



Title	組織再編等と株式買取請求権 (III)
Author(s)	泉田, 栄一
Citation	法律論叢, 87(2-3): 1-51
URL	http://hdl.handle.net/10291/17252
Rights	
Issue Date	2014-12-17
Text version	publisher
Type	Departmental Bulletin Paper
DOI	

<https://m-repo.lib.meiji.ac.jp/>

【論 説】

組織再編等と株式買取請求権(Ⅲ)

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 卷第 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の取得価格に関する決定—(a) レックス・ホールディングス事件 (b) サンスター事件 (以上法律論叢第 87 卷第 1 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) メディ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 (以上本号)

(c) サイバードホールディング事件

本件は、いわゆる MBO 指針公表後の最初の MBO である。

(1) 事案の概要

ジャスダック上場会社である株式会社サイバードホールディング (以下サイバー

ドという。)は、平成 19 年 6 月 1 日に、ロングリーチファンドと MBO に関する秘密保持契約を締結し、同年 10 月 31 日には、サイバードの代表取締役 A が、MBO 契約を締結した。A は、ロングリーチファンドの提案が魅力的でなければならぬと強く主張したので、ロングリーチグループの完全子会社である CJ 社は、買取価格を 1 株 5 万 6000 円から 6 万円に上げて、サイバードの発行済普通株式（及び新株予約権のすべて）を買い付ける本件公開買付けを実施する旨を公表した。サイバードの取締役会は、ファイナンシャル・アドバイザーおよび法律顧問を選任し、MBO の当否等の判断のために、第三者委員会⁽¹⁹³⁾を設置した。同委員会は、本件公開買付けに賛同する旨を決議した。CJ 社は本件公開買付けを実施し、89.77%の株式を有するに至った。平成 20 年 2 月 15 日にサイバードは臨時株主総会と普通株主による種類株主総会を開催し、定款変更及び全部取得条項付種類株式の取得日等を可決した。同年 3 月 4 日に、サイバードの株主（申立人）は、裁判所に株式取得価格の決定を申し立てた。同月 16 日には、上場廃止となった。①東京地決平成 21 年 9 月 18 日⁽¹⁹⁴⁾は、サイバードの主張を入れ、1 株 6 万円と定めた。株主らは即時抗告を申し立てた。②東京高決平成 22 年 10 月 27 日⁽¹⁹⁵⁾は、原決定を変更し、1 株当たり 6 万 1360 円であると判示した。

(2) 決定内容

①原決定(ア)「裁判所が、・・・当該株式の取得日における公正な価格を定めるに当たっては、・・・〔1〕取得日における当該株式の客観的価値に加えて、〔2〕強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格をも考慮するのが相当である。」

(イ)「市場株価は、・・・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一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

(193) 本件第三者委員会は、買い手の間で MBO 条件等について協議・交渉等の権限を授与された初めての「米国型特別委員会」である。太田洋「サイバード事件高裁決定の検討」商事 1921 号 27 頁、34 頁（2011）など。2009 年から 2012 年にかけての第三者委員会の利用状況については、吉川・前掲（注 172）図表 3（111 頁）を参照されたい。

(194) 金判 1329 号 45 頁、資料版商事 310 号 19 頁、別冊商事 346 号 191 頁。

(195) 資料版商事 322 号 174 頁（2011）。

価格を本件取得日における相手方株式の客観的価値とみてよいものと解すべきである。」「申立人らは、・・・〔1〕 DCF 法や類似公開企業乗数比較法による評価額を下回る市場株価は客観性を保っていないから DCF 法等を適用すべきであること、〔2〕 1株当たりの純資産をも下回った市場株価は企業の客観的価値を反映していないといえること、〔3〕 キャッシュフロー計画が市場に開示されていないこと、〔4〕 MBO は構造的に利益相反関係があるところ、・・・第三者委員会の実行性にも疑問があること、〔5〕 本件公開買付けの応募比率が9割に達していないこと、〔6〕 相手方の全上場期間の平均株価は12万7237円であることを、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る特別の事情と主張する。・・・申立人らの主張は、いずれも失当である。・・・そうすると、MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値は、1株当たり5万円1133円と認めることができる。」

(ウ) 「ロングルーチグループ及び相手方経営陣は、MBO の実施によって自ら集約的にリスクとリターンを引受けるのであるから、MBO の実施後に増大が期待される価値は、基本的にはこれらの者に分配されるべきであるということもできる。しかしながら、・・・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。・・・そうすると、本件の場合、〔1〕 MBO の目的や実施後の事業計画から予測される収益力や業績についての見通しのほか、〔2〕 利益相反関係に配慮した措置、買付価格についての交渉の有無、経過、旧経営陣の立場等に照らし、MBO が、いわゆる独立当事者間（支配従属関係にない当事者間）において、第三者機関の評価を踏まえ合理的な根拠に基づいて交渉を経て、合意に至ったなどと評価し得る事情があるか、また〔3〕 適切な情報開示が行われた上で、対象会社に対する株式公開買付けが成立し、株主総会において全部取得条項付種類株式の発行と取得が承認されるなど、一般に公正と認められる手続によってMBO の一連の手続が行われとみとめられるかなど、諸々の事情を総合考慮して、既存株主に対して分配されるべき「MBO の実施後に増大が期待される価値」を算定するのが相当である。」「以上の事情、特に、本件公開買付けにおけるA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6万円に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相手方株式の客観的価値である 1 株当たり 5 万 1133 円に、17.34 % 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。」

②東京高決（原決定^(ウ)を変更）「本件 MBO の実施後も相手方の経営に当たる A については、上記のとおり、利益相反関係の問題を抑制する措置が講じられ、また、A が厳しい態度でロングリーチグループと交渉した経過があるものの、なお、利益相反関係が全くないとはいえないこと、本件 MBO は、第三者委員会を設置して公正と認められる手続によって行われているが、第三者委員会の選任したファイナンシャルアドバイザー及び法務アドバイザーがいずれも相手方取締役会の選任したアドバイザーであること、相手方の内容が周到なものであり、株主の会社法上の救済手段等を注意的に記載したに過ぎないものであっても、その構造上、「強圧性」が全くないと評価することはできないこと等に照らすと、本件株式の MBO の実施後に増大が期待される価値（プレミアム）を、前記認定の本取得日における本件株式の客観的価値である 1 株 1133 円の 17.34 % である 8867 円であると、直ちに認めることはできないというべきである。日本経済新聞の記事によると、平成 19 年における TOB のプレミアムの平均値は 20 % 台の半ばであること、平成 20 年にはこれが大幅に拡大しており、なかでも MBO のプレミアムが高くなっていることが認められ、また、相手方も、本件公開買付けにおけるプレミアムを約 22.38 % から約 31.68 % と主張していることを考慮すると、プレミアムは少なくとも 20 % を下ることはないと認められるから、本件株式の取得価格は、本件取得日の客観的価値である 5 万 1133 円に 20 % のプレミアムを加算した 6 万 1360 円（小数点以下、四捨五入）と定めるのが相当である」。

(3) 評価

(ア)原決定につき、「スクランブル」⁽¹⁹⁶⁾は、「本決定は、取得価格を、①取得日客

(196) 「スクランブル」泰方「サイバード HD 事件東京地裁決定と実務上の意義」商事 1884 号 50 頁 (2009)。関口智弘「真の MBO 行為規範は出るか—サイバード事件東京地裁決定の意義と今後の司法判断の展望—」ビジネス法務 2010 年 4 月号 104 頁以下も、「本件決定において公正手続論が明示された点は、実務上極めて重要な意義を持つ」とし、「独立当事者の認定基準については、今後検討すべき論点が多々あると思われる」とするが、本件決定は、第三者委員会の導入を、アメリカのデラウェア州判例法とは異なり、

観的価値と、②強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格よるとしたレックスHD最高裁決定および同高裁決定の枠組みを維持しつつ、詳細な事実認定を行った上で、これらの決定とは異なる結論を導いており、実務上注目される」とした上で、次の三点を指摘している。「まず第1に本決定は、①の点に関し、原則として公開買付け公表前1カ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が取得日における客観的価値であるとした。当該基準は、組織再編行為に際し、存続会社等で反対株主による株式買取請求権が行使された場合に東京地裁⁽¹⁹⁷⁾が用いる基準と同様であり、基準の明確化という観点から注目される。」「第2に本決定は、②の点に関し、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、合意に至ったと評価し得る事情があるかを一つの基準とすることを明確にした。」「第3に本決定は、②の点に関し・・・本件のMBOが一般に公正と認められる手続によって行われたとした。」「本決定は大きな課題であった客観的価値を算定する基準を明確化するとともに、独立当事者性、および公正な手続とされるために必要とされる措置を具体的に示す事例として、実務上きわめて重要な判断であるといえよう。」と評価している。

中東正文教授⁽¹⁹⁸⁾は、本決定の意義を「価格そのものを実質的に決定することには重点を置かず、一連の取引の手続が公正と認められるのであれば、裁判所としては、あるべき価格を直接的に探求するのではなく、その合理的な裁量において、一連の取引を観察して、真摯な交渉の結果として形成されたと評価し得る価格をもって、「公正な価格」であると判断することを明確にした」点にあるとし、同様の認識に立つ判例として協和発酵キリン事件（五(b)）を挙げている。そうすると、

利益相反抑制の決定的な根拠としておらず、むしろ重視したのは、サイバード経営陣がロングリーチから値上げを引き出した点である、としている。なお、小島義博=邊 英基「MBO新指針一見えてきた近時の裁判例を踏まえたMBOの具体的な実務対応―」ビジネス法務2010年5月号90頁以下は、サイバード事件までの裁判例から、「公正な価格」を争う裁判に負けないMBOのための四つの具体的な実務対応を提示している。

(197) 保安工事事件決定（三e）・日本コマース投資法人投資口事件決定（三f）・楽天事件原々決定（四）・協和発酵キリン事件決定（五b）・ダブルクリック社事件決定（五e）、テクモ事件（六(2)①(エ)）参照。札幌地裁・高裁もオープンループ事件（七d）でこの基準に従っている。

(198) 中東正文「サイバード事件東京地裁決定から学ぶべきこと」金商1329頁2頁以下（2009）。

「今後の課題は、構造的な利益相反に対してどのような工夫がなされれば利益相反が軽減ないし回避されたとして独立当事者間取引として評価することができるかの判断について、より具体的な基準を構築していくことである⁽¹⁹⁹⁾と共に、事後の救済には幾つかの限界があるので、差止制度の活用が期待される⁽²⁰⁰⁾、とする。

石綿 学弁護士⁽²⁰¹⁾も、「裁判所の適性、情報量、MBO 取引の条件設定の困難性等を勘案すると、・・・むしろ、独立当事者間の組織再編であって、適切な情報開示が行われている場合には、取引当事者間の合意内容を尊重することが好ましい。・・・この点、近時の有力説は、MBO 等の構造的な利益相反が存在する取引における株式買取請求制度については、まず、組織再編の対価その他の条件の形成過程の公正さを尊重し、これが否定された場合に裁判所が自ら公正価格を算定するという判断枠組みを提唱する⁽²⁰²⁾。この判断枠組みに従えば、本決定においては、取引の条件の形成過程の公正さが肯定されたため、取引当事者の交渉結果が尊重されたと整理することも可能であろう」とし、客観的価値の算定の基準と、期待価値の算定に際し裁判所が本件の条件の形成過程を公正と認めた具体的事情について検討を加えている。

北川徹准教授⁽²⁰³⁾は、本決定の意義を次の三つとしている。第 1 に、いわゆる

(199) もっとも中東教授が目した吉本興業事件では、大阪地判平成 24・6・29（金判 1399 号 52 頁・判タ 1390 号 309 頁）において、公開買付け後に行われた普通株式から全部取得条項種類株式への本件定款変更には、無効確認等の訴えの利益がない、と判示されるに至っている。

(200) 平成 26 年改正会社法は、全部取得条項付種類株式の取得（171 条の 3）等とキャッシュ・アウト（179 条の 7）に差止請求の制度を新設している。なお星 明男「株式買取請求か差止めか？—裁判所による価格算定の不確実性が企業買収の成否に与える影響の分析」『落合誠一先生古稀記念商事法の新しい礎石』343 頁以下（有斐閣 2014）は、裁判所による価格算定に不確実性が存在することから、株式買取請求制度と差止制度が企業買収の成否に及ぼす影響をモデル化し、どちらが立法政策的に好ましいか検討を加え、現時点では現行制度を維持し、もうしばらく様子をもてまいと主張している。

(201) 石綿 学「サイバード HD 事件」中東正文＝大杉謙一＝石渡 学『M&A 判例の分析と展開Ⅱ』262 頁以下（2010）。

(202) 林 天宇「MBO における全部取得条項付種類株式の株式取得価格」ジュリ 1408 号 176 頁（2010）も有力説を支持し、本決定の構成を批判している。

(203) 北川徹「MBO における価格決定申立事件再考〔下〕」商事 1890 号 4 頁（2010）以下〔別冊商事法務編集部編・別冊商事法務 346 号 175 頁以下に再録〕。なお同「MBO をめぐる概況と利益相反問題—近時の裁判例を踏まえて—」企業会計 62 卷 10 号 69 頁（2010）参照。北川准教授は、MBO が創出する価値の源泉と公正な価格の関係を図を用いて説明している。同「マネジメント・バイアウト（MBO）における経営者・取締役

独立当事者間において、一般に公正と認められる手続によって MBO の一連の手続がなされれば、裁判所はプレミアムの額の妥当性について事後的に立ち入らず、対象会社の取締役等の経営判断を尊重することを示したと考えられる点であり、第 2 に、株式の「客観的価値」の算定方法について、本決定が、「通常であれば公開買付け公表前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出した価格」を基準として示したことであり、第 3 に、MBO の手続の公正さを判断するに際し、MBO の実施後の買収者による事業計画や将来のキャッシュフロー計画については、それをプレミアム算定の考慮要素の一つとしながらも、これらの開示を必ずしも要求しなかったことである。第 1 の点については、MBO における企業価値増大部分の源泉は、リスクを負った経営者等の経営努力であって、公正な価格を公開買付価格とすることは、不公平で、経営者等のインセンティブを阻害することになるので、本件では公開買付けがたまたま公正な価格と同一となったということであって、「公正な価格」が公開買付価格であると判示しているわけではない旨を指摘する一方、裁判所に「公正な価格」の厳密な算定を要求することは無理があるので、裁判所が「公正な価格」の算定において、公開買付価格に依拠せざるを得ないことは「十分に理解できる」としている。第 2 の点については、対象会社の「客観的価値」は、事後的に調整できない性質のものであるから、客観的価値の算定期間を長期に設定すべきではないので、第 2 の判断は妥当であるし、また、MBO 後のキャッシュフローの開示は、買収者のインセンティブを阻害することになるので、このような情報の開示を要件としなかった第 3 の判断も妥当である、と評価している。

鳥山教授⁽²⁰⁴⁾は、本件では税制上の理由から、極端な比率による締め出しをし

の行為規制」RIETI Policy Discussion Paper Series07-P-001, 27 頁以下、129 頁以下参照。北川説に立った場合、「経営努力による新規創出価値」のうちどの程度の割合を株主に対して分配すべきであるのかについて、説得力ある解答を用意することが必要である」と指摘する論者として太田洋「サイバード事件高裁決定の検討」商事 1921 号 36 頁がある。なお、MBO の際の対価が適正なものか、2006 年から 2009 年 11 月の期間における株式の非公開化を伴う MBO 目的の TOB のうち、買収者が実際に株式を取得した 52 件のサンプルを定量的に検証した論文として吉村一男「MBO と少数株主利益—MBO における少数株主は十分に補償されているか—」企業会計 62 巻 10 号 83 頁以下 (2010) がある。

(204) 鳥山恭一「MBO における全部取得条項付種類株式による株主の締め出し (株式会社サイバードホールディング事件)」法セ 667 号 121 頁 (2010)。取得条項付種類株式と全部

ているが、そうした方法は、実質的に株主平等原則に反するものと考えられる、としている。

(イ)東京高決に関しては⁽²⁰⁵⁾、評価が分かれている。

(a)「スクランブル」⁽²⁰⁶⁾は、「高裁レベルの裁判官による、株式非公開化やMBOの実務への無理解は、一種の固定観念にまで至っているようであり」、「当事者による「交渉型」第三者委員会の設置等を通じた利益相反の軽減のための工夫を・・・事実上無視したものであり、レックス・ホールディングス事件の東京高裁決定やサンスター事件の大阪高裁決定と同様、はじめに結論(＝「プレミアムは20%」)ありきの判示であると批判されても仕方がない」とする。十市 崇弁護士⁽²⁰⁷⁾も「多くの課題を残したサンスター事件の高裁決定における問題点を明確に否定した高裁レベルにおける裁判例として、実務上も重要な意義を有すると思われる」とする一方、本決定が、「MBOの透明性・合理性を否定し、公開買付価格を取得価格としなかった点には大いに疑問が残る」し、「20%という数値のみが一人歩きして多くの裁判例において使用されていることは大きな違和感を覚える」としている。

宍戸善一教授⁽²⁰⁸⁾も、「裁判所はできるだけ自らが株式評価を行うことを避け、利益相反性の程度、および、それに対応した公正な手続がとられたか否かの判断に徹し、予測可能性の高いセーフハーバーを努めるべきであり、手続が不公正と認め

取得条項付種類株式とは定款変更の導入の規制の仕方に均衡を欠くので、全部取得条項付種類株式の取得は会社の債務超過のような一定の場合に限定すべきであるとの立法論を唱えている。

- (205) 論評には本文で引用したもののほか藤原俊雄「マネジメント・バイアウト(MBO)における公正な価格の決定」民事法情報281号10頁(2010)、川島いづみ「MBOにおける残存株主の縮出しと全部取得条項付種類株式の取得価格」監査役584号52頁(2011)、阿南剛「スクイーズアウト型組織再編における対価の適正性」神田・武井編『実務に効くM&A・組織再編判例精選』181頁以下(2013)がある。
- (206) スクランブル Perfume「サイバード事件東京高裁決定の波紋」商事1917号50頁(2010)。もっとも判断の枠組み自体はおおむね妥当と評価している。
- (207) 十市崇「サイバード事件東京高裁決定による今後のMBO実務への影響」ビジネス法務2011年3月号48頁。
- (208) 宍戸善一「MBOにおける全部取得条項付種類株式の株式取得価格決定」ジュリ1437号92頁以下(2012)。プレミアムに関しては、20%に何ら理論的根拠はないという見解と、そのような割り切りはやむを得ないとする見解(江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・デスカウント」『関俊彦先生古稀記念・変革期の企業法』115頁、137頁(商事法務2011年)、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』(商事法務2010)113頁など)に分かれており、認定は難しいとしている。

られる場合に初めて、「公正な価格」の算定を行うべきである。「本決定が、公開買付価格を公正な価格と認めなかった理由として、手続のどの部分を問題としたのかが必ずしも明らかでなく、また、問題点を指摘した部分は説得力に乏しい。「本件は、強圧性を問題にすべきケースではなかった」と評価している。太田 洋弁護士の評釈⁽²⁰⁹⁾は詳細であり、いわゆる別個算定法の枠組み自体に疑問があるとし、通説は、第1に、組織再編が独立当事者間で行われた場合には、原則として、当事者間の交渉の結果を尊重する。第2に、組織再編が親子会社間で行われる場合には、組織再編対会社の内容・額など組織再編条件の形成過程の公平さを審査する。第3に、組織再編条件の形成過程が不公正と評価される場合には裁判所が自ら価格を決定するが、形成過程が公正である場合には、第1の場合に準じて当事者間の交渉の結果を尊重する。第4に、MBOの場合には、構造的利益相反関係や経営陣と株主間の情報非対称性が存在するため、裁判所は、MBOのためのTOB価格の形成過程の公正さを審査した上で、公正であれば独立当事者間の交渉の結果として尊重し、不公正である場合に限り、裁判所が独自に公正な価格を決定するという立場を採用しているから、「裁判所自らが「公正な価格」を能動的に算定できるだけのリソースや能力を有しているか否かは疑問である以上、裁判所としては、まずは当事者間の交渉過程の公正さについて審査するのが妥当である」とする。本決定が、プレミアム算定の関係で、取得価格の形成過程の公平性に対する疑問の「根拠として挙げた事由は、いずれも説得力に欠け」ており、本件MBOの公正性担保措置は「MBO指針に照らしても、最も先進的かつ充実した措置」であったから、「本件で講じられた各種の措置以外の公正性担保措置としては、①第三者委員会に独立したFAおよび法務アドバイザーを付すこと、および②買い手（先行買取提案者）と被買取者とが買取に関する契約を締結し、その中にGo-shop条項⁽²¹⁰⁾を盛り込むことくらいしか考えられず、本決定は、そこまでの措置を講じなければ公正性担保措置として十分でないとする趣旨であるのかも不明である。これでは、どの程度の

(209) 太田・前掲（注203）27頁以下。

(210) Go-shop条項とは、当該買取契約の締結公表後に当該被買取会社が他者に対して自社を競売にかけるとを認め、これによってより好条件の買取提案を提示した第三者が現れた場合には、被買取者の側で、先行買取提案者との契約を解除し、当該第三者との間で新たな買取契約を締結することを認める条項である。詳しくは太田＝清水・前掲（注144）486～488頁、上野＝星・前掲（注68）497頁～511頁など参照。

措置を講じなければ公正性担保措置として十分であるのかについて予測可能性がなく、M & Aの実務がいたずらに混乱するだけではないだろうか」と批判している。

判例評釈ではないが、吉川 慶氏⁽²¹¹⁾の論文をここで紹介しておくこととする。吉川氏は、レックス HD 事件各決定、MBO 指針およびサイバード HD 事件東京地決とサイバード HD 事件東京高決とでは政策的含意が異なると主張する。即ち、レックス HD 事件各決定の政策的含意は、「強圧的な効果を持つ表現が用いられることの抑止」と「買収者および対象会社の役員に情報開示の責任を負わせことによる MBO に際しての情報開示の促進」であり、MBO 指針のそれは、利益相反解消措置の導入であり、サイバード HD 事件東京地決では、対象会社の代表取締役の交渉の結果公開買付価格が上昇したことを指摘しており、いずれも公正な手続により MBO を行うインセンティブを当事者に与えようとする点で同一であるのに対し、サイバード HD 事件東京高決では、第三者委員会の具体的活動につき事実認定を行ってはいるものの、上記のような政策的含意は見出しがたく、その政策的含意は、当該 MBO に近接する時期に行われた、公開買付けや MBO におけるプレミアムの平均値以上のプレミアムの提示である、と評価している。

(b)これに対し、伊藤吉洋氏⁽²¹²⁾と山本真知子氏⁽²¹³⁾は、理由付けに一部疑問が

(211) 吉川・前掲(注 172) 79 頁、84 頁以下。吉川氏は、株式取得価格の判断方法を「実体的審査」と「手続的審査」、「平均値ルール」と「個別算定ルール」の二つに分類する。「実体的審査」は、裁判所が最初から自ら分配額を判断することを意味し、「手続的審査」とは、実際に行われた分配が適切か否かを審査する方法である。これに対し、「平均値ルール」とは、当該 MBO に近接する時期に行われた公開買付けや MBO におけるプレミアムの平均値をプレミアムとするルールであり、「個別算定ルール」は、裁判所がプレミアムを個別的に算定するルールを指す。レックス HD 事件各決定は、手続的審査+平均値ルールを採用しているのに対し、サイバード HD 事件高決は実質的審査+平均値ルールに近い判断をしているが、「実質的審査」(+平均値ルールまたは個別算定ルール)には問題があるので、手続的審査が望ましいと主張している。

(212) 伊藤・前掲(注 149) 198 頁以下。

(213) 山本真知子「判例研究サイバード事件高裁決定」慶応大学法学研究 86 巻 2 号 73 頁以下(2013)。「MBO がそもそも利益相反的な構造を有している以上、アドバイザーの指名に際しても、Y 社の取締役以外に指名させるといった方法をとることが必要であったのではないかと考えられる」。「公開買付価格に含まれたプレミアムを基準とするのは単純にすぎるともいえると思われる」。「本決定がプレミアムの算定の理由として平成 19 年における TOB のプレミアムの平均値を挙げている点、他の例の平均値が 20%ということが直ちに本件においてもプレミアムは 20%にすべきという理由となるのか、疑問がある。ただし、・・・本件が非訟事件であることに鑑みると結論としてはなお裁判所の合理的な裁量を逸脱しているとまでは言い切ることはできない」とする。

あるとするものの、本決定の結論に賛成している。

①伊藤氏は、別個算定法には、(i)裁判所の算定能力等に対する疑問、(ii)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は、買付価格から客観的価格を差し引くことによって逆算して算定するという無理な算定方法を用いざるを得なくなること、および(iii)期待価値についてはプレミアムの額をそのまま用いることができないと判断しておきながら、客観的価値の算定の関係では、取得価格の形成過程の公正性を強調するといった、いささか矛盾したとも思われる論理を展開するという批判があり、(ii)の批判はもっともな指摘である、とする。しかし、(iii)の批判に対しては、客観的価値の算定の局面では、取引条件の形成過程の一部のうち強圧性以外の要素に着目しているのに対し、期待価値の算定の局面では、強圧性にも着目しているのであって、異なる結論を下したことに矛盾があるとは言えないとし、また、本決定は、利益相反性が全くないとは言えないと述べているに過ぎないので、太田弁護士が主張するような公正性担保措置置までも「要求しているとまでは必ずしも言えない」と反論する。(i)の批判に対しては、正面から反論することなく、期待価値につき「客観的かつ一義的に算出する評価方法は未だ確立されていると言い難いこと」から、「期待価値を算定することはできない、というある種あきらめの姿勢により」強圧性の要素を含めて当該形成過程を精査した、と考えることができるので、本決定は「一つの考え方としては評価されるようにも思われる」とする。そして、本決定が20%のプレミアムを加算した点については、公開買付者や相手方に対して期待価値の算定に資すると考えられる「MBOの目的や実施後の事業計画から予測される収益力や業績についての見通し等」の提出を求めることもなく、公開買付者が作成を依頼した株式価値算定書が「一応の参考になる」中で、本件には強圧性が全くないとは言えなかったので、「やむを得なかったように思われる」と主張している。

②山本氏も、別個算定法という基本的な枠組みは、裁判上「固まったものと考えられる」上、学説は、組織再編の場合の反対株主の買取請求権とMBOの場合の全部取得条項付種類株式の取得価格の問題を平行的に論じる場合が多いが、「異なる点があることに留意すべきではないか」と主張する。具体的には、株式買取請求権の場合、①企業再編シナジーの再分配機能と②企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証機能の二つがあるが、MBOの場合には、①の機能がなく、「構

造的に利益相反関係が存在するのが一般的」であるから、「それが抑圧されているような手続がとられているかを判断し、充分とられていると判断できるのであれば・・・それを尊重すべきである、との判断になるものと思われ」、「株式買取請求権の場合の議論がMBOの場合の全部取得条項付種類株式の場合にそのままスライドして当てはまるわけではない」とする。

(d) オープンループ事件

(1) 事実の概要

相手方（株式会社オープンループ。以下Y社という。）はヘラクレス市場上場会社である。申立人ら（以下X社らという。）は、Y社の3350株の株主である。A株式会社とその完全子会社は、Y社の持株比率34.4%の株式を取得した。Y社は、取締役会を開催し、株式会社Sに新株および新株予約権の第三者割当てをした。その結果、S社の持株比率は39.77%になった。平成21年3月10日、K社は、Y社株1株当たり4000円で買い取ることをY社に提案（以下「黒川買付提案」という。）したが、S社の要請を受けて、同提案を取り下げた。S社は、Y社を完全子会社化する目的で、買付価格を1株4000円とする公開買付けを実施した。その結果S社の持株比率が65.5%になった。A社らは、本件公開買付けに応募し、Y社の株主でなくなった。Y社は、平成21年8月11日臨時株主総会と普通株式の株主による種類株主総会を開催し、定款変更と全部取得条項付種類株式の取得等を可決した。X社らは、会社法172条に基づき取得価格の決定を求めた。その際本件公開買付けと全部取得条項付株式の取得は、実質的にはMBOであると主張した。Y社は同法234条に基づき代金を交付し、Y社株は同年8月18日に上場廃止となった。札幌地決平成22年4月28日⁽²¹⁴⁾は1株当たり4000円とした。申立人らは抗告したが、札幌高決同年9月16日⁽²¹⁵⁾は抗告を棄却した。

(2) 決定

①札幌地決「取得の価格の決定の申立てがされた場合において、裁判所は、上記（会社法172条1項―筆者挿入）の制度趣旨に照らし、当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得の価格を決定すべきものと解するのが相当である」。

(214) 金判1353号58頁(2010)。

(215) 金判1353号64頁(2010)。

「Y社株式の評価に当たっては、異常な価格形成がされた場合など、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、上場廃止日に近接した適当な一定期間の市場株価を基本として、その平均値をもって本件株式の客観的価値とみるのが相当である」。「Y社株式の株価は、日ごとの多少の上下はあるものの、長期的には下落傾向にあるところ、平均価格算定の終期に近いほど本件取得日におけるY社株式の客観的価値に近づくものといえることができるから、黒川買付提案の表明の日である平成21年3月10日の直近1か月程度の株価をもって、本件取得日における本件株式の客観的価値と考えるのが相当である。・・・そこで、平成21年3月10日の直近1か月間のY社株式の株価平均は、終値単純平均で2409円であり、出来高加重平均価格(VWAP)で2347円であったことが認められる。したがって、本件取得日における相手方株式の客観的価値は、2347円又は2409円であったとみるのが相当である」。「本件公開買付けの価格でもある4000円をもって本件株式の取得の価格とすると、近時のM&A等の取引の際に付される一般的なプレミアムよりも高率のプレミアムを付することとなり、また、DCF法により算出されるY社株式の価格に近似することになるといえることができる。以上に述べたところによれば、本件株式の取得の価格を4000円とすることは、本件取得日における相手方株式の客観的価値である2409円に66.0%のプレミアムを付した価格として合理的であり、しかも、その価格は、本件端数買取価格と同額であるから、他の株主との公平も保たれており、この点から考えても妥当である。」

②札幌高決(a)「相手方による全部取得条項付種類株式の取得により、原告人らが強制的に株式を買い取られることになるとしても、そのことから直ちに相手方が解散、清算することを前提とした株式の客観的価値が原告人らに補償されることになるものではない。」

(b)「前記認定にかかる相手方株式の平成21年3月10日の直近1か月程度の価格の推移等に照らすと、市場におけるその時々のお客感などの影響を受けた株式価格が反映されていることをうかがわせるような事情は認められないから、上記1か月程度の株価では本件取得日における本件株式の客観的価値と認められることができないとはいえない。」

(3) 評価

地決・高決ともに「従前の裁判例」を踏襲している⁽²¹⁶⁾。「新商事判例便覧参照事項」は「レックス・ホールディングスの事例では、株式の客観的価値算定の基礎を、公開買付け公表日から直近6カ月の市場株価の平均値とし、サンスターの事例では、公開買付け公表日の1年前の市場株価と判断しているのに比して、本決定では、公開買付け公表日から直近1カ月間の市場株価の平均値としている点において、両判例と相違がある」と指摘する。そして「本決定のように、株価が不当に下落させられたといった特段の事情のない限り、取得日直近の1カ月程度の株価をもって、株式の客観的価値を算定することは、妥当である」と共に、「株価の上昇に対する期待の評価額については、本件公開買付け価格およびDCF法により算出される相手方株式の価格等に鑑み、66%を相当と判断したものであって、妥当であると評価できる」⁽²¹⁷⁾としている。

(e) メディアエクスチェンジ事件

本件は、全部取得条項付種類株式の取得の価格の決定の申立て（会社法172条1項）をするには、社債、株式等の振替に関する法律（以下振替法という。）154条3項が定める個別株主通知を要するか否かが論点であって、株価の評価は無関係であるが、価格決定の申立て手続に関する事案なので本稿で紹介することとした。

(1) 事実の概要

マザーズ上場会社であるメディアエクスチェンジ株式会社（以下Y社という。）は、平成21年2月、訴外F社との間において、資本業務提携によりY社をF社の完全子会社とする計画の実施に合意した。F社は、公開買付けを実施し、Y社の発行済株式の83.24%を取得した。その後、Y社は、少数株主を締め出すため、平成21年6月29日の株主総会と普通株主による種類株主総会を開催し、定款変更と全部取得条項付種類株式の取得日を決議した。Y社の株主合計4名は、それぞれ、価格決定の申立てをし、申立て手続の適法性を争った。うち1名は、Y社株式が7月

(216) 金判のコメント。金判1353号59頁。

(217) 新商事判例便覧参照事項619号2944番商事1919号58頁以下（2010）。相手方が、公開買付け価格の算定のため依頼した算定機関の計算では、DCF法の場合1株当たり4513円であったが、本件申立て後、本件取得日における株式の価格の算定のため依頼した別の算定機関の計算では、DCF法の場合1株当たり3850円であったとされている。

30日に上場廃止となったため、個別株主通知を行えなかった事案であり、残りの3名は、同手続を執ったが、申立期間を経過していた事案である。本件は、前者である。Y社は、振替株式発行会社であるから、会社法130条1項の適用がなく（振替法154条1項）、価格決定の申立ては少数株主権等に該当するので（振替法147条4項）、株主は、振替機関から会社に対する通知（個別株主通知）がされた後4週間が経過する日までの間に権利を行使しなければならない（振替法154条2項、同法施行令40条）ので、申立てを却下すべきと主張した⁽²¹⁸⁾。東京地決平成21年10月27日⁽²¹⁹⁾は、Y社の主張を認め、申立てを却下した。しかし東京高決平成22年2月18日⁽²²⁰⁾は、原決定を取り消し、東京地裁に差し戻した。これに対しY社が抗告許可の申立てをし、抗告が許可された。最三小決平成22年12月7日⁽²²¹⁾は、原決定を破棄し、原々決定に対する抗告を棄却した。

(2) 決定内容

①原々決定「振替法が個別株主通知の制度を新たに創設し、少数株主権等の行使は、株主名簿の記載又は記録にかかわらず、振替口座簿の記載又は記録に基づき行使することにした趣旨に照らせば、株主名簿に記載又は記録されている株主であっても、個別株主通知の制度において必要とされる手続を経なければ、会社が少数株主権等の行使を認めた場合を除き、少数株主権等を行使することができないと解するのが相当である」。

②原決定「価格決定申立前に個別株主通知を要求すると株券電子化会社における価格決定申立権の行使が通常会社におけるよりも著しく株主に負担を課す結果となり、個別株主通知制度設計自体もこれを価格決定申立権に適用するにはあまりに合理性が認められないことを考慮すると、価格決定申立権は、基準日における株

(218) 実務では、個別株主通知の到達までの間、権利行使ができなくなることを配慮して、振替法154条2項の文言にもかかわらず、権利行使書面、本人確認資料とともに個別株主通知の受付票が提出されていれば、個別株主通知が未到達でも、同通知の申出が口座管理機関により受け付けられた事実をもって到達までの間の資格を架橋する取扱いを認め、個別株主通知により権利行使時点の資格が確認され次第、提出の日に遡って権利行使が行われたとすることも許容されている（全国株懇連合会・株式取扱規程モデル11条補足説明(2)および株主本人確認指針2(2)〔商事1864号42頁以下所収〕参照）。

(219) 民集64巻8号2034頁、金判1360号27頁、資料版商事325号121頁。

(220) 民集64巻8号2036頁、金判1360号18頁、金判1337号32頁。

(221) 民集64巻8号2003頁、判タ1340号91頁、判時2102号147頁、金法1931号87頁など。

主であることが権利行使要件の一部を構成するものとして会社法 124 条 1 項に規定する権利に該当するか、少なくとも会社法 124 条 1 項に規定する権利に関する規定が類推適用されるものと解するのが相当である。〔仮に価格決定申立権の行使には振替法 154 条 2 項の規定の適用があると解するとしても、Y 社は背信的悪意者に準ずる者であって、本件価格決定申立が振替法 154 条 2 項の要件を欠くことを主張することは信義則に反し、許されないと解すべきである〕。

③最決(ア)「会社法 172 条 1 項所定の価格決定申立権は、その申立期間内である限り、各株主ごとの個別的な権利行使が予定されているものであって、専ら一定の日(基準日)に株主名簿に記載又は記録されている株主をその権利を行使することができる者と定め、これらの者によって一斉の権利行使を予定する同法 124 条 1 項に規定する権利とは著しく異なるものであるから、上記価格決定申立権が振替法 154 条 1 項、147 条 4 項所定の「少数株主権等」に該当することは明らかである」。

(イ)「振替法 154 条が、振替株式会社についての少数株主権等の行使については、株主名簿の記載又は記録を株式の譲渡の対抗要件と定める会社法 130 条 1 項の規定を適用せず、個別株主通知がされることを要するとした趣旨は、株主名簿の名義書換は総株主通知を受けた場合に行われるものの、総株主通知は原則として年 2 回しか行われないため(振替法 151 条、152 条)、総株主通知がされる間に振替株式を取得した者が、株主名簿の記載又は記録にかかわらず、個別株主通知により少数株主権等を行することを可能にすることにある。そして、総株主通知と異なり、個別株主通知において、振替口座簿に増加又は減少の記載又は記録がされた日等が通知事項とされているのは(振替法 154 条 3 項 1 号、129 条 3 項 6 号)、少数株主権等の行使を受けた会社が、振替株式の譲渡の効力発生要件(同法 140 条)とされている振替口座簿の上記記載又は記録によって、当該株主が少数株主権等行使の要件を充たすものであるか否かを判断することができるようにするためであるから、上記会社にとって、総株主通知とは別に個別株主通知を受ける必要があることは明らかである」。

(ウ)「また、振替法 154 条 2 項が、個別株主通知がされた後の少数株主権等を行することができる期間の定めを政令に委ねることとしたのは、個別株主通知がされた後に当該株主がその振替株式を他に譲渡する可能性があるために、振替株式会社についての少数株主権等の行使を個別株主通知から一定の期間に限定する必要があるが

る一方、当該株主が少数株主権等を実際に行使するには相応の時間を要し、その権利行使を困難なものとしないうためには、個別株主通知から少数株主権等を行使するまでに一定の期間を確保する必要もあることから、これらの必要性を調和させるために相当な期間を設定しようとするにあり得るのであって、少数株主権等それ自体の権利行使期間が、社債、株式等の振替に関する法律施行令 40 条の定める期間より短いからといって、個別株主通知を不要と解することはできない。

(エ) 「そして、個別株主通知は、振替法上、少数株主権等の行使の場合において株主名簿に代わるものとして位置付けられており（振替法 154 条 1 項）、少数株主権等を行使する際に自己が株主であることを会社に対抗するための要件であると解される。・・・以上によれば、振替株式についての会社法 172 条 1 項に基づく価格の決定の申立てを受けた会社が、裁判所における株式価格決定申立て事件の審理において、申立人が株主であることを争った場合には、その審理終結までの間に個別株主通知がされることを要するものと解するのが相当である」。

(オ) 「Y 社が、X1 が株主総会の基準日及び取得の基準日の株主であると記載された総株主通知を 2 回にわたって受けるなどしていたことをもって、X1 が、その間 Y 社の株式を保有し続けており、その価格決定申立権の行使を否定すべき実質的な理由がないことを Y 社が知っていたと断ずることは困難である。原審の指摘する事情をもって、Y 社が、自らが株券電子化会社であることを奇貨とするものであるとも、背信的悪意者に準ずるものであるともいうことはできず、他にその主張が信義則に反し、権利の濫用に当たると評価し得るような事情もうかがわれない」。

(3) 評価

Y 社に関する株式価格決定申立て事件は本件を含め四件が地裁と高裁に係属し⁽²²²⁾、最高裁決定に先立ち、高裁の判断は、次の三つに分かれた。

(1) 東京高裁第 15 民事部決平成 22 年 1 月 20 日⁽²²³⁾は、「本件申立てにおける個別株主通知は単なる対抗要件ではなく、振替制度の下、会社法 172 条 1 項所定の

(222) 仁科秀隆「メディアエクステンジ株式価格決定申立事件最高裁決定の検討」商事 1929 号 4 頁、5 頁 (2011)、松元暢子「振替株式について会社法 172 条 1 項に基づく価格決定申立てを受けた会社が申立人が株主であることを争った場合における個別株主通知の要否」法学協会雑誌 129 巻 9 号 274 頁、280 頁 (2012) など参照。

(223) 金判 1337 号 27 頁。本件は、期限を経過しているが、個別株主通知があった方の事件である。Y 社が個別株主通知を受けたのは平成 21 年 7 月 22 日である。

株主が、同時点において自らが同条の『株主』であることを立証するための要件であるから、同条項の申立期間内、すなわち、株主総会の日から 20 日以内に具備しなければならないというべきである」と判示し、(2)東京高裁第 14 民事部決平成二二年二月九日⁽²²⁴⁾は、「価格決定の申立て後、会社が申立人の株主資格を争う旨の陳述をした場合には、その審理期間中すなわち裁判所の決定がされるまでに、個別株主通知の手続を行って対抗要件を具備すれば足りると解すべきである」と判示した。(3)は、上述した、本件抗告審である東京高裁第 17 民事部決平成 22 年 2 月 18 日である⁽²²⁵⁾。これら 4 件の第 1 審はいずれも東京地裁第 8 民事部であった。最高裁決定で刊行物に掲載されたのは(3)事件のみである。本件では個別株主通知がなかったため、最決(エ)は傍論である⁽²²⁶⁾。まず、価格決定申立権は少数株主権等に当たるか否かについて争いがある。

少数株主権等に該当しないとす説⁽²²⁷⁾もあるが、該当すると解する説が多数

- (224) 金判 1337 号 27 頁。本件は、申立期間を経過しているが、Y 社は平成 21 年 7 月 30 日に個別株主通知を受領しているため、対抗要件は審理期間中に追完されたと判示されたケースである。本件の紹介・批評として弥永真生「全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てと個別株主通知の要否」ジュリ 1401 号 56 頁 (2010)、鳥山恭一「単独株主権の行使と個別株主通知の要否：メディアエクステンション株式会社事件」金判 1337 号 27 頁、川島いずみ「反対株主の取得価格決定申立てと個別株主通知：メディアエクステンション事件」金判 1343 号 2 頁、「新商事判例便覧参照事項 621 号 2950 番」商事 1924 号 57 頁 (2011)、大塚和成「個別株主通知の効力：メディアエクステンション株式会社取得価格決定申立事件」銀行 21・716 号 56 頁がある。弥永教授は、「個別株主通知がない場合には価格決定の申立ては認められないとするのが首尾一貫しているのではないかと思われる」とする一方、全部取得条項付種類株式の取得の場合には、「別異に解してもよいという説明はあり得る」、「裁判所の決定がなされるまでの間、株主であることが再確認されれば、会社にとっての事務負担等を増加させるわけではない」と述べている。
- (225) 弥永真生「全部取得条項付種類株式の取得における価格決定申立と個別株主通知」判評 619 号 33 頁以下は「背信的悪意者という民法の解釈論として発展してきた法理を当てはめている点で斬新である。このような立論の適否は今後の課題である」としている。
- (226) 吉本健一「振替株式についての会社法 172 条 1 項に基づく価格決定の申立てを受けた会社が、申立人が株主であることを争った場合における個別株主通知の要否」私法判例リマックス 44 (2012 (上)) 90 頁、91 頁。同「振替株式についての会社法 172 条 1 項に基づく価格決定の申立てと個別株主通知の要否」金判 1373 号 2 頁、5 頁注 5 (2011)。
- (227) 鳥山恭一「単独株主権の行使と個別株主通知の要否メディアエクステンション株式会社事件」法セ 665 号 119 頁 (2010) は、価格決定申立権は、「組織再編等における反対株主の株式買取請求権と同様に、会社への反対の通知、総会での反対の議決権行使をともなう一連の手続きであり、それゆえ、・・・「会社法 124 条第 1 項に規定する権利」に含まれ「少数株主権等」にはあたらない」とする。同旨、川島・前掲 (注 224) 5 頁。末永

説・最決の立場である⁽²²⁸⁾。

個別株主通知の性質については、学説上、権利行使の要件とする説⁽²²⁹⁾、対抗要件説⁽²³⁰⁾および対抗要件と解することに懐疑的な説⁽²³¹⁾とが唱えられているが、本件決定は、会社法 172 条 1 項に基づく取得価格決定申立権は少数株主権等に該当し、個別株主通知は対抗要件であることを確認した上、高裁 14 部決定と同様に、個別株主通知は必要であるが、裁判所の審理終結までであれば足りると判示した点に意義が認められる⁽²³²⁾。この立場は、次ぎに述べる、AC デコール事件^(f)におい

敏和「社債等振替法 128 条 1 項所定の振替株式についての会社法 172 条 1 項に基づく価格の決定の申立てを受けた会社が、裁判所における株式価格決定申立て事件の審理において、申立人が株主であることを争った場合における、社債等振替法 154 条 3 項所定の通知の要否」判評 633 号 39 頁、41 頁は、「価格決定申立権は、会社の側からまず取得の申し出があって、しかも全部の株式が取得の対象になるのであるから、個々に行使されることを想定している個別株主通知が必要な少数株主権等とは、性格が異なる「権利」である」とする。吉本・前掲(注 226・金判) 4 頁・5 頁は、価格決定申立権は少数株主権等には該当せず、会社法 173 条 2 項から派生する権利である、とする。判例として前掲東京高決平成 22 年 2 月 18 日。

- (228) 松元・前掲(注 222) 282 頁、仁科秀隆「振替株式と株主権の行使」神田秀樹・武井一浩編『実務に効く M&A・組織再編判例精選』112 頁・117 頁(有斐閣 2013) など。松元氏は、三つの根拠を挙げる。第 1 に、価格決定申立権は基準日株主による一斉の権利行使を予定する権利と異なることは否定しようがないこと、第 2 に、総株主通知を受けるから個別株主通知は不要であるということにはならないこと、および、第 3 に、同じ会社の株式であっても短期間のうちに売買が繰り返される可能性は否定できないこと、である。
- (229) 山下友信ほか「〈座談会〉株券不発行制度に関する論点と対応 [上]」商事 1705 号 26 頁(野村修也発言)(2004)。
- (230) 大野晃宏 = 小松岳志 = 黒田裕 = 米山朋宏「株券電子化開始後の解釈上の諸問題」商事 1873 号 51 頁、52 頁(2009)、浜口厚子「少数株主権等の行使に関する振替法上の諸問題」商事 1897 号 34 頁(2010)、クランブル・三浦海岸「少数株主権等の行使と個別株主通知」商事 1898 号 110 頁(2010)、松元・前掲(注 222) 284 頁、仁科秀隆「株式の価格決定と個別株主通知」商事 1976 号 34 頁(2012)、など多数説。判例も募集株式発行差止仮処分命令申立て事案につき同旨(東京地決平成 21 年 11 月 30 日金商 1338 号 45 頁、その控訴審である東京高決平成 21 年 12 月 1 日金商 1338 号 40 頁)。
- (231) 椋川泰史「個別株主通知」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』180 頁、188 頁(2011)。振替法 154 条 2 項の「行使することができない」という文言があるにもかかわらず、これを「対抗することができない」と縮小解釈するのであれば、その正当性の説明が必要であるとして、対抗要件と解することに懐疑的である。
- (232) 江頭・前掲(注 2) 193 頁注 6、島田志帆「振替株式の権利行使方法と今後の課題—近年の最高裁決定を中心として—」立命館法学 338 号 277 頁以下(2011)は最決に賛成している。「新商事判例便覧参照事項 623 号 2957 番」商事 1930 号 67 頁(2011)、島山恭一「株主権の行使と個別株主通知—メディアエクステンション事件」判例セレクト

で踏襲されている。

末永敏和教授⁽²³³⁾は、価格決定申立権は、そもそも少数株主権等とは言えないこと、上場廃止に伴って株主側から個別株主通知の申し出を行うことができなくなることより、株主総会から全部抹消までの約一か月間の間に個別株主通知を行うことを株主は義務付けられ、株券の電子化により不利な取り扱いがなされるから、せめて、本件高裁決定が言うように、Y社の信義則違反・権利濫用を理由に個別救済が図られてしかるべきであること等を理由に、最高裁の結論に反対している。

吉本健一教授⁽²³⁴⁾は、個別株主通知が可能である間はこれが必要であるが、個別株主通知が不可能となった後（あるいは遅くとも当該種類株式が振替株式でなくなった後）は、全部取得決議に対して反対するという株主の権利行使の一環として個別株主通知は不要であり、株主名簿の記載等により対抗できると解すべきである、と主張している。志谷匡史教授⁽²³⁵⁾は、「個別株主通知を要求することにより、少数株主権等の要件である継続保有期間を満たしているか否かを発行会社に確認されることは、株主の投機的行動を抑制する効果が期待できる。その意味で本決定の結論に賛成したい」として、最高裁決定を支持している。

仁科秀隆弁護士⁽²³⁶⁾は、「本件最高裁決定が、価格決定申立権が『少数株主権等』に含まれると解したことは、振替法の文言解釈としても、また、価格決定申立権の

2011 [II] 14 頁、松元・前掲（注 222）286 頁は、「原告・申立人が株主名簿上の株主でなかった場合には会社が株主たる地位を争わなかったとしても個別株主通知が要求される可能性があるのか、その場合にはいつまでに個別株主通知が要求されるのかについては、本最高裁決定からは必ずしも明らかではない」と評価している。スクランブル・鶴亀兎「個別株主通知に関する最高裁決定と株式実務からの視点」商事 1921 号 62 頁（2011）は、「上場廃止により個別株主通知ができないという特殊な事情がある場合には、証券会社等による残高証明等を個別株主通知に代わるものとして取り扱うことも考えられよう」と主張している。

(233) 末永・前掲（注 227）39 頁以下。個別株主通知が不能となった後は、通知を不要とする吉本教授の見解に賛成している。なお、仁科・前掲（注 228）119 頁は、信義則違反とまでは言えず、最高裁の判断は合理的とする。

(234) 吉本・前掲（226）93 頁（私法判例リマークス）、5 頁（金判）。

(235) 志谷匡史「社債等振替法 128 条 1 項所定の振替株式会社についての会社法 172 条 1 項に基づく価格の決定の申立てを受けた会社が、裁判所における株式価格決定申立て事件の審理において、申立人が株主であることを争った場合における、社債等振替法 154 条 3 項所定の通知の要否」民商 144 巻 6 号 114 頁以下（2011）。

(236) 仁科・前掲（注 222）4 頁以下。なお、同・前掲（注 228）112 頁以下は、本件と AC デコール事件の解説を行っている。

実質からしても、妥当であったと思われる」とする。しかし、裁判所における株式価格決定申立事件の審理終結までの間に個別株主通知をすることを要する理由として会社に対する対抗要件であるからという理由を挙げ、そのように解することによって「株主に著しく負担を課すことにはならない」とした「説示部分はやや説得力に乏しいようにも思われる」とする。「むしろ、株主の負担を重視するのであれば、Yが振替株式発行会社でなくなった後は、・・・個別株主通知は不要であり、Yが株主側の対抗要件の欠缺を主張した場合には、Xらが引き続き株主であることが株式価格決定申立事件の審理中にYの株主名簿によって確認できるのであれば、それをもって対抗要件を具備できているものと解釈することも不合理ではないようにも思われる。もっとも本件(で)は、・・・XらがYの株主でなくなっており、・・・たとえこのような解釈を採ったとしても、Xが対抗要件を具備する術はなかったということになる」。「以上のように、本件最高裁決定については、やや株主保護という総論と実際に株主に与えられた権利行使期間の長さにかみ合わない部分も見うけられるものの、個別株主通知が有する対抗要件としての機能を根拠にして個別株主通知を具備する期間を定めるという理論構成自体は、一つの合理的な整理として受け止められるのではないかと思われる」。また、「YはXによる継続保有を知っていたとはいえないから、Yが背信的悪意者に準ずるものであるということとはできないという本件最高裁の決定の判旨は・・・特に違和感のない判断と思われる」と述べている。

酒井太郎准教授⁽²³⁷⁾は、個別株主通知は確認に必要な情報の手配を株主側に義務づける規定と解されるから、「株主の責めに帰さない事由により個別株主通知の

(237) 酒井太郎「反対株主の価格決定の申立てと個別株主通知の要否」ジュリ 1420号 129頁、131頁(2011)。川島いづみ教授の見解は酒井説に近い。彼女によれば、個別株主通知を少数株主権等の権利行使の要件と解することは、振替法の文言のみに厳格に過ぎて制度の趣旨を反映しない解釈である一方、株主権を行使するには個別株主通知という従来にない手続的負担が課されること及び特定の時点で特定の者が株主であるかは振替口座簿の確認ですむから、個別株主通知の法的性質を対抗要件と捉え、株主名簿の名義書換と全く同様の効力を有するもののように理解することは、若干行き過ぎである。個別株主通知は、あくまで対抗要件に代替する制度であり、会社に対して株主であることを主張する方法は必ずしもこれに限られないとする。川島いづみ「振替株式発行会社における株主権の行使—個別株主通知を中心に—」永井和之＝中島弘雅＝南保勝美『会社法学の省察』97頁以下(中央経済社2012年)、同「個別株主通知と少数株主権等の行使」会社法判例百選第2版39頁(2011)。

申出ができないという特段の事情があるときには、本決定のように対抗要件の具備なしとして権利行使が拒絶されるものと見るべきではなく、株主が会社に対して情報提供請求権（振替法 277 条、同法施行令 84 条、同命令 61 条 2 号）の行使を請求するなどして、個別株主通知を経由しない権利行使資格の対抗を認めても差し支えないように思われる」と主張している。

(f) AC デコール事件

本件は、メディアエクステンジ事件に類似しているが、申立人は会社法 172 条の取得価格決定の申立てと 116 条 1 項に基づく株式買取請求ないし 117 条 2 項に基づく買取価格の決定の申立ての双方を行ったが、いずれの申立てにおいても個別株主通知を実施しなかった点において同事件とは相違している。

(1) 事案の概要

A 社（アクサス株式会社）は大証二部上場会社である AC デコール（以下 Y 社という。）を完全子会社にすべく、Y 社株式の公開買付けを実施し、Y 社の普通株式の約 86% を取得した。その後、Y 社は、同年 6 月 29 日開催の株主総会及び普通株主による種類株主総会において、A 種種類株式を発行することができる旨及び普通株式に全部取得条項を付する旨の定款変更等の決議をした。定款変更の効力発生日は 8 月 4 日とされた。株主 X ら（申立人、抗告人）は 7 月 11 日、会社法 172 条 1 項に基づき全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てをした。Y 社は 7 月 29 日に上場廃止となり、8 月 4 日には振替機関による取扱いが廃止された。X らは、Y 社に対し、7 月 30 日、会社法 116 条 1 項に基づき株式買取請求をした。Y 社は、同年 8 月 4 日に本件全部取得条項付株式全部の取得を行い、その対価として株主に 1 株に満たない A 種種類株式を交付し、さらに、本件全部取得の結果生じた A 種種類株式の端数を切り捨てた 1 株を、裁判所の許可に基づき、同年 9 月 3 日に第三者に売却した。X らは 9 月 30 日に、会社法 117 条 2 項に基づき本件買取価格の決定の申立てをしたが、その際個別株主通知の手続をしていなかった。Y 社は、個別株主通知がされていないことを理由に、申立ての却下を求めた。

徳島地決平成 22 年 3 月 29 日⁽²³⁸⁾ は、Y 社の主張を受け入れ、申立てを却下し

(238) 民集 66 巻 5 号 2358 頁。AC デコール事件は、判例集未搭載決定を含め 4 事件からなる。第 3 事件では、単元未満株式の買取請求（会社法 192 条 1 項）とその買取価格決定

た。Xら抗告。高松高決平成22年12月8日⁽²³⁹⁾は、抗告を棄却した。最二小決平成24年3月28日は⁽²⁴⁰⁾、許可抗告を棄却した。

(2) 決定内容

①原々決定「①申立人らは、・・・同年8月4日に効力が発生する本件定款変更及び同日に行われた本件全部取得により、その保有する普通株式に全部取得条項付を付されるとともに相手方に全部取得され、その対価としてそれぞれ1株に満たないA種種類株式の端数を交付されたこと、②その後、同年9月3日に申立人らのA種種類株式の端数を含むA種種類株式1株はA社に1億146万4948円で売却されたことからすると、申立人らは、買取の対象である相手方の普通株式を保有していないことが認められる」。

②原決定「既発行の株式を全部取得条項付種類株式にする定款変更決議と、それにより成立した全部取得条項付種類株式を会社が取得する決議とが同じ株主総会で行われた場合に、それらの決議に反対する株主が会社法172条1項に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てを行ったときは、当該株主はもはや同法116条1項に基づく株式買取請求権買取請求をすることができないものと解するのが相当である。なぜなら、前記の株式買取請求は、既発行の株式を全部取得条項付種類株式にする定款変更決議によって既発行の株式が全部取得条項付種類株式になったことを前提とする同種類株式の取得価格決定の申立てと相矛盾する行為であり、後者の申立てしかできないと解しても、反対株主は、同種類株式の取得価格決定の申立てによって、裁判所の決定した取得価格の支払を受けることができ、その保護に欠けるところはないからである。」

③最決「振替株式について株式買取請求を受けた株式会社が、買取価格の決定の

の申立(会社法192条2項)がなされたが、不適法却下されているとのことである。仁科・前掲(注230)27頁～30頁、33～34頁参照。

(239) 民集66巻5号2363頁、資料版商事338号50頁、金判1392号34頁、金法1960号130頁。同日の判例集未搭載抗告審決定がある。同決定は、取得価格決定申立権は「少数株主権等」に該当するが、取得価格決定申立ての審理手続中に株式が振替株式でなくなった場合には、会社法の原則に戻り、株主名簿に株主として記載されていることを確認されれば足りるとして、申立ての適法性を認め、取得価格の決定も行ったとのことである。仁科・前掲(注228)114頁。同決定に対する最決も115頁で紹介されている。

(240) 民集66巻5号2344頁、資料版商事338号44頁、金判1392号28頁、判タ1376号140頁、判時2157号104頁、金法1960号125頁。

申立てに係る事件の審理において、同請求をした者が株主であることを争った場合には、その審理終結までの間に個別株主通知がなされることを要するものと解される（最高裁平成 22 年（許）第 9 号同年 12 月 7 日第三小法廷決定・民集 64 卷 8 号 2003 頁参照）。上記の理は、振替株式について株式買取請求を受けた株式会社と同請求をした者が株主であることを争った時点で既に当該株式について振替機関の取扱いが廃止されていた場合であっても、異なる。「株式買取請求をした株主が同請求に係る株式を失った場合は、当該株主は同申立ての適格を欠くに至り、同申立ては不適法になるというほかはない」。

(3) 評価

最決は、①会社法 172 条 1 項が取得価格決定の申立てを認めた趣旨は、その取得対価に不服がある株主の保護を図ることにある一方、同法 116 条 1 項が反対株主に株式買取請求を認めた趣旨は当該株主に当該会社から退出する機会を付与することにあることから、これらは矛盾するものではなく、両制度に基づく請求を同時に行うことも可能であること（原審の否定）⁽²⁴¹⁾、および、②メディアエクスチェンジ事件の立場を踏襲し、「上記の理は、振替株式について株式買取請求を受けた株式会社と同請求をした者が株主であることを争った時点で既に当該株式について振替機関の取扱いが廃止されていた場合であっても、異なる」ので、株式買取請求がされたが、その代金支払までの間に（117 条 5 項）、同請求に係る株式を全部取得条項付種類株式とする旨の定款変更がされ、同株式の請求日が到来すれば、同株式について取得の効果が生じるので（173 条 1 項）、株主は同株式を失うことになるので、当該株主は同申立ての適格を欠くに至り、同申立ては不適法となる、と判示している。その理由として、最高裁は、(i)個別株主通知以外の方法により同請求の権利行使要件の充足性を判断することは困難であること、及び(ii)このように解しても、株式買取請求をする株主は、当該株式が上場廃止となった振替機関の取扱いが廃止されることを予想することができ、速やかに個別株主通知の申出をすれば足りることなどからすれば、同株主に過度の負担を課すことにはならない

(241) 高橋美加「株式買取請求に係る 価格決定申立てと個別株主通知」平成 24 年度重要判例解説 99 頁、「新商事判例便覧 621 号 3022 番」商事 1924 号 62 頁、萬澤陽子「AC デコール株式会社株式買取価格決定申立事件」税経通信 68 卷 1 号 179 頁、仁科・前掲（注 230）32 頁など参照。

ことを挙げている⁽²⁴²⁾。

日下部真治弁護士⁽²⁴³⁾は、本決定が、株式買取請求権を少数株主権等に該当すると判断したことは、当然の判断であったとする。本決定は、買取価格決定申立権の該当性については言及していないが、その論理過程から、株式買取請求権の延長と考えられているとする。本決定において注目すべきは、第1に、すでに振替機関の取扱いが廃止され、個別株主通知ができなくなっているも、同申立ての審理終結までに個別株主通知がなされる必要があるとされている点である。会社及び株主の双方の事情に鑑みると、株主の過度の負担とは言えないので、第1の判断は妥当と思われるとする。注目される第2の点は、審理の終結まで個別株主通知をすればよいとして、個別株主通知は2回必要であるとする説⁽²⁴⁴⁾を排除して、株主の負担に配慮し、買取請求と買取価格決定の申立ての両者通じて1回で足りるとする説を採用している点⁽²⁴⁵⁾であって、実務的に重要な意義を有する。しかしながら、このことは、本来株主が備えるべき対抗要件の不備を会社が補充するということも意味するので、これが妥当な結論であるのかについては議論の余地があり、個別株主通知の申し出を株式買取請求の段階でのみ求めるべきであるとの異論もあり得うる。なおこのような会社の負担は実際にはあまり発生しないのではないかとの指摘も考えられるが、買取価格の決定の申立ては、振替機関の取扱いが継続する状

(242) 仁科・前掲(注228)117頁～118頁は、取得価格決定申立事件および買取価格決定申立事件の審理終結までに個別株主通知を行えばよいとされているが、実際には審理中に申立人の側が個別株主通知を具備する術はなかったので、株主側に、全部取得条項付種類株式の全部取得の効力発生日までの間に個別株主通知を行うことを義務付けているのに等しいが、最決は、(i)(ii)を根拠に、振替株式でなくなった場合には原則に戻って株主名簿で確認するという未搭載決定(注238参照)の「解釈を否定したことからすれば、判例は、(i)や(ii)といった振替制度からくる要請を曲げてまで、株主側に与えられる猶予期間を延長することに謙抑的であったと考えるべきであろう」と述べている。

(243) 日下部真治「ACデコール事件」金判1403号8頁以下(2012)。

(244) 葉玉匡美＝仁科秀隆監修・著『株券電子化ガイドブック [実務編]』338頁(商事法務2009)、森本滋編『会社法コンメンタール』129頁[柳明昌正](2010)、島田・前掲(注232)294頁注32。

(245) 本決定は、会社に対する株式買取請求と裁判所の対する価格決定申立てを一体とみて一つの個別株主通知で足りるとする説(東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社非訟』110頁[難波孝一](判例タイムズ社2009)、浜口・前掲(注230)36～37頁など)に立つと理解されている。島山恭一「株式買取請求と個別株主通知および会社による株式取得：ACデコール事件」法セ689号127頁(2012)、木俣由美「振替株式の買取請求と個別株主通知」判例セレクト2012〔Ⅱ〕14頁、仁科・前掲(注230)34頁。

態でも十分に起こり得るから、廃止を伴う場合の負担に特に焦点を当ててバランスを論じることは当を得ないと主張する。

原審決定がなぜ原々審決定とは異なる論理により同じ結論を導いたのかは原審決定自体からは読み取れないが、抗告審理由書の記載に鑑みると、松尾橋梁株式会社事件の大阪高決（(g)参照）と同じく、「本件株式買取請求がなされている状態でも本件全部取得により X らが同請求にかかる株式を失うという判断は、株式買取請求の実効性を損なうものであり、適切ではないと考えた」⁽²⁴⁶⁾のではないかと推測している。「株式買取請求をした株主が同請求に係る株式を失った場合は、当該株主は同申立ての適格を欠くに至り、同申立ては不適法になる」という指摘は、前述の大阪高決の論旨を否定するものと思われるが、株式買取請求をすることによって当該全部取得条項付種類株式の取得の効果を妨げることを認める規定がない以上、会社法の解釈として適切」で、また「株主の利益を不当に損なうこともない」ことから、「本決定の判断は妥当というべきである」としている。

吉本健一教授⁽²⁴⁷⁾は、会社法 116 条 1 項の株式買取請求権は、他の株主と異なった取り扱い（株主の地位の喪失）を受けるので、「原則として」振替法上の少数株主権等に該当すると解すべきであり、117 条 2 項の価格決定申立権は、株式買取請求における価格決定手続の一環であるから、株式買取請求権とは別個の権利と見るべきではないとする。

高橋真弓准教授⁽²⁴⁸⁾は、まず、株式買取請求後に株式の全部取得が行われ、取得株式価格決定の申立てがなされた場合の当該買取請求の効力を問題とする。取得の効果が生じた後においても、買取り代金の支払を受けるまでは、当該会社の株主としての地位を失わないと解する大阪地裁と高裁の決定（七(g)）があるが、当該決定に対しては、「全部取得の効果が不明確になるなどの批判がなされている」。失

(246) 日下部論文では指摘されていないが、株主としての地位も効力も失わないという構成は、松尾橋梁株式会社事件の第 1 審の考え（大阪地決 23 年 1 月 28 日金判 1390 号 38 頁・48 頁）を引き継ぐものである。

(247) 吉本健一「普通株式を全部取得条項付種類株式に変更する定款変更反対し会社法 116 条 1 項に基づく株式買取請求をした株主が、同法 117 条 2 項に基づく価格決定の申立てに当該全部取得条項付種類株式の取得により株式を失った場合における、当該価格決定申立ての適否」金判 1407 号 2 頁以下。

(248) 高橋真弓「AC デコール事件最高裁決定」判評 650 号 137 頁以下。

わないと解することが可能であっても⁽²⁴⁹⁾、「買取りの効力発生時に株式を保有していない者からの株式買取りを観念するのは難しいように思われるため」、買取請求権を行使した者の株式については、「買取請求の撤回と会社の承諾を停止条件として全部取得の効果が及ぶものと解し、当該株主は株式買取りの効力が発生するまで議決権や剰余金請求権等の株主権が停止した株式を保有し続ける等の考え方を經由しなければ、困難かもしれない」とする。また、会社法上、会社による取得の効果は全部取得条項付種類株式の「全部」に及ぶとの明文がある一方、これに例外があることを定めた規定はないため、現行法の下では、全部取得の効力発生後、株式買取請求は効力を失うものと解さざるを得ないのかもしれないが、定款変更の効力発生日と取得日の間にタイムラグがあるような場合には、法律効果に種々の相違が生じるので、全部取得後の救済方法は「取得価格決定の申立てのみで十分に対応できるのか、更なる検討も必要性^(ママ)であると思われる」としている。次に、株式買取請求権は、全株式が買取の対象となる等の特質はなく、総株主通知も必要でない、価格協議の際には株主資格の確認が必要であるから、少数株主権等に含まれ、その行使には個別株主通知が求められるが、吉本教授と同じく、買取価格決定の申立てを株式買取請求権とは別個の権利行使と捉える必要はないと主張している。

(8) 松尾橋梁株式会社事件

(1) 事実の概要

松尾橋梁株式会社（以下 Y 社と呼ぶ。）は東証および大証の一部上場会社であった。Y 社、株式会社 IHI（以下 IHI と呼ぶ。）および栗本鐵工所（以下 K 社と呼ぶ。）の 3 社間には相互に資本関係はなかった。IHI が、Y 社と K 社に対し橋梁部門の統合を呼びかけた結果、統合の基本合意が成立した。IHI は、Y 社を完全子会社にするため、1 株 122 円の買付価格で公開買付けを実施し、77.60%の株式を取得した。Y 社は、公開買付けに応募しなかった株式を取得するために、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、定款変更と全部取得条項付種類株式の取得の決議を行った。定款変更の効力発生日と取得日は同じ日であった。Y 社は、K 社の完全子会社を吸収合併し、K 社は Y 社に水門事業を事業譲渡している。Y 社

(249) 高橋（真）准教授は、このような解釈を示唆する見解として渡辺・前掲（注 144）33 頁注 6 と吉本・前掲（注 247）5 頁を挙げている。

の株主 X らは、会社法 116 条 1 項 2 号に基づき、株式の買取請求したが、協議が調わなかったため、同法 117 条 2 項に基づき、裁判所に対して買取価格の決定の申立てをした。X らは、本件株式の「公正な価格」は主位的に 1 株 189 円、第 1 次予備的に 197 円、第 2 次的予備的に 143 円であると主張したのに対し、Y 社は、X らの申立て適格を否定し、本件株式の公正な価格は、本件公開買付けの買付価格である 122 円であると主張したので、①本件申立ての適法性と②本件株式の公正な買取価格が争点となった。大阪地決平成 23 年 1 月 28 日⁽²⁵⁰⁾は、X らの申立て適格を肯定するとともに、公正な価格は 1 株当たり 140 円であるとした。X らは即時抗告をした。大阪高決平成 24 年 1 月 31 日⁽²⁵¹⁾は、抗告を棄却した。大阪高決は、原決定説示の通りとしか述べていないので、本稿では原審決定のみを紹介する。

(2) 決定内容

決定(ア)「会社法は、普通株式の全部取得条項付種類株式への変更(定款の変更)及び当該全部取得条項付種類株式の取得決議のそれぞれについて、反対株主に対し、株式買取請求及び取得価格決定の申立てという投下資本回収の制度を設けているのであって、両制度の間に何らの調整規定を置いていないところからすれば、当該株式に全部取得条項を付す旨の定款変更と当該全部取得条項付種類株式の取得決議とが近接して行われ、株式買取請求に係る買取りの代金の支払の時までに当該全部取得条項付種類株式の取得の効果が生じた場合においても、当該株式買取請求はその効力を失わないものと解するのが素直な解釈というべきである。そして、この場合、株式買取請求をした株主に対しても、当該全部取得条項付種類と引換えに当該取得決議によって定められた取得対価が交付され、当該取得対価が当該株式会社 1 株に満たない端数(端数株式)であって、株式買取請求に係る買取りの代金の支払前に会社法 234 条 2 項の規定による売却処理がされた場合には、当該株主に対しても、その端数に応じて代金が交付され、その後上記買取りの代金が交付されたときに、当該株主は、当該株式会社の株主としての地位を完全に喪失し、上記取得対価を保持する権限を欠くこととなって、当該端数に係る売却代金を不当利得として返還すべき義務を負うものと解するのが相当である。なお、平成 17 年法律第 87 号による改正前の商法は、吸収合併等における消滅株式会社等の反対株主の

(250) 大阪地決平成 23 年 1 月 28 日金判 1390 号 38 頁。

(251) 大阪高決平成 24 年 1 月 31 日金判 1390 号 32 頁

株式買取請求についても、株式の買取りは代金の支払の時に効力を生じるものとして、会社法 117 条 5 項と同じ規律をしていたところ、会社法は、吸収合併等や新設合併等については、解釈上の疑義を解消するため、株式の買取りは合併等の効力発生日に効力を生じる旨その規律を改めた（会社法 786 条 5 項、807 条 5 項）のであり、この立法の経緯等からしても、会社法 116 条 1 項 2 号の規定による株式買取請求については、吸収合併等や新設合併等における消滅会社等の反対株主による株式買取請求の場合とは異なり、株式買取請求後に全部取得条項付種類株式の取得日が到来してその取得の効果が生じても、当該株式買取請求をした株主は、買取りの代金の支払を受けるまでは、当該株式会社の株主の地位を失わず、株式買取請求者としての地位を保持するとともに、取得対価の交付を受け、その後、当該株式買取請求に基づく買取り代金の支払を受けることによって株主の地位を失うものと解するのが、素直な解釈というべきである」。

(イ)「会社法 116 条 1 項 2 号にいう「公正な価格」とは、当該組織再編（企業再編）がなされなければ当該株式が有していたはずである価格にとどまらず、当該組織再編（企業再編）により企業価値の増加が期待される場合には、当該企業価値の増加（シナジー）を適切に反映した価格、すなわち、当該企業価値の増加分のうち株主が享受してしかるべき部分（いわゆるシナジーの配分）を合わせた価格をいうものと解される。」「また、本件株式の「公正な価格」の評価基準時としては、当該定款変更が組織再編（企業再編）行為の手段として行われる場合であっても、会社法 116 条の規定の文理からして、当該定款変更の効力発生日と解するのが相当というべきである。」「本件株式の本件効力発生日における客観的価値（ナカリセバ価格）については、本件公開買付けの公表日前 1 か月間の市場株価の終値の出来高加重平均株価である 89 円を算定の基礎とするのが相当である」。しかし、「本件公開買付けの公表日と本件効力発生日との間には約 3 か月半の期間が存するから、本件効力発生日における客観的価値（ナカリセバ価格）についても、上記 89 円を基礎にその後の市場株価の動向その他の諸般の事情をしんしゃくしてこれを推認すべきである」。Y 社の市場株価は、平成 21 年 5 月 18 日以降、日経平均株価の動きに連動する形で上昇し、本件効力発生日である同年 9 月 4 日時点の Y 社の市場株価は、同年 5 月 18 日の市場株価に比して少なくとも 10 % 程度は上昇していた。「以上によれば、本件株式一株当たりの本件効力発生日における客観的価値（ナカリセ

バ価格)については、・・・前記 89 円に上記 10 %の上昇分を加えた 98 円であると認めるのが相当である。」「本件公開買付けの公表日における Y 社の株式の客観的価値(時価)は 1 株当たり 89 円であるところ、本件買付価格は 1 株当たり 122 円であるから、本件買付価格には約 37 %のいわゆるプレミアムが含まれていることになる。しかし「本件買付価格に含まれた前記プレミアム部分(約 37 %)をもって当該組織再編(企業再編)による当該企業価値の増加(シナジー)の適切な配分であると認めることはできない。」「本件統合は、K 社及び IHI の水門事業の Y 社への統合を含むものであり、本件統合によって、それまでその目的に含まれていなかった水門事業に参入できることになる」ことに「かんがみれば、本件統合によりその実現が期待される企業価値の増加は、IHI と Y 社だけの事業の統合による場合における企業価値の増加を相当程度上回るものということができ・・・本件株式の公正な価格は、・・・前記 1 株当たり 98 円に約 43 %のプレミアムを加えた 1 株当たり 140 円と定めるのが相当である。」

(3) 評価

AC デコール事件最決は、株式買取請求をした株主が、当該請求に係る株式の代金の支払いまでの間に、当該請求に係る株式を失った場合には、買取価格決定の申立て適格を失うと判示していたが、本件原審は、会社法が株式買取請求と取得価格決定申立権という別々の権利を設け、かつ、両制度の間に何らの調整規定を置いていないところからすれば、全部取得の効果が生じた場合においても、株式買取請求はその効力を失わないと解するのが率直な解釈というべきであると、その根拠として立法の経緯を挙げている。

仁科弁護士⁽²⁵²⁾は、このような解釈は、「スクイーズアウト後も反対株主が上場廃止後の会社の株主としての地位を有していることを認めるもので、全部取得の効果が不明確になるという問題がある」。全部取得の効果が生じることを認める以上、AC デコール事件最決のような見解とならざるを得ないのではないかと主張している。

鳥山恭一教授⁽²⁵³⁾は、これまでの裁判例では、会社法 172 条 1 項に基づく申立

(252) 仁科・前掲(注 230) 32 頁。38 頁注 9 も参照のこと。

(253) 鳥山恭一「少数派株主の締出しと価格決定申立て(松尾橋梁株式会社事件)」法セ 699 号 143 頁(2013)。

て事例が多かったのであるが、本件では116条1項2号に基づく申立てがなされた点に「特徴」があるとした上で、後者の申立てでは、株式買取請求による買取りの効力は代金の支払いの時まで生じない(会117条5項)。「その前に決議により取得日に会社が株式を取得しても株式買取請求は効力を失わないとした点に本決定の第1の意義がある」とする。なお現在予定されている会社法の改正(要綱第2部第3・2①)では、株式買取請求による買取りの効力はすべての組織再編、定款変更などの効力発生日に生ずるものとして、その後はその株主に株主権は認められないことが明らかにされている。そこではすなわち株式買取りの効力が生じた後に買取価格を争うことが予定されており、そのためうへの最高裁の立場は批判されている」と述べている。他方「株式の「公正な価格」は「当該定款変更が当該組織再編(企業再編)行為の過程に組み込まれた一つの不可欠な手続と認められる限りにおいて、いわゆる(組織再編行為による)シナジーの配分をも含むものと解するのが相当である」と判示した点に本決定の第2の意義がある」とする。本決定は、基準時を定款変更の効力発生日としているが、株式が強制取得される場合の基準日は株式の取得日であり、本件のように、定款変更と少数派株主の締出し(株式の強制取得)が一体としてなされる場合には、基準時は株式の強制取得の日であって、その場合には「前者の申立てでも後者の申立てでも、同一の公正な価格が決定されるようにおもわれる」と述べている。

「新商事判例便覧637号3014番参照事項」⁽²⁵⁴⁾は、決定(ア)の後半を問題とし、「本決定が、会社法116条1項2号による株式買取請求につき、合併等の効力発生日に株式買取りが発効すると定められている吸収合併等や新設合併等における消滅会社等の反対株主による株式買取請求の場合とは異なる旨続けて説示する点については、吸収合併等や新設合併等の場合には買取りの効果が発生した後には買取価格の決定の申立てが不適法となるという趣旨であるとするれば、なお検討の余地がある」と述べている。

(h) カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件 (大阪地決平成24年4月13日金判1391号52頁)

(1) 事案の概要

Aは、東証一部上場会社であるカルチュア・コンビニエンス・クラブ株式会社

(254) 商事1969号51頁(2012)。

(以下 Y 社という。)の代表取締役兼 CEO である。A は、MBO のため M 社を設立した。Y 社の独立委員会は、M 社との交渉権限が付与されており、M 社と交渉し、公開買付価格を 1 株 575 円から 600 円に引き上げることに成功した。M 社は、平成 23 年 2 月 3 日に Y 社を対象とする本件公開買付けの実施を公表した。公開買付けは、発行済株式総数の 91.95 % の応募により成立した。同年 6 月 21 日には、Y 社の定時株主総会および種類株主総会が開催され、定款と全部取得条項付株式の取得等が可決された。同年 7 月 22 日に Y 社は上場廃止となった。株主 X は、本件公開買付けの公表後に本件株式を取得した株主であるが、会社法 172 条 1 項に基づく取得価格の決定を裁判所に申し立てた。Y 社は 1 株 600 円であると主張したが、裁判所は 1 株当たり 649 円と算定した。

(2) 決定

(ア)「本件対象株式の取得価格は、本件取得日における公正な価格であり、具体的には、①本件 MBO が行われることがなければ相手方株式が有したであろう価格(以下「ナカリセバ価格」という。)と、②本件 MBO の実施によって増大が期待される価値のうち反対株主が享受してしかるべき部分の価格(以下「増加価値分配価格」という。)とを、合算して算定することになる。」

(イ)「本件対象株式のナカリセバ価格については、本件公開買付け公表前 1 か月間(平成 23 年 1 月 4 日～同年 2 月 2 日)の相手方株式の市場株価の終値の平均値を参照し、469 円と認めるのが相当である。」

(ウ)「非公開化目的の MBO の一環として全部取得条項付種類株式を利用した二段階買収が行われた場合において、・・・本件買付価格 600 円が DCF 法による価値算定結果の評価レンジの下限価格をかなり下回る価格であるとの事実は、本件買付価格が、ナカリセバ価格と増加価値分配価格とを合算した価格を下回っているのではないかとの疑問を生じさせる事情であるといえる。また、・・・平成 22 年 1 月から平成 23 年 9 月までに公表された MBO ないし完全子会社化事例 66 件のうち、公開買付価格が DCF 法による価値算定結果の評価レンジの下限を下回っていたのは本件 MBO のみであり、応募推奨の意見表明がされなかったのは、本件 MBO を除くと 1 件のみであった・・・。したがって、本件 MBO は、DCF 法による価値算定結果との対比の観点及び対象会社による応募推奨の有無の点において、いずれも近時の MBO ないし完全子会社事例の中で特殊な事例であったといえる。本件

MBOについて認められた以上の事情に照らすならば、本件公開買付けが、利益相反関係を抑制し、公開買付価格の公正性等を担保するための種々の措置が講じられた上で実施され、かつ、多数の株主の応募を得て成立したとの前記の認定を前提としても、このことをもって、本件買取価格が、ナカリセバ価格と増加価値分配価格とを合算した価格を下回らないと即断することはできない。」

(エ)「**MBO**の実施によって増大が期待される価値」は「**MBO**実施後の増大が期待される対象会社の企業価値を前提とした株式価値」から、**MBO**が行われない場合の対象会社の企業価値を前提とした株式価値（ナカリセバ価格）を差し引いたものである。・・・次に、「**MBO**の実施によって増大が期待される価値」の分配については、原則として、買取者と反対株主に対し、それぞれ一対一の割合により分配するのが相当である。・・・**G**、**P**及び**K**の**DCF**法による相手方（**Y**社）株式の価値算定結果は、・・・**G**が最も低く、**K**が最も高いのに対し、**P**の価値算定結果は中間的なものとなっている。また、**G**が買取者である**M**社から依頼を受けた価値算定機関であり、**K**が対象会社である相手方から依頼を受けた価値算定機関であるのに対し、**P**は、本件独立委員会から依頼を受けた価値算定機関であり、外形的にみて、かつ、**MBO**における利益相反性・情報の偏在という構造的な問題の観点からみても、最も中立的な立場にあるといえる。これらの事情を斟酌すると、「**MBO**実施後の増大が期待される対象会社の企業価値を前提とした株式価値」については、**P**の**DCF**法による相手方株式の価値算定結果を参照し、その中間値である830円（〔666円＋994円〕÷2＝830円）と認めるのが相当である。「**MBO**の実施によって増大が期待される価値」は、・・・830円から、・・・469円を差し引いた361円（830円－469円＝361円）となる。そして、その分配比率は、前記・・・のとおり、原則として、1対1の割合によるのが相当である・・・したがって、・・・361円を1対1の割合で分配した180円（361円÷2＝180.5円（一円未満の端数切り捨て））となる。以上によれば、本件対象株式のナカリセバ価格と増加価値分配価格とを合算した価値は、649円（469円＋180円＝649円）となる。したがって、本件対象株式の取得価格は649円と定めるのが相当である。」

「(オ)公表後取得株主であったとしても、原則として、公表前取得株主と同様の取得価格が補償されると解すべきである。」

(3) 評価

本決定⁽²⁵⁵⁾につき弥永真生教授⁽²⁵⁶⁾は、第1に、決定要旨(ア)は、レックス・ホールディング最高裁決定における田原裁判官の補足意見を踏襲し、また、決定要旨(ウ)は、多数の株主が公開買付けに応じた事実は買付価格の正当性を推認しないとした同事件の東京高決を踏襲したと評価している。第2に、決定要旨(イ)は、従来の裁判例の流れに沿ったものと位置づけることができるが、理論的には、公開買付日と取得日との間に間隔が存在する以上、公開買付け公表前1か月の終値の平均値が取得日における「対象株式のナカリセバ価格」を表しているとは通常はいえないはずである、とする。第3に、決定要旨(ウ)の評価との関連で、本件では、公開買付価格の公正性等を確保する措置が十分に働かなかつたとして、裁判所が事後的にレビューをおこなったと評価することは可能であるが、取締役会が賛同意見を表明したか否か、あるいは、第三者算定機関の算定レンジ内に買付価格が入っているか否かにかかわらず、裁判所はレビューを行うべきであるという考え方にも一理あるとする。第4に、本決定は、「独自に「株価の上昇に対する期待」相当額を算定した初めての公表裁判例である」。DCF法によって算定された株式価値とMBO「ナカリセバ価値」との差額を「MBOの実施によって増大が期待される価値」とみるが、その根拠が必ずしも十分に示されていない。「むしろ、全部取得条項付種類株式の取得においては、一種の解散・清算を前提とすると説明することによって、DCF法により算定される株式価値が意味を有する」と考えている。第5に、決定要旨(ウ)の関連では、「規定ぶりからは、単に、裁判所の裁量に委ねられているにすぎないというのが自然な解釈で」あり、Xが取得した株式数が「僅か100株にすぎないことからすれば、Xが濫用的な機会主義的な投機行動の一環として本件申立てを行っているものでないことは明らかである」との判示はかなり不自然であるので、濫用的な投機行動であるとはいえないと判示すべきであったと主張している。

十市 崇弁護士の評釈⁽²⁵⁷⁾は以下の通りである。「本決定は、過去のMBOに関

(255) 本文引用文献のほかに本件を解説する文献として、「新商事判例便覧639号3023番参照事項」商事法務1976号63頁(2012)、阿南剛・前掲(注205)183頁以下。

(256) 弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定〔下〕」商事法務1968号4頁以下(2012)。

(257) 十市 崇「カルチュア・コンビニエンス・クラブ株式取得価格申立事件大阪地裁決定の検討」商事1975号41頁以下(2012)。

する一連の裁判例とは異なり、強圧的効果や情報開示を問題とすることなく、DCF法に基づく公開買付価格のみを根拠として裁判所が公正な価格を実質的に判断すべきという判断を行っている点で実務に大きな影響を与えると思われる」が、本決定の特徴は次の三つである、とする。第1に、公正な手続による公開買付けで多数の株主の応募を得たとしても、公開買付価格が実体的にみてナカリセバ価格と増加価値分配価格とを合算した価格を上回る場合でなければ、当該公開買付価格をもって取得価格であるとする事ができないと判示していること、第2に、「MBOの実施によって増大が期待される価値」は、DCF法に基づく算定結果の中間値からナカリセバ価格を差し引いて算定し、その分配比率は、買取者と反対株主とで一对一であるとしていること、および、第3に、公開買付公表後に株式を取得した株主も原則として当該価格の決定の申立てをできるとしたことである。次に、二段階買収によるMBOの場合、公開買付価格が独立当事者間交渉で決定された場合には当該公開買付価格が公正な価格であるが、そうでない場合には裁判所が公正な価格を決定すると考えられている。そこで、どのような場合が、独立当事者間交渉で決定されたと評価するか問題となるが、当該問題については、定まった見解がなく、①強圧性のない状況下において、②対象会社の利害関係のない株主の多数がMBOに賛同すれば足りるとする見解と、より具体的に③取引の公正性を要求する見解とがある。本件は、対象会社の利害関係のない株主の多数の賛同は取引の公正さの基礎とならず、また、本件買付価格がDCF法による価格算定結果の評価レンジの下限価格をかなり下回る価格であったことを根拠に、公正な価格を否定しているから、「①および②に加えて、具体的な取引の公正性を必要としていると解することもできよう」。本件では、MBO指針に取り上げられた「利益相反性の回避または軽減措置としては手厚い措置が講じられている。また、多数の少数株主が確保されていたとして、公開買付価格をもって取得価格であると推認すべきであった事案であるように思われる」。本件は、DCF法による価格算定結果の評価レンジの下限価格をかなり下回る価格であることを理由に裁判所が公正な価格を判断すべきとした最初のケースであるが、評価レンジの下限価格を下回ることだけで、裁判所が公正な価格を実質的に判断するのは、「DCF法に基づく算定結果を過度に重視しすぎているように思われる」。裁判所が実質的判断を行うべきか否か判断する際には、「価格自体ではなく、価格交渉のプロセスを重視すべきであるように思われ

る。「本決定の論理を突き詰めていくと、市場株価と DCF 法に基づく価格算定結果が取得価格、そして公開買付価格の最低限を画する機能を有することになりかねず」、「DCF 法に基づく算定結果にこのような価格の決定機能を持たせることは行き過ぎである」。また、「裁判所が公正な価格を実質的に判断する場合における増加価値分配価格の算定は難しい問題であるが、本決定が、レックス事件の高裁決定、サンスター事件の高裁決定およびサイバード事件の高裁決定のように、「取得日における株式の客観的価値」にプレミアムを一律に加算するという方法ではなく、DCF 法に基づいて算出された価格を加算した点については、各案件の実態に即した判断を行ったという観点から評価することができる」。しかし、「本件決定のように公正な価格をナカリセバ価格と増加価値分配価格の総和ととらえて、増加価値分配価格の算定のみを使用しようとする場合には」、「MBO の実施によって増大が期待される価値に関する部分だけを取り出した形で、当該事業に係るキャッシュ・フローと当該事業に係るリスクを勘案した割引率によって算定をしなければ論理的に一貫しない」。また、本件が、「DCF 法に基づく下限値と上限値の中間値を採用した点についても疑問が残る」。DCF 法は、予め想定したシナリオごとに株価の分析をするのが一般的で、「中間値が最も可能性の高いシナリオに基づく金額であるということにはならない」からである。「増加価値分配価格は、「MBO がなくても実現できる利益」と「MBO が行われて初めて実現できる利益」があり、後者はさらに上場廃止等に起因して生ずる利益と経営者の努力によって実現する利益があることから、それぞれの利益の算定について、もう少し具体的な検討をすべきであったように思われる」。さらに、増大が期待される株式価値の分配に関する学説は一対一説と企業価値の増大分を事前に株主に分配する必要はないとする説に分かれている。本決定は、「前者の見解を採用しているが、増大が期待される株式価値を DCF 法に基づいて算定するのであれば、本件における増加価値分配価格に関する具体的な事情に照らして、株式価値の増大することの期待にどの程度の確実性が存し、株主に対して分配することが適切であるか否かについて、もう少し具体的な検討をすべきであったように思われる」と述べている。

これに対し、河南 剛弁護士の評釈は異なっている。まず、企業再編の場合の公正な価格に関する通説的な算定基準と MBO に関する従来の裁判例を整理した上で、「当該買収価格をもって公正な価格といえるかどうかという問題について、市

場株価に基づき算定されるナカリセバ価格と DCF 法による算定結果による重要な株価として把握される増加価値分配価格を標準とするなどして実体的にとらえようとする本決定の枠組みは、合理的なものであると解される⁽²⁵⁸⁾として、このような立場を前提として、増加価値分配価格に関して、買取価格の公平性に関する審査のあり方を検討している。

本決定の枠組みを合理的であると解する理由は、次の四つである。第 1 に、「ある手続が実施されたかどうかやそれがどのように実施されたかという事情からでは、当該価格がナカリセバ価格と増加価値分配価格を合算した価格以上のものかどうかは明らかにならないといえる」こと、第 2 に、「裁判所は企業再編条件の当事者が行った算定が合理性を有し信頼に足りるものかどうかを審査するものと」解する通説的見解によれば、「取得価格が公正かどうかを手続的措置の実施状況から判定しなければならない必然性はない」こと、第 3 に、平成 25 年 1 月 1 日に施行された非訟事件手続法の改正⁽²⁵⁹⁾により、専門委員制度を非訟事件手続においても利用することが可能となるので、「手続の実施状況から公正性を検討しようとする考え方を裁判所の審査能力の限界という点から基礎づけようとする考え方は、その前提を失いつつある」こと、第 4 に、経営判断の原則と比べて、MBO の事例において、価格あるいはその形成過程の実体的側面に立ち入ることなく、主として手続の実施状況から価格の公正性を判断しようとする枠組みは、バランスを欠くように思われることである。

本決定は、DCF 法による算定が MBO の実施を前提とするものであったか否か明らかでなかったが、結論としては、本件独立委員会が委嘱した算定機関による DCF 法による株式価値の算定の結果を重要な参照株価として増加期待株式価値を算定した。その理由として、MBO が企業価値の増大に対する合理的期待の存在を前提として行われるものであることを挙げている。「その意味するところは必ずしも明らかではないが、そのまま上場が維持された場合の事業計画を前提に DCF 法によって算出された価格は、厳密に言えばナカリセバ価格を意味するものではある

(258) 河南 剛「MBO 事例における「公正な価格」の再考—大阪地裁平成 24 年 4 月 13 日決定を契機として—」商事 1976 号 53 頁以下 (2012)。同・前掲 (注 205) 185 頁以下も参照のこと。

(259) 非訟事件手続法 (平成 23 年法 51) は、専門委員を 15 条・33 条で定めている。なお、筆者の観点からは、会社法 870 条 2 項も根拠に加えることができるように思われる。

が・・・少なくとも MBO を前提としない事業計画に基づく算定結果と同程度の株式価値の増加が期待されるとみて差し支えないという趣旨を述べたものと理解することも不合理ではないように思われる。このような理解によれば、あくまで次善の策という位置づけにはなるが、MBO を前提としない事業計画に基づく DCF 法による算定結果から増加期待株式価値を把握することも許容され得ると考えられる」。旧非訟事件手続法の下では、買収対象会社の株式価値算定書は任意提出であったため同算定書は審理に供されないこともあったが、新法では、文書提出命令(53条)により、あるいは、任意の提出により、株式価値算定書が審理に供されることもありうる⁽²⁶⁰⁾。また、専門委員を選任して、専門的知見を要する論点の分析・検討を進めるということも考えられる。事業計画が文書提出義務の対象となるかどうかについては、自己利用文書(民訴 220 条 4 号二)との関係で慎重な検討が必要であると思われる。また、本決定は、①評価レンジの中央値とナカリセバ価格の差額を増加期待価値と定めた上で、②かかる差額を 1 対 1 の割合で買収者と反対株主が分配すべきものとしているが、この判示は、裁判所自らによる公正な価格の算定に関するである。①の理由については特に述べていないが、「算定結果のレンジに収まる価格の間で価値算定の結果としての合理性に差があるとは考え難く、②の理由については「衡平の観点」と述べるにとどまり、理由が十分に示されていないので、「この基準は、当該買収価格をもって公正な価格とは認めることができず、裁判所が独自に価格を算定する場面においてのみ利用できる手法と位置づけるべきである」。増加期待価値の分配は、一義的に導き出すことはできない。それは、買収価格を受け入れた対象会社の経営陣の判断の合理性という観点、換言すれば、既存株主の利益に適うという観点から判定される。その際考慮すべき要素は、当該買収価格が受け入れ可能なものであること(相当性)と当該買収価格を受け入れることが必要であることである。他方、MBO の買収条件の形成過程を公正なものにするための取組みも重要である。その一つは第三者委員会である。これには諮問型と交渉型とがある。前者の場合、買収対象会社は、その設置や構成員の属性だけでなく、意見表明に至る過程に係る事実を主張、立証することが求められる。交渉型の場合には、委員会がなぜ当該買収提案を受け入れたかという判断の実体が問題

(260) MBO に関連した文書提出命令申立事件として神戸地決平成 24・5・8 金判 1395 号 40 頁(シャレル事件)、大阪高決平成 24・12・7 商事 1988 号 47 頁がある。

となる。取組みの第2は、利害関係のない株主の過半数（マジョリティ・オブ・マイノリティ）が公開買付けに応募したことを取引成立の条件とすることであるが、これは、買取価格の公正性を補強する事情の一つにとどめておくことが相当である、とする。

白井正和准教授⁽²⁶¹⁾は、本決定(ウ)は、公開買付価格の形成過程の公正さを確保する様々な措置が講じられたとしても、公開買付価格がDCF法による価値算定結果の評価レンジの下限価格を下回り、取締役会による応募推奨の意見表明がされなかった場合には、裁判所は独自に公正な価格を算定する必要があると読めなくもないので、疑問が残る、とする。また、マジョリティ・オブ・マイノリティはいくつかの前提条件が満たされていることが必要であるが、本件ではこれらの前提条件が十分に満たされているか必ずしも明らかでなく、どこまで重視すべきかについては議論の余地がある、とする。「DCF法」に基づいて算定された株式価値と「市場株価」に基づくナカリセバ価格との差額をもって、MBOの実施によって増大が期待される価値と評価する点は論理的に一貫していないほか、本決定が採用したPのDCF法に基づく価値算定結果が、本件MBOを前提としたものかどうかではないという問題や、DCF法に基づく価値算定結果の評価レンジの中間値を単純に採用することは適切かという問題もある。本件では、DCF法に基づく価値算定結果を簡潔に要約した書面が開示されたにとどまるから、各認定はある意味仕方のない面もあるかもしれない、とする。

(i) ポリプロ事件

(1) 事実の概要

特例有限会社（以下A社と呼ぶ。）がMBOの一環として東証2部上場の相手方（株式会社ポリプロ。以下Y社と呼ぶ。）の公開買付けを実施し、その議決権総数の93.17%を有するに至った。その後Y社は、Y社株式に全部取得条項を付すなどの定款変更を行い、Y社株式の全部取得を行った。Y社の少数株主であった申立人Xらは、会社法172条1項に基づいて、裁判所に対し、Y社株式の取得価格の決定を求めた。Xらは、公正な価格は1677円であると主張したが、①東京地決平

(261) 白井・前掲（注169）116頁以下。

成 25 年 3 月 14 日⁽²⁶²⁾は、1050 円を相当と決定した。X らは抗告をしたが、②東京高決同年 10 月 8 日⁽²⁶³⁾は抗告を棄却している。

(2) 決定内容

①東京地決 (ア)「通常であれば、公開買付けの公表前 1 か月間の市場株価の終値の出来高加重平均値をもって算定した価格を当該株式の客観的価値とみてよいものと解される。そうすると、本件全部取得が行われなかったならば株主が享受し得る価値は、627 円と認めるのが相当である。」

(イ)「公開買付価格 (1050 円) は、本件公表の前日の市場株価であり、かつ本件取得日における Y 社の客観的価値である 627 円に対して約 67.5 % のプレミアムを付加した価格に相当する。近年の MBO 事案におけるプレミアムの平均値は、50 % 台であり、本件公開買付価格におけるプレミアムは、このような近年の MBO 事案の平均を大きく上回るものである。」

(ウ)以上の諸事情を総合すると、「本件公開買付価格 (1050 円) は、Y 社株式の客観的価値のみならず、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適切に織り込んだものであったというべきである。」

②東京高決「X 側算定書における算定は Y 社の具体的な事業計画に基づかないもので、算定の前提となる様々な数値には推測や仮定によるものが多く、客観的相当性に疑問を否めない。S 社算定書の算定結果の信頼性は高いと認められる。たしかに、S 社算定書においては、算定の基礎となった数値に非開示のものが多いため、上記のような算定過程や独立委員会による検討結果等に照らすと、その客観的相当性も担保されているというべきである。」

(3) 評価

「本決定による「公正な価格」の判断は、MBO 指針や判例等により、裁判実務上はほぼ確立したものと見える。また、①の客観的価値の評価を公開買付公表前の 1 か月間の市場株価の出来高加重平均値とした点や、プレミアム率の認定についても、従前の裁判例の傾向と大きく異なるものではないため、本決定の判示内容は目新しいものはない」⁽²⁶⁴⁾。

(262) 金判 1429 号 48 頁。

(263) 金判 1429 号 56 頁

(264) 「新商事判例便覧 3091 号 50 番参照事項」商事 2022 号 50 頁。なお、白石正和「MBO における利益相反回避措置の検証—ポリプロ株式取得価格決定申立事件を題材に—」商

(j) セリブリックス事件

(1) 事実の概要

利害関係参加人（以下 S 社という。）は JASDAQ 上場会社である。債務超過になったため、代表取締役らは、上場廃止の回避を目的として、MBO をすることとし、SPC を設立した。SPC が実施した本件公開買付けは成立した。買付価格は 1 株当たり 1310 円であった。S 社は、平成 25 年 3 月 7 日に臨時株主総会および普通株式を構成員とする種類株主総会を開催し、定款変更と全部取得条項付種類株式の取得等を決議した。申立人 X は、同月 27 日に、本件株式の価格決定の申立てをした。争点は二つである。第 1 は、基準日後に取得した X の株式につき、価格決定申立制度の適用があるかという点と、第 2 は、本件の「公正な価格」はいくらかである。東京地決平成 25 年 9 月 17 日⁽²⁶⁵⁾は、第 1 を肯定し、第 2 は、公開買付価格と同額であると判示した。X はこれを不服として本件抗告をしたが、東京高決平成 25 年 11 月 8 日⁽²⁶⁶⁾は、抗告を棄却している。

(2) 決定内容

①東京地決 (ア)「会社法 172 条 1 項 2 号は『当該株主総会において議決権を行使することができない株主』と規定するのみであり、他に基準日後に取得した株主に取得価格決定の申立権を認めない旨の明文の規定は存在しない。また、株主が株式の全部取得に係る株主総会の基準日後に株式を取得した場合であっても、その時点において、当該株主が株主総会の議案を認識しているとは限らず、全部取得に係る株主総会決議が成立することが決定しているものでもない。実質的にも、基準日後に株式を取得した株主は、株式の全部取得に係る株主総会の決議において議決権を有しないとしても、その後の株式の全部取得に係る取得価格決定の申立権までも有しないものと解すべき必然性はなく、全部取得によって株主は強制的に株式を取得されることや、一般的に基準日から株主総会決議の日まで相当の期間が設定される可能性があることに照らすと、基準日後に株式を取得したことをもって、当該株主に対しその投下資本の回収の機会を保障しないと合理的な理由があるもの

事 2031 号 4 頁以下 (2014) は独立委員会の有効性を分析・検討している。

(265) 金判 1427 号 54 頁、資料版商事 355 号 23 頁。

(266) LEX / DB インターネット TKC 法律情報データベース文献番号 25502629

と認めることはできないというべきである。」「その他、**X**が株式取得価格決定の申立制度を濫用し不当な投機的目的のみをもって本件基準日後に**Y**の株式を取得したことを認めるに足る証拠はない」。

(イ)「市場株価のある株式の客観的価値を算定するに当たっては、異常な価格形成がされた場合等、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ことをうかがわせる事情が存しない限り、評価基準時点にできる限り近接した市場株価を基礎として、当該株式の客観的価値を評価するのが相当である」。しかし、「**S**社は、・・・支払不能の状態に陥った上に、・・・債務超過に陥り、・・・平成 25 年 3 月 31 日までに債務超過の状態を解消する具体的な見通しはなかった」。「他方、**S**社の潜在的な収益力や今後の業績見通しに対する投資家の株式市場での評価に照らし、これがゼロであると認めることは相当ではな (い)」。 **S**社が依頼した第三者算定機関である **A**の株式価値算定書では、本件公開買付けを実施しなかった場合として、市場株価法と **DCF**法の各算定結果の平均値を 1対1の比重で平均した結果として、**S**社の株式価格が 1株当たり 703円と算定されている。」「その算定結果に不合理な点は見当たらない。」「したがって、本件取得日における本件株式の客観的価値、すなわち本件 **MBO**が行われなかったならば株主が享受し得る価値としては、・・・1株当たり 703円と認めるのが相当である」。次に、「本件公開買付けを含む本件 **MBO**は、経営者と株主との利益相反関係を踏まえ、これを抑制するための相応の措置が講じられ、株主の利益を踏まえた交渉を経て決定されたものと認めることができる上に、本件公開買付けも適切な情報開示がされた上で株主の多数の賛成を得て成立したものである」ということができ、これらを総合的に考慮すれば、本件買付価格は、本件取得日における **S**社の客観的価値 (703円) に比して相当のプレミアムが付されていると評価することができる。そうすると、本件においては、本件公開買付けに近接した時期に実施された他社の事例におけるプレミアム率は明らかでないものの、本件買付価格は相当であり、本件の株式取得価格も、本件買付価格と同額の 1株当たり 1310円とするのが相当である」。

②東京高決「**S**社は、平成 25 年 3 月 31 日までに債務超過の状態を解消しなければ上場廃止基準に該当するにもかかわらず、平成 24 年 8 月時点では、民事再生手続の申立てを視野に入れた検討を開始しなければならず、債務超過の状態を解消する具体的な見込みがなかったものである。このような **S**社の財務状況からすると、

S社の株式の市場株価が参加人の客観的な企業価値を反映していないことをうかがわせる特段の事情があるということが出来るから、Aの株式価値算定書のとおり、市場株価法とDCF法の各算定結果の平均値を1対1で平均した結果として、株式価格を1株当たり703円としたことは、合理的なものとして是認することができる。・・・そして、703円に20%のプレミアムを上乘せしても843円(703×1.2=843.6)であるから、本件における相当な株式取得価格は1310円を上回らないというべきである」。

(3) 評価

本決定は、①全部取得条項付種類株式の取得決議に係る議決権行使の基準日後に取得した株主も、全部取得条項付種類株式の取得に係る取得価格決定の申立てをすることができる」と判示した最初の公判裁判例である。また、②「ナカリセバ価格」の算定の基礎に市場価格を採用しなかった最初の公判裁判例である⁽²⁶⁷⁾。

(ア)総会基準日に名義書換未了であった株主に株式買取請求権を認めない下級審決定があり、これにつき学説が分かれていることについては既に紹介した⁽²⁶⁸⁾。三宅准教授⁽²⁶⁹⁾は、172条1項1号・2号における株主の要件は株式買取請求権における要件と条文上同様の文言が用いられているので、二つの制度における株主の要件には同じ解釈が妥当すると主張し、中村教授も、株主保護の観点から同様に考えるが⁽²⁷⁰⁾、三宅准教授は、「対抗要件の具備を怠ったため議決権を行使できなかった株主にも同じ解釈がそのまま当てはまるかは疑わしい」として、「この場合は別途考慮する必要がある」とするのに対し、中村教授は、多数決により締め出される株主保護の観点から、172条1項は失念株主にも及ぶと主張する点で相違が見られる。

(267) 弥永真生「全部取得条項付種類株式の取得価格決定を申し立てることができる株主」ジュリ1461号2頁(2013)、「新商事判例便覧655号3087番参照事項」商事2020号88頁(2013)、中村信男「基準日後株主の全部取得条項付種類株式に係る取得価格決定申立権の有無(積極)等」金判1438号2頁、4頁(2014)、松本拓生=鈴木翔平「基準日後の株主による債務超過状態の会社に係る価格決定申立て(セレブリックス事件)金法1990号91頁(2014)、鳥山恭一「総会基準日後に株式を取得した株主による価格決定申立て(株式会社セレブリックス事件)法セ709号121頁(2014)、三宅 新「基準日後取得株主と価格決定申立て」平成25年度重要判例解説108頁。

(268) 旧カネボウ第二次事件(拙稿・法律論叢86巻6号9頁以下)。

(269) 三宅・前掲(注267)109頁。

(270) 中村・前掲(注267)6頁。

鳥山教授⁽²⁷¹⁾は、対価が金銭か株式であるかで扱いを異にする理論をこの場面でも展開し、①金銭が対価の場合には、その意思に反して株式を強制取得されるすべての株主を保護する必要があるので、総会基準日後に取得された株式に加えて、総会基準日に名義書換未了であった株式にも価格決定申立権は認められるが、②株式が対価の場合には、株主の地位に変化はないので、株式買取請求権を認めるか否かは立法政策の問題であり、少数派株主の救済という位置づけを前提とすれば、上記株式には株式買取請求権は認められない、と主張している。

(イ)実質的債務超過会社を吸収合併する際には、存続会社がシナジーを独占してもかまわないから、債務超過会社のMBOの場合にもナカリセバ価格になると解する説⁽²⁷²⁾があるが、原決定は、ナカリセバ価格の算定の基礎に市場価格を採用しなかった。従来の「特段の事情」は、申立人の主張を酌んだものであったのに対し、本件の「特段の事情」は、参加人の事情である点において先例が存在していない⁽²⁷³⁾。

(k) エース交易事件（東京地決平成 25・11・6 金判 1431 号 52 頁）

(1) 事実の概要

利害関係人（以下A社という。）はジャスダック上場会社である。Tグループは、MBOをすることにした。A社は、第三者委員会を設置し、同委員会に公開買付者（以下B社という。）間との協議・交渉権と、A社との費用で第三者委員会が指名

(271) 鳥山・前掲（注 267）121 頁。中村・前掲（注 267）6 頁は鳥山説を批判している。

(272) 藤田・前掲（注 7）304 頁以下。

(273) 中村・前掲（注 267）6 頁は、特段の事情を「投資家に開示された情報以外のもの」、即ち「民事再生手続の申立てを視野に入れた検討の開始」と理解するのに対し、松本=鈴木・前掲（注 267）は、「債務超過状態を解消する見込みがなく上場廃止となる可能性が高かったこと」と理解している。その上で、松本=鈴木は、①「債務超過状態を解消する見込みがなく上場廃止となる可能性が高かった」というだけで、「株式市場が正常に機能しなかったことを示す事情」とは思われぬ事情を「特段の事情」と認定していることには若干の疑問があるし、②本決定の判断枠組みは、投資家が企業価値を判断するために必要な情報が金商法や取引所規則に基づく開示制度によって十分に提供された上で市場株価が形成されていることを存立の前提にしているから、「客観的な企業価値は投資家に開示された情報以外のものも含まれる」として一般的抽象的に否定してしまうのであれば、本決定の判断枠組み自体に合理性が認められないことになるので、裁判所が指摘した上記のような一般的抽象的な理由のみを根拠に本決定の判断を正当化することは、理論的に困難であると批判している。

する者を財務アドバイザーに選任する権限を与えた。その結果、公開買付価格は、292円から301円、305円と上昇し、320円で決着した。上記財務アドバイザーはフェアネスオピニオンを表明した(320円はDCF法による株式価値の評価の範囲内の価格であった)。B社は公開買付けを実施し、86.48%の応募により成立した。その後、A社は、臨時株主総会と普通株式を有する株主を構成員とする種類株主総会を開催し、定款変更と全部取得条項付種類株式の取得日等を決議した。議決権行使の基準日後に株式を取得した3名の株主が、株式取得価格の決定を申し立て、1株357.6円以上であると主張した。これに対し、A社は、①申立人の申立適格を否定するとともに、②取得価格は公開買付価格と同額であると主張して争った。①についてはセリブックス事件と同様の内容の決定が下されているので、紹介を省略し、②のみを紹介する。

(2) 決定内容

(ア)「通常であれば、公開買付けの公表前1か月間の市場株価の終値の平均をもって算定した価格を当該株式の客観的価値とみてよいものと解される」。「本件公表日当時、株式市場は平成24年11月以降急激な上昇局面にあり、利害関係参加人の株式の市場株価も大きく上昇していたのであり、このような利害関係人の市場株価の動向に照らすと、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本件公表日前1か月間と設定することは相当ではなく、本件公表日前3か月間と設定するのが相当であり、その算定方法としては、VWAPを用いるのが相当である」。「以上によれば、本件取得日における利害関係人の株式の客観的価値は、1株当たり246円であると認めるのが相当である」。

(イ)「本件公開買付価格である320円は、本件取得日にける利害関係参加人の株式の客観的価値である246円に対し、約30%のプレミアムを付加した価格であり、低きに失するものとはいい難い」。「本件公開買付価格である320円は、利害関係人の株式の客観的価値のみならず、強制的取得により失われた今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格を適切に織り込んだものであったというべきである」。

(3) 評価

まだ判例批評は公表されていない。全部取得が行われなかったならば株主が享受する価値の算定基準が、公表日(平成25年2月8日)前1か月から3か月に改められている点のみが本決定の特徴である。期間伸張の根拠は株式の市価の上

昇と日経の記事に過ぎない。

八 結び

- (1) 今まで上場会社の反対株主等の株式買取請求または取得価格の決定の申立てにおいて下された決定とその評釈を紹介してきた。その結果、様々の論点が明らかになった。当初、これらの論点を整理し、検討する予定であったが、決定等の紹介にスペースを取られたため、極部分的な整理・検討に止めざるを得なくなった⁽²⁷⁴⁾。残された成果は、別な機会に公表したい。
- (2) 本研究で明らかになったことは、わが国の裁判所が市価を極めて重視する点である⁽²⁷⁵⁾。従来事案の概要において、算定を委託された機関は、DCF 法等三つ

(274) ①平成 26 年の会社法改正に伴い、株式買取請求の効力発生日は組織再編等の効力発生日に統一された（会社法 117 条 6 項・470 条 6 項・786 条 6 項・798 条 6 項・807 条 6 項・182 条の 5 第 6 項）。その結果基準時は請求権行使時から効力発生日に変更されたと考えるべきか（同旨 川島いずみ「反対株主の株式買取請求権」江頭憲治郎編『株式会社法大系』213 頁〔有斐閣 2013 年〕）問題となる。「代金支払時」の株式買取の効力の廃止は、代金を支払わない限り株主に留まる結果の不当性の除去を目的とするものである（岩原紳作「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説」別冊商事 372 号 45 頁、太田洋編『速報！会社法改正』168 頁・169 頁〔清文社 2012 年〕等）、算定基準時を改めるものではない（江頭・前掲注 2（第 5 版）834 頁注 9 など通説）。また、②会社法 172 条 1 項「同項の株主総会の日から 20 日以内に」は、申立期間の前に取得日が到来することがありえ、取得日以降に取得価格決定の申立てがなされた場合には、法律関係が複雑化するおそれがあるので、こうした事態を避けるため（岡伸浩編『平成 25 年会社法改正法案の解説』146 頁〔中央経済社 2014〕等）、「取得日の 20 日前の日から取得日の前日までの間に」に改正され、③平成 26 年改正前会社法には、取得の通知や公告の手続がなかったので、議決権を行使できない株主は、株主総会の開催を知らないまま、価格決定の申立期間を徒過するおそれがあることから、②の改正に合わせ、取得日の 20 日前までに通知又は公告をしなければならないという手続が新設された（同 172 条 2 項・3 項。新谷 勝『詳解改正会社法』135 頁〔税務経理協会 2014〕、二重橋法律事務所編『Q&A 平成 26 年改正会社法』227 頁〔金融財政事情研究会 2014〕など）。このような経緯からすると、松尾橋梁株式会社事件決定（七 g）は、改正後は維持できず、AC デコール事件最決のような見解になると解される。

(275) 算定の基準日前の一定期間の平均株価を採用する方法は、市場株価平均法と呼ばれる（谷山邦彦『バリュエーションの理論と応用』（中央経済社 2012）177 頁以下）。一定期間は、3 か月（エース取引事件）、6 か月（あおみ建設事件、レックス・ホールディングス事件原決定、サンスター事件原々決定）、1 年（サンスター事件原決定）の場合もあるが、普通は 1 か月である（保安工業事件、日本コマース投資法人投資口事件、楽天

の計算方法を用いて株価を算定した旨が述べられるのが普通であるが⁽²⁷⁶⁾、DCF法の適用を認めた事例は、旧カネボウ第一次事件⁽²⁷⁷⁾、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件⁽²⁷⁸⁾およびセリブレックス事件⁽²⁷⁹⁾のみである⁽²⁸⁰⁾。サンスター事件において、大阪地決は、近接した時期の市場株価が判明している場合には、DCF法ではなく市場株価を基に判断すべきであるとし⁽²⁸¹⁾、サイバードホールディング事件において、東京地決は、DCF法の適用は失当であると判示している⁽²⁸²⁾。この点は、デラウェア州裁判所が市場株価を信用せずに、DCF法による株式価値の評価を偏好すると著しく異なっている⁽²⁸³⁾。江頭憲治郎教授は、

事件原々決定、協和発酵キリン事件、インテリジェンス原々決定、ダブルクリック社事件、パナソニック電工事件、三洋電機事件、テクモ事件原々決、サイバードホールディング事件、オープンループ事件、松尾橋梁事件、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件、ポリプロ事件)。平均には、単純平均と加重平均とがあるが、後者の方法が普通用いられる。

- (276) 神田秀樹「会社法における株式の公正な価格の決定」岩原伸作等編集「会社・金融・法下巻」139頁、149頁(商事法務2013年)によると、「筆者が見聞したかぎりでは、M & A等に関する企業価値算定の実務においては、株価を基礎とした類似会社比較法(マルチプル法)の利用が主流である」とのことである。MBO事件には日経の記事を引用してプレミアムの平均を指摘する決定が多いのは事実である。
- (277) 拙稿・法律論叢86巻6号4頁以下参照。
- (278) 本号31頁以下参照。
- (279) 本号41頁以下参照。市場株価とDCF法を1対1の比率で使用している。
- (280) オープンループ事件の札幌地決は、「本件公開買付けの価格でもある4000円をもって本件株式の取得の価格とすると・・・DCF法により算定されるY社株式の価格に近似することとなり、・・・合理的である」と述べているので、DCF法をも考慮に入れている。
- (281) 拙稿・法律論叢87巻1号40頁以下参照。DCF法を使用しない理由は、用い方で結果が大きく異なることである。
- (282) 本号1頁以下参照。
- (283) デラウェア州最高裁判所は、Weinberger v. UOP, 457A.2d 701 (Del. Supr.1983)において、従来採用していたDelaware Block Methodを時代遅れとし、DCF法を認めた。(Delaware Block Methodの内容とその批判については酒井太郎「デラウェア・ブロック・メソッドの凋落と株式買取請求権の変容—米国の株式評価理論と買取請求権」一橋論叢112巻1号112頁以下(1994)に詳しい)。Andreas M.Königshausen, Squeeze-out in den USA und Deutschland, Eine rechtsvergleichende Untersuchung, S.93ff.によると、Delaware Block Methodには構成要素のウエイト付けが不明である等の欠点がある。人気のある評価方法として資本金キャッシュ・フロー評価法(Capital Cash Flow Valuation Method, CCF Method)と類似会社比較法(Comparable Company Analysis)があるが、各々些細な欠陥がある。DCF法は、「買取請求手続において少数株主の株式の評価を行う正しい方法である」が、不公正かつ効果がないとみなされる二つの理由が存在する(①加重平均資本コスト[WACC: Weight-Average Cost of Capital]は、会社の資本構造が変化しないときには正しいが、会社の資本構造は時間につれて

「日本の現在の裁判実務は、効率的資本市場仮説⁽²⁸⁴⁾の信頼し過ぎと申しますか、悪く言うと、私は、現実の市場株価の「物神崇拜」と言っているのですが、そういう状況があるのではないかという点が懸念されます」と述べている⁽²⁸⁵⁾。ドイツ文献も効率的市場仮説 (**Efficient Market Hypothesis (EMH)**) の説明にかなりの頁数を割くものの、信頼し過ぎることはないように思われる⁽²⁸⁶⁾。その他、わが国では株価に統計学的手法 (回帰分析⁽²⁸⁷⁾) を適用して補正を加えたインテリジェンス事件原決定⁽²⁸⁸⁾ およびイベントスタディ分析 (**event studies, Ereignisstudien**⁽²⁸⁹⁾) を適用した事件としてテクモ事件原々決定がある。株価の評価は「企業価値」からアプローチする方法⁽²⁹⁰⁾と「上場株式の株価」からアプ

変化するから、調整をしないと、ほとんど常に少数株主の株式の過大評価になる。② DCF 法はキャッシュ・フロー及び金利予測の相違から、株式がどのように評価されるか予想できない。) 一方、CCF 法は、DCF 法に比較して二つの長所を有している (① 資本構造と無関係なので過大評価はない。② WACC と異なり投資財産コストを使用するので、不確実性が減少する。) もの、裁判所は DCF 法を使用している、と述べている。アメリカの DCF 法については吉村一男「デラウェア州裁判所における DCF 法による株式価値評価の審査基準」ビジネス法務 2012 年 6 月号 114 頁以下に詳しい。鈴木一功編著『企業価値評価実践編』(ダイヤモンド社 2013 年) は DCF 法による企業価値算定の手順を詳細に説明している。

- (284) 効率的市場仮説については小林孝雄・芹田敏夫『新・証券投資論』233 頁以下 (日本経済新聞 2012 年) を参照されたい。
- (285) 江頭憲治郎「裁判における株価の算定—日米比較をまじえて—」司法研修所論集第 122 号 36 頁以下 (2012)。
- (286) Johannes Adolff, *Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft* は 2007 年に Beck 社から公開された *Habilitationsschrift* である。ドイツにおいてこの領域における必読書になっていると推測されるが、その S.16ff., 499 は、ニュースは非常に素早く相場に織り込まれるという情報効率性 (**Informationseffizienz**) を肯定するものの、市場の出来事は、市場による株式と上場企業の「基本的に正しい」評価に向かうという規則性を迎えるという資源配分の効率性 (**Allokationseffizienz**) は否定している。
- (287) 回帰分析を解説した文献は何冊か出版されているが、岩田暁一『経済分析のための統計的方法 (第 2 版)』194 頁以下 (東洋経済新報社 2011) をお勧めする。
- (288) 拙稿・法律論叢 86 巻 6 号 51 頁以下参照。
- (289) Adolff によると、イベントスタディ分析の先駆者は、Ball and Brown, Fama, Fisher, Jensen, Roll であり、70 年代からは、イベントスタディの数が恒常的に増加しているとのことである。Adolff, aaO(Fn.286), S.121. イベントスタディ分析は異常リターン (**abnormal returns, abnormal Renditen**) の測定が核心である。
- (290) 日本公認会計士協会から『企業価値評価ガイドライン改定版』(2013 年) が出版されている。

ローチする方法があるが⁽²⁹¹⁾、市価は **random walk** するので、モデルの妥当性を実証分析しようとする計量経済学の評価方法を用いると「専門的で、到底平易でない」作業に裁判所が直面することになる。そこで、「他に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」という須藤正彦最高裁判所裁判官の指摘⁽²⁹²⁾は十分に理解することができるが、専門委員制度が導入されたことより、このような状態に留まることは、わが国の法律実務にとってよいことなのか危惧する次第である。

(3) 株式買取請求の際の「公正な価格」の算定枠組みに関し、下級審は、従来、①組織再編が相互に特別な資本関係がない独立した当事会社間のものであるか、②そうでないかで区別する見解を採用してきた⁽²⁹³⁾。①の場合には、合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至るであろうから、一般に公正と認められる手続によって効力が発生したと認められるときには、組織再編行為自体による企業価値の毀損、不利益な条件による株主価値の毀損、シナジーの不適當分配などの特段の事情がない限り、価格は公正と推認されるが、②の場合には、企業価値ないし株主価値が毀損されたのではないかと疑われる事情が存在すると疎明されたときには、詳細の事情を把握している当事会社が公正性を確保するために手厚い措置を講じたより透明性の高い手続により進められたことを明らかにする必要がある、と判示して来た。これに対し、最高裁判所は、第1段階として企業価値の増加が生じたか否かで区別する立場を採用する⁽²⁹⁴⁾。次いで、企業価値の増加が生じた場合には、増加した企業価値の分配の公平性を判断する。当事者間に特別な資本関係がある場合にどのようなかにつき最高裁はその立場を示していないが、相互に特別な資本関係がない会社間においては、取締役は会社およびその株主の利益にかなう計画を

(291) 例えば手嶋宣之『ファイナンス入門』（ダイヤモンド社2011）33頁以下は、「株式の評価」と「企業価値の評価」を別立てで説明している。

(292) テクモ事件における須藤裁判官の補足意見、民集66巻3号1791（837）頁以下（拙稿・87巻1号8頁注116）。

(293) 保安工業事件、日本コマース投資法人投資口事件、協和発酵キリン事件、ダブルクリック社事件、テクモ事件原々決定。

(294) 企業価値の増加の有無に着目する理由は、平成17年改正の趣旨が、組織再編によるシナジーが発生する場合にはシナジーの発生等により増加した企業価値を反映させた価格を買取価格とすることであったため、その改正の趣旨に従ったからであると解されている。飯田・前掲（注132 法教）27頁。

作成することが期待できるだけでなく、株主は自己の利益がどのように変化するかなどを考慮した上で、株主総会で投票するといえるから、公正性については、原則として、株主及び取締役の判断を尊重すべきである。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、株式の価格は公正とみるのが相当である、とする⁽²⁹⁵⁾。他方、シナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合に、増加した企業価値の適切な分配を考慮する余地はないから、公正な価格はナカリセバ価格となる、と主張している⁽²⁹⁶⁾。最高裁の決定の蓄積が少ないために、最高裁は、企業価値の増加の有無については独立当事者間の組織再編であっても裁判所は積極的に独自に評価する立場を採用しているのか⁽²⁹⁷⁾、それとも、下級審判例の枠組みに従う⁽²⁹⁸⁾のか議論されているのが現状である。

これに対し、MBOの場合、①常に利益相反関係者がいる点⁽²⁹⁹⁾と②残存株主に退出するか否かの「選択の余地がない点」において、反対株主の株式買取請求権とは異なることが指摘され⁽³⁰⁰⁾、MBO型スクイーズアウトの場合、①利益相反性（エイジェンシー問題）、②情報の非対称性、③公開買付けの強圧性以外にも、相違点が多く、セルアウト型の修正というだけでは、適切でないとの指摘もなされている⁽³⁰¹⁾。指摘はもっともであるが、MBOの公正なる価格の算定方法は、判例として、ほぼ確立した状況にあるように思われる。ただしプレミアムの算定方法は不明瞭である。

(295) 前掲最決平成 21 年 5 月 29 日（レックス・ホールディングス事件。MBO であるためシナジーは対象外。旧レックス側がプレミアム（企業価値増加分）判定資料を開示しないため、裁判所は他社の例よりを認定）、前掲最決平成 24 年 2 月 29 日（テクモ事件。企業価値の増加を認定）。

(296) 前掲最決平成 23 年 4 月 19 日（TBS 事件。企業価値の増加も毀損もないと認定）、前掲最決平成 23 年 4 月 26 日（インテリジェンス事件。企業価値が毀損されたと認定）。

(297) 飯田・前掲（注 132 法教）31 頁参照。

(298) 飯田・前掲（注 132 法教）30 頁参照。

(299) 山本・前掲（注 213）73 頁以下。

(300) 川島・前掲（注 274）203 頁。

(301) 越智保見「株式価格決定に関する MBO 型スクイーズアウトとセルアウト型の比較と事例研究」早稲田法学 86 卷 4 号 1 頁以下（2011 年）。

追補：(1)テクモ事件の差戻後抗告審決定（東京高決平成 25 年 2 月 28 日判タ 1393 号 239 頁）が公表されていた。本決定は、「本件株式移転による経営統合により、・・・プラスのシナジーが生じているものと認めるのが相当である」とした上で、当日までに反映されるべき諸事情を十分に織り込み、偶発的要素の影響を受けていないので、買取請求日の市場株価（1 株 691 円）が「公正な価格」であるとしている。神田・前掲（注 276）159 頁は、「最高裁は類型Ⅱ（比率不公正事例）における毀損なしと判断して破棄差戻しをしたように読める」のに、本決定は、類型Ⅰ（なかりせば事例）における毀損はないと認定したように読めるので、「類型Ⅰか類型Ⅱかに関して最高裁決定とずれている感じがある」と述べている。弥永真生「株式移転における株式買取価格決定」ジュリ 1465 号 103 頁（2014 年）は、企業価値の毀損がないと事実認定した本決定の説得力には疑問が残ること、客観的根拠を示すことなく、本件株式移転による経営統合によりプラスのシナジーが生じるとしていることなどより、決定要旨は疑問と評価している。

(2)グッドマンジャパン事件決定（東京地決平成 25 年 7 月 31 日資料版商事 358 号 148 頁）は、株主総会の開催後に種類株主総会が開催された場合、種類株主総会の日が申立期間の起算日となると判示したが、平成 26 年会社法改正で 172 条 1 項が改められたので、意義を失った。しかし、非公開化の公表前 6 か月の市場株価の終値による出来高加重平均値に、約 15.75 % のプレミアムを付加した価格が公正な価格とする部分は、効力を有している（本件評釈として新商事判例便覧 657 号 3095 番商事 2025 号 50 頁、鳥山恭一「少数派株主締出しの際の価格決定の申立期間」法セ 711 号 135 頁〔2014〕参照）。