組織再編等と株式買取請求権（ＩＩ）

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 明治大学法律研究所 公開日: 2015-04-03 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 泉田, 栄一 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/17018

法律論叢第87巻第1号（2014.8）

【論　説】

組織再編等と株式買取請求権(II)

泉　田　栄　一

目　次

一　はじめに
二　事業譲渡に関する決定―旧カネボウ第一次事件
三　吸収合併に関する決定―(a)　旧カネボウ第二次事件　(b)　あおみ建設事件　(c)　三共生興事件　(d)　ノジマ事件　(e)　保安工業事件　(f)　日本コマーシャル投資法人投資口事件
四　吸収分割に関する決定―楽天対TBS事件
五　株式交換に関する決定―(a)　日興コーディアルグループ事件　(b)　協和発酵キリン事件　(c)　インテリジェンス事件　(d)　ダイワボウ情報システム事件　(e)　ダブルクリック社事件　(f)　パナソニック電工事件（以上法律論叢第86号第6号）　(g)　三洋電機事件
六　株式移転に関する決定―テクモ事件
七　全部取得条項付種類株式に関する決定―(a)　レックス・ホールディングス事件　(b)　サンスター事件（以上本号）　(c)　サイバードホールディング事件　(d)　オープンループ事件　(e)　メデイアエクスチェンジ事件　(f)　ACデコール事件　(g)　松尾橋梁株式会社事件　(h)　カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件　(i)　ポリプロ事件　(j)　セリブリックス事件　(k)　エース交易事件
八　結び

(g)　三洋電機事件（大阪地決平成24年4月27日金判1396号43頁、判時2172号122頁、判タ1384号256頁）

(1)　事実の概要

パナソニック株式会社（以下パナソニックという。）は、東証第一部および大証第一部の上場会社である申立人（三洋電機）と資本・業務提携契約を締結し、デイス

カウントTOB(106) を実施した結果、議決権割合で申立人の50.19％の株式を保有するに至った。平成22年7月29日、パナソニック、申立人およびパナソニック電工は、パナソニックが申立人とパナソニック電工に対し公開買付けとその後の株式交換を併用した二段階買収を行う旨を公表した。本件公開買付価格は、138円であった（なおパナソニックおよび申立人は各々ファイナンシャル・アドバイザーからフェアネス・オピニオンを得ており、申立人は独立委員会を設置し、検討を行っている）。公開買付けの結果、パナソニックは、議決権割合で申立人の80.98％の株式を保有するに至った。パナソニックおよび申立人は、平成22年12月21日、本件株式交換契約を締結し、その旨を公表した。相手方は、平成22年12月30日から平成23年1月11日までの間に申立人の株式を取得した。平成23年3月4日申立人の臨時株主総会が開催され、議決権の約97.5％の賛成で本件株式交換契約は承認され、同年4月1日にその効力が発生した。交換比率は、申立人株式1株に対しパナソニック株0.115株（138円÷1201円＝0.115。1201円は平成22年12月17日以前の1か月間のパナソニック株式の市場株価の終値の平均値）であった。相手方は、平成23年3月25日株式買取請求をしたが、協議が調わないので、申立人および相手方は同年5月25日に価格の決定を申し立てた。申立人は「公正な価格」は本件買取請求日の終値116円であると主張したのに対し、相手方は、第一次的には233円（本件公開買付け時の第三者算定機関のDCF法による評価額の上限値）、第二次的には、161円（相手方が依頼した会計事務所の評価額）、第三次的には、138円（本件公開買付価格）とすべきであると主張した。裁判所は、買取価格は117円である、とした。

(2) **決定内容**

「「公正な価格」は、株式交換によるシナジーその他の企業価値が増加する場合には、株式交換を承認する株主総会の決議がされることがなければその株式が有したであろう価格（以下「ナカリセバ価格という」。）に当該企業価値の増加の公正な分配が反映された価格（以下「シナジー分配価格」という。）を算定し、これをもって定めるのが相当である。・・・本件株式交換は申立人の企業価値を増加させるものであったから、本件対象株式の「公正な価格」は、基準日である本件株式買取請求日（平成23年3月28日）におけるシナジー分配価格を算定し、これを

(106) ディスカウントTOBとは、市場価格よりも低い価格での株式公開買付けをいう。

もって定めることになる。・・・本件公開買付けの公表時点のナカリセバ価格は、本件公開買付けの公表前1か月間（平成22年6月29日～同年7月28日）の市場株価の終値の平均値を参照し、114円と把握するのが相当である。」「本件株式交換に前置された本件公開買付けにおける本件買付価格138円は、前記ナカリセバ価格114円との比較において、22.1％のプレミアムが付加されたものと認められ、それ自体不合理なものではない。・・・（しかし）本件株式交換によって申立人に分配された企業価値の増加分が具体化したのは、本件株式交換比率公表日（平成22年12月21日）であるということができる。・・・本件交換比率0.115は、申立人とパナソニックの客観的な企業価値（株式価値）に応じて定められた適正な交換比率であったと考える。」「そこで、本件交換比率公表後の申立人株式の市場株式についてみると、本件買取請求日前1か月間（平成23年同年2月28日～同年3月28日）の終値の平均値は117円であった。また、本件交換比率公表日の翌日から本件買取請求日までの終値は、98円と136円との間で推移しており、上記117円はその中間値に当たる金額である。したがって、本件買取請求日における本件対象株式のシナジー分配価格は117円であると認めるのが相当である。」

(3) 評価

金判コメント(107)では「その判断は、これまでの最高裁判例に示された算定基準に準拠した判断であって、同種事案における裁判例の判断と基調を同じくするものであって、その意味で、本件の事実関係に即した事例的判断に意義がある裁判例にすぎない」と紹介されている。本決定は、二段階買収において、シナジーが生じているが、公開買付価格より安い価格を買取価格としているのは、パナソニック電工事件（五(f)）と同様である。本決定担当裁判官は、パナソニック電工事件の担当裁判官と重複しているため、五(f)決定と同様の構成が採用されている。

石塚氏(108)は、本決定も「シナジー適正分配価格」を問題としながら、シナジーそれ自体の認定を正面から行っていないと評価している。

(107) 金判1396号47頁。永江　亘「先行する公開買付けの買付価格を下回る株式完全子会社株式の「公正な価格」」金判1420号2頁、6頁（2013）も「本決定では基本的に市場価格を用いるという最高裁の判断枠組みに従うと共も、その裁量により最終平均値を用いて価格決定をしたと理解することができる」とする。

(108) 石塚明人・前掲（注105）193頁。なお鳥山恭一・法学セミナー701号117頁参照。

河村尚志准教授[109] は、第 1 に、「最高裁判例の立場ではまず企業価値増加の有無を判断する必要があるが、判断方法は明確でない。本決定は詳細な理由を述べずに審問の全趣旨から企業価値の増加を認定している」が、「当事者双方が企業価値増加を前提としている場合には」、当事者主義的運用の観点から、それを認めてもよいとする。第 2 に、弥永教授[110] と同じく、「ナカリセバ価格にシナジーの公正な分配を加えた価格を「公正な価格」とする判示部分は理論的には妥当であるが、本決定の買取価格はナカリセバ価格とシナジーを個別に算定して得られたわけではない」とする。第 3 に、本決定は株式交換にのみ着目するが、二段階買収では、公開買付けと株式交換は一連の取引であるから、公開買付けをも配慮すべきである。しかし、当事者は交換比率算定方式を採用しているので、あくまでそれを前提にして、一連の取引全体のプロセスや企業価値対比方式による比率との乖離の程度から本件比率算定方式によることの公平性を審査し、さらに本件比率算定方式による算定の公平性（公開買付価格とパナソニックの企業価値評価の公正性）を審査することによって、交換比率の公正性を判断すべきであった、としている[111]。

六　株式移転に関する決定—テクモ事件

(1)　事実の概要

テクモ株式会社（以下 Y 社という。）は東証第一部上場会社である。株式会社コーエー（以下 A 社という。）も東証第一部上場会社である。S 社は、Y 社に対し 1 株 920 円の友好的公開買付案を提出したが（平成 20 年 8 月 29 日）、Y 社はこれ

(109) 河村尚志「二段階買収型の株式交換のおける反対株主の株式買取価格の算定例—三洋電機株式買取価格決定申立事件—」私法判例リマークス 47（2013〈下〉）94 頁以下。公開買付けの強圧性も検討しているが、本稿では省略した。

(110) 弥永・前掲（注 104）6 頁。

(111) なお永江・前掲（注 107）6 頁は、「公正な交換比率の決定プロセスを経ることによって、取引の構造全体が独立当事者間取引に比肩すると評価されるとするならば、二段階買収における公開買付価格を価格算定の対象株式の公正な価格と解する余地もあるように思われる」と述べている。この主張は、「親子会社間での取引の場合、独立当事者間取引と比肩すると認められると解する余地もある」（5 頁）との観点からなされているため、河村准教授の見解と同趣旨かは不明である。

を拒否し、平成20年9月4日、A社との間で経営統合に向けた協議を開始する旨を発表した。S社は翌日公開買付けの撤回を公表している。Y社とA社は、同年11月18日、平成21年4月1日を効力発生日とし、Y社とA社とを株式移転完全子会社、コーエーテクモホールディング株式会社（以下B会社という。）を完全親会社として設立するという本件株式移転計画書を作成し、市場取引終了後に公表した。株式移転比率は各々第三者機関に依頼した算定書を参考に協議し、A社の普通株式1株にB社の普通株式1株を、Y社の普通株式1株に対しB社の普通株式0.9株をそれぞれ割当て交付することを合意した。Y社は、平成21年1月26日の臨時株主総会で、本件株式移転を承認する旨の決議をした。同年3月26日には上場廃止となり、4月1日には本件株式移転の効力が生じた。Y社の株主であったXは同年2月12日にY社に対し、Y社株式の買取請求をしたが、協議が調わない(112)ので、Xは価格決定の申立てをした。①原々決定である東京地決平成22年3月31日(113)は、Xが所有する株式の買取価格は1株747円とした。②原決定である東京高決平成23年3月1日(114)は、申立人及び相手方（A社はY社を吸収合併したが、混乱をさけるためY社と継続使用する。）の双方の抗告を棄却した。③最二小決平成24年2月29日(115)は、原決定を破棄し、差し戻した。破棄理由は、原審が、本件株式移転による企業価値の増加を前提としながら、本件株式移転比率は企業価値の増加を適切に反映してはいないとして、本件株式移転の内容が公表された平成20年11月18日より前の1か月の市場株価の終値を参照して「公正な価格」を算定した点において、裁判に影響を及ぼすことが明らかな法令の違反があることである。

(112) 楽天事件では参照された市場指数はTOPIXのみであるが、インテリジェンス事件ではTOPIXと日経平均の二つであった。しかしテクモ事件では、日経平均のみが使用されている。そこで、石塚明人「テクモ株式買取価格決定申立事件における企業価値または株主価値毀損有無の判定のための定量的分析」ソフトロー研究21号1頁、6頁（2013）は、市場指数として日経平均のみが使用されていることに若干の違和感がある旨を指摘している。

(113) 民集66巻3号1921頁など。

(114) 民集66巻3号1944頁。

(115) 民集66巻3号1784頁など。

(2) 決定内容

①原々決定 (ア)「株式移転完全子会社の株主による株式買取請求に係る「公正な価格」とは、株式買取請求が確定的に効力を生じる（会社法806条7項参照）株式移転の効力発生日を基準として、・・・事案に応じて、株式移転がなければ同社株式が有していたであろう客観的価値、又は、株式移転によるシナジーを適切に反映した同社株式の客観的価値を基礎として算定するのが相当である。」

(イ)「一般に、株式移転をする各当事会社が、相互に特別の資本関係がない独立した会社同士である場合に、・・・一般に公正と認められる手続によって株式移転の効力が発生したと認められるときは、他に株式移転自体により当該当事会社の企業価値が毀損されたり、又は、株式移転の条件（株式移転比率等）が同社の株主にとって不利であるために、株主価値が毀損されたり、株式移転から生ずるシナジーが適正に分配されないことなども窺わせる特段の事情がない限り、当該株式移転は当該会社によって公正に行われたものと推認できるというべきである。・・・他方、上記特段の事情が認められる場合には、反対株主による株式買取請求に係る「公正な価格」は、株式移転がなかったなら当該株式が有していたであろう客観的価値を基礎として算定するのが相当である。」

(ウ)「Y社株式の株価は、本件株式移転の公表の翌日に値幅制限の範囲内で最大の下落をし（筆者注：平成20年11月18日875円だったものが、値幅制限の下限である775円になった）、その後、Y社の株式は市場全体の株価推移と比較して大きな下落率で推移したこと、本件株式移転の公表の翌日からA社が投資有価証券について損失を公表した平成21年1月10日より前の分を見ても、日経平均が上昇しているのに対し、Y社株式は13.0％も値下がりしている（筆者注：875円から761円になった）こと、同日のA社の公表以前に本件株式移転以外にY社株価が下落すべき要因が見当たらないということができ、これらは、本件株式移転によって、Y社の企業価値が毀損されたと市場が判断した結果によるものと推認されるものである。・・・本件全疎明資料を総合しても、他にY社が本件株式移転によりY社の企業価値又は株主価値が毀損されていないことを疎明したとはいえない。」

(エ)「他に適切な資料がない本件においては、Y社株式の市場株価を算定資料として用いて、Y社株式の「公正な価格」を算定するのが相当である。・・・本件株式

移転がなければY社株式が有していた客観的価値の算定に当たっては、できる限り本件株式移転の効力発生日に近接し、かつ、本件株式移転の影響を排除できる市場価格として、本件株式移転の公表の前日までの市場価格を参照するのが相当である。他方、市場価格は、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、・・・株式移転の公表直前の一定期間の市場株価の平均値をもって、判断するのが相当である。そして、その趣旨からすると、通常であれば、本件株式移転公表前の1か月間の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「公正な価格」とみてよいものと解される。・・・そうすると本件株式の「公正な価格」は、1株あたり747円とするのが相当である。」

②原決定　原々決定と異なり、Y社とA社の経営統合により企業価値が増加することを前提としながら、株式移転計画が公表された翌日、Y社の市場株価が制限値幅の下限まで下落し、その後も市場全体の株価の推移と比較して大きな下落率で推移したことなどから、「本件における公正な価格は、本件株式移転の効力発生日を基準として・・・本件株式移転比率が本件経営統合によるシナジーの分配を適正に反映したものではないことから、本件株式移転比率に基づく本件株式移転がなかったら有していたであろう客観的価格を基礎として算定するのが相当といえる。そして、当裁判所も、本件株式の買取価格は1株につき747円と定めるのが相当であると判断する」。

③最高裁決定　(ア)「反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、反対株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、株式移転がされなかったとした場合と経済的に同等の状態を確保し、さらに、株式移転により、組織再編による相乗効果（以下「シナジー効果」という。）その他の企業価値の増加が生じる場合には、これを適切に分配し得るものとすることにより、反対株主の利益を一定の範囲で保障することにある（最高裁平成・・・23年4月19日第三小法廷決定・民集65巻3号1311頁参照）。また、上記の「公正な価格」の額の算定に当たっては、反対株主と株式移転完全子会社との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係が生ずる時点であり、かつ、株主が会社から退出する意思を明示した時点である株式買取請求がされた日を基準日とするのが合理的である（前記第三小法廷決定参照）。」

(イ)「株式移転によりシナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合・・・

以外の場合には、株式移転後の企業価値は、株式移転計画において定められる株式移転設立完全親会社の株式等の割当てにより株主に分配されるものであること（以下、株式移転設立完全親会社の株式等の割当てに関する比率を「株式移転比率」という。）に照らすと、上記の「公正な価格」は、原則として、株式移転計画において定められていた株式移転比率が公正なものであったなら当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格をいうものと解するのが相当である。」

(ウ)「株式移転比率が公正なものであるか否かについては、原則として、・・・株主及び取締役の判断を尊重すべきである。そうすると、相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主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、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとみるのが相当である。」

(エ)「株式が上場されている場合、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ない限り、「公正な価格」を算定するに当たって、その基礎資料として市場株価を用いることには合理性があるといえる。・・・そうすると、上記の場合、株式移転により企業価値の増加が生じないときを除き、反対株主の株式買取請求に係る「公正な価格」を算定するに当たって参照すべき市場株価として、基準日である株式買取請求がされた日における市場株価や、偶発的要素による株価の変動の影響を排除するためこれに近接する一定期間の市場株価の平均値を用いることは、当該事案に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量の範囲内にあたるといえる。・・・市場株価の変動には様々要因があるのであって、専らY社の市場株価の下落やその推移から、直ちに上記の特段の事情があるということはできず、他に、本件において、上記特段の事情の存在はうかがわれない。したがって、本件株式移転比率は公正なものというべきである」。

須藤正彦裁判官の補足意見がある(116)。

(116) 須藤裁判官は、「将来のキャッシュ・フローは未来の不確実な事象に基づく不確実な数字であるから、正確な企業価値を直接に測定することは不可能である。企業再編でシナジー効果が生ずる場合の客観的な企業価値の増加分については一層そのようにいえるだ

(3) 評価

(a)原々決定評価　原々決定と原決定は算定基準時を株式移転の効力発生日としている。

原々決定を文字道り理解すると、株価毀損事例と考えることが可能である(117)。しかし、江頭憲治郎教授(118)は、「本件は、相互に特別の資本関係がない独立した上場会社同士の組織再編行為に係る株式買取請求につき、当該組織再編行為によって一方当事会社の企業価値が毀損されたことを前提に「公正な価格」（買取価格）の決定を行った、公表された事件としては、おそらく唯一の事例である。その点で注目に値するが、判旨には、いくつかの疑問点がある」とする。第1に、決定要旨(エ)は、①組織再編行為自体により当該当事会社の企業価値が毀損された場合、②企業価値を毀損しない組織再編行為ではあるが、その条件（株式移転比率等）が当該株主側に不利であり、株主がもとの株式価値を償う対価を得ていない場合、③組織再編行為から生ずるシナジーの分配が適正でない点において当該株主に不利である場合、のいずれの場合であっても、買取価格は、株式移転がなかったならばY株式が有していたであろう市場株価とすべきであると述べているが、これに該当するのは①の場合だけであるから、誤りであるとする(119)。第2に、判旨は、本件共

ろう。・・・企業の客観的価値やその増加分を可及的に正確に認識しようとするために、財務数値や経営政策などを手がかりにしつつ様々なシミュレーションや条件を組み合わせることによる評価算定方法がこれまで考案され、また、実際にも用いられているところである。しかしながら、これらの評価算定方法は、いずれも専門的であって、到底平易なものとはいえず、裁判所自らが、上記のうちの何らかの方法を採用するなどして作業を行うことは、裁判所の性質、役割からしてももちろん不適切かつ非現実であるし、また、専門家の鑑定によるということになればその費用は高額に達し、少なからぬ時間を要することにもなろう。のみならず、これらの評価算定方法も・・・不確実性を免れない。これらの点を考慮すると、少なくとも、買取価格の決定において、他の適切な評価方法があり、それで『公正な価格』を形成するに不足ないのであれば、それによることに加えてわざわざ上記の評価算定方法まで用いることは意味あることとは思われない。」と述べている。

(117) Perfume「スクランブル・テクモ株式買取価格決定事件の東京地裁決定が示唆するもの」商事1902号66頁（2010)、「新商事判例便覧615号2927参照事項」商事1907号60頁。

(118) 江頭憲治郎「上場会社における株式買取請求の「公正な価格」」金判1353号2頁以下(2010)。

(119) ②③の理由に基づくときは、組織再編行為の存在は前提とし、適正な条件でそれが行わ

同株式移転によりテクモの企業価値が毀損されたことを窺わせる特段の事情として、ⓐ本件株式移転の公表時にテクモの株価がストップ安（875 円→775 円）に暴落したこと、ⓑ株式移転の公表直前（平成 20 年 11 月 18 日）とテクモ株式の上場廃止時（平成 21 年 3 月 25 日）との間の日経平均は +1.8 %（8,328 円→8,479 円）であるのに対し、テクモ株価は −24.6 %（875 円→660 円）であること、ⓒテクモ・コーエーに関する悪材料（業務下方修正等）の影響がない期間（平成 20 年 11 月 18 日から平成 21 年 1 月 9 日）についても、日経平均は +5.7（8,328 円→8,836 円）であるのに対し、テクモ株価は −13.0 %（875 円→761 円）であることの 3 点を挙げているが、しかしこの 3 点は、共同株式移転がテクモの企業価値を毀損するものであったことの徴表として説得的でない。まず、ⓐについていえば、経営統合協議の開始は平成 20 年 9 月 4 日に公表されているので、経営統合がマイナスの反応を示すのであれば、同年 11 月 18 日以前に株価に影響が出ていてしかるべきであり、株式移転計画書の公表により始めて株価が暴落するのは、不自然である。ⓑⓒについていえば、平成 20 年 11 月 19 日の暴落分を除外すると、ⓑにつきテクモ株価は −14.9 %、ⓒにつき −1.8 %であり、マイナス幅の大きいⓑについては、平成 21 年 1 月 10 日以後の悪材料公表の影響と見ることもできる。すなわち、上記 3 点から、本件株式移転がテクモの企業価値を毀損するものであったと推認するのは、早計であるとする(120)。第 3 に、一般に、組織再編行為が独立当事者間で行われる場合、裁判所は当事者の交渉の結果を尊重すべきであると解されているので、企業価値の毀損を窺わせる特段の事情があると認めた本件判旨は、異例である。したがって、裁判所は、株価の推移だけでなく、テクモの買収交渉態度等についてより立ち入った認定があってしかるべきではないか、とする。平成 20 年 9 月 15 日にリーマン・ショックがあり、日経平均も乱高下した状況にあったので、企業価値の毀損の有無を判断するのに株価がどの程度役に立つかという問題もある。0.9 対 1 の株式移転比率は、さほどテクモの株主にとって不利であったとは思わないとする。第 4 に、株式移転の影響を排除できるとされる時期と基準日との間に相

れた場合に当該株主が取得したはずの対価相当額が買取価格となる。江頭・前掲（注 118）5 頁。

(120) 江頭・前掲（注 118）5 頁〜6 頁。石綿学「テクモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討〔下〕—株式買取請求権制度における「公正な価格」の判断枠組み—」商事 1968 号 18 頁（2012）も同旨。

当の間隔がある場合において、市場株価と相関関係が認められる指標の変動がある場合には、その変動を反映させ、調整するのが理論的であるとし、企業価値・株主価値の毀損によって株式が暴落したことの立証がある場合には、下方への調整をすべきでないという考えに立つ(121) としても、本件では株価暴落後に保有株式の51％を取得したとされているので、下方調整を禁ずる理由はないとする。

太田　洋弁護士は、原々決定を「①経営統合（組織再編）により対象会社の企業価値の毀損（マイナスのシナジー）が生じたと解される場合には、株式買取価格は一般的にどのように決定されるべきか、②経営統合（組織再編）により対象会社の企業価値の毀損が生じたか否かはどのような資料に基づいて判断されるべきか、③経営統合（組織再編）により対象会社の企業価値の毀損が生じたと認定される場合であって対象会社が上場会社であるときは、「公正な価格」はその株式のどの時点または期間の市場株価を参照して算定されるべきか、④③について、一般論として、株価の参照期間を「組織再編の公表日」前1カ月の期間とするとして、当該組織再編の公表日より前に、当該組織再編に関する協議開始が公表されていた場合には、株価参照期間をその分だけ前倒しすべきこととなるか、⑤先行する第三者からの買収提案を拒絶した直後に行われた経営統合に関しては、株式買取価格の決定は、株価参照期間における対象会社株式の市場価格ではなく、当該第三者からの買取提案価格を参照して算定されるべきかなど、従来あまり論じられてこなかった論点に対して判断が示された初めての公刊された裁判例であり、理論上きわめて重要な意義を有しているのみならず、今後のM&A・組織再編の実務に大きな影響を及ぼすものと思われる(122) 」と評価する。最初に、近時の裁判例全体の流れの中で、本決定の位置づけを試みる(123) 。同弁護士によると、会社法は、株式買取りの効力発生時期を効力発生日（786条5項）と株式代金支払時（同項括弧書）とに区別しているが、この区別は重要でない。重要なのは企業（株主）価値毀損基準であり、当該組織再編により、(i)会社の企業価値が毀損されたり、または(ii)その条件が

(121) 弥永真生「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」商事1867号4頁、9頁（2009）。

(122) 太田洋「テクモ株式買取価格決定事件東京地裁決定の検討〔上〕」商事1906号53頁以下（2010）。

(123) 谷川達也「株式買取請求における公正な価格第三者型」岩原紳作・小松岳志編『会社法施行五年理論と実務の現状と課題』113頁以下（2011）も参照のこと。保安工業事件、協和発酵キリン事件、インテリジェンス事件及テクモ事件を中心に判例を分析している。

対象会社の株主にとって不利であるため株主価値が毀損されたり、(iii)当該組織再編から生じるシナジーが適正に分配されないことなどを窺わせる特段の事情があるか否かである。「特段の事情」があれば、会社側にそのような毀損等が生じていないことの疎明を求め、会社側がかかる疎明に失敗した場合には、(i)の場合にはナカリセバ価格を算定し、(ii)(iii)の場合には適正シナジー分配価格を算定する。これに対し、「特段の事情」が存しない場合には、上場会社の場合、対象株式の市場価格を基礎として算定を行う。以上のような基本的枠組みとは別の次元で、株式買取請求の対象となる組織再編行為がその一環をなすような一連の買収計画が存在し、その中で当該組織再編行為に先行する M&A 取引（典型的には TOB）が存在する場合には、当該先行する M&A 取引の価格がシナジーを織り込んで設定されたと推認できることや、強圧性の問題等を考慮して、公正な価格は先行する M&A 取引の価格を下回ってならないという規範が形成されつつある。本件決定は、裁判例の大勢に従い、「特段の事情」が存在するが、会社側がそれを覆す疎明に失敗したと認定され、その結果、「ナカリセナ価格」が「公正な価格」とされたのであると解する。その後、本件の特殊性を指摘する。第 1 に、共同株式移転条件の公表前に既に経営統合に向けた協議の開始が公表されていたのであるから、2008 年 11 月 18 日以降に Y 社の株価が下落したのは、単に当該条件が市場の予想よりも相対的に Y 社の株主に不利であったことを意味するにすぎない。共同株式移転によりシナジーは発生しているが、相対的に株式時価総額が小さい会社の株価が、統合の相手方会社の株価に統合比率を乗じて計算される理論株価に「さや寄せ」される現象はしばしばみられる現象であり、本件はこれにあたる可能性があるので、株価の「急落」は、企業価値の毀損ではなくて、統合新会社の株主価値の分配割合が不公正であるか否かの類型の事案である。したがって、Y 社の株価の下落のみに眼を奪われないで、S 社による本件買収提案の公表後における Y 社の株価の動き、経営統合協議開始公表後の Y 社と A 社の株価の動き、ならびに本件共同株式移転公表後の両社の株価の動きをもう少し丁寧に精査するとともに、Y 社と A 社の臨時株主総会における本件共同株式移転承認議案についての株主賛成割合—それは企業価値の毀損の重要な徴表である—を（本決定では認定されていないが）認定されるべきであったとする(124)。第 2 に、対象会社株主の持分割合が不公正である場合の公正な価

(124) 太田「テクモ株式買取価格決定事件東京地裁決定の検討〔下〕」商事 1908 号 47 頁以下

格の算定方法については、裁判例・学説ともに議論は十分に進んでおらず、「裁判所が独自に比率を算定する能力やリソースを有しているとは考えられない」以上、組織再編行為が独立当事者間のものであって、両当事者間の交渉の上で合意され、かつ適切な情報開示が行われた上で株主総会で承認された条件については、基本的に「公正」であると考えられるので、裁判所は、その条件を基に金額を算定すればよいとする見解(125) が参考になると指摘するに留まっている。なお、統合条件の公表前に統合協議の開始「のみ」が公表されただけの段階では、対象株式の市場価格を参照することは、不適切であるとする。第3に、コーエーとの統合がなければ、S社のTOBに応募して920円あるいはそれ以上で売却できたはずである（機会利益喪失の損害）とのXの主張は、Y社がA社との経営統合を選択したことは、本件共同株式移転そのものがもたらす損害（対象株式の価値毀損）とはいい難いから、原々決定が、S社が本件共同株式移転の2カ月以上前に本件買収提案の撤回を公表していたことを理由としていることについては、「理論的には疑問があるように思われる」とする。第4に、本決定は、本件株式移転公表日（2008年11月18日）前の1カ月間の株価の終値による出来高加重平均値を参照して「公正な価格」の算定を行っているが、参照期間におけるY社の株価は、株主による大量買集めの影響を強く受けているので、「裁判所は釈明権を行使して株主側にY社株式の大量買集めの開始時期を疎明させ、当該開始時期の前1カ月間を株価参照期間として「公正な価格」を算定することが一案として考えられるのではないかと思われる」としている。第5に、東京地裁民事部第八部は、現在のところ、特段の事情がなければ、株価参照期間を1カ月とすることで固まっているが、平成年間に入ってからの資本市場に関する法整備により、有価証券市場の株価形成機能がかつてに比べて飛躍的に向上していることを踏まえれば、株価参照期間を10日間程度とすることや、株式買取請求期間である20日間とすることも、十分に考え得る」とする。第6に、本決定は、最近の東京地裁民事部第八部の決定例を踏襲し、1カ月間の終値出来高加重平均価格としたが、市場における偶然的要素の除去という目的を実現しようとするのであれば、売買高加重平均価格（VWAP〔Volume Weighted Average Price〕）を用いるのが、より首尾一貫しているし、終値が偶然的事情によって左右

(2010)。

(125) 松尾健一「株式買取請求権」ジュリ1346号51頁、54頁～55頁。

されやすいという問題点を解消することもできると主張されているので(126)、当事者がVWAPを疎明するのであれば、裁判所が終値出来高加重平均価格に代えてVWAPを採用する可能性もないわけではないように思われると述べている。第7は、組織再編の公表時以降に株式を取得した者が株式買取請求権を行使できるか否かの伝統的問題である。判例は、本決定を含め、肯定説を採用しているが、学説は分かれている。本件では、株主が、統合協議開始公表日以降に本件株式の少なくても約93.6％を取得し、投機的行為によって利益を確保することを自らのビジネス・モデルの一つにしている疑いがあるので、株式買取請求権の行使を確実に行うできる期間中に取得された部分については、買取請求を否定するか、少なくともその取得価格が「公正な価格」の上限となると解すべきあると主張している。

他方、森田　果准教授は、原々決定に対し統計的分析（イベント・スタディという手法）を活用することにより実証的な分析を試みている(127)。先ず、標準的手法と申立人側意見書とを比較し、申立人側意見書には二つの欠陥があると指摘する。①第1に、テクモ株価の変動で問題となる時点は、平成20年8月29日の公開買付けの公表と9月4日の経営統合の協議であるから、推定ウインドウは、イベント前の半年から1年間とするのが標準であるが（森田氏は平成20年8月28日以前の1年間を採用）、申立人側意見書は、平成20年8月29日から平成21年3月25日とした上、テクモまたはコーエーに固有の情報開示があった日（またはその翌日）をデータから除外した結果、前者の手法に従った、平成20年9月5日のテクモ株価の下落は5％の有意水準で統計的に有意なものとはいえないのに対し、同意見書によると、有意な下落を示したという結果となっている(128)。より深刻な問題（②）は、申立人意見書が、当初、自らの採用する標準的手法とは異なる推定

(126) 弥永・前掲（注50）113頁

(127) 森田果「会社訴訟における統計的手法の利用―テクモ株式買取請求事件を題材に―」商事1910号4頁以下（2010）。森田氏はテクモ側の意見書を執筆している。イベント・スタディ分析の概略についてはJohn Y. Campbell, Andrew W. Lo A. Craig MacKinlay(祝迫得夫＝大橋和彦＝中村信弘＝本多俊毅＝和田賢治訳), The Econometrics of Financial Markets（『ファイナンスのための計量分析』〔共立出版2010〕）154頁以下参照。谷川・前掲（注123）119頁は、回帰分析の手法は検討に値するとしている。

(128) 森田・前掲（注127）6頁～10頁。累積異常リターンは有意であるとすれば、テクモ・コーエー間の経営統合がテクモの企業価値に何らの影響を及ぼさないという帰無仮説は棄却されるとする。なお藤田友敬「裁判過程における実証分析の利用：株式買取請求事件を素材に」ソフトロー研究20号5頁、20頁注31（2012）参照。

ウインドウの設定に従った推定結果のみを表示し、自らが採用しなかった標準的手法の存在にはまったく言及していなかったことである。ついで、「マーケット・モデル」を使用し、平成20年10月28日以降11月18日のテクモ株価変動は、非常に稀にしか起こりえない「異常な急騰」であるが、その原因は申立人によるテクモ株式の大量の買集めしか見当たらないので、テクモ株価のさや寄せによる下落が生じたことは、テクモの企業価値の毀損を示すものではないとする。これを裁判所のように企業価値の毀損と認定すると、人為的に株価を吊り上げた上で、その高い価格で自らの保有株式を売り抜けことができることになるから、人為的な株価操作（と株式買取請求の利用）のインセンティブを与えることになり、政策的に望ましくないとし、「裁判所に提出される意見書には査読制度が存在しない以上、専門家の観点からすると不十分な意見書が提出される危険性が常にある(129)」とする。

これに対し、申立人側意見書を作成した池谷誠氏は、森田准教授の経済分析には、「基本的な誤りを含んでいる」と反論する(130)。第1に、「イベント分析とは、特定のイベントの事後的な株価への影響を測定するものであり、異なる時点間の株価を比較するためのものではない」から、森田論文における「イベント・スタディ」は誤った目的のために使用されている。」。第2に、イベント・ウインドウは、イベント直後の数日間でなければならず、8月29日から9月5日までの六営業日とすることは、「一般的ではなく、効率的市場仮説に照らして理論的にも誤りである」。第3に、累積異常リターンの検証は、統計的に意味がない。第4に、森田氏の論理を敷衍すると、テクモ株価が予測株価の95％信頼区画を超えたのは、11月4日（終値761円）であるから、それ以降は「異常な株価」であるので、なぜ11月18日（あるいは直前）の株価のみが異常であり、また、大量取得の状況に変化がないにもかかわらず、なぜ11月19日に下落したのか示すことがでない。第5に、申立人の株式取得と、株価上昇との間の因果関係が立証されていない(131)。第6に、

(129) 森田・前掲（注127）11頁～14頁。森田氏は、東京地決が平成20年11月19日以降の株価下落を企業価値の毀損と判断したのは、同年11月18日以前の約半月間に発生したテクモ株価の急騰を、通常発生し得る株式の変動にすぎないと評価したからであったと推測している。

(130) 池谷　誠「テクモ株式買取請求事件における経済分析上の論点」ビジネス法務2011年4月号49頁以下。本稿は高裁に提出した意見書の一部に加筆修正を加えたものである。

(131) 池谷・前掲（注130）55頁～56頁。大和総研アナリスト・レポートは、テクモ株価が平成20年10月以降29日に至るまで急激に下落したので、それ以降異常な急騰な発生

さや寄せは株価下落の一部しか説明できないとする。

(b)最決評価　最高裁は、楽天事件、インテリジェンス事件に引き続き、算定基準時に株式買取行使時説を採用している。楽天事件は、企業価値の増加も毀損も生じていない場合であり、インテリジェンス事件は、企業価値の増加が生じていない場合であったのに対し、本件は、初めて、同基準をシナジーその他の企業価値の増加が生じている場合にも拡大した。また、下級審や通説が採用している相互に特別の資本関係のない組織再編の場合の判断方法を採用するとともに、当事会社が独立している場合には、市場株価の推移だけから「特段の事情」があるとはいえないことを明らかにしている(132)。

(ア)伊藤靖史教授は次のように評釈している(133)。第1に、株式買取請求権の趣旨についての記述は「組織再編行為一般に妥当する内容のものであることからも、組織再編行為一般についての最高裁判所の立場を示すものといえる」。「「公正な価格」の意義についての最高裁判所の立場は、学説において一般的に述べられてきたことと同様のものと考えてよい」。第2に、基準時については、「公正な価格」は

しても「正常な水準」への回復過程と解釈しているが、森田論文は意図的に、29日以前の株価動向について言及をしていないという。

(132) 鳥山恭一「テクモ株式買取価格決定申立事件の最高裁決定—組織再編計画の公表による株価下落と「公正な価格」—」金判1389号1頁（2012）、森まどか「株式移転における株式買取請求と公正な価格」ジュリ1453号101頁以下、飯田秀総「企業価値の増加が生じた場合における株式買取請求の「公正な価格」—テクモ事件」判例セレクト2012—2・18頁、柴田義明「最高裁平成24年2月29日第二小法廷決定」ジュリ1455号97頁以下（2013）、柳　明昌「株式移転完全子会社の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」の意義等「私法判例リマークス46（2013〈上〉）94頁以下、「新商事判例便覧636号3009番参照事項」商事1966号44頁（2012）、和田宗久「上場会社株式の買取請求における公正な価格」新・判例解説Watch12号127頁以下（2013）。藤原俊雄「テクモ株式買取価格決定申立事件許可抗告審決定」金判1409号8頁以下（2013）は須藤裁判官の補足意見に注目する。大井悠紀＝石川智也「株式対価型組織再編における株式買取請求権」神田秀樹・武井一浩編『実務に効くM&A・組織再編判例精選』166頁以下（2013）は、楽天事件、インテリジェンス事件も紹介している。飯田秀総「企業再編・企業買収における株式買取請求・取得価格決定の申立て—株式の評価」法学教室384号26頁以下（2012）は、楽天、インテリジェンス、テクモおよびレックス・ホールディングの各判例を比較し、テクモ事件は、下級審判例や学説と異なり、当事者間の特別の資本関係の有無ではなくて、企業価値の増加の有無から判断を進めるので、一連の判例を統一的に理解するには、どのように理解すればよいか検討し、結論として、「結局、最高裁は、企業価値の増加の有無についてどのように判断するのか明らかでない」と評価している。

(133) 伊藤靖史「テクモ株式買取価格決定申立事件許可抗告審決定」判評647号172頁以下。

ナカリセバ価格になるか、シナジー適正分配価格になるかを問わず、「株式買取請求の日が基準日になることが、最高裁判所の判例法理として確定した[134]」。第3に、「本決定からすれば、「公正な価格」の算定に際して、裁判所は、まず、①問題となった組織再編行為によって企業価値の増加が生じるかどうかを判断し、企業価値の増加が生じるのであれば、次に、②組織再編比率が公正であるかどうかを判断し、それが公正であれば、③株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格を、上場株式については市場株価を基礎資料として算定することになりそうである。本決定は、上記②に関連して、(I)相互に特別の資本関係がない会社間において、(II)一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、(III)株式移転を承認する株主総会における株主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、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとみるのが相当であるとする」。「(I)の条件が充たされるが、(II)の条件が充たされないか(III)の特段の事情がある場合、また、株式について市場株価がない場合、本決定からすれば、裁判所が、当該組織再編について公正な比率がどれか、および、そのような公正な比率を前提にして株式買取請求が行われた日における株式の価格がいくらかを決定する必要がある」。「(I)の条件が充たされない場合には、・・・特別の資本関係のない会社間で組織再編が行われる場合よりも少数株主を保護するための手厚い手続がとられることを要求し、そのような手続がとられた場合には組織再編が公正に行われたものとして、市場株価を基礎に「公正な価格」を算定すること[135]が、本決定の立場と親和的であ」る。第4に、友好的公開買付けの提案の拒絶は、企業価値の毀損と捉え、ナカリセバ価格の算定に織り込むほかないが、「より高い買収価格が得られた」との立証は容易ではないように思われ

(134) 同旨、大井＝石川・前掲（注132）172頁、森・前掲（注132）102頁。柳・前掲（注132）97頁は、基準時を行使日に解することには違和感がある、と主張している。高橋英治「日本とドイツにおける会社法の問題としての株式の評価―日本法の株式買取請求権とドイツ法の代償の機能比較を中心として―」法学雑誌60巻2号186頁、229頁以下（2014）は、最高裁が採用する買取請求権行使時説の欠点として、第1に、上場会社の株主は、証券市場でいつでも時価でその株式を売却することができるため、株主にとってメリットにならない、第2、反対株主は買取価格を恣意的に選ぶことができる、そして、第3に、現実の証券市場は不完全であり、時価は完全には株式の客観的価値を反映していないと考えられることの三つを挙げている。

(135) ダブルクリック社事件（法律論叢86巻6号62頁参照）を念頭に置いて主張している。

る。第5に、最高裁判所は、そもそもどのような枠組みによって、組織再編行為により企業価値の増加の有無を判断するのか述べていない。第3②において株式移転比率が公正と判断された理由は、両当事会社の取締役と株主の判断であった。これと同様のことは①にも言えるので、組織再編行為の当事者間に特別の資本関係が存在しない場合には、原則として企業価値の増加が生じるものと思われる、と主張している。

石綿　学弁護士は次の様な評釈をしている(136)。先ず、本件最高裁決定の枠組みを、学説および下級審決定と比較する。そして、本決定は、学説の考え方と整合的であるが、ただし、①独立当事者間の「交渉」が必ずしも必要であるとは明示していない点、②ナカリセバ価格とシナジー反映価格のいずれか高い方という整理が常に妥当するのか明らかでない点など、若干留意すべき点もあるとする。次いで、本件最高裁決定の枠組みは、下級審決定の判断枠組みと、③企業再編による企業価値の増加の有無を基準としてナカリセバ価格の適用場面とシナジー反映価格の適用場面を区別している点（(b_1) 株主価値毀損や (b_2) 企業再編から生じるシナジーの不適正な配分の場合にもシナジー反映価格が適用されるとする点)、④企業価値を増加させる企業再編の条件の公正さの判断枠組みの点などにおいて大きく異なっていると指摘する。その後、③の検討に移る。その際、(a)企業価値不増加（企業価値の毀損と企業価値が変動していない場合を含む。)、(b)企業価値は増加しているが、株主価値不増加、および、(c)企業価値も株主価値も増加しているが、シナジー分配が不公正の三つに場合分けをする。(a)の場合、ナカリセバ価格であるが、(c)の場合には、企業価値の増加分の公正な分配方法のみを論ずればよいので、ナカリセバ価格を保障する必要はない。(b)の場合、企業価値の増加分の分配が一方当事者の株主に非常に有利になされた結果として、他方当事者の株主に「企業再編前の株主価値—α」の価値のみが残るような場合が生じ得る。このような場合、本件最高裁決定は、独立当事者間の企業再編における企業価値の増加分の分配の公正さについては、原則として、再編当事者の株主・取締役の判断を尊重するという枠組みを認めているので、きわめて例外的に、このような事態の発生の可能性も観念

(136) 石綿学「テクモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討〔上〕〔下〕—株式買取請求権制度における「公正な価格」の判断枠組み—」商事1967号12頁以下、1968号13頁以下（2012)。

できないわけではない。本最高裁決定の立場からは、このような場合であっても、企業再編により企業価値の増加が生じている以上、原則として、シナジー反映価格の保障にとどまり、ナカリセバ価格の保障はなされないように思われるとする。次いで、最高裁決定の判断枠組みの根拠の検討に移り、最高裁決定は、独立当事者間の企業再編においては、①忠実義務を負う取締役が会社および株主の利益にかなう企業再編の条件を策定することが期待できることと、②株主が株主総会において当該企業再編に賛成していることに立脚するものであり、この方が、「経済合理的な結論に達しやすく」、裁判所の事後的介入による企業経営者にとって看過できないレピュテーション・リスクを排除するものであるから、「適切なものである」であるとし、この判断枠組みは、簡易組織再編にも基本的に妥当すると主張する。また、取締役に忠実義務違反がある場合には、「より裁判所の介入の必要性が高いこともあろう」とする。「一般に公正と認められる手続」の関連では、(ii)適切な情報開示と(iii)株主総会の承認を挙げているが、(i)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た合意を挙げていないことに注目し、独立当事者間の企業再編においては、「常に(i)を法的に強制するまでの必要性は存しないという整理に基づく」ものではないかとする。このことの関係で、「企業再編の当事者が独立当事者の関係にない場合には、・・・基本的には、利益相反状態を解消し、独立当事者間の取引条件と同視できるような条件が形成されたと認められるかが問題となる」と共に、「非独立当事者間の企業再編の条件の公正さを推認するためには、特別資本関係にある株主を控除した株主の過半数（ないし一定割合以上）の賛同が得られているかいなかも、考慮要素となり得る」が、「独立当事者間の企業再編においては、再編当事者の株主の３分の２以上の議決権割合の賛成があるため、これをもって企業再編の条件の公正さに対する株主の判断は十分示されているという整理も可能である」ので、最高裁決定が「賛成率に言及することなく、適法な株主総会決議（特別決議）のみを要件として求めたことは妥当である」とする。最高裁決定は、判断の対象としなかったため、企業再編による企業価値の増加の有無を判断するに際して当事者の独立当事者関係を考慮する趣旨であるか否かは、必ずしも明らかではなく、学説上は、独立当事者関係にあるか否かによって取扱いを違える見解と取扱いを違えない見解とが対立している。確かに、企業価値を毀損する企業再編は当事者が独立当事者関係にあるか否かを問わず生じることは事実であ

るが、当該企業再編が企業価値を毀損するか否かを評価するに際して当該企業再編の当事者間の関係を考慮することは、「理論的には不可能ではなく」、この場合も最高裁の判断枠組みが「依然として妥当するように思われるので」、独立当事者間の企業再編において、一般に公正と認められる手続により企業再編が行われた場合には、特段の事情がない限り、企業価値を増加させるものとして取り扱ってよいように思われると主張している。

石塚明人氏は、企業価値または株主価値毀損の有無の判定指標として累積異常収益率（Cumulative Abnormal Return: CAR）を主として採用することを提案し、テクモ事件に当てはめを行っている(137)。この判定枠組みには、「①企業価値毀損有無の判定(138)」、「②株主価値毀損有無の判定(139)」および「③シナジー適正分配の判定(140)」の3種類があり、また最終的な判定結果のカテゴリーは5種類である。

石塚氏によれば、下級審判例は、市場株価と市場指数それぞれの絶対収益率を相対比較することによって、企業価値または株主価値毀損を判定しているが、この判定方法は、単純過しすぎで、精確性に欠けるので、①組織再編における他方当事会社の企業価値の増減等の視点、②当事会社が属する業界又は同業他社との比較の視点、および、③累積異常収益率（CAR）を評価尺度とするイベント・ス

(137) 石塚・前掲（注112）1頁以下。なお、同「テクモ株式買取価格決定申立事件における計量経済モデル利用上の注意点」法と経済学会第10回全国大会1頁（http://www/jlea.jp/2012zy_zr/ZR12–08.pdf. も、テクモ事件を題材に、採用する定量的手法の違いによって生じる分析結果の相違について、検証を行い、利用上の注意点をまとめている。

(138) ①は、両当事会社の時価総額合計の日次変動率から計算したCAR（加重平均CAR）を評価指標とし、その加重平均CARの符号から企業価値の増加または不増加を判定する。企業価値の変動は当事会社単独で判定しても意味がないことを論拠とする。

(139) ②は、当事会社の市場株価から計算された個別銘柄のCAR（個別CAR）の符号によって株主価値毀損の有無を判断するもので、個別CAR＞0の場合にはカテゴリーⅠの「企業価値は毀損しているが株主価値は増加」とし、個別CAR≦0の場合はカテゴリーⅡの「企業価値と株主価値の両方が毀損または不増加」とする。

(140) ③は、企業価値増加（時価総額加重平均CAR＞0）でシナジー分配が問題となる場合であり、シナジー分配が適正なら（加重平均CARと個別CARが等しいか、両当事会社の個別CARが等しい場合）カテゴリーⅣ「シナジー分配が適正」、不適正（個別CAR＜加重平均CAR）ならカテゴリーⅢ「企業価値は増加、シナジー分配が不適正のため株主価値は毀損」、企業価値が増加しかつシナジー分配が有利なため株主価値が増加する（個別CAR＞加重平均CAR）場合がカテゴリーⅤ「企業価値が増加、シナジー分配が有利なため株主価値が増加」である。

タディを追加する視点を取り込むべきであるとして(141)、これらの観点から、事件の追加検証を行っている。その結果、「テクモとコーエー両社合計の企業価値は毀損されたが、テクモ株主価値には毀損が無く、コーエーには株主価値の毀損があるという結論になった」とする一方、「評価尺度の視点として、累積異常収益率（CAR）を用いたイベント・スタディを行ってみたが、回帰分析を行わない評価尺度であるTOPIX収益率に対する超過収益率（相対収益率）でも良いのではないだろうか(142)」とも述べている。

藤田友敬教授は、「どこまでが統計的・計量経済学的手法の対立であり、どこからがそれ以外の考え方の対立なのかよく整理する必要がある(143)」とする。「そもそもイベントとして何を採用するかが難しいケースがある。・・・こうした疑問点を並べると、そもそも株式買取請求事件において、企業価値の毀損の有無の判定にイベント・スタディの手法を採用するメリットが果たしてあるのか疑問に思われるかも知れない。しかし・・・問題は、実はイベント・スタディを用いなくとも同じように生じるのであり、現在多くの裁判所が用いるような手法であれば、生じなかったり克服できたりしているわけではない。」「手法の持つ意義と限界を十分理解した上で、計量経済学的・統計的手法のより積極的な活用が進むことが望まれる」と主張している。

七　全部取得条項付種類株式に関する決定

MBOの際、公開買付け後残った株主を締め出す手段として今日では全部取得条項付種類株式を利用するのが主流となっている(144)。平成19年8月には、MBO

(141) 石塚・前掲（注112）22頁～25頁。石塚氏が提案する計測方法等は51頁～53頁に紹介がなされている。異常リターンモデルの一般的説明についてはJohn Y. Campbell等・前掲（127）156頁以下に詳しい。
(142) 石塚・前掲（注112）47頁。なお57頁・58頁も参照のこと。
(143) 藤田・前掲（注128）5頁以下（2012）。
(144) 太田　洋＝清水　誠「わが国におけるMBOの実務と課題―レックス・ホールディングスのMBOを素材として―」岩倉正和＝太田　洋『M&A法務の最先端』430頁、438頁（商事法務2010）、浅田隆「レックス・ホールディング株式取得価格決定申立事件最高裁決定の検討」NBL927号34頁、36頁（2010）、渡辺邦広「全部取得条項付種類株式を用いた完全子会社化の手続」商事1896号25頁以下（2010）など参照。

の件数が増加傾向にあることから、企業価値研究会は「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する報告書(145)」を公表し、経済産業省はMBO指針(146)を公表している。本指針はMBOに関するベストプラクティスの形成を目標としており、実務に影響を及ぼしている。全部取得条項付種類株式の「公正な価格」と組織再編の場合の「公正な価格」には、相違はない(147)。MBOの場合、企業統合等の場合のような相乗効果（いわゆるシナジー）が発生するか否かについては議論がある(148)。シナジー効果を認めない立場に立ったとしても、株主からその所有の株式を強制的に奪うので、いわゆる「プレミアム」の上乗せが問題となり、判例は、「MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値」と「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」に分解して、それぞれを別個に算定した後合算する枠組を構築している（以下ではこの様な方法を別個算定法と呼ぶことにする(149)。）。

(145) 企業価値研究会「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業回収（MBO）に関する報告書（平成19年8月2日）」『MBOに係る株式取得価格決定申立事件の検討』別冊商事法務346号231頁（2010）所収。

(146) 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業回収（MBO）に関する指針（平成19年9月4日）」別冊商事法務346号213頁（2010）所収。レックスHD事件、サンスター事件はMBO指針公表前の事件である。

(147) 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」商事1875号・1876号・1877号（別冊商事346号28頁以下所収。34頁）、浅田・前掲（注144）37頁、38頁など。最高裁の田原裁判官の補足意見（(a)(1)参照）は、「公正な価格を算定する上での考慮要素は、必ずしも株式買取請求権行使の場合と一致するとは限らない」と述べているが、単に考慮すべき要素が異なることを指摘しているに過ぎないと解されている。

(148) 否定説として、前掲（注144）企業価値研究会「報告書」3（4）(ii)、髙山崇彦＝保坂雄「レックス・ホールディング事件東京地裁決定の検討：全部取得条項付種類株式の取得価格の判断の枠組み」商事1837号23頁、28頁（2008）（別冊商事346号9頁、14頁）、山本真知子「判例研究サイバードホールディング事件高裁決定」慶応大学法学研究86号2号90頁、北川徹「全部取得条項付種類株式の取得価格—MBOにおける「公正な価格の意義」ジュリ1374号96頁、99頁（2009）、池永朝昭＝小舘浩樹＝十市　崇「MBO（マネージメント・バイアウト）における株主権」金判1282号2頁、9頁（2008）など。肯定説として河村尚志「全部取得条項付種類株式の取得価格の決定事例」私法判例リマークス38（2009〈上〉）94頁、96頁、伊藤靖史「全部取得条項付種類株式の取得価格の決定」ジュリ1376号（平成20年度重要判例解説）109頁、111頁、加藤・前掲（注147）別冊商事50頁など。否定説といえど、多くのMBOは業績の回復を目的とするので、企業価値の増加は評価の際に勘案すべきとするので、実質上相違はないと言える。

(149) 伊藤吉洋「いわゆるMBO実施に際して用いられた全部取得条項付種類株式について、公開買付け公表前1か月間の市場価格の終値による出来高加重平均値に20％のプレミ

(a) レックス・ホールディングス事件

本件は会社法172条1項に定める全部取得条項付株式の取得価格の決定が裁判所に申し立てられた最初の事件である。

(1) 事案の概要

レックス・ホールディングス（旧レックスという。）はジャスダック証券取引所上場会社である。同社の社長とその親族が同社の株式の約30％を所有していた。同社は業績予想を下方修正した結果、平成18年8月18日の株価の終値は31万4000円であったが、以後下落し、同年9月26日には14万4000円となり、その後株価は11月10日に21万9000円となり、後記公開買付け公表日以降は概ね22万円前後で推移した。

A有限責任事業組合により運営される甲投資事業有限責任組合が100％出資するAP8は、平成18年11月10日に、旧レックスの普通株式1株につき23万円を買付価格とする公開買付けを同年11月11日から12月12日までの間に実施する旨を公表し、11日から公開買付けを実施した。23万円は、旧レックスの普通株式の市場価格、財務状態および将来収益等の諸要素を総合的に勘案して決定したものであり、平成18年11月9日までの過去1か月間のジャスダック証券取引所における売買価格の終値の単純平均値20万2000円（小数点以下四捨五入）に13.9

アムを加算した価格を取得価格と定めた事例」（東北大学）法学75巻2号100頁、113頁は、この用語を使用している。高決は、MBOによって実現される価値を、①MBOを行わなければ実現できない価値と②MBOを行わなくても実現可能な価値に分類しているが、田原睦夫裁判官の補足意見は、取得価格は、(a)MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、(b)MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分の合算としたものとしているので、両者の関係が問題となる。高決から、補足意見のように読み取ることは難しいと指摘する見解として、品川仁美「レックス株式取得価格決定申立事件」（東北大学）法学73巻3号120頁、126～127頁（2009）、実質的に同旨とするものに浅田・前掲（144）38頁。サンスター事件高決における言い回しの混乱を指摘する見解として大杉謙一「全部取得条項付種類株式の取得価格の決定―サンスター株式取得価格決定申立事件」私法判例リマークス41（2010〈下〉）90頁・92頁がある。このような分類に批判的見解として例えば三笘　裕「レックス・サンスター事件が象徴するMBO取引への強まる逆風」ビジネス法務2010年2月号16頁以下などがある。なお近時の判例を分析する論文には奈良輝久＝林紘司「MBOを目的とする全部取得条項付種類株式の取得価格決定に関する近時の裁判例の検討」判タ1371号50頁（2012）がある。

%のプレミアムを加えた価格であった。旧レックスは、11月10日開催の取締役会で、本件公開買付けに賛同の意を表明し、旧レックスの代表取締役であったNはAP8に33.40%直接出資し、少なくとも5年間は取締役として旧レックスの経営にあたることを宣言し、本件公開買付けはMBOの一環であることを明らかにした。公開買付けの結果、AP8は間接所有分を含め旧レックスの発行済株式総数の91.78%（高決で91.51%に訂正されている。）の株式を所有するに至った。

旧レックスは平成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催し、定時総会では、①会社を種類株式発行会社に変更する、②発行済みのすべての普通株式に全部取得条項を付ける、③旧レックスは、別途定める基準日の最終の株主名簿に記載された株主の全部取得条項株式1株と引き換えに、発行済の旧レックスの普通株式と同じ内容を有する新たな普通株式0.00004547株を交付することを決議をし、種類株主総会においては、②の決議を可決した。旧レックスは、19年4月29日に上場廃止となった。株主が所有していた本件株式は、本件決議に基づき、平成19年5月9日をもって旧レックスに取得された。会社法172条1項の要件を満たす2名の株主が、各々、裁判所に株式取得価格の申立てをした。9月1日には、旧レックスはAP8と吸収合併をし、AP8は株式会社レックス・ホールディングスになった。

①東京地決平成19年12月19日(150)は、全部取得条項付種類株式1株の取得価額を、公開買付けの発表の前日（平成18年11月9日）から遡る業績下方修正を発表した翌日（同年8月22日）までの平均値（20万2000円）に公開買付けのプレミアムと同じ2万8000円を加えた23万円とした。これを不服とする株主が即時抗告をした。②東京高決平成20年9月12日(151)は、平成18年11月9日から遡る6か月の市場株価である28万0805円に20%のプレミアムを加算した33万6966円が公正な価格であるとした。そのため、旧レックスは東京高裁に許可抗告の申立てをした。東京高決平成20年10月8日(152)は、本件が全部取得条項付

(150) 判時2001号109頁、判タ1268号272頁、資料版商事法務290号116頁、金判1283号22頁等。本件の関連で、取得価格の決定問題とは別に、MBOにおける取締役が負うべき善管注意義務ないし忠実義務に関する判決も下されている。東京地判平成23年2月18日金判1363号48頁等およびその控訴審判決東京高判平成25年4月17日金判1420号20頁等。

(151) 東京高決平成20年9月12日金判1301号28頁、資料版商事法務295号128頁。

(152) 東京高決平成20・10・8「レックス・ホールディングス事件東京高等裁判所許可抗告申

種類株式の取得価額に関する第一号案件で、「法令の解釈に関する重要な事項」（民事訴訟法337条2項）を含んでいることから、東京高裁は許可抗告申立許可決定をした。③最高裁第三小法廷は、平成21年5月29日決定(153)で、原決定を支持し、抗告を棄却し、原決定は確定した。田原睦夫裁判官の補足意見がある。

(2) 決定内容

①原々決定 (ア)「裁判所が、全部取得条項付種類株式の取得の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額をも考慮することが相当であるということになる」。

(イ)「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がない限り、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」。そうすると、「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、平成19年5月9日における本件株式の客観的な時価とするのが相当である」。「以上によれば、平成19年5月9日における本件株式の客観的な時価は1株当たり20万2000円を超えるものではない」。

(ウ)「強制的取得により失われる期待権を評価するための評価方法について、現段階においては確立された評価方法が存在しないことが認められる。また、本件においては何らの鑑定も実施されていないため、当裁判所が強制的取得により失われる期待権の具体的な評価額を算定するにつき、専門的知見を反映した具体的な金額を算出することはできないといわざるを得ない」。「本件公開買付けに示された買付価格は、市場において一定の合理性を有するものとの評価を受けたと推認することができ、本件公開買付けにおいて示されたプレミアムである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できる。そうであれば、強制的取得により失われる期待権の価値を評価するに当たっても、このプレミアム2万8000円を基準にするのが合理的であ（る）」。

(エ)「本件に現れた一切の事情を考慮すると、本件における全部取得条項付種類株

立許可決定」別冊商事法務346号77頁以下。

(153) 最高裁判所第三小法廷平成21・5・29別冊商事法務346号105頁、金判1326号35頁。

式の取得の価格を23万円と定めるのが相当である」。

②原決定 (ア)「平成18年8月21日プレス・リリースがされた段階では、既に本件MBOの実施は、相当程度の確実性をもって具体化していたものと推認される」。「平成18年8月21日プレス・リリースにおいて公表された同年12月の業績予想の下方修正は、企業会計上の裁量の範囲内の会計処理に基づくものとはいえ、既に、この段階において、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されたことは否定できないものというべきであるし、また、不採算店舗を整理し、加盟店の出店を加速させるなど、旧レックスの業績を向上させるための財務改革を進める過程で生じた特別損失に関し、業務の向上に向かった中長期的な事業計画についての十分な説明をせずに、単純に特別損失の計上のみを公表したため、旧レックスの業績、ひいてはその企業価値について、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めることができる」。「平成18年8月22日以降本件公開買付けが公表された同年11月10日までの期間の旧レックス株式の市場株価は、・・・問題点を孕む8月21日プレス・リリースの影響を受けて過剰に下落した上、これに乗じて投機的取引が反復されたことによる影響を受け」ていた。これらの事情についても「同期間の市場株価を平均値算定の基礎に含めながら、他の期間をも通じて市場株価を平均化することによって、上記の影響を排除し、本件取得日における本件株式の客観的価値を算定すれば足りるものと解するのが相当である」。「本件において、市場株価の平均値を算定する基礎となる期間を短期に設定することは相当とはいえないものということができ、本件公開買付けが公表された平成18年11月10日の直前日からさかのぼる6か月間の市場株価を単純平均することによって、本件取得日における本件株式の客観的価値を算定するのが相当である。そうすると、本件取得日における本件株式の客観的価値は、平均18年5月10日から同年11月9日までの終値の平均値である28万0805円と認めることができる。」

(イ)「MBOに際して実現される価値は、①MBOを行わなければ実現できない価値と、②MBO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、②の価値は、基本的に株主に分配すべきであるが、①の価値は、MBO後の事業計算につき、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」。「しかしながら、抗告人らの度重なる要請にもかかわらず、相手方は、その事業計画を提出しないし、また、AP8が旧レックスについてのデューディリジェンスを実施した上で作成した株価算定評価書・・・・の提出もしないのであって、・・・当裁判所としては一件記録に表れた疎明資料に基づき、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、その裁量により、本件株式の株価上昇に対する評価額を決定するよりほかはない」。「そこで、本件MBOと接近した時期においてMBOを実施した各社の例」に加え、「平成12年から平成17年までの間に日本企業を対象として・・・85例」を参照し、「相手方が13.9パーセントのプレミアムを設定した具体的な根拠については特に主張立証をせず、事業計画書も株価算定評価書の提出もしないのであって、このことをも考慮するならば、・・・本件株式の客観的価値（28万0805円）に、20パーセントを加算した額（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取得価格と認めるのが相当である」。「相手方が、上記買付価格の合理性について、株価算定書やその事業計画を開示してこれを説明しない状況の下で、・・・多数の株主が公開買付けに応じたという事実から、その買付価格や買付価格の決定に当たって考慮されたプレミアムの額が合理的であり、正当であったと推認することはできない」。また、「AP8以外の企業ないし投資ファンドが旧レックス株式の公開買付けを行おうとしなかったとの事実も、AP8による買付価格や買付価格の決定に当たって考慮されたプレミアムの額が合理的であり、正当であったことを推認させるものとはいえない。」

③最三小決「原決定に所論の判例違反はない。」。田原睦夫裁判官は、以下のような補足意見を述べている。「取得価格決定の制度が、経営者による企業買収（MBO）に伴いその保有株式を強制的に取得させることになる反対株主等の有する経済的価値を補償するものであることにかんがみれば、取得価格は、①MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、②MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを、合算して算定すべきものと解することが相当である。」

(3) 評価

①決定について[154] は髙山崇彦・保坂雄両弁護士の評釈[155] がある。本決定は、会社法 172 条 1 項の「取得の価格」を当該取得日における全部取得条項付種類株式の市価としたことには合理性が認められるが、「期待権をどのように評価するかという問題は、会社法によって新たにクローズアップされたものであり・・・専門家による今後の議論の集積が期待される」とする。「MBO の一環として行われる公開買付届出書によれば、DCF 法を用いて算定された株式価値を参考にして公開買付価格が決定されている事例も数多くみられることから、DCF 法を用いて企業価値の増加分を算定する余地も皆無ではない」と述べている。本件では、不実施の理由は明らかでないが、最終的には株価の算定に鑑定を実施しなかった。高額な費用負担が権利行使を妨げていることが指摘されている。旧カネボウ第一次事件（二(2)①参照）のような理由からすれば、「① 1 株当たりの負担額が著しく高額となる場合であって、②株式価格決定の申立てに当事者間の協議不調が要件とされていない類型の事件については、当該事案に即した公平の原則に従い、乖離率とは異なる費用負担割合の基準が用いられることも考えられる」と主張する。公開買付けに対する 91.78 %の賛同は、プレミアム価格の合理性の根拠の一つになりうるが、「全株主のどの程度の割合が公開買付けに賛同すればプレミアム価格に合理性があることの根拠となりうるのかについては、本決定からは明らかではない」。また「対抗買収者が出現しなかったことは、プレミアム価格の一定の合理性があることの一つの根拠とはなるものの、決定的な要因とはならないと考えられる」と述べている。

小出篤准教授[156] は、「「期待権」として裁判所がどのようなものを念頭に置いているのかは、今一つ明らかでない」とし、株式の保有の継続による株価の上昇と読むことができれば、市場株価に織り込り済みなので、別に算定する必要はないが、上乗せプレミアムと理解すると「「客観的な時価」とは別に考えて「公正な価格」の算定に含めるのは結論的には妥当であるといえる」とする。いずれにせよ、

(154) 「新商事判例便覧 585 号 2806 参照事項」商事 1825 号 51 頁は「結論として妥当」と評価している。

(155) 髙山崇彦＝保坂　前掲（注 148）商事 1837 号 23 頁以下（別冊商事 346 号 9 頁以下所収）。

(156) 小出　篤「平成 19 年度会社法関係重要判例の分析〔上〕」商事 1839 号 4 頁、6 頁以下（2008）。

本決定が「プレミアムの合理性」の理由としてあげている公開買付けに関する状況は、やや中途半端で、91.78％の賛成は、独立当事者間取引というための重要な要素であるが、必ずしも「少数派の多数（majority of minority）」の同意があったとはいえないで、「裁判所は、本件MBOと関係のない株主の何％が本件公開買付けに賛同したかを検討すべきであった」と指摘すると共に、「そもそも公開買付けの時点で株主がそれに応募するか否かを適切に判断できるだけの情報が開示されていたことおよび株主の決定の自由を奪うようないわゆる「強圧性」がないことも確保されている必要があるが、本件ではそうした検討もされていない。・・・「独立当事者間取引」を認定するために裁判所が判断すべき事項は、いろいろあったように思われる」と評価している。

河村尚志専任講師(157) は、「本決定は、・・・本件MBOの利益相反・情報の非対称の問題（非独立当事者間取引であること）に十分配慮せず、レックス・ホールディングの主張をほぼ認めたことに問題がある」としている。

②決定について、まず、弥永教授(158) は、本決定が近接した時期の各社の例等から20％のプレミアムを認定した点を、高額な鑑定費用が問題となった旧カネボウ第一次事件（二参照）を引用しつつ、「会社側が手持ち資料を提出しない場合に、より一般的な資料に基づく主張立証を認めることとし、鑑定に依拠しないで、価格決定を裁判所が行うことは、株主にとっての鑑定費用の負担の軽減につながり、価格決定の申立てが株主の実効的な救済手段となり得ることにつながる」と評価する。また、多数の株主が公開買付けに応じた事実はプレミアムの額の合理性の推認に繋がらないという判旨は、「従来、実務上、漠然と意識されていた発想とは異なるが、会社法が価格の決定申立てを株主に認めている趣旨に照らせば、相当の説得力がある」としている。

若松　亮弁護士(159) は次のように評釈している。第1に、「業績予想の下方修正により旧レックスのファンダメンタルズに変更が生じたと考えられる本件においては、売上高の減少についての検証を行うことなく本件プレス・リリース公表前の市場株価を一定期間に含めるのは適切ではないのではないかとも考えられる」が、

(157) 河村尚志「全部取得条項付種類株式の取得価格の決定事例」私法判例リマークス38（2009〈上〉）94頁以下。
(158) 弥永真生「全部取得条項付種類株式の価格の決定」ジュリ1366号42頁（2008）。
(159) 若松亮「レックス株式取得価格決定申立事件（高裁決定）」判タ1279号22頁以下（2008）。

「本件プレス・リリース公表後の市場株価を補正する手段として、本件プレス・リリース公表前の一定期間の市場株価を加える方法をとることもやむを得ない手段として裁判所の裁量の範囲内といいうるのではないかと考える」。第2に、「本決定は、①他のMBO事例における買付価格の決定方法、②日本証券業協会が定める「第三者割当増資の取扱いに関する指針」、③本件プレス・リリース公表後本件公開買付けの公表前の市場株価の動向と売買の状況を勘案して、最終日である18年11月10日の直前日からさかのぼって6か月の市場株価を単純平均することによって、本件取得日における本件株式の客観的価値を算定するのが相当であるとする。しかし、・・・本決定があげる上記①及び②の理由は一定期間とする理由とはならないと考える」。第3に、将来の株価上昇に対する期待権の算定方法としては、A（当該会社の事業計画等に基づいて、裁判所が合理的裁量によって評価額を決定する方法）、B（他のMBOの事案を参考に裁判所が合理的裁量によって、評価額を決定する方法）、C（公開買付けに応募した多数の株主が同意した期待権価額を尊重する方法）が考えられる。本決定は、Aが望ましいとした上、事業計画や株価算定評価書が提出されない以上、Bによるしかないとする。ただ、筆者としては、会社が、事業計画や株価算定評価書を提出しないことのみを理由として、直ちにBをとることには「異論がある」。筆者としては、Cが適切であると考える。なぜなら、「MBO手続が適正に行われ、株主のインフォームド・コンセントが確保されているのであれば、他のMBO事案におけるプレミアムよりも、当該会社の株主自体が是認した買付価格の方がより株価上昇に対する株主一般の期待をより適正に反映したものといいうると考える」からであると述べている。

太田　洋弁護士(160)は、第1に、本決定が、原決定と同様、別個算定法を採用している点を「理論的にみて疑問である」とする。「なぜなら、上場会社の株価は、「当該株式の（現時点での）客観的な価値」を前提とした上で将来の会社業績に対する投資家の期待をすでに織り込んで形成されており、ヒストリカルな株価を基礎として、それに「今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」を加えたものを当該株式の「公正な価格」としてしまうと、将来の会社業績に対する期待値に相当する価額が二重にカウントされることになってしまうからである。・・・この表現

(160) 太田　洋「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」商事1848号4頁以下（2008）（別冊商事346号18頁所収）。

は「リスクとリターンとの適正な対応関係を見失わせるおそれがあり・・・用語法としては適切とはいい難い」とし、第2に、「レックスの既存株主と買い手の中心であったAPとの間における独立当事者間取引であったか否かの検討を十分行うことなく、それを脇に置いた上で、裁判所が、一件記録に顕れた情報を基礎として積極的・能動的に「あるべき取得価格」を算定するアプローチを採用したことは、取引当事者の予想可能性を大きく損なうものであり、このような裁判所の判断が確定すれば、社会経済上客観的に望ましい取引を含めて、ゴーイング・プライベートを伴うバイアウト取引を著しく萎縮させるおそれがあるといわざるを得ない」とし、第3に、本決定は、原決定と異なり、レックス以外の企業が公開買付けを行おうとしなかった事実だけから、買付価格が正当であることの推認とならないと判断するが、このような事実は、「少なくとも、本件TOBの価格が「独立当事者間価格」であったことを間接的に推認させる事実であり、本決定が、かかる要素を無視して、机上の理屈のみで取得価格の決定を行ったことには大いに疑問が残る」とし、第4に、当該株式の客観的価値の算定の際の「期間の取り方には理論的に疑問がある」とする。即ち、①「株価の平均として長期間を取れば取るほど、・・・「取得日における公正な価格」から乖離していくこととなる」が、本件では、取得日（平成19年5月9日）から6ヵ月も前の日である平成18年11月10日からさらに以前に遡った6ヵ月間となり、「過去の情報に基づく評価の要素が強くなるという弊害がより如実に現れることとなる」し、②「マーケット全体が継続的な下落局面にある場合）においては、6ヵ月間もの長期間の平均株価を株式の客観的価値の算定基礎とすることは不合理である」し、③本件決定が6ヵ月平均とした根拠と挙げる理由（他のMBO事例における買付価格の決定方法及び日本証券業協会が定める「第三者割当増資の取扱いに関する指針」）には合理性がなく、④本決定には「業績の継続的な悪化局面で行われるゴーイング・プライベートを伴うバイアウト案件に関しては、バイアウトのためにTOBによって株価がTOB価格近辺で下支えされ、TOB後における対象会社の業績・財務状況の悪化が株価に適正に反映されないという事情」に対する「配慮が決定的に欠けている」とする。第5に、「本決定は、「MBOを行わなければ実現できない価値」がどの程度の金額に相当するかの具体的な算定をまったく行わず、そのうちどれだけの部分が株主に対して分配されるべきであるかについても十分な検討を行っていない」。「本来は、本件取得価格の決

定に際しては、まず本件TOBの価格が「独立当事者間価格」と評価できるものであったかの評価を行うべきであ」った、と主張している。

伊藤靖史教授(161)は、原決定と本決定との間において相違が生じた理由を、①取得日の客観的価値と②株価の上昇に対する期待評価価値の合計とする基準の当てはめの仕方の相違に求め、次のように整理している。(1)原決定は、平成18年11月9日を含むそれ以前の8月22日までの一定期間としたのに対し、本決定は、同年11月9日から遡る6ヵ月としている。このように期間の取り方に相違が生じる理由は、平成18年8月21日の相手方の業績下方修正の公表のあり方についての評価が異なるからであり、原決定は、決算内容の下方誘導への意図はなかったと考えるのに対し、本決定は、そのような意図があったので、同年8月21日以降の株価は相手方の企業価値を反映していないと考えている。(2)期待評価額については、原決定と本決定とでは、本件公開買付けの買付価格、プレミアムの合理性、多数の株主の応募および公開買付けの競争者の不存在についての評価が異なる（買付価格は、原決定では20万2000円であるのに対し、本決定では28万080円である、とする。プレミアムは、原決定では2万8000円としたのに対し、本決定では、相手会社が事業計画書や株価算定評価書も提出しないことから、20％の加算をする。原決定は、多数の株主の応募および公開買付けの競争者の存在を重視しているのに対し、本決定ではそうでない）。(3)しかし「より根本的には、本決定と原決定では、MBOに伴う利益相反が本件にどれだけ影響しているかについての捉え方が異」なっている。本決定は、業績の下方修正の公表に利益相反を見て取っており、本件MBOが「ファンド型」MBOであるといった主張を行うだけでは、裁判所の見方を覆すことはできなかった。(4)原決定は、MBOによる企業価値の増大（シナジー）を勘案すべきとする主張を斥けたが、本決定は、MBOを行わなければ実現できない価値は、MBOを行う取締役と株主とで分配すべきものとしている。

北川　徹准教授(162)は、「本決定が、当該株式の客観的価値の算定について、他の試算方法を併用せずに市場価格のみに依拠して点は首肯できるが、算定の対象とするべき「取得日に近接した一定期間」の捉え方には問題がある」。「本件は、下方修正公表以前の市場株価の平均値を含んだ、本件公開買付公表の直前日から遡って

(161) 伊藤（靖）・前掲（注148）109頁以下。
(162) 北川・前掲（注148）96頁以下。

合計6カ月間の市場株価を単純平均することによって、客観的価値の算定に際して、諸事情が株価に与える影響を排除することを意図する」。しかし、「市場価格以外の要素を加味していた裁判例が、後に市場価格のみに依拠するよう変遷してきた背後(163)には、市場価格が企業の実質的価値と投機的部分を不可分的に包含しているため、その完全なものの発見は困難である」との評価があったといえる。さらには、本件において、業績予想の下方修正公表時に、すでに相当程度の確実性をもってMBOの実施が具体化されていたとか、決算内容を下方へ誘導したといった主観的要素を認定し得たとしても、かかる主観的要素は、客観的価値の算定に直接の関係はなく、裁判所としては、明らかに特段の事情と認定できる場合を除き、「取得日に近接した」公表時以降の市場価格を客観的価値の算定根拠とするべきである」。また、「「今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」を考慮するということの意味は、「①MBOを行わなければ実現できない価値」について、・・・客観的価値とは別途、取得価格の算定に含めること」（を意味するので）「株主に分配されるべき価値については、より詳細の検討を要する。すなわち、・・・MBOでは・・・いわゆる相乗効果を意味するシナジーは存在しないといえる。他方で、少数株主を締め出すことによって上場廃止することに伴うコストを削減する効果も企業価値の増加要因となりうる。もっとも、通常こうしたコスト削減効果は、①の価値の中でも、相対的に僅少なものである。したがって、①の価値の創出のほとんどは、その実現の不確実についての危険を享受して当該MBOに参画する経営者・取締役や外部の投資家等、新規株主の事業改善努力に依存する」と主張している。

後藤　元准教授(164)は、第1に、個別算定法には、投資家の期待の二重評価になるという理論的批判があるが、「株価の上昇に対する期待の評価」とは、「MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分」を

(163) 東京地決昭和58年2月10日判時1068号110頁は、買取価格を市場価格のみで決定した最初の事例である。なお東京地昭和58年10年11日下民集34巻9～12巻968頁、その控訴審東京高決昭和58年12月14日判タ525号285頁も参照のこと。上場株式の買取価格の算定に関する最初の事例である東京地決昭和46年4月19日下民集22巻3＝4号446頁は、相続税基本通達の類似業種比準方式を採用し、その後、横浜地決昭和47年1月21日判時666号91頁は、市場価格を一つの評価基準としながらも、投資価値、資産状態等の多要素を総合的に考慮していた。

(164) 後藤　元「レックスHD事件」中東正文＝大杉謙一＝石綿　学編『M&A判例の分析と展開II』190頁以下（2010）。

指すと解すべきであるので、批判はあたらない。第 2 に、反対説もあるが、本件 MBO には、利益相反関係を覆す特別事情の存在が認められない。また、構造的強圧性があったと考えられるため、応募株式数の多さを理由とする公開買付価格の尊重も妥当でない。対抗買収案の不存在もわが国では直ちに公開買付価格の妥当性を示すと解することは困難である。第 3 に、本件では、下方修正自体により市場価格が意図的に歪められたと評価したが、そのようには評価しがたいように思われる。問題があるとすれば、多額の特別損失の一時計上によるその後の損失・費用負担の軽減という会計手法（big bath と呼ばれる）であり、下方修正公表時に事業再建計画が公表されなかった点である。そのため、「市場価格は株式の客観的価値を反映していないものと捉えることも不可能ではないと思われるが、他方で、この点は、株式の客観的価値の問題ではなく MBO による企業価値増加分の分配の問題として整理することも考えられる」。第 4 に、「本決定が「株価上昇に対する期待値」を近接した時期に行われる MBO におけるプレミアムの平均値から算定したことに対しては」、批判があるが、「本決定が上記のような算定方法を採らざるを得なかったのは、Y 側から事業計画書や株価算定評価書の提出がなく、MBO による企業価値の増加額を算定することができなかったからである。・・・会社側への証拠の偏在という問題への対処として本決定のような算定方法を採ることはやむを得ないものといえよう(165) 」と述べている。

③決定について(166) は、加藤貴仁准教授(167) の次のような長い評釈がある。「本事件の最大の問題は、裁判所が当事者間の交渉結果に介入する基準が不明確な点にある」。本決定は、抗告の棄却につき特段の理由を示していないので、原々決定、原決定および田原補足意見の分析が必要である。その際学説の多数説が、有益な視点

(165) 同旨、徳本穣「MBO における株式の取得価格」『会社法判例百選［第二版］』182・183 頁（2011）。

(166) 本文引用のほか、佐藤元治「レックス・ホールディングスの MBO における諸問題」函大商学論究第 42 輯第 2 号 55 頁（2010）、大塚和正「全部取得条項付種類株式の取得価格（レックス株式取得価格決定申立事件」銀行法務 21 第 695 号 65 頁（2008）、「新商事判例便覧 594 号 2841 番参照事項」商事 1849 号 43 頁、斉藤　武「レックス・ホールディングス全部取得条項付種類株式の取得価格（判例研究）」龍谷法学 43 巻 4 号 404 頁、野田・前掲（注 57）66 頁等がある。なお水野信次＝西本強『ゴーイング・プライベート（非公開化）のすべて』30 頁以下（商事法務 2010）は、本件のほか、サンスター事件、サイバードホールディング事件を論点ごとに整理し紹介している。

(167) 加藤・前掲（注 147）。

を提供してくれる。第1に、本件MBOは「独立当事者間」の取引と評価されるべきか否か、第2に、本件MBOが独立当事者間の取引ではないとしても締め出し条件の形成過程は公正といえるか否か、第3に、裁判所が採用した「公正な価格」の算定方法は、平成17年改正の立法趣旨にかなったものであるか否かである」。第1の問題は、「本件MBOの利益相反の程度と利益相反の回避または軽減措置の有無を考慮した上で、総合的に判断される必要がある」。「本件MBOでは、本件MBO条件の形成過程において買収対象会社の代表取締役（N）が買収対象会社側の当事者として影響力を行使したことが強くうかがわれる事案であったといえる。しかし、代表取締役が影響力を行使することを制約する措置がとられたとの認定はなされていない」。「本件MBO条件の形成過程の公正性を基礎づける主たる事実は、本件公開買付けにおいて多数の株主が応募したという事実のみであるように思われる。すなわち、本事件は、本件公開買付けの結果をどのように解釈するかによって、本件MBOが独立当事者間交渉と評価できるか否かが決まる事案であった」。

「学説では、少数株主の締め出しの一環として行われる公開買付けの買付価格が「公正な価格」として尊重されるための条件として」、①公開買付けに構造的強圧性が存在しないことと②買付価格の適切性が挙げられている。しかし、本件公開買付けではその双方に問題があった。まず、「ありのまま」の説明が、構造的強圧性の発生に少なからず寄与することは否定できないが、「全部取得条項付種類株式の取得価格が本件公開買付価格と同額であるとの保障がなされていない」事実と「本件公開買付けから本件決議による取得までの期間が長期間である」という二つの事実のほうが―原々決定から田原補足意見まで見落とされていたが―構造的強圧性の観点からは重要である。②の関連では、「少なくとも現時点においては、買収者によって株価算定評価書が開示されなかったことは、買付価格の適切性を疑わせる事情にはなろう」。これに対して、「その他の手段でMBO条件の形成過程の公平性を確保できるのであれば、事業計画書の開示など買付価格の適正性に関する情報開示の必要性は小さくなるといえるのではなかろうか」。「買付価格の適切性について、情報開示と同程度に重要なのは、本件公開買付け直前の市場価格の評価である」。「少なくとも、買収者が市場価格と買収対象会社の企業価値の乖離の発生に積極的に関与していた場合には、公開買付けの結果が尊重されるべきではないと思われる」。「具体的には、第1に、市場価格が意図的に歪められていないか、第2に、買

収者が未発表の重要事実を知っているか否かという形で問題になり得る」。第1の点については、「結局、金商法または金融証券取引所が定める義務に従ってなされる業務下方修正であること、経営環境の変化など外部的な事情の変化を適切に反映していること、会計監査人の指摘を受けての対応であることといった事情が存在する場合には、公開買付けとの関連で業績下方修正を問題とすることは困難であるように思われる」。第2の点については、本件公開買付けなどが実施される場合には、発行者が自己の株式を取得する場合（金商法27条の22の3第1項）と同じく、少なくとも買収目的会社には、未公表の重要事実の開示義務が課されていると解するべきである」。「開示義務の対象となる事実が開示されていなかった以上、「公正な価格」の算定に当たり、公開買付けの結果が尊重されるべきではない」。そして「敵対的企業買収を成功させることが著しく困難な現状を前提にすると」、「対抗提案を積極的に勧誘したという事実が存在しない限り、対抗提案の不存在を公開買付けの結果を尊重する理由とすることはできないように思われる」。

したがって、原決定が、「独自に「公正な価格」を算定したことは、結論としては正しい」。原決定・原々決定および（これらと実質的には同一の立場にたつ）田原補足意見は、「「公正な価格」は①客観的価値と②株価上場期待価値から構成されるとする」。これは、将来の業績見通し・収益力をダブルカウントすることになり、許されないとする意見もあるが、「この問題は、株価上昇期待価値を、「MBOを行わなければ実現できない価値」と解釈することで解決することが可能である」。「①と②を区別することは、概念整理としての意義に加えて、次のような実際的な意義がある」。第1に、「①は、実質的には、MBOの影響を捨象した買収対象会社の企業価値を意味する」から、「MBOによって企業価値が減少する場合であっても、②をゼロと解することができれば、株主には①が保障される」。第2に、「経営者が未公表の重要事実を利用していた場合には、当該重要事実による企業価値の変動を考慮して、①が算定されることになる」。裁判所が「公正な価格」を算定するに当たり、留意されるべき事項は、次の三つである。第1に、裁判所が自ら「公正な価格」を算定する必要があるのは、組織再編条件や全部取得条項付種類株式の取得価格の形成過程について、本件MBOのような問題が存在した場合に限られるべきである。第2に、第1の立場を前提にすれば、「会社に鑑定費用の負担を要求すること」は「不公正というわけではない」。第3に、「特段の事情のない限り、買収者が

提示した組織再編条件などが、裁判所が算定する「公正な価格」の下限となる」。「MBOが行わなかったならば株主が享受し得る価値は、実質的には、「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」に相当すると思われるので、平成17年改正前の議論が基本的に妥当する」。「原決定・原々決定において、本件公開買付けの公表日から取得日までの市場全体の変動等を反映させなかったのは、不適切であった」か否かは、前述した「ように、本件公開買付けから本件決議に基づく取得までの期間を長期に設定したことに合理的な理由があるか否かが問題となる。ただし、本件公開買付けと本件決議に基づく取得の間の期間は会社側が設定できること、会社側には組織再編条件等の形成過程の瑕疵について責任があることなどを考慮すると、原決定・原々決定の立場も必ずしも不当とはいえないように思われる」。「本事件では、本件MBOの公表と同時に本件公開買付けの実施が公表されたため、MBOによる企業価値増加分を反映した市場価格は存在しない。そのため、MBOによる企業価値増加分は、・・・裁判所によって選定された鑑定人に算定させるしかない。しかし、本事件のように、・・・鑑定が不可能になったことによる不利益は、買収対象会社が負うべきであろう」。「MBOによる企業価値増加分をどのように分配すれば、公正といえる」かという「ような問題は、本来、MBOを実施する経営者・投資ファンドと、買収対象会社の交渉に委ねられるべき問題である。したがって、裁判所に独立当事者間交渉に完全に代替する役割を期待することはできない」。「合理的な理由づけを伴わない「公正な価格」は、到底、公正とはいえない。そこで、裁判所には、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は、ある程度の割り切りが必要ではないであろうか。学説では、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(168)、買収者と買収者以外の株主との間で1対1の割合で配分する見解(169)が挙げられている。もちろん、企業価値に応じた比例配分、1対1による配分はデフォルトルールと解

(168) 神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準―アメリカ法」江頭憲治郎編『(鴻常夫先生還暦記念）八十年代商事法の諸相』（有斐閣　1985）331頁、352頁、藤田・前掲（注7）290頁。

(169) 田中　亘「MBOにおける「公正な価格」」金判1282号20頁、21頁（2008）は、裁判所の裁量で余剰を分配すべきときは、買収者と株主とで企業価値の増加を1対1で分配するのが合理的と主張している。この見解の支持者として白井正和「MBOにおける全部取得条項付種類株式の取得価格の算定」ジュリ1455号、116頁、119頁（2013）。なお伊藤（靖）・前掲（注148）111頁参照。

するべきであり、合理的な理由が主張立証された場合には、乖離が認められるべきである」。「本件MBOでは、Yから本件MBOによる企業価値増加分を算定するために必要な情報が提供されなかった。・・・したがって、本事件の事案を前提にすれば、原決定の対応はやむを得ず、裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるという評価も不可能ではないように思われる」と述べている。

十市　崇弁護士は、本件において取得価格に大きな差が出た要因は、原々決定が公開買付価格を独立当事者間の交渉を経た価格であると判断したのに対し、原審決定と本決定は、そうではないと判断したことが大きく影響していると考える(170)。本件は利益相反性が高い案件であり、どのような事情があれば、独立当事者間における交渉を経た価格といえるかは、事例に応じた個別・具体的な対応が必要となろうとする。次いで、業績の下方修正および強圧的な効果を生じかねない表現の検討に移り、これらは、独立当事者性を否定する要素とされることもあり得るので慎重な対応が必要であるとする。公開買付価格が独立当事者間の交渉を経た価格でない場合には、裁判所の介入はやむを得ないが、①原審決定が平成18年8月21日のプレス・リリースについて決算内容を下方に誘導する意図を認定しながら、平成18年8月21日以前の市場株価を算定に含めたことは、論理的に一貫せず、②日証協の「第三者割当増資の取扱に関する指針」は、本件公開買付け公表前の6ヶ月間の平均株価とする積極的な理由になり得ないし、③近接した時期においてMBOを実施した各社等の例から株価上昇の期待権を算定することも積極的な理由となり得ず、結局のところ、原審決定の算定方法は場当たり的であるとの印象を持たざるを得ないとともに、M&A案件の特殊性への配慮が足りず、粗っぽい判断であるとする。以上より、本決定の射程距離は極めて限定的に解すべきであり、公開買付価格が独立当事者性を有しないと評価された場合にのみ妥当する決定である。6ケ月という期間を取る原審の考えは少なくとも公正性を疑わせるような業績の下方修正が行われる事例に限定すべきであり、MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分を算定するに際し、裁判所がその裁量で決定した割合を上乗せした価格とする方法が採用されるのは、当該価格を算定する基

(170) 十市　崇「レックス・ホールディングス事件最高裁決定とMBO実務への影響（上）（下）—地裁決定および高裁決定を踏まえて—」金判1325号8頁以下、1326号2頁以下（2009）。

礎となる事業計画等が開示されない場合に限られるとともに、対象会社の取得した価格算定書など、参考となるべき資料等が全く存在しない場合に限定すべきであろう、と主張している。

浅田隆氏[171]は、「本事案の特殊性に鑑みれば、本決定（および原決定）は、少なくとも個別事案の判断としては穏当なものと思われる」とする。裁判所は、「取得日」（会社法173条1項）の「公正な価格」としたが、その構成要素は、田原補足意見の表現の方が妥当であるので、①「MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値」と②「MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分」の二つである。原々決定・原決定と表現が異なるが、実質的には同旨である。裁判所が本件MBOを独立当事者間取引と扱わなかったことは、経営者の実質保有割合がMBO前後で増加しているので、妥当である。本件は、MBO報告書公表前の事件であるが、利益相反に対する措置が十分であったと評価することは困難である。他方、TOBの場合に強圧性が問題となる。説明が「ありのまま」でも構造的強圧性が発生するという見解もあるが、株主に必要な情報であるから、ただちに強圧的な効果がありとすることは疑問である。「本論点が価格決定自体にいかなる影響を与えたかは不明である。・・・強圧性については、今後の課題として残ったと思われる」。客観的価値を近接した市場価格としたのは妥当なアプローチであった。原々決定が評価時点との時間差を約1ヵ月とし、原決定が6ヵ月としたのは、下方修正公表が株価下落を意図していたかの認識の違いに起因すると思われる。「会社側から意図的な下方修正でないことを相当程度に説明できない限り、当該意図があると推定されても仕方が無いのではないかと考える」。「MBO実務における株価計算期間は、個別事案によって区々であり、確立した考え方がある訳では」ないが、6ヵ月間は裁判所の裁量の範囲内といえる。本件では会社側が資料の提出要請を再三拒否しているから、裁判所がその裁量をもって、他事例を参考にプレミアム数値を20％要求と決定したのはやむを得ない判断」であるとする。

なお、レックスHD高裁決定がTOB実務にどのような影響を与えたかを実証分析した論文が公表されている[172]。

(171) 浅田・前掲（注144）34頁以下。
(172) 井上光太郎＝中山龍太郎＝増井陽子「レックス・ホールディングス事件は何をもたら

(b) サンスター事件

(1) 事実の概要

スイス法人Sunster SA（以下SSAスイスという。）の100％子会社であるSSAは、大証第一部上場会社であるサンスター株式会社（以下Y社という。）の公開買付け（MEBO）を実施した。SSAスイスの代表者はY社の代表取締役会長であった。買付価格は1株650円であった。本件公開買付けの応募率は約87％であった。その後、Y社は、平成19年6月25日に、株主総会を開催し、①Y社を種類株式発行会社とし、本件取得条項付株式（第一種種類株式）を発行する旨の定款変更を決議し（以下「定款変更①」という。）、②定款変更①による変更後の定款を変更し、Y社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の内容として、株主総会の決議によって全部取得条項付株式の全部を取得する場合において、普通株式1株と引換えに（450万円未満の株主から1株当たり650円の金銭を対価にて取得できる）第一種種類株式1株を交付する旨を定め（以下「定款変更②」という。）、その効力発生日を平成19年8月1日とし、③特別決議によって、本件決議がされた。同日、普通株主による種類株主総会が開催され、定款変更②が可決された。同年7月26日にY社の株式は上場廃止となった。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、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株が交付された。同年8月17日は、Y社の取締役会が定めた本件取得条項付株式の取得日であり、SSA等以外の株主の本件取得条項付株式が取得された。株式1000株の株主である申立人X_1（甲事件）および本件公開買付け公表後、平成19年3月31日までの間にY社株式1万株を取得した申立人X_2（乙事件）は、会社法172条1項に基く全部取得条項付種類株式の取得価格の決定を求めた。X_1は株式の価格にDCF法を用いるべきであると主張し、X_2は、全部取得された株主は、インカムゲインやキャピタルゲインを享受できないので、相当のプレミアムを加えるべきであると主張した。Y社は、DCF法を用いるのは妥当でなく、全部取得条項付株式の取得対価公表後に株式を取得した

したか：実証分析からの示唆」商事1918号4頁以下（2010）。なお吉川慶「MBOにかかる株式取得価格の判断方法」東京大学法科大学院ローレビュー8号86頁～90頁（2013）も参照のこと。

株主の取得価格は、当該株式を取得した価格で十分であると主張した。

①原々決定である大阪地決平成20年9月11日[173]は、対価が定款で定められていても、価格決定の申立てを行うことできる。公正な価格は、DCF法ではなく、市価に基づく。および、買付価格公表後の株式の取得であっても、買付価格を超える価格決定の申立ては許されるとし、本件取得価格は1株650円であると定めた。そこでX_1が即時抗告をした。②大阪高決平成21年9月1日[174]は、買付価格を840円に変更した。これに対し、Y社は抗告許可申立て[175]（民訴337条参照）をしたが、③大阪高決同年9月28日[176]は許可抗告申立不許可の決定をし、④最高裁平成22年2月23日決定[177]はY社の特別抗告[178]（民訴336条）を棄却した。田原睦夫裁判官の補足意見がある[179]。

(2) 決定内容

①原々決定 (ア)「取得対価は本件取得条項付株式（その取得対価は650円）であることが定款により定められているため、本件決議ではこれと異なる決定をする余地がなく、したがって、取得対価の決定は、会社法172条の「価格の決定の申立て」として争えないのではないか（争うなら、全部取得条項を付して、取得対価を新たに決定した定款変更②に対する会社法116条の株式買取請求をすべきではないか）との問題がある。

しかし、一般には、株式に全部取得条項を付する定款変更と、全部取得条項付株式を取得する旨の決議とは、時期が異なり得ることが予定されている。そして、文

(173) 金判1326号27頁、金法1882号107頁、資料版商事307号210頁。
(174) 金判1326号20頁、金法1882号100頁、資料版商事307号200頁、判タ1316号219頁。
(175) 抗告許可申立書『MBOに係る株式取得価格決定申立事件の検討』（別冊商事346号）147頁。
(176) 別冊商事346号164頁。
(177) 別冊商事346号171頁。
(178) 別冊商事346号165頁以下参照。
(179) 補足意見は、①「取得の価格」の算定においてMBOの準備期間の市場価格を除くべきであるとする決定例がないこと、および、②いわゆるMBOによる公開買付けが公表された後にその対象たる株式を取得した者につき、同人が実際に取得した価格と会社法172条1項の「取得の価格」との関係についても、裁判例がないことから、「法令の解釈に関する重要な事項」に該るものと認められるので、原決定は相当でないと思料されるが、許可の可否は、原審の専決事項であるので、特別抗告手続で取り上げることはできないと述べている。

言上は同じ「取得条項付株式（その取得対価は 650 円）」であるとしても、定款変更時から取得決議時までの間に貨幣価値も企業価値も変動している可能性があり、取得決議までの間の配当を得る利益もあるため、各時点における全部取得条項付株式との経済的価値の高低やその価値の比率は同一ではない。したがって、株主が、定款変更時点では将来「取得条項付株式（その取得対価は 650 円）」を交付される可能性があることに異論がなくとも、取得決議時点では異論があるという可能性もあるのであって、株主としては、定款変更に対しては会社法 116 条の買取請求を行わず、取得決議まで株式を保有し、その際に、当該定款で決められた対価で満足できるか否かを判断して、不服があれば取得の価格の決定の申立をすることができるものと解すべきである。」

(イ)「上記被申立人の企業価値が高まる可能性の増大という利益は、被申立人のみに帰属させるのはなく、その一部を、株式を取得される株主に分配するのが公正である。したがって、前記「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。・・・本件では、被申立人の全部取得条項付株式は上場されていないが、全部取得条項が付される前の普通株式が平成 19 年 7 月 26 日に上場廃止となるまで大阪証券取引所第一部に上場されていたから、これにより全部取得条項付株式の株価も評価すべきである。・・・平成 19 年 2 月 14 日以前の市場株価は、本件公開買付けの影響を受けていないから、特段の事情がない限り、被申立人の株式の時価を算定する基準とするのに適切なものである。・・・・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る。同期間の市場株価の終値の単純平均は 548 円（小数点以下四捨五入・・・）である。」

(ウ)「申立人 X_1 は、株式の価格について DCF 法を用いるべきであると主張する。しかし DCF 法を用いた場合、①永久成長率をどの程度とするか、②株式リスクプレミアムをどの程度とするか、③小規模リスクプレミアムを考慮するか等により、その結果は大きく異なるものである。・・・近接した時期の市場株価が判明している本件においては、客観的な時価は、DCF 法ではなく市場株価を基に判断すべきである。」

(エ)「上記 650 円という買付価格は、相当広範な株主の賛同を得たものと認めら

れる。上記事実によれば、本件公開買付けの買付価格650円は、市場において一定の合理性を有するものと評価されたと認められ、この事実からは、全部取得条項付株式を取得される株主に分配されるべき利益を含めた公正な価格も、650円が相当とすべである。なお、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円）となる。」

②原決定 (ア)「本件では、全部取得条項付株式の取得対価が事実上相手方の定款によって定められ、本件決議は形式上は同株式を取得することとその取得日を定めただけであるが、本件決議により取得日における取得対価を決定したということもできないわけではないから、取得日における取得対価に不服のある株主は、会社法172条1項に規定する価格決定の申立てによって、その価格を争うことができると解すべきである。」

(イ)「MBOを計画する経営者は、・・・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作為を行うことは見やすい道理であるから（平成18年11月10日にY社が発表した業績についての本件下方修正も、その理由が簡略で必ずしも説得力があるとはいえず、・・・株価の「安値誘導」を画策する工作の一つではないかと疑われる。）・・・Y社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年前の株価に近似する700円と認めるのを相当とする。」

(ウ)「公開買付けにおける株式の公正な価格を算定するにあたっては、株式の客観的価値に加え、①MBO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）、②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（スクィーズアウト）、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（スクイー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、株式の市場価格に対する割合（プレミアム）は、MBOの場合が高率となるとされている。・・・Y社の依頼により作成されたK社評価書は、・・・Y社により非公開とされ、Y社はX_1に対し裁判所のほかには公表をしない約束の下にその写しを提供したという経緯もあって、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・・・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。しかして、・・・これを20パーセントとするのを相当とする。したがって、平成19年8月1日におけるY社の全部取得条項付種類株式の公正な価格は、上記株価に20パーセントを加算した840円と定めるべきこととなる。」

(エ)「Y社は、650円の買取価格をもって本件公開買付けが行われることが公表された後に、X_1がY社の株式を取得したことをもって、X_1が同価格をもってスクィーズアウトを受けたことを知悉しながらY社の株式を取得したというべきであるから、X_1については同額をもって「取得の価格」とすれば、その経済的救済として十分であると主張する。しかしながら、公開買付けにおいて公表された株式の買取価格が、取得日の公正な価格を下回るという予想のもとに、その差額を取得するために当該株式の買取価格の増額を要求することも、株式取引の手法として不当とはいえないから、Y社の上記主張は採用することができない。」

(3) 評価

原決定は、第1に、全部取得条項付種類株式の発行の際に定款で取得価格を定めた場合であっても（会社法108条2項7号イ参照）、取得価格に不満のある株主は、定款変更の際に、株式買取請求権を行使する（会社法116条1項2号）必要[180]はなく、会社法172条に基づく価格決定の申立てを行うことができることを明らかにしている。第2に、公開買付け公表後の市場株価は、株式の客観的価値を反映していないと解する点で、レックス高決と共通しているが、「本決定はさらに、MBOが包含する利益相反的構造を強調し、MBOの準備開始時から公開買付けの公表までの期間の市場株価も客観的価値算定において排斥すべきとする点に特徴がある[181]」。第3に、原々決定・原決定ともに「市場価格に信頼を置いて」DFC法の適用を排除している[182]。そして第4に、公開買付け公表後に取得した株主の公正な価格は、当該株主の取得価格を上限としないことを明らかにしている。原々決定の紹介・評釈はないようである。これに対し、原決定の紹介・評釈は多い[183]。

(180) 酒巻俊雄＝龍田節編集代表『逐条解説会社法第二巻株式1』（中央経済社2008）453頁（河村尚志）は必要説を採用する。

(181) 「新商事判例便覧606号2889参照事項」商事1882号43頁（2009）。

(182) 弥永真生「全部取得条項付種類株式の価格決定」ジュリ1387号104頁・105頁（2009）

(183) 本文引用のほか、松田暖「サンスター大阪高裁決定深化するMBO公正手続の解釈」ビジネス法務2010年1月号92頁、山口大介「公表後に株式取得した株主への配慮も必要に!サンスター事件最高裁決定にみる「今後のMBO」5つのポイント」経理情報1246

十市　崇弁護士の評釈は詳細である(184)。第1に、Yの株主は定款変更①に対し、株式買取請求権を行使できないことに加えて（会社法116条1項）、全部取得条項を付加するための定款変更と取得のための株主総会決議が同時に行われ、その効力発生日が同日とされた場合、株主の救済手段がないこと、および、スクィーズ・アウトに際し、反対株主に価格を争う手段を一切与えない場合、先行する公開買付けに強圧的効果が生じ、その適法性に影響が生じる可能性があることより、文言を柔軟に解釈し、会社法172条1項に基づく価格決定の申立てを認めた点は、結論において妥当であるとする(185)。第2に、取得日の公正な価格を取得価格としている点（会社法173条1項・2項参照）、および、一定の市場価格を基準に株式の客観的価値を算定し、当該客観的価値に一定のプレミアムを付加している点は、レックス高決と同一であるとする。なお「本決定はプレミアムについて、支配プレミアムとスクィーズ・アウト・プレミアムが考慮されるべきと判断」し、「レックス高裁決定の立場と整合的である旨を示唆しているが」、「整合性については、なお検討の余地もあると思われる」と述べている。第3に、公正な価格の算定方法の際に、組織再編が独立当事者間において行われた否かを重視する多数説の立場を前提とするとMBOは、利益相反的な構造にあることから、親子会社間の組織再編に準じ、買付価格の形成過程の公平性が重要となるが、「本決定は買付価格の形成過程が不公正であることを前提としたとの整理も可能である」とする。そして「MBOの利益相反的な構造や実務で行われている利益相反性の回避または軽減措置に照らすと」、価格が公開買付価格を下回らないという情報開示と利害関係のない株式の

号44頁（2010）、三笘・前掲（注149）16頁、中東正文「非訟事件手続における手続保障―サンスター事件高裁決定への疑問」金判1326号1頁（2009）、は、理由の妥当性はともかく、「大阪高裁の決定は、価格の決定の前提となるべき手続が適正に行われたかについて疑問がある」としている。因みに、平成23年の非訟事件手続法の改正を受けて、会社法870条2項が追加され（平成23法53）、4号の172条1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、申立人および当該株式会社の陳述を聴かなければならないとされている。

(184) 十市崇「サンスター事件大阪高裁決定の検討〔上〕〔下〕」商事1880号4頁（2009）、1881号12頁（別冊商事346号111頁所収）。

(185) 弥永・前掲（182）105頁は、株式買取請求を行使し得えたにもかかわらず、172条に基づく価格決定の申立てをなしうるとした点に本決定の意義を認める。他の解釈を模索する見解として深澤泰弘「商事判例研究」アルテス・リベラレス86号119頁、123頁（2010）参照。

過半数に相当する応募数の存在が必要という見解(186) を「一歩」進めて、「MBO に参加する経営者は MBO の透明性および合理性に関する立証を行う必要があると解すべきと思われる」とする。第 4 に、本件では、①強圧性のない状況下において、利害関係のない株主の過半数に相当する応募があったかという点と、②当該事実関係に照らして、十分な利益相反性の回避または軽減措置が講じられたかどうかいう点の検討が必要であるが、①については、「利害関係のない株主の過半数に相当する応募があった事案といえる(187) 」し、「本件の公開買付届出書に記載された文言は、本件公開買付けに応募しなかった株主の救済手段をありのままに説明したものにすぎず、株主にとっては救済手段を知る上で必要な記載であることから、強圧性を問題とすべきではないと考えるべきであろう」が、公開買付け後にスクィーズ・アウトの方式が変更されている点と公開買付けの公表と同時に、配当をゼロとする旨が公表されている点をどう考えるかは問題である。前者については、「公開買付け後の事情は、強圧性の有無の議論に際して考慮すべきではなく、開示の問題として議論すべきと思われる」ので、「強圧性との関係については、なお議論の余地があり得ると思われ」とする。他方、後者については、「株価を下落させる要因となることから、本決定が強圧的効果を生ぜしめると評価した可能性があると思われる」と述べている。②については、裁判所は、「買付価格の形成過程が公平性であるとすることが難しい事案であると評価した」ため、原決定と異なり、裁判所が価格決定に介入することになったと評価する。第 5 に、裁判所が介入するとした場合、①対象会社の株式の客観的価値の算定方法と④本決定が示した算定方法の妥当性が次に問題となる。本決定が DCF 法を退け、市場価格を基準を採用したことは学説・裁判例の流れに沿うもので、妥当とする。しかし、本決定が、MBO の「利益相反的な構造に関する抽象的な危険のみをもって、株価の安値誘導の危険があると言い切ることは、実態からも乖離していると思われる」し、「本決定が MBO の準備を開始したと考えられる時期を本件公開買付けの公表日の 1 年前とした根拠についてはさらに明らかではな(188) 」く、また、MBO 実施後「会社の業績が回

(186) 石綿学「会社法と組織再編―交付金合併を中心に」法時 78 巻 5 号 59 頁、61 頁以下 (2006) 参照。

(187) 深澤・前掲 (注 185) 127 頁～128 頁は、対抗的 TOB が実施されようとしていたという事実だけでは、公開買付け価格の正当性を判断できないし、判断すべきではないとする。

(188) 西尾幸夫「MBO に際しての全部取得条項付種類株式の取得価格について、手続の透明

復する見込みがある点は、公正な価格の決定に際して考慮する必要があるが、客観的価値の算定に際して考慮すべき事情ではなく、プレミアムにおいて考慮すべき問題と考えられる」と批判する。また、「本件下方修正が大阪証券取引所の規則上、必要な開示であること、本件下方修正から本件公開買付けの公表日まで3カ月間の期間があること、また本件下方修正によって市場株価に大きな変動がなかったことにかんがみれば・・・本件下方修正は法的に問題がなかったと考えられることから(189)・・・本決定の客観的価値の認定は裁量を逸脱していると評価せざるを得ない」と述べている。第6に、本決定は、K社報告書を用いてプレミアムの計算を行うことができないとした。しかし、「公認会計士が企業価値の評価を行う際に依拠する「企業価値評価ガイドライン」・・・に従った文言を記載したことを根拠としてK社報告書が信用できないとする本決定は、企業価値の評価実務から大きく乖離しており重大な疑問がある」。レックス事件と異なり、「本件のように第三者からの価格算定書等が裁判所および価格決定の当事者である株主に対して開示されている場合、当該価格算定書等の作成機関の独立性が疑われる場合や作成経緯に問題があるなどの事情がなければ、当該価格算定書等を使用してプレミアムを算定すべきである」とする(190)。第7に、本決定は、公表後に取得した株主の公正な価格は、当該株主の取得価格を上限としないことを明らかにしたが、会社法172条1項の趣旨から考えると「本決定の趣旨は必ずしも明らかではない」とする。株式買取請求権と全部取得条項付種類株式の性質の違いを強調する見解(191)もあるが、

性の欠如および強圧性から、取得価格を公開買付の買取り価格より高く算定した事例〔判例研究〕」龍谷法学43巻4号416頁以下は、「なぜ1年前なのか必ずしも明らかに示されてはいない」し、「87％弱の株主が公開買付に応じたという事実を買付価格との適正性との関係でどのように判断するのかという問題も取り上げられていない」とする。深澤・前掲（注185）125頁も、「一定期間の株価の平均値ではなく公開買付けの1年前の株価に近似する価格を基準とするには、より説得力のある理由を示す必要があった」とする。

(189) 同旨、深澤・前掲（注185）125頁。

(190) 十市・前掲（注184）1881号17頁、同旨、深澤・前掲（注185）126頁。大杉・前掲（注149）93頁は、「本件では提出された評価書は買収者ではなく、被買収者の依頼により作成されたものであったため、裁判所がこれを参照しなかったことにも合理性があるように思われる」とする。

(191) 弥永・前掲（注182）105頁は、取得価格を上限としないのは、下級審裁判例および従来の通説と対照的であって、それは、株式買取請求権が、決議によって反対株主に損害を与えないためであるのに対し、全部取得条項付株式の取得は売買価格と位置付けられ

株価の上昇局面では違いを強調する必要はないし、申立機能のうち買付価格の決定過程の不公正の場合の価格の再設定機能を重視すれば、取得価格を上限とすべきではないことになるが、個別の株主の救済を重視すれば、上限とすることも十分に考えられるとする(192)。第8に、「客観的価値に関する両決定の基準の違いがどのような事実関係の相違に基づくかは必ずしも明らかではなく、また両決定の20%というプレミアムも算定根拠は明確ではない。いずれにしても、MBO（の）透明性・合理性に関する基準は未だ明確とはいえない」と述べている。

（未完）

ており、性質が異なるからかもしれないとする。

(192) 深澤・前掲（注185）128頁～129頁は、会社法172条1項は、取得対価に不服のある株主保護のための規定で、本決定がいう株式取引を認めるために設けられた規定ではないこと、価格決定は申立てを行った株主に対してのみ有効であるから、不当な価格設定をした会社に対する価格再設定機能を重視すべきでないこと、会社にリスクを負わせるのは酷であることより、公開買付け価格を上限とすべきである、と主張している。