり常にその価格を独自に算定することになる。この基準による救済を認めることは、企業価値を毀損する企業再編が多数株主・少数株主間の構造的な対立とは無関係に生じうることを前提として」と理解すべきだからである」としているからである。「MBO 指針」においても、MBO の場合は、企業再編、例えば合併の場合のように、シナジীর生じる場面ではないとされている(「MBO 指針 3 (4) (ii)」別冊商事三四六号二三六頁)。そうであるならば、この場合の全部取得条項付種類株式の取得の場合における「公正な価格」の決定についても株式買取請求権の場合の「独立当事者間の場合か否か」という基準

が多数説とされるいうように、単純に並行的に考えられるものではないとも思われる。②のいわゆるプレミアムの決定に関しては、公開買付価格をどう評価するか、という観点から、MBO に関する「構造的な利益相反関係」の抑圧がされているか、ということ判断する上で、「独立当事者間か否か」に似た視点が必要であるとも考えられるが、①の取得日における株式の客観的価値をどのように評価すべきか、という場合には、裁判所がその合理的な裁量に基づいて「公正な価格」を形成するという枠組み自体に特に不都合はないものと考えられる。もともと、「裁判所自らが『公正な価格』を能動的に算定できるだけのリソースや能力を有しているか否かは疑問」との意見(太田洋「本決定判批」商事一九二一号(二〇一一年)三三頁)もあるが、この点に関しては本研究の対象外であると考ええる。

なお、非訟事件において職権探知主義が採られている(非訟事件訴訟法四九条・昭和二三年改正前一条)ことについて当事者主義的な手続の構築を主張すべきであるとの見解が主張されていた(中東正文「株式買取請求権と非訟事件手続」名法二三三号(二〇〇八年)二四六頁)が、この立場からも、レックス・ホールディングス事件の地裁決定については、「当事者双方からの主張に丁寧に応える

形で、理由についての判示を行うように努めている（会社法八七一条参照）。裁判所における運用として、当事者の手続的保障を尊重するものとして、評価に値しよう。」との評価がなされている（同二四七頁）。また、同論者は、原決定について、「価格の公正さについて、株主の主張に應じる形で自ら検証を試みており、当事者の手続保障を重視する姿勢を示している」と評価している（「原決定判批」金判一三二九号（二〇〇九年）四頁）。本決定の下された後ではあるが、平成二三年の非訟事件手続法の改正を受けて、会社法八七〇条二項が追加され（平成二三法五三）、四号の一七二条一項による株式の価格の決定については、裁判所は、審問の期日を開いて、申立人及び当該株式会社の陳述を聴かなければならないとされた。ただし、同条項の株式価格の決定が裁判所の合理的な裁量によるという本決定の主要な点は同改正によっても影響を受けないものと考えられる。

三 次に、①「取得日」における株式の客観的価値は、どのように評価すべきか。本決定の言うように、一般論として、「異常な株価形成がされた場合など、当該市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別の事情のない限り、評価基準時点にできる限り近接した市

場価格を基本として評価することが相当である。」ことに、問題はなかと考える。また、「特別な事情」として「公開買付けが公表された後」の市場価格を排除することは先に挙げた本事件を含む三つの事件の決定に共通している。ただし、「評価基準時点にできる限り近接した市場価格」という点については、本決定は、高裁レベルで初めて「一か月」という短期間の平均株価を基準として株式の客観的価値を評価したものであり、サンスター事件高裁決定は公表前の一年前の株価水準に、レックス・ホールディングス事件高裁決定は、「六か月」の平均株価を基準としていた。「評価基準時点にできる限り近接した」市場価格を基本とすべきであるならば、本決定の場合は、「評価基準時点に近接した」ものであるということになり、妥当であると考えられる。

もっとも、「公開買付け公表後」の市場価格を排除するという一般論を除いては、「特別な事情」があったか否かは個々の事案における事実認定とその評価の問題であると考えられる。異なった事実関係を前提とするならば、「一か月」ではなく、「六か月」の平均値を基準とすることも、また一年前の株価水準に依拠することもそれが妥当である場合もあり得、一概に「一か月」の市場価格平均値としなければ

ばならないということではないと考える。ケース・バイ・ケースで判断すべきものであろう。本件の場合、Xらは減損処理の公表時期等について株価を下方に導き経営者側に有利な株価を形成させるものではないかとの疑念をいだいていたようであるが、裁判所は適正な会計処理がされていたという判断をしており、また、公開買付け公表の時期との関係に鑑みてもこれについて特に疑問があるとはまではいえないと考える。なお、前掲したコージツ事件に関する東京地裁平成二五年一月三〇日決定は、市場株価の平均値算定期間として、同件の場合においては通常設定される公開買付け公表前一月間と設定することは相当ではないとして、公開買付け公表日前三か月が相当と判断している。

四 ただし、本決定が、いわゆる②「プレミアム」について判断している理由については疑問がないとは言えない。上述したように、組織再編に係る反対株主の株式買取請求権の場合の議論においては、学説の多数説（藤田友敬・前掲論文等）は、裁判所による「公正な価格」の算定方法について、次のような立場をとっていると言われる。第一に、当事者が独立当事者である場合には、原則として当事者間の交渉の結果を尊重する。第二に、組織再編が親子関係など支配・従属関係にある会社間で行われる場合には、組織

再編の対価の内容・額など組織再編条件の形成過程の公正さを審査する。第三に、組織再編条件の形成過程が公正と評価される場合には裁判所が自ら買取価格を決定するが、形成過程が公正である場合には、第一の場合に準じて当事者間の交渉の結果を尊重する。しかし、MBOの場合の全部取得条項付種類株式（への定款変更による普通株式からの変更とそれに続く）取得の場合は、合併などの場合と異なり、そもそも構造的に利益相反関係が存在するのが一般的であり、「独立当事者間であるか否か」を判断して独立当事者間である場合には交渉の結果を尊重する、というよりも、反対に、利益相反関係が存在することを前提に、それが抑圧されているような手続がとられているかを判断し、充分とられていると判断できるのであれば、（この場合「当事者間の交渉の結果」を公開買付価格としたいのか、という新たな問題は生じるが）それを尊重すべきである、との判断になるものと思われる。株式買取請求権の場合の議論がMBOの場合の全部取得条項付種類株式の場合にそのままスライドして当てはまるわけではないと考える。本決定は、「MBO指針」に従って第三者委員会を設置するなどしているが、「MBO指針」自体が、「MBOは、本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、

自ら対象会社の株式を取得することとなり、必然的に取締役に對する利益相反的構造が生じる」(3(1)別冊商事三四六号二一六頁)としている点に注目すべきである。本決定は、手続の点で、「本件MBOは、第三者委員会を設置して公正と認められる手続によって行われているが、第三者委員会の選任したフィナンシャルアドバイザー及び法務アドバイザーがいずれもY社取締役会の選任したアドバイザーであること」に着目し、原決定の示す六万円は一株当たりの客観的価値としては妥当ではないとの判断をしている。実務的にはこの第三者委員会のメンバー構成自体は高く評価されていたようであるが(太田洋「本決定判批」商事一九二二号(二〇一一年)三四頁、十市崇「本決定判批」ビジネス法務二〇一一年三月号五二頁)、MBOがそもそも利益相反的な構造を有している以上、アドバイザーの指名に際しても、Y社の取締役以外に指名させるといった方法をとることが必要であつたのではないかと考えられる。「MBO指針」5(2)④(注1)(別冊商事三四六号二二三頁)も「社外役員や第三者委員会の委員が有する会社との利害関係については十分に精査される必要がある」としている。

また、公開買付価格をもって「公正な価格」とするべき

であるとする見解もある。理由とするところは、それは独立当事者間の交渉における場合に準じるものであり、当事者間の交渉結果が尊重されるべきであるという点である。(川島いづみ「本決定判批」監査五八四号(二〇一一年)五六、五七頁)。しかし、本件の場合、そもそも公開買付価格がいわゆる独立当事者間の交渉の結果であると言いつけるのかに疑問がある。本決定も、強圧性が完全に排除されているとはいえない、と判断している。ただし、この点については、株主に対するリスク情報の開示をすればするほど、強圧性が高められるという、二律背反の状況が生じることが指摘されている(石綿学「原決定判批」中東正文他編『別冊金融・商事判例 M & A判例の分析と展開Ⅱ』(経済法令研究会、二〇一〇年)二六八頁)。さらに、①客観的価値、②いわゆるプレミアム、を裁判所が裁量で判断する、という場合に公開買付価格に含まれるプレミアムを基準とするのは単純にすぎるともい得ると思われる。この点、「MBO指針」3(4)ii(別冊商事三四六号二二三頁)が、MBOの場合、「企業結合等の場合のような相乗効果(いわゆるシナジー)は発生しない」としていることも関連して、そもそも②の強制取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格(MBOの実施後に

増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分」とは何であるのか。本決定は、「他方、本件 MBO を実施して Y 社株式を取得する投資家である L グループ及び Y 社経営陣は、MBO の実施によって自ら集約的にリスクとリターンを引き受けるのであるから、MBO の実施後に増大が期待される価値は、基本的にはこれらの者に分配されるべきであるということもできる。」としながらも、「しかしながら、この増大が期待される価値も、その土台の相当部分は既存株主の株主全員の保有していた株式に由来するものである上、既存株主は本来その保有する株式を売却するか継続保有するかを自ら選択することができるのに、これを強制的に取得されてしまうのである。したがって、衡平の観点から、MBO の実施後に増大が期待される価値についても、既存株主に対して分配すべき部分があることを考慮しなければならない。」としている。「既存株主に対して分配すべき部分」があるとする点は妥当である。しかし、本決定がプレミアムの算定の理由として平成一九年における TOB のプレミアムの平均値を挙げている点、他の例の平均値が二〇%ということが直ちに本件においてもプレミアムは二〇%にすべきという理由となるのか、疑問がある。

ただし、以上のように決定の理由については疑問点がないわけではないものの、本件が非訟事件であることに鑑みると結論としてはなお裁判所の合理的な裁量を逸脱していると言いきることはできないものと考ええる。

五 MBO の場合の全部取得条項付株式の取得の場合における取得価格の決定については、組織再編の場合の反対株主の買取請求権の場合と並行的に論じられる場合が多いようである。しかし、前述したように、反対株主の株式買取請求権の場合は、あくまでも、組織再編に反対する株主の権利行使という形を取ること、シナジー発生の可能性があるという点で、シナジーが生じないとされる MBO の場合の全部取得条項付株式の強制的な取得とは異なる点があることに留意すべきではないか。

なお、本決定評釈の対象外であるが、会社法一〇六条一項によって、全部取得条項をつけるための定款変更（会社法一〇八条一項号）に反対した株主については株式買取請求が認められており、本決定の場合とは異なるが、これと会社法一七二条一項の場合の「公正な価格」決定との関係は問題となり得ると思われる。さらには、そもそも全部取得条項付種類株式の本来の制度趣旨は、一〇〇%減資のためにあることから、本件のように MBO に使われることに

対しての疑問も表明されている（鳥山恭一「原決定判批」法セミ六六七号（二〇一〇年）一二二頁）。また、会社法改正要綱には、全部取得条項付種類株式の取得について、事前備置手続、事後備置手続等を設けるとともに（第二部第二②）、その取得が法令又は定款に違反する場合において、株主が不利益を受けるおそれがあるときは株主は差止めを請求することができる等の内容が含まれている（第二部第四①）。非訴事件である買取価格の決定に加えて事前の救済手段を設けようとするものである。

山本真知子