

商事判例研究

深澤泰弘

- 1 上場会社にかかるMBOを目的とする株式公開買付けにおける全部取得条項付種類株式の会社法172条1項にいう取得の価格(公正な価格)について、株式の客観的価値は同株式の取得日における株式市場価格(株価)によるものとし、これに相当のプレミアムを加えた価格とするのを相当とした事例
- 2 相手方会社の株式については、上記取得日に近接した時点で上場が廃止されたから、その時点での株価を当該株式の客観的価値とすべきところ、本件においては経営陣により株価を安値に誘導する工作が行われた疑いがあることを考慮し、公開買付けが発表された日の1年前の株価に近似する価格を客観的価値とした事例
- 3 公開買付けにおける上記プレミアムを20%とした事例

平成21年9月1日大阪高裁第11民事部決定、平成20年(ラ)第950号株式取得価格決定に対する公告事件、原決定変更【許可抗告不許可、特別抗告棄却】金融・商事判例1326号20頁
原審=平成20年9月11日大阪地裁決定金融・商事判例1326号27頁

【事実の概要】

Y(被申立人、相手方)は、オーラルケア、コスメタリー、その他の事業に係る製商品の製造・販売を主な事業内容とする昭和21年創業、昭和25年設立の株式会社であり、その株式は昭和36年大阪証券取引所第2部上場、昭和41年同第1部上場されたが平成19年7月26日付で上場廃止となった。X(申立人、抗告人)は平成19年2月16日にYの株式1000株を手数料込で64万9662円で取得した者である。

平成18年11月10日、Yは業績の下方修正を発表した(以下「本件下方修正」という)。平成19年3月の業績予想(連結)は、前回予想が、売上高733億円、経常利益39億円、純利益20億円であったが、売上高715億円、経常利益35億円、純利益17億円とされた。

平成19年2月14日、Yの代表取締役会長が代表者を務めるAの100%子会社であるBが、Y株式の公開買付け(以下「本件公開買付け」という)を発表した(買付期間平成19年2月15日から3月15日まで、買付価格1株650円)。本件公開買付けの公表では、本件公開買付けはYの筆頭株主であるC以外から発行済全株式を取得しようとする目的のものであって、経営陣によるMBOの一環として行われるが、BおよびAはYの従業員に対して働きかけを行い、Yの従業員持株会での株式保有継続またはAもしくはYへの新たな出資を奨励する予定であり、それが実現すればMEBOとしての性格をも有することになるとしていた。同日、Yは本件公開買付けに賛同する意見を表明し、さらに平成19年3月期の期末配当予想を従来の5円から無配に修正した。

同年5月18日付で、Yは全部取得条項付株式等の発行のための定款変更およびその取得に関するお知らせを通知した。Xはいずれもこれに反対の通知をした。

同年6月25日に、Yの株主総会(以下「本件株主総会」という)が開催され、①Yが種類株式発行会社となり、450万株未満の株主から1株当たり650円の金銭を対価にて取得できる旨を定めた取得条項付種類株式(第1種種類株式、以下「本件取得条項付株式」という)を発行する旨の定款変更(以下「定款変更①」という)が決議され、②定款変更①による変更後の定款を変更し、Yの普通株式に全部取得条項を付す旨の定めを新設し、この全部取得条項付株式の内容として、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、全部取得条項付株式1株と引換えに、本件取得条項付株式1株を交付する旨を定め(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、取得日を同日として全部取得条項付株式を全て取得し、全部取得条項付株式1株と引換えに本件取得条項付株式1株を交付する決議(以下「本件決議」という)がされた。さらに、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。Xは上記決議のいずれも反対した。

同年7月26日、Yの株式は上場廃止となり、同年8月1日、全部取得条項付株式の全部取得の効力が発生し、本件取得条項付株式が交付された。Yの取締役会は本件取得条項付株式の取得日を同年8月17日とし、同日、A、B、Yの従業員持株会以外の株主の本件取得条項付株式が取得された。Xは会社法172条1項(以下単なる条文番号は会社法を指すものとする)に基づき、取得価格の決定を裁判所に申し出た。

原決定は、172条1項にいう取得の価格とは、全部取得条項付株式の取得日における客観的な時価に、株式を取得される株主にも分配すべき利益の合計であるとした上で、市場株価が存在した企業の株価は、それが当該企業の客観的価値を反映していないと認められる特段の事情のない限り、評価基準時点に近接した市場株価を基本として株式の時価を評価すべきであるとした。そして、Yの株式においては公開買付けの発表日である平成19年2月15日の前日から過去6ヵ月間の終値の単純平均値548円をもってその基準値とするのを相当と認め、本件公開買付けの買付価格である650円は、公開買付け応募率が約87%であることから、市場において一定の合理性を有するものと評価され、公正な価格も同額が相当であると認めた。これに不服のXは即時抗告を行った。

【判旨】

(1) 価格決定の申立てについて

「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。」

(2) 全部取得条項付株式の価格

ア 市場価格について

当該株式の取得の効果が生じる本件取得日における公正な価格をもって、その取得価格と決定すべきこととなし、上場会社においては、意図的な人為操作などが無い限り、その当時の市場価格を基準に定めるべきとした。したがって、本件取得日における株価も、上場廃止の日に近接する一定期間の市場価格の平均値とすべきであるが、本件公開買付け公表以降の株価

は、「その買取価格に束縛されて形成されたものであり、その当時の相手方の株式について客観的な価値を体現しているとはいいがたい」として株価算定の基準から排除した。また、「MBOを計画する経営者は、株主に対してはその利益を図るべき善管注意義務がありながら、MBOが実施された際、あるいはその後の再上場を行う際に、自己の利益を最大化するために、対抗的公開買付けを仕掛けられない範囲内で、自社の株価を出来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、株価に対する影響もなかったといえることから、株主に対する利益配当を回避し、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については、MBOの準備を開始したと考えられる時期から、公開買付けを公表した時点までの期間における株価については、特段の事情のない限り、原則として、企業価値を把握する指標として排除すべきもの」とした。

そして、「Yの株価は平成16年ころ以降、300円台から400円台の間を維持していたところ、平成17年半ばから漸次上昇し、平成18年1月には一時最高値815円を記録し、同月25日から同年2月13日までは700円から799円の間を保ち、以後は下落して平成19年2月14日まで500円台から600円台の間を上下していたことが明らかである。また、「公開買付けを公表した平成19年3月期に前年度から大きく収益力が落ち込み、MBOが実施されることで回復が見込まれるに至ったというのも不自然である」として、「Yの上記取得日における公正な価格を算定するについての基準となる株価は、公開買付けを発表した一年前の株価に近似する700円と認めるのを相当」とした。

イ プレミアムについて

「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(スクイーズアウト)、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」である。

そして、「そのような付加価値は、MBOを実施するについて作成されることとなる株価算定についての評価書を基礎として計算されるべきところ、本件MBOを実施するについて被買収者たるYの依頼により作成されたKPMG評価書は…その基礎となるべき資料については必ずしも信用を措くことはできず、同評価書を分析して相手方の株式について上記プレミアムを計算することはできないから、上記プレミアムは合理的な資料により裁判所の裁量によって決められるべきもの」とした。

これにより、本裁判所は、平成18年1月以降に実施された他のMBOの事例におけるプレミアムの中央値や平均値、平成17年から平成19年におけるTOBのプレミアムの平均値、およびYの公開買付けにおけるプレミアムを考慮して、本件プレミアムを20パーセントとした。

したがって、「平成19年8月1日における相手方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」とした。

ウ Yの主張について

Yは、「公開買付けの対象となったYの株式(全株式の約87パーセント)の株主が本件公開買付けに賛同したのであるから、Yの定めた650円という買付価格は相当広範な株主や市場に支持されたものであり、公正な価格である」と主張した。

しかしながら、「MBOにあっては透明性のある手続きが要請される場所、Yにおいては買付価格の算定に当たり参考とした唯一の評価書であるKPMG評価書を公表していないこと、Bにおいては、公開買付けの開始を株主に知らせる通知書に、公開買付けに応じない株主については、端株しか受け取れない場合、これが売却されるが、その価格は同会社の定めた本件公開買付価格と異なることがあり得ること、当該株主が株式買取請求権を行使し価格決定の申立てを行っても、端株しか保有しない株主について、裁判所がこれを認めるか否かは必ずしも明らかでないこと、裁判所の定める買取価格及び取得価格は公開買付けの取得価格と異なることがあること、公開買付けに応じない株主は、その後の必要手続等に関しては、自らの責任において弁護士等に確認し、判断されたいことが記載されていて、企業価値研究会のいわゆる「MBO報告書」において避けるべきとされている「強圧的な効果」に該当しかねない表現が用いられていること(現実に、Yにおいては、本件公開買付けを発表した後に配当を0とし、スクイーズアウトの方式を意図的に変更して、反対株主について、当初には予定しなかったみなし配当所得による課税の不利益を課している。)、本件公開買付けに対しては対抗的なTOBが実施されようとしていたことがあることからすると、多数の株主が本件公開買付けに応じたとはいえ、その価格が公正な価格であることを承認した上のことであるということにはならない」。

また、Y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発表された後に、Xが相手方の株式を取得したことをもって、Yが同価格をもってスクイーズアウトを受けることを知悉しながらYの株式を取得したというべきであるから、X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」として、Yの主張を採用しなかった。

【研究】

1 本決定の意義

本件は、MBOにおけるスクイーズ・アウトの手段として利用された全部取得条項付種類株式の取得価格を争った株式取得価格決定事件である。裁判所が172条1項の「取得価格」について初めて判断を下した事例は、レックス・ホールディングス(以下「レックス」という)事件(①東京地裁決定平成19年12月19日判例時報2001号109頁、②東京高裁決定平成20年9月12日金融・商事判例1301号28頁、③最高裁決定平成21年5月29日金融・商事判例1326号35頁)¹⁾であるが、本件はそれに続く2つ目の事例であり、本決定はレックス最高裁決定の後になされた5番目の決定である。このように実際に裁判所で争われた事例はまだ少なく、また本決定はレックス事件の各決定とも本件の原決定(④大阪地裁決定平成20年9月11日金融・商事判例1326号27頁)とも異なる

1) 最高裁決定まで踏まえたレックス事件に関する論稿・判例評釈として、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔上〕〔中〕〔下〕—「公正な価格」の算定における裁判所の役割—」商事法務1875号4頁以下(2009年)、1876号4頁以下(2009年)、1877号24頁以下(2009年)、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—」金融・商事判例1325号8頁以下(2009年)、1326号2頁以下(2009年)、若松亮「レックス株式取得価格決定申立事件(高裁決定・最高裁決定)」奈良輝久=清水建成=日下部真治=十市崇編著『最新M&A判例と実務—M&A裁判例および買取規制ルールの現代的展開』465頁以下(判例タイムズ社、2009年)、弥永真生「全部取得条項付株式の価格の決定」ジュリスト1384号98頁以下(2009年)、品川仁美「判批」法学73巻3号120頁以下(2009年)等参照。

るアプローチが用いられている点があるため、検討に値する事例であると思われる。

そこで、以下では原決定およびレックス事件の各決定(特に東京高裁決定と最高裁決定の田原裁判官の補足意見)と比較しながら本決定の検討を行う。本件の論点は多岐にわたるため、判旨の順に従い検討していく。

2 価格決定の申立てについて

本件では、全部取得条項付種類株式の取得の対価について、全部取得条項付種類株式1株と引換えに、450万株未満の株主から1株当たり650円の金銭を対価にて取得できる旨を定めた取得条項付種類株式1株を交付すると予め定款で具体的に規定していたことから、172条1項に基づき価格決定の申立てを行うことができるかということが問題となった。

原決定は定款変更時から取得時までの間に貨幣価値や企業価値が変動している可能性があるため、定款変更時点では異論がなくても取得決議時点では異論がある可能性があること、本件決議は、全部取得条項付株式を取得する旨とその取得日を決めることによって、取得の対価も決定したことになることを理由に価格決定の申立てを認めた。本決定でも、本件決議は形式的には取得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として、価格決定の申立てを認めた。

これに対して、取得対価の内容について定款で具体的に規定されている場合には、全部取得条項付種類株式の取得のための株主総会(171条1項)において取得対価を決定する際に、その決議の内容が定款変更時に定めた内容に拘束され²⁾、株主は取得価格を争うことはできず、取得価格に不満のある株主は全部取得条項を付す定款変更時に株式買取請求権を行わなければならないという見解がある³⁾。

確かに定款に具体的に規定されれば取得対価が明確になり、それに不満のある株主は株式買取請求権を行使すればよく、172条1項によって救済する必要はないであろう。しかし、本件の場合、全部取得条項を付す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、同日が効力発生日であるので、株主は買取請求権を行使できない⁴⁾。このような場合にも、株主が172条1項に基づき価格決定の申立てを行えないのであれば、裁判所による価格決定という少数派株主保護の規定は意味をなさないことになる。したがって、本決定が結論として172条1項に基づく価格決定の申立てを認めたことは妥当であると言える。しかし、特に本件のように株式買取請求権が行使できないといった場合⁵⁾や、定款変更時と取得時の貨幣価値や企業価値の変動が著しいと言った場合等の特段の事情がある場合に限定せずに、定款で取得対価の内容が具体的に規定されている場合であっても常に172条1項に基づき価格決定の申立てを認めるのであれば、定款で取得対価の内容を具体的に規定した意味がなく、そこまで株主を保護する必要があるのかについてはなお検討する必要があるものと思われる。

2) 相澤哲『一問一答新・会社法〔改訂版〕』50・51頁(商事法務, 2009年)。

3) 酒巻俊雄=龍田節編集代表『逐条解決会社法第2巻株式・1』453頁〔河村尚志〕(中央経済社, 2008年)。

4) 十市崇「サンスター事件大阪高裁決定の検討〔上〕」商事法務1880号9頁(2009年)参照。

5) これに対し、弥永真生「全部取得条項付種類株式の価格決定」ジュリスト1387号105頁(2009年)では、本件は株式買取請求権がなしかつてもかかわらず、172条に基づく価格決定の申立てをなしうるとした点で、または、そのような解釈を前提としている点で意義を有すると述べる。

3 全部取得条項付株式の価格決定について

3. 1 客観的価値について

本決定では、当該株式の取得の効果が生じる本件取得日における「公正な価格」をもって、172条1項にいう取得価格と決定すべきとし、上場会社においては、意図的な人為操作がない限り、その当時の市場価格をその基準として、評価の精度を高めるために継続的な一定期間の平均値を算定すべきとした。そして、公開買付け公表日以後の株価に関しては、公開買付け価格に市場価格が束縛されるので客観的な価値が体现されているとは言えず株価算定の基準に含めないとした。これらの点に関しては原決定およびレックス事件も同様の立場をとっており、妥当であるといえよう。

問題は、公開買付け公表日以前の株価からどのように本件株式の客観的な市場価格を算定するかである。本決定は公開買付け公表以前に業績の下方修正がなされているが、この下方修正をどのように評価するか、そして下方修正以後の株価を市場価格の算定の判断材料とするか否かで原決定と大きく判断が分かれた。また、本決定は、同様に公開買付け以前に業績の下方修正を行ったレックス事件の東京高裁決定とも異なったアプローチをとっている。

原決定は、公開買付け公表日以前は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、株価の算定の基準に適切なものであるとし、ただ株価は時々の事情により左右されるから平均値をもって客観的価値を割り出すべきだとして、公開買付け公表日の前日から6ヵ月間の平均値が客観的価値であるとしている。そして、本件下方修正の発表は、市場価格を適切に形成するための適時開示にすぎず、本件下方修正により市場株価に大きな変動があったということもできないとして、本件下方修正は特段の事情に該当しないと判断した。

また、レックス東京高裁決定では、業績の下方修正は「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…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」と述べるも、これが「著しく恣意的で合理性を欠くものであるとか、誤った情報によって株価を操作するものである」とはいえないこと等を理由に、下方修正以後の期間を含む公開買付け公表前日から6ヵ月間の株価を基礎とすべきであるとした。

原決定とレックス事件の東京高裁決定では、下方修正以後から公開買付け公表前までの株価について、若干異なる評価をしているものの、これを排除しなければ取得日における株価の客観的価値が導き出せないほどの特段の事情には当たらないとして、公開買付け公表前6ヵ月間の株価の平均値を客観的価値とした。

これに対して、本決定は、MBOの準備を開始したと考えられる期間における株価については、特段の事情のない限り、原則として、企業価値を把握する指標から排除すべきとし、原決定やレックス東京高裁決定とは異なり下方修正後公開買付け発表前の株価は一切考慮に入れなかった。そして最終的に、原決定やレックス東京高裁決定のように一定期間の平均値を客観的価値とするのではなく、公開買付けの「1年前」の株価に「近似する」700円を基準となる株価とした。

本決定とレックス東京高裁決定とを比較すると、レックス東京高裁決定では、MBOの実施を念頭においてなされた下方修正が著しく恣意的で合理性を欠くような場合や株価操作を導くような場合にのみ、例外的に株価の算定要素から排除すべきとしている。これに対して、本決定では、MBOの準備を開始したと考えられる期間の株価は原則として排除し、特段の事情がある場合にのみ例外的にその期間を算定要素に加えるとしており、原則と例外が逆転しているよう

に見える。

本決定が、このような期間の株価を排除すべきとする理由として、MBOが実施された際に経営者が自社の株価を出来る限り安値に誘導するよう作為をおこなうことは見やすい道理であることを挙げる。確かにMBOには構造的に経営者の利益相反性があるが、それはレックス事件においても同様である。本決定は、本件が①金融投資家主導型MBOではなく、経営者主導型MBOであったこと⁶⁾、②Cと持株会以外に5パーセント以上保有する株主が存在しなかったこと⁷⁾等を理由に、本件をレックス事件に比べて利益相反性の程度が高い事案であると判断したのかもしれない⁸⁾が、そのような理由が特に示されているわけはなかった。したがって、本決定が当該期間の株価を何故排除するのかについて明確な理由が示されているとはいえない。

また、仮に当該期間の株価を排除することが妥当であるとしても、それならば本件において裁判所が認定するMBOの準備段階に入った期間とはいつなのだろうか。本決定ではこの点について何の説明もなされていないのに、公開買付けの1年前の株価を基準としている。しかし、何故「1年前」なのかについては疑問を持たざるを得ない⁹⁾。さらに本決定は、原決定やレックス事件の各決定のように一定期間の終値の平均値を採用する算定方法ではなく、公開買付けの1年前の株価に「近似する」価格を採用している。確かに、レックス東京高裁決定が客観的価値を下方修正公表前6ヵ月間の株価の終値の平均値で算出したことに関しては批判的見解もあるが¹⁰⁾、それは期間の設定に問題があるとするもので、一定期間の株価の平均値から客観的価値を求めること自体を否定しているわけではない。また、本決定においても、「市場価格の決定については、継続的な一定期間の平均値を算定して、評価の精度を高めるべき」であると説示しているのであるから、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であろう¹¹⁾。

さらに、本件下方修正の評価についても疑問が残る。本決定は、業績の下方修正が株価の安値誘導を画策する工作の一つではないかと疑う。しかし、本件下方修正の公表自体は大阪証券取引所の規則¹²⁾上、開示が必要とされる場合に該当していたためにやむを得ないものであった。また、下方修正後の株価に大きな影響はなかったことなどを考慮すると、下方修正に至る経緯などに不当性があると言った株価の安値誘導を引き起こす具体的な理由があるのならばともかく、そのような理由を示すこともなく本件下方修正から株価への安値誘導を画策する工作の一つであると疑うことは妥当でない。

6) 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」商事法務1848号8頁(2008年)では、レックス事件におけるMBOが外部投資家主導型MBOであったため、買取者と株主の間は独立当事者間取引であったと認定することも十分可能であったとしてレックス東京高裁決定を批判する。また、経営陣主導型と金融投資社主導型の分類に関しては、十市崇「新しい公開買付規制とマネージメント・バイアウト(MBO)」Lexis企業法務14号45頁以下(2007年)参照。

7) 十市崇「サンスター事件大阪高裁決定の検討〔下〕」商事法務1881号13頁(2009年)。

8) 十市・前掲注7) 13頁。

9) 十市・前掲注7) 15頁。

10) 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」ジュリスト1374号98頁(2009年)、十市・前掲注1) (上)5-6頁。

11) 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94頁。

12) 大阪証券取引所「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則」2条1項4号。

3. 2 プレミアムについて

プレミアムについて、本決定では株式の客観的価値に加えて①支配プレミアムや②スクイーズ・アウトプレミアムが考慮されるべきであるとする。株主に付加されるべきプレミアムは支配プレミアムやスクイーズ・アウトプレミアムに限定されるものとは思われない¹³⁾が、MBOを行わなければ実現されない価値としてこのようなプレミアムを株主にも分配すべきとしている点では、原決定およびレックス事件の各決定と同様で、妥当である。そして、本決定は、このような付加価値は「MBOを実施することについて作成されることとなる株価算定についての評価を基礎として計算されるべき」としているが、Yの依頼により作成されたKPMG評価書については、「その基礎となるべき資料については必ずしも信用を措くことはできず、同評価書を分析して相手方の株式について上記プレミアムを計算することはできない」とした。したがって、プレミアムは裁判所の裁量により決せられ、平成18年1月以降に実施された他のMBO事例や平成17年から平成19年の公開買付けのプレミアムの中央値や平均値を斟酌して、最終的に客観的価値の20パーセントであるとした。

プレミアムを裁判所の裁量により20パーセントと定めた点に関してはレックス東京高裁決定と整合的であるといえる。しかし、レックス事件と違い、本件では第三者による評価書であるKPMG評価書が提出されている。このような評価書が提出されているにもかかわらず、本件は、「評価分析に使用した情報の正確性及び完全性に関する検証、一般的に公正妥当と認められる監査基準に準拠した監査手続きを含む一切の監査、検証手続きをしていない」という文言や「将来情報(財務予測)は相手方の経営陣の責任の下に作成されたものであり、KPMGは財務予測の実現可能性に関しては責任を負わない」という文言が記載されていたこと、当該評価書が非公開とされていたことを理由にKPMG評価書に信用を措けないとした。しかし、このような文言は「企業価値評価ガイドライン」により記載すべきとされていること¹⁴⁾、およびこのような評価書の公開は義務付けられていないことに鑑みると、これらを理由にKPMG評価書に信用を措けないと判断することは妥当ではない¹⁵⁾。

本来MBOから派生するプレミアムの額は各事案で異なるはずであり、信用の措ける資料に基づきプレミアムが算定されているのであれば裁判所はそれに従うべきであろう。そのような資料が提出されていない場合にのみ、裁判所が本件のようなプレミアムの算出方法を用いるのであればやむを得ないといえる。しかし、信用の措ける資料かどうかについて厳格に判断しすぎると、経営者側の公正な資料作成におけるインセンティブを阻害することになり、ほとんどすべての事例で裁判所の裁量によりプレミアムが決められてしまう。したがって、当該資料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、裁判所は当該資料に基づいてプレミアムの妥当性を判断すべきであろう¹⁶⁾。

3. 3 本件公開買付け価格の妥当性について

Yは、Yの株主の約87%が本件公開買付けに賛同したのであるから、Yの定めた650円という買付価格は相当広範な株主や市場に支持されたものであり、公正な価格であると主張する。こ

13) 十市・前掲注4) 9頁。

14) 日本公認会計士協会「企業価値評価ガイドライン」73頁参照。

15) 十市・前掲注7) 17頁。

16) 十市・前掲注7) 17頁。

れに対して、本決定はMBOの潜在的な利益相反性により、反対株主から強圧的な手段で買い付ける誘導が必然的に働くことから、MBOにあっては透明性のある手続きが要請されること、①Yの買付け価格の算定にあたり参考とした唯一の評価書であるKPMG評価書を公表していないこと、②企業価値研究会のMBO報告書において避けるべきとされている「強圧的な効果」¹⁷⁾に該当しかねない表現が用いられていること、③本件公開買付けに対しては対抗的なTOBが実施されようとしていたことがあることから、多数の株主が本件公開買付けに応じたとはいえず、その価格が公正な価格であることを承認したということにはならないとした。

確かに、多数の株主からの応募があったという事実は公開買付け価格の公正性の判断として考慮すべき要因である。原決定もこの点から公開買付け価格は相当広範な株主の賛同が得られたものと判示した。しかし、多数の株主の応募が公開買付け価格の公正性を担保するには、株主が応募に関して自由な意思決定をしていることが前提であるのであって、自由な意思決定のない状況において、多数の株主から応募があったとしても、それでは公開買付け価格に公正性があつたとはいえない。つまり、当該公開買付けが強圧性を有しない状況で、多数の株主が応募することが必要になる。

この点、本決定は本件公開買付け価格が公正な価格であると承認できない理由として、上記②のとおり、本件公開買付けにはMBO報告書において避けるべきとされている「強圧的な効果」に該当しかねない表現が用いられているということを示した。具体的に、該当しかねないと判断された記載は、公開買付けの開始を知らせる通知書における(i)公開買付けに応じない株主については、端株しか受け取れない場合、これが売却されるが、その同会社の定めた本件公開買付け価格と異なることがあり得ること、(ii)当該株主が株式買取請求権を行使し価格決定の申立てを行っても、端株しか保有しない株主について、裁判所がこれを認めるか否かは必ずしも明らかではないこと、(iii)裁判所の定める買取価格及び取得価格は公開買付けの買付け価格と異なることがあること、(iv)公開買付けに応じない株主は、その後の必要手続等に関しては、自らの責任において弁護士等に確認し、判断されたい、というものであった。このような記載内容はレックス事件においても「強圧的な効果」に該当しかねない表現であると最高裁決定における田原裁判官の補足意見において示されている。さらに、本件は、レックス事件よりも(i)および(iii)の記載が加えられており、より一層強圧的效果を有するという印象を与えるかもしれない。

しかし、これに関しては、このような記載は単に公開買付けに応募しない株主にかかる法律関係を正確に記載したものと見ることができ、株主にとっては必要な記載であるので、強圧性を問題とすべきではないという批判的見解が示されている¹⁸⁾。確かに株主に対して不利益が生じる可能性があるのならば、それを開示してもらう方が株主にとって有益である。したがって、このような情報を開示する必要性はあると思われる。しかし、このような不利益を漠然と示すような記載方法に問題がないとはいえない。例えば上記(i)や(iii)の記載事項が生じる可能性がどの程度あるか、または株主がどの程度の不利益を受けるのかについて買取者側の意見を示すことで、株主により判断材料を与えることになり強圧性が軽減することになるのではないか。また、不利益が生じる可能性をありのままに示しているだけとはいっても、そもそも不利益が

17) 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買収(MBO)に関する報告書」13頁(2007年)参照。

18) 十市・前掲注4) 12 - 13頁、松田・前掲注11) 96頁。

19) 加藤・前掲注1) [中] 9 - 10頁参照。

生じることが問題なのであり¹⁹⁾、そのような不利益が生じないような努力を買取者や会社側が行うことが必要ではないだろうか²⁰⁾。

また、上記①と③についても検討する。まず①については、上記のプレミアムの算定のところでもみたように、このような評価書は必ずしも開示しなければならないものではないから、このような理由において公開買付け価格が不適当であったとされるのは買取者側にとって酷である。しかし、株主が公開買付け価格を評価するに際して、何の材料もないのでは当該買付け価格が妥当であるかどうかを判断できない。したがって、このような評価書ではないにせよ、株主が買付け価格を妥当であると判断できるような資料の開示が、MBOの手続的透明性の確保において必要であると思われる。本決定では、KPMG評価書をYの買付け価格の算定における唯一の評価書であったと認定しており、そのため開示がなされなかったことを特に問題とした可能性がある。

次に③について、レックス東京高裁決定において、対抗的TOBがなされなかったことが当該公開買付けの独立当事者間取引の証拠の一つとなるという見解が示されていた²¹⁾。この立場に立つと、本件のように対抗的TOBが存在することは公開買付け価格の妥当性に疑いを生じる要因となると考えられるかもしれない。しかし、対抗的TOBがなされなかったとしても、それだけでは公開買付け価格が適正であったと評価すべきではない²²⁾。同様に対抗的TOBが実施されようとしていたという事実に関しても、公開買付け価格の妥当性に疑いを生じる一要因となるかもしれないが、それだけで公開買付け価格の正当性は判断できないし、判断すべきではないものと思われる。ましてや本件の場合、買付期間が21営業日しか設定されていなかったけれども、実際に対抗的TOBはなされなかったのである。対抗的TOBの計画の有無を重視するのか、対抗的TOBが実際になされたかどうかを重視するのかが判断が大きく異なる事項であるため²³⁾、③に関しては公開買付け価格の公正性を判断する要素としてそれほど重視すべきではない。

4 公開買付け公表後に株主となった者の申立ての可否について

本件のXは公開買付け公表後に株主となったため、このような者が価格決定の申立てを行ったときに公開買付け価格を上限とすべきかどうかについて問題となった。これに関して、本決定は「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」として、価格決定の申立てを認めた。

そもそも172条1項に基づいて価格決定の申立てを認めた趣旨は、取得対価に不服のある株主の保護である²⁴⁾ことからすると、172条1項は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。確かに、価格決定の申立てには、不当な価格設定をしている会社に対する価格

20) 仮に買取者や会社側の努力だけでは解決できない事項であるならば、その旨記載しておくことも必要なのではないかと考える。

21) 太田・前掲注6) 8-9頁。

22) 後藤元「平成二〇年度会社法関係重要判例の分析〔上〕」商事法務1872号6頁(2009年)。

23) 例えば本件の場合、対抗的TOBの計画はあったようだが、結局対抗的TOBはなされなかった。これは買取者の公開買付け価格が妥当であったから最終的に対抗的TOBがなされなかったものと評価することもできるのではないだろうか。

24) 相澤哲=葉玉匡美=郡谷大輔『論点解説 新・会社法』84頁(商事法務、2006年)。

の再設定機能があるものと思われる²⁵⁾が、172条1項の価格決定の申立てに対する命令は申立てを行った株主に対してのみ有効であり、他の株主には影響しない²⁶⁾という現行の制度から考えると、このような機能を重視すべきではない。不当な価格設定をしている会社であればともかく、そうでない会社に対してもこのような投資手法にさらされるリスクを負わせる²⁷⁾のは酷である。したがって、本件のような公開買付け公表後に株主となった者が172条1項に基づき価格決定の申立てを行ったときは、公開買付け価格を上限とすればよいのではないだろうか。

5 終わりに

本決定は、取得価格を取得日の公正な価格とし、そのような価格とは取得日における株式の客観的価値にプレミアムを加えたものとした点や、公開買付けの強圧性の判断など、その大部分においてレックス事件の東京高裁決定や最高裁における田原裁判官の補足意見に従っていると見ることもできる。しかし、特に取得日における株式の客観的価値の算定方法など、レックス事件とは相当異なったアプローチが用いられている。本件の事案の特殊性から異なるアプローチが用いられること自体は否定しないが、何故そのようなアプローチを用いたのかについて、必ずしも説得力のある説明がなされているとはいえない。したがって、本決定については判旨および結論に賛成しかねる。

本件は大阪高裁が本決定に対する許可抗告を許可しなかったことから、最高裁に特別抗告の申立てがなされていたが、最高裁は平成22年2月23日に特別抗告を棄却する決定をした²⁸⁾。しかし、田原裁判官は補足意見で、大阪高裁への許可抗告の申立ては最高裁判所への抗告を許可しなければならない要件を含むもので、これを不許可にした大阪高裁の決定は相当ではないと述べた。本決定の判旨および結論からすると、田原裁判官の言うとおりの、本件は最高裁判所で判断が下されるべき事案であったと思われる。

本決定は、レックス事件と同様に、MBOを行う経営者側にとって厳しい決定であった。レックス事件について、経営者側に厳しい決定がなされたのは、MBOにおける一連の事務上の不正さに対するサンクションと評価することができるという見解があった²⁹⁾。本件もスクイズ・アウトにおいて公開買付けに応じなかった株主に不利な扱いをする等の公正さに欠ける面があり、このような行為に対してサンクションを課すことを前提に経営者側に厳しい決定を出したものと見ることもできる。これに対して、全部取得条項付株式の公正な価格について裁判所で争われている3つ目の事件であるサイバード・ホールディングス(以下「サイバード」という)の事例³⁰⁾は、MBO指針³¹⁾公表後にMBOがなされた事例であることもあって、レックス事件や本件に比べ、事務上の公正さを確保するための様々な方法³²⁾がとられている。そのためかサ

25) 十市・前掲注7) 18頁。

26) 相澤＝葉玉＝郡谷・前掲注24) 85頁。

27) 松田・前掲注11) 97頁参照。

28) 最高裁の決定文は申立人株主のサイト(<http://www.asahi-net.or.jp/~ty6m-ymgc/sunstasc.pdf>)で入手可能である。

29) 後藤・前掲注22) 6頁。

30) 東京地裁決定金融・商事判例1329号45頁。サイバード事件に関する論稿・評釈として、中東正文「サイバード事件東京地裁決定から学ぶこと」金融・商事判例1329号2頁以下(2009年)、北川徹「MBOにおける価格決定申立事件再考 [上] [下] -サイバードホールディングス事件東京地裁決定を手掛かりに-」商事法務1889号4頁以下(2010年)、1890号4頁以下(2010年)、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頁以下等。

イバード東京地裁決定は公開買付け価格を公正な価格であると定めた。しかし、レックス事件においても本件においても地裁決定では公開買付け価格を公正な価格であると判断していたのであり、いずれも高裁決定において覆されたのである。したがって、現在係属中のサイバード事件も高裁決定において地裁決定と判旨も結論も異なる可能性は十分に考えられるが、これによりMBOにおける新しい行為規範が示されることが期待される³³⁾。したがって、サイバード事件が確定すれば、同事件と本件とを比較検討することで、本件の位置付けはより明確なものになると思われる。

31) 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買収(MBO)に関する指針」(2007年)。

32) 例えば、①株式価値算定書において株価を評価し、プレスリリースにおいて開示したり、②サイバードの代表取締役社長が買付価格を引き上げるように買収者と交渉したり、③サイバードおよび買収者グループとは独立した第三者委員会を設置したりしている。

33) 関口・前掲注28) 111頁。