

MB0における少数派株主保護としての公正な対価の算定基準

藤田, 真樹
九州大学大学院法学府 : 博士後期過程 : 商法・会社法

<https://doi.org/10.15017/19472>

出版情報 : 九大法学. 102, pp.316-264, 2011-02-28. Kyudai Hogakka i
バージョン :
権利関係 :

MBO における少数派株主保護 としての公正な対価の算定基準

藤 田 真 樹

．はじめに

． MBO の法的意義と問題点

- 1． MBO の法的手続
- 2． MBO の法的意義と問題点

． 近年の裁判例における「公正な対価」の算定基準の枠組

- 1． レックス・ホールディングス事件
東京地裁平成19年12月19日決定
東京高裁平成20年9月12日決定
- 2． サンスター事件
大阪地裁平成20年9月11日決定
大阪高裁平成21年9月1日決定
- 3． サイバードホールディングス事件
東京地裁平成21年9月18日決定

． 公正な対価の算定基準

- 1． 会社に対する株式買取請求権（785条1項、116条1項）をめぐる議論
 - (1) 株式買取請求権に関する一般的な議論
 - (2) MBO 特有の株式買取請求権についての問題
- 2． 裁判所に対する価格決定の申立（172条1項、786条2項）
 - (1) 「公正な価格」の算定方法
 - (2) 客観的価値の意義と算定期間
 - (3) 企業価値増大部分の源泉と分配
 - (4) 情報開示をめぐる問題

． おわりに

I はじめに

近年、わが国においても、企業の合併や買収のためのいわゆる M & A (Mergers and Acquisitions)⁽¹⁾ 取引が活発化してきている。そのような状況の中、経営者等が自らの会社を買収するための一手法である MBO (Management-Buy-Out)⁽²⁾ が数多く行われるようになってきた。近時の MBO をめぐる報道も多く、また、専門家、実務家等による議論も活発化している。とりわけ MBO に関連する情報開示に関する議論の進展を受けて、企業社会における MBO の公正・健全な発展という観点から、平成19年8月2日、企業価値研究会による「MBO 報告書」⁽³⁾ が取りまとめられ、同書を受け平成19年9月4日、いわゆる「MBO 指針」⁽⁴⁾ が公表された。

MBO は、経営者と株主の間に生じる利益相反の監視費用となるエージェンシー・コストを削減し、短期的視野で行動しようとする株主からの圧力を排し、中長期的視野に立って柔軟な経営をすることを可能とすることで企業価値の向上に資するものであるとされている⁽⁵⁾。一方で、MBO において問題となるのは、株主と経営者との間の利益相反の問題だと言われている。会社法理論において、一般に、会社の実質的所有者は株主であるとされ、株主によって経営の専門家である取締役が選ばれ経営を委任されると解されている。しかし、MBO においては、本来は経営の専門家であり、会社の実質的な所有者でない取締役の地位が、MBO の実施により多数派株主と一致することになる。すると、取締役は一方で多数派株主として自らに都合の良いように行動することになるため、今度は、一般株主（少数派株主）との間で利益相反的な立場に立つこととなり少数派株主が不利な条件で締出されかねないという問題が生ずる。

MBO に限定することなく少数派株主の締出しの場面を類型化すると、

二つの場面が想定される。一つは、対価が公正であるか否かに関わらず、株主の意思に反して株式を奪われる場面である。他方は、不公正な対価の交付によって少数派株主が会社から締め出される場合である。とすれば、少数派株主保護の問題を解明するに当たっては、株主が会社から締め出されず、対象会社の事業へ投資を継続できる利益の保護、締め出される際に受け取る対価の相当性（公正な価格）の保護の二つの手法が考えられる。

しかしながら、少数派株主の保護について、ある程度裁判例が蓄積されてきているにもかかわらず、いまだ議論が成熟せず、裁判所の判断の方向性が不透明な状況にある。前者の株主が会社から締め出されず、対象会社の事業へ投資を継続できる利益の保護に関しては、これまで裁判例がなかった。しかし、現在吉本興業のクオンタム・エンターテインメントによるバイアウトに関連して、全部取得条項付種類株式に関連する議案の株主総会への付議差止請求訴訟（平成21年10月19日大阪地裁に提訴されたが、株主総会開催により訴えの利益は消滅したものの、現在でも大阪地裁に係属中）および株主総会決議取消・無効等確認訴訟（平成22年4月15日に大阪地裁に提訴。現在、同地裁に訴訟係属中）という形で訴訟係属している。の利益の保護の問題に関して、これからますます議論が深まることが予想される注目されている分野であるが、既に一度試論を試みた⁽⁶⁾。

本稿では、の少数派株主が締め出される際に受け取る対価の相当性の確保について試論を試みたいと考える。本稿の目的は、公正な対価の算定基準に関するこれまでの議論を踏まえ、近年の判例（レックス・ホールディングス事件（東京地裁平成19年12月19日決定、東京高裁平成20年9月12日決定）、サンスター事件（大阪地裁平成20年9月12日決定、大阪高裁平成21年9月1日決定）、サイバードホールディングス事件（東京地裁平成21年9月18日決定）を確認するとともに、いまだ不透明な判例の状況について、より予測可能性の高い明確なルールを模索するために、これまで

の先行研究に私見を加えるものである。

註

- (1) 合併と買収の略語として M&A という言葉が一般に使われている。会社の事業を第三者に売却したり、第三者を吸収合併後の親会社として合併させたりする場合、第三者からみた場合を指すことが多い。神田秀樹『会社法 第9版』(弘文堂・2007年) 294頁。
- (2) 近年の MBO 件数は、2005年67件、2006年80件、2007年89件、2008年95件、2009年85件となっている (いずれも (株) ニレコ資料より)。
- (3) 正式名称は「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) に関する報告書」。企業価値研究会は経済産業省が設置した私的研究会である。座長は神田秀樹東京大学教授が務められた。
- (4) 正式名称は「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」。経済産業省が MBO が行われる際のベストプラクティスの形成を通じたわが国における MBO の公正・健全な発展を目的として公表したものである。
- (5) 梅津英明「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) に関する指針の概要」商事法務1811号 (2007) 5頁。
- (6) 拙稿『MBOにおける少数派株主保護——少数派株主が会社から締め出されず株主としてとどまる利益の保護を中心として——』(九大法学第101号・2010年)

II. MBO の法的意義と問題点

少数派株主を保護する手段を考える前提として、そもそも我が国において MBO は一般的にどのような法的手続で行われ、またどのような意義を有して、どのような法的問題点が存在するのか確認する必要がある。詳しくは本誌前号の拙稿⁽⁷⁾において詳しく扱ったので、本稿では MBO 指針等を参考に確認程度に触れることとする。

1. MBOの法的手続

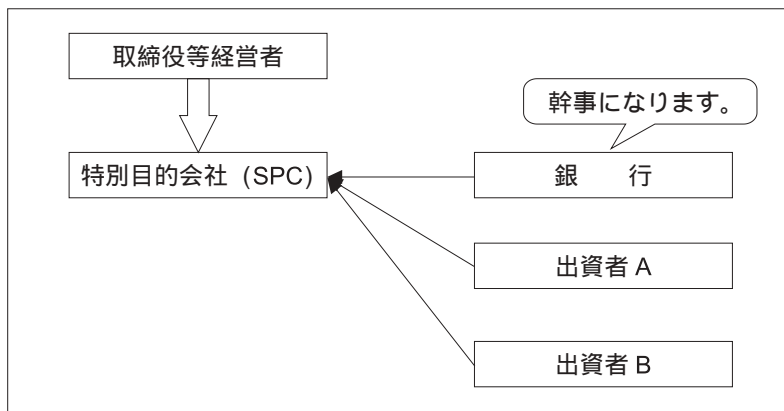
MBOと一言でいっても、多様な類型を含むので法的手続に関しても一概にいう事はできない。この点、MBO指針も「MBOとは、現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入することをいうが、実際には、現在の経営者以外の出資者（投資ファンド等）が個々の案件に応じて様々な形で関与する等、MBOの形態も一様ではなく、その内容により利益相反性にも程度の差が生じる」とし、本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき対象会社の取締役が、株式の買付者側の性格を併せもつことになるMBOにおける基本的構造を「基本的取引構造」とし、それ以外特段の事情がある場合については、「基本的取引構造」に関する議論を応用する形で検討をすすめている⁽⁸⁾。ここでは指針の「基本的取引構造」にあたる、上場会社の取締役である経営者が主導して、自らまたは金融投資家である投資ファンドとともに、自らが取締役を務める会社（買収対象会社）の株式を、公開買付けを通じて取得し、その後、株主を締め出す（スクイーズアウト）することにより、非上場化する我が国の典型的なMBOのスキームだけを確認することとする。

一般に、MBOの実施に際しては、以下のような段階がとられる。

取締役等経営者（および投資ファンド等）が、対象会社の株式の買付け等を目的とした買収目的会社（以下「SPC⁽⁹⁾」とする）を設立する。

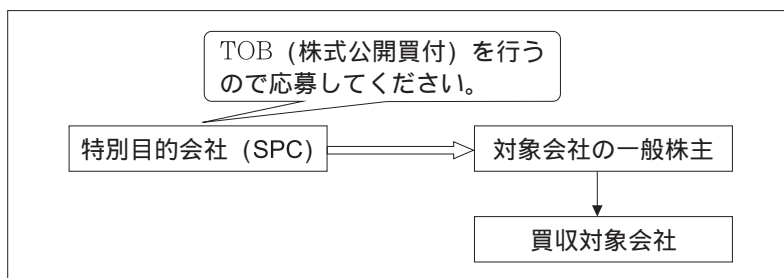
そのSPCが金融機関等に買収対象会社を買収するため、買収に成功しそうな場合は融資をするよう依頼をする。この時借入金が多額になるため幹事銀行をどこかに依頼し、その幹事銀行が複数の金融機関からなる「融資団」を結成する。SPCは融資団より融資を受ける内諾を得るが、この時点ではまだ融資を受けない。

図表 1 特別目的会社 (SPC) の設立と金融機関に対する融資の依頼



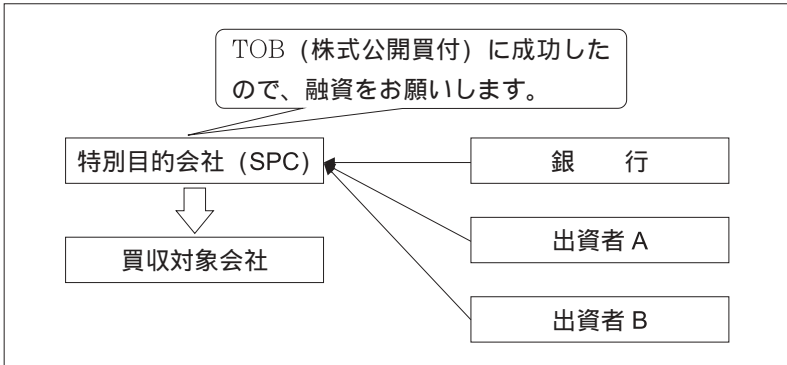
SPC が対象会社を買い付けるために株式公開買付 TOB⁽¹⁰⁾ (第一段階取引) を行う。この TOB を行うときの成立条件として最低買付株数を決めておき (一般に総株主の議決権の 3 分の 2 以上)、その株数を買い付けできない場合は、契約を解除することを条件としておく。

図表 2 株式公開買付 (第一段階取引)



最低買付株数を超える株式の買い付けが出来た場合は、SPC は融資団に対して TOB の成功を伝え、内諾を得ていた融資を受ける。一方、TOB が成功しない場合 (最低買付株数の応募がない場合) SPC は融資団に対して、融資契約の解除を申し出る。

図表3 TOB 成功後の金融機関からの融資を受ける

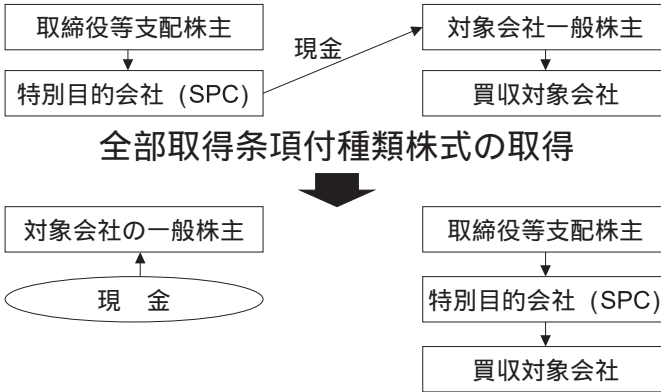


TOB が成立した場合、さらに数種の手法がとられる。

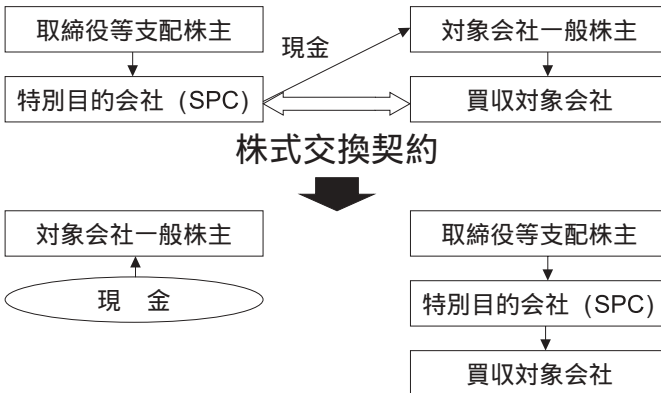
(A)対象会社の定款を変更して種類株式発行会社とした上で、その株式 (普通株式) に全部取得条項を付し、一般株主に対しては端数が生ずるような割合で種類株式を対価に当該株式の全てを取得し、一般株主には金銭 (端数代金) を交付することによって、公開買付けに応じなかった一般株主を締出すための株主総会決議を行う、または(B)SPCを完全親会社とし、対象会社を完全子会社とする株式交換を、一般株主に端数を生じさせる交換比率で行い、一般株主を株式以外の対価を支払い締出すための株主総会決議を行う (第二段階取引)。その結果として、SPC は対象会社を吸収会社とする存続会社となる、もしくは対象会社を100%子会社とする親会社となる。経営者は対象会社が存続する場合、対象会社の経営者として残り、自らも出資する SPC を唯一の株主として、対象会社を非上場化することができる。合併により、SPC の借入金の返済義務は組織再編後の新会社に承継されるが、実質的には対象会社が借入金の返済を行うことになる。⁽¹¹⁾

図表4 一般株主(少数派株主)を締め出すための株主総会決議
(第二段階取引)

(A) SPCを完全親会社とし、対象会社を完全子会社とする株式交換を、一般株主に端数を生じさせる交換比率で行い、一般株主を株式以外の対価を支払う場合



(B) 対象会社の定款を変更して種類株式発行会社とした上で、その株式(普通株式)に全部取得条項を付し、一般株主に対しては端数が生ずるような割合で種類株式を対価に当該株式の全てを取得し、一般株主には金銭(端数代金)を交付することによって、公開買付けに応じなかった一般株主を締め出す場合



2. MBOの法的意義と問題点

MBO指針によれば、MBOが行われる意義について以下点が言及されている。⁽¹²⁾指針は箇条書きで、一文で複数の意義について纏められているように感じられるところもある。ある意義と別な意義は密接に有機的に関連していて分けることは出来ない場合もあるが、便宜的に分けられるものは分けて番号を振ることにする。

規模の拡大等により企業内部のインセンティブ構造が複雑化した企業が、ベンチャー企業的な単純なインセンティブ構造への回帰することができる。

経営者及び株主間に存在するエージェンシー問題も解決を図り得る経済的意義を有する。

市場における短期的圧力を回避した長期的思考に基づく経営の実現ができる。

株主構成が変更されることによる柔軟な経営戦力の実現、「選択と集中」の実現が可能である。

MBOを契機とした従業員等の士気の向上といった意義も存在する。

企業のライフサイクルの中で、上場を継続することが適さなくなった場合に、MBOにより非上場化し、各企業に適した資本関係を実現する意義がある。

株主にとって、市場価格以上での株式売却の機会が提供される場合には、このような機会が提供されること自体にも、意義が認められる。

MBOが行われることの問題点については以下のように纏めることができる。⁽¹³⁾

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、自ら株主から対象会社の株式を取得することとなるので必然的に取締役について利益相反的構造が生じる。

取締役は対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、MBOの場合には、株式の買付者側でもある取締役と売却者側で

ある株主との間に、大きな情報の非対称性が存在することになる。

MBOに伴う非上場化により有望な投資先が市場から退出する場合には、そのことが資本市場に悪影響を与える可能性がある。

会社が非上場化すれば市場の会社に対する規律が働かなくなり、会社のガバナンスが緩む場合もありうる。

会社の非上場化に際して、一般株主に対して強圧的な効果を生じ得る。

MBOはLBOの形態により実行されることが通常であるため既存債権者との関係が複雑になる。

過度なレバレッジが会社に悪影響を与える可能性がある。

以上のようにMBOは様々な経済的な意義を有する一方で、本来、株主の委託を受けて経営にあたり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、自ら株主から対象会社の株主を取得して支配株主となり一般株主の締め出しを行うという意味において利益相反的構造を有するという法的問題を含んだ取引である。 においては、近時の裁判例を紹介するとともに、論点の整理を行う。

註

- (7) 前掲註(6) 拙稿8～24頁参照。
- (8) MBO 指針4～5頁。
- (9) “Specified purpose company” の略称。
- (10) “Takeover bid” の略称。
- (11) 保田隆明＝田中慎一『M&A 時代 企業価値のホントの考え方』（ダイヤモンド社）（2007年3月16日）。池永朝昭＝小館浩樹＝十市崇『MBO（マネージメント・バイアウト）における株主権』金融・商事判例1282号（2008）2頁～3頁。
- (12) MBO 指針3～4頁。
- (13) MBO 指針3～4頁。

Ⅲ 近年の裁判例における「公正な対価」の算定基準の枠組

1. レックス・ホールディング事件

【事案の概要】

Aは、フランチャイズシステムによる飲食店の経営等を営む会社の株式を所有することにより当該会社の事業活動を支配・管理すること等を目的とする株式会社である。Yは、平成18年8月9日に設立された株式会社であり、同年11月10日、Yの普通株式1株につき23万円を買付価格とする公開買付け（以下本件TOBとする）を実施する旨を公表した。また、同日開催のYの取締役会は、本件公開買付けは、いわゆるMBOの一環として行われる取引であり賛同する旨を公表した。すなわち、本件TOBが成立した場合、Yの代表取締役Bは、Aに33.4%出資すること、5年間は取締役としてYの経営に当たることなどが予定されていた。そして、本件TOB成立後Yは、全部取得条項付種類株式を利用して、本件TOBに応募しなかった株主から、本件TOBの買付価格を基準として算定される1株当たり23万円を対価として強制的に取得することを予定している旨も公表された。⁽¹⁴⁾

Yは平成18年11月11日から同年12月12日までの間、本件公開買付けを実施し、その結果、間接所有分を含めてAの発行済株式総数の91.8%の株式を所有するに至った。

Aは、平成19年3月28日に定時株主総会および普通株主による種類株主総会をそれぞれ開始し、別途定める基準日の最終のAの株主名簿に記載または記録された株主の有する全部取得条項付種類株式を平成19年5月9日付けで取得し、これと引換えに、全部取得条項付種類株式1株に対し0.00004547株の割合で新たな普通株式を交付する議案などが可決された。

XらはAの全部取得条項付種類株式を有していた株主であるが、本件定時総会に先立ち、Aに対し、本件決議に反対する意思を通知し、かつ、

本件定時総会において本件決議に反対するとともに、会社法172条1項の規定による株式取得価格の決定を申し立てた。なお、Xらが所有していた全部取得条項付種類株式は、本件決議に基づき、平成19年5月9日をもって、Aに取得された。また、Aの株式は平成19年3月28日、Aの同意により、A株式は同年4月29日をもってジャスダック証券取引所より上場廃止された。

なお、Aは、平成18年2月17日、売上高、経常利益、当期純利益のいずれもが前年度を上回るとする同年12月期の連結業績予想を発表したが、同年8月21日には、同年12月期業績予想の下方修正を発表している⁽¹⁵⁾。当該発表後、Aの株式の株式会社ジャスダック証券取引所における売買価格（市場価格）は下落⁽¹⁶⁾し、同年9月26日には市場株価の終値が14万4000円となったものの、その後は持ち直し、同年11月10日の市場株価の終値は21万9000円となった。

東京地裁平成19年12月19日決定⁽¹⁷⁾

レックス・ホールディングス事件東京地裁決定は、MBOの後に行われた全部取得条項付種類株式を用いた少数派株主の締出しの事案において、会社法172条1項の規定より裁判所が取得価格の決定について示した初めての事案である。

東京地裁は、全部取得条項付種類株式の取得の価格（172条1項）の全体的な判断枠組みとして、「取得日における当該株式の客観的な時価に加えて、強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価格をも考慮することが相当である」と判示した。そして、取得日における株式の客観的な時価について「本件株式の評価基準時点である平成19年5月9日においては、Aは非上場会社となっており、同時点におけるA株式の市場株価は存在しない」。しかし、「一般に、株式市場においては、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を考慮し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、評価基準時点と上場廃止日がわずか12日しか離れていない本件においては、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株価を基本として本件株式の客観的な時価を評価することが相当であるということが出来る」。そして、本件では、客観的な時価を評価するに当たっては、「平成18年8月21日以前のA株式の株価は、同日に行われた業績の下方修正等の発表を反映していないものであるということができ、……これを排斥すべき特段の事情があるというべきである」と述べ、「平成18年11月9日を含むそれ以前の同年8月22日までの間の一定期間の株価の終値の平均値」をもって、取得日における本件株式の客観的な時価とし、(平成18年10月10日から同年11月9日までの1カ月間の市場株価終値の単純平均値である) 1株当たり20万2000円を超えるものではないと判示した。

次に、強制的取得により失われる期待権を評価した価額については、現時点において確立された評価方法が存在しないこと、また、本件については何らの鑑定も実施されていないことから「専門的知見を反映した具体的な金額を算定することはできない」と述べ、他方、「買付価格は、市場において一定の合理性を有する者との評価を受けたと推認することができ」「プレミアムである2万8000円もまた、一定の合理性を有するものということが出来る」とし、「1株当たり、本件公開買付けのプレミアム分に相当する2万8000円を超えるものではない」とした。結論として、本件における全部取得条項付種類株式の取得価格を公開買付価格と同額の1株当たり23万円と算定した。

東京高裁平成20年9月12日決定⁽¹⁸⁾

東京高裁決定は、公正な価格を定めるに当たっては「取得日における当該株式の客観的価値に加えて、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額をも考量するのが相当である」と東

京地裁とほぼ同様の一般論を提示している。ただし、高裁決定は、市場価格の平均値を算出するための基準となる期間が異なる。すなわち平成18年8月21日に公表された業績の下方修正が、「企業会計上の裁量の範囲内にある適法な会計処理に基づくものであったことは明らかである」とする一方で、「相当程度の確実性をもって具体化していた本件MBOの実施を念頭において、特別損失の計上に当たって、決算内容を下方に誘導することを意図した会計処理がなされたことは否定できず、また、「市場において実態よりも悲観的な受け取り方をされるおそれの大きいものであった」と認定した。そして、下方修正公表以前の平均株価を含む、本件公開買付け公表の直前日から遡って6カ月間の市場株価を単純平均することによって、本件株式の客観的価値を算定し、28万805円とした。また、株価上昇期待値の算定方法についても、地裁決定とは異なり「MBOに際して実現される価値は、MBOを行わなければ実現できない価値と、MBOを行わなくても実現可能な価値に分類して考えることができ、の価値は、基本的に株主に分配すべきであるが、の価値は、MBO後の事業計画につき、その実現の不確実性についての危険を負担しながら、これを遂行する取締役（経営者）の危険と努力についても配慮しつつ、これを株主と取締役に分配するのが相当であると認められる。そして、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するに当たっては、当該企業の事業計画に照らし、その収益力や業績についての見通しについて検討し、かかる検討の下に、MBOに際して実現される上記及びの価値とその分配について考察し、かかる考察に基づき、裁判所が、その合理的な裁量によって、上記の期待について評価額を決することが、取得価格の決定申立制度の趣旨に照らし、望ましいものといえる」と指摘する。そして、Yは、このようなプレミアムを設定した具体的根拠については特に主張立証せず、事業計画書や株価算定評価書の提出もしない」として、本件MBOに近接した時期においてMBOを実施した各社の例などを参考にして株価上昇

期待値を算定するのが相当であるとした。⁽¹⁹⁾

2. サンスター事件

【事案の概要】

Yは、オーラルケア、コスメタリー、その他の事業に係る製商品の製造・販売を主な事業内容とする株式会社である。本件はY株式会社が、株主総会決議によって全部取得条項付株式の全てを取得すること、および全部取得条項付株式1株と引換えに、450万株未満の株主から1株当たり650円の金銭の対価にて取得できる旨を定めた取得条項付き種類株式1株を交付することを定めたのに対し、Y会社の株主であるXらが会社法172条1項に基づく株式取得価格の決定を求めた事件である。

Yの株主であるXは、平成19年2月16日にY株式1000株を手数料込みで64万9662円で取得した。平成19年2月4日、Yの代表取締役会長が100%親会社となるA社は、買付期間を平成19年2月15日から3月15日まで、買付価格を1株650円として、Y株式の公開買付け（以下本件TOBとする）を発表した。この際行われた公表では、本件TOBは経営陣によるMBOの一環として行われるが、Aおよびその100%親会社の働きかけが実現すれば、MEBO（マネージメント・エンployer・バイアウト）としての性格を有することになっていた。同日、Yは本件公開買付けに賛同する意見を表明するとともに、平成19年3月期の期末配当予想を従来の5円から無配に修正した。

平成19年5月18日、Yは全部取得条項付株式等の発行のための定款変更およびその取得に関するお知らせを通知したが、Xは反対の通知をした。

平成19年6月25日、Y会社の株主総会および普通株主による種類株主総会が開催され、全部取得条項付種類株式の取得に要する決議が可決された。Xらは、本件総会に先立ち、Y会社に対し、前記決議に反対する意見を通知し、かつ、前記決議に反対した。⁽²⁰⁾

平成19年7月26日、Yの株式は上場廃止となり、同年8月1日、全部取得条項付株式の全部取得の効力が発生し、本件取得条項付株式が交付された。そして、Yの取締役が定めた本件取得条項付き株式の取得日である平成19年8月17日、A社、STAR LEC株式会社および従業員持株会以外の株主が保有していた本件取得条項付株式が取得された。

なお、Yは平成18年11月10日、売上高733億円、経常利益39億円、純利益20億円としていた平成19年3月期の連結業績予想を、売上高715億円、経常利益35億円、純利益17億円とする下方修正を発表している。

大阪地裁平成20年9月11日決定⁽²¹⁾

会社法172条1項の全部取得条項付種類株式の「取得の価格」について、当該取得日における公正な価格であるとし、「『公正な価格』とは、全部取得条項付株式の取得日における客観的な時価に、株式を取得される株主にも分配すべき利益の合計である」とした。

そして、取得日における時価について、「証券取引所に上場されている株式は、多数の投資家の参加する市場によって十分に検討されることにより、企業の客観的価値が市場株価として現れているものというべきであるから、市場株価が存在した企業の株価は、それが当該企業の客観的価値を反映していないと認められる特段の事情のない限り、評価基準時点に近接した市場株価を基本として株式の時価を評価すべきである」「もっとも、市場株価は、ごく短期的には、少数の市場参加者の自己都合等による行動を市場が消化しきれないことにより変動することもあるため、ある程度の期間の市場株価をもって基準とすることが相当である」「本件においては、本件公開買付け公表の日（平成19年2月14日）までの過去6か月間の終値の単純平均値をもってその基準とするのを相当」と認め、同期間の市場株価の終値の単純平均である548円とした。

また、特段の事情の有無については、「本件下方修正の発表は、市場株価を適切に形成するための適時開示にすぎない」。また、Yの依頼を

受けて作成された「株主資本価値評価報告書」の前提となった事業計画も「相当不確定な要素を多数含むものであるから、これを『計画』という趣旨で織り込んだとしても、本件公開買付6か月間の市場の認識が大きく異なるものと認めることはできず」本件においては、特段の事情は認められないとした。

次に、株主に分配されるべき利益について、「Yの企業価値が高まる可能性の増大という利益は、あくまで可能性にすぎず。実際に利益が得られるかどうかは、Yにおいて採られる具体的な施策とその成否によるものであって、これを全部取得条項付株式取得の時点で計算する確立された評価方法があるものとは認めがたい」とし、本件公開買付け応募率は約87%であったこと等を理由として、「650円という買付価格は、相当広範な株主の賛同を得られたものと認められ」市場において一定の合理性を有するものと評価される。「全部取得条項付株式の客観的な時価が前示のとおり548円であるから、株主に分配されるべき利益は102円(650円 - 548円)であり、客観的な時価に対する割合は、約19% (102円 ÷ 548) となる」と述べ、結論として、取得価格を公開買付価格と同額の650円とした。

大阪高裁平成21年9月1日決定⁽²²⁾

「裁判所は、当該株式の取得の効果が生じる本件取得日における公正な価格をもって、その取得価格と決定すべき」であり「その公正な価格は、上場会社において」は「その当時の市場価格を基準に」継続的な一定期間の平均値を算定するなど評価の制度を高め定めるべきとする。

「MBOを計画する経営者は、株主に対してはその利益を図るべき善管注意義務がありながら、MBOが実施された際、あるいはその後の再上場を行う際に、自己の利益を最大化するため、対抗的公開買付けを仕掛けられない範囲で、自社の株価をできる限り安値に誘導するよう行為を行うことは見やすい道理である」「Yについては、MBOの準備を開

始したと考えられる時期から、公開買付けを公表した時点までの期間における株価については、特段の事情のない限り、原則として、企業価値を把握する指標として排除すべきものと思料される」として、「平成16年ころ以来、300円台から400円台の間を維持していたところ、平成17年半ばから漸次上昇し、平成18年1月頃には一時最高815円を記録し、同月25日から同年2月13日まで700円から799円の間を保ち、以降は下落して平成19年2月14日まで500円台から600円台の間を上下していたことが明らかである」。また、「公開買付けを公表した平成19年3月期に前年度から大きく収益力が落ち込み、MBOが実施されることで回復が見込まれるに至ったというのも不自然である」。結論として、「Yの上記取得日における公正な価格を算定するについて基準となる株価は、公開買付けを発表した1年前の株価に近時する700円」が相当であるとした。

次に、プレミアムについては、「株式の客観的価値に加え、MBOにより支配権を強化することのできる経営者側が支配権を手に入れるため追加的に支払う取得対価（支配プレミアム）、株主が全部取得条項を付されて株式を強制的に取得されることにより投資機会を失い（スクイズアウト）、あるいは投資の流動性を奪われる対価として支払われる金銭（スクイズアウトプレミアム）が考慮されるべきところ、公開買付けの実務においても市場の直近価格を上回った買付価格が設定されているのが一般的であって、株式の市場に対するその割合（プレミアム）は、MBOの場合が高率になるとされている」「そのような付加価値は、MBOを実施するについて作成されることとなる株価算定についての評価書を基礎として計算されるべきところ」「Yの依頼により作成されたK評価書は」その基礎となるべき資料については必ずしも信用を措くことはできず、同評価書を分析してYの株式について上記プレミアムを計算することはできないから、上記プレミアムは合理的な資料により裁判所の裁量によって決せられるべきものとなる」。結論として、Kが収集した平成18年1月以降に実施された他のMBOの事例（41件）等を参照

し、プレミアムを「20パーセントとするのを相当とする」として、取得日におけるY会社の全部取得条項付種類株式の公正な価格を、公開買付価格を超える1株当たり840円と定めた。

なお、「MBO にあっては透明性のある手続きが要請される」ところ、K社評価書が公表されていなかった事実、公開買付けの開始を株主に知らせる通知書の記載に『MBO 報告書』において避けるべきとされている「『強圧的な効果』に該当しかねない表現が用いられていること」、本件公開買付けに対しては対抗的な TOB が実施されようとしていたことなどから、87%にも及ぶ「多様の株主が公開買付けに応じたとはいえ、その株価が公正な価格であることを承認した上でのことであるということにはならない」とした。

3. サイバードホールディングス事件

【事案の概要】

Y会社は、平成10年9月29日に設立された株式会社で、子会社等を通じて、モバイル・コンテンツ事業等を行う純粋持株会社である。Y会社は、平成19年6月1日、Lグループとの間で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。その後、同年10月31日、Lファンドは、Y会社代表取締役社長兼グループCEOであるAとの間でMBO契約を、Y会社の取締役兼上席執行役員Bとの間で参加契約を、それぞれ締結した。平成19年10月31日、Lグループは、Y会社の経営者とともに、MBO取引の一環として、Lファンドが発行済株式の100%を有するCJ社が、買付期間を平成19年11月1日から同年12月13日まで、買付価格を1株6万円として、Y会社の発行済普通株式および新株予約権のすべての取得を目的とする株式公開買付け（以下本件TOBとする）を実施することを公表し、Y会社は、同日開催の取締役会で、本件TOBに賛同の意を表明することを決議した旨公表し、Y会社の株主および新株予約権者に対し本件TOBに応募することを推奨

した。また、同時に代表取締役 A と取締役 B ならびに C が、本件 TOB 終了後も継続して Y 会社の経営に当たること、A ならびに B は、その有する Y 会社の株式および新株予約権の全部について本件 TOB に応募し、TOB 成立後に、第三者割当増資により、A が発行済株式総数の 7.88% の、B は 0.18% の CJ 社の株式を保有する予定であること、さらに、Y 会社の大株主から本件 TOB 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。

本件 TOB の結果、CJ 社は、間接保有分も含めて Y 会社の発行済株式の 89.77% を保有することになったので、Y 会社は、平成 20 年 2 月 15 日に臨時株主総会および普通株主による種類株主総会を開催し、全部取得条項付株式の取得に要する決議が可決された。これに対し X らは、本件株主総会に先立ち、Y 会社に対し、上記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前記決議に反対し、同年 3 月 4 日、株式取得価格の決定を申し立てた。平成 20 年 3 月 16 日ジャスダック証券取引所は Y 社上場を廃止した。

なお、本件 MBO に関して、L グループから依頼を受けた N 社は平成 19 年 10 月 23 日付株式価格算定所において Y 株式の価格を評価し、同月 31 日のプレスリリースで開示されたが、前記算定書の他に、本件 MBO 実施後の Y 会社の事業計画から予測される収益力や具体的な見通しおよび将来のキャッシュフロー計画については、Y 会社も L グループも明らかにしていなかった。他方で、L グループが平成 19 年 10 月 2 日に、1 株当たり 5 万 6000 円という TOB 価格を提示したことに対して、A は交渉により TOB 価格を引き上げるべく、1 株当たり 6 万円を下回ることは許容できないという姿勢を明確にしていた。また、Y 会社取締役会は、Y 会社ならびに L グループから独立したファイナンシャル・アドバイザーを指名するとともに、法律顧問の助言を得て、Y 会社ならびに L グループ双方から独立した者（社外取締役 2 名を含む）から構成される第三者委員会を設置し、本件 TOB を含む本件 MBO の当否およびその条件につ

いてLグループとの間で協議・交渉を行った上で、Y取締役会に対して意見を提出することを委託する決議を行い、第三者委員会は、同月30日、買収防衛策を条件付で廃止することを前提とし、本件 TOB を含む本件 MBO の実行に賛同する旨の答申を決議している。

東京地裁平成21年9月18日決定⁽²³⁾

会社法172条1項について、株式取得価格決定申立制度の趣旨について述べた上、「上記趣旨に照らし、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」とした。そして、「譲渡制限の付されていない株式を保有する株主は、株式の客観的価値を把握しているだけでなく、これを継続して保有することにより実現する可能性のある株価の上昇に対する期待を有して、これは法的保護に値するものなので、「取得日における当該株式の客観的価値に加えて、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。言い換えるなら「は、MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値と、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たものと解するのが相当である」と判示した。

客観的価値の算定方法について、「異常な価格形成がなされた場合など、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評価を基本として、当該株式の客観的価値を評価することが相当である」。もっとも、市場価格は、投資家による投機的思惑などの影響を受けることもあるので「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。そして、この趣旨からすると、通常であれば、本件公開買付け公表前1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株価を本件取得日におけるY株式の客観的価値とみてよいものと解すべきである」との一般原則を示した。

また、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有無の判断に関しては、Xらの主張を以下の理由によって排斥している。すなわち、平成19年11月21日における中間業績概況の公表については、業績予想の上方修正ではなく、同年5月22日の時点ですでに市場株価に織り込まれている。さらには、将来のキャッシュフロー計画を市場に開示することは一般的に要求されるものではないこと、一般論としてのMBOの構造的な利益相反関係が認められるという評価自体は、一定期間の市場株価と直接関係するものではないこと、公開買付けの応募比率をもって特段の事情とみるのは困難であること、そして、検討すべき市場株価の時期については、長期間にわたる株価を検討しても意味がないとして、「本件公開買付け公表前1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株式の客観的価値とみるのが相当である」と述べ、結論として、「本件取得日におけるY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格は、1株当たり5万1133円と認めることができる」とした。

期待価値の評価については「本件MBOを実施してY株式を取得する投資家であるLグループ及びY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ができる。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。「会社の非公開目的のMBOについては」「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定時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」「そうするとMBOの目的や実施後の事業計画から予想される収益力や業績についての見通しのほか、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量して、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」との一般論を述べた。

本件MBOについては、「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、第三者機関の株式評価を踏まえるなど合理的な根拠に基づく交渉を経て、合意に至ったものと認めることができ、利益相反関係の問題についてもこれを抑制する措置が講じられていたということができ」「情報開示の内容がかなり周到なものであり、強圧性も乏し

いことをも考えると、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て、本件MBOが成立したと評価することができる」。

「以上の事情、特に、本件公開買付けにおけるA及びBの立場や、Aの厳しい交渉姿勢もあって買付価格が1株当たり6万円まで上昇していることは、同価格が、MBOの実施後に増大が期待される価値のうち既存株主に分配されるべき部分を最大限織り込んだものであることを示すものと認めるのが相当である。そして、同価格は、計算上、本件取得日におけるY株式の客観的価値である1株当たり5万1133円に、17.38%のプレミアムを加えたものとなることを認めることができる」として、取得日における公正な価格は、公開買付価格と同額の6万円であるとした。

註

- (14) より詳細には、本件公開買付け成立後、会社を種類株式発行会社に変更し、発行済みの全ての普通株式に全部取得条項を付し、当該株式の全部取得と引換えに別個の普通株式を交付することを株主総会に付議する予定であり、結果として普通株式の1株に満たない端数しか受け取れない株主に対して、当該端数の合計数に相当する普通株式を売却することによって得られる金銭が交付されること、その売却金額については、本件公開買付けの買付価格を基準として算定する予定である点、本件公開買付けに応募しなかった株主から、本件公開買付けの買付価格を基準として算定される額の金銭を対価として、株式を強制的に取得することを予定している点が公表されている。
- (15) その後もA会社は、同年11月10日、平成19年2月26日、同年3月1日と業績の下方修正を公表。
- (16) 同年11月21日の株価は30万4000円であったが、同年8月22日の終値は25万4000円となった。
- (17) 判例時報2001号109頁。
- (18) 金融・商事判例1301号28頁。
- (19) 具体的には、平成12年から平成17年までの間に日本企業を対象とした公開買付けの事例（119件）から市場株価を下回る買付価格を設定した公開買付けを除く85例についてプレミアムの平均値を取ると、公開買付け公表日直前の株価の終値の27.05%に達するとし、このような事例を参考

にするなら、本件株式の客観的価値である28万0805円に、20%を加算した額(33万6966円)をもって、株価の上昇に対する評価額を考慮した本件株式の取得価格を認めるのが相当であるとした。

- (20) より詳細に法的手続を述べると、Yの株主総会が開催され、Yは種類株式発行会社となり、第一種種類株式を発行する旨の定款変更が決議された(定款変更)。また、定款変更による変更後の定款を交換し、Yの普通株式に全部取得条項を付す旨の定めを新設し、この全部取得条項付株式1株と引換えに、本件取得条項付株式の全部を取得する場合において、全部取得条項付株式1株と引換えに、本件取得条項付株式1株を交付する旨を定め(定款変更)、その効力発生日を平成19年8月1日とし、特別決議によって、取得日を効力発生日と同日として、全部取得条項付株式のすべてを取得し、全部取得条項付株式1株と引換えに本件取得条項付株式1株を交付する決議がなされた。

(21) 金融・商事判例1326号27頁。

(22) 金融・商事判例1326号20頁。

(23) 東京地裁平成21年9月18日決定 金融・商事判例1329号45頁。

IV. 公正な対価の算定基準

「 .1」MBOの法的手続においてみてきたように、MBOは一般に第一段階取引と第二段階取引によって構成される法的取引である。MBOに際し対象会社の株主が現金により締出される場合、対象会社の株主は、将来対象会社の株価が上昇するメリットを享受することができない点を考慮しなければならない一方、MBOに参加する取締役は自ら出資を行うことにより、事業リスクを負担する半面相応のリターンを要求することから、MBOを行う取締役のインセンティブを過度に阻害しないという点についても考慮する必要がある⁽²⁴⁾。

第二段階取引は「 .1.」の通り、(A)SPCを完全親会社とし、対象会社を完全子会社とする株式交換を、一般株主に端数を生じさせる交換比率で行い、一般株主に株式以外の対価を支払う、または(B)対象会社の定款を変更して種類株式発行会社とした上で、その株式(普通株式)に

全部取得条項を付し、一般株主に対しては端数が生ずるような割合で種類株式を対価に当該株式の全てを取得し、一般株主には金銭（端数代金）を交付することによって、公開買付けに応じなかった一般株主を締出すための株主総会決議を行うことによって行われる。これに対して、一般株主は(A)全部取得条項付種類株式が利用される場合には、会社に対して株式買取請求権の行使（会社法116条1項）、または、裁判所に対する取得対価の価格（172条1項）の決定の申立てを行い、(B)株式交換が利用される場合に一般株主は、会社に対して株式買取請求権の行使（会社法785条1項）をし、また、裁判所に対し価格決定の申立て（786条2項）をすることができる。

全部取得条項付種類株式は、平成17年に制定された会社法によって導入された制度である。同制度については、立法過程においては100%減資という条件のもとで許されると想定されていたが、出来あがった条文には特段の制限がなされなかったため、議論はあるものの、当初想定されていたものとは異なる目的を達成するためにも利用できることを、多くの論者によって主張されている。

少数派株主の締め出しは、平成17年改正において合併など組織再編の対価が柔軟化され、明示的に許容されることになった（会社法749条1項2号等）。同時に、少数株主を締出した会社は、株式買取請求権を行使した反対株主の持株を、「公正な価格」で買い取ることとされた（同785条1項）。すなわち(B)の株式交換を利用したスキームで一般株主を締出し、MBOをすることが可能になったのである。しかし、MBOにおける少数株主の手法として、会社法上の組織再編ではなく、全部取得条項付種類株式が選択されている。その主たる理由としては、買収対象会社の資産の含み益に対して課税がなされるリスクを軽減させるためである。すなわち、MBOにおける第一段階取引である株式公開買付（TOB）の後、特別目的会社（SPC）と買収対象会社が株式交換を行う二段階取引を行い、一般株主を締め出す場合、買収対象会社以外の株主には端数し

が交付されないように交換比率を設定しなければならない。しかし、この場合、適格株式交換の要件を満たさないため、買収対象会社の資産が時価評価され、含み益に課税される可能性がある⁽²⁵⁾のである。

全部取得条項付種類株式の取得であろうと組織再編であろうと、MBOにおける全体的な法的スキームを考慮した場合、締め出される一般株主の状況になんら変わりはない。したがって、少数株主の締め出しにおける株主保護については、法形式にとらわれず、できるだけ統一的な対応がなされる必要がある。このような立場からは、組織再編と全部取得条項付種類株式の取得を区別することなく、裁判所は「公正な価格」を決定することが妥当であろう⁽²⁶⁾。この点、裁判所もいわゆる三角合併に関する事案であるが、株式交換を用いた組織再編について、反対派株主から会社法785条1項に基づき株式買取請求権が行使された事案において、全部取得条項付種類株式の取得の事案とほぼ同様の基準採用し、取得価格の決定をおこなった事案が存在する⁽²⁷⁾。

上記の裁判例は全て172条1項の公正な対価の算定を基準の問題として扱われているが、株式交換を利用した少数派株主の締め出しの場合における会社法785条2項による裁判所に対する価格決定の申立てについても、スキームこそ異なるがMBOの一貫として取られるスキームとして特に区別して考える実益は乏しいと感じられる。本稿では、(A)(B)両者のスキームについて区別せず、裁判所による公正な対価の算定基準の問題として扱うこととする。

1. 会社に対する株式買取請求権 (785条1項、116条1項) をめぐる議論

裁判所による価格決定は、会社に対する株式買取請求権における「公正な価格」を参考に決定されるが、ここでいう「公正な価格」とはいかなる意義を有するか。この株式買取請求権における「公正な価格」をめぐって、MBOに限らず多くの議論がなされてきた。そこで、株式買取請求権をめぐる一般的な議論を踏まえた上で、MBO特有の株式買取請

求権の議論を検討することとする。

(1) 株式買取請求権に関する一般的な議論

会社法（785条1項、116条1項）の規定は、旧商法下においては「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と規定されていたが（旧商法355条1項）、2005年施行の現行会社法においては、その文言が単に「公正な価格」へと変更された。この文言の変更は、会社法の立法担当官によれば、株主の中には、株式会社が企業再編すること自体については賛成であるが、企業再編の結果、対価として交付される財産の割当てには不満足である者も存在するため、公正な価格の中に、企業再編による企業価値の増加（シナジー）を織り込めるようにするためであると説明されている⁽²⁸⁾。

一方、組織再編行為において、逆に企業価値が減少する場合も考えられる。このような場合、旧商法が保障していた「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」は現行会社法では保障されるか。この点に関して、株式買取請求権制度を「公正な対価の合併であったなら置かれたであろう立場」を保護する制度に変えてしまった以上、合併しなかった場合を前提とした保護はもはや行わないという方法、従来保護されてきた利益はそのまま保護しつつ、あらたに「公正な対価の合併であったなら置かれたであろう立場」をも保護する方法の二つが考えられる⁽²⁹⁾。この点、会社法による改正は、反対派株主の法的保護を強めこそすれ、それを弱める意図でなされたと考える理由はないので、旧商法同様に企業再編行為がなかった場合の経済状態も保障する機能も有していると考えられる。立法担当者も、組織再編行為前に、その前提として、株式公開買付（TOB）⁽³⁰⁾が行われた場合には、その買付価格は、組織再編行為のシナジーを織り込んだ価格であると推認されるから、TOBの成功により、買付者が支配プレミアムを取得した結果、株価が下落しても「公正な価格」は、通常、その買付価格より下回ることはない、企業再編行為が

なかった場合の経済状態の保障機能も有するものと解しているようである。⁽³¹⁾以上のことを要約するならば、現行会社法における株式買取請求権における「公正な価格」とは、「組織再編行為がなければ有していたであろう公正な価格と、その組織再編行為により生ずるシナジーなどを適切に反映した公正な価格との、いずれか高い額」を意味すると解せられる。⁽³²⁾

(2) MBO 特有の株式買取請求権についての問題

会社法785条は(1)で述べてきたように「吸収合併等をする場合」、すなわち組織再編行為をする場合に反対株主に企業再編による企業価値の増加(シナジー)を織り込んだ「公正な価格」を付与する旨規定したものである。

MBOにおいても、他の組織再編同様に、第二段階取引が行われる前に、第一段階取引である株式公開買付(TOB)が行われるが、前述のように、その買付価格は組織再編行為のシナジーを織り込んだ価格であると推認されるから、公正な価格は通常、公開買付価格より下回ることはない⁽³³⁾と解される。また、第二段階の取引における価格については、MBO指針も「公開買付価格と同一の価格を基準にす」べきであると規定している。⁽³⁴⁾この解釈に従うなら、第二段階取引の価格を検討するためには第一段階取引である株式公開買付(TOB)の価格を検討することが必要になってくる。

MBOにおいては「 . 1 .」のMBOの法的手続きで確認したように、対象会社の取締役等が主体となって、特別目的会社(SPC)を設立し、二段階の取引を経て組織再編行為を行うものであるので、独立の第三者との間における企業結合等とは異なる。MBOに参加する取締役と株主との間には、「 . 2 .」で述べたように、大きな情報の非対称性があり、取締役について利益相反的構造が生じることから、一般株主に対して強圧的な効果を生じ得る。このため、第一段階取引である株式公開買付

(TOB)において、取引における買付価格がシナジーを織り込んだ公正な価格であるとの推認が必ずしも働かない場面もあるように思われる。

例えば、MBOの対象となっている会社の既存の株主の中に、(X) MBOを行う取締役と独立した交渉を行うことが期待できるという意味において独立した大株主が存在するという場合と、(Y)独立した大株主が存在しない場合がある。また、(Y)にかかる独立した大株主が存在しない場合の中にも、(Y1) MBOを行う取締役（またはこれを利益を共通にする者）と利益を共通にしない一般株主が大多数の株式を有している場合と、(Y2) MBOを行う取締役が支配的持分に相当する株式を有している場合などが存在する。このような場合取締役の役割が大きいかほど利益相反の役割が強まると考えられるので、Xよりも(Y1)、(Y1)よりも(Y2)の方がMBO特有の利益相反の問題は大きくなっていくと⁽³⁵⁾考えられる。

また、第二段階取引の価格が第一段階取引を下回ることはないと解釈しても、第二段階取引は第一段階取引における価格を参考に行われることが多いので、第一段階取引の価格が公正な価格でなければ、第二段階の取引における価格も必ずしも公正な価格とはいえないのではないかという問題が生ずる。

このように、そもそも第一段階取引の株式公開買付(TOB)に不満がある株主は、会社法172条1項または786条2項に基づいて裁判所に「公正な価格」の決定を申立てることになる。

2. 裁判所に対する価格決定の申立（172条1項、786条2項）

会社法786条2項の価格決定の申立てが行われた場合における具体的な基準については必ずしも明らかにされているといえず、裁判所による裁量に任されていると考えられる。しかし、当該申立権は株主買取請求権と実質的に同様の機能を営むとされていることに鑑みれば、株式買取請求権における「公正な価格」の意義と同様に解すべきであると考えら

れる。しかし、前述のように第一段階取引である株式公開買付 (TOB) における公正さが確保されなければ、第二段階取引に対する株式買取請求権も公正なものであるとはいえない。

この点、株式買取請求権における「公正な価格」の意義について、支配・従属関係にある会社において組織再編が行われる場合同様に、米国において公正な取引が行われたかを判断する際によく用いられる 独立した専門的評価人 (監査法人や証券会社など) の評価を受けているか、従属会社の側が、社外取締役など支配会社から独立した交渉人を立てているか、十分な開示の下に、従属会社の少数派株主の多数の賛成を得ているか、という観点から審査すべきであるという見解も存在する。⁽³⁶⁾ MBO が行われる場合には、MBO に参加する取締役と株主に情報の非対称性等の問題が存在することから、支配・従属関係がある会社において組織再編行為が行われる場合と同様の問題があると考えられる。とすれば、この見解は十分に合理性を有すると考えられる。MBO 指針においても意思決定プロセスにおける工夫として、(社外役員が存在する場合には) 当該役員、又は独立した第三者委員会等に対する MBO の是非及び条件についての諮問 (又はこれらの者による MBO を行う取締役との交渉)、及びその結果がなされた判断の尊重、取締役及び監査役全員の承認 (特別の利害関係を有する取締役を除く)、意思決定方法に関し、弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスを取得すること及びその名称を明らかにすること、MBO において提示されている価格に関し、対象会社において、独立した第三者機関からの算定所を取得することが挙げられている。⁽³⁷⁾

では、この見解を採る場合、第 1 段階取引である公開買付価格が公正な価格であることの立証責任は誰が行うべきか。これについては一般株主に比べて圧倒的に会社の情報を有している取締役等経営陣が MBO が透明性および合理性を有することについて、十分に立証すべきであると考えられる。MBO に参加した取締役等経営者等がこれらの措置を講じ、

さらにこれらの措置が実効性を有することに関して十分な立証を行った場合、一般株主の側がこれに対する反証を行わない限り、第1段階取引における公開買付価格が公正な価格であると裁判所は評価すべきであると考えられる。では、裁判所は具体的にいかなる算定方法をもって「公正な価格」を算定すべきか。会社法172条1項、786条2項にはその算定方法は書かれておらず、裁判所による解釈に委ねられているが、その算定基準を巡って北川徹成蹊大学准教授をはじめとして既に先行研究がなされている。本稿は北川准教授の研究を踏まえた上で私見を述べることにする。

(1) 「公正な価格」の算定方法

「(1).ア.」で述べたように、平成17年改正の現行会社法は、反対株主の買取請求を単に「公正な価格」とした趣旨は、組織再編行為によるシナジー等、企業価値の増加分を反映した価格による買取を求めるものであると理解されている。これは旧商法化において非訟事件において算定していた「公正な価格」を基礎（「客観的価値」）として、さらに、組織再編行為による企業価値増加分（「期待価値」ないしは「プレミアム」）を加えるという方法によって算定される。

MBOにおいては、MBO指針が指摘するように、企業結合等他の組織再編行為において生ずるような相乗効果（シナジー）は発生しないとも考えられる。しかし、一般株主が存在しなくなることによるコスト削減効果（一般株主との利害調整コスト・開示コスト等の削減）や、インセンティブ構造が変化したことに伴い、MBOにおいて人的な資本を拠出する取締役等の努力により新たな価値が創出される。そのため、MBO指針はMBOに際して実現できる価値として、企業結合等他の組織再編同様に(a) MBOを行わなければ実現できない価値と、(b) MBOを行わなくても実現可能な価値の2種類に区別して考えている。そして、MBO指針は(b)のMBOを行わなくても実現可能な価値は、基本的には株主が

受けるべきものと考えられるものの、他方、(a)の MBO を行わなければ実現できない価値については、株主及び取締役が受けるべき部分の双方が含まれていると整理する。⁽³⁸⁾ 以下では客観的価値の意義と算定方法、企業価値増大部分の源泉と分配、そして、裁判例において問題とされている情報開示をめぐる問題について詳しく検討する。⁽³⁹⁾

(2) 客観的価値の意義と算定期間

MBO における「承認の決議ナカリセバ」(平成17年改正前商法408条ノ3第1項)の価格としての「客観的価値」をどのように評価すべきか。旧法下における株式買取請求に関する判例(最判昭48年3月1日裁判集民事108号293頁)においては、市場価格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段の事情がない限り、取得日にできる限り近接した市場株価を基本として「客観的価値」を決定すべきであるとする。市場株価は多数の投資家による当該株式の収益・リスクの予測の集約と考えられることから、株価の市場価格をもって「客観的価値」とするのは合理的であると考えられる。

ただし、株価の市場をもって「客観的価値」としても、MBO は第一段階取引である株式公開買付(TOB)と第二段階取引によって構成される取引であるが、どの時点の株価を基準として、どれだけの期間の平均値をとるべきかという問題が生ずる。

裁判例はどの時点をもって客観的価値とみなすかについては、公開買付け公表前1カ月(レックス東京地裁決定)⁽⁴⁰⁾ないしは6カ月間(レックス高裁決定⁽⁴¹⁾、サンスター地裁決定⁽⁴²⁾)の終値の単純平均値を採用するもの、公開買付け公表1カ月前の出来高加重平均値を採用するもの(サイバードホールディング東京地裁決定⁽⁴³⁾)、公開買付け公表1年前の株価の近似値を採用するもの(サンスター高裁決定⁽⁴⁴⁾)と様々である。また、裁判所が客観的価値に影響を与える特別な事情を認定しなかった事案においても、算定期間は、公開買付け公表前1カ月間(レックス地裁決定)ないし6

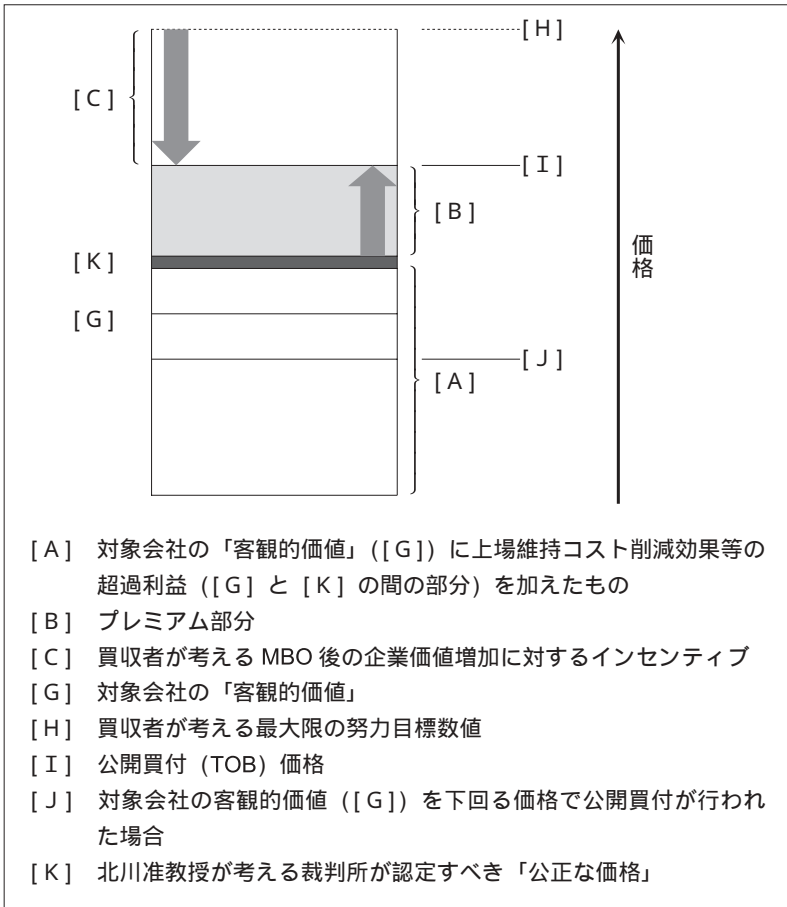
カ月間（サンスター地裁決定）と判断がわかれている。

このように裁判所の判断が分かれた理由としては、MBOにおいては取締役等経営者等と一般株主の間に利益相反関係があるので、経営者等による違法な株価操作による市場株価の下方への誘導が行われたと認められる場合に、市場価格の算定期間を長期に設定して事後的に客観的価値を調整したものと思われる。

図表5は、MBOによって創出される企業価値増大の源泉と、株式買取請求ないし価格決定申立てにおける「公正な価格」について北川准教授が作成した図表に、加筆したものである。図表5では、対象会社の「客観的価値」は[G]の価格で示されており、客観的価値の算定額である[I]の価格を上回ることはない。しかし、レックス高裁決定とサンスター高裁決定は、公開買付価格を上回る価格を「客観的価値」の算定基準と認定した。これは、両高裁決定においては、対象会社の客観的価値である[G]に満たない[J]の価格で公開買付けが実施されたものと裁判所が判断したと理解することができよう。そこで、裁判所は、事後的に市場株価の平均値を算出する前提となる算定期間を長期に設定し、平均株価を調整することによって、[G]の価格を、実際の買付価格である[I]の価格を上回るところまで上方に移動させたとみることができ⁽⁴⁵⁾る。

これについて、市場株価について、その算定期間を裁判所が事後的に調整することは、かえって客観的価値の算定根拠の合理性を失わせてしまうことになる。なぜなら、図表2が示す[G]の価格は、評価時点に近接した市場株価を前提として決定すべきであり、本来、裁判所が事後的に調整できない性質のものであるからである。とすれば、裁判所は、経営者等による違法な株価操作による市場価格の下方への誘導等明らかに特別の事情があったことを認定し得ないのであれば、事実認定において客観的価値の算定期間を長期に設定すべきではないという批判が存在⁽⁴⁶⁾する。

図表 5



しかし、取締役等による違法な株価操作はなくとも、MBOの第一段階取引である株式公開買付け (TOB) を何時の時期に設定するかは取締役等経営者の裁量によるものである。取締役等経営者は出来るだけ低い価格で株式を取得したいというインセンティブが働いているので、市場株価が高い時期よりも株価の低迷した時期を見計らって株式公開買付けを行うと考えるのが自然である。また第一階段取引である株式公開買付

(TOB)の買付価格は、「1.1.(1).ア」で述べたように、第二段階取引における「公正な価格」を下回ることはない⁽⁴⁷⁾と立法担当者は解している。しかし、我が国においては、株式公開第二段階取引における「公正な価格」を第一段階のTOBによる買付価格を下回ることを禁止する法規制は存在しない。このようにTOBが成立した場合にどういう扱いを受けるかについて株主が不安感を抱いているときは、TOBに応じないことは一般株主にリスクを抱えさせることになり強圧性を有することになる⁽⁴⁷⁾。つまり、MBOにおける第一段階取引である株式公開買付(TOB)の時期をいつにするかは、一般株主の預かり知らぬところで、取締役等経営者の側によって決められる、一般株主に対して強圧性を有する性質のものであるので、違法な株価の操作等の特別の事情がないからといって市場株価に影響を与えないとは言い切れない。とすれば、客観的株価を算定するにあたっては、特別な事情がないと認められる場合においては、評価基準時にできるだけ近接した日を算定基準日とすべきであるが、その算定期間は6カ月間とある程度の長期にわたってもやむを得ないのではないか。一方、違法な株価操作等の事情があった場合には、事案に応じて市場株価に影響を及ぼすプレスリリースがあった日以前を基準日として、その期間については裁判所の合理的な裁量に任せるべきでないと考える。

(3) 企業価値増大部分の源泉と分配

MBOでは、買収対象会社が現在の事業活動を継続するため、企業結合等の場合のような相乗効果(シナジー)は発生しないとされている⁽⁴⁸⁾。しかし、経営者がMBOを行うのは、MBOによって買収対象会社の企業価値が向上すると考えているからに他ならない。ここで生ずる企業価値の増大部分の源泉はどこからきているのかについて、MBO指針は(a) MBOを行わなければ実現できない価値について、取締役と株主⁽⁴⁹⁾が受けるべき部分の双方が含まれているとする。では、この企業価値増大

部分の源泉は具体的にどのようなもので、その分配はどのように行われるべきか。

この点、図表5を用いて北川准教授は以下のように分析されている。すなわち、「MBO後に、対象会社の企業価値が増大するとすれば、それはMBOを実施した経営者や投資ファンド等の努力によって創出されたものであり、MBO実施における将来への自信を示すものといえる(図表5の[B]+[C])。少数株主を排除することに伴う上場維持コストの削減効果等の超過利益は、MBOを行う経営者等が独占する理由がない部分で、既存の株主に帰属させるべきである(図表5の[G]と[K]の間の部分)。経営者等の買収者は、MBOによって対象会社の企業価値を向上させるべく、最大限の努力目標数値である[H]の価格までは公開買付価格を提示することができる。しかし、MBO後の企業価値増大部分をすべて吐き出してしまうような価格でオファーするような買収者は想定できない。買収者は、MBO後の企業価値を増大するインセンティブ(図表5の[C]で示された下向きの矢印)があって、初めて一定のリスクを引き受けた上でMBOを行うからである。したがって、買収者は、対抗買付けが生じないと自らが考える[I]の価格で公開買付けを行い(買収者が市場から受ける圧力は図表2の上向きの矢印で示されている)、その結果として、プレミアム部分[B]が決定されることになる(プレミアムとしての性質は異なるが、少数株主に実際に分配される部分⁽⁵⁰⁾は、前述の[G]~[K]間の部分と[B]の部分⁽⁵⁰⁾を合算したものである)。」

そして、北川准教授はMBOにおける「公正な価格」について以下のように分析されている。MBOにおける「公正な価格」を図表5で示すと「まず、公開買付価格である[I]の価格を、締め出される少数株主に保障すべき「公正な価格」とすることが考えられる。しかし、前述のように、株主に分配すべきプレミアム部分[B]は、元来、MBOを行う経営者等の将来の自信を源泉したものであり、確定された企業価値の増大部分とはいえない以上、「公正な価格」に含めるべきではない。確かに、

「公正な価格」を公開買付価格と同一とすることは、強圧的な公開買付けを抑止するという観点からは相応の理由があるが、他方で、株主が公開買付けに応じるインセンティブを歪めてしまうことになる。裁判所が認定すべき「公正な価格」は [K] の価格とすべきである。従来、合併等の際に生じるシナジーの分配の問題は、事業会社間における合併等を前提としていたために、事業提携から生じ得る企業価値の増大部分が、いわゆる相乗効果を示すものとしてシナジーの源泉となり得た。しかし、MBOにおける企業価値増大部分の源泉は、将来への自信に基づき、リスクを負担した経営者等、買収者の経営努力によるものである。それゆえ、MBO実施前に確定していない将来の企業価値増大部分を、既存の株主に対して保証してしまうことは、かえって不公平であるとともに、経営者等がMBOを提案するインセンティブを阻害することになる⁽⁵¹⁾。

北川准教授のこのような見解に対しては、以下のような批判がなされている。確かに、MBOでは、買収対象会社が現在の事業活動を継続するため、企業結合等の場合のような相乗効果（シナジー）は発生しない⁽⁵²⁾。しかし、経営者がMBOを行うのは、MBOによって買収対象会社の企業価値が向上すると考えているからに他ならない。そして、MBOや組織再編によって増大が期待される価値のうち、シナジーとシナジー以外の価値を別異に解する理由はなく、ともに株主に公正な分配を保障する必要があるのではないが、このような企業価値の向上に、買収対象会社の事業資産など株主がその収益に対して権利を持つ資産などが寄与していることに疑いはないからである⁽⁵⁴⁾。

このような見解に対して、北川准教授は、シナジー以外の価値の増大部分（上場維持コストの削減効果等）が、既存の少数株主に帰属するものであることに異存はないが、なぜ、企業価値が向上すると経営者が考えていることが、MBO後に創出する（可能性があるに過ぎない）企業価値の増大部分（経営者等の自信を源泉とするもの）を事前に株主に分配する論拠となるのか再反論されている⁽⁵⁶⁾。

しかし、北川准教授の再反論に対しては以下のような再々反論が可能であるように思われる。北川准教授の見解によれば、図表5の [I] の価格、つまり第一段階取引である株式公開買付 (TOB) 価格以下の [K] の価格を裁判所が認定すべき「公正な価格」と認定すべきであるとする。しかし、第一段階取引である TOB の価格を下回る価格を「公正な対価」として認めるならば、少数派株主に対して第一段階取引である株式公開買付 (TOB) に応じるよう強圧性を有することになる。つまり、TOB 価格が必ずしも株主にとって満足いくものでなくとも、二段階目の取引によってより低い価格で株主が締め出されるおそれがある場合、一般株主は不安を感じ、TOB に応じざるを得なくなる。⁽⁵⁷⁾ となると、取締役等経営者は MBO 取引の性質上、極力 TOB 価格を下げたいというインセンティブを有するので、敵対的買収が生ずるおそれが殆どないと判断した場合、[I] の価格を、少数派株主を排除することに伴う上場維持コストの削減効果等の超過利益を保障した [K] 価格以下、場合によっては、客観的価値である株式の市場価格の平均値 [G] を下回 TOB 価格提示することになる。そうすると、TOB 価格の公正さすら保障することはできなくなり、一般株主が著しい不利益を被ることになりかねない。そもそも、第一段階取引である TOB 価格に不満があるからこそ、少数派株主は会社に対して株式買取請求権を行使し、会社法172条1項によって裁判所に「公正な対価」の算定の申立てをするのであるから、第一段階取引である TOB よりも第二段階取引の「公正な対価」を低く評価すれば、会社法のこれらの規定は無意味なものになってしまう。

たしかに、企業価値の増加が見込まれる MBO を促進する、ないしは少なくとも阻害しないことは MBO に関する法制度を設計する際に忘れてはならない観点である。しかし、MBO の企業価値増加分を反映した市場価格というものは存在せず、企業価値増加分を算定するためには裁判所によって選任された鑑定人に算定させるしかない。しかし、非訟事件においては、文書提出命令の制度を利用することが出来ないため、買

買収対象会社が鑑定に必要な情報を提供しなかった場合には、鑑定は不可能である。とすれば、裁判所としては、MBOによる企業価値増加分を客観的に算定することに専念させ、分配の方法についてある程度の割り切りが必要になるのではないかと考えられる⁽⁵⁸⁾。分配の方法として、組織再編の当事者の企業価値に応じて比例配分する見解等⁽⁵⁹⁾があげられるが、MBOは組織再編の一種ではあるが、独立した企業間の合併等の企業再編とは異なり当事者は買収対象会社と一般株主であるので、MBOについても企業結合等の他の組織再編行為同様にこの見解を採用することはできないのではないかという疑問が生じる。企業価値増加分についてどのような基準をもって客観的価値とするかは議論があるところだが、現段階において裁判所はMBO取引における一般株主に対する強圧性を排除するため、少なくとも裁判所はTOB価格である「I」以上の価格を「公正な価格」とすべきではないかと考える。そして、鑑定が必要になるMBO取引を行うという事情をつくり出したのは買収対象会社であるので、鑑定が不可能になった場合においては、「公正な価格」であったことの主張立証責任は買収対象会社に負わせるのが妥当ではないかと考える。

(4) 情報開示をめぐる問題

裁判例において「公正な価格」を算定する過程で、買収対象会社の経営者等はその程度一般株主に対して情報開示すべきか問題とされている。

まず、買収者が利用した株価算定評価書については、公開買付布令13条1項8号による公開買付規制で、情報開示が要求されている。

これに対して、事業計画書の開示については、経営者が、MBOの条件を自己に有利にするために、市場価格を下方誘導する効果を持つ不適切な情報開示を意図的に行うことが許されないことについては争いが⁽⁶⁰⁾ない。では、買収者が未公表の重要事実を知っているか否かについてはどうか。

この点、買収対象者の取締役は、いわゆるインサイダー取引規制の適用を受ける「会社関係者」である(金商法166条1項1号)。すなわち、買収対象会社の取締役は、職務執行との関連で未公表の重要事実の存在を認識していた場合には、当該重要事実が公表されるまで、買収対象会社の株式を取得することが禁止される。インサイダー取引規制は、公開買付けに応じた株主から株式を有償で取得する場合にも適用されるので、MBOにおける第一段階取引についても適用される。

しかし、MBOにおいては、MBOを行う主体は経営者等取締役自身ではなく、取締役等経営者と投資ファンド等の金融機関が出資者となる特別目的会社(SPC)であることが多い。この場合、特別目的会社(SPC)、取締役等経営者、投資ファンドについて、インサイダー取引規制の適用されるのが問題となる。この点、少なくとも、「会社関係者」である取締役から未公表の重要事実の伝達を受けた特別目的会社(SPC)と投資ファンド等金融機関は「会社関係者」と同様の規制に服することは明らかである(金融商品取引法166条3項)。MBOにおいては、取締役等経営者と投資ファンド等金融機関、特別目的会社(SPC)の間では、買収対象会社の企業価値に関する情報が、積極的に交換されることは明らかである⁽⁶²⁾。したがって、多くの場合、特別目的会社も投資ファンド等金融機関も、インサイダー取引の対象になると考えられる。したがって、MBOにおける第一段階取引(TOB)が実施される場合には、発行者が自己株式を取得する場合(金融商品取引法27条の22の3第1項)と同様、少なくとも特別目的会社(SPC)には、未公表の重要事実の開示義務が課されると解するべきである⁽⁶³⁾。

ではそれ以外の事実についてはどの程度開示すべきか。この点、北川准教授は図表5の[H]の価格までの情報を対象会社の取締役等経営者は開示すべきではないとしている。その理由は「仮に、MBO後の企業価値増大部分をすべて開示すること、すなわちMBO後の事業計画書や将来キャッシュフローを開示することを前提に[H]の価格を所与とし

て裁判所が「公正な価格」を算定するとなると、MBOを実施しようとする買収者のインセンティブを阻害し、経済効率性を高めるMBOの実施を抑制することになる。また、こうした情報には、もともと不確実性が存在するものであり、自発的な開示が期待できないことが指摘されている。⁽⁶⁴⁾」というものである。⁽⁶⁵⁾

確かに、MBO後の企業価値増大部分をすべて開示すると、買収者のインセンティブを阻害することになることが考えられる。しかし、株式会社は営利を追求することを目的としており、営利とは単に会社が対外的な活動によって、会社自身が利益を獲得することだけではなく、その事業から生ずる剰余金を株主に分配することを意味する。⁽⁶⁶⁾つまり、対外的な活動から利益をあげることによって富を生み出し、株主に利益をもたらすことが会社の目的である。会社はその目的を実現するために設立され、取締役はその目的を実現するために職務を行い、また義務を負う。とすれば、取締役は富を創出し株主の利益を向上させる義務を負っていると考えることができる。会社と取締役との間には委任契約が存在するが、委任契約の本旨としても、会社のために職務を遂行し、会社の利益を図ることはひいては株主の利益にもつながる。このことを考慮するならば、株主の地位は、信託の受益者のようなものであると考えることができる。受益者が存在する場合、直接の契約関係がなくても、受益者は取締役は利益をはからねばならない。とすれば、取締役は直接的な契約関係がなくとも、会社に対する善管注意義務・忠実義務が付随的に株主に対して及んでいく場面があると想定できる。このような見解に対して、平成17年6月15日東京高裁決定は「取締役は会社の所有者である株主と信認関係にあるから、上記権限（新株予約権・著者註）の行使にあたって、株主にいわれのない不利益を与えないようにすべき責務を負うものと解される」という言い方をしている。とすれば、取締役は、株主に対してMBOの目的や事業計画から予測される収益力や業績見通しについても、MBOの手続過程の公正性を判断する考慮要素の1つであるこ

とを考えれば、出来る限り情報開示すべきではないかと考える。

註

- (24) 池永朝昭 = 小館浩樹 = 十市崇 「MBO (マネージメント・バイアウト) における株主権」金融・商事判例1282号 (2008) 7頁。
- (25) 太田洋 「わが国における MBO の実務と課題」井口武雄 = 落合誠一監修 『経営判断ケースブック』(商事法務・2008) 73頁以下、78頁。
- (26) 山下友信編 『会社法コンメンタール4 — 株式(2)』(商事法務、2009) 109頁 [山下友信]
- (27) 日興コーディアルグループ株式買取価格決定事件 (東京地裁平成21年3月31日決定) 参照。いわゆる三角合併に反対する株主の株式買取請求における「公正な価格」が判断された事例であるが、申立人とA社との間の株式交換契約の承認決議に反対する相手方が、申立人に対し、会社法785条1項に基づき株式買取請求をした事件において、裁判所は 会社法785条1項にいう「公正な価格」は、当該組織再編から相乗効果(シナジー)を適正に反映したものでなければならない。 会社法785条1項にいう「公正な価格」の決定は、裁判所の裁量に委ねられている。 株式交換完全子会社になる株式の公開買付価格と株式交換比率算定の際の同株式の基準価格が同じ場合において、株式交換完全子会社の株価が下落したとしても、「公正な価格」は、原則として、当該株式公開買付価格及び当該基準価格を下回ることはないと判示している。
- (28) 相澤哲筆 『一問一答 新・会社法』(商事法務・2005) 221頁以下。
- (29) 藤田友敬 「企業再編対価の柔軟化・子会社の定義」ジュリスト1267号 110頁。
- (30) 田中亘 「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号80頁。
- (31) 相澤哲ほか 『論点・解説新会社法』(商事法務・2006) 699頁。
- (32) 田中前掲註(30) 80頁。藤田前掲註(29) 110頁。なお、藤田教授はこの見解に対して、株主の保護を厚くすることだけを強調すればこの見解になるのが、理論的にはまったく異なった前提に基づく保障方法を包含することで株式買取請求権制度趣旨が曖昧になる、不必要に一般株主に対して組織再編に反対するインセンティブを高めることになるといった批判が考えられる旨指摘されている。
- (33) 田中前掲註(30) 80頁。相澤哲ほか 『論点・解説新会社法』(商事法務・2006) 682頁。
- (34) MBO 指針13頁。
- (35) 石綿学 「MBO に関する指針の意義と実務対応」商事法務1813号 (2007) 4頁。石綿学 「会社法と組織再編 — 交付金合併を中心に」法律

時報78巻5号62頁以下。

- (36) 田中前掲註(30) 81～82頁。Gilson & Gordon, supra note21, at796-803.
- (37) MBO 指針14頁。
- (38) MBO 指針7頁。ただし、MBO 指針は、このような概念整理は可能であるが、実際の案件においては、当該 (a) 及び (b) の価値を客観的に区別・算定すること、(a) の価値についても、株主及び取締役が受けるべき部分につき一義的・客観的な基準を設けることは困難であるとする。
- (39) この分野に関して既に北側徹成蹊大学准教授によって詳細な先行研究が行われている。本稿は北側准教授が作成されたMBOが創出する価値の源泉と公正な価格に関する図表を用いて検討を行うことにする。
- (40) 平成18年10月10日～11月9日までの終値の単純平均値（1カ月間）。
- (41) 平成18年5月10日～11月9日までの終値の単純平均値（6カ月間）。
- (42) 平成18年8月15日～平成19年2月14日までの終値の単純平均値（6カ月間）。
- (43) 平成19年10月1日～平成19年10月30日までの終値の出来高加重平均値。
- (44) 公開買付けを発表した平成19年2月14日の1年前の株価に近似する価格。
- (45) 北川徹「MBOにおける価格決定申立事件再考 [下]——サイバードホールディングス事件東京地裁決定を手掛かりに——」商事法務1890号9頁。
- (46) 北川前掲註(45) 9頁。
- (47) 田中亘「ブルドックス事件の法的検討 (下)」商事法務1810号17頁。
清原健 = 田中亘「MBO = 非公開化取引の法律問題——求められる取引の公正性確保——(前)」ビジネス法務7巻6号(2007)10頁。田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」武井一浩 = 中山龍太郎編筆『企業買収防衛戦略』(商事法務、2006)234頁、251～260頁。
- (48) MBO 指針7頁。
- (49) MBO 指針8頁。
- (50) 北川前掲註(45) 7～8頁。
- (51) 北川前掲註(45) 8頁。
- (52) MBO 指針7頁。
- (53) 田中前掲註(30) 79頁。池永 = 小館 = 十市前掲註(24) 9頁。
- (54) MBO 指針8頁参照。MBO 指針も、MBO に際して実現される価値についての概念整理が可能であるものの、実際の案件においては、(a) MBO を行わなければ実現できない価値について、株主及び取締役が受けるべき部分につき、一義的・客観的な基準を設けることは困難であるとしている。
- (55) 加藤貴仁「レックス・ホールディング事件最高裁決定の検討 [下]——

- 「公正な価格」の算定における裁判所の役割 —」 商事法務1877号25頁
- (56) 北川前掲註(45) 8頁。
 - (57) 田中前掲註(47) 17頁。清原 = 田中前掲註(47) 10頁。田中前掲註(47) 234頁、251 ~ 260頁。
 - (58) 加藤前掲註(55) 26頁。
 - (59) 神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準 — アメリカ法」江頭憲次郎編『(鴻常夫先生還暦記念) 八十年代商事法の諸相』(有斐閣、1985) 352頁、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎 = 藤田友敬編『(江頭憲次郎先生還暦記念) 企業法の理論 [上巻]』(商事法務、2007) 290頁。
 - (60) MBO 指針、池永 = 小館 = 十市前掲註(24) 6頁。
 - (61) 証券取引法研究会編『金融商品取引法の検討 (2)』別冊・商事法務320号 (2008) 96 ~ 97頁 [前田雅弘、黒沼悦郎発言]。
 - (62) 北川徹「マネジメント・バイアウト (MBO) における経営者・取締役の行為規制 (一)」成蹊法学67号 (2008) 155頁。
 - (63) 加藤前掲註(55) 12頁。
 - (64) 三苦裕「マネジメント・バイアウト (MBO) に関するルール設計のあり方」東京大学法科大学院ローレビュー第1巻 (2006) 39頁。
 - (65) 北川前掲註(45) 8頁。
 - (66) 弥永真弥『リーガルマインド会社法 [第9版]』(有斐閣、2005) 7頁。
 - (67) 玉井利幸「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任 — 少数株主の締出を中心に」『(川村正幸先生退職記念論文集) 会社法・金融法の新展開』(中央経済社2009) 302頁。
 - (68) 清原健 = 田中亘「MBO = 非公開化取引の法律問題 — 求められる取引の公正性確保 — (後)」ビジネス法務7巻7号 (2007) 67頁。
 - (69) 川村正幸「敵対的買収に対する事前の対抗策として行った取締役の新株予約権発行が著しく不公正な発行に当たるとされた事件」金融・商事判例1227号参照。

V. おわりに

MBO は市場における短期的圧力を回避した長期的思考に基づく経営の実現や、株主構成が変更されることによる柔軟な経営戦略の実現、「選択と集中」の実現、従業員の士気の向上、上場を継続することが適

さなくなった企業に適した資本関係の実現等の経済効率性を改善する組織再編である。一方で、MBOには内在する本来は株主から委任され経営にあたる取締役等経営者が自ら株式公開買付（TOB）を通じて株式を取得し、一般株主の締め出しを行うことにより、会社の実質的所有者になる取引であり、その取引自体が利益相反的な構造を有しており、情報の非対称性等多くの問題が存在する。これらの問題に十分に対処する実務的な方策が必要とされる一方で、裁判所は買取者がMBOを実施しようとするインセンティブを阻害すべきではない。

しかし、法律の専門家ではあるが経営学の専門家ではない裁判所にとって、短期間に限られた情報の中で「公正な価格」の決定を迫られるのは困難を極める作業であると思われる。とすれば、現段階における裁判所の役割は自ずと限界があると思われる。すなわち、裁判所には、「公正な価格」の組織再編等の当事者間の交渉を通じて公正な条件が形成されるような手続的な基盤を整備することが期待されるのではないか。例えば現在の制度においては「公正な価格」決定の申立ては非訟事件であるため、「公正な価格決定」をするため必要となる情報を文書提出命令で収集することができない。また、鑑定費用に関しての費用負担をどちらにさせるかなど法整備することも必要となるのではないかと考える。⁽⁷⁰⁾

また、現在裁判所は「公正な価格」の決定に際して、市場価格を基準とすべきとする。本稿では、MBOにおける「公正な価格」について、MBOが創出する企業価値増大部分の源泉に立ち返り、経営得等の買取者と少数株主との間において、いかに公平に企業価値増大部分を分配するかについて現時点での解釈論を展開したが、サンスター事件において株主側が主張していたDCF法⁽⁷¹⁾等の合理的な方法を用いた客観的企業価値に関する疎明がなされている場合には、市場株価が客観的企業価値と乖離して形成されたものであるか否かを検証すべきとする主張も今後の「公正な価格」の理論的發展という観点からは大いに注目すべきではないかと考える。

また、現在新会計基準 IFRS が導入を巡って、法学のみならず会計学等においても議論が混迷した状況にある。現在の著者の能力では IFRS が企業価値の算定基準にどのような影響を与えて行くか考察を加えることはできないが、MBO における「公正な価格」の算定基準の理論的発展という観点からも検討すべき余地はあるように考える。

これらの点を、今後の検討課題としたい。

註

(70) 加藤前掲註(55) 27頁。

(71) DCF (Discounted Cash Flow) 法とは、ある収益資産を持ち続けた時、それが生み出すキャッシュフロー (cash flow = 企業活動によって実際に得られた収入から外部への支出を差し引いて手元に残る資金の流れのこと) の割引現在価値をもって株式や不動産その他投資プロジェクトにおけるその理論価格とする評価法。