

金融商品取引法研究会
研究記録第 58 号

公開買付前置型キャッシュアウトに おける価格決定請求と公正な対価

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

公開買付前置型キャッシュアウトにおける 価格決定請求と公正な対価

(平成 28 年 9 月 7 日開催)

報告者 藤 田 友 敬
(東京大学大学院法学政治学研究科教授)

目 次

I. はじめに	1
II. キャッシュアウトに関する従来裁判例	3
III. キャッシュアウトにおける価格決定に関する判断枠組み	6
IV. 公開買付以降の株式市場の状態を勘案した補正の要否	11
1. 問題の所在	11
2. 補正が与えるインセンティブ効果：政策的な問題	13
3. キャッシュアウトと 「当該株式の取得日における公正な価格」：理論的な側面	14
V. 公開買付価格の公正さの判断	23
1. 問題の所在	23
2. MBOへの適用	24
3. 市場価格の信頼性との関係	25
4. 意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置	27
VI. むすび	30
討 議	32
報告者レジュメ	52
資 料	70

金融商品取引法研究会出席者(平成28年9月7日)

報告者	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
会長	神田秀樹	学習院大学法学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	後藤元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	松尾健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学大学院法学研究科教授
幹事	萬澤陽子	専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
オブザーバー	森忠之	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	鎌塚正人	SMB C日興証券法務部長
〃	陶山健二	みずほ証券法務部長
〃	田島浩毅	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山内公明	日本証券業協会執行役
〃	石黒淳史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	山本悟	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	富田英揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

公開買付前置型キャッシュアウトにおける 価格決定請求と公正な対価

前田副会長 定刻になりましたので、第14回金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内のとおり、東京大学の藤田友敬先生より、「公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定請求と公正な対価」というテーマでご報告をいただくことになっています。

それでは、藤田先生、よろしく願いいたします。

[藤田委員の報告]

藤田報告者 それでは報告を始めさせていただきます。資料として判決を含む7点を事前配布させて頂いたほか、本日より長めのレジюмеと裁判例の一覧表を別途配布させて頂きましたので、ご参照いただければと思います。

I. はじめに

マネジメント・バイアウトを初めとするキャッシュアウト取引においては、キャッシュアウトを計画する側が、公開買付けによって3分の2以上の多数を取得した上で、全部取得条項付種類株式を用いて、公開買付けに応じなかった株主の保有する株式を取得するという例がほとんどでした。平成26年会社法改正後は、全部取得条項付種類株式ではなく、公開買付けによって株式の9割以上を取得した場合には特別支配株主による売渡請求、取得できなかった場合には株式併合によることが予想されますが、その場合でも、まず公開買付けによりできるだけ多くの株式を取得することは同じでしょう。そして、このような公開買付前置型のキャッシュアウトにおいては、まず例外なく当該キャッシュアウトにおいて支払われるべき対価は公開買付け価格と同額とするという旨を定め、それを公開買付け開始時点でアナウンスするのが通常

です。

公開買付けに応じずキャッシュアウト（全部取得条項付種類株式の全部取得決議）に反対した株主は、会社法 172 条に基づき価格決定の申し立てを行うことができるわけですが、本年の 7 月 1 日に出されたジュピターテレコム事件決定（最決平成 28 年 7 月 1 日金判 1497 号 8 頁）において、最高裁は、公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定のあり方について重要な判示をしております。最高裁決定の主要な部分はレジュメに抜き書きしてありますが、大きく分けて 2 つの点について判示しております。

第 1 は、公開買付後に市場が高騰している場合に、そのような事情を勘案して、「公正な価格」は公開買付価格以上のものとすべきか、いわゆる「補正」の要否あるいは可否です。

第 2 は、公開買付価格の公正さについてどの範囲で裁判所が介入すべきかという点です。

本決定は、前者については否定し、後者については、一定の手続が踏まれている場合には、裁判所は公開買付価格の公正さには介入しないと言っているように読めます。本報告では、この最高裁決定の内容を検討すると同時に、これが従来の裁判例に対してどの範囲で修正を迫るもので、今後のキャッシュアウトの実務にどのような影響を与えるかを明らかにしたいと考えております。

順序としまして、まず、キャッシュアウトに関する従来の裁判例の傾向を確認した上で（Ⅱ）、その一般的な判断枠組みについてお話ししたいと思います（Ⅲ）。あまり気付かれていないようですが、本決定は、従来の下級審裁判例における価格決定に関する定式との関係で深刻な問題を引き起こします。その次に、今申し上げた本決定の取り上げる 2 つの論点——公開買付け後に市場が高騰している場合に補正しなくてはいけないかという点と、公開買付価格の公正さを裁判所はどのくらい立ち入って審査するかという点——について、その順で検討したいと思います（Ⅳ、Ⅴ）。

II. キャッシュアウトに関する従来の裁判例

まず、従来の裁判例の特徴を簡単に確認したいと思います。配布した【表1】は、キャッシュアウトに係る公表裁判例を一覧にしたものです。全部で22件ありますが、同じ事件の異なる審級のものは1件と数えて事件ベースで見ると12件となります。キャッシュアウトの事件はもっとあるはずで、これ以外に私が知っているのもあるのですが、とりあえず公表裁判例に限定して検討します。これらの事件のうち、12事件（大阪高決平成24・1・31金判1390号32頁）及びその原審である13事件（大阪地決平成23・1・28金判1390号38頁）だけが定款変更についての株式買取請求の事案で、これらを除きますと、全て会社法172条に基づく価格決定請求の事件です。そして9事件（東京地決平成25・7・31資料版商事358号148頁）を除くものは、いずれも公開買付前置型です。やはりキャッシュアウトの圧倒的多数は公開買付前置型であることがわかります。なおマネジメントバイアウト（MBO）のケースは、6事件（東京地決平成25・11・6金判1431号52頁）、7事件（東京高決平成25・10・8金判1429号56頁）、8事件（東京地決平成25・9・17金判1427号54頁）、10事件（東京地決平成25・3・14金判1429号48頁）、11事件（大阪地決平成24・4・13金判1391号52頁）、14事件（東京高決平成22・10・27資料版商事法務322号174頁）、17事件（東京地決平成21・9・18金判1329号45頁）、18事件（大阪高決平成21・9・1判タ1316号219頁）、19事件（最決平成21・5・29金判1326号35頁）、20事件（東京高決平成20・9・12金判1301号28頁）、21事件（大阪地決平成20・9・11金法1882号107頁）、22事件（東京地決平成19・12・19判時2001号109頁）の12件、事件ベースで数えると——7、10事件、14、17事件、18、21事件、19、20、22事件が同一事案ですので——7件です。MBOではないキャッシュアウトもそれなりの数あることがわかります。

一覧表からわかる点は次のような点です。

(1)まず、裁判所がキャッシュアウト対価——それは公開買付価格と同額で

すが——以上の価格の支払いを命じたものは、3事件（東京高決平成27・10・14金判1497号8頁）、4事件（東京地決平成27・3・25金判1467号34）、5事件（東京地決平成27・3・4金判1465号42頁）、11事件（大阪地決平成24・4・13金判1391号52頁）、12事件（大阪高決平成24・1・31金判1390号32頁）、13事件（大阪地決平成23・1・28金判1390号38頁）、14事件（東京高決平成22・10・27資料版商事法務322号174頁）、18事件（大阪高決平成21・9・1判タ1316号219頁）、19事件（最決平成21・5・29金判1326号35頁）、20事件（東京高決平成20・9・12金判1301号28頁）で、合計10件あります。これは組織再編にかかる株式買取請求事件と比べると多いと言えます。組織再編にかかる株式買取請求事件については【表2】に掲げました。表の株式買取価格の欄はいろいろなことが書かれていて、一見いろいろあるように見えますが、最終的な解決——上級審で覆されたものはカウントしないで——として、買取対象株式の基準日における時価あるいは会社が決めた組織再編対価以外の値段が与えられた、つまり反対株主に対して実質的な意味で不当な組織再編に対する救済を与えたのは、インテリジェンス事件だけなのです（【表2】8事件（最決平成23・4・26集民236号519頁）、原審は13事件（東京高決平成22・10・19判タ1341号186頁）、原々審は16事件（東京地決平成22・3・29金判1354号28頁））。この事件では企業価値が減少しているとしてナカリセバ価格による救済を認めたわけですが、それ以外のケースでは、買取対象株式の基準日における時価あるいは会社が決めた組織再編対価（組織再編決議直前の相手会社の株価で一定金額を除いた数の株式を交付するという形で組織再編条件が定められた場合の当該一定金額）が買取価格とされています。とりわけ企業価値が増加するケースにおいて、最終的に、組織再編条件が不公正であるとされた事件ありません。

このように組織再編にかかる株式買取請求事件では裁判所が実質的な救済を与えたものはほとんどないのに対して、キャッシュアウトの事件では、少なからぬ事件で株主に対して交付された対価が不公正であるとされているわけです。その理由はよく分かりません。対価が不公正であるとされるのは

MBO のケースとは限らないので、取締役と株主の間に構造的利益相反があると指摘される MBO のケースについて裁判所が特に介入するというだけでもなさそうです。組織再編に係る株式買取請求事件でも公開買付前置型のものがいくつも存在するので、その違いで説明できるわけではありません。このようにその理由はよく分からない点があるのですが、組織再編に係る株式買取請求事件とは、裁判所の態度がかなり違いそうだというのが 1 点目の特徴です。

(2)次に【表 1】では、公開買付価格公表直前の株価に対して付せられたプレミアムの大きさを参考に載せてあります。どの時点の株価を見るかでいろいろな数字が変わるので、注にどういう形で計算したかを載せていますが、だいたい公開買付け前日あるいはその直前の 1 カ月等といったスパンの平均株価をどれだけ上回るかという形で計算した数値が多いです。その結果は、数%から 50% 超えるものまでプレミアムの大きさは、かなりばらつきがみられます。しかも、プレミアムの大きさと対価が不公正とされたということとの間には相関関係は余りなさそうです。別の言い方をすると、キャッシュアウト価格の公正さの判断において公開買付直前の市場価格は決定的な要素にはなっていないということになります。これは、裁判所は直前の市場価格をあまり信用してない可能性があるということが示唆されていると見るべきなのではないかと思います。

(3)第 3 に、きょうは余り立ち入るつもりはないのですが、公開買付け公表後、あるいは公開買付けによってキャッシュアウトのための決議をするために必要なだけの株式数が取得された後になってから、当該会社の株式を取得して価格決定を申し立てている事件も幾つか見られます。

(4)最後に、一覧表を見るだけでなく、決定内容まで見ないとわからないことですが、株主に対して交付された対価が不公正であるとされた裁判例には、大きく分けて①公開買付価格が不公正であったとされたもの、②公開買付価格は公正であったとしつつ、その後の株式市場の高騰を踏まえて、公開買付価格以上の価格の支払いが必要であるとしたもの、の 2 つの類型があります。

このうち②の類型は、ジュピターテレコム事件最高裁決定によって否定された——株式市場の高騰を踏まえて公開買付価格を補正してはいけないとされた——ので、今後は出てこないことになるでしょう。これに対して①の類型の決定が、ジュピターテレコム事件最高裁決定によってどういう影響を受けるかは、必ずしもはっきりしません。

このようにジュピターテレコム事件最高裁決定の2つの要素は、異なった検討が必要です。株式市場の高騰を踏まえて公開買付価格を補正してはいけないという判示の方は、その影響ははっきりしているのですが、最高裁の持ち出した理屈は正しいかどうか、あるいは理屈が十分ではないとすれば、どういう観点から正当化できるか、あるいは正当化できないかという検討をすることになります。これに対して、公開買付価格は公正さの判断をどのように行うかについては、そもそも最高裁決定は何を言っていて、従来の決定にどう影響するかという検討を、過去の裁判例における考慮要素を洗い出した上で、それが今回の決定との関係でどう評価されるかという作業をまずしなくてはならないことになります。このようにジュピターテレコム最高裁決定は、パーツ毎に検討しなくてはならない点が変わってくるということになります。

Ⅲ. キャッシュアウトにおける価格決定に関する判断枠組み

ただジュピターテレコム最高裁決定の検討に入る前に、キャッシュアウトにおける価格決定の基本的な判断枠組みについても確認しておきたいと思えます。実は、これが後で検討する内容にも効いてきます。これまでキャッシュアウトは全部取得条項付種類株式を用いて行われるのがほとんどで、会社法172条の価格決定申立手続によって争われてきました。そしてその際のキャッシュアウトに係る価格決定の枠組みについては、レックス・ホールディングス事件が大きく影響を与えています。レックス・ホールディングス事件最高裁決定（【表1】19事件（最決平成21・5・29金判1326号35頁））は、公開買付公表直前6ヵ月の平均株価に20%のプレミアムを加算した額を買

取価格とした原審決定（【表1】20事件（東京高決平成20・9・12金判1301号28頁））を維持したのですが、原審決定は、「当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきもの」であるという一般論を述べた上で、「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、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮する」と判示しています。

レックス・ホールディングス事件の最高裁決定は、原審決定が裁判所の裁量の範囲内であると述べているだけで、原審決定の判示の一般論を「正しい」とする趣旨かは必ずしも明らかではないのですが、それにもかかわらず、レックス・ホールディングス事件原審決定の表現は、その後の下級審裁判例においても引用されることが少なくありません。もっとも「株式の客観的価値＋今後の株価の上昇に対する期待」という部分は、文字どおり読むと論理的には破綻しています。「株式の客観的価値」は、当該株式の将来の変動を評価した上でなされる問題の時点における評価額にほかならないのであり、「今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」と区別して、両者を加算するといった発想は論理的ではありません。また株式買取請求に関する考え方との関係もわかりにくいです。

そこでレックス・ホールディングス事件の最高裁決定に付せられた田原陸夫裁判官の補足意見は、企業価値研究会のMBO報告書の分析（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」（平成19年8月2日）7頁以下）を参照しつつ、「当該株式の客観的価値」を「MBOが行われなかったならば株主が享受しうる価値」と、「強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」を「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」と読み替えています。つまり、MBOが行われなかったならば株主が享受しうる価値＋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＝決定価格とすべきだというわ

けです。レックス・ホールディングス事件原審決定は、「当該株式の客観的価値」をどう認定しているかという点、公開買付け公表前6カ月の平均株価ということなので、MBOをしなかったら場合の株価を想定しているように思われ、田原裁判官の読み変えは、原審決定が考えていたことをより正確に示したものだと思います。

その後の下級審裁判例では、(i)田原補足意見の読み変えた定式に従うもの（【表1】2事件（東京高決平成28・3・28金判1491号32頁）、8事件（東京地決平成25・9・17金判1427号54頁）、11事件（大阪地決平成24・4・13金判1391号52頁））、(ii)レックス・ホールディングス事件原審決定の定式と田原補足意見の定式を接合したもの（【表1】4事件（東京地決平成27・3・25金判1467号34頁）、5事件（東京地決平成27・3・4金判1465号42頁）、6事件（東京地決平成25・11・6金判1431号52頁）、9事件（東京地決平成25・7・31資料商事358号148頁）、10事件（東京地決平成25・3・14金判1429号48頁）、16事件（札幌地決平成22・4・28金判1353号58頁）、17事件（東京地決平成21・9・18資料商事310号190頁））が混在しています。このように田原補足意見流に読み替えたレックス・ホールディングス原審決定の定式が、現在の下級審裁判例の基本だということになります。

しかし、ジュピターテレコム最高裁決定は、この一般論についてはまったく触れていません。これは偶然ではないかも知れません。この事件のように公開買付け後に市場価格が高騰しているようなケースを想定しますと、田原補足意見の定式化は、理論的にかなり面倒な問題を引き起こす可能性があるからです。田原補足意見はMBO報告書の整理を参照したのですが、「MBOが行われなかったならば株主が享受しうる価値」とは、組織再編にかかる株式買取請求権でいうところのナカリセバ価格、「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」とは公正な比率で分配されたシナジーに対応すると理解できます。まずそもそも、MBOが企業価値を増大させない場合（補足意見の表現を借りるなら「MBOの実施によって増大が期待される価値」がマイナスの場合）は、両者を加算するので

はなく「MBOが行われなかったならば株主が享受しうる価値」のみをもって価格決定がなされるべきだと思われます。ただ、この点は必ずしも深刻ではありません。問題は、企業価値を増大させる場合には、ナカリセバ価格にシナジーを加算することで、公正な条件でなされたMBOの価格が出せると考えてよいかということです。それで問題はないではないかと思う方が結構いらっしゃるかもしれません。実際、江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣、1995）334頁では、平成17年改正前商法のもとでの立法論として、ナカリセバ価格+合併等から生じることが合理的に見込まれる利益をもって買取価格とするという条文案を提案していて、組織再編にかかる買取請求に関して、まさに田原意見と同旨を説いておられます。

しかし、いわゆる「補正」が問題となる局面を想定すると、この定式には問題があります。このことを理解していただくために、レジユメの【例1】をご覧ください。

【例1】

甲社の取締役がMBOを企図し、まず公開買付（買付期間1月30日～2月28日）により、同社株式の9割を1株当たり15,000円で取得した（公開買付前の株価は12,000円程度であった）。続いて甲社は、全部取得条項付種類株式を用いて公開買付に応じなかった株主を、対価15,000円によってキャッシュアウトした（効力発生日は4月30日）。

公開買付の開始後、中央銀行による金融緩和措置の決定等を受けて、上場株式は一般に大きく値を上げていた。仮にMBOが行われず甲社がそのままの状態であったとすれば、4月30日頃の株価は16,000円程度になっていたと予想されるところ。

この例では、ナカリセバ価格は、MBOがなされずに株式保有した状態ですので、16,000円ということになります（この補正は信頼できると仮定します）。

そうなるに田原補足意見に従う限り、ナカリセバ価格であるに 16,000 円に MBO で生じるであろう増加の一部を加算することになる。したがって裁判所が出すべき決定価格は、 $16,000 \text{ 円} + a$ ということになります。しかし、これはジュピターテレコム最高裁決定とは相容れません。同決定は 1,5000 円が決定価格だとしているからです。したがって、ジュピターテレコム最高裁決定と田原補足意見は——少なくとも田原補足意見を文字どおり適用する限り——矛盾します。先ほど、ジュピターテレコム最高裁決定が田原補足意見やレックス・ホールディングス事件原審決定の述べる一般的枠組みに触れなかったのは偶然ではないかもしれないと言いました。最高裁がどう考えたか、本当のところは分かりませんが、ジュピターテレコム最高裁決定が田原補足意見に触れることができなかったのは、今言った点が原因となっているのかもしれない。

なお神田先生は、事前配布させていただいた論文の中で（神田秀樹「二段階 MBO における株式の取得価格の決定」法曹時報 68 巻 4 号 7 頁（2016））、レックス・ホールディングス事件原審決定や田原補足意見について、別の理解の仕方を提示されています。神田先生は、組織再編にかかる株式買取請求についてもキャッシュアウトにおける価格決定についても、「部分解散+損害の填補」という枠組みで考えたらどうかと説いておられます。部分解散というのは、私の理解だと、時価による清算をしたら幾らでその株式を処分できるかということだと思います。損害というのは、例えば合併等で企業価値が下がったならそれを損害とみて、また不公正な比率で合併等をした場合は公正な比率なら得られたであろう得べかりし利益が損害だとみて、それを部分解散の価額に足した額を補償してもらおうと考え方です。

それでは、この定式で【例 1】考えるとどうなるか。もし部分解散の価値 = 15,000 円、損害 = 0 と言えれば、ジュピターテレコム最高裁決定と整合的になります。ただこの結論は、「部分解散」、「損害」という言葉からは、直ちにはでてきません。なぜそうなるかは、別途立ち入った説明が必要になります。

話をもとに戻しまして、現在実務的に広く受け入れられているかのように見える田原補足意見やレックス・ホールディングス原審決定が、ジュピターテレコム最高裁決定との整合性という点で問題があることは認識されるべきだと思います。さらに言いますと、そもそもナカリセバ価格 + a という定式自身、余り成功していないような気がしますし、むしろ組織再編等に係る株式買取請求権について確立した判例の枠組みを敷衍して再構成した方が、はるかに自然で正確な表現ができると思います。ジュピターテレコム最高裁決定を機に、キャッシュアウトに関する田原補足意見やレックス・ホールディングス原審決定の定式自体は見直されたほうがいいのではないかという気はします。今後も下級審裁判例はこの定式を踏襲することが予想されますが、ジュピターテレコム最高裁決定との整合性については留意すべきだと思います。

IV. 公開買付以降の株式市場の状態を勘案した補正の要否

1. 問題の所在

次に、ジュピターテレコム最高裁決定の内容の検討に移ります。まず公開買付期間終了後に、対象会社株式の価格に大きく影響を与えたであろう経済現象が発生した場合、公開買付価格を「補正」すべきか否かについて検討したいと思います。この点は事前に配布した論文（藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける公正な対価——最決平 28・7・1 と公開買付後の市場動向を勘案した「補正」の可否」資料版商事法務 388 号 48 頁（2016 年））で詳細に説明しているので、ここでは論理の概略を追うにとどめます。

基本的な問題点を明らかにするため、単純な設例である【例 2】を見てみましょう。

【例2】

甲社の株主が同社の非公開化を企図し、まず公開買付（買付期間1月30日～2月28日）により、同社株式の9割を1株当たり1万5000円で取得した（公開買付前の株価は1万2000円程度であった）。公開買付に際しては、公開買付により取得できなかった株式について、公開買付価格と同額の1万5000円でキャッシュアウトを行う予定であることが公表されていた。甲社は、4月1日発行済株式を全部取得条項付種類株式に変更した上で、当該株式を全部取得する株主総会決議を行った。4月30日に株式取得の効力が発生し、少数株主には、取得の対価として1株につき1万5000円が支払われた。甲社の株主が、4月20日、裁判所に対して会社法172条に基づく価格決定請求を申し立てた。公開買付の開始後、全部取得の効力発生日（取得日）までの間に、中央銀行による金融緩和措置の決定等を受けて、上場株式は一般に大きく値を上げている。株主は、いわゆるマーケット・モデルを用いて4月20日に甲社株式が有したであろう価格を算出した上で、それにキャッシュアウトにより期待される企業価値の増加のうち株主が享受すべき分を加算するという形の「補正」を行った額をもって買取価格とすべきであると主張している。裁判所は株主の主張に従い、このような補正を行った上で買取価格を決定すべきか。

単純化のために、公開買付価格はキャッシュアウトにより期待される企業価値の増加を勘案した適正な水準であったものと仮定する。また統計的手法を用いた「補正」の技法にも問題はないものとする。

近時の下級審裁判例には、【例2】のようなケースでは「補正」が必要であるとして、公開買付価格よりも高額の金銭の支払いを命じたものが少なくありませんでした。たとえば、【表1】3事件（東京高決平成27・10・14金判1497号8頁）、4事件（東京地決平成27・3・25金判1467号34頁）、5

事件（東京地決平成 27・3・4 金判 1465 号 42 頁）、12 事件（大阪高決平成 24・1・31 金判 1390 号 32 頁）、14 事件（大阪地決平成 23・1・28 金判 1390 号 38 頁）です。

なお仮に補正するとしても補正の手法も問題となります。ジュピターテレコム事件の原審及び原々審（【表 1】 3 事件、5 事件）において「補正」のために採用されたマーケットモデルは、決定係数（標本値から求めた回帰方程式のあてはまりの良さの尺度）が 0.027 という著しく低いものようであり、仮に「補正」を行うとしても、こういうモデルを使ってよいかということは別途問題となります。ただ本日の本題はそもそも補正をするのが正しいか否かですので、補正の技法の是非については深く立ち入らないことにします。

さて、「補正」をする下級審裁判例が少なくなかった理由は、おそらくは「当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきもの」であるという一般論から、価格決定の基準日が効力発生日である以上、対象会社株式が、公開買付後効力発生日までに値上がりしているのが事実であったと考えられる限り、補正するのが一見正しいかのように見えるからだと思います。しかし、今から説明するように、これは政策的にも、形式論理的にも誤りです。政策論として問題があることは、これまでも指摘があったのですが、形式論として誤りだということも以下で示したいと思います。

2. 補正が与えるインセンティブ効果：政策的な問題

政策論のほうは、自明かも知れませんが、一応確認的に申し上げておきます。設例において株主が主張しているような補正を認めるというルールをとりますと、株主の行動を歪める危険があるということです。設例では、①公開買付が成功した場合には、引き続き全部取得条項付種類株式を利用したキャッシュアウトを行う、②その際に交付される対価は公開買付価格と同額の 1 万 5000 円である旨のアナウンスメントが、公開買付時点においてなされています。このようなケースで、「補正」により甲社に 1 株当たり 1 万

5000円以上の支払いを命じる可能性があるとするれば、甲社株主は、公開買付に応じず全部取得決議に反対して価格決定の申立をすることにより、甲社株式の価値が1万5000円以下に下がるリスクを負担しないまま、それ以上の価格の支払いを受けることができる立場に置かれることとなります。そうすると甲社株主には公開買付に応じず、全部取得条項付種類株式の取得に反対するといった機会主義的な行動をするインセンティブが与えられることとなり、ひいては本来企業価値を高める望ましいキャッシュアウトが不当に阻害される危険すら生じる可能性がある。こういった点は、事前配布した飯田先生の論文（飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事2076号（2015）44頁）や田中先生の評釈（田中亘「判批」ジュリ1489号（2016）112～113頁）でも指摘されています。実際、ジュピターテレコム事件において価格決定を申し立てている株主は、公開買付公表後に株式を取得している——少なくとも部分的には取得している——ということは、機会主義的な動機に基づく株式取得ということがそうそう杞憂ではないことを裏書きしていると思います。これが公開買付期間終了後に、対象会社株式の価格に大きく影響を与えたであろう経済現象が発生した場合にも補正すべきではないとするものの背後にある政策論です。

3. キャッシュアウトと「当該株式の取得日における公正な価格」：理論的な側面

(1) 総説

ただ、以上のような政策論は、恐らく下級審裁判所もわかっていると思います。にもかかわらずあえて補正を行う裁判例が見られたのは、会社法172条に基づく価格決定がなされた場合には、「当該株式の取得日における公正な価格」をもって、その取得価格を決定すべきであるという一般論があり、これを前提とするなら、「補正」をしないという結論を正当化するのは理屈としては難しい、キャッシュアウトの効力発生日の公正な価格で決定価格としなくてはならない以上、政策的考慮はわかるとしても、補正を拒否するこ

とは理論的にはできないと考えたのではないかと思います。しかし、これは正しくない。それは次のような理由からです。

いささか迂遠かもしれませんが、組織再編にかかる買取請求の例から話を始めたいと思います。こちらは最高裁決定によって基本的な考え方が確立しているから、それを基準にして論を進めるのがわかりやすいと思うからです。

(2) 組織再編等にかかる株式買取請求権：企業価値が増加する場合

組織再編等をめぐる株式買取請求権にかかる「公正な価格」に関しては、ご承知のとおり、判例は、組織再編によって企業価値が増加する場合かそうでない場合かで分けて、企業価値が増加しないケースについては、原則として、吸収合併契約等を承認する旨の株主総会の決議がされることがなければ、当該株式買取請求がされた日においてその株式が有したであろう価格（「ナカリセバ価格」）とし（最決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 卷 3 号 1311 頁）、企業価値が増加するケースについては、原則として、組織再編等の条件が公正なものであったならば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としています（最決平成 24・2・29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁）。

差し当たり、企業価値が増加する場合を想定したいと思います。キャッシュアウトでは、普通そういう想定で考えるからです。レジユメの【例 3】を見ていただければと思います。テクモ事件（最決平成 24・2・29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁）を単純化したものです。

【例 3】

A 社（発行済株式総数 1 万株）と B 社（発行済株式総数 1 万株）が、C 社を株式移転新設完全親会社とする共同株式移転を行うこととなった。3 月 1 日に公表された株式移転計画によると、株式移転比率は、C 社は 2 万株発行し、A 社株主、B 社株主に対して、その保有する株式

1株につきC社株式1株を割り当てることとされていた。しかし、これは当事会社の企業価値を踏まえると公正な条件とは言えず、A社にC社株1.5株、B社にC社株1株を割り当てるのが公正な条件であったとする。4月1日に両社の株主総会において、株式移転計画は承認され、5月1日にその効力が発生することとなった。4月20日、A社株主が、株式買取請求権を行使した。両社の株式の価格は、株式買取請求時点で、いずれも1000円であったとする。

【例3】においては、株式移転比率公表後は、A社、B社株式は、(いずれも株式移転効力発生日にC社株式1株に変わるものとして)ほぼ同額で推移することになるでしょう。企業価値を増加させる組織再編なので、もし株式移転比率が公正な条件であれば、基準日である株式買取請求権行使時におけるA社の株式の価格が買取価格となる。しかし、この【例3】のように比率が不公正であったとすれば、公正な比率であった場合を想定して修正する必要があります。つまりA社にC社株1.5株、B社にC社株1株を割り当てるのが公正な条件なので、両社の株価は3：2の割合で連動しながら推移したはずであり、基準日である株式買取請求時点では各々、1200円、800円となったはずです。したがって、A社株主は、1200円による買取を請求できることになります。これが株式買取請求における、シナジーは発生しているけれども、分配が公正ではない場合の基本的な考え方です。

誤解してはならないのは、企業価値が増加するケースにおいて、組織再編等の条件が公正であるか否かを判断する時点は、株式買取請求権の基準時(【例3】では4月20日)とは別だということです。いわゆる基準日とは、株主が有しているとされるあるべき状態の株式をどの時点で評価するか、前述の例で言えば、「株式移転効力発生日にC社株式が1株割り当てられることになるA社株式」(移転比率が公正な場合)あるいは「株式移転効力発生日にC社株式が1.5株割り当てられることとなるA社株式」(移転比率が不公正な場合)が有する価値を金銭評価する時点です。移転比率の公正・不公

正は株式移転計画が最終的に決定された時（【例3】では株式移転承認決議の行われた4月1日）を基準に判断されます。テクモ事件最高裁決定は、この点を明示的に述べていないのですが、「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するのが相当である」と述べる判旨は、株主総会決議時点をもって株式移転比率の公正さを判断することを前提としていると考えられます。したがって【例3】では、4月1日の時点で組織再編条件が公正か否かを判断し、それをもとに4月20日には1株（1：1が公正な場合）あるいは1.5株（3：2が公正な場合）が有するであろう価格を算定するということとなります。

(3) 組織再編等にかかる株式買取請求権：対価が金銭の場合

次に企業価値を増加させる組織再編等で、組織再編対価が金銭の場合について考えましょう。レジユメの【例4】です。

【例4】

A社を存続会社とし、B社を消滅会社とする交付金合併が行われた（B社株主に対して1株につき1万円の合併対価が支払われる）。合併計画は2月1日に公表され、3月1日に両会社において合併契約の承認決議がなされ、4月1日に合併が効力を発生した。B社の反対株主が、3月25日に株式買取請求権を行使した。裁判所は買取価格をいくらとすべきか。

【例4】は、A社が存続会社B社を吸収合併し、B社株主に1万円という

対価が払われる計画が2月1日に公表されて、3月の総会で承認されて4月1日に効力が発生した、株主は3月25日に買取請求したという例です。この場合、議論を不要に煩雑にしないために、合併の効力発生時までの利息等はここでは捨象するなら、合併の条件が公表されると消滅会社株式は1万円ぐらいで推移すると思われます。いずれ近いうちにB社株式は1万円のキャッシュに変わることが予定されているからです。

もしこの合併対価が公正なものだとすれば、株式買取請求権を行使した場合の買取価格は1万円となります。もしこれが公正ではなく、公正な条件は1万2000円であったというのであれば、1万2000円をもって買取価格とすればよいこととなります。この場合、たとえ合併承認決議日以降に、株式市場全体が高騰したといった事情があったとしても、1万円（あるいは1万2000円）という価格を「補正」する必要はありません。消滅会社株式は合併の効力発生日に1万円（あるいは1万2000円）に変わることが予定されている以上、その価格は株式市場の全体の動きに従って変動するはずがなかったものだからです。テクモ事件最高裁決定（最決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁）の定式にいう「合併契約において定められていた対価が公正なものであったならば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」（ただし同決定の判示の株式交換を合併に置き換えている）は、この例だと、合併承認決議後の株式市場の動向等とはかかわりなく1万円（あるいは1万2000円）なのです。

このように金銭が対価として交付される組織再編等が行われ企業価値が増加する場合には、株式買取請求の基準日はほとんど意味を持ちません。組織再編条件の決定時（通常の組織再編であれば株主総会決議時、簡易再編・略式再編であれば取締役会決議時）において組織再編等の対価が公正であったといえるか否かが決定的であり、その後株式市場の動きは無関係であることに注意して下さい。なおナカリセバ価格の場合は、もちろん違います。企業価値が増加しない場合は、株式を持っていることを想定しますので、常に基準日が生きてきます。企業価値が増加する場合でも、対価が株式であれば、

合併承認決議日から基準日である株式買取請求権行使日までに大きな株価の変動があったなら「補正」が問題となります。しかし企業価値が増加する組織再編で金銭が対価の場合には、「補正」は問題となりませんし、基準日もほとんど実質的な意味がないことになります。

(4) 公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定

以上がいわば準備作業でしたが、これらをもとに、公開買付前置型キャッシュアウトの価格決定を考えたいと思います。交付金合併との対比から、まずキャッシュアウトの効力発生日という「基準日」は、ほとんど意味がないことがわかるでしょう。問われるべきは、対価の公正さの判断時点がいつかということに尽きます。対価を金銭とする組織再編の場合には承認決議時であったのですが、それに相当するのは、公開買付前置型キャッシュアウトの場合にはいつなのか——公開買付開始時点か全部取得決議時点か——ということです。

公開買付前置型キャッシュアウトの場合、公開買付公表後は、対象会社の株価は公開買付価格に近いところで張り付くことが多いのですが、だからといって直ちに公開買付時点で条件の公正さを判断するということにはなりません。交付金合併の場合、合併計画が公表され、合併対価が明らかになれば、その金額を前提とした株価形成がなされることとなりますが、合併対価の公正さの判断基準時は、合併対価の公表時ではなくあくまで合併決議承認時点です。仮に合併計画公表後に当事会社の企業価値に影響がある事象が発生し、当初の合併条件のままでは不公正となる状況が発生したとすれば、当初の条件を修正して合併承認決議を得るべきだからです。

それなら公開買付前置型キャッシュアウトも全部取得決議のなされた日を基準に公正さを判断するかというと、そうではありません。公開買付前置型キャッシュアウトの場合の特殊性は、いわゆる公開買付の強圧性を避けるために、公開買付時点で、キャッシュアウト対価まで公表されるのが通常であるということにあります。この公表は法的にも拘束力があるというべきであ

り、仮に後にこれに満たない価格でキャッシュアウトがなされれば、キャッシュアウトの対象株式を保有する株主はその差額の賠償を求めることができると思われます。このように会社側が拘束力ある形でキャッシュアウト条件についてコミットした場合には、原則として、公開買付とキャッシュアウトをいわば一体に考え、公開買付時点をもってキャッシュアウト対価の公正さの判断時点と考える、交付金合併の場合の承認決議に相当する時点と考えることができるというべきです。例外としては、たとえば公開買付の終了とキャッシュアウトの間が不当に長期であるとか、公開買付終了後に予期しない変動が生じ当初の計画を修正せざるを得ない特別な事情が生じたとかいったケースが考えられます。

したがって、会社が後続する手続で交付される対価を公表し、株主に対してそれを保証した上でなされる公開買付型キャッシュアウトにおいては、公開買付け価格が公正な価格である場合には、その公開買付け価格をもって決定価格としていいということになります。もう少し丁寧に言いますと、そういう場合に公開買付け価格がその時点で公正な価格であった否かについて裁判所が判断して、もし答えがイエスなら公開買付け価格が直ちに決定価格になりますし、ノーなら、公開買付け時点における判断として公正な価格は幾らであったであろうかという問いに対して、裁判所が答えを出してそれをもって決定価格とすべきだということになります。

いずれにしても、公開買付け以降の株式市場の動向は全く無関係で、それを勘案した補正をすべきではないことになります。したがって「補正」を認めてきた従来の下級審裁判例は誤りで、それを正したジュピターテレコム事件最高裁決定は、結論において賛成できると思えます。

(5) ジュピターテレコム事件最高裁決定の理由付け

以上お話ししたとおり、ジュピターテレコム事件最高裁決定のとした結論は、政策論からも、株式買取請求権について確立してきた考え方との形式的整合性という観点からも正しいと考えるのですが、裁判所がその結論を適切

な理由づけで説明しているかという点、大変心許ないと思います。裁判所の理由付けは、レジюмеに引用しましたが、次の通りです。

「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。そうすると、上記買付け等の価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているといえることができる。上記の場合において、裁判所が、上記買付け等の価格を上記株式の取得価格として採用せず、公開買付け公表後の事情を考慮した補正をするなどして改めて上記株式の取得価格を算定することは、当然考慮すべき事項を十分考慮しておらず、本来考慮することが相当でないと認められる要素を考慮して価格を決定するものであり（最高裁平成26年（許）第39号同27年3月26日第一小法廷決定・民集69巻2号365頁参照）、原則として、裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ない。」

残念ながら、これはまったく理由になっていないといわざるを得ません。将来の市場動向についての公開買付時点での予想を反映する形で公開買付価格が設定されたということと、基準時における公正な価格を算定するためにその後現実に生じた市場動向を勘案して「補正」を行うこととは、それ自体としてはなんら矛盾しないからです。【例2】で言えば1月30日時点での情報を前提に、将来の株式市場の変動やキャッシュアウトによる企業価値の上昇分も勘案し、いわばその期待値を反映して設定された価格は1万5000円であるが、4月20日時点で同様の作業を行えばそれと違った価格になるというのが株主側の主張です。「当該株式の取得日における公正な価格をもつ

て、その取得価格を決定すべき」であるにもかかわらず、4月20日時点における情報に基づく評価をしなくてよいというためには、1月30日時点の情報に基づきその後の株価の変動を折り込んで公開買付価格が決定されていたというだけでは足りません。どうして4月20日時点における情報に基づく評価をしなくてよいかについては、すでに説明しましたので繰り返しません。ジュピターテレコム事件最高裁決定の理由付けはこの点の説明が欠けています。

ただ不思議なことに、理由付けは不十分であるにもかかわらず、ジュピターテレコム事件最高裁決定は、結論が適切であるのみならず、補正をすべきではないとすべき要件についても適切なものを設定しています。決定は、「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ」た場合には、価格決定請求手続における株式の取得価格は公開買付けにおける買付け等の価格と同額とすべきだとします。判示のこの部分は、これから検討する公開買付価格の公正さの要件として掲げられたものではないかと想像されますが、すでに述べた通り、「公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されている」という要件は、公開買付と後続のキャッシュアウトを一体として捉え、公正さの判断時点を公開買付開始時とするためにも必須の要素だと考えております。公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨を明示していないとすると、キャッシュアウト対価の公正さの判断基準日は公開買付け時点ではなくて、もっと後ろにずれ込む可能性があって、その場合は、公開買付後に株価が上昇していれば補正すべきだとされる余地があります。公開買付時点で対価の公正さを判断してよいのは、その時点で会社が当該キャッシュアウト条件にコミットしてそれ以後はもういじらないということが確立している場合だと言うべきです。

V. 公開買付価格の公正さの判断

次にジュピターテレコム事件最高裁決定の第2の要素に移りましょう。公開買付価格の公正さに裁判所がどのくらい実質的に介入すべきかという話です。

1. 問題の所在

先ほども少し触れましたが、ジュピターテレコム事件最高裁決定は、「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである」と述べています。

従来の下級審裁判例の中には、公開買付価格が公正か否かについて、①株式の客観的価値（MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値）＋②今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額（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）といった形に分解し、各々を裁判所が独自に算定するといった作業を行うものが少なくありませんでした。これに対してジュピターテレコム事件最高裁決定は、キャッシュアウトの手続面を強調しており、裁判所が独自に公正な価格を算定するという作業を行うことに対して否定的なニュアンスは感じられます。しかし、この判示の具体的な内容や、従来裁判例との関係——それが従来裁判例と厳密にはどこか違い、その範囲で従来裁判例を否定していることになるのか——について、もう少し丁寧に見る必要があります。たとえば「一般に公正と認められる手続」により公開買付けが行われた場合とはどういうケースを指すのか、従来、裁判所が公開買付価格を不公正であると判断したケー

すが、今後はそうは扱われなくなるのかといった点をきちんと検討する必要があるのです。

公開買付け価格自身が不公正とされた裁判例は、【表1】の11事件（大阪地決平成24・4・13金判1391号52頁）、14事件（東京高決平成22・10・27資料版商事法務322号174頁）、18事件（大阪高決平成21・9・1判タ1316号219頁）、19事件（最決平成21・5・29金判1326号35頁）、20事件（東京高決平成20・9・12金判1301号28頁）の5件です。その要点はレジメに引用していますので、後で見ただけであればと思います。公開買付け価格が不公正だとされた理由も、実は事件によって相当違いがありまして、裁判所による公正な価格の算定の仕方もそれに対応して、事件ごとにかなり異なります。本当は1件ずつ事案を紹介し、判示の特徴を検討すべきなのでしょうけれども、時間の関係でそれはできませんので、ジュピターテレコム事件最高裁決定から影響を受けるかという観点から、過去の下級審裁判例について言及するというところにさせていただければと思います。

2. MBOへの適用

まずジュピターテレコム事件がMBOではないキャッシュアウトのケースであるため、そもそもその判示がMBOのためになされるキャッシュアウトに適用があるのか疑問があるかもしれません。経産省のMBO報告書4頁やMBO指針では、「MBOは、本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき取締役が、自ら株主から対象会社の株式を取得することとなり、必然的に取締役についての利益相反的構造が生じる」と述べており（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」（平成19年8月2日）4頁、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」（平成19年9月4日）4頁）、下級審裁判例でもMBOの利益相反構造について意識したと思われる判断を示すものもあります（たとえば、【表1】18事件（大阪高決平成21年9月1日判タ1316号219頁））。

しかし結論から言うとジュピターテレコム事件最高裁決定の判示はMBOにも当てはまると考えられます。同決定は、「多数株主又は上記株式会社（以下「多数株主等」という。）と少数株主との間に利益相反関係が存在する」と述べ、一定の利益相反構造がある状態は前提とした判示をしています。そしてキャッシュアウトの対価が歪められる危険は、多数株主等が締め出す場合でも、取締役が主導権をとって締め出す場合でも質的な差はないというべきでしょう。MBOでことさらに構造的利益相反が強調されるのは、株主の利益を図るべき立場にある取締役が、自分の利益のために公開買付価格を低く抑えたいインセンティブがある点に着目してのことですが、こういう義務の衝突は、たとえばMBOをめぐる事後的に取締役の責任が追及されたりする局面では効いてくる——たとえば取締役については会社法429条の責任が問題とされるが、多数株主については原則として責任は問題とならないといった違いが生じる——ものの、価格決定との関係では質的な違いをもたらす要素ではないと思われまます。したがって、この決定は、MBOの場合も含めてキャッシュアウト一般について射程は及んでいるものと考えています。

3. 市場価格の信頼性との関係

下級審裁判例の中は、MBOを企図している状況での市場価格が信用できないとして、長期間の平均株価にプレミアムを加算するという算定の仕方をとるものがあります（【表1】18事件（大阪高決平成21・9・1判タ1316号219頁）、19事件（最決平成21・5・29金判1326号35頁）、20事件（東京高決平成20・9・12金判1301号28頁））。これらの裁判例の中には、会社のした具体的なリリース等を根拠に株価が下方誘導されていた可能性を認定しているものもあれば、そもそも具体的な理由を示さないままMBOを企図している状況での市場価格が信用できないとするものもあります。こういった裁判例と、「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額

で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合」には公開買付価格を尊重する本決定との関係は分かりにくいところです。差し当たり次のように考えるのが無難ではないかと思えます。

①まず公開買付直前の株価について、裁判所が特に疑念を持っていない状況のもとで、ジュピターテレコム事件最高裁決定の示す要素を備えた手続によって公開買付がなされ、多くの株主が応募した場合には、プレミアムの大きさについて裁判所が問題視する（たとえばその他のMBOの平均と比較する等して）ことは、今後はなくなるでしょう。これまでの裁判例のうち、【表1】14事件（東京高決平成22・10・27資料版商事法務322号174頁）、18事件（大阪高決平成21・9・1判タ1316号219頁）は、公開買付直前の平均株価をもって「MBOが行われなかったならば株主が享受しうる価値」としつつ、加算された「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」が足りないという理由で、公開買付価格を不公正だとしていますが、こういう判断は、今後はなされなくなると思えます。

②他方、たとえば株価を下げるような内容の情報がリリースなされ、しかも裁判所はそれが株価を下方誘導するためになされたものであると考えているといったように、公開買付直前の市場価格が企業価値を適正に示していることについて、具体的な根拠に基づき、疑念を持っている場合には、どう扱われるのでしょうか？ たとえばレックス・ホールディングス事件（【表1】19事件（最決平成21・5・29金判1326号35頁）、20事件（東京高決平成20・9・12金判1301号28頁））では、平成18年8月21日のプレス・リリースにおいて公表された同年12月期の業績予想の下方修正によって株価が下方に誘導されていると認定した上で、比較的長期間（平成18年5月10日から同年11月9日まで）の平均株価である28万0805円に、「上昇に対する期待」の20%を加算する形で算定がなされています。この事件のようにキャッシュアウトを推進しようとする当事者が、公開買付前に市場価格を下方誘導しているという事実が認定されている場合には、たとえジュピターテレコム

事件最高裁決定を前提としても、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴取し、後のキャッシュアウト手続でも同じ価格を保証し公開買付に株主の多数が応じたということだけから、直ちにその価格が「多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたもの」と言ってもらえるかどうか疑わしいと思います。特に、「第三者委員会や専門家の意見」においても、DCF 法等により算出された株価と並んで、市場価格についても言及されるのが通常ですが、その前提となる市場価格が歪められていると裁判所が判断する場合、そのような意見に依拠した価格を裁判所が尊重してくれる保証はありません。公開買付開始前に株価を下方に誘導するような行為があったという事情は、ジュピターテレコム事件最高裁決定にいう「一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた」か否かとの関係で考慮されるかもしれず、そうなると、このようなケースでは、公開買付価格は当然には尊重してもらえない可能性があります。そうなるとレックス・ホールディングス事件の判断は、ジュピターテレコム事件最高裁決定によってもただちに否定されるわけではなことになります。

③難しいのは、【表1】18事件（大阪高決平成21・9・1判タ1316号219頁）のようなケースです。この事件は、虚偽あるいはミスリーディングな情報を公表することで株価を誘導したという具体的な認定はないが、たとえば過去6ヶ月の平均株価をとると、公開買付価格より高いという事案でした。裁判所は、株価を下方誘導するような具体的な行為は認定していませんが、明らかに公開買付直前の株価の水準に不信感を持っています。こういう場合でも、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴取し、後のキャッシュアウト手続でも同じ価格を保証し公開買付に株主の多数が応じたら、公開買付価格を尊重するのはよく分からないところです。

4. 意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置

ところで、「多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ」たとされ

るには、どのような手続を要求されるのでしょうか。ジュピターテレコム事件最高裁決定は「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど」と述べています。これはあくまで例示ですから、これ以外はだめだということではないのですが、そもそも例示されている内容についても必ずしもはっきりしない面があります。以下、少し立ち入って検討してみましょう。

(1) 第三者委員会・専門家の独立性

たとえば、【表1】14事件（東京高決平成22・10・27資料版商事法務322号174頁）では、独立委員会が選任した財務アドバイザーの意見を聴取してキャッシュアウトの価格が決定されているのですが、裁判所は、当該財務アドバイザーが対象会社取締役会によって選任されていることを問題視しています。ジュピターテレコム事件最高裁決定は、「独立した第三者委員会や専門家」と述べており、財務アドバイザーの独立性を問題にする趣旨でしょうが、東京高決平成22・10・27のように、当該専門家が対象会社取締役会によって選任されていることをもって独立性を否定されるのでしょうか。

実は、ジュピターテレコム事件でも、関係者が財務アドバイザーを選任しており、買取請求者側は、この点も指摘しているのですが、裁判所は特に問題視していません。最高裁は、この事件では「意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置」がとられたとしていますので、関係者が財務アドバイザーを選任したという事実だけから、第三者委員会や専門家の独立性を否定する趣旨ではないのでしょうか。

(2) 第三者委員会・専門家の評価書の内容

それでは「独立した第三者委員会や専門家の意見」の内容や性格については、何か制約があるのでしょうか。ジュピターテレコム事件最高裁決定自体からははっきり分かりません。【表1】18事件（大阪高決平成21・9・1判タ1316号219頁）では、裁判所は、第三者機関の評価書が、監査・検証手続等を経っていない、ディスクレマーが付せられていることなどを問題視

しています。ただこの事件で問題となったディスクレマー等は比較的ありふれたものではないかと思われます。きちんと事実認定がされているわけではありませんが、ジュピターテレコム事件の意見も同じような性格のものだった可能性はあります。ジュピターテレコム事件最高裁決定の立場ははっきりしないものの、ディスクレマーの種類・内容にもよりますが、「意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置」が否定されるべきではないと考えます。

(3) 独立した第三者委員会や専門家が反対した場合

次に、【表1】11事件（大阪地決平成24・4・13金判1391号52頁）は、面白い特徴があります。この事件では、「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴く」という手続はとられました。しかし公開買付価格は、専門家の出した株式の価格のレンジを下回るという結果がでてしまった。そこで独立委員会及び会社は、公開買付への応募を積極的に推奨せず、中立的な立場をとったわけだす。こういうケースは、ジュピターテレコム事件最高裁決定との関係では、どう扱われるのでしょうか。

まず、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴き、対価が安すぎると言われたのにそれを隠して手続を進めたとすれば、それは「一般に公正と認められる手続」ではないと扱われることになるのでしょく。また異なる専門家から意見をとって、その中には公開買付価格が安すぎるとしたものもあるのに、それを隠して、問題がないとされた意見だけを開示したとすれば、やはり問題があるでしょく。しかし、公開買付価格が安すぎるとする第三者委員会や専門家の意見の内容を開示し、独立委員会及や会社も中立を守った状態で公開買付を行った場合に、多くの株主がそれでも公開買付けに応じたとすれば、その公開買付価格は「多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映された」価格であると評価されるのでしょく。

そういう場合には、そのような価格でキャッシュアウトを行うこと自体が適切ではないから、裁判所はこれを無視して、独自に価格決定をすべきだと

いう意見もあるかもしれません。ただ専門家の意見を全部開示して、独立委員会も会社も中立的な立場をとっている中、キャッシュアウト価格を公開買付価格と同額とするとして強圧性にも対処された形で公開買付が行われ、多数の株主が応じたにもかかわらず、裁判所がそういう事情は無視して、常に独自の観点から公正な価格を算定すべきかというところ、よくわからないところがあります。

ジュピターテレコム事件最高裁決定自体は、この点については、特定の立場はとっていないのでしょう。同決定にいう「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ」た場合というのは、あくまで第三者委員会や専門家の意見を取り、その意見によれば適切だとされた価格によってキャッシュアウトを行うケースを想定しているのではないかと思われまます。したがって、独立した第三者委員会や専門家の意見さえ聞けば、それに従わなくても「意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ」たことになるわけではありませんが、独立した第三者委員会や専門家の意見によれば公開買付価格が低すぎるとされれば、それだけで公開買付価格が公正であるとされる余地はなくなるわけではない。そしてその際、裁判所が価格の公正さについてどこまで実質的に審査することになるかは、個別判断ということではないかと思えます。

VI むすび

時間の関係で、そろそろ終わらなくてはなりません。これまでお話ししたことからお分りの通り、ジュピターテレコム事件最高裁決定は、実務に与える影響も大きい重要な決定ですが、理論的にも、キャッシュアウトに係る価格決定の考え方についても重要な意味を持っています。しかし、この決定の理解の仕方や残された課題については、慎重に検討する必要があります。

すでに述べたことを逐一繰り返すことはしませんが、まず本決定が、公開買付価格が適切に定められた場合に、その後の市場動向を勘案した補正は行

うべきではないとする点については、結論は正しいし、補正をしてはいけな
いとされる要件も適切に設定されていると思うのですが、その理由付けは不
十分です。

次に、一定の手続を経ている場合には公開買付価格が「多数株主等と少数
株主との利害が適切に調整された結果が反映された」ものであるとされると
判示する部分については、公開買付価格を不公正とした従来の裁判例のうち、
どれが否定され、どれが否定されていないのかをきちんと見分ける必要があ
ります。もちろん、このように手続面を重視して、裁判所が価格の公正さに
ついて実質的な介入を控えるという態度に批判的な人もいるかもしれませんが、
まずは判示の内在的な検討が第一にされなければいけない作業です。こ
の報告でも、いくつかの点について検討させていただきましたが、もちろん
網羅的なものではありません。

最後に、ジュピターテレコム事件最高裁決定は、その重要性にもかかわら
ず、すべての問題を明らかにしているわけではありません。残された課題の
うち、私が一番深刻に思っているのは、報告の最初の方で触れましたが、こ
のケースでキャッシュアウトがなされた場合の価格決定請求に関する一般論
をどう考えるかです。この点は、ジュピターテレコム事件最高裁決定では一
切触れられていません。したがって、レックスの抗告審決定や田原補足意見
に従った定式は、今後も下級審裁判例で維持されていく可能性が高いと思
いますが、これが公開買付後の市場動向を勘案した補正すべきではないとい
うジュピターテレコム事件最高裁決定と矛盾することは知っておく必要があ
りますし、長期的には、レックスの抗告審決定や田原補足意見に従った定式を
より適切なもの直す作業が、判例の健全な発展にとって重要な課題ではない
かと思っています。実は、ジュピターテレコム事件最高裁決定がこれを先送
りした、いやせざるを得なかった理由は、公開買付後の市場動向を勘案した
補正すべきではない理屈について十分整理し切れなかったことにあると思っ
ていますが、今後の最高裁判例、そしてその前提として学説などの発展に期
待したいと思っております。

私からの報告は以上です。

討 議

前田副会長 藤田先生、大変貴重なご報告をどうもありがとうございました。

それでは、いつもどおり、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見をよろしく願いいたします。

太田委員 藤田先生、大変貴重なご報告、ありがとうございました。

藤田先生のレジユメの11ページで、公開買付価格が不公正であったとされる裁判例、11はCCCで、14はサイバードで、18はサンスターで、19、20はレックスですが、サイバード以外、全部関与しておりまして、レックスは公開買付けの代理人であって、訴訟代理人ではないのですが—11と18は訴訟代理人でもあったので、本当に興味深く拝聴しておりました。

2つご質問があります。1つは、割と簡単な質問でございまして、今回の先生のご報告は全部取得条項付種類株式を使った場合の価格決定ということでお話をされていますが、いわゆる今度の会社法改正で入りました株券等売渡請求の事件にも、これというのは基本的には妥当するものと考えていいのか。それとも株券等売渡請求の場合には、ちょっと違う考慮要素が入り得るのかという点が、まず1点目でございます。

もう1点目は、レジユメの一番最後のページで触れられておりますCCC事件でございます。CCC事件の対象会社側代理人としてその背景を若干申し上げますと、先生のおっしゃっておられたとおり、独立委員会の選任したFAの算定したDCF法による価格の下限をTOB価格が下回っていたために、結局、裁判所はそこを捉えて、TOB価格は公正な価格ではないとしたわけでございます。

ただ、この場合に、公開買付けの応募を積極的に推奨せず、中立的な立場をとったのには理由がございます。実はこのケースで、もう1つ重要な条件がTOBの成立のための条件として設定されています。まず、独立委の選定したFAが算定した公正価格の下限をTOB価格が下回っている以上、会社

側の代理人として、公開買付けへの応募を積極的に推奨することは、取締役の善管注意義務等にも鑑みて、問題を起こす可能性がありますので、TOBへの応募は推奨できないということで、そこはサイレントにすることにしております。

逆に言うと、これは公開買付けに応募する人の判断に委ねるといいますか、全部情報を開示するので、それも含めて、株主が判断して、会社側としては推奨しないけれども、この条件でよいと思う株主はTOBに応募してくださいという形にしたのですが、MBOの案件でございましたので、公開買付者であって、創業者でもある増田氏が持っているかなり大きな株式ブロックが存在していたわけですが、少なくとも非利害関係株主の過半数、即ち、マジョリティー・マイノリティーが応募しないと、公開買付けは成立しないという形にしておりました。それで強圧性の排除がどこまでできているかは別にして、要は、マジョリティー・オブ・マイノリティーをTOB成立の条件としているので、あとは全部情報を開示しますから、応募するか否かは株主の方で自由に考えてくださいということにしたわけです。

この種の案件で、一般に公正と認められる手続は何かという点がいづも問題となるのですが、これ以上の手続は、多分マジョリティー・オブ・スーパーマジョリティーぐらいしかないのではないかと考えておまして、これ以上に慎重な手続は思いつかなかったわけですが、マジョリティー・オブ・マイノリティーのような条件を組み込んでもTOB価格がそのままスクイズ・アウトの価格ということにならないのかという点は、果たしてどのように考えるべきでしょうか、最高裁判決の射程では当然そこまでは及んでいないとは思いますが・・・。

1点若干補足しますと、私はずっとこういう案件をやっていて常に非常にもどかしい思いをしているのですが、裁判所はなぜあんなにDCFを過剰に信頼しているのかがよくわかりません。DCFこそ、いろいろ前提となる数値をいじると金額はかなり変わるわけです。例えば、結局CCCの案件で独立委員会が起用したFAが出したDCF法の評価が公開買付価格を上回った

最大の理由は、会社が前提にしている事業計画が非常に強気なものであったからです。当該計画を前提にDCF法で会社の株式価値を算定しているわけですが、その前にシャルレ事件がございましたので、会社が事前に策定していた事業計画には一切手を触れないで、それを前提として株式価値を算定しています。

そう致しますと、努力目標的事业計画であって非常に強気の事業計画を策定してしまっていると、前提が余りに楽観的な部分や前提条件が異なっているような部分など、当該事業計画についてたたくべきところはある程度たたいたとしても、やはり株式価値は客観的な価値よりも高く出すぎてしまうわけです。他方、余り事業計画をたたき過ぎると、シャルレ事件のように、会社が過剰に事後的にそれを変更したということになりますので、やはり、事業計画をたたくといっても、自ずから限界があります。

そうすると、先ほど公正価値移転義務という話もございましたが、取締役の大多数が、この事業計画は非常に強気の計画だと思っているような場合でも、それを前提としてDCF法で価値算定を行うと、現実の株価だけではなく、公開買付価格をも大きく上回ってしまうような場合に、どのように考えるべきかということが、非常に問題になると思います。

もう1つ、本件を考えるに当たって考えるべき点は、このケースではTOB期間中に3・11の東日本大震災が起きて、TOPIXが急落していることをどのように考えるべきかということです。公開買付けの発表後における株式相場全体の値動きに基づく価格補正の話がございましたけれども、私がかねて従来裁判例について疑問に思っておりましたのは、株式相場全体が上昇したときにプラスの価格補正はされる場合があるのに、株式相場全体の相場が下落したときになぜ価格のマイナスの補正はされないのか、という点です。公開買付けを公表した後に、TOPIXが幾ら下がったとしても、それだけではTOB価格を切り下げることにはできないわけですが、プラスの価格補正を認めるのであれば、マイナスの価格補正を認めてもよいのではないか、ということです。

それはともかくとして、本件では、TOBが開始された後に東日本大震災が起きましたので、TOB価格は株式相場全体の値動きからすると非常に高い価格と見られることとなり、その結果、公開買付けへの応募率も高くなっています。

以上縷々申し上げましたように、本件ではDCF法に基づく会社の株式価値の算定について、いささか客観的な信頼性に欠ける面があったのではないかと考えております。そのような事態もしばしば生じますから、一般に公正と認められる手続のハードルが非常に高く設定された場合、では、TOB価格を脇に置いて、DCF法によって会社の株式価値が正しく算定できるのか、という点については、個人的に非常に疑問に考えております。もっとも、その問題は只今の先生のご報告の範囲を超えますので、一般に公正と認められる手続に関して、本件のような特殊事情があった場合、即ち、会社がTOBへの応募を積極的に推奨しなかったというのは、理由があつてのことであつて、代わりにマジョリティー・オブ・マイノリティーがTOBに応募しない限りは当該TOBは成立しないというような厳しい条件を付した、というような場合に、(事後的に見て)更に何か工夫できる点はあるのかという点について、もしご所見があればご教示いただければ大変ありがたいと存じます。

藤田報告者 簡単な方から答えますと、他の手続でキャッシュアウトした場合にも、本日の報告のような考え方は適用ありますかという質問については、配付させて頂いた論文(藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける公正な対価——最決平28・7・1と公開買付後の市場動向を勘案した「補正」の可否」資料版商事法務388号48頁(2016年))の49頁注1で、「会社法172条の解釈として本稿の述べるところは、会社法179条の8第1項に基づく価格決定申立てあるいは182条の4第1項に基づく株式買取請求の場合の解釈論としても、そのまま妥当する」と述べており、これが答えです。手続が変わっても別に考える必要はなく、基本的な考え方はそのまま当てはまると思います。

次に、第2の質問ですが、ジュピターテレコム事件最高裁決定が直接想定しているのは、第三者委員会等が提案されている公開買付価格でよいと言った値段で公開買付が行われるケースなのではないかと思います。そういう値段で、かつ、公開買付後のキャッシュアウトでも同じ値段で買い取ることで強圧性を排除した形で公開買付を行い、多くの人がそれに応じたら、それはそのまま尊重しますということではないかと思われまます。したがって、ルチュア・コンビニエンス・クラブ（CCC）事件（大阪地決平成24年4月13日金判1391号52頁）のように、専門家の意見は聞いたけれども、それには従わなかった場合は、決定の射程外になる。だから、当然尊重してくれるということにはならず、個別判断と言わざるを得ないとは思いますが。しかし個別判断になるというのは、当然に不公正な価格になるというわけではなくて、いろいろな事情を考慮して公正な価格だとされるかもしれません。その場合も、裁判所が独自の立場から算定して、結果的には公開買付価格は公正でしただとなる場合はもとより、裁判所が独自の立場では算定しないで、その他さまざまな手続的な側面を勘案して公開買付価格は公正な価格だと言ってもらえるケースもあり得るかもしれません。

ただ、その場合、マジョリティー・オブ・マイノリティーが公正さを担保する手段として重視されるかということ、よくわかりません。今回の決定に際して、最高裁も、そういう発想があることは当然知っているはずけれども、あえて触れていませんし、過去の下級審裁判例でマジョリティー・オブ・マイノリティーを満たしていることを特に重視したものもあまりなかったと思います。なぜそうなのかはよくわからないのですが、たくさんの人が応募したという事実を、裁判所は余り重視してないような気はします。

次にDCFとの関係ですが、私もDCFをなぜそんなに重視するのかという疑問を持つことがないわけではありません。ただ、先ほど言われた話はDCFの信頼性一般の話とはすこし別なことだという気がします。CCC事件の実態についてははじめて伺ったのですが、太田先生のお話によると、要するに、会社側が事業計画を強気につくっており、キャッシュアウトすればこ

んなにいいことができますよと標榜して、そういう事業計画を前提にDCF法で算定されてしまった結果、高すぎる値段が出てしまったということでしょう。企業価値が高い、あるいは高くなるということ、会社自らアピールしてしまったのだとしたら、それは当然責任をとるべきだと思います。誰がつくった事業計画か知りませんが、少なくともMBO実施者側が関与しているのであれば、それを前提にしてDCF法で出された数字について、そもそもDCF法は頼りにならないといった類の文句を言うのは筋違いだという気がします。

ただ一般論として、DCFでどんな値段が出るかわからない面はあり、専門家の意見をとって見たところ、予想外に高い数字が出てしまったということはあるかもしれません。そのときに、低いほうだけ出すわけにもいかない。だからといって、そうなってしまったときは、やめるしかないというのは、幾ら何でも窮屈なので、その場合に、その専門家の数字よりも低い値段で公開買付をして、それが公正な価格であると説得することも可能だと思います。たとえば他のほかの人に鑑定を依頼して、別の意見をもらうこともあり得ます。高い意見を隠せば手続が不公正ですが、なぜ数字が違い、どういう理由で低い方をとったのかきちんと説明できればいいと思います。ただ、さっき言われたような理由、つまり事業計画を盛りすぎたので、もう少し地道な計画に変えますというのでは、最初の計画ではうそをついたのですか、できもしない計画を掲げてキャッシュアウトを実行しようとしていたのですかということになりかねないので、なかなか難しい気はします。

最後に3・11の影響それ自体は難しい問題です。公開買付けの間にこういう株式市場全体を下げる事故が起きやたら株価が下がった結果、プレミアムがやたら高くついたかのような感を呈するとき、TOBを中止することができないとすれば一見不当に思われるかも知れませんが、しかし最初からそういうリスクを覚悟した上で、公開買付に踏み切ったというべきなのではないかと思います。同じ価格でキャッシュアウトすると公表した場合は、その後株式市場の相場が下落するリスクをとるかわりに、高騰した場合もキャッ

シュアウト価格は上げませんということでバランスをとっているということになると思います。予想外のことが起きたのでキャッシュアウトを止めてしまうというのは許されるかもしれませんが、値段を下げてキャッシュアウトするのはできなくても仕方ないと思います。従来の裁判例は、公開買付価格を上方に修正する補正を行い、他方、公開買付時点で約束しているものだからキャッシュアウト価格は下げることができないというアンバランスな状況で、これは政策論として批判されてきたことは報告でも触れました。ジュピターテレコム事件最高裁決定は、一定の要件のもと上方の補正をしないと言いつつ、これで基本的な問題は解消したと思います。

太田委員 CCCの事案における事業計画の部分ですが、事業計画としては実際にはどのようなものが用いられたかといいますと、もともと会社にはMBOを前提としない形の事業計画が存在しておりまして、MBOの実施を前提とした場合でも、その事業計画自体は特に変わっていません。要するに、MBOがなされたとしても、経営陣も全くそのままですし、従来の創業者がそのまま引っ張っていくということで、事業計画自体は従来と同じものが用いられるという前提でした。

MBOを実施する理由は、上場会社であることによって、本来は会社の最も重要な機密事項であるところの会社の企業戦略的なども全部開示しなければならないこととなるのが耐えられない、そのような開示を行うこと自体が長期的に見ると、会社の成長の機会を損なうから、というものでした。従って、会社の事業計画自体は、MBOを前提としても前提としなくても全く同じだという想定となっており、そのような事業計画を前提として、対象会社の株式価値の算定はなされています。

藤田報告者 もしそうだとすれば、MBOと無関係に、現在の株価が過小評価されているということを示唆するような事業計画を開示したということですか。

太田委員 事業計画の開示もしていません。対外的に開示をしていないものの、会社が手許に持っていた事業計画をベースに、DCF法で株式価値を算

定しています。

藤田報告者 開示というのは表現が紛らわしかったですが、投資家への開示ということではなくて、当該専門機関への開示という意味です。そのような事業計画を示して、専門機関に株式価値の評価を依頼したこと自体が間違いだったと言わざるを得ないのではないのでしょうか。もしその事業計画が正しいなら、今の株価は過小評価されていることになり、株価を正常に戻してからMBOしなさい、あるいは現在の株価に大幅なプレミアムをつけてMBOしなさいとなるのが筋だと思います。事業計画がおかしくて株価が誤って過大評価されてしまったというなら、会社が専門機関に出すべき情報を誤ったと評価せざるを得ない。そうなったら専門機関に出すべき事業計画がおかしかったから間違えた数字がでてしまいました、正しくはこちらですと言って再度別の専門機関の鑑定をとって、後者の方が適切であることを説得するか、諦めるかしかないのではないのでしょうか。もっと別の方法で公正さを担保する手続があればそれでもいいですが、マジョリティー・オブ・マイノリティーだけだと、それは多分十分ではないと思います。やはり最初にそういうおかしなことをしたら、後でなんとか軌道修正しようとしても、なかなか大変だと思います。

後藤委員 貴重なご報告をどうもありがとうございました。

今のマジョリティー・オブ・マイノリティーですけれども、それに頼りたくなるのもすごくよくわかるのですが、同じように大多数の株主が賛成したからいいのではないかとしているブルドックスソース事件に対しては、株主に安定株主が多かったからではないかという指摘がなされているわけです。

MBOの場合にも、取引先などの安定株主は、経営者の売却の求めに応じて、これだけプレミアムがつくのだから売ってくれと言われて、取引先などは、それに応じる可能性があるとする、経営者の分を除いて、マジョリティー・オブ・マイノリティーの賛成が有ると言えたとしても、そのマイノリティーの中には、一般の投資家とは異なる利害関係がある人も入っているとすると、そのあたりをどう見ていくかという問題が残るような気がします。

株主構成は当然会社ごとに違うわけですが、CCCの事案は、そういうところまで意識した上でも、マジョリティー・オブ・マイノリティーの賛成があったと評価できるような事案だったのででしょうか。

アメリカでは、もし条件が低過ぎるということになれば、対抗買収提案が出てきてもおかしくなくて、そのときに、レブロン義務の話になってくるかと思いますが、日本ではそこまでいくことは、現状では余り期待できない。そうすると、株主としては、プレミアムが少しでもついているのだったら、売っておいたほうがましだという判断をする人も多いかもしれないという状況で、マジョリティー・オブ・マイノリティーを、ないよりあったほうが当然いいとは思うのですけれども、どれだけ大きく評価できるか。これはないものねだりのところもあるので、余り厳しいことを言い過ぎて、こういうのを全部潰していってもしようがないとは思うのですけれども、そのあたり、むしろ太田先生にお伺いできればということと、もし藤田先生に何かお考えがあったら、お伺いできればと思います。

太田委員 株主構成という意味では、実はCCCは持ち合いなどは余りやっておりませんでした。というのは、創業者である増田氏が会社の株式をもともと四十数%持っておりまして、持ち合いする必要がなかったわけです。我々からすると、マジョリティー・オブ・マイノリティーは、それなりに公正な手続といえるのではないかと思っていたわけですが、その一つの論拠として、純粹に中立的なフィデリティの帰趨がマジョリティー・オブ・マイノリティーの条件が満たされるか否かを大きく左右する状況であった、という点がございます。世界的に著名な中長期の機関投資家であるフィデリティは、当時、CCCの株式を5%超持っておりまして、最終的にはフィデリティはTOBに応募しています。もしフィデリティがTOBに応募していなければ、マジョリティー・オブ・マイノリティーがTOBに応募するという状況は確保できなかったであろうと思われまます。従って、少なくともCCCの事例では、マジョリティー・オブ・マイノリティーがTOBに応募することをTOBの成立条件の一つとして設定することには大きな意味があったように思い

ます。

ただ、対抗TOBが出てき得たかという点、増田さんが四十数%持っている以上、対抗TOBは絶対になされない状況ではあったので、その部分について、弱さがあつたのは否定できないように思います。状況としては、そのような状況です。

藤田報告者 後藤さんの言われた話は、多数決一般の問題点で、マジョリティー・オブ・マイノリティー固有の問題ではないと思います。そして多数決一般が信用できないと言い出すと、ジュピターテレコム事件最高裁決定の前提、さらには株式買取請求権に関するテクモ事件（最決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁）のような発想の前提も崩れてしまいます。

太田先生がマジョリティー・オブ・マイノリティーを持ち出されているのは、ちょっと特殊なコンテキストなのですね。専門家の意見通りの値段で、しかも強圧性を排除された形で公開買付がなされ、さらにそれに加えてマジョリティー・オブ・マイノリティーであれば、それは大変結構なのですが、専門家の意見でだめと言われた価格で行われた公開買付価格を正当化するために、これがあれば十分ですかというコンテキストでマジョリティー・オブ・マイノリティーを持ち出されているわけです。ジュピターテレコム事件最高裁決定が、専門家の意見の聴取と強圧性の排除とをあわせて要求しているというのは、投資家の多数決以外に、値段の公正さを担保するその他の客観的な条件が必要だということなのでしょう。だからマジョリティー・オブ・マイノリティーを置いて、多数決の方の要件を厳格化し、多数決の問題点を克服したところで変わらないような気がします。

しかも、報告でも触れましたが、これまでの下級審裁判例で公開買付価格が不公正とされた事件には、例えば情報を下方誘導したケースがあります。下方誘導するような情報をMBO実施者側が出したということを認定されたときに、マジョリティー・オブ・マイノリティーを持ち出しても全然だめでしょう。専門家の意見でだめと言われたことをひっくり返すものとしても、マジョリティー・オブ・マイノリティーは、それだけではやはり十分ではな

と思います。

では、ほかに方法はあるのですかと言われると、専門家から適正な価格だと言ってもらえなかった原因次第でしょう。その原因について、開示できない、説明できないのであれば、もうそういうキャッシュアウトは潰れても仕方ないと思います。説明する方法があるか否かは、どういう理由で専門家から適正な価格だと言ってもらえなかったか次第ですので、「専門家から適正な価格だと言ってもらえなかった場合に、どういう手続を踏めば、公開買付価格が正当だと認めてもらえるのですか」という形で抽象的に問題を建てると、応えられないと思います。

前田副会長 何度か藤田先生からお話がありましたように、レックス・ホールディングス事件で裁判所がとった判断枠組みとの関係をどう捉えるかが、どうもなかなかすっきりしないように思います。

つまり、レックス・ホールディングス事件のような判断枠組みを、今後、下級審がもしもとり続けることがあるとすれば、田原補足意見に従えば、客観的価値というのはナカリセバ価格であり、ナカリセバ価格ということになってくると、藤田先生ご指摘のように、まさにキャッシュアウトがナカリセバの価格であって、基準日時点では株式をまだ持っていることになりすから、株価上昇分が入ってきてしまいます。ですから、むしろ今回の平成28年の決定で、従来のレックス・ホールディングス事件でとっていた判断枠組みを破棄すると言ってくれたらわかりやすかったのですけれども、そうは言っていない。そうすると、今後下級審としてはどういう判断枠組みをとっていけばいいのか、さらにお考えをお伺いできればと思います。

藤田報告者 まず下級審が今後どういう判断枠組みをとると予想されるかということについては、報告でも申し上げましたが、ジュピターテレコム事件最高裁決定が、キャッシュアウトに係る価格決定について明示的には何も言っていない以上、下級審裁判所は、レックス・ホールディングス事件の高裁決定というか、同決定を田原補足意見流に読み替えたものをそのまま踏襲し続けることになると思います。

ただ報告で申し上げたように、また前田先生も指摘くださったように、ジュピターテレコム事件最高裁決定と従来の下級審裁判例の定式は矛盾すると思いますので、できることなら下級審裁判例は、根本的に従来の枠組みを見直して欲しいと思います。組織再編にかかる株式買取請求権枠組みが、判例上確定していますので、それを敷衍した形で定式化してくればよいと思います。つまり、①キャッシュアウトが企業価値を高めるものであれば、公正な条件でなされたとすれば得られたであろう金額でなければならない、②公正な条件か否かは交付金合併の場合と同じように条件決定時点で判断される、③その際にはキャッシュアウトで発生すると予想される付加価値を含めなくてはならないというのが基本です。そして「条件決定時点」は、公開買付け前置型のキャッシュアウトの場合には、一定の要件を満たせば、公開買付けの開始時点となるという形でジュピターテレコム事件最高裁決定につながります。もし企業価値を損ねるようなキャッシュアウトだとすれば、ナカリセバ価格となり、この場合は、その後の市場動向に応じた補正があり得ることになる。このように最定式化すれば、非常にすっきりすると思います。

神田会長 少し教えていただければと思います。本日のご報告は、私はほぼ100%賛成なのですけれども、例外というか、裁判所だったら悩むのではないかと思うということで、ちょっと質問したいのですが。まずMBOの場合は、やはりTOBはできるだけ低い価格でやろうと考えると思うのですね。

そういう傾向があるときに、1段階目のTOBについて、証拠がなくて公正でないとは言えないにしても、公正だったと言い切ってしまうともう終わりになってしまうので、必ずしもどちらかよくわからないというようなケースは結構あるのではないかと。しかし、だからといって、2段階目が高いとは私も思わないので、そういう意味では、ご報告のロジックには賛成します。

そこで、質問ですけど、2つあります。1つは期間です。MBOでないケースの場合のほうがわかりやすいと思うのですが、アメリカだと多分2段階買取といえるのはTOBとキャッシュアウトが3カ月ぐらいだと思います。ワ

インバーガー事件でもヴァンゴコム事件でも、1段があつて、2段があつた。同じ値段でやったのだけれども裁判所は2段目の価格は低いと言った。2段階とは見てないわけです。

本件の場合には6カ月以上あると思うのですが、日本は長過ぎるのではないかと。2～3カ月ならともかく、9カ月もあつて、東宝不動産も6カ月ぐらいだったと思います。それで同じでいいのでしょうか。2段階といつても、長過ぎるのではないのでしょうか。そしてまた、一般論になってしまいますが、1段階目が公正と言い切れないようなケースもあるのではないかと。不公正とは言いつれないのはなぜかということ、不公正ということ、2段目で高い価格を認めたら、1段目にテnderした人が429条でやってきますので、そういうあたりがどうかというのが1つです。

それから2つ目は、全然違う話ですが、2段目を中心に考えれば、1段目のアナウンスメントの仕方として、その後、何か事情の変化があつて、株価が上がったら上げます。でも、下がったら下げます。両方向にアナウンスしておいたらいいのではないかとということです。実務的にワークするかどうかすぐにはわからないのですが、新株発行の場合には、将来の日における時価ですといて、取締役会決議で今決めるわけです。昔は確定金額を決めていたのが、何とか方式とかを経て、今はブックビルディングになりました。それは上がれば高い価格で、下がれば低い価格とするので、そういうのを1段で決めれば、イコールでなくていいのかということ、理屈の問題としてお聞きしたいと思います。

藤田報告者 MBOの場合には、公開買付価格はできるだけ低い価格でやろうという傾向があることを前提とすると、専門家の意見をとって適正な公開買付の手続でおこなったら反対株主は公開買付価格しかとれないということ、でよいかという疑問は残り、裁判所が気持ち悪く思う可能性はあると思います。これはジュピターテレコム事件最高裁決定の射程の問題です。報告でも触れましたが、具体的な問題の行為を特定できないけれども、裁判所がMBOの企図されている期間の株価がどうも信頼がおけないと思つているとき

に、本件決定はそのまま適用されるのかということで、これはよく分かりませんと思います。

期間については、私も今ひとつ相場観がつかめないところです。どのくらい離れていることが許容されるか。1年も離れているようなのは論外としても、半年以内ならいいかということ、ちょっと気持ちが悪い。神田先生もおっしゃるように実はジュピターテレコム事件もちょっと長すぎたという気もしないではありません。ただ、この点は、日本のキャッシュアウトの実務において、合理的に一般にどの程度時間がかかるものなのかということ的前提を考えると、通常取引慣行から明らかに外れているような期間だったら、一体と見ることはせず、キャッシュアウト時点で対価の公正さを考えるという余地はもちろんあると思います。ジュピターテレコム事件最高裁決定も、公開買付価格は、「全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、・・・取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められている」と述べていて、織り込み済みというのが補正を否定する理由になっていないことは報告で述べた通りですが、最高裁もあまり無制限な期間を想定しているわけではなさそうだとはいえそうです。

次に、1段目のアナウンスメントの仕方として、公開買付後何か事情の変化があって株価が上がったらキャッシュアウト価格も上げます、下がったらキャッシュアウト価格を下げますとした場合です。この場合は単純に、対価の公正さの判断時点は公開買付時点にならずに、新たにキャッシュアウト対価が確定する時点——たとえば全部取得決議時点——でいいと思います。実は、公開買付前置型の組織再編の事例では、当事会社の株式を公開買付価格で評価して、その値段と将来のある時点の相手会社の株式の時価と対比して割当比率を決め、その一定期間後に組織再編承認決議をしているというケースがあります（大阪地決平成24年2月10日判時2152号139頁、大阪地決平成24年4月27日判時2172号122頁）。この場合、割当比率決定後は、各会社の事情に応じて株価が変動する。こういう場合は、裁判所は、公開買付

価格をもって買取価格とはしないで、第2段の組織再編に着目し、単発の組織再編と同じ枠組みで判断しています。それと同じようになるのではないかと思います。

松尾（直）委員 別の観点からなんですが、藤田先生のご説明は大変勉強になりました。ありがとうございます。

最後に先生が、一般に公正と認められる手続、公開買付価格が決定されるというのが大事で、その例示として独立した第三者委員会や専門家というのがあって、私はそういうのに入ったことはないのですが、似たようなことをやったことがあります。預金保険機構の優先株式等処分審査会の委員をやっていたのです。今は外れています。要は、預金保険機構が、公的資金注入行に対して、資金を持っている優先株式等の処分をするときの価格の適切性を諮問する重大な委員会の委員です。ただ、そのときは預金保険機構3原則というのがありまして、国民負担の回避、経営の健全性の確保、市場への悪影響の回避ですが、そういう視点で審査するということだったのです。

藤田先生がおっしゃったように、こちらのほうは今後裁判所が、どこまで独立性を見るか、あるいはプロセスを細かく見るかよくわからないのですが、仮に独立委員会あるいは専門家の立場からすると、どういう視点で見るといのが多分重要なのですね。最高裁の決定の言い方からすると、多数株主と少数株主との間に利益相反状態が存在するということが挙げられていますので、こういう利益相反状態から、意思決定が恣意的になることを排除するということですね。

藤田先生にちょっとお伺いしたいのは、そういうときに、独立委員会あるいは専門家は、どちらかというときと少数株主等の立場に立って、物事を厳正にチェックするという立場がよろしいのでしょうか。多分丸投げしたらうまくいかないで、先生の個人的なお考えでいいのですが、どういう視点でチェックし、公正な価格というのを見ればいいのか、ちょっとご示唆いただければありがたいのです。

藤田報告者 「公正な価格」を決めるのは専門家の役割ではないと思います。

専門家の判断に委ねられるのは、例えばキャッシュアウト後の事業計画なり、キャッシュアウト前の事業計画を前提にした場合に、その会社の株価はいくらぐらいになるか評価することです。DCF法とか市場株価法をもとに、どのぐらいのレンジにおさまるものと見るのが合理的かという判断をする。市場株価を利用する場合は、開示された情報がゆがめられていないか、下方に誘導されていないかとか、その観点はもちろん必要だと思いますけども、いずれにせよ、MBO実施者側か株主側かというよりは、客観的に事業あるいは株価の算定をすることに尽きると思います。

前田副会長 きょうの藤田先生のご報告の本論から外れることで恐縮ですが、平成28年の最高裁決定のケースでは、算定基準時の問題は、先生がおっしゃいましたようにほとんど重要性を持たないということですが、ごく例外的にせよ、企業価値を毀損するようなキャッシュアウトがされれば、やはりナカリセバ価格が問題になってきて、基準時がいつかが問題になってくると思うのです。

そのときに、株式買取請求権の場合は、請求時だということではほぼ考え方は確立していると思うのですが、全部取得条項付種類株式の場合は、株式買取請求権とは制度の仕組みが違うからだと思うのですが、一般には取得時だと解されています。つまり、株式買取請求権の場合は、株主側の請求があって初めて会社のほうに買い取る義務が生じるのに対して、全部取得条項付種類株式の場合は、株主が請求するわけではなく、取得日に当然に取得の効力が生じることから、このような解釈がされてきたのだと思います。

そのせいで全部取得条項付種類株式の場合は、算定基準時が後ろのほうにいつてしまうものですから、余計この補正の問題が争点になりやすいという面があると思うのですが、この基準時は、現実には余り問題にならないとはいえ、全部取得条項付種類株式の場合、取得時と解さざるを得ないのでしょうか。やや細かなことで恐縮ですが、お考えをお聞かせいただければと思います。

藤田報告者 現実的な重要性はともかく、理論的には決して些細な話ではな

と思います。私は、価格決定の一般的なフォーミュラは株式買取請求に揃えたほうがいいのではないかと考えております。そのような定式をとる下級審裁判例が1件もないので、あまりそうしろと強く言ってきていないのですが、揃えた方が一貫するような気がします。実は経緯・沿革からいきますとレックス・ホールディングス事件は、株式買取請求について最高裁の決定が出て枠組みが固まる前の決定なのですね。そして最高裁決定が出る前は、株式買取請求権についても、いわゆる基準日は効力発生時であるとする説が恐らく多数だったと思うのですが、レックス・ホールディングス事件はその時期に出された。そういう意味では、株式買取請求も価格決定請求も同じような基準日を想定していたとこと、その後、株式買取請求については株式買取請求日が基準日とされることとなった。本来、この段階で、キャッシュアウトに係る価格決定申立も見直してよかったのではないかと考えています。

ただし、下級審裁判例において基準日は、ほとんど問題となっていません。実際には、公開買付価格の公正さの判断しかしていないからです。違いが顕在化するのナカリセバ価格が問題となる企業価値を毀損するキャッシュアウトですが、今までそう認定されたケースは存在しないと思います。そういう意味ではあまり実益のない話にも思えますが、理論的にはキャッシュアウトに係る価格決定の基準日も見直すほうがいいと思っています。

神田会長 キャッシュアウトマージャーみたいなものがあると問題になるのですよね。もうキャッシュアウトは決まってしまうわけですから。しかし、買取請求をある日にしました。効力発生日はその翌日ですというとき、その場合、1日しか違いませんが、どっちのナカリセバ価格ですかとか、そういうのが問題になったケースはないのではないのでしょうか。

藤田報告者 組織再編にかかる株式買取請求権の事件で現金対価のものというのは、実は1件もありません。キャッシュアウトは全部取得条項付種類株式を用いたものしかないのです、その問題は顕在化していません。だから、この点が問題となる事件が出てくれたらおもしろいのですが、実際にはなかなか事件は起きないでしょうね。決議日から効力発生日までに相当な期間

があって、しかも買取請求日から効力発生日までそれなりの時間があるというケースがあれば、その間に何かあってもおかしくないのですが、最大で2週間でしたっけ。

神田会長 20日です。

藤田報告者 ああ、そうでした。効力発生の20日前から買取請求がなされることになるので、最大でも20日の間に何か決定的なインパクトのある経済事象が起きてくれないとだめですから、なかなかいい例は起きにくいでしょうね。

神田会長 申しわけありません。一度に言うべきでした。平成26年改正で、キャッシュアウトは、今後は株式併合になる、90%とれなかった場合には。ですから、株式併合で端数を生じさせると買取請求になるので、この問題は早晚出てくるのではないか。その場合、どうなるかですよ。形式的には買取請求ですから。

前田副会長 まだ若干時間がございますが、ほかにいかがでしょうか。

神作委員 先ほどご指摘があった期間との関係で、判断枠組み自体は変わらないと思いますけれども、例えば一番最初の太田先生のご質問にも関連して、株券等売渡請求の場合を考えてみますと、総会決議は不要であるため、二段階目の手続を早くできるはずではないか。このような事情は、判断枠組み自体には変わらないと思いますけれども、公正な手続自体かどうかを判断する際に影響を及ぼすようにも思うのですが、その点についてはいかがでしょうか。

それから、理論的には確かに同じはずだと思うのですが、株券等売渡請求の場合と、会社からお金が出ていく場合とで、裁判所の判断基準が少なくとも実質的に本当に変わることがないのか。その点については、確かに理論的には変わらないはずであるとは思いますが、実際問題として、どのように扱われることになるのかという問題は、また別途あるような気がいたしますので、その点について教えていただければと思います。

藤田報告者 前者は、どのぐらいの期間なら公開買付とキャッシュアウトを一体と見てもらえるかというところで関係してくるでしょうね。比較的短い

期間でやれる手段があつて、キャッシュアウト取引が比較的短い期間で行われる実務が確立していたら、それを大きく外れるようなことをした場合に、一体と見てくれなくなる可能性はある。全部取得条項付種類株式の場合ですと、総会をやらなければいけないなら一定の期間がかかるところを、特別支配株主の株券等売渡請求を利用して時間が短縮できるようなケースが増え、公開買付後比較的短期間にキャッシュアウトがされる実務が確立すれば、公開買付とキャッシュアウトを一体と考えることができるか否かの判断において考慮されるでしょう。

後者のほうは、質問に対して質問するようで申しわけないのですが、どちらの場合が高くなるとお考えですか。

神作委員 直感的なんですけど、売渡請求の場合のほうが高くなる可能性はないでしょうか。

藤田報告者 どうしてですか。

神作委員 例えば、先ほどのDCFのこれからの経営方針を考えるにしても、会社が決めているということにはなるのでしょうけど、実際には売渡請求をしている人が決めているのではないかという実質論や、会社から支出される場合の利害関係者への配慮というのは実際にはあり得るようにも思うのですが。

藤田報告者 経営方針を決めた人が誰かとか、そういったことは効いてくるのでしょうか。資力などは、本来はカウントしてはいけないけど、事実上見ることになるかもしれないと一瞬思ったのですが、そうではない要素で裁判所が判断を変えるかということ、よくわかりません。報告でも触れたとおり、裁判例を見ても、MBOとそれ以外のキャッシュアウトで公開買付価格が不当とされる頻度にさして差がないように思われ、経営者が仕組んでいるか、多数株主が仕組んでいるかは問題にしていらないように思えます。誰がその事件で一番主導権を握っているか、誰が主体となって価格を決定しているかという実質は裁判所も見ると思うのですが、それは形式的に買い取りの相手が誰かということではないから、特別支配株主の株式売渡請求による

か全部取得条項付き種類株式によるかといったことでは、変わってこないような気がしますね。

前田副会長 それでは、そろそろ時間になりましたので、これで質疑を終了させていただきます。

藤田先生、どうもありがとうございました。

なお、次回の研究会は、お手元の議事次第にございますように、11月2日（水）午後2時から、中東先生よりご報告をいただくことになっておりますので、よろしく願いいたします。

それでは、本日の研究会はこれで閉会とさせていただきます。

公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定請求と公正な対価

2016年9月7日

藤田友敬

- I はじめに
- II キャッシュアウトに関する従来裁判例
- III キャッシュアウトにおける価格決定に関する判断枠組み
- IV 公開買付以降の株式市場の状態を勘案した補正の要否
 - 1 問題の所在
 - 2 補正が与えるインセンティブ効果：政策的な問題
 - 3 キャッシュアウトと「当該株式の取得日における公正な価格」：理論的な側面
 - (1)総説
 - (2)組織再編等にかかる株式買取請求権：企業価値が増加する場合
 - (3)組織再編等にかかる株式買取請求権：対価が金銭の場合
 - (4)公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定
 - (5)最決平成28年7月1日
- V 公開買付価格の公正さの判断
 - 1 問題の所在
 - 2 従来裁判例
 - 3 最決平成28年7月1日の影響
- VI むすび

I はじめに

最決平成28年7月1日金判1497号8頁

「(1)株式会社の株式の相当数を保有する株主（以下「多数株主」という。）が当該株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引においては、多数株主又は上記株式会社（以下「多数株主等」という。）と少数株主との間に利益相反関係が存在する。しかしながら、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と

認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。そうすると、上記買付け等の価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているといえる。上記の場合において、裁判所が、上記買付け等の価格を上記株式の取得価格として採用せず、公開買付け公表後の事情を考慮した補正をするなどして改めて上記株式の取得価格を算定することは、当然考慮すべき事項を十分考慮しておらず、本来考慮することが相当でないといわれる要素を考慮して価格を決定するものであり（最高裁平成26年（許）第39号同27年3月26日第一小法廷決定・民集69巻2号365頁参照）、原則として、裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ない。

(2)したがって、多数株主が株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたことと認めるに足りる特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。」

判決の意義

①公開買付後に市場が高騰している場合に、「公正な価格」は公開買付価格以上のものとなるか→否定

②公開買付価格の公正さについてどの範囲で裁判所が介入すべきか→一般に公正と認められる手続により公開買付がなされた場合には介入しない

II キャッシュアウトに関する従来の裁判例

【表1】キャッシュアウトにかかる価格決定の公判裁判例（22件。事件ベースでは14）

- ・12, 13事件（12の原審）〔松尾橋梁事件〕以外、会社法172条に基づく価格決定申立事件。
- ・9事件（グッドマンジャパン事件）以外は公開買付前置型
- ・MBO12件（事件ベースでは8件）、それ以外のキャッシュアウト10件（事件ベース

では 6 件)

特徴

(1)裁判所がキャッシュアウト対価に介入するケースが少なくない

裁判所が公開買付額以上の金銭の支払いを命じたのが 10 件 (3, 4, 5, 11, 12, 13, 14, 20, 21, 22 事件. 事件ベースでは 7 件), そのうち MBO は 5 件 (11, 14, 18, 19, 20 事件, 事件ベースでは 6 件 4 件).

※株式買取請求事件 (【表 2】) では, 企業価値が毀損したあるいは組織再編比率が不公正であるとして, 買取価格が決定された事件は 1 件だけ (企業価値が増加するケースで, 対価が不公正であるとしたものはない).

(2)公開買付価格に付せられたプレミアム (公開買付直前の市場価格に対するもの) の大きさとキャッシュ対価が不公正とされることとの間には, あまり相関関係はない

→対価の公正さの判断において直前の市場価格が決め手とされるとは限らない=市場価格が必ずしもあてにならないと思われる。

(3)公開買付公表後あるいは全部取得条項付種類株式の全部取得決議のための基準日後に株式を取得した者による価格決定請求事件が少なくない

(4)株主に対して交付された対価が不公正であるとされた事件の類型

①公開買付価格が不公正であったとされたもの (11, 14, 18, 19, 20 事件)

②公開買付価格後の株式市場の高騰を踏まえて公開買付価格を補正 (3, 4, 5, 12, 13 事件じけ n)

Ⅲ キャッシュアウトにおける価格決定に関する判断枠組み

◆レックスホールディングス事件抗告審決定 (【表 1】 20 事件) : (i)株式の客観的価値+(ii)今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額

◆レックスホールディングス事件最高裁決定 田原補足意見:(a)MBO が行われなかったならば株主が享受し得る価値+(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

※現在の裁判例は(i)田原補足意見の定式に従うもの (2, 8, 11 事件等), (ii)レックスホールディングス事件抗告審決定の定式と田原補足意見の定式を接合したもの (4, 5, 6, 9, 10,

16, 17 事件) が混在。最決平成 28 年 7 月 1 日は、これらの一般論についてはまったく触れていない。

最決平成 21 年 5 月 29 日金判 1326 号 35 頁 (レックス・ホールディングス事件)

「民事事件について特別抗告をすることが許されるのは、民訴法 336 条 1 項所定の場合に限られるところ、本件抗告理由は、違憲をいうが、その実質は原決定の単なる法令違反を主張するものであって、同項に規定する事由に該当しない。」

田原睦夫裁判官の補足意見

「会社法 172 条 1 項各号に定める株主により取得価格の決定が申し立てられると、裁判所は、取得日 (173 条 1 項) における当該株式の公正な価格を決定する。

その決定は、取得価格決定の制度の趣旨を踏まえた上での裁判所の合理的な裁量によってされるべきものである。すなわち、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れ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、〈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。

原決定が、「公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮するのが相当である」とする点は、後の「株価の上昇に対する期待の評価」の項において説示するところからすれば、実質的には上記と同旨をいうものと解することができる。」

抗告審決定 (東京高決平成 20 年 9 月 12 日金判 1301 号 28 頁)

「会社法 172 条 1 項は、全部取得条項付種類株式の取得の決議において定められた対価に不服のある反対株主が、裁判所に対し、取得価格の決定の申立てをすることができる旨を定めている。この取得価格の決定申立ての制度は、上記決議がされると、全部取得条項付種類株式を発行している種類株式発行会社が、決議において定められた取得日に、これに反対する株主の分も含め、全部取得条項付種類株式を全部取得することになるため (同法 171 条 1 項、173 条 1 項)、その対価に不服のある株主に、裁判所に対して自らが保有する株式の取得価格の決定を求める申立権を認め、強制的に株式を剥奪されることになる株主の保護を図ることをその趣旨とするものである。したがって、取得価格の決定の申立てがされた場合において、裁判所は、上記の制度趣旨に照らし、当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきものと解するのが相当である。」

「一般に、譲渡制限の付されていない株式を所有する株主は、当該株式を即時売却するか、それとも継続して保有するかを自ら選択することができるのであって、各時点において、これを売却した場合に実現される株式の客観的価値を把握しているだけでなく、これを継続して保有することにより実現する可能性のある株価の上昇に対する期待を有しており、この期待は、株式の有する本質的な価値として、法的保護に

値するものということができる。しかるに、全部取得条項付種類株式を発行した種類株式発行会社による株式の強制的取得が行われると、これによって、株主は、自らが望まない時期であっても株式の売却を強制され、株価の上昇に対する上記の期待を喪失する結果となるのである。そうであれば、裁判所が、上記の制度趣旨に照らし、当該株式の取得日における公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮するのが相当である。」

【例1】

甲社の取締役がMBOを企図し、まず公開買付（買付期間1月30日～2月28日）により、同社株式の9割を1株当たり15,000円で取得した（公開買付前の株価は12,000円程度であった）。続いて甲社は、全部取得条項付種類株式を用いて公開買付に応じなかった株主を、対価15,000円によってキャッシュアウトした（効力発生日は4月30日）。公開買付の開始後、中央銀行による金融緩和措置の決定等を受けて、上場株式は一般に大きく値を上げていた。仮にMBOが行われず甲社がそのままの状態であったとすれば、4月30日頃の株価は16,000円程度にはなっていたと予想されるとする。

- ・ナカリセバ価格（キャッシュアウトがなければ基準日において対象会社株式が有したであろう価格）＝16,000円なので、田原補足意見に従うと、公正な価格は、16,000円＋ α となる。
- ・レックス・ホールディングス抗告審決定の場合、「取得日における当該株式の客観的価値」がナカリセバ価格を指すなら16,000円＋ α となる。公開買付後後の市場価格を指すなら15,000円＋ α 、公開買付開始直前の市場価格（補正をしない）＋ α なら12,000円＋ α となる。

神田秀樹「二段階MBOにおける株式の取得価格の決定」法曹時報68巻4号7頁（2016）

「では、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定については、どのように考えるのが妥当か。この点について、筆者は、株式買取請求における公正な価格の決定と同様に、次のように考えている。すなわち、(ア)部分解散と(イ)損害填補の合計額をもって取得価格とするのが妥当である。この観点からすると、上述した田原裁判官の補足意見において「①MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値」と表現されているのはややわかりにくい。なぜならこれはMBOにおける「なかりせば価格」のように読めるからである。もしそう読むと、株式買取請求では、「なかりせば価格」か「比率不公正価格(公正な条件での組織再編等があった場合の価格)」かのどちらかとなるのに、MBOでは、「なかりせば価格」に田原裁判官の補足意見にいう「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」が合算されるべきこととなって、組織再編における株式買取請求とMBOとでなぜ異なるのが問題となる。しかしながら、上述したように、レックスHD社の事例の原決定は、田原裁判官の補足意見の①に対応する部分につ

いて、「取得日における当該株式の客観的価値」と述べていたのであって、筆者は、MBO の場合にも、理論的には、上記(ア)と(イ)の合計であり、実際問題としては、(ア)はつねに認められ、(イ)は「損害」が認定できれば認められるべきものとする。

◆(ア)部分解散+(イ)損害填補

「部分解散」の額は、【例 1】ではいくらになるか？

参考：株式買取請求権の場合の判断枠組み

①組織再編等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合には、原則として、吸収合併契約等を承認する旨の株主総会の決議がされることがなければ、当該株式買取請求がされた日においてその株式が有したであろう価格（「ナカリセバ価格」）¹

②組織再編等によりシナジーその他の企業価値が増加するケースについては、原則として、組織再編等の条件が公正なものであったならば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²

【疑問】

- ・なぜ株式買取請求権の場合と違った形で定式化をするのか？
- ・いわゆる基準時も異なる。

IV 公開買付以降の株式市場の状態を勘案した補正の要否

1 問題の所在

【例 2】

甲社の株主が同社の非公開化を企図し、まず公開買付（買付期間 1 月 30 日～2 月 28 日）により、同社株式の 9 割を 1 株当たり 1 万 5000 円で取得した（公開買付前の株価は 1 万 2000 円程度であった）。公開買付に際しては、公開買付により取得できなかった株式について、公開買付価格と同額の 1 万 5000 円でキャッシュアウトを行う予定であることが公表されていた。甲社は、4 月 1 日発行済株式を全部取得条項付種類株式に変更した上で、当該株式を全部取得する株主総会決議を行った。4 月 30 日に株式取得の効力が発生し、少数株主には、取得の対価として 1 株につき 1 万 5000 円が支払われた。甲社の株主が、4 月 20 日、裁判所に対して会社法 172 条に基づく価格決定請求を申し立てた。公開買付の開始後、全部取得の効力発生日（取得日）までの間に、中央銀行による金融緩和措置の決定等を受けて、

¹最決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 卷 3 号 1311 頁

²最決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁

上場株式は一般に大きく値を上げている。株主は、いわゆるマーケット・モデルを用いて4月20日に甲社株式が有したであろう価格を算出した上で、それにキャッシュアウトにより期待される企業価値の増加のうち株主が享受すべき分を加算するという形の「補正」を行った額をもって買取価格とすべきであると主張している。裁判所は株主の主張に従い、このような補正を行った上で買取価格を決定すべきか。

単純化のために、公開買付価格はキャッシュアウトにより期待される企業価値の増加を勘案した適正な水準であったものと仮定する。また統計的手法を用いた「補正」の技法にも問題はないものとする³。

「補正」により公開買付価格よりも高額の金銭の支払いを命じた裁判例（【表1】3, 4, 5, 12, 14事件）→「当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきもの」であるという一般論から、価格決定の基準日が効力発生日である以上、対象会社株式が、公開買付後効力発生日までに値上がりしているのが確実であったと考えられる限り、補正するべきであると考えられると思われる

2 補正が与えるインセンティブ効果：政策的な問題

仮に補正を行うとすると、【例2】において公開買付に応じなかった甲社株主は、公開買付後に甲社株式の価値が1万5000円以下に下がるリスクをまったく負担しないまま、甲社株式の価値が上昇する利益を享受できる立場に置かれる

→公開買付に応じず、全部取得条項付種類株式の取得に反対するといった機会主義的な行動をするインセンティブが与えられることとなる⁴。

※ジュピターテレコム事件（【表1】1, 3, 5）において価格決定を申し立てている株主は、公開買付公表後に株式（少なくともその一部）を取得しているのではないかと思われ、機会主義的な動機に基づく株式取得であった可能性が高い

3 キャッシュアウトと「当該株式の取得日における公正な価格」：理論的な側面

組織再編等にかかる株式買取請求権：企業価値が増加する場合

【例3】

A社（発行済株式総数1万株）とB社（発行済株式総数1万株）が、C社を株式移転新

³ なお何が適切な手法による「補正」かということも、本来はなかなか難しい問題である。最決平成28・7・1の原審（東京高決平成27・10・14前掲（注2））、原々審（東京地決平成27・3・4前掲（注2））において「補正」のために採用されたマーケットモデルの決定係数（標本値から求めた回帰方程式のあてはまりの良さの尺度）は0.027という低いものようである。仮に「補正」を行うとしても、こういうモデルを使ってよいかということは別途問題となり得る。

⁴ 飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事2076号（2015）44頁、田中亘「判批」ジュリ1489号（2016）112～113頁。

設完全親会社とする共同株式移転を行うこととなった。3月1日に公表された株式移転計画によると、株式移転比率は、C社は2万株発行し、A社株主、B社株主に対して、その保有する株式1株につきC社株式1株を割り当てることとされていた。しかし、これは当事会社の企業価値を踏まえる公正な条件とは言えず、A社にC社株1.5株、B社にC社株1株を割り当てるのが公正な条件であったとする。4月1日に両社の株主総会において、株式移転計画は承認され、5月1日にその効力が発生することとなった。4月20日、A社株主が、株式買取請求権を行使した。両社の株式の価格は、株式買取請求時点で、いずれも1000円であったとする。

企業価値を増加させる組織再編なので、「株式移転比率が公正な条件であったとすれば株式買取請求権行使時においてA社の株式が有したであろうの価格」が買取価格となる。

→A社にC社株1.5株、B社にC社株1株を割り当てるのが公正な条件なので、その条件で公表がなされれば、両社の株価は3：2の割合で連動しながら推移したはずである。基準日である株式買取請求時点では各々、1200円、800円となったはずであり、A社株主は1200円による買取を請求できることになる。

企業価値が増加するケースにおいて、組織再編等の条件が公正であるか否かを判断する時点は、株式買取請求権の基準時（【例】では4月20日）ではなく、移転比率の公正・不公正は株式移転計画が最終的に決定された時（【例】では株式移転承認決議の行われた4月1日）

組織再編等にかかる株式買取請求権：対価が金銭の場合

【例4】

A社を存続会社とし、B社を消滅会社とする交付金合併が行われた（B社株主に対して1株につき1万円の合併対価が支払われる）。合併計画は2月1日に公表され、3月1日に両会社において合併契約の承認決議がなされ、4月1日に合併が効力を発生した。B社の反対株主が、3月25日に株式買取請求権を行使した。裁判所は買取価格をいくらとすべきか。

合併計画が公表され、合併が承認されるであろうと予想される場合には、消滅会社株式は、おおむね1万円に近い価格で推移する（合併の効力発生日には1万円に変わることが予定されているから）。

合併対価が公正な場合→買取価格は1万円

合併対価が公正ではない場合→たとえば公正な条件は1万2000円であったというのであれば、買取価格は12,000円

※決議後、株式買取請求時までには株式市場全体が高騰したといった事情があったとしても1万円（あるいは1万2000円）という価格を「補正」する必要はない。合併の効力発生日に現金に変わることが予定されている以上、「合併契約において定められていた対価が公正なものであったならば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」は、株式市場の全体の動きに従って変動しない（上記1万円あるいは1万2000円）

金銭が対価として交付される組織再編等が行われ企業価値が増加する場合には、株式買取請求の基準日はほとんど意味を持たない（企業価値が増加しない場合のナカリセバ価格では基準日は重要な意味を持つ）。

公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定

- ・金銭対価の組織再編の場合と同様、「基準日」は意味がない。問題の対価が公正であれば、それがそのまま裁判所による決定価格となる。
- ・対価を金銭とする組織再編の場合に条件の公正さを判断する時点はいつか——公開買付開始時点か全部取得決議時点か？

公開買付前置型キャッシュアウトの場合、いわゆる公開買付の強圧性を避けるために、公開買付時点でキャッシュアウト対価まで公表される

→このように会社側が拘束力ある形でキャッシュアウト条件についてコミットした場合には、原則として、公開買付とキャッシュアウトをいわば一体に考え、原則として⁵、公開買付時点をもってキャッシュアウト対価の公正さの判断時点と考えることができる。

会社が後続する手続の中で交付される対価を公表した上でなされる公開買付前置型キャッシュアウトにおいて裁判所が問うべきは、公開買付価格がその時点の判断として公正な価格であったか否かであり、①もし答えがイエスであれば公開買付価格をもって買取価格とし、②ノーであれば公開買付時点における判断として公正なキャッシュアウトの額がいくらであったか算定し、それを買取価格とすべきである。いずれの場合においても、公開買付以降の株式市場の動向等を勘案した「補正」を行うべきではない。

最決平成28年7月1日

⁵例外としては、たとえば公開買付の終了とキャッシュアウトの間が不当に長期であるとか、公開買付終了後に予期しない変動が生じ当初の計画を修正せざるを得ない特別な事情が生じたとかいったケースが考えられる

・結論として、補正を否定したことは正しい。今後は、【表1】3, 4, 5, 12, 14事件のような形で裁判所が価格決定することはなくなった

・補正をしない理由の説明は正しくできていない。

公開買付価格が「全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められている」ことは無関係。

将来の市場動向についての公開買付時点での予想を反映する形で公開買付価格が設定されたということ、基準時における公正な価格を算定するためにその後実際に生じた市場動向を勘案して「補正」を行うこととは、それ自体としてはなんら矛盾しないからである。

・最決平成28年7月1日が掲げる要件

「①独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、②公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ」た場合

判示は公開買付価格が公正とされる要件として掲げられたものではないかと想像されるが、「補正」の是非との関係では結果的には妥当（「公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されている」という要件は、公開買付と後続のキャッシュアウトを一体として捉え、公正さの判断時点を公開買付開始時とするためにも要求される）。

◆要件が部分的に満たされない場合の扱い

上記②が満たされない場合は、公開買付と後続のキャッシュアウト手続を一体視することができない→決議日における公正な対価を算定すべきであり、必要であれば公開買付直前の株価を「補正」することになる

上記①だけが欠けている場合には、公開買付価格が公正である保証がなくなるので、裁判所は公正な公開買付価格を独自に算定するが、公開買付と後続のキャッシュアウト手続を一体と扱うことはできるために、公開買付後の株式市場動向等を勘案した「補正」はすべきではない

【補足】

公正な手続によって公開買付がなされた場合に、公開買付価格を採用せず、「公開買付け公表後の事情を考慮した補正をするなどして改めて上記株式の取得価格を算定することは、当然考慮すべき事項を十分考慮しておらず、本来考慮することが相当でないと認められる要素を考慮して価格を決定するものであり（最高裁平成26年（許）第39号同27年3月

26日第一小法廷決定・民集69巻2号365頁参照), 原則として, 裁判所の合理的な裁量を越えたものといわざるを得ない。」

→最決27年3月26日民集69巻2号365を引用してのことには特に意味はないのか?

V 公開買付価格の公正さの判断

1 問題の所在

最決平成28年7月1日金判1497号8頁

「多数株主が株式会社の株式等の公開買付けを行い, その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし, 当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において, 独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ, 公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ」た場合には, 公開買付価格をもって取得価格としてよいとする。」

一般論としては, ①株式の客観的価値(MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値) + ②今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額(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) といった形に分解し, 各々を裁判所が独自に算定するといった作業に対して否定的なニュアンスは感じられる。

・「一般に公正と認められる手続」により公開買付けが行われた場合とはどういうケースを指すのか?

・従来, 裁判所が公開買付価格を不公正とした場合はとの関係はどう考えるべきか?

2 従来 of 裁判例

公開買付価格が不公正であったとされた裁判例は11, 14, 18, 19, 20事件の5件

11事件(大阪地決平成24年4月13日金判1391号52頁)

・①公開買付価格は第三者算定機関のDCFによる評価レンジの下限価格を下回る, ②独立委員会及び会社は公開買付への応募を積極的に推奨しない立場, ③公開買付において②の意見は表明されていた。

・公開買付公表前1ヶ月の平均株価 + 独立委員会が選定した第三者委員会の鑑定した株価を前提に企業価値の増加分を算定しその2分の1を加算

14 事件（東京高決平成 22 年 10 月 27 日資料版商事法務 322 号 174 頁）

「(4) しかしながら、相手方の経営権はロングリーチグループが保有するものの、本件MBOの目的は、相手方の代表者であるAを中心として行ってきた相手方の事業の一層の拡大と展開を目指すための資金調達にあるものであり、本件MBO実施後も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という経過があるものの、なお、利益相反関係が全くないとはいえないこと、本件MBOは、第三者委員会を設置して公正と認められる手続によって行われているが、第三者委員会の選任したフィナンシャルアドバイザー及び法務アドバイザーがいずれも相手方取締役会の選任したアドバイザーであること、相手方の情報開示の内容が周到なものであり、株主の会社法上の救済手段等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、前記認定の本件取得日における本件株式の客観的価値である1株当たり5万1133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。

(5) 日本経済新聞の記事（甲16）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思われ、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。」

18 事件（大阪高決平成 21 年 9 月 1 日判タ 1316 号 219 頁）

「MBOを計画する経営者は、株主に対してはその利益を図るべき善管注意義務がありながら、MBOが実施された際、あるいはその後の再上場を行う際に、自己の利益を最大化するため、対抗的公開買付けを仕掛けられない範囲で、自社の株価をできる限り安値に誘導するよう作為を行うことは見やすい道理であるから・・・、MBOの準備を開始したと考えられる時期から、公開買付けを公表した時点までの期間における株価については、特段の事情のない限り、原則として、企業価値を把握する指標として排除すべきものと思料される。」

「相手方の平成18年3月期（連結。以下同じ）の純利益（実績）は約17億円であり、平成19年3月期の純利益（実績）は約6億9000万円（ただし、修正前の予想は約20億円、修正後の予想が約17億円）、平成20年3月期の純利益（予想）は約15億円から17億円、平成21年3月期の純利益（計画又は予想）は約21億円、平成22年3月期の純利益（同）は約33億円であるというのであり、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。」

そこで、相手方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、公開買付けを公表した1年前の株価に近似する700円と認めるのを相当とする（本件取得日とは相当離れた時期の株価を基準とすることとなるが、上記の事情によりやむを得ないというべきである。）。

「被買取者である対象会社の依頼により作成された第三者機関（KCMG）の評価書は、『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、一般に公正妥当と認められる監査基準に準拠した監査手続を含む一切の監査、検証手続を実施していない』『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』とされており、また「同評価書は相手方により非公開とされており、相手方は抗告人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、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」として、平成 18 年 1 月以降に実施された他の MBO の事例の平均値が 20 パーセント台の半ばであること、相手方も本件公開買付けにおけるプレミアムを約 20 パーセントとしていることを考慮しこれを 20 パーセントとし、これを加算した 840 円を公正な価格とした。

19・20 事件（最決平成 21 年 5 月 29 日金判 1326 号 35 頁，東京高決平成 20 年 9 月 12 日金判 1301 号 28 頁）

・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 月期の業績予想の下方修正によって株価が下方に誘導されているという前提→平成 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 円に、上昇に対する期待の評価の 20%を加算。

3 検討

・これまでの下級審裁判例の中は、MBO を企図している状況での市場価格は信用できないとして、長期間の平均株価にプレミアムを加算する算定方法をとるものがある（18，19，20 事件）。こういった裁判例と、①独立した第三者委員会や専門家の意見を聴く＋②公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示された公開買付手続における公開買付価格を尊重する最決平成 28 年 7 月 1 日との関係は？

－まず公開買付直前の株価について裁判所が特に疑念を持っておらず、かつ①②を備えた手続で公開買付がなされ、多くの株主が応募した場合には、プレミアムの大きさについて裁判所が問題視する（たとえばその他の MBO の平均と比較する等して）ことは、今後おそらくはなくなる。14，18 事件の結論は影響を受ける可能性がある。

－株価を下げるような情報のリリースがなされ、裁判所が公開買付直前の市場価格に一定の疑念を持っている場合には、どう扱われるか？ 「一般に公正と認められる手続」との関係で考慮し、その適否について精査するのか？ そうだとすれば、19，20 事件等の判断は、最決平成 28 年 7 月 1 日によって影響されない。

－たとえば過去 6 ヶ月の平均株価をとると、公開買付価格より高いという場合でも、①②を備えた手続で公開買付に応じた株主が多数であれば問題はないと考えるのか。もし、そ

うだとすると 18 事件のような判断はされにくくなる。

・「多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ」として、どのような手続を要求されるのか。

－14 事件は、独立委員会が選任した財務アドバイザーが対象会社取締役会の選任したアドバイザーであることを問題視

←最決平成 28 年 7 月 1 日も財務アドバイザーの独立性は問題にするであろうが、同事件でも関係者が財務アドバイザーを選任していること（住友商事→ゴールドマン・サックス、KDDI→モルガン、J-COM→三菱 UFJ モルガン・スタンレー）は、特に問題視されていない（買取請求者側の主張では、これらの点（第三者委員会の選任ではない点も含め）の指摘はなされている）

－18 事件は、第三者機関の評価書が、監査・検証手続等を経っていない、ディスクレームが付せられていることなどを問題視

←この種のディスクレームはありふれたもので、最決平成 28 年 7 月 1 日の事案でも付いていた可能性がある（事実認定ははっきりされていない）

・11 事件は、独立委員会及び対象会社は、公開買付への応募を積極的に推奨せず、中立的な立場をとった。こういうケースは、「一般に公正と認められる手続」により公開買付けが行われた場合と評価されるのか、それともそもそもこの条件での MBO を行うこと自体が適切ではなく、中立的な立場で行っても「一般に公正と認められる手続」とは評価されないのか？

←東京高判平成 25 年 4 月 17 日判時 2190 号 96 頁等にみられる公正価値移転義務との関係

【表1】キャッシュアウトにかかる価格決定裁判例

	決定年月日・出典	決定価格	公開買付価格	プレミアム	公開買付後議決権	備考
1	最決平成28年7月1日金判1497号8頁	12,3000	12,3000	48.7～56.5% ¹	80%以上 ^a	基準日後取得
2	東京高決平成28年3月28日金判1491号32頁	735	735	33.15～40.32% ²	77.09%	基準日後取得
3	東京高決平成27年10月14日金判1497号8頁(1の原審)	130,206	123,000	48.7～56.5% ³	80%以上 ^b	基準日後取得
4	東京地決平成27年3月25日金判1467号34頁(2の原審)	835	735	33.15～40.32% ⁴	77.09%	
5	東京地決平成27年3月4日金判1465号42頁(1の原々審)	130,206	123,000	48.7～56.5% ⁵	80%以上 ^c	基準日後取得
6	東京地決平成25年11月6日金判1431号52頁	320	320	7.4～27.5% ⁶	86.48%	MBO
7	東京高決平成25年10月8日金判1429号56頁	1,050	1,050	67.5% ⁷	93.17%	MBO
8	東京地決平成25年9月17日金判1427号54頁	1,310	1,310	3.9～7.7% ⁸	72.64%	MBO 基準日後取得 債務超過会社
9	東京地決平成25年7月31日資料版商事358号148頁	70,000	—	13.8～15.8% ⁹	—	公開買付前置型ではない
10	東京地決平成25年3月14日金判1429号48頁(7の原審)	1,050	1,050	67.5% ¹⁰	93.17%	MBO
11	大阪地決平成24年4月13日金判1391号52頁	649	600	27.9% ¹¹	94.71%	MBO
12	大阪高決平成24年1月31日金判1390号32頁	140	122	37% ¹²	77.60%	
13	大阪地決平成23年1月28日金判1390号38頁(12の原審)	140	122	37% ¹³	77.60%	
14	東京高決平成22年10月27日資料版商事法務322号174頁	61,360	60,000	17.34% ¹⁴	89.77%	MBO
15	札幌高決平成22年9月16日金判1390号64頁	4,000	4,000	66% ¹⁵	65.5%	
16	札幌地決平成22年4月28日金判1353号58頁(15の原審)	4,000	4,000	66% ¹⁶	65.5%	
17	東京地決平成21年9月18日金判1329号45頁(14の原審)	60,000	60,000	17.34% ¹⁷	89.77%	MBO
18	大阪高決平成21年9月1日判タ1316号219頁	840	650	18.6% ¹⁸	92.14% ^d	MBO, 公開買付公表後取得
19	最決平成21年5月29日金判1326号35頁	396,966	230,000	13.9% ¹⁹	91.51%	MBO
20	東京高決平成20年9月12日金判1301号28頁(19の原審)	396,966	230,000	13.9% ²⁰	91.51%	MBO
21	大阪地決平成20年9月11日金法1882号107頁(18の原審)	650	650	18.6% ²¹	92.14% ^e	MBO

^a正確には不明(住友商事, KDD が各40%, 両社の共同出資会社(NJ)の議決権割合が不明).

^b正確には不明(住友商事, KDD が各40%, 両社の共同出資会社(NJ)の議決権割合が不明).

^c正確には不明(住友商事, KDD が各40%, 両社の共同出資会社(NJ)の議決権割合が不明).

^d従業員持株会の持ち株数を含む. 本件は, 経営陣と従業員が一体として金融投資家等と共同し買収するMEBOであることを標榜.

^e従業員持株会の持ち株数を含む. 本件は, 経営陣と従業員が一体として金融投資家等と共同し買収するMEBOであることを標榜.

22	東京地決平成19年12月19日判時2001号109頁(19の原々審)	230,000	230,000	13.9% ²²	91.51%	MBO
----	------------------------------------	---------	---------	---------------------	--------	-----

- 1 財務アドバイザーである複数の証券会社で共通して用いられた市場株価平均法のレンジをもとにして算出
- 2 公開買付公表日の終値の33.15%、公開買付公表前1ヶ月の平均株価の40.32%
- 3 財務アドバイザーである複数の証券会社で共通して用いられた市場株価平均法のレンジをもとにして算出
- 4 公開買付公表日の終値の33.15%、公開買付公表前1ヶ月の平均株価の40.32%
- 5 財務アドバイザーである複数の証券会社で共通して用いられた市場株価平均法のレンジをもとにして算出
- 6 公開買付公表日前日の終値の7.4%、公開買付公表前1ヶ月の平均株価の18.25%、公開買付公表前3ヶ月の平均株価の27.5%、公開買付公表前6ヶ月の平均株価の27.5%
- 7 公開買付公表前1ヶ月の平均株価の67.5%
- 8 公開買付公表日前日の終値の3.9%、業績の下方修正公表日（公開買付公表の2週間前）の終値の7.7%
- 9 公開買付公表日前日の終値の13.8%、公開買付公表前6ヶ月の平均株価の15.8%
- 10 公開買付公表前1ヶ月の平均株価の67.5%
- 11 公開買付公表直前6ヶ月の平均株価の27.9%
- 12 公開買付公表直前1ヶ月の平均株価の37%
- 13 公開買付公表直前1ヶ月の平均株価の37%
- 14 公開買付公表直前1ヶ月の平均株価の17.3%
- 15 競合する公開買付提案の公表直前1ヶ月の平均株価の66%
- 16 競合する公開買付提案の公表直前1ヶ月の平均株価の66%
- 17 公開買付公表直前1ヶ月の平均株価の17.3%
- 18 公開買付公表直前6ヶ月の平均株価の18.6%
- 19 公開買付公表直前1ヶ月の平均株価の13.9%
- 20 公開買付公表直前1ヶ月の平均株価の13.9%
- 21 公開買付公表直前6ヶ月の平均株価の18.6%
- 22 公開買付公表直前1ヶ月の平均株価の13.9%

【表2】組織再編にかかる株式買取請求事件（会社法施行後）

	裁判例	組織再編の種類	株式買取価格	備考
1	大阪地決平成20年11月13日金判1339号・56頁	吸収合併	効力発生日の市場価格	
2	神戸地決平成21年3月16日金判1320号・59頁	吸収合併（簡易・略式）	効力発生日の市場価格	
3	横浜地相模原支決平成21年3月27日金判1341号・35頁（8の原審）	吸収合併	買取請求日の市場価格	
4	東京地決平成21年3月31日2040号・135頁	株式交換	公開買付価格	
5	東京地決平成21年3月31日判タ1296号・118頁	株式交換	公開買付価格	
6	東京地決平成21年4月17日金判1320号・31頁	株式交換	効力発生日直前1ヶ月の平均株価	公表後取得 ¹
7	東京地決平成21年5月13日金判1320号・41頁	株式交換	効力発生日直前1ヶ月の平均株価	公表後取得 ²
8	東京高決平成21年7月17日金判1341号・31頁	吸収合併	買取請求日の市場価格	公表後取得
9	東京地決平成22年3月5日(参)民集65巻3号1346頁（18の原々審）	吸収分割	相手方の提示額 ³	
10	大阪地決平成22年3月20日資料版商事法務314号・31頁	株式交換（略式）	購入日以後の平均株価	公表後取得 ⁴
11	東京地決平成22年3月29日金判1354号・28頁（19の原々審）	株式交換	公表前1ヶ月の平均株価	
12	東京地決平成22年3月31日(参)民集66巻3号1921頁（21の原々審）	共同株式移転	公表前1ヶ月の平均株価	公表後買増
13	東京高決平成22年7月7日(参)民集65巻3号1386頁（18の原審）	吸収分割	買取期間満了日の株価	
14	東京高決平成22年10月19日判タ1341号・186頁（19の原審）	株式交換	（補正された）効力発生日直前1ヶ月の平均株価 ⁵	
15	東京地決平成22年11月15日金判1357号・32頁	吸収合併	効力発生日直前1ヶ月の平均株価	
16	東京高決平成23年3月1日（参）民集66巻3号1943頁（21の原審）	共同株式移転	公表前1ヶ月の平均株価	公表後買増

¹公開買付前置型の組織再編で公開買付終了後に取得

²公開買付前置型の組織再編で公開買付終了後に取得

³一般論としては、効力発生日直前1ヶ月の平均株価

⁴公開買付前置型の組織再編で公開買付終了後、株式交換効力発生の約2～3週間前に取得

⁵マーケット・モデルで推計した効力発生日直前1ヶ月のナカリセバ価格の平均

17	東京地決平成23年3月30日金判1370号19頁	株式交換	効力発生日直前1ヶ月の平均株価	
18	最決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁	吸収分割	買取請求日の株価	
19	最決平成23年4月26日集民236号519頁	株式交換	-6	
20	大阪地決平成24年2月10日判時2152号139頁	株式交換	買取請求前1ヶ月の平均株価	公表後取得 ⁷
21	最決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁	共同株式移転	買取請求日の株価 ⁸	公表後買増
22	大阪地決平成24年4月27日判時2172号122頁	株式交換	買取請求前1ヶ月の平均株価	公表後取得 ⁹
23	東京高決平成25年2月28日判タ1393号239頁(21の差戻審)	共同株式移転	買取請求日の株価	公表後買増
24	札幌高決平成26年9月25日(参)民集69巻2号403頁(25の原々審)	吸収合併	収益還元法	非上場株式
25	札幌地決平成26年6月23日(参)民集69巻2号382頁(25の原審)	吸収合併	収益還元法	非上場株式
26	最決平成27年3月26日民集69巻2号365頁	吸収合併	収益還元法	非上場株式

⁶ 基準日についてだけ判示した上で破棄差し戻し

⁷ 公開買付前置型の組織再編で公開買付終了後に取得

⁸ ただし具体的な金額の算定のため破棄差し戻し

⁹ 公開買付前置型の組織再編で公開買付終了後に取得

資 料

【配布資料】

1. 最決平成 28 年 7 月 1 日金判 1497 号 8 頁
2. 東京高決平成 27 年 10 月 14 日金判 1497 号 8 頁
3. 東京地決平成 27 年 3 月 4 日金判 1465 号 42 頁
4. 藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける公正な対価——最決平 28・7・1
と公開買付後の市場動向を勘案した「補正」の可否」資料版商事法務 388 号 48 頁（2016
年）
5. 神田秀樹「二段階 MBO における株式の取得価格の決定」法曹時報 68 卷 4 号 1 頁（2016）
6. 田中亘「判批」ジュリ 1489 号 110 頁（2016）
7. 飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事 2076
号 38 頁（2015）

足る特約の事情のない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとするの相当であることとされる(東商第23年(特)第21号、第22号同24年2月29日第二小法廷決定・民裁6683号178頁参照)。

本件は、多数株主による完全子会社化に向けた公開買付けと全部取得条項付株式移転の同時取得という二段階的に行われた事実であり、多数株主等と少数株主との間に利益相反関係が存し、会社から退出を余儀なくされる少数株主の保護が要請される取引が対象となつており、しかし、このように構造的な利益相反関係が存在する場合についても、取引に関する善意・誠実の程度が客観的に認められることを要するとの趣旨が導かれ、一般に公正と認められる手続的実質的に行われ、多数株主等と少数株主との利害が適切に調整され、株式移転の目的が公正に定められたものと認められる場合には、裁判所は、独立第三者間の取引の場合と同様、原則としてこのように手続を通じて定められた価格(取引条件)を尊重すべきものであると考えられる。すなわち、取引条件を尊重すべきものであること、取得価格の決定するが、その判断においては、まず、関係当事者の取引において、一般に公正と認められる手続が実質的に行われたか否か、買付価格がそのような手続を通じて形成された公正な価格と認められるかを認定することを要し、それが認定される場合には、原則として、公正な手続を通じて形成された取引条件である買付等の価格を尊重し、取引が善意とされた事情にない変動が生じたものにと認められる特約の事情のない限り、当該買付等の価格をもつて取得価格とすべきものであると解すべきのが相当である。

株式移転の形式的には多角的な要因が関与することから、種々の事情が存するが、そのため、株式移転の善意の公正さを確保するための手続が講じられ、場合にも、将来的な価値変動のリスク、組織再編等に伴う構造的な価値変動のリスク、組織再編等について一義的な価値を得ることには困難であり、一定の選択の幅の中で関係当事者、株主の経路目的を判断に委ねられた面が存するといわざるを得ない。このような株式移転の善意の性質からすると、本件のような事案において、裁判所は、買付等の価格という取引条件の形成に関わる手続の公正性について合理的に認定する点で特に重要な考慮を要するものといえる。そして、公正な手続等を通じて買付等の価格が定められたと認められる場合には、裁判所が取得価格を決定することになるが、その算定方法は市場価値分析による客観的なものもある。ただし、裁判所が後述の行頭に当たり、関係当事者等の経路目的の判断を尊重し、これに委ねるべきも適切な判断に当たっては、この方法が株式移転に関する客観的な要素を広く捉えるものといえるといえる点も考慮する必要がある。

原審は、本件の一連の取引は基本本に公正な手続を通じて行われたこととでき、株式の取得日における客観的な価値が市場価値から公正な水準をい場合であるれば、本件買付価格は公正な価値といえる。したがって、仮に公正な公開買付けがなれば、

は、本件株式は株価相場の推移に連動して一定取戻の上昇があったと考えられるのが合理的であるとし、取得価格の算定に当たり、本件買付価格を採用することなく、株価の回復分析の方法に基づき算定をした。しかし、一般に公正と認められる手続を通じて本件買付価格が定められた場合には、取引の善意とした事情にない変動が生じたと認めるに足りる特約の事情がない限り、その価格を尊重しこれを取得価格とするべきものであること、原審は、特約の事情が認められ、上にもかかる買付価格を尊重し採用しなかったこと、本件買付価格には取得日までに生ずべき市場の一般的な価値変動が織り込まれていないといえるにもかかわらず改めて事後の事情を考慮した算定をする算定をしており、本件取得価格の算定に関する原審の判断は、裁判所の合理的な裁量を超えたものといわざるを得ないと考えられる。

認められないこと、本件において上記の特約の事情が認められないこと、本件買付価格が受け入れられたことなどから本件買付価格と認められることと認められることとを併せて考慮する。また、本件において上記の特約の事情が認められないこと、本件買付価格が受け入れられたことなどから本件買付価格と認められることと認められることとを併せて考慮する。また、本件において上記の特約の事情が認められないこと、本件買付価格が受け入れられたことなどから本件買付価格と認められることと認められることとを併せて考慮する。

裁判官 池上敦孝
大谷雅人 小池 裕

裁判官 山田謙樹
裁判官 森平龍人

裁判官 大谷雅人 小池 裕

株式会社ジェシユテラ
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬
代表取締役 佐々木 敬

代表取締役 佐々木 敬

- 1 株主総会の議決権行使に係る基準日後に取得された株式について、株式取得価格決定の申立適格が認められ、当該申立てが権利濫用に当たるものとは認められないとされた事例
- 2 市場価格のある株式について、回帰分析による補正をした上で、当該株式の客観的価値を定めるとともに、その客観的価値の25%をもって増加価値分配価格とするのが相当であるとされた事例

平成27・3・4東京地裁民事第8部決定、平成25年(ヒ)第304号から同第306号まで、同第308号から同第313号まで、同第325号、同第326号、同第331号、同第333号から同第335号まで各株式取得価格決定申立事件、1株13万0,206円と決定【即時抗告】

決定要旨

- 1 株主総会における議決権行使の基準日（本件基準日）後に取得した株式についても、株式価格取得決定の申立適格は認められ、当該申立てが権利濫用に当たるものとも認められない。
- 2 株式取得価格の決定について、株主が享受し得る客観的価値に加えて、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増加価値分配価格を考慮すべきである。そして、本件株式の客観的価値については、回帰分析による補正を行い、その取得日の前日からさかのぼった1ヵ月間の予測株価の平均値（10万4,165円）とすべきである。また、増加価値分配価格については、上記客観的価値の25%分とすべきである。その上で、本件株式の取得価格は13万0,206円とするのが相当である。

参照条文 会社法172条1項

会社法172条（裁判所に対する価格の決定の申立て）1項 前条第一項各号に掲げる事項を定めた場合には、次に掲げる株主は、同項の株主総会の日から二十日以内に、裁判所に対し、株式会社による全部取得条項付種類株式の取得の価格の決定の申立てをすることができる。

- 一 当該株主総会に先立って当該株式会社による全部取得条項付種類株式の取得に反対する旨を当該株式会社に対し通知し、かつ、当該株主総会において当該取得に反対した株主（当該株主総会において議決権を行使することができるものに限る。）
- 二 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

Comment

1 本件は、利害関係参加人がその発行する普通株式（本件株式）をJASDAQスタンダード市場に上場していたところ、住友商事株式会社およびKDDI株式会社が本件株式の公開買付けを実施した後、利害関係参加人の株主総会において、本件株式に全部取得条項を付し、利害関係参加人がこの全部を取得することが決議されたことを受けて、利害関係参加人の株主であった

申立人らが、会社法172条1項に基づき、申立人らが有していた本件株式の各取得価格の決定を求めた事案である。

2 本件の事実経過の概略は、次のとおりである。

(1) 利害関係参加人は、住友商事ほか1社の合弁会社として設立され、ケーブルテレビ局の統括運営を通じた有線テレビジョン放送事業等を主な事業内容とする株式会社であり、平成17

年3月23日に本件株式をJASDAQに上場したが、平成25年7月30日、上場を廃止した。

(2) 住友商事は、上記合弁の相手方との合弁解消に伴い、本件株式190万2,078株を有するに至り、KDDIは、合弁解消を契機に、本件株式259万2,511株（一部信託譲渡し、議決権ベースで213万3,797株）を実質的に有するに至った。

(3) 住友商事は、平成22年2月15日、同年3月3日～同年4月14日を公開買付け期間とする本件株式の公開買付け（平成22年公開買付け）の実施を公表し、87万5,834株を買い付けた。なお、利害関係参加人は、平成22年公開買付けに賛同し、これに応募するかどうかは株主の判断に委ねるとの意見を表明していた。

同年6月10日、住友商事、KDDIおよび利害関係参加人は、事業上の提携関係に向けて、各種施策の詳細な検討を行うことを目的としたアライアンス関係の構築の検討に関する覚書を締結した。

(4) 平成24年10月20日、住友商事およびKDDIが本件株式を公開買付けにより買い付け、本件株式を上場廃止にした後、利害関係参加人がジャパンケーブルネット株式会社を買収することを計画しているとの本件報道がされたが、利害関係参加人は、本件報道について、報道機関の憶測によるものであり、利害関係参加人から発表したものではない旨を発表した。また、住友商事も、同日、同様の発表をした。

住友商事とKDDIは、同日24日、一定の場合に、KDDIならびにKDDIおよび住友商事が同数の議決権を有することになる会社が共同で本件株式および利害関係参加人の新株予約権（普通株式等）のすべてを対象とする公開買付けを実施することなどを内容とする株主間契約を締結した。

同日、住友商事とKDDIは、本件公開買付けの実施と、本件公開買付けによりすべての普通株式を取得できなかった場合でもすべての普通株式等を取得するための手続（本件取引）を実施する旨を公表した。

利害関係参加人は、本件公開買付けに賛同し、株主および新株予約権者にこれに応募することを推奨するとの意見を表明した。

(5) その後、買付価格の検討、交渉等が行われ、KDDIと住友商事およびKDDIが各50%ずつの株式を有するN J株式会社は、平成25年2月26日、同月27日～同年4月10日を公開買付け期間とし、公開買付価格を普通株式1株につき12万

3,000円（2月公開買付価格）とし、新株予約権1個につき12万2,999円とする本件公開買付けを実施すると公表した。

本件公開買付けに対しては、119万9,716株（新株予約権1,922個を含む）の応募があり、KDDIと住友商事とが有する株式が同数となるよう、それぞれが買付けをした。

(6) 利害関係参加人は、株主総会の基準日を平成25年5月2日（本件基準日）と定め、同年6月28日、臨時株主総会および種類株主総会（本件株主総会）を開催し、必要な定款変更の手続を経るとともに、変更後の定款に基づき、同年8月2日を取得日（本件取得日）とし、利害関係参加人が全部取得条項付普通株式のすべてを取得する旨の決議をした。

3 本決定の詳細は、決定文を参照されたいが、概要、以下のとおり、判示している。

(1) 本件申立ての適法性の問題について、利害関係参加人は、申立人らの株式の一部が、本件基準日後や本件株主総会における全部取得の議案公表後に取得されたとして、これらの株式に係る申立てが不適法な申立てである旨や権利の濫用に当たる旨などを主張したのに対し、本決定は、次のとおり判示する。

会社法172条1項1号にいう株主による取得価格決定の申立ての対象株式を基準日当時保有していたものに限定する旨の規定が存在せず、このように解すべき法令上の根拠も見当たらないし、同項2号にいう株主が文理上当然に議決権が制限された株式を保有する株主のみを意味するというのもできない。また、株式買取請求や買取価格決定の申立ては、会社の基礎に変更がある場合に株主に対して投下資本を回収して経済的救済を得る途を与えることを目的とする制度であり、必ずしも株主が議決権を有していることや議決権を行使したことを上記申立て等の前提としなければならない関係にあるわけではない。そこで、会社法の下では、株式買取請求権や価格決定の申立権は議決権とは切り離された権利として規律されている（会社法116条2項・117条・172条1項）。

このような会社法の諸規定や株式買取請求権および価格決定の申立ての制度趣旨に加え、株主総会において全部取得条項付種類株式の全部を取得する旨の決議がされるまで、当該株式が取得されることも、当該株式を取得するのと引換えに交付される金銭等も確定しないことを考慮すると、基準日後に取得価格決定の申立てに

係る株式を取得したとしても取得価格決定の申立適格を欠くとは解されない。

なお、上記株主総会において上記決議がされた後は、すでに株式が一定の対価で強制的に取得されることが確定しており、価格決定の申立ての制度趣旨からして、そのような株式をあえて取得した者が保護に値するとはいえないから、このような者からの申立ては申立権の濫用と評価される場合もあるものと考えられる。

本件では、いずれも申立ては適法なものであり、一部の申立人について、権利濫用に当たるともいえない。

(2)ア 取得価格決定の問題について、会社法172条1項による全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てがされた場合に裁判所が定めるべき価格は、株式買取請求の場合（会社法785条1項等）と同じく公正な価格を意味すると解されること、その公正な価格を定めるにあたっては、取得日における当該株式の客観的価値に加え、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考慮するのが相当であり、これを本件についてみると、本件取引が行われなかったならば株主が享受し得る価値（客観的価値）および本件取引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（増加価値分配価格）ということができる。なお、裁判所による取得価格の決定は、客観的に定まっている過去の株価の確認ではなく、新たに公正な価格を形成するものであり、裁判所の合理的な裁量に委ねられていると解される。

イ 客観的価値については、市場株価のある株式の特定の時点における客観的価値を算定するにあたっては、異常な価格が形成された場合等、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。これを本件についてみると、本件株式の市場株価の推移からすると、本件報道後の市場株価が、本件報道等の影響を強く受けていることは明白であり、利害関係参加人の企業としての客観的価値とは無関係に形成されたものと認められるので、本件株式の客観的価値を評価するための基礎として本件報道後の株価を用いることは相当ではなく、評価基準時点に最も近接した本件報道の前日である平成24年10月19日以前の市場株価を基礎とし

て評価すべきである。

ところで、上記評価基準時点は本件取得日と解されること、本件報道（平成24年10月20日）から本件取得日（平成25年8月2日）までは9ヵ月以上もの期間があり、その間に本件株式にも影響を与えるものと推認されるような事情により市場全体の株価の動向を示す指標が大きく変動したところ、平成24年10月19日以前の市場株価そのものをもって本件株式の客観的価値と認めることは好ましいとはいえず、同日から本件取得日までの市場全体の株価の動向を踏まえた補正を行うことが可能であればこれを行い、本件取得日における本件株式の客観的価値を算定することがより正義に適用というべきであり、このような算定方法をとることも裁判所に許された合理的な裁量の範囲内にあるというべきである。

そして、その補正を行うための手法として、回帰分析が示されており、投資家の投機的思惑などの偶発的要素による変動があり得ることを踏まえ、平成25年7月2日から同年8月1日までの回帰分析による予測株価の平均値をもって、本件取得日における本件株式の客観的価値と認めることとすると、この間の予測株価の平均値は10万4,165円となり、これをもって本件取得日における本件株式の客観的価値と認めるのが相当である。

ウ 増加価値分配価格を一義的に算出する方法は見当たらないところ、裁判所がこれを認定するにあたっては、会社の非公開化の目的や非公開化実施後の事業計画から想定される収益や業績の見込み、公開買付価格が関係者の利益相反関係に十分配慮し、これを抑制するための適切な措置が講じられた上で、株主の利益を踏まえた真摯な交渉を経て決定されたものか否か等の諸事情を総合的に考慮して決するのが相当である。

その上で、2月公開買付価格が本件報道前の本件株式の市場株価に対して50%前後のプレミアムが付されたものと評価できること、本件株式の上場以来の最高値が11万3,000円であったこと、利害関係参加人の事業内容に係る見通しの合理性や本件取引の公正性なども踏まえ、本件株式の客観的価値（10万4,165円）に対する25%を増加価値分配価格と認めるのが相当であり、本件株式の取得価格として13万0,206円とするのが相当であるとする。

4 本決定の意義は次のとおりである。

(1) 本件基準日後に取得した株式についての取得価格決定の申立適格を認めた点について、東京地決平成25・9・17本誌1427号54頁、東京地決平成25・11・6本誌1431号52頁などの先行する決定例を踏襲しているものである。学説は、旧商法における解釈論を踏まえ、肯定、否定の両説があり、近時は肯定説が有力化しているとされるが（学説の整理について、例えば、中村信男「判批」本誌1438号2頁）、上記決定例をみる限り、東京地裁商事部の運用としては、肯定説でほぼ固まったものと評価できよう。

その上で、不都合や不合理が生ずる場合には、申立権の濫用で対処するとしており、これも、従前の決定例を踏襲するものであり、方向性としては妥当なものであろう。

(2) 株価の算定について、最三決平成21・5・29本誌1326号35頁の田原睦夫裁判官の補足意見などにあるとおり、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って、多くの決定例や学説が採るところであり、特に異論はないであろう。本決定もこの考え方を踏襲するものであり、その点について、目新しい点はない。

また、①について、市場価格がある場合、当然それによることとされており（吸収分割の事例であるが、最三決平成23・4・19本誌1375号16頁など）、その具体的な算定にあたっては、

評価基準時点またはこれに近接する一定期間の市場株価の平均値などが用いられているが（江頭憲治郎『株式会社法〔第4版〕』778頁の注8とそこに記載された判例等参照）、本決定もこれによるものである。ただ、本決定は、評価基準時点よりもかなり前の市場株価を用いることなども踏まえ、回帰分析による補正を行っている点が注目される。回帰分析による補正をした裁判例としては、株式交換の事例における東京高決平成22・10・19本誌1354号14頁があるところ、この回帰分析は、株主が投機の機会を有することに鑑みて株価下落のリスクも負わせようとの趣旨の下、組織再編計画の公表前の一定期間の平均株価を基礎とする場合における補正の手法であって（弥永真生「上場株式の買取価格」江頭憲治郎＝岩原紳作ほか編『会社法判例百選〔第2版〕』180頁）、回帰分析による補正自体は、裁判所の合理的な裁量の枠内の問題であろう（もとより、個々の客観的価値の算定の手法やその結果が合理的な裁量の範囲内であるかどうかは、正に個々に問われるべきである）。

②についても、本決定が考慮している要素は、おおむね従前の裁判例等が考慮してきた要素と共通するものと考えられ（中村・掲掲6頁、7頁参照）、最終的に、客観的価値の25%をプレミアムとしている。

(3) 本決定は、それ自体事例的なものであるが、会社法172条1項の申立適格や価格決定の判断要素等を示すものとして、実務上参考にならう。

決定

＜当事者＞（編集注・一部仮名）

当事者 別紙当事者目録記載のとおり

【主文】

1 申立人らが有していた別紙保有株式数等一覧表記載の利害関係参加人の全部取得条項付普通株式の各取得価格は、いずれも1株につき13万0206円とする。

2 手続費用は各自の負担とする。

【理由】

第1 申立ての趣旨

申立人らが有していた別紙保有株式数等一覧表記載の利害関係参加人の全部取得条項付普通株式（合計33万9179株）の各取得価格の決定を求める。

第2 事案の概要

1 本件は、利害関係参加人がその発行する普通株式（以下「本件株式」という。）をJASDAQスタンダード市場（以下「JASDAQ」という。）に上場していたところ、住友商事株式会社（以下「住友商事」という。）及びKDDI株式会社（以下「KDDI」という。）が本件株式の公開買付けを実施した後、利害関係参加人の株主総会において、本件株式に全部取得条項を付し、利害関係参加人がこの全部を取得することが決議されたことを受けて、利害関係参加人の株主であった申立人らが、会社法172条1項に基づき、申立人らが有していた本件株式の各取得価格の決定を求めた事案である。

2 前提事実（後掲の証拠及び審問の全趣旨により認める。）

(1) 当事者

ア 利害関係参加人は、平成7年1月18日に住友商事及びTele-Communications International, Inc.（現Liberty Global, Inc.）以下、同社グループを総称して

「LGI」という。)の合弁会社として設立され、現在は、放送法に基づく基幹放送事業及び一般放送事業並びに番組供給事業、電気通信事業法に基づく電気通信事業等を目的とし、具体的には、ケーブルテレビ局の統括運営を通じた有線テレビジョン放送事業及び電気通信事業やケーブルテレビ局及びデジタル衛星放送向け番組供給事業を主な事業内容とする株式会社である。

利害関係参加人は、平成17年3月23日にその発行する普通株式をJASDAQに上場したが、平成25年7月30日に上場を廃止した。

(甲A4、5、7、戊1、25)

イ 申立人らは、本件申立て当時、少なくとも別紙保有株式数等一覧表記載の数の本件株式を保有していた。

(戊6、7、8の1から3まで、5から14まで、戊9)

(2) 住友商事及びKDDIによる本件株式の取得

ア 住友商事及びLGIは、本件株式をJASDAQに上場するに当たり、共同持株会社である住商／エルジーアイ・スーパーメディア・エルエルシー(以下「スーパーメディア」という。)を共同持株会社として設立し、スーパーメディアを通じて本件株式を間接的に保有することとする契約を締結した上で、住友商事及びLGIが保有していた本件株式をスーパーメディアに現物出資した。

上記契約及びその主要な条項を引き継いだスーパーメディア組合契約においては、別途期限を延長する合意がない限り、平成22年2月18日の到来によりスーパーメディアの解散事由が発生し、スーパーメディアは清算手続に入るなどとされていたところ、同日までに期限を延長する合意が成立しなかったため、住友商事はLGIから清算に基づく残余財産の分配と同様に本件株式の分配を受け、これをもって住友商事とLGIとのスーパーメディアを通じた合弁関係は解消された。

住友商事は、この結果、議決権比率ベースで27.7%の株式(190万2078株)を保有することとなった。

(甲A6、8、10)

イ KDDI及びLGIは、同年1月25日、KDDIがLGIからスーパーメディアの株式を保有するLiberty Japan, Inc.及びLiberty Jupiter, Inc.並びに本件株式を保有するLiberty Global Japan II, LLCの持分のすべてを3617億円で購入する旨の譲渡契約を締結し、同契約は同年2月12日に一部修正された上で、同月19日に効力を生じた。

前記アのとおり、住友商事とLGIとのスーパーメディアを通じた合弁関係が解消されたため、KDDIは、同契約により、上記三社を介して、本件株式259万2511株を実質的に保有することとなったが、その後、金融庁からの指摘を受け、このうち45万8714株を信託銀行に対して信託譲渡したため(KDDIは信託譲渡された株式の議決権を行使することはできないものとされた。)、議決権比率ベースで31.1%の株式(213万3797株)を実質的に保有することとなった。

(甲A6、9、37)

(3) 平成22年に実施された公開買付け

ア 住友商事は、平成22年2月15日、本件株式について、以下の内容の公開買付けを実施することを公表した(以下「平成22年公開買付け」という。)

公開買付期間	平成22年3月3日～同年4月14日
公開買付価格	普通株式1株につき13万9500円
買付予定数の下限	45万9147株
買付予定数の上限	87万5834株 (甲A8、10)

イ 利害関係参加人は、同年3月2日、平成22年公開買付けに賛同し、これに応募するか否かについては株主の判断に委ねるとの意見を表明した。

(甲A11)

ウ 住友商事は、平成22年公開買付けを行うに当たり、財務アドバイザーであるゴールドマン・サックス証券株式会社(以下「ゴールドマン・サックス」という。)に対して本件株式の株式価値の分析を依頼し、以下のとおりの算定結果を得ていた。

市場株価平均法	8万4039円～9万1141円
類似会社比較法	8万3418円～13万1742円
D C F 法	11万3995円～18万8950円
類似取引比較法	14万1030円～14万5240円

(甲A8、10)

エ 利害関係参加人は、前記イの意見表明に先立ち、財務アドバイザーである野村證券株式会社(以下「野村證券」という。)に対して本件株式の株式価値の分析を依頼し、以下のとおりの算定結果を得ていた。

市場株価平均法	8万5752円～10万4200円
類似会社比較法	7万6235円～10万9003円
D C F 法	10万6273円～15万4015円

(甲A11)

オ 平成22年公開買付けには、買付予定数の上限を超える260万2603株の応募があったため、住友商事は、按分比例の方式により、本件株式87万5834株を買い付けた。

住友商事は、この結果、議決権比率ベースで40%の株式(277万7912株)を保有することとなった。

(甲A12)

(4) 三社間での覚書の締結

住友商事、KDDI及び利害関係参加人は、平成22年6月10日、三社間で、事業上の提携関係の構築に向けて、各種施策の詳細な検討を行うことを目的としたアライアンス関係の構築の検討に関する覚書を締結した。

(戊2)

(5) 本件株式の公開買付けに関する報道

ア 平成24年10月20日、住友商事及びKDDIが本件株式を公開買付けにより買い付け、本件株式を上場廃止にした後、利害関係参加人がジャパンケーブルネット株式会社を買収することを計画しているとの報道がされた(以下「本件報道」という。)

(甲A20、21)

イ 利害関係参加人は、同日、本件報道は報道機関の憶測によるものであり、利害関係参加人から発表

したものではない旨発表した。

また、住友商事も、同日、同様の発表を行った。
(甲A33、34)

(6) 公開買付け予定の公表とこれに至る経緯

ア 住友商事及びKDDIは、平成24年10月24日、国内外の競争法に基づき必要な手続及び対応を終えていること等一定の条件が満たされた場合に、KDDI並びに住友商事及びKDDIが同数の議決権を保有することになる会社が共同で利害関係参加人の普通株式及び新株予約権（以下「普通株式等」という。）のすべてを対象とする公開買付けを実施すること、同公開買付けの決済完了後、住友商事及びKDDIの利害関係参加人に対する出資比率を50対50の共同経営体制とし、住友商事及びKDDIが役員を選任等に関して共同して議決権その他の権利を行使し、同数の取締役、監査役及び代表取締役の指名権を有するとすることなどを内容とする株主間契約を締結した。

(甲A37、戊12)

イ 住友商事及びKDDIは、同日、利害関係参加人の普通株式等について、以下のとおり、公開買付けを実施し、その後、これによりすべての普通株式等を取得できなかった場合には、すべての普通株式等を取得するための手続を実施する予定であること（以下、これによる公開買付けを「本件公開買付け」と、利害関係参加人のすべての普通株式等を取得するための一連の手続を「本件取引」とそれぞれいう。）を公表した（以下「10月公表」という。）。

① 国内外の競争法に基づき必要な手続及び対応を終えていること等一定の条件が満たされた場合に、KDDI並びに住友商事及びKDDIが発行済株式総数の50%ずつを保有することになるN J株式会社（以下「N J」という。）が共同で、利害関係参加人の普通株式等のすべてを対象とした公開買付けを実施する。

② 公開買付けの開始時期は現時点では未定であるが、平成25年2月上旬頃までには開始することを目指しており、公開買付け期間は原則として30営業日とする予定である。

③ 公開買付け価格は、普通株式1株につき11万円（以下「10月公開買付け価格」という。）、新株予約権1個につき10万9999円とする。

④ 買付予定数の上限及び下限は設けず、応募があったすべての普通株式等を買付けることとし、公開買付けにより利害関係参加人の普通株式等のすべてを取得できなかった場合には、公開買付けに応募された普通株式等の数にかかわらず、住友商事、KDDI及びN Jは、すべての普通株式に全部取得条項を付すこと等を内容とする定款の一部変更を行うなどして、利害関係参加人の発行済株式のすべてを取得する予定である。

(甲A37)

ウ 利害関係参加人は、平成24年10月24日、本件公開買付けが開始された場合にはこれに賛同し、利害関係参加人の株主及び新株予約権者（以下「株主等」という。）に対してこれに応募することを推奨すると

の意見を表明した。(甲A38)

エ 住友商事は、10月公表に先立ち、長島・大野・常松法律事務所を法務アドバイザーに選任して必要な法的助言を受け、ゴールドマン・サックスに財務アドバイザーとしての助言を求めて本件株式の株式価値の分析を依頼し、以下のとおりの算定結果を得ていた。

市場株価平均法	7万8991円～8万1054円
類似会社比較法	8万2726円～12万1084円
D C F 法	9万9127円～17万9962円

(甲A37)

オ KDDIは、10月公表に先立ち、西村あさひ法律事務所を法務アドバイザーに選任して必要な法的助言を受け、J Pモルガン証券株式会社（以下「J Pモルガン」という。）に財務アドバイザーとしての助言を求めて本件株式の株式価値の分析を依頼し、以下のとおりの算定結果を得ていた。また、J Pモルガンは、KDDIに対し、本件株式を1株11万円で公開買付けを行うことについて、フェアネス・オピニオンを提出した。

市場株価平均法	7万8961円～8万2700円
類似会社比較法	7万0381円～10万7282円
D C F 法	9万5724円～12万9305円

(甲A37)

カ 利害関係参加人は、住友商事及びKDDIから本件取引実施の意向を伝えられた以後、有識者によって構成される第三者委員会（以下「本件第三者委員会」という。）を設置するとともに、森・濱田松本法律事務所を法務アドバイザーに選任して必要な助言を受け、三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下「MUMSS」という。）を財務アドバイザーに選任して本件株式の株式価値の分析を依頼し、MUMSSから、以下の内容を含む同月23日付け株式価値算定書を受け取ったほか、本件株式を1株11万円で公開買付けを行うことについて、フェアネス・オピニオンを受領した。

市場株価分析	7万8961円～8万2700円
類似企業比較分析	6万1125円～8万9420円
D C F 分析	9万7473円～12万3014円

本件第三者委員会は、同日、利害関係参加人に対し、上記算定書の内容や本件取引と同種の近時の事案におけるプレミアム水準、住友商事及びKDDIとの交渉経過を総合的に考慮すると、10月公開買付け価格は妥当な価格であると認められること、利益相反のおそれがある取締役は本件取引の交渉に加わっていないなど、利害関係参加人の意思決定過程の恣意性を排除するための措置がとられていること、本件公開買付けの目的、その後に予定されているスクイーズ・アウト手続の方法等を明示するなど、株主等に対する情報開示の観点から特段不合理な点は認められないこと、これらのことなどからすると、利害関係参加人が前記ウのとおりの意見を表明することは相当であること等を答申した。(甲A38、戊3、26)

キ 利害関係参加人は、同月17日から同月23日までの間、上記法務アドバイザーや財務アドバイザーの

助言を受けながら、本件第三者委員会における議論や前記カの株式価値算定書の結果を踏まえ、住友商事及びKDDIに対し、公開買付価格を引き上げるよう交渉したが、結局当初の提案から引き上げはされなかった。(甲A38、戊3)

(7) 本件公開買付けの実施及びこれに至る経緯

ア 住友商事及びKDDIは、平成25年1月9日、利害関係参加人に対し、中国商務部に対する事前届出の審査の状況を踏まえ、早ければ同年2月上旬にも本件公開買付けを開始したい旨連絡した。

利害関係参加人は、これを受けて、森・濱田松本法律事務所及びMUMSSの助言を求め、対応を協議するとともに、同年1月18日、本件第三者委員会を再開した。(甲A51)

イ 利害関係参加人は、その株主の一部から10月公開買付価格の引き上げを求める意見が寄せられていたことなどを踏まえ、これを求めるために、同年1月22日から同年2月19日までの間、10月公開買付価格の引き上げに向けた交渉を行った。

その結果、住友商事及びKDDIから、公開買付価格の度数の引き上げ提案がされ、最終的に公開買付価格を12万3000円とすることが提案された。

(甲A51、戊4)

ウ 住友商事、KDDI及びN Jは、平成25年2月26日、以下のとおり本件公開買付けを実施することを公表した(以下「2月公表」という。)

公開買付期間 平成25年2月27日～同年4月10日
公開買付価格 普通株式1株につき12万3000円
(以下「2月公開買付価格」という。)

新株予約権1個につき12万2999円

買付予定数の下限 なし

買付予定数の上限 なし (甲A49)

エ 利害関係参加人は、同年2月26日、本件公開買付けに賛同し、利害関係参加人の株主等に対してこれに応募することを推奨するとの意見を表明した。

(甲A51)

オ 住友商事は、2月公表に当たり、ゴールドマン・サックスに対して本件株式の株式価値の分析を改めて依頼し、以下のとおりの算定結果を得ていた。

市場株価平均法 7万8961円～8万1028円

類似会社比較法 8万6898円～12万3465円

D C F 法 10万1687円～18万2569円

(甲A49)

カ KDDIは、2月公表に当たり、JPモルガンから、本件株式を1株12万3000円で公開買付けを行うことについてのフェアネス・オピニオンの提出を改めて受けた。(甲A49)

キ 利害関係参加人は、前記エの意見表明に先立ち、MUMSSに対して本件株式の株式価値の分析を改めて依頼し、以下の内容を含む同月25日付け株式価値算定書(以下、前記(6)カの株式価値算定書と併せて、「本件各算定書」という。)を受け取ったほか、MUMSSから、同日、本件株式を1株12万3000円で公開買付けを行うことについて、フェアネス・オピニオン(以下、前記(6)カのフェアネス・オピニオンと併せて

「本件各フェアネス・オピニオン」という。)を受領した。

市場株価分析 7万8961円～8万2700円

類似企業比較分析 6万4322円～9万6185円

D C F 分析 9万7281円～12万2711円

本件第三者委員会は、同日、利害関係参加人に対し、上記算定書の内容や同種の近時の事案におけるプレミアム水準、住友商事及びKDDIとの再度の交渉により、公開買付価格が引き上げられたことを総合的に考慮すると、前記(6)カの答申以降の株式市場の状況を踏まえても、2月公開買付価格は妥当な価格であると認められること、同答申以降も利害関係参加人の意思決定過程の恣意性を排除するための措置がとられており、株主等に対する情報開示の観点から特段不合理な点は認められないこと、これらのことなどからすると、利害関係参加人が前記エのとおり意見を表明することは相当であること等を答申した。

(甲A51、戊4、27)

ク 本件公開買付けの対象となる普通株式等は180万1954株であったところ、本件公開買付けには119万9716株(新株予約権1922個を含む。)の応募があり、KDDIの保有する株式数が住友商事の保有する株式数と同じになるように、KDDIが64万4115株の普通株式を、N Jがその余の普通株式等をそれぞれ買付けた。(甲A55)

(8) 株主総会及び種類株主総会の各決議

ア 利害関係参加人は、後記イの臨時株主総会及び種類株主総会において権利を行使することができる株主の基準日を平成25年5月2日と定めた(以下「本件基準日」という。)(戊38)

イ 利害関係参加人の臨時株主総会及び種類株主総会は、同年6月28日午前10時から午前11時25分まで開催された(以下、併せて「本件株主総会」という。)

そして、臨時株主総会において下記①から③までの、種類株主総会において下記②の各議案が提出されたところ、賛成した議決権数は611万5786個ないし611万5804個、反対した議決権数は51万1431個ないし51万1457個で、いずれの議案も会社法309条2項に定める要件を満たして可決された。

申立人オウルら、同アトス及び同乙山は、本件株主総会に先立ち、利害関係参加人に対し、別紙保有株式数等一覧表記載の数の本件株式(ただし、申立人乙山については1株)に関して、下記議案に反対する旨を通知した上で、本件株主総会において、これらに反対する旨の議決権行使をした。

① 利害関係参加人は、普通株式のほかにA種種類株式を発行することができるとし、残余財産を分配するときは、A種種類株式を有する株主又はA種種類株式の登録株式質権者に対し、普通株式を有する株主又は普通株式の登録株式質権者に先立ち、A種種類株式1株につき1円を支払うなどと定款を変更する。

② すべての普通株式に全部取得条項を付し、利害関係参加人が株主総会の特別決議によってその全部を取得する場合においては、全部取得条項付普通株

式1株と引き換えにA種種類株式69万4478分の1株を交付すると定款を変更する。

③ 会社法171条1項並びに上記①及び②による変更後の利害関係参加人の定款に基づき、同年8月2日を取得日とし（以下「本件取得日」という。）、全部取得条項付普通株式1株と引き換えにA種種類株式69万4478分の1株を交付して、利害関係参加人が全部取得条項付普通株式のすべてを取得する。

（甲A1、56、60、61、甲B1、甲C1の1、2、甲D1、甲E1、甲F1、甲G1、甲H1、甲I1、3、甲J1、甲K1、甲L1、甲M1、乙8の1、2、丁1、2）

(9) 本件取引当時の利害関係参加人の役員の状況と本件取引への関与

ア 10月公表及び2月公表当時、利害関係参加人の取締役は11人、監査役は4人であった。

このうち、8人の取締役及び2人の監査役は、住友商事又はKDDIの現職の役員であるか、比較的近時まで役員であった。取締役のうち2人は住友商事及びKDDIでの勤務経験がなく、残りの取締役は本件公開買付けから15年以上前に住友商事での勤務経験があり、また、監査役の1人は同社での勤務経験があり、残りの監査役は本件公開買付けに関するKDDIの法務アドバイザーである西村あさひ法律事務所に所属する弁護士であったが、同法律事務所では、同弁護士と本件取引を担当する弁護士との間で情報隔離措置が講じられていた。

（甲A13、14、38、51、乙14、戊1）

イ 利害関係参加人による前記(6)ウ及び同(7)エに係る取締役会においては、住友商事及びKDDIと関係の深い上記8人の取締役中6人及び上記2人の監査役は取締役会に出席せず、2人の取締役も取締役会の定足数を確保するために出席したが、一切発言せず、決議にも参加しなかった。上記取締役会決議は、住友商事及びKDDIとの関係がないか、関係の薄い上記3人の取締役の全員一致により決議された。住友商事及びKDDIと兼職する監査役は上記取締役会に出席せず、その他の監査役は出席して上記決議に異議がない旨の意見を述べた。

また、住友商事及びKDDIとの本件取引に関する交渉は、上記3人の取締役により行われ、その他の取締役は参加しなかった。

（甲A38、51）

(10) 利害関係参加人の事業の状況等及び本件株式の株価の推移

ア 利害関係参加人は、平成21年7月に中期計画を、平成24年4月に中期事業計画を策定しているが、その概要は、別紙平成21年中期計画及び別紙平成24年中期事業計画に各記載のとおりである。また、利害関係参加人の平成22年以降の業績の概要は、別紙業績表記載のとおりである。

（甲A17から19まで、30から32まで、戊31、32）

イ 本件株式の平成23年10月20日以降の市場株価の終値の推移は、別紙株価推移表記載のとおりである。

なお、本件株式の平成24年10月19日の終値は8万2700円であり、同年9月20日から同年10月19日までの終値の平均は7万9824円、同年7月20日から同年10月19日までの終値の平均は7万8961円、同年4月20日から同年10月19日までの終値の平均は8万1028円であった。

本件株式の終値における上場以来の最高値は、平成19年5月24日の11万3000円であった。（戊25、28）

(11) 本件申立て

申立人らは、別紙保有株式数等一覧表の申立日欄記載の各日に、同表の株式数欄記載の数の本件株式について、本件申立てをした。

3 争点

(1) 本件申立ての適法性

(2) 本件株式の取得価格

4 争点(1)についての当事者の主張

(1) 利害関係参加人

ア 株主総会における全部取得の決議後に取得した株式に係る取得価格決定の申立ては、株式を取得した時点において、決議の内容である全部取得が実現することが確定していることから、これらの株式について取得価格決定の申立てによる保護を与える必要はなく、申立権の濫用に当たると解される（東京地方裁判所平成25年7月31日決定）。

したがって、申立人らが保有していた本件申立てに係る株式のうち本件株主総会が開催された平成25年6月28日以降に取得された以下の株式に係る申立ては不適法であるから、却下されるべきである。

- ・ 申立人甲野の申立てに係る本件株式1株
- ・ 申立人MS & Cの申立てに係る本件株式のうち1万9936株
- ・ 申立人MSIPの申立てに係る本件株式のうち428株

イ また、取得価格決定の制度の趣旨は、その対価に不服のある株主に、裁判所に対して自らが保有する株式の取得価格の決定を求める申立権を認め、強制的に株式を剥奪されることになる株主の保護を図ることにあるとされるから（東京高等裁判所平成20年9月12日決定）、全部取得により株式を強制的に剥奪されることが確実であることを認識しつつ株式を取得した株主まで保護することは予定されていないというべきである。

本件において、利害関係参加人は、平成25年6月6日に全部取得に関連する議案を公表しており、これに先立って、本件公開買付けの結果、住友商事、KDDI及びN Jが利害関係参加人の発行済株式のうち議決権総数の3分の2以上の株式を取得したことも公表していた。

したがって、申立人らが保有していた本件申立てに係る株式のうち同日以降に取得された以下の株式は、本件株主総会の決議により株式が強制的に剥奪されることを認識しつつ取得されたものであるから、これに係る申立ては、不適法であり、却下されるべきである。

- ・ 申立人甲野の申立てに係る本件株式1株

- ・ 申立人乙山の申立てに係る本件株式のうち55株
- ・ 申立人MS & C oの申立てに係る本件株式のうち2万1084株
- ・ 申立人MS I Pの申立てに係る本件株式のうち2131株

ウ さらに、基準日時点で株式を保有していた株主は事前通知及び反対の議決権行使という要件を充足しなければ買取請求をすることができないのに対して、基準日後に株式を取得した株主がそのような要件を充足することなく買取請求をすることができるのは不平等であるから、基準日後に株式を取得した株主は株式買取請求権を行使することができないとされるところ、取得価格決定の申立てについても同様のことがいえる。

利害関係参加人は、同年4月17日、同年5月2日を本件株主総会の基準日とし、本件株主総会において全部取得に関連する議案を付議する予定であることを公表しており、これに先立って、本件公開買付けの結果も公表されていた。

したがって、申立人らが保有していた本件申立てに係る株式のうち本件基準日の翌日以降に取得された以下の株式は、本件株主総会の決議により株式が強制的に剥奪されることを認識しつつ取得されたものであるから、これに係る申立ては不適法であり、却下されるべきである。

- ・ 申立人甲野の申立てに係る本件株式1株
- ・ 申立人乙山の申立てに係る本件株式のうち55株
- ・ 申立人U B Sの申立てに係る本件株式のうち495株
- ・ 申立人MS & C oの申立てに係る本件株式のうち3万1723株
- ・ 申立人MS I Pの申立てに係る本件株式のうち6774株

エ イベントドリブン戦略とは、いわゆるヘッジファンドの投資戦略の一つで、個別企業の重要なコーポレートイベントを奇貨として投資を行う戦略であり、特に、買取する側の会社はプレミアムをつけて買取される側の会社の株式を購入することが多いことから、買取される側の会社の株式を購入し、買取する側の会社の株式を売却する戦略のことをM & Aアービトラージ戦略と呼ぶ。

申立人オウルら及び同アトスの中には、本件基準日前1週間の間に株式を取得したり、本件基準日から本件申立てまでの間に株式の保有数を増加させている者がおり、このような株式の推移からすれば、申立人オウルら及び同アトスは、上記のようなM & Aアービトラージ戦略に基づき、本件公開買付けが公表された後に、投機的な目的をもって本件申立てに係る株式を取得したことが容易に推察される。

取得価格決定の制度の趣旨は、取得の対価に不服があるにもかかわらず、強制的に株式を剥奪されることになる株主に保護を与えることにあるのであるから、申立人オウルら及び同アトスの本件申立ては、個別企業の重要なコーポレートイベントを奇貨として利ぎやを得ようとするものであり、上記制度趣旨に反するこ

とは明らかであって、権利濫用（民法1条3項）に該当するというべきであるから、却下されるべきである。

(2) 申立人オウルら

ア 申立人オウルらのうち申立人U B S、同MS & C o及び同MS I P以外の申立人は、いずれも本件基準日より前に、本件申立てに係る株式を取得している。

申立人U B Sは、平成25年4月26日に本件申立てに係る株式を購入し、同年5月2日に決済しており、その後の振替口座間の移動は申立人U B Sの管理上行われた形式的なものにすぎず、実質的株主に変更はない。

申立人MS & C o及び同MS I Pは、本件基準日より前に本件申立てに係る株式を取得しており、個別株主通知上所有株式数は増減しているものの、アカウント間における内部的な移動を反映したためであったり、他の顧客の所有する本件株式の取引を含めた合計数が記載されていたためであり、実質的株主に変更はない。

イ 利害関係参加人は、ヘッジファンドが濫用的、機会主義的な投機行動を行う者であるかのように主張しているが、一般的に用いられているヘッジファンドという言葉は、確立した意味を持つものではなく、様々な文脈又は意味合いで用いられているため、ある投資家をヘッジファンドと呼んでみたところで、法的には意味は無い。また、イベントドリブン戦略とは、企業の提携、合併、買取等による価値の変化に注目して投資を行う考え方であり、あくまで、投資を行う際に主に注目する点が、四半期決算の上下等の短期的なイベント等ではなく、合併によるシナジーや企業の構造変化等、一定規模以上のイベントであるというほどの意味にすぎず、イベントドリブン戦略による投資の期間は長短様々であり、その対象も様々である。このように、ヘッジファンドやイベントドリブン戦略といった言葉は、具体的な投資戦略を示す言葉ではないため、これらの言葉を抽象的に用いてもおよそ意味がない。

また、申立人オウルらが本件基準日前1週間の間に本件申立てに係る株式の全部を取得したという事実はない。

したがって、申立人オウルらによる本件申立ては権利の濫用に該当せず、申立適格を欠くこととなる余地はない。

(3) 申立人アトス

ア 申立人アトスが本件申立てに係る株式を取得した時期は、本件基準日である平成25年5月2日より前であるので、申立適格が否定されるいわれはない。

イ 株式市場で株式を購入する一般の投資家の多くは、長期的な視点で投資しているわけではなく、安く買って高く売り抜けるというように短期的な利益を追求しているものである。そのような投資家が多数いるからこそ、市場における株式の流動性が確保され、株式の流動性が確保されているからこそ、投資家は気

軽に株式を購入でき、会社側を市場において資金調達をしやすいとなっているのである。短期的な利益追求を否定するようなことは、株式市場制度の自殺となりにかぬ。

そうすると、株主に対する差別的な取扱いは謙抑的に行われるべきであり、不当な株価操作を行った者等、よほど濫用的な行動をとった株主以外はみな等しく扱われるべきである。

申立人アトスにはそのような事情は認められない以上、申立人アトスによる本件申立ては権利の濫用に当たらず、申立適格を欠くことにはならない。

5 争点(2)についての当事者の主張

(1) 申立てオウルラ

ア 取得価格の算定方法

会社法172条1項にいう株式の取得価格とは、取得日における当該株式の「公正な価格」をいうものと解され、裁判所が、取得価格決定の制度の趣旨を踏まえた上で、その合理的な裁量によって決定すべきものである。そして、ここにいう「公正な価格」とは、①取得日における当該株式の客観的価値（全部取得条項付種類株式の取得の原因となった取引が行われなかったならば株主が享受し得る価値）に、②この取引の実施によって増大が期待される価値（増加期待価値）のうち株主が享受してしかるべき部分（増加価値分配価格）とを合算すべきものと解される。

イ 株式の客観的価値

(ア) 平成22年公開買付け後、住友商事及びKDDIが議決権比率ベースで71.1%もの株式を保有することとなり、本件株式が市場で売買されることはなくなったため、著しく流動性が損なわれることとなった。また、議決権総数の3分の2以上の株式を保有する支配株主が存在する会社においては、少数株主に配慮した経営が行われなくなる傾向があり、利害関係参加人においては、住友商事及びKDDI以外の少数株主の利益に資する施策が実施されることが期待できないとの評価から、本件株式の出来高は低迷することとなった。

このように、本件株式の市場株価は、その客観的価値とは無関係にゆがめられて形成され続けていたため、株式の客観的価値を算定するに当たっては市場株価を参照すべきではない。

ところで、KDDIは、平成22年2月、LGIから、本件株式259万2511株を1株当たり13万9517円で実質的に取得しており、住友商事は、平成22年公開買付けにおいて、1株当たり13万9500円で公開買付けを実施することを公表している。そして、利害関係参加人の業績に照らせば、同年以降、利害関係参加人の企業価値は増大しており、およそ減少などしていないことは明らかである。

したがって、本件株式の直近の客観的価値は、平成22年公開買付けの公開買付価格が公表された平成22年2月15日における1株当たり13万9500円となるところ、この金額を同日を基準とした平成25年7月2日から同年8月1日までのジャスダック指数の変動率を掛け合わせて各日の予測株価を算出し、この平均値を

もって本件取得日である同月2日の本件株式の客観的価値とすべきである。

よって、本件株式の客観的価値は23万7099円とするのが合理的である。

(イ) 仮に、平成22年公開買付け後の本件株式の市場株価が本件株式の客観的価値を反映していたと評価できるとすると、本件株式の直近の客観的価値は、①平成24年10月23日の終値である11万2700円、②同年9月24日から同年10月23日までの終値の平均である8万2467円、③同月19日の終値である8万2700円、又は④同年9月20日から同年10月19日までの終値の平均である7万9824円となり、これらの金額に平成25年7月2日から同年8月1日までのジャスダック指数の変動率を掛け合わせて各日の予測株価を算出し、この平均値をもって本件取得日である同月2日の本件株式の客観的価値とすべきである。

よって、本件株式の客観的価値は、①19万5274円、②14万7605円、③14万6684円、又は④14万3314円とするのが合理的である。

(ウ) 平成22年公開買付け後の本件株式の市場株価を参照することができないことは前記(ア)のとおりである。

そして、本件株式の客観的価値を市場株価を基礎として算出しなければならないということはなく、市場株価以外に本件株式の客観的価値を表しているものと認められる算定方法及び算定結果が存在するのであれば、それを参照することに支障はない。

本件において、ゴールドマン・サックスは、買収側の住友商事の財務アドバイザーであり、住友商事は、ゴールドマン・サックスによる算定結果を基に、利害関係参加人と公開買付価格の交渉を行うのであるから、ゴールドマン・サックスによる算定結果は、本件株式の価値を過小評価することはあっても、過大に評価することはない。

そこで、ゴールドマン・サックスのDCF法による算定結果である1株当たり10万1687円から18万2569円までの中央値14万2128円をもって、本件株式の客観的価値と認めるべきである。

(エ) 前記(ア)のとおり、住友商事、KDDI及び利害関係参加人は、平成22年初頭、本件株式の客観的価値を1株当たり約13万9500円であると考えており、同年以降の利害関係参加人の業績に照らせば、本件取得日において、本件株式の客観的価値が下がっていることはあり得ない。

したがって、本件株式の客観的価値は13万9500円と認めるべきである。

ウ 増加価値分配価格

(ア) 本件取引は、議決権比率ベースで71.1%の株式を保有する住友商事及びKDDIという大株主による完全子会社化事案である。

このような事案における増加価値分配価格の算定方法については、原則として、①取引の目的や、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、②利益相反関係に配慮した措置、公開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、取引が、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、第三者算定機関の評価を踏まえ、合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至ったなどと評価し得る事情があるか、③適切な情報開示が行われた上で、対象会社に対する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一連の手続が行われたと認められるか、④公開買付価格において付されたプレミアムが、他の完全子会社化事例におけるプレミアム率に照らし不相当に低廉となっていないかなどの諸々の事情を総合考慮して算定するという方法が相当である。

(イ) 利害関係参加人の取締役のうち8名は、利害関係参加人自身が認めているように、本件取引について利益相反状況にあった。また、残りの3名の取締役についても、住友商事及びKDDIが71.1%の株式を保有し、両社の意向のみで取締役を選解任することができる状況において選任された取締役であるため、本件取引について利益相反状況にあったことは明らかである。

このように、利害関係参加人の取締役11名全員が本件取引について利益相反状況にあったのであるから、利害関係参加人の取締役会が交渉権限を有している限り、住友商事及びKDDIとの間で、独立当事者間における実質的な交渉を行うことは不可能である。

(ウ) 利害関係参加人は、平成22年公開買付けの際には野村證券を財務アドバイザーに選任していたが、本件公開買付けにおいては、これをMUMSSに変更しており、変更した理由等については一切開示していない。

平成22年公開買付け以降、利害関係参加人の業績は順調に推移していたにもかかわらず、MUMSSの本件株式の算定結果は、野村證券の算定結果と比較すると、類似会社比較法及びDCF法による各算定結果のレンジが大幅に下振れているなど、不合理な内容であった。

これらのことからすると、利害関係参加人は、12万3000円という2月公開買付価格を正当化する必要に迫られていたことから、野村證券による平成22年2月の算定結果と大きく異なる算定結果を出してくれる第三者算定機関を探し、MUMSSがこれを引き受けることとなったと推認することが合理的である。

したがって、本件取引において、第三者算定機関の選定過程及び評価内容が極めて不合理であったことは明らかである。

(エ) 利害関係参加人は、平成24年10月15日付け住友商事及びKDDIから11万円という公開買付価格の提案を受け、公開買付価格についての交渉を行ったとのことであるが、本件株式の終値が2日連続で値幅制限の上限である1万5000円高となった同月23日に、本件株式の株価がどのような変動を見せるかわからない状況であるにもかかわらず、利害関係参加人は住友商事及びKDDIとの間の交渉を打ち切ってしまうっており、11万円という公開買付価格は、住友商事及びKDDIの言い値で、あっさり決定されてし

まったことが強くうかがわれる。

また、住友商事及びKDDIは、同月24日、本件公開買付けを行うことを公表したが、公開買付けの実施の可能性すら明示されていない全くの未確定のものであって、利害関係参加人の取締役会が本件公開買付けに関する意見を公表することを決議する必要は全くなかったにもかかわらず、住友商事及びKDDIとの交渉をわずか7日間で打ち切っている。

さらに、利害関係参加人は、平成25年1月22日から同年2月19日までの間にも、住友商事及びKDDIと交渉を行ったとのことであるが、利害関係参加人がどのような方針をもって交渉に臨み、どのような交渉を経て、住友商事及びKDDIが12万3000円という公開買付価格を最終的に提案するに至ったかが全く不明であり、このような不十分な開示内容では、利害関係参加人が真摯な交渉を行ったかを少数株主が判断することは不可能である。

これらのことからすると、利害関係参加人と住友商事及びKDDIとの間で実質的な交渉が全く行われていなかったことは明らかである。

(オ) 利害関係参加人は、平成24年10月24日及び平成25年2月26日、公開買付けに賛同の意見を表明するとともに、利害関係参加人の株主等に対して公開買付けに応募することを推奨する旨の意見表明を行っているが、その意思決定の過程及び理由についての情報開示は不十分なものであった。

また、一部の株主が、本件株主総会に先立ち、又は本件株主総会において、利害関係参加人に対し、2月公開買付価格でスクイーズ・アウトを行うことの可否を判断するために必要な質問をしたにもかかわらず、利害関係参加人代表取締役伊三川秋郎は誠意ある回答を行わなかった。

以上からすると、本件取引において、株主の適切な判断に資するための情報開示が不十分であったことは明らかである。

(カ) 本件公開買付けにおいては、買付予定数の下限は全く設定されておらず、マジョリティ・オブ・マイノリティ（少数株主の多数（少なくとも過半数）からの賛成が得られること）も設定されていなかった。

このような住友商事及びKDDIの方針は、「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）に関する指針」における提言及び近時のマジョリティ・オブ・マイノリティの採用状況に真っ向から反するものであったといえることができる。

本件公開買付けには119万9716株の普通株式等について応募されたが、このような応募がされたのは、買付予定数の下限が設定されず、かつ既に議決権比率ベースで71.1%の株式を保有する住友商事及びKDDIの賛成により株主総会において全部取得に関連する議案が可決されることは確実であり、実質的に少数株主に拒否権がなかったからである。

そうすると、本件公開買付けにおいては、株主意思確認の見地を重視した買付予定数の下限が設定されな

かったため、株主の適切な判断機会の確保が図られていなかったことは明らかである。

(キ) 本件株主総会において、全部取得に関連する議案は、611万5786個ないし611万5804個の賛成を得ることにより承認可決されたが、住友商事、KDDI及びN Jが行行使することのできる合計610万9503個の議決権を除くと、上記議案に賛成したのは6283個ないし6301個の議決権にすぎない。

したがって、本件株主総会において、住友商事、KDDI及びN J以外の株主の大多数は、上記議案に賛成しなかったことは明らかである。

(ク) 本件公開買付けにおいては、本件第三者委員会が設置されているが、財務アドバイザー及び法務アドバイザーは利害関係参加人により選任されており、本件第三者委員会にはこれらを選任する権限は付与されていなかったし、住友商事及びKDDIと交渉を行ったのは利害関係参加人であり、本件第三者委員会には両社との交渉権限も付与されていなかった。

また、本件第三者委員会は、わずか8日間しか検討期間を経ずに答申をしており、それも本件報道の影響により本件株式の株価が2日連続で値幅制限の上限である1万5000円高となっている最中のことである。

さらに、本件第三者委員会が果たした役割に関する証拠として、本件第三者委員会の答申のみが書証として提出されているが、これには本件第三者委員会の活動の内容や検討の経緯等が十分に示されておらず、利益相反回避措置として実際に機能したか否かを判断するに足りるだけの具体性のある記述がされていないのみならず、本件第三者委員会の問題意識や疑問等がどのように解消されていたのかを検証することができない記述も見られる。

したがって、本件第三者委員会は、本件取引において、利益相反回避措置として積極的な役割を果たしたと認めることはできない。

(ケ) 利害関係参加人は、財務アドバイザーであったMUMSSの作成した本件各算定書を前提として、住友商事及びKDDIとの交渉を行ったとのことであるが、これらの算定書は、評価結果を下げるための恣意的な操作が行われており、かつ専門性が疑われる内容である。

具体的には、①DCF法において用いる継続価値の算定方法について、原則的手法である永久成長率法又はバリュエーション・ドライバー式を無視し、あえて理論的根拠が乏しく、評価結果が下がることになるマルチプル法のみを採用している点、②マルチプル法で採用する倍率について、利害関係参加人のヒストリカルマルチプル等に照らし、恣意的に低い数値を用いている点、③直近の取引事例である平成22年公開買付けにおける公開買付け価格とKDDIとLGIとの間の契約を無視している点、④本件取引により生ずるシナジー効果の分析が著しく不十分であり、他の開示資料とも整合していない点、⑤利害関係参加人が公表した中期事業計画とは異なる、将来キャッシュ・フローをより少なく予測する事業計画が用いられている点、⑥類似企業比較法において採用されている倍率について恣意的に低

い数値が用いられている点、⑦WACC（加重平均資本コスト）の算出において明らかな計算間違いがあり、また、WACCの算出に使用しているベータ値の選定過程が不透明である点が挙げられる。

(コ) 本件においては、本件公開買付けに近接した時期において実施された他の公開買付けにおけるプレミアムを参考にして、増加価値分配価格を決定すべきである。

平成24年以降に行われた親会社による子会社の完全子会社化を目指した公開買付けにおいて、基準日前1か月間の終値の平均に対するプレミアム率の平均は約53.44%であるため、本件における増加価値分配価格は、少なくとも本件株式の客観的価値の50%とすべきである。なお、この数値は、本件公開買付けにおいて住友商事及びKDDIが付したプレミアムにも整合している。

エ 結論

以上によれば、本件株式の取得価格は、前記イにおいて主張する本件株式の客観的価値に50%の増加価値分配価格を付加した35万5649円、29万2911円、22万1408円、22万0026円、21万4971円、21万3192円、又は20万9250円とするのが合理的であるというべきである。

上記金額が取得価格として認められない場合であっても、平成22年公開買付けにおける公開買付け価格13万9500円に何かしらの意味でのプレミアムが含まれていたとの考え方もおよそ成り立ち得ないとははいえず、前記イ(コ)で指摘した事情からすると、本件株式の取得価格は、最低でも13万9500円であるとの決定がされなければならない。

(2) 申立人甲野

2月公開買付け価格は、利害関係参加人本来の企業価値に比べて著しく低い。

(3) 申立人乙山

平成25年2月26日にゴールドマン・サックスが提示した株式価値算定書によれば、本件株式のDCF法による1株当たりの価値は10万1687円から18万2569円と算定されているので、取得価格はこの上限値である18万2569円を下回ることはない。

(4) 申立人アトス

ア 取得価格の算定方法

取得価格における公正な価格は、裁判所の合理的な裁量により決定されるものであり、当該具体的な案件において、①ナカリセバ価格と②プレミアムを個別に算定することが合理的である場合には、各々を個別に算定し、これらを合計して算出すべきである。

イ ナカリセバ価格

(ア) 本件において算出すべきものは、全部取得条項の効力発生日である平成25年8月2日（本件取得日）におけるナカリセバ価格（本件取引がなければ本件株式が有していたであろう価格）である。

しかし、平成24年10月20日に本件報道がされ、同月24日に10月公開買付け価格が公表されて以降、本件株式の市場株価は、10月公開買付け価格に極めて近い価格に固定されて、利害関係参加人の企業価値を適切に反映

していなかったもので、これをもってナカリセバ価格を算出することはできない。

また、同月20日より前の本件株式の市場株価をもってそのままナカリセバ価格とみなすことも不適當である。同日から平成25年8月2日までは10か月近くの期間があり、その間にいわゆるアベノミクスによって株式市場は活況を呈し、ジャスダック指数は1.5倍以上にも上昇した。本件株式の市場株価がジャスダック指数の変動等、株式市場全体に影響を与えるような一般的な市場要因とは一切無関係に形成されるなどという事情でもあれば格別（そのような事態は想定し難い。）、さもなくば、上記期間に起きた一般的な市場要因により、本件株式の市場株価も影響を受けたはずである。そして、10か月近くの期間があれば、本件株式の市場株価が受けた影響は、無視できない程度の大きさになっている蓋然性が高い。

このような一般的な市場要因による影響を考慮するためには、平成24年10月20日より前の市場株価データに基づき、回帰分析の方法により平成25年8月2日の株価を予測するのが適切である。

(イ) 回帰分析の方法を用いるに当たっては様々なマーケットモデルが考えられるが、本件では、分析の対象となる過去の期間（以下「推定期間」という。）を1年とし、ダミー変数を用いた調整を行った上で、以下のマーケットモデルを用いるのが適當である。

本件株式の株価の予測変動率

$$= 0.001 + 0.693 \times \text{ジャスダック指数の変動率} + 0.015 \times \text{業界インデックスの変動率}$$

(ウ) ある時点でのナカリセバ価格を算出するに当たっては、一定の偶発的な要素が各インデックスに与える影響を排除するため、当該時点の前日からその前1か月間の平均値をもって算定した価格をもって、当該時点におけるナカリセバ価格とすべきであるから、本件では、平成25年7月2日から同年8月1日までの1か月の平均値をとるべきである。

そうすると、本件取得日におけるナカリセバ価格は、13万7056円となる。

ウ プレミアム

(ア) 本件取引においては、住友商事及びKDDIと少数株主との間に利益相反が生じ得る。株主としての地位を利用して、本件取引を自己に有利に進められる住友商事及びKDDIから、両社と利益が相反する少数株主を保護するためには、本件取引において、公正性を確保するための手厚い措置が講じられ、より透明性の高い手続が採用されたことが必要である。

(イ) しかし、利害関係参加人の取締役は、住友商事又はKDDIから指名されて就任した者であるから、指名元である住友商事やKDDIの利益に沿って活動することは当然であり、両社と利益相反関係にある利害関係参加人の少数株主に十分配慮することは期待できない。

取締役のうち2人は、定足数を確実に充足するために取締役会に出席したものの、決議においては棄権したというが、略歴上、住友商事又はKDDIの利益を

最大化するために指名された取締役であることは明らかであり、そもそも取締役会に出席すること自体差し控えるべきであった。また、当初から発言すらしなことが定められている取締役を定足数に算入することは、法律の定足数の定めに対する期待に反し不當であるといえる。

取締役会に出席して決議に加わったとされる取締役の1人については、かつて住友商事の職員だったのであり、その経歴からすれば、住友商事の利益を最大化するために住友商事により送り込まれた取締役であることは明らかである。そのほかの取締役2人についても、住友商事及びKDDIが70%超の株式を保有する株主総会において選任された取締役であり、両社から完全に独立した立場で、両社と利益相反関係にある少数株主の利益に十分に配慮することは事実上難しいことが疑われる。

さらに、利害関係参加人の社外取締役は、いずれも住友商事又はKDDIの役員等であるため、本件取引に関する取締役会には出席していない。社外取締役は、本来、企業の外部から招へいされ、中立的な立場から企業のガバナンスを強化する責務を負っているはずであるが、本件においてはこれが機能していない。

取締役会に出席した監査役の1人は、その経歴からして、住友商事の利益に配慮したものとならざるを得ないと強く疑われる。

(ウ) 利害関係参加人は、本件取引に関する法務アドバイザーとして、森・濱田松本法律事務所を直接選任しているが、同事務所が過去に受任した経験がないかなど、本件取引について利害関係参加人との利害関係があるかないかを判断できる事情は説明されていない。

また、利害関係参加人は、本件公開買付けにおける財務アドバイザーを、平成22年公開買付けの際の野村證券からMUMSSに変更しているが、その理由を説明していない。野村證券の方がMUMSSよりも本件株式の価値を高く算定しており、この変更は恣意的なものと疑われる。

(エ) 利害関係参加人は、本件公開買付けについて、住友商事及びKDDIから提示された公開買付価格を、形ばかりの交渉であっさりと受け入れており、公開買付価格の引き上げについて真摯な交渉を行った形跡はない。

また、本件第三者委員会が、利害関係参加人の公開買付価格に関する交渉の経緯について、少数株主の利益に配慮して最大限の努力がされたかどうかを検討した形跡はなく、住友商事及びKDDIが提示した公開買付価格をあっさりとして追認しているにすぎない。

(オ) 2月公開買付価格である12万3000円は、①本件報道のあった平成24年10月20日の直前の取引日である同月19日の終値8万2700円に対して約48.7%、②同日以前の1か月間の終値の平均7万9824円に対して約54.1%、③同日以前の3か月間の終値の平均7万8961円に対して約55.8%、④同日以前の6か月間の終値の平均8万1028円に対して約51.8%のプレミアムを加えた額となっており、これらのプレミアム率の平均

は52.6%である。

本件取引においては、住友商事及びKDDIと利害関係参加人とは独立した当事者とはいえない関係にあり、公開買付価格の決定プロセスにつき、公正性を確保する手厚い措置が講じられたことにより、透明性の高い手続がとられたとはいえない。しかし、これを最低限のプレミアム率として考えると、上記52.6%という値は、MUMSSによる過去の案件のプレミアムを分析した結果判明したプレミアム水準である35%から55%までの範囲にも収まっているものであり、最低限のプレミアム率として52.6%を採用することは合理的というべきである。

エ 以上によれば、本件株式の取得価格は、前記イ(ウ)のナカリセバ価格である13万7056円に前記ウ(ウ)のプレミアム率52.6%を付加した20万9147円とするのが合理的であるというべきである。

(5) 利害関係参加人

ア 取得価格の算定方法

(ア) 会社法172条は、株主から全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てを受けた裁判所が価格を決定する場合の基準については何ら規定を置いていないものの、一般には、取得価格も裁判所が決定するものである以上、「公正な価格」を意味するものと解されている。

そして、全部取得条項付種類株式の全部取得は、現金対価の組織再編の代用手段として用いることが可能であり、そのようにして用いられる場合には、法形式にとらわれず少数株主に統一的な保護を与えるべきであるから、株式買取請求制度と同様の基準によって「公正な価格」を決定すべきであり、企業価値が増加する取引の場合であれば、「公正な取引条件によって企業再編等がされたならば当該株主が得たであろう価格」をいうものと解すべきである。

取引条件が公正か否かについては、当該取引が独立当事者間取引であるか否かに応じて、独立当事者間取引の場合には当事者が定めた取引条件を公正な取引条件として尊重し、また、独立当事者間取引でない場合であっても、独立当事者間のものと同視できる程度に手続の透明性及び公正性が確保された場合には、当事者が定めた取引条件を公正な取引条件として尊重すべきである。このような条件よりも有利な条件を「公正な価格」とすることは、現実社会において実現可能性が著しく低い利益（株主の合理的な期待に含まれず棚ぼたと評価されるべきもの）を株主に保障することとなり、妥当でない。

イ 公開買付けの条件決定時以降に株式市況全般が上昇した場合に、回帰分析等の手法により、公開買付けの条件決定時以降の株式市況全般の上昇を踏まえて公開買付価格を上回る価格で公正な価格を決定するとすれば、公開買付けの条件決定時から全部取得条項付種類株式の取得日までの間、株主は、公開買付けに応募せず、かつ、全部取得条項付種類株式の取得価格決定に反対して、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立期限直前まで株式市況全般の動向を見極めた上で、①株式市況全般に変動がないか、株式市況全般

が下落傾向にある場合には、公開買付価格と同額での全部取得に応じるか、公開買付価格に準じた市場株価で市場において売却し、②株式市況全般が上昇している場合には、取得価格決定の申立てを行い、公開買付価格と公開買付け条件決定時以前の市場株価を回帰分析の手法等により補正した価格（又はそれに一定のプレミアムを加えた価格）のいずれか高い価格を選択することができることとなり、株主は、公表日以降の株価下落リスクを一切負うことなく、株価上昇の利益だけを享受できることとなり、株主の投機的行動を著しく助長し、妥当でない。

また、M&A取引の当事会社からすると、公開買付けの条件決定時以降に株式市況全般が上昇した場合に、回帰分析等の手法により、公開買付けの条件決定時以降の株式市況全般の上昇を踏まえて公開買付価格を上回る価格で公正な価格を決定するとすれば、買付者は、公開買付け開始時点では当該買取に必要な資金額を確定できないこととなり、正当な目的に基づく健全なM&A取引を阻害する可能性が極めて高い。

ウ 回帰分析は、一定の科学的根拠があるものではあるが、その信頼性には大きな限界があり、特に、多様な要因により変動し得る株式の市場株価の予測の精度は低い。とりわけ、長期の予測をする場合には、残差によるばらつきの影響が大きく、予測株価近辺で株価が実現する確率は低くなる。回帰分析による補正を行うことが合理的なのは、企業価値を毀損する事案においてナカリセバ価格を算定する場合で、他に参照すべき資料がないなど、回帰分析による補正がやむを得ない場合に限るべきである。

また、一般論として、市場株価指数を説明変数とした回帰分析によりある会社の市場株価を予測できる程度は限られているが、本件株式の市場株価は、そもそも株式市場全般の値動きには連動しにくい、個性性の高い変動傾向を有する銘柄であったのであり、マーケットモデルに基づく回帰分析には適さない。

イ 2月公開買付価格が公正な価格であること

(ア) 住友商事及びKDDIは、日本の有料多チャンネル放送市場及び固定ブロードバンド市場における競争の激化等を踏まえ、利害関係参加人の競争優位性を維持向上させ、持続的な成長を実現するために、住友商事、KDDI及び利害関係参加人のアライアンスをさらに深化させ、住友商事及びKDDIが保有する経営資源をより積極的に投下することで、各種施策を一層のスピード感をもってとり進めるとともに、本件株式の非公開化により、短期的な業績向上のみを目的とするのではなく、より中期的な視点で研究開発費や設備投資費を含む経営資源を投入することで、画期的な新製品、新サービスに取り組める経営体制を築くことが極めて重要であるという認識に至ったことから、本件取引の実施を決定したものである。

また、利害関係参加人においても、ケーブルテレビ事業の統合による事業規模の拡大、住友商事及びKDDIの経営資源の有効活用、住友商事及びKDDIのメディア業界を含めた多様な事業領域との連携深耕等により、利害関係参加人の企業価値の向上に資すると

考えられたことから、本件公開買付けに賛同の意見を表明し、利害関係参加人の株主等に対して、本件公開買付けに応募することを推奨することとしたものである。

このように、本件取引は、利害関係参加人の企業価値を増加させる取引である。

(イ) 利害関係参加人は、平成24年10月及び平成25年2月の2度にわたり、住友商事、KDDI及び利害関係参加人のいずれからも独立性が高く、かつ専門的知見を有する委員によって構成される本件第三者委員会を設置し、本件第三者委員会から答申を受領した。本件第三者委員会は、合計14回の会合を開催し、本件取引に関する情報収集及び協議検討を行った。

また、利害関係参加人は、独立した第三者算定機関であるMUMSSを財務アドバイザーとして選任し、MUMSSから本件各算定書及び本件各フェアネス・オピニオンを受領しており、独立した法律事務所である森・濱田松本法律事務所を法務アドバイザーとして選任し、法的助言を受けた。

さらに、利害関係参加人は、取締役と株主の利益相反を回避し、適正公正な決議を実現するため、本件取引に関する取締役会において、特別利害関係を有したり、利益相反のおそれのある取締役及び監査役を除いた取締役全員の承認及び監査役全員の異議なき旨の意見を取得した。

本件公開買付けにおいては、利害関係参加人の株主等に対して本件公開買付けに対する応募につき適正な判断機会を確保しつつ、対抗的な買付け等を行う機会を確保するため、法令で定められた最短の公開買付期間が20営業日であるところを30営業日と定めており、住友商事及びKDDIと利害関係参加人との間で、対抗的買取提案者が利害関係参加人と接触等を行うことを制限するような内容の合意も一切行っていない。

これらのことからすると、本件公開買付けにおいては、利益相反の問題に配慮し、これを抑制するためには、同種事案に比しても遜色ない公正な措置がとられた。

(ウ) 住友商事、KDDI及び利害関係参加人は、それぞれ専門的知見を有する財務アドバイザー及び法務アドバイザーの助言を踏まえ、また、利害関係参加人においては、本件第三者委員会における検討をも踏まえて、本件公開買付けにおける公開買付価格について真摯な交渉を行った。

このような交渉の結果、本件公開買付けにおける公開買付価格は、最終的に、当初提案の11万円から12万3000円に引き上げられた。

このように、2月公開買付価格は、合理的な根拠に基づき、独立当事者間における交渉と同視できる真摯な交渉が行われた結果、決定されるに至ったものである。

(エ) 2月公開買付価格は、前記第2の2(7)キの株式価値算定書における市場株価分析、類似企業比較分析及びDCF分析による算定結果のレンジの上限を上回るものであり、本件各フェアネス・オピニオンにおいて財務的見地から妥当とされたものであった上、

本件第三者委員会においても妥当な価格であることが確認された。

2月公開買付価格である12万3000円は、本件報道がされた日の直前取引日である平成24年10月19日の終値8万2700円に対して約48.7%の、過去1か月間の終値の平均7万9824円に対して約54.1%の、過去3か月間の終値の平均7万8961円に対して約55.8%の、過去6か月間の終値の平均8万1028円に対して約51.8%のプレミアムを加えた金額に相当し、本件第三者委員会においても、本件公開買付けと同種の近時の事案におけるプレミアム水準に照らし、遜色ないと評価された。

なお、10月公表以前における本件株式の終値における上場以来の最高値は、平成19年5月24日に記録された11万3000円であったところ、2月公開買付価格はこれを約8.8%上回る金額であり、10月公表前に本件株式を取得した株主の中で、本件取引によって株式の取得価格を下回る取引を強いられた者はいない。

(オ) 本件公開買付けは、法令及び適時開示規則等に則り、適切な情報開示を経た上で、買付予定数である180万1954株の約66.58%という多数の株主等の賛同を得て成立した。

利害関係参加人による本件公開買付けに関する一連の情報開示については、本件第三者委員会の2度にわたる答申のいずれにおいても、意図的に市場株価を引き下げているのではないかとの疑義を招く可能性のある情報開示が行われたという特段の事情が見当たらないことや、本件公開買付けについて、強圧的な効果が生じないための配慮がされていることを含めて、適切な情報開示がされ、株主の適切な判断機会が確保されていたものと判断されている。

(カ) 以上のとおり事情からすると、本件取引は、議決権比率ベースで40%の株式を保有する住友商事と31.1%の株式を保有するKDDIという大株主2社による非公開化事案ではあるものの、利益相反の問題に十分な配慮がされ、公正性を確保するための手厚い措置が講じられた透明性の高い手続によって進められ、本件公開買付けは多数の株主の賛同を得て成立したものと見えるから、本件における「公正な価格」が2月公開買付価格である12万3000円を上回ることはない。

第3 当裁判所の判断

1 争点(1)(本件申立ての適法性)について

(1) 利害関係参加人は、①申立人らの株式の一部が本件基準日(平成25年5月2日)後又は本件株主総会における全部取得に関する議案を公表した日以後に取得されたとして、これらの株式に係る本件申立てが不適法であること、②本件株主総会以後に取得された株式に係る本件申立てが申立権の濫用に当たること、③一部の申立人による本件株式の取得が権利の濫用に当たると主張する。

(2) このうち、上記①及び②について検討する。

会社法172条1項は、株主総会の決議によって全部取得条項付種類株式の取得に関する事項を定めた場合には、「当該株主総会に先立って当該株式会社による全部取得条項付種類株式の取得に反対する旨を当該株

式会社に対し通知し、かつ、当該株主総会において当該取得に反対した株主（当該株主総会において議決権を行使することができるものに限る。）」（1号）及び「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」（2号）は、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てをすることができるものと定めるところ、同項1号にいう株主による取得価格決定の申立ての対象株式を基準日当時保有していたものに限定する旨の規定は存在せず、このように解すべき法令上の根拠も見当たらないし、同項2号にいう株主が文理上当然に議決権が制限された株式を保有する株主のみを意味するということもできない。

また、株式買取請求や買取価格決定の申立ては、会社の基礎に変更がある場合に株主に対して投下資本を回収して経済的救済を得る途を与えることを目的とする制度であり、必ずしも株主が議決権を有していることや議決権を行使したことを上記申立て等の前提としなければならない関係にあるわけではない。そこで、会社法の下では、当該株主総会において議決権を行使することができる株主も株式買取請求及び買取価格決定の申立てをすることができることとされ（116条2項、117条）、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てについてもこれと同旨の定めが置かれているのであって（172条1項）、平成17年法律第87号による改正前の商法下とは異なり、株式買取請求権や価格決定の申立権は議決権とは切り離された権利として規律されている。

このような会社法の諸規定や株式買取請求権及び価格決定の申立ての制度趣旨に加え、株主総会において全部取得条項付種類株式の全部を取得する旨の決議がされるまで、当該株式が取得されることも、当該株式を取得するのと引換えに交付される金銭等も確定しないことを考慮すると、基準日後に取得価格決定の申立てに係る株式を取得したとしても取得価格決定の申立適格を欠くとは解されない。利害関係参加人は、本件申立てのうち、本件基準日以降又は本件株主総会における全部取得に関連する議案を公表した日以降に取得された株式に係る申立ては不適法であると主張するが、上記の理由により採用することはできない。

なお、上記株主総会において上記決議がされた後は、既に株式が一定の対価で強制的に取得されることが確定しており、価格決定の申立ての制度趣旨からして、そのような株式をあえて取得した者が保護に値するとはいえないから、このような者からの申立ては申立権の濫用と評価される場合もあるものと考えられる。

以上を踏まえて、各申立人による本件申立ての適法性について検討する。

ア 申立人UBSについて

申立人UBSの本件申立てに係る株式数は4万1412株であるところ、証拠（甲C1から5まで（いずれも枝番号を含む。）、戊8の3、4）によれば、申立人UBSは、本件基準日に、「UBS SECURITIES LLC-HFS CUSTOMER SEGREGATED ACCOUNT」及び「UBS SECURITIES LLC-HFS CUSTOMER

CLEARANCE ACCOUNT」の2つの名義の口座で、合計4万1412株の本件株式を保有していたこと、本件基準日後である平成25年5月7日に前者の口座の株式数が495株増加し、後者の口座の株式数が495株減少しているが、これは両社の口座間で株式を移転したものであることが認められ、これらによれば、申立人UBSの本件申立てに係る株式は本件基準日において保有していた株式であると認められる。

以上によれば、申立人UBSは、会社法172条1項1号により、本件申立てに係る株式4万1412株のすべてについて申立適格を有するものと認められ、その申立ては適法にされたものといえることができる。

イ 申立人MS&Cについて

申立人MS&Cの本件申立てに係る株式数は3万1723株であるところ、証拠（甲K3の1、2、戊8の12）によれば、申立人MS&Cは、本件株式を「MSCO CUSTOMER SECURITIES」名義の振替口座で保有していたことが認められるところ、同口座の株式数は、本件基準日である平成25年5月2日から本件申立日である同年7月18日までの間、増減を繰り返しており、本件基準日である同年5月2日時点では3万5699株であったものが、本件株主総会開催日である同年6月28日時点には1万5038株へと減少し、本件申立日である同年7月18日時点には3万2163株へと再び増加したことが認められ、これによれば、本件申立てに係る株式の一部は本件株主総会後に取得されたものであると考える余地もある。

しかし、前掲証拠によれば、上記のとおり株式数が増減したのは、申立人MS&Cが保有する本件株式を、同社の関係会社が管理する他の振替口座に形式的に移転させ、その後それを持ち戻したことなどによるものであって、実質的には、申立人MS&Cが、本件基準日から本件申立てまでの間、本件申立てに係る3万1723株を一貫して保有し続けていたものと認められ、これを覆すに足りる証拠はない。

そうすると、申立人MS&Cは、会社法172条1項1号により、本件申立てに係る3万1723株のすべてについて申立適格を有するものと認められ、その申立ては適法にされたものといえることができる。

ウ 申立人MSIPについて

申立人MSIPの本件申立てに係る株式数は3446株であるところ、証拠（甲K3の1、2、戊8の14）によれば、申立人MSIPは、本件株式を「MSIP CLIENT SECURITIES」名義の振替口座で保有していたことが認められるところ、同口座の株式数は、本件基準日である平成25年5月2日から本件申立日である同年7月18日までの間、増減を繰り返しており、本件基準日である同年5月2日の時点では7362株であったものが、本件株主総会開催日である同年6月28日までに1万2704株へと増加し、その後さらに、本件申立日である同年7月18日までに1万3132株へと増加したことが認められ、これによれば、本件申立てに係る株式は本件株主総会後に取得されたものであると考える余地もある。

しかし、上記認定事実及び前掲証拠によれば、申立

人MSIPは、同年5月2日から同年7月18日までの間、本件申立てに係る3446株以上の本件株式を一貫して保有し続けていることが認められ、これによれば、本件株主総会後に増加した株式については本件申立てに係る株式以外のものであると推認することができ、これを覆すに足る証拠はない。

そうすると、申立人MSIPは、会社法172条1項1号により、本件申立てに係る3446株のすべてについて申立適格を有するものと認められ、その申立ては適法にされたものといえることができる。

エ 申立人甲野について

証拠(戊6)によれば、申立人甲野は、本件株主総会の開催日である平成25年6月28日に本件株式1株を取得したこと、同年7月16日、当該1株について本件申立てをしたことが認められる。

この点、前記(2)において説示したとおり、上記株式が本件株主総会における全部取得の決議後に取得されたものであるときは、同株式に係る本件申立てが申立権の濫用に当たる余地もある。しかし、本件各証拠によっても、本件株主総会の開催当日の経過と申立人甲野による上記株式の取得の先後関係は明らかではなく、同申立人が上記決議がされたことを知って取得したものであることを認めるに足る証拠もないから、同申立人の本件申立てを申立権の濫用として却下すべきものと認めるには至らない。

したがって、申立人甲野は、会社法172条1項2号により、本件申立てに係る株式1株について申立適格を有するものと認められ、その申立ては適法にされたものといえることができる。

オ 申立人乙山について

証拠(丁1、2、戊7)によれば、申立人乙山は、本件申立てに係る株式のうち1株を本件基準日前である平成25年4月25日に、55株を本件基準日後である同年6月12日にそれぞれ取得したことが認められ、本件申立てに係る株式のうち1株については会社法172条1項1号により、55株については同項2号により、申立適格を有するものであって、その申立ては適法にされたものといえることができる。

カ その他の申立人について

前記アからオまでの申立人以外の各申立人については、前記第2の2(8)イによれば、各申立ての時点において保有する株式はいずれも本件基準日前に取得した株式であることが認められ、会社法172条1項1号により、別紙保有株式数等一覧表記載の数の株式についていずれも申立適格を有するものであって、各申立ては適法にされたものといえることができる。

(3) 次に、前記1)③について検討する。

利害関係参加人は、申立人オウルら及び同アトスはイベントドリブン戦略又はM&Aアービトラージ戦略に基づき本件公開買付けが公表された後に投機的な目的をもって本件申立てに係る株式を取得しているの、権利の濫用に当たり、本件申立ては不適法である旨主張する。

しかし、イベントドリブン戦略やM&Aアービトラージ戦略の内容が一義的に明らかであるとはいえない

いし、株式市場においては、中長期の株式保有目的のみならず、短期的な利益取得を目的とした取引も否定されないものであるから、利害関係参加人の主張するところの上記戦略に基づく投資行動であることにより直ちに権利濫用と評価されるものともいい難い。そして、申立人オウルら及び同アトスがそのような戦略に基づいて本件申立てに係る株式を取得したことを認めるに足る証拠はなく、他に申立人オウルら及び同アトスが本件申立てに係る株式を取得した目的が取得価格決定の制度を濫用するようなものであったことを認めるに足る証拠もない。

したがって、申立人オウルら及び同アトスの本件申立てが権利濫用に当たるとはいえない。

2 争点(2) (本件株式の取得価格)について

(1) 取得価格の算定方法

会社法172条1項による全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てがされた場合に裁判所が定めるべき価格は、株式買取請求の場合(会社法785条1項、797条1項、806条1項等)と同じく公正な価格を意味すると解されるところ、取得価格決定の制度が取得日においてその保有株式を強制的に取得され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ると、裁判所が公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加え、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考慮するのが相当であり、これを本件についてみると、本件取引が行われなかったならば株主が享受し得る価値及び本件取引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(以下、これを「客観的価値」、「増加価値分配価格」とそれぞれいう。)といえることができる。

そして、裁判所による取得価格の決定は、客観的に定まっている過去の株価の確認ではなく、新たに公正な価格を形成するものであり、裁判所の合理的な裁量に委ねられていると解される(最高裁判所第一小法廷昭和48年3月1日決定)。

(2) 本件取得日における本件株式の客観的価値

ア(ア) 一般に、株式市場においては、投資家による一定の投機的思惑など偶発的要素の影響を受けつつも、多数の投資家の評価を通して、企業を取り巻く経済環境下における、個別企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどが考慮された企業の客観的価値が株価に反映されているといえることができる。したがって、市場株価のある株式の特定の時点における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と認められる特段の事情のない限り、評価基準時点にできる限り近接した市場株価を基礎として、当該株式の客観的価値を評価するのが相当である。

これを本件について見てみると、前記第2の2(10)イのとおり、本件株式の終値は、平成23年10月20日以後平成24年10月19日以前は低値7万3500円(平成24年1月16日)、高値8万8700円(同年6月21日)の間で推移しており、同年10月19日の終値は8万2700円で、直

近1か月間は8万円前後を推移していた。そして、住友商事及びKDDIによる公開買付けの実施に関する本件報道がされた直後の取引日である同月22日及び同月23日の終値は9万7700円、11万2700円とそれぞれ急騰し、その後、10月公表において11万円という公開買付け価格（10月公開買付け価格）が公表されると11万円を中心に推移し、2月公表において12万3000円という公開買付け価格（2月公開買付け価格）が公表されると12万3000円を中心に推移している。

このような本件株式の市場株価の推移からすると、本件報道後の市場株価が、本件報道、10月公表及び2月公表の影響を強く受けていることは明白であり、利害関係参加人の企業としての客観的価値とは無関係に形成されたものと認められるので、本件株式の客観的価値を評価するための基礎として本件報道後の株価を用いることは相当ではなく、評価基準時点に最も近接した本件報道の前日である同年10月19日以前の市場株価を基礎として評価すべきである。

(イ) ところで、上記の評価基準時点は前記(1)で説示したとおり本件取得日（平成25年8月2日）と解されること、本件報道（平成24年10月20日）から本件取得日までは9か月以上の期間がある。そして、証拠（甲A50の2から4まで、甲A98）及び審問の全趣旨によれば、平成24年10月19日にジャスダック指数は51.98、日経平均株価は9002円68銭、東証株価指数は754.39だったところ、本件取得日である平成25年8月2日にはジャスダック指数は90.92に（74.9%上昇）、日経平均株価は1万4466円16銭に（60.7%上昇）、東証株価指数は1196.17に（58.6%上昇）それぞれ上昇しており、その間、上下はあるもののおおむね上昇基調であったことが認められる。これに対し、本件株式の平成24年10月19日以後の市場株価の推移は前記(ア)のとおりであり、市場全体の株価の動向を示す上記指標の推移とは全く異なるものであったといわざるを得ない。そして、上記指標の上昇が上記期間及びその前後の一定期間においていずれも著しいものであり、かつ、それらは短期的な上下変動の結果としての高値を示すものではなく、おおむね継続的な上昇基調の結果であると評価することができることに加え、このような市況の動向が株式市場を取り巻く社会経済情勢の全般的な変動によるものと認められること、本件株式がJASDAQに上場されており、本件株式がそのような市場全体の株価の動向に影響を受けない事情が見当たらないことなどの事情を踏まえると、仮に本件公開買付けがなかったとすれば、本件株式の市場株価は上記指標の推移に連動して一定程度の上昇があったと考えるのが合理的である。実際にも、後に検討する回帰分析の結果（甲A116、乙20、23、戊42）によると、それぞれよって立つ前提は異なるものの、平成25年7月2日から同年8月1日までの予測株価の平均値として9万1881円から14万6278円までの間の金額が示されており、前記(ア)のとおり、本件報道前、本件株式の終値は8万円前後で推移していたことからすると、本件公開買付けがなかった場合の本件株式の株価は、本件報道前のそれから相当程度の上昇があったと

考えるのが自然というべきである。

市場全体の株価の動向を示す指標の変動が特定の株式の変動とは直接の関係はなく、上記指標自体の変動も一時的なものであることも多いから、評価基準時点の株式の客観的価値を判断するための基礎として当該評価基準時点から一定期間前の市場株価を参照し、これをもって当該評価基準時点の株式の客観的価値とすることは合理的であると解される。しかし、上記のとおり、本件においては、本件株式の客観的価値を評価するための基礎として用いることのできる市場株価が評価基準時点よりも9か月以上も前のものであり、その間に本件株式にも影響を与えるものと推認されるような事情により市場全体の株価の動向を示す指標が大きく変動したのである。このような事情を踏まえると、本件においては、平成24年10月19日以前の市場株価そのものをもって本件株式の客観的価値と認めることは好ましいとはいえず、同日から本件取得日までの市場全体の株価の動向を踏まえた補正を行うことが可能であればこれを行い、本件取得日における本件株式の客観的価値を算定することがより正義に合うというべきであり、このような算定方法をとることも裁判所に許された合理的な裁量の範囲にあるというべきである。

(ウ) そして、上記のとおり補正を行うための手法としては、本件における当事者の主張、証拠において、回帰分析の方法が示されており、そのほかに合理的な方法は見当たらない。

回帰分析とは、複数の変数の間の相関関係を分析し、定量化するための統計的手法であり、次のような関係式が用いられる。なお、複数の説明変数を用いることもある。

$$(\text{被説明変数}) = a + \beta \times (\text{説明変数}) + \text{誤差}$$

回帰分析を株価予測の場面に適用すると、ある時点までの株価とそれに影響を与えると推測される市場インデックスのデータから両者の関係を分析して、マーケットモデルと呼ばれる一定の関係を推定し、その時点以降の株価を市場インデックスの推移から予測することとなり、この場合の関係式は、次のとおり示される。

$$(\text{個別株価の変動率}) = a + \beta \times (\text{市場インデックスの変動率}) + \text{誤差}$$

この a 及び β は、誤差が最も小さくなるように決定されるべきであり、具体的には、最小二乗法と呼ばれる誤差の二乗の総和を最小化するような数値を算出するのが最も標準的な方法とされる。

(エ) 本件においては、証拠上、複数のマーケットモデルによる算定結果が示されているところ（甲A116、乙20、23、戊42）、裁判所が市場全体の株価の動向を踏まえた補正を行うことの可否及び具体的な補正の方法を判断・選択するに当たり、本件手続における当事者の主張立証により明らかになった資料のほか参照可能なものがないから、これらの資料より判断・選択することとなる。

(オ) 本件におけるマーケットモデルの検討に当

たって、前記第2の2、後掲証拠及び審問の全趣旨によれば次のとおりの諸事情を指摘することができる。

a 市場インデックスにジャスダック指数を用いたマーケットモデルの決定係数(調整済み決定係数である。以下同じ。)は、ジャスダック指数から本件株式の影響を取り除いた指数(以下「e x ジャスダック指数」という。)を用いたマーケットモデルの決定係数より全般的にかなり高くなっている(乙23、戊42)ところ、当時、本件株式の時価総額はジャスダック指数を構成する全銘柄の時価総額の約6%を占めていたこと(戊42)からすると、本件株式の市場株価の動向がジャスダック指数の動向に与える影響がかなり大きかったものと考えられる。

b 本件において用いられた業界インデックス(日本電信電話株式会社、株式会社NTTドコモ、ソフトバンク株式会社、株式会社スカパーJ S A Tホールディングス及び株式会社WOWOWの各株式の市場株価を取引量で加重平均することにより作成した指標をいう。)を説明変数に加えたとしても決定係数に大きな違いはない(乙20)。また、平成23年10月20日から平成25年8月1日までの間の上記5社の株式の売買代金全体に占めるソフトバンク株式会社の株式の売買代金は48.28%を占めており、同社の株式の市場株価は同社のSprint Corporationの買収といった個別の事情により大きく変動していた(戊42)。

c 本件における予測の対象となる期間は本件報道のあった日の翌日である平成24年10月20日から本件取得日である平成25年8月2日までの9か月強である。

d 推定期間における利害関係参加人の平成23年12月期第3四半期決算短信・連結業績ハイライトが公表された平成23年10月27日、利害関係参加人がK D D IやC A T V43社との販促提携を行ったことを公表した同年12月4日等の合計10日分のデータを分析の対象から除外し、ダミー変数を用いることが、推定期間中の他の取引日との関係で、市場全体の株価の動向が本件株式に与える影響を検討するために適切な選択であったことを認めるに足りる十分な証拠があるとはいえない。

(カ) 以上によれば、本件においては、回帰分析を用いて本件取得日における本件株式の客観的価値の補正を行うことが適当であり、その場合、市場インデックスにはe x ジャスダック指数を用い、推定期間は平成23年10月20日から平成24年10月19日までの1年間とし、業界インデックス及びダミー変数を用いないマーケットモデルを採用するのがより適当であるといふべきである。

以上を踏まえると、証拠(戊42)によれば、本件における説明変数と被説明変数との関係性は、以下のとおりとなる。

(本件株式の株価の予測変動率)

$$= 0.00005 + 0.3819 \times (\text{e x ジャスダック指数の変動率})$$

ところで、上記マーケットモデルの決定係数は0.027であるところ、説明変数にe x ジャスダック指

数を採用し、推定期間を1年間とするマーケットモデルのうち業界インデックス及びダミー変数を用いたモデルの決定係数は0.093であることから、後者の方が回帰分析による予測の精度が高いとも考えられるが、前記(カ)の事情を踏まえれば、本件では業界インデックスやダミー変数を用いるのがより適当であるとはいえず、これらを用いた結果として決定係数が上昇したとしても、それを重視すべきとはいえない。上記マーケットモデルにおけるt検定の結果は1%有意(前記(ウ)に掲げた計算式中の β が実際には0である(すなわち個別株価の変動率が市場インデックスの変動率に関係しない)確率が1%未満であることを意味する。)とされており、説明変数と被説明変数との間に有意な相関関係が存在することは確認されているし(戊42)、そのほかにより適切なマーケットモデルは見当たらず、合理性のある本件取得日における株価の予測方法は提示されていない以上、上記マーケットモデルを採用することは、決定係数が低いことを考慮しても、裁判所に委ねられた合理的な裁量の範囲にあるといふべきである。

(キ) 市場株価や市場インデックスは、短期的には投資家の投機的思惑など偶発的要素による変動があり得ることからすると、一定期間の平均値をとることも合理的であるといえるから、平成25年7月2日から同年8月1日までの回帰分析による予測株価の平均値をもって、本件取得日における本件株式の客観的価値と認めることとする。

そうすると、同年7月2日から同年8月1日までの予測株価の平均値は10万4165円となり(戊42)、これをもって本件取得日における本件株式の客観的価値と認めるのが相当である。

イ 利害関係参加人は前記第2の5(5)アのとおり述べ、①本件株式の取得価格については2月公開買付価格とすべきであって、回帰分析等の手法により補正を行うべきではないことと②補正に当たって回帰分析は適さない旨を主張する。このうち①は、本件株式の取得価格自体の評価にかかわるものであるもので、後に判断することとし(後記(5)ア)、ここでは②について判断する。

この点について、利害関係参加人は、回帰分析による株価の予測はその信頼性や精度において大きな限界があり、長期にわたる株価の予測には向かないといえるし、特に本件株式については個別性が強く、市場インデックスとの連動性が低いことから、回帰分析に基づく補正を行うべきではないと主張する。

確かに、株価の予測は一般的には極めて困難であり、回帰分析の方法によっても株価の予測には限界がある。しかし、上記のとおり、本件においては、株式の客観的価値を算定する上で市場全体の株価の動向を踏まえた補正を行うべきであることを踏まえ、各当事者がそれぞれ合理的と考えるマーケットモデルを提示して回帰分析を行っているものであり、これらの分析結果について、本件株式についての相関を含め統計的な有意性は確認されている。そうすると、本件手続において提出された資料の中でより適切なマーケットモデ

ルを検討・選択し、これに基づいて補正を行うことも、裁判所に認められた合理的な裁量の範囲に含まれると解するのが相当である。

したがって、利害関係参加人の上記主張は採用できない。

ウ 申立人オウルらは、前記第2の5(1)イのとおり述べ、本件株式の平成22年公開買付けにおける価格、特定日における終値若しくは一定期間の終値の平均を基とし、これらの金額に平成25年7月2日から同年8月1日までのジャスダック指数の変動率を掛け合わせた各日の予測株価の平均値、本件公開買付けにおける住友商事の財務アドバイザーであったゴールドマン・サックスの本件株式の分析結果のうちDCF法による算定結果の中央値14万2128円、又は上記平成22年公開買付けにおける価格13万9500円をもって、本件株式の客観的価値と評価すべきである旨主張する。

しかし前記第2の2(1)ア及び同(3)のとおり、平成22年公開買付け以降も本件株式はJASDAQに上場され続けており、証券取引所において取引されるための要件を満たしていたし、そのほかに本件報道前の本件株式の市場株価が利害関係参加人の企業としての客観的価値を反映していなかったことをうかがわせる具体的な事情は見当たらない。また、一般的に、議決権の大半を保有する株主が存在する上場会社で、少数株主に配慮した経営が行われないという経験則があるとは認められないし、利害関係参加人において、住友商事及びKDDI以外の少数株主の利益に資する施策が実施されることが期待できないとの評価がされていたとか、そのことにより本件株式の出来高が低迷したことを裏付ける証拠もない。したがって、本件報道前において、本件株式の市場株価が株式の客観的価値とは無関係にゆがめられていたとは認めることはできない。

そして、本件株式の株価とジャスダック指数が1対1の関係で変動することを認めるに足りる証拠は全くなく、上記のとおり、市場全体の株価の動向を踏まえた本件取得日における本件株式の客観的価値を予測する手法として回帰分析を用いる方が明らかに合理性が高いから、上記のようなジャスダック指数に直接連動させる算出方法によるものが相当であるとは到底いえない。また、DCF法による株式価値の算定も複数ある株価算定手法の一つにすぎず、これによる算定結果が市場株価と比較して定型的に客観性の高いものであるということではできず、本件株式のような上場株式は株式市場にて取引されるものである以上、その客観的価値は基本的に市場株価を基本として評価するのが自然であるといえるから、DCF法による算定結果をもって株式の客観的価値と認めることも相当ではない。

さらに、上記のとおり、株式の客観的価値は評価基準時点にできる限り近接した市場株価を基本として評価するのが相当であるし、平成22年公開買付けから本件取得日までは3年以上の期間があり、利害関係参加人を取り巻く環境は変化していると考えられること、平成22年公開買付け以降、本件株式の市場株価の終値は13万9500円よりも相当低い金額で推移している

こと(戊25、28)からすると、この金額が本件株式の客観的価値を表しているということもできない。

したがって、申立人オウルらの上記各主張はいずれも採用できない。

(3) 増加価値分配価格

ア 増加価値分配価格を一義的に算出する方法は見当たらないところ、裁判所がこれを認定するに当たっては、会社の非公開化の目的や非公開化実施後の事業計画から想定される収益や業績の見込み、公開買付価格が関係者の利益相反関係を十分に配慮し、これを抑制するための適切な措置が講じられた上で、株主の利益を踏まえた真摯な交渉を経て決定されたものか否か等の諸事情を総合的に考慮して決するのが相当である。

イ 前記第2の2及び掲記の証拠を総合すれば、本件取引について次の事情が認められる。

(ア) 本件取引による本件株式の非公開化の目的は、利害関係参加人の事業環境が厳しさを増していることを踏まえ、利害関係参加人の競争優位性を維持向上させて利害関係参加人の持続的な成長を実現し、より画期的な新商品の開発や新サービスの実施に取り組むべく中長期的な視点で経営資源を投入することなどにあるものとされており(甲A37、49)、特に不当な目的を有するものではない。

(イ) 本件取引は、本件株式の70%以上を占める大株主であった住友商事及びKDDIによる企業買収であり、両社と関係が深い取締役が多数を占める利害関係参加人の取締役会と本件公開買付けの対象となる住友商事及びKDDI以外の株主との間には実質的に見て利益相反関係があったというべきところ、利害関係参加人が設置した本件第三者委員会を構成する委員は弁護士や企業価値評価の専門家であり、各委員について利害関係参加人又は本件取引との間に利害関係を有していたといった事情は認められないこと、法務アドバイザーや財務アドバイザーとして利害関係のない専門機関に法的助言や株式価値の算定を依頼し、本件各算定書及び本件各フェアネス・オピニオンを得ていること、本件公開買付けにおける利害関係参加人の意思決定や住友商事及びKDDIとの交渉は上記関係の深い取締役を排除して行われたこと等が認められ、利益相反関係を抑制するための措置が講じられている。

(ウ) 住友商事、KDDI及び利害関係参加人は、利害関係参加人の株主に対し、本件公開買付け前やその後の状況の変化に応じ、本件取引の目的や買付価格の説明、公開買付け実施後の上場廃止や残存株主の株式についての全部取得などの見込みについて明らかにしており、適切な情報提供がされたものと認められる一方、これを否定するに足りる証拠はない。また、本件公開買付けの公開買付期間は十分なものであったし、住友商事及びKDDIと利害関係参加人との間で、対抗的な買付けを阻止するための手段がとられていたことも認められない。

そして、本件公開買付けに対して上記両社を除いた株主等のうち約3分の2が応募しており、本件公開買付けは適切な情報開示のもと多数の株主等の賛成を得

ているものと認められる。

(エ) 10月公開買付価格及び2月公開買付価格は、住友商事、KDDI及び利害関係参加人の徴求した株価算定書における類似企業比較分析、DCF分析による算定結果のいずれの上限値よりも高いかそのレンジ内にある。また、利害関係参加人の取締役会は、複数回にわたり、住友商事及びKDDIとの間で公開買付価格を引き上げるための交渉を行っており、実際に2月公開買付価格を決定する際においては引き上げに成功していること等が認められ、恣意性、馴れ合いを排した真摯な交渉が行われているものと認められる。

(オ) 10月公開買付価格は、本件報道の前日である平成24年10月19日の本件株式の終値に対して33.0%の、同日前1か月間の終値の平均に対して37.8%の、同日前3か月間の終値の平均に対して39.3%の、同日前6か月間の終値の平均に対して35.8%のプレミアムが加算されていたと計算でき、2月公開買付価格は、同様に、平成24年10月19日の本件株式の終値に対して約48.7%の、同日前1か月間の終値の平均に対して約54.1%の、同日前3か月間の終値の平均に対して約55.8%の、同日前6か月間の終値の平均に対して約51.8%のプレミアムが加算されていたと計算でき、類似の公開買付けにおけるプレミアムに比しても不当に低いものとは評価されない。

ウ 以上の事情を踏まえると、本件取引は基本的には株主の受けるべき利益が損なわれることのないように公正な手続を通じて行われたということができ、本件公開買付け開始当時において、少なくとも2月公開買付価格は適正な増加価値分配価格を織り込んだものであったと認められるが相当である。

エ これに対して、申立人オウルら及び同アトスは、前記第2の5(1)ウ(7)から同(4)ウ(7)から同(5)までのとおりそれぞれ述べ、本件公開買付けに当たっての手続の公正性には問題があり、2月公開買付価格は不合理である旨主張する。

しかし、本件において、利害関係参加人が選任した第三者委員会、法務アドバイザー及び財務アドバイザーの独立性、中立性に問題が見当たらないこと、株主に対する情報開示として不備があったとはいえないことは上記認定のとおりであり、上記各申立人の指摘する事情を踏まえてもこれを覆すに至らないし、MUMSSの作成した本件各算定書にWACCの算出について一部正確性を欠く部分があることは否定できないものの、本件各算定書中で恣意的な操作が行われたことやその算定方法、結論が不合理であることは認められないのであって、これらを踏まえた利害関係参加人の住友商事及びKDDIとの交渉経過が不公正なものであったと認めることはできない。そして、利害関係参加人の取締役が住友商事及びKDDIの意向に影響される可能性が否定できないことや前記第2の2(6)カの答申までの検討及び交渉の期間が短いこと、本件第三者委員会に諮問への答申以外の交渉、選任権限がなかったこと、本件株主総会においては実質的には少数株主の大多数が全部取得に関する議案に反対したこ

と、本件公開買付けにあたりマジョリティ・オブ・マイノリティ等の設定がなく実質的に少数株主に拒否権がなかったことなど、その他上記各申立人が指摘する事情を考慮しても、上記判断を左右するには至らない。

オ なお、申立人オウルらは本件第三者委員会の検討資料及び議事内容を記録した資料、利害関係参加人の事業計画及び取締役会議事録並びに野村證券の平成22年公開買付けに係る株式価値算定書について、申立人アトスは同算定書について、それぞれ文書提出命令の申立てをするが、上記認定、説示のとおり、これらの文書の内容によることなく、本件公開買付けにおける手続等の公正性を認めることができ、証拠調べの必要性を欠くので、上記各申立てはいずれも理由がない。

カ 以上のとおり、本件株式の本件取得日における客観的価値が本件報道前の市場株価から補正すべき事情がない場合であれば、2月公開買付価格は、上記株価を基礎として適切な増加価値分配価格が付加された公正な価格と認められることである。

キ しかし、前記(2)アのとおり、本件においては、本件公開買付けを公表した後の事情により、本件取得日における株式の客観的価値が本件報道前の市場株価から認められる価値と比較して増加しており、補正を行う必要がある。したがって、本件株式の本件取得日における客観的価値について上記補正を行う必要のない場合を前提として公正な価格と認められる2月公開買付価格を、補正後の客観的価値を基に相応の増加価値分配価格が付加されたものとしてそのまま採用することは困難といわなければならない。実際にも、前記(2)アによる補正後の客観的価値10万4165円に対する2月公開買付価格(12万3000円)のプレミアム率としては約18%ということになり、本件報道前の株価に対するプレミアム率が50%前後であったことに照らしてもいささか低きに失するといわざるを得ない。

そこで、更に本件における相当な増加価値分配価格を検討する。

ク 前記ウのとおり、2月公開買付価格は、本件株式の客観的価値について上記補正が不要である場合においては、既存株主が享受してしかるべき増加価値を適切に織り込んだものと認められるのであるから、本件株式について上記補正前の価格からみて上乘せされたと評価される差額ないしその割合は、補正後の客観的価値を前提とした増加価値分配価格を算定するに当たっても参照することができるものというべきである。他方で、公開買付けの買付者及び対象会社による検討、交渉は、当該公開買付価格の決定時ないしそれ以前の株価水準を前提としたものである。そうすると、株式の取得日において上記のとおりその客観的価値が補正された場合、補正後の株価を前提として取得価格を検討、交渉したとすればそこで決定される金額において付加されるべきプレミアムは、公開買付価格の決定時の差額ないしその割合と同じであるとは当然にはいえない。かえって、公開買付価格は、交渉当事者間において公開買付価格の決定時以降(全部取得の

際の取得日までの期間を含む。)の市場での株価変動による既存株主の利得に対する期待分を含むものとして決定されたものと評価できるのであるから、取得日において補正後の株価を前提とした検討、交渉が行われるとすれば、その後の株価上昇による利得の期待分を含むものとして定められるであろう株式の価格と市場株価との差額ないしその割合は、当初公開買付け時のそれよりは低額ないし低率になるのが通常と考えられる。

以上を踏まえ、2月公開買付け価格が、本件報道前の本件株式の市場株価に対して50%前後のプレミアムが付されたものと評価できること、本件株式の上場以来の最高値は11万3000円であったこと、利害関係参加人の業績は堅調であり、本件取引による本件株式の非公開化によりその事業の伸展を期待できるものであるもの、その事業内容は、今後、大幅に成長することが見込まれていたものではなく、むしろ競争環境は激化することが予想されており、そのような見通しは合理的と考えられること、前記イのとおり、本件取引は、基本的には株主が受けるべき利益が損なわれることのないように公正な手続を通じて行われたものであり、ジャスダック指数等市場全体の株価の動向を示す指標が上昇している中で本件公開買付けが実施されたにもかかわらず、住友商事及びKDDIを除いた株主等のうち約3分の2がこれに応募しているのであって、2月公開買付け価格がそのような市場環境の中でも少数株主からみて相応に納得性のあるものであったといえること等、本件に現れた諸般の事情にかんがみると、増加価値分配価格は、前記(2)ア(キ)で認定した本件株式の客観的価値に対して25%と認めるのが相当である。

(4) 以上によれば、本件株式の客観的価値を10万4165円、増加価値分配価格をこれに対する25%とするのが相当であり、本件株式の取得価格として13万0206円とするのが相当である。

(5) 以上の判断について、利害関係参加人及び申立人の一部は、これと異なる立場から公正な価格について主張する。

ア(ア) 利害関係参加人は、独立当事者間の取引やこれと同視できる程度に手続の透明性及び公正性が確保された場合における当事者の定めた取引条件を公正な取引条件として尊重すべきである旨主張する。

しかし、本件においては、本件公開買付けを公表した後の事情により、本件取得日における株式の客観的価値を補正する必要がある、このような場合に、2月公開買付け価格を相応の増加価値分配価格が付加されたものとしてそのまま採用することが困難であるのは前記(2)ア及び同(3)キにおいて示したとおりである。利害関係参加人の上記主張は、これと前提を異にするものであって採用できない。

(イ) また、利害関係参加人は、市場全体の株価の上昇に応じて事後的な補正を行う余地を認めると、株主は公表日以降の株価下落リスクを一切負うことなく株価上昇の利益だけを享受できることとなり、株主の投機的行動を著しく助長するとともに、買取に必要な資金額を確定することができず、正当な目的に基づ

く健全なM&Aが阻害されると指摘する。

しかし、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株式の客観的価値を定める場合、一般的には、当該近接した市場株価は概ね評価基準時点において想定される株価に近似しており、市場株価の指標や個別の株価の変動やその傾向があったとしても補正の必要性を認めるに至らない場合が多いと考えられるし、公開買付け価格には相応の増加価値分配価格が含まれていると評価されるのが通常であることにも照らすと、一般的に補正を行うことにはならない。そうすると、株主において裁判所による補正を常に期待できるわけではなく、株式公開買付けやその後の全部取得の手續にあえて異を唱えることのコストにもかんがみれば、事後的な補正の可能性を認めることが直ちに合理的な経済行動を行う者の投機的な行動を誘発・助長するものとはいえない。そして、株式公開買付けや全部取得を行う時期及び具体的な取得価格等の細目について、一次的には買付者及び対象会社によって決定され、少数株主はこれを受け入れるか否かの選択肢しかないのが通常であること等にも照らすと、本件のように株式公開買付けの公表から株式の全部取得がされるまでの間にその株式の客観的価値が大きく上昇したと評価するのが相当である場合において、そのような全部取得の手續が行われたことにより、利害関係参加人の株主は上記のとおり変化したと考えられる本件株式の株価変動による利益を得る機会を失ったというべきであり、これを少数株主の負担に帰することは相当とはいえない。利害関係参加人の指摘を踏まえても、なお、例外的に株式の客観的価値の補正を行い、当初の公開買付け価格と異なる価格をもって公正な価格とする余地を認めることが不当とはいえないというべきである。

また、既存株主から取得価格決定の申立てがされると、裁判所による決定を待たなければ買取に必要な資金額が確定しないのは、取得価格決定制度自体によるものであること、上記のとおり、このような補正の余地を認めても株主の投機的な行動を直ちに助長するとはいえない一方、補正を行う必要性が高い場合があること等に照らすと、例外的な株式の客観的価値の補正とこれに基づく裁判所による価格決定が行われる余地を認めることが、正当な目的に基づく健全なM&A取引を阻害するとはとはいえない。

したがって、利害関係参加人の上記主張は採用できない。

イ また、本件株式の取得価格について、申立人オウルらは平成22年公開買付け価格である13万9500円を、申立人乙山はゴールドマン・サックスが提示した株式価値算定書における本件株式のDCF法による上限値である18万2569円を、それぞれ下回らない旨主張するが、いずれもこれらの値を採用する理由に乏しく、上記判断を左右するものではない。

申立人甲野は、前記第2の5(2)のとおり主張するが、上記認定を超える部分については理由がないから採用できない。

第4 結論

以上によれば、申立人らが有していた本件株式の各取得価格は、いずれも1株につき13万0206円と定めるのが相当であるから、会社法172条1項を適用して、本文のとおり決定する。

裁判長裁判官 小野寺真也

裁判官 能登謙太郎 小川 暁

(別紙) 当事者目録

第304号事件申立人

オウル クリーク アジア マスター ファンド、
リミテッド

同代表者権限者 ジェフリー・アルトマン

第305号事件申立人

オウル クリーク ツー、エル、ピー、

同代表者権限者 ジェフリー・アルトマン

第306号事件申立人

UBS SECURITIES LLC-HFS CUSTOMER
SEGREGATED ACCOUNT 及び UBS SECURITIES
LLC-HFS CUSTOMER CLEARANCE ACCOUNT
こと

ユービーエス・セキュリティーズ・エルエルシー
(以下「申立人UBS」という。)

同代表者常務取締役 ショーン・マッカーラー

同 ジェイ・シェインマン

第308号事件申立人

オウル クリーク アジア ワン、エル、ピー、

同代表者権限者 ジェフリー・アルトマン

第309号事件申立人

オウル クリーク オーバーシーズ ファンド、
リミテッド

同代表者権限者 ジェフリー・アルトマン

第310号事件申立人

オウル クリーク アジア ツー、エル、ピー、

同代表者権限者 ジェフリー・アルトマン

第311号事件申立人

オウル クリーク ソーシャリー レスポシブル
インベストメント ファンド、リミテッド

同代表者権限者 ジェフリー・アルトマン

第312号事件申立人

オウル クリーク ワン、エル、ピー、

同代表者権限者 ジェフリー・アルトマン

第325号事件申立人

センリガン マスター ファンド

同代表者取締役 ゲイリー・リンフォード

第326号事件申立人 エイトヴ リミテッド

同代表者取締役 太田晴一郎

第333号事件申立人

MSCO CUSTOMER SECURITIESこと

モルガン・スタンレー・アンド・カンパニー・エル
エルシー (以下「申立人MS&Co」という。)

同代表者マネージング・ディレクター

ジョー・デイヴィス

第334号事件申立人

MORGAN STANLEY PRIVATE BANK, NATIONAL
ASSOCIATION PB CLIENT CUSTODYこと

モルガン・スタンレー・プライベート・バンク・ナ
ショナル・アソシエーション

同代表者マネージング・ディレクター

ジョー・デイヴィス

第335号事件申立人

MSIP CLIENT SECURITIESこと

モルガン・スタンレー・アンド・カンパニー・イン
ターナショナル・ピーエルシー

(以下「申立人MSIP」といい、上記申立人13名
を「申立人オウル」という。)

同代表者署名権者 エドワード・ヘロン

同 サンドラ・ウォルターズ

上記13名代理人弁護士

同 大塚和成

同 熊谷真喜

同 川村一博

同 西岡祐介

同 清野訟一

第304号事件から第306号事件まで、第308号事件か
ら第312号事件まで、第333号事件から第335号事件
まで申立人代理人弁護士

同 前田陽司

同 黒澤幸恵

同 那須由佳里

同 同復代理人弁護士 楠田真士

同 申立人UBS代理人弁護士 牛島真希子

同 第313号事件申立人 甲野春夫

(以下「申立人甲野」という。)

同 第313号事件申立人 乙山夏彦

(以下「申立人乙山」という。)

第331号事件申立人

アトス アジア イベント ドリブマスター
ファンド (以下「申立人アトス」という。)

同代表者ディレクター

フリードリッヒ ベラ シェルトーヒレン

同代理人弁護士 豊島 真

同 高橋将志

同 利害関係参加人 株式会社ジュビターテレコム

同代表者代表取締役 丙川秋郎

同代理人弁護士 桑原聡子

同 三浦亮太

同 関口健一

同 河島勇太

同 石田幹人

同 川端 遼

(別紙) 保有株式数等一覧表<略>

平成21年中期計画<略>

平成24年中期事業計画<略>

業績表<略>

株価推移表<略>

トピックス4

公開買付前置型キャッシュアウトにおける公正な対価

—最決平成28・7・1と公開買付後の市場動向を勘案した「補正」の可否

東京大学大学院法学政治学専攻教授 藤田友敬

1 はじめに

マネジメント・バイアウト (MBO) をはじめとするキャッシュアウト取引においては、キャッシュアウトを計画する側が、公開買付によって3分の2以上の多数を取得した上で、全部取得条項付種類株式を用いて、公開買付に応じなかった株主の保有する株式を取得する例が多かった^(注1)。このような公開買付前置型のキャッシュアウトがなされる場合には、いわゆる公開買付の強圧性を避けるために、公開買付時点で、その後キャッシュアウトが行われる予定であることを予告すると同時に、当該キャッシュアウトにおいて支払われるべき対価は公開買付価格と同額とする旨のアナウンスがなされる。公開買付に応じず、かつキャッシュアウト(全部取得条項付種類株式の全部取得決議)に反対した株主は、会社法172条に基づき価格決定申立てを行うことができる。仮に公開買付時点からキャッシュアウトの効力発生時の間に、株式市場全体に大きな影響を与える状況が発生した場合、裁判所は、このことを勘案して、公開買付価格よりも高い値段の支払いを命じるべきか。近時、いわゆるアベノミクスによる株式市場の高騰を背景として、そのような紛争が裁判所に持ち込まれ、株式市場の高騰を勘案した「補正」を

行い、公開買付価格より高額の価格決定を行う下級審裁判例が散見された^(注2)。これに対してジュビターテクノロジー事件最高裁決定(最決平成28・7・1〔判例集未登載〕)は、「補正」をすべきではなく、公開買付価格をもってキャッシュアウトにおいて支払うべき価格とする旨の決定を行った^(注3)。

筆者は、最高裁決定は、キャッシュアウトの実務に大きな影響があるのみならず、理論的にも重要な意味を持つと考ええる。公開買付前置型のキャッシュアウトに固有の政策的考慮だけではなく、価格決定申立て・株式買取請求における「基準日」の意義について意味深い示唆を与えるからである。以下では、公開買付前置型のキャッシュアウトにおける価格決定のあり方について、理論的な観点から考察を加えることにしたい。なお最決平成28・7・1は、公開買付価格の公正さの判断の仕方についても重要な判示をしているが、本稿ではこの点を取り上げず、もっぱら公開買付以後の経済状況を勘案した「補正」の可否の問題だけを扱うことにする。

まず2において、公開買付前置型のキャッシュアウトにおいて公開買付以後の経済状況を勘案した「補正」を行うことの経済的問題点について説明し、それにもかかわらず「補正」を行う下級審裁判例が少なくなかった事情について考察する。次いで全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュアウトがなされた場合の裁判所による価格決定に関する裁判例の判断枠組みについて概観する(3)。さらに一連の最高裁決定において積み重ねられてきた株式買取請求権に関する判例理論を確認し、特に現金を対価とする組織再編の場合の「公正な対価」についての考え方を整理する(4)。5では、それを踏

(目次)

- 1 はじめに
- 2 基本的な問題点
- 3 キャッシュアウトにおける価格決定をめぐる下級審裁判例
- 4 株式買取請求権をめぐる判例の考え方
- 5 公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定
- 6 むすび

また、公開買付前置型のキャッシュアウトにおける買付価格の決定のあり方について考えてみたい。最後に本稿の考察の結果をまとめて結びとする(6)。

(注1) 平成26年会社法改正後は、キャッシュアウトの手法として、全部取得条項付種類株式ではなく、公開買付によって株式の9割以上を取得した場合には特別支配株主にによる売渡請求、取得できなかった場合には株式併合によることが予想される(神田秀樹「会社法」[第18版]』(弘文堂、2016)122頁参照)。会社法172条の解釈として本稿の述べるところは、会社法179条の8第1項に基づき、価格決定申立てであるいは182条の4第1項に基づく株式買取請求の場合の解釈論としても、そのまま妥当する。

(注2) 大坂地決平成23・1・28金判1300号58頁(ただし会社法116条1項による株式買取請求によるもの)、東京地決平成24・1・31金判1390号32頁(ただし会社法116条1項による株式買取請求によるもの)、東京地決平成27・3・4金判1465号42頁、東京地決平成27・3・25金判1467号34頁、東京高決平成27・10・14判例集未登載。これに対して、東京高決平成28・3・28金判1491号32頁は、このような「補正」を否定した。

(注3) 筆者は、この事件の地裁段階において会社側の意見書を提出している。筆者が意見書を執筆した動機は、価格決定申立人が主張しているような補正がなされるとすれば、本稿2で述べるような理由から、公開買付前置型のキャッシュアウトの責務に及ぶ大きな悪影響をもたらす懸念があるということにあった。その後、この問題が、公開買付前置型のキャッシュアウトにおける価格決定のみならず、現金を対価とする組織再編における株式買取請求権のあり方を含めた、より一般的な問題にかかわるものであると認識するに至った。本稿を執筆するのは主としてこの点を論じるためである。

なお本稿で扱う問題に関して、さる研究会において神田秀樹教授と加藤善仁准教授から、いくつかの重要な示唆を得た。ただし本稿についてはもっぱら筆者のみが責任を負う。

2 基本的な問題点

(1) 設例

基本的な問題点を明らかにするために、次のような単純な設例を想定しよう。

【設例】

甲社の株主が同社の非公開化を企図し、まず公開買付(買付期間1月30日～2月28日)により、同社株式の9割を1株当たり1万5000円で取得した(公開買付前の株価は1万2000円程度であった)。公開買付に際しては、公開買付により取得できなかった株式について、公開買付価格と同額の1万5000円でキャッシュアウトを行う予定であることが公表されていた。甲社は、4月1日発行済株式を全部取得条項付種類株式に変更した上で、当該株式を全部取得する株主総会決議を行った。4月30日に株式取得の効力が発生し、少数株主には、取得の対価として1株につき1万5000円が支払われた。甲社の株主が、4月20日、裁判所に対して

会社法172条に基づき価格決定請求を申し立てた。公開買付の開始後、全部取得の効力発生日(取得日)までの間に、中央銀行による金融緩和措置の決定等を受けて、上場株式は一般に大きく値を上げている。株主は、いわゆるマーケット・モデルを用いて4月20日に甲社株式が有したであろう価格を算出した上で、それにキャッシュアウトにより期待される企業価値の増加のうち株主が享受すべき分を加算するという形の「補正」を行った額をもって買取価格とすべきであると主張している(注4)。裁判所は株主の主張に従い、このような補正を行った上で買取価格を決定すべきか。

単純化のために、公開買付価格はキャッシュアウトにより期待される企業価値の増加を勘案した適正な水準であったものと仮定する。また統計的手法を用いた「補正」の技法にも問題はないものとする(注5)。

(注4) 「補正」の方法は1つではないし、適正なプレミアムの算定もいろいろな考え方があり得る。単純な例を挙げよう。たとえば1月30日以前1年間の甲社の株価データをもとに推定されたマーケット・モデルを用いて算出した4月20日の甲社株価が1万6000円であるとすると、これに25%のプレミアラム(公開買付で付けられたのと同じ割合)を上乗せした2万円をもって買取価格とするといったことが考えられる。マーケット・モデルの意義については、たとえば、John Y. Campbell et. al. (祝迫得夫ほか訳)『ファイナンスのための計量分析』(共立出版、2008)160頁以下参照。

(注5) なおおが適切な手法による「補正」かということも、本来はなかなか難しい問題である。最決平成28・7・1の原審(東京高決平成27・10・14前掲(注2))、原々審(東京地決平成27・3・4前掲(注2))において「補正」のために採用されたマーケットモデルの決定係数(標本値から求めた回帰方程式のあたりはよりの良さの尺度)は40027という低いものである。仮に「補正」を行うとしても、こういうモデルを使ってよいかということとは別途問題となり得る。

(2) 補正が与えるインセンティブ効果

設例において株主が主張しているような補正を行うことの問題点は次の点にある。設例では、①公開買付が成功した場合には、引き続き全部取得条項付種類株式を利用したキャッシュアウトを行うこと、②その際に交付される対価は公開買付価格と同額の1万5000円である旨のアナウンスメントが、公開買付時点においてなされている。このようなケースで、「補正」を行うことにより甲社に1株当たり1万5000円以上の支払いを命じる可能性があるとするれば、公開買付に応じなかった甲社株主は、公開買付後に甲社株式の価値が、1万5000円以下に下がると期待されるリスクをまったく負担しないまま、甲社株式の価値が上昇する利益を享受できる立場に置かれることになる。そうなると甲社株主には公開買付に応じず、全部取得条項付種類株式の取得に反対するといった機会主義的な行動

をすするインセンティブが与えられることとなる^(注6)。ひいては本来企業価値を高め望ましいキャッシュアウトが不当に阻害される危険すら生じる可能性がある。

(注6) 飯田秀徳「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事2076号(2015)44頁、田中亘「判例」ジュリ1489号(2016)112～113頁。裁判例においても、価格決定を申し立てている株主が、公開買付公表後に株式を取得している例が散見され(最決平成28・7・1のケースもそうである)、機会主義的な動機に基づき株式取得が強に行われているのではないかとその疑念を裏書きしている。

(3) 下級審裁判例の躊躇と最高裁決定

(2)のような懸念があるにもかかわらず、公開買付前置型のキャッシュアウトにおいて、公開買付後の経済変動を勘案した「補正」を行う下級審裁判例が少なくなくかつた^(注7)。それは、全部取得条項付種類株式を用いたキャッシュアウトが行われ、会社法172条に基づく価格決定がなされた場合には、「当該株式の取得日における公正な価格」をもって、その取得価格を決定すべきであるとして一般に考えられてきたからではないかと思われる。前記設例で言えば、4月20日に甲社株式が有していたであろう価格をより正確に算定するためには、株式市場全体の動向を踏まえた「補正」をするのが、一見正しいように思われる。このため下級審裁判所は、2で述べた政策的考慮自体は理解しつつも、「補正」をすべきではないという結論をとることに躊躇を覚えたのではないかと想像される^(注8)。

最決平成28・7・1は、設例に似た事例において、公開買付後の株式市場全体の動向を踏まえた「補正」を行う必要はないとし、公開買付価格をもって株式の取得価格とするとした。その理由として、公開買付価格が「全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められている」ことを掲げる。しかし、この判示だけでは、前述のような疑問に対する十分な答えとはなっていない。将来の市場動向については、公開買付時点での予想を反映する形で公開買付価格が設定されたということは、その後実際に生じた市場動向を勘案して「補正」を行うことは、それ自体としてはなんら矛盾しない。前記設例で1月30日の情報を前提に、将来の株式市場の変動やキャッシュアウトによる企業価値の上昇分も勘案し、いわばその期待値を反映して設定

された価格が1万5000円だとして、4月20日時点で同様の作業を行えばそれと違った価格になるというのが株主側の主張である。「当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべき」であるにもかかわらず、公開買付後の株式市場全体の動向を踏まえる必要がないとする理由は、別途説明する必要がある。

(注7) (注2)で引用した裁判例参照。

(注8) 下級審裁判例が「補正」を行ったことをめぐり、さまざまな解釈の可能性については、神田秀樹「二段階MBOにおける株式の取得価格の決定」法曹時報68巻4号(2016)9～10頁参照。

3 キャッシュアウトにおける価格決定をめぐる下級審裁判例

まず全部取得条項付種類株式を用いて行われるキャッシュアウトの対価が、会社法172条の価格決定申立手続によって争われた場合の判断枠組みについて確認しておく。レックス・ホールディングス事件最高裁決定(最決平成21・5・29金判1326号35頁)は、公開買付公表直前6ヶ月の平均株価に20%のプレミアムを加算した額を買取価格とした原審決定が裁判所の裁量の範囲内にあるものとした。原審決定^(注9)は、①「当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきもの」であるという一般論を述べた上で、②「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、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の

株価の上昇に対する期待を評価した価額をも考慮する」とする。最高裁が原審の判示の一般論をどこまで「正しい」としたかは必ずしも明らかではないが、結論自体は維持されたこともあり、レックス・ホールディングス事件原審決定は、その後の実務において参照されることが少なくない。もつとも、判示のうち②については、文字どおり読む限り論理的ではないことに加え^(注10)、株式買取請求に関する考え方との関係もわかりにくい。レックス・ホールディングス事件最高裁決定に付せられた原田陸夫裁判官の補足意見は、企業価値研究会の報告書^(注11)を参照しつつ、原審決定の②の判示にいう、(a)当該株式の客観的価値を「MBOが行われなかったならば株主が享受しうる価値」と、(b)「強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」を「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」と読み替える。原審決定の定式を正当化しようとするなら、こう理解するしかないであろう（なお田原補足意見の定式は、株式買取請求におけるシナジー分配価格に対応するものと言えるが、MBOが企業価値を増大させない場合〔b〕がマイナスの場合〕に、両者を加算するのではなく^(a)のみをもって価格決定がなされるべきだと思われる^(注12)。その後の下級審裁判例では、レックス・ホールディングス事件原審決定の定式にそのまま従うものはほとんどなく^(注13)、(i)田原補足意見の定式に従うもの^(注14)、(ii)両者を接合した^(注15)が混在している。

このようにレックス・ホールディングス事件原審決定の判示②の表現をそのまま踏襲することについては、その後の下級審裁判例において若干躊躇があるものの、判示①の「当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきもの」であるという一般論の部分については、広く受け入れられてきたように思われる^(注16)。ただし、筆者にはこの一般論およびそこから導かれる含意が正しく理解されてこなかったように思われる^(注17)。以下この点を明らかにするために、株式買取請求権における公正な価格に関する考え方を見ることしよう。

(注9) 東京高法平成20・9・12金判1301号28頁。

(注10) 株式の客観的価値は、当該株式の将来の変動を評価した上でなされる、問題の時点における評価額にかならないのであり、「今後の株価の上昇に対する期待を評価した価値」と区別して、両者を加算することになった発想は理解できない。

(注11) 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取(MBO)に関する報告書」(平成19年8月2日)7頁以下参照。

(注12) なお、神田・前掲(注8)7頁参照。

(注13) 大阪高法平成21・9・1判タ13167219頁が比較的近い表現をとるものと言えようか。

(注14) 東京高法平成28・3・28前掲(注2)、東京地決平成25・9・17金判1427号54頁、大阪地決平成24・4・13金判1391号52頁。

(注15) 東京地決平成27・3・25前掲(注2)、東京地決平成27・3・4前掲(注2)、東京地決平成25・11・6金判1431号52頁、東京地決平成25・7・31資料商事358号148頁、東京地決平成25・3・14金判1429号48頁、札幌地決平成22・4・28金判1353号58頁、東京地決平成21・9・18資料商事25・9・19号190頁参照。

(注16) 細かい点かもしれないが、株式買取請求権との関係では買取請求日を基準日としつつ、会社法72条との関係だと当該株式の取得日の価格を問題とするのかという疑問がある。レックス・ホールディングス事件当時は、株式買取請求権についても組織再編等の効力発生日を基準日とする裁判例が多数であり、レックス・ホールディングス事件原審決定もそれに合わせたただけだった可能性がある。もしそうだとすれば、その後、株式買取請求権に関する基準日の考え方が確立した時点で、本来この一般論も見直さなくてはならなかったのかもかもしれない。もっとも後述するように、キャッシュアウトの場合、「基準日」に

はほとんど意味はない。以下では、キャッシュアウトの場合の「基準日」は効力発生日という前提で論じることとする。

(注17) 付言しておく、当該株式の取得日における公正な価格」という一般論は、これまでの下級審裁判例において、さして意味を持ってこなかった。実際、レックス・ホールディングス事件原審決定も、その一般論にかかわらず、事実上もっぱら公開買付価格が公正であったかを問題としているように思われ、この点はその後の多くの下級審裁判例においても同様である。公開買付時点以後の市場の変動による「補正」を考えるようになって、「当該株式の取得日における公正な価格」という一般論が、初めから一般的な意味を持つてくることになり、それと同時に2で見たような問題をまたらすようになってきたわけである。

4 株式買取請求権をめぐる判例の考え方

(1) 組織再編によって企業価値が増加する場合/しない場合

組織再編等（事業譲渡とあわせて以下こう呼ぶこととする）をめぐる株式買取請求権については、最高裁決定が相次いで出され、急速に判例理論が確立していった。株式買取請求権に関する基本的な考え方は、キャッシュアウトに伴う価格決定についても応用できるものなので、組織再編等にかかる株式買取請求権に関する最高裁判例の判断枠組みについて検討しよう。なお以下では判例の考え方の是非は問題とせず、それを所与として、その内在的な理解に努めることとする。

判例は、組織再編等によって企業価値が増加する場合か否かで区別する。そして企業価値が増加しないケースについては、棄天・TBS事件最高裁決定（最決平成23・4・19民集65巻3号1311頁）は、「吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合に、同項所定の消滅株式会社等の反対株主がした株式買取請求に係る『公正な価格』は、原則として、当該株式買取請求がされた日におけるナカリセが価格をいうもの」と解するのが相当である」とする。次に、企業価値が増加するケースについて、テクモ事件最高裁決定（最決平成24・2・29民集66巻3号1784頁）は、「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、……『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ば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」とする^(注18)。

(注18) この決定の第2の意義は、「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働けられたと認められ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するのが相当である」として、裁判所が株式移転条件の公正さに介入する範囲を限定的に解した点にあるが、この点は、本稿との関係では重要ではないので、ここでは立ち入らない。

(2) 企業価値が増加しない場合における公正な価格

企業価値が増加しないケースでは、ナカリセバ価格をもって公正な価格と考えるわけであるから、組織再編等が行われることがないまま、買取請求株主が従前どおり株式を保持続けている状況を想定することになる。その場合、どの時点における株式価値をもって買取価格とするかが問題となるが、その時点は「基準日」と呼ぶ^(注19)。そして基準日におけるナカリセバ価格の算定の仕方について、買取対象株式が市場価格のある場合について、楽天・TBS事件最高裁決定は、「反対株主が株式買取請求をした日における市場株価は、通常、吸収合併等がされることを織り込んだ上で形成されたいとみられることからすれば、同日における市場株価を直ちに同日のナカリセバ価格とすることは相当ではなく、……ナカリセバ価格を算定するに当たり、吸収合併等による影響を排除するために、吸収合併等を行う旨の公表等がされる前の市場株価（以下「参照株価」という。）を参照してこれを算定すること」等は、「当該事案における消滅株式会社等や株式買取請求をした株主に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量に委ねられている」という。

ナカリセバ価格の場合には、買取請求者が従前どおり株式を保有していると仮定した上で、その価値を問題とするので基準日は重要な意味を持つてくる（特に対象株式に市場性がありその価格が日々変動するものの場合）。

(注19) 周知のように、「基準日」そのものに関しては、学説上さまざまな議論があるが、ここでは立ち入らない。本稿では判例に従い、基準日＝株式買取請求権が行使された日という前提で考えることにする。

(3) 企業価値が増加する場合における公正な価格——存続会社等の株式を対価とする組織再編等

企業価値が増加するケースにも少し丁寧にみることにしよう。テクモ事件は、株式移転が行われた事件である。単純な株式移転であれば株式移転比率の公正さは問題にならないが、共同株式移転のケースでは複数の会社の株式移転比率の相対的な大きさによって、当事会社株主の有利不利が決まることになる。株式移転比率が公表されること、共同株式移転会社の株価は、この比率を前提に互いに連動して推移することとなるのが通常であるが、株式移転比率が公正であるなら、基準日における買取対象株式の価値（あるいはこれと近接する一定期間の市場株価の平均値）をもって買取価格とすればよい。テクモ事件最高裁決定も、「株式移転計画に定められた株式移転比率が公正なもの」と認められる場合には、株式移転比率が公表された後における市場株価は、特段の事情がない限り、公正な株式移転比率により株式移転がされることを織り込んだ上で形成されているとみられる」とし、「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」等を裁量的に採用し、買取価格を算定してよいという。

それでは株式移転比率が不公正な場合はどう考えるか。テクモ事件最高裁決定は明示しないが、株式買取請求権行使日（基準日）における共同株式移転会社双方の株式の価値を参照しつつ、公正な移転比率であったなら対象会社の株式が有したであろう価値を算出することになる。たとえば、A社（発行済株式総数1万株）とB社（発行済株式総数1万株）が、C社を株式移転新設完全親会社とする共同株式移転を行い、C社は2万株発行し、A社株主、B社株主に対して、その保有する株式1株につきC社株式1株を割り当てることしよう。この場合、株式移転比率公表後は、A社、B社株式は、（いずれも株式移転効力発生日にC社株式1株に変わるものとして）ほぼ同額で推移することになる。両社の株式の価格が、株式買取請求時点、いずれも1000円であったとすると、ところが株式移転比率は、A社、B社の企業価値を踏まえると不公正で、A社にC社株1.5株、B社にC社株1株を割り当てるのが公正な条件であったとする。この場合、もし公正な条件で

の株式移転計画が公表されたとすれば、両者の株価は3:2の割合で運動しながら推移したはずであり、基準日である株式買取請求時点では各々、1200円、800円となったはずである。したがって、A社株主は、1200円による買取を請求できることになる。誤解してはならないのは、企業価値が増加するケースにおいて、株式移転により株主に割りに当てられる問題の株式移転比率が公正であるかを判断する時点は、「基準日(=株式買取請求がされた日)」とは別だということである。判例にいう「基準日」とは、前述の例で言えば、「株式移転効力発生日にC社株式が1株割り当てられることとなるA社株式」(移転比率が公正な場合)あるいは「株式移転効力発生日にC社株式が1.5株割り当てられることとなるA社株式」(移転比率が不正な場合)が有する価値を金銭評価する時点だからである。移転比率の公正・不公正は株式移転計画の決定時(株主総会決議時)を基準に判断される^(注20)。

(注20) テクモ事件最高裁決定は、この点を明示的に述べていない。しかし、「相互に排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助け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ことが相当である」と述べる判旨は、株主総会決議時点をもって株式移転比率の公正さを判断することとを前提としていると考えられる。もし株式移転比率から株式移転比率の買取請求時であることとを前提として、株主総会決議から株式買取請求時まで生じた企業価値の毀損等)をも勘案して株式移転比率の公正さを判断しなければならぬはずだからである。判旨の認める例外は「当該株主総会における株主の合理的な判断が助けられたと認められるに足りる特段の事情」がある場合であり、決議後、当事会社の株価に変動があったこととは、それ自体としては例外とはされないことも、株式移転比率の公正さの判断時点が株式買取請求時であることとを裏書きする。

組織再編等の条件の公正さの判断時点が「基準日」とは異なることとおよび株主総会決議時点であることとを明示的に述べる学説としては、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権」江田憲治郎先生選集 記念『企業法の理論(上)』(商事法務、2007)293～294頁、北村雅史「判批」商事1941号(2011)16頁、注47がある。

(4) 企業価値が増加する場合における公正な価格——現金を対価とする組織再編等

これまで最高裁において株式買取請求権における公正な価格が問題とされたのは、いずれも組織再編の対価として消滅会社や新設会社の株式が交付された事例であった。交付金合弁のように現金が対価として交付される組織再編等が行われ、企業価値が増加す

る場合には、どのように考えることになるのか^(注21)。たとえば、存続会社から消滅会社株主に対して、1株につき1万円が支払われる交付金合弁を考えよう。この合併条件が公表され、また合併が承認されるであろうと予想される場合には、消滅会社株式は、おおむね1万円に固定されることになる^(注22)。消滅会社株式は、合併の効力発生日には1万円の現金に変わるはずのものだからである。もしこの合併条件(合併対価)が公正なものとすれば、株式買取請求権行使した場合の買取価格は1万円となる。もしこれが公正ではなく、公正と言ええるためには1万2000円ではなくはならなかったというのであれば、1万2000円をもって買取価格とすればよい。この場合、たとえ合併承認決議日以降に、株式市場全体が高騰したといった事情があったとしても、1万円(あるいは1万2000円)という価格を「補正」する必要はない。消滅会社株式は合併の効力発生日に1万円(あるいは1万2000円)に変わることが予定されており、これは株式市場全体の動きに従って変動するものではないからである。判例の定式にいうところの「合併契約において定められていた対価が公正なものであったならば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」^(注23)は、決議後の市場動向等とはかかわりなく1万円(あるいは1万2000円)なのである。

このように株式買取請求事件に関する判例にいう「基準日」は、現金が対価として交付される組織再編等が行われ企業価値が増加する場合には、ほとんど意味を持たない。交付金合弁の場合に重要な意味があるのは、合併条件(交付金の額)の公正さ——現金いくらであれば公正な対価であったか——を判断する時点であり、すでに述べたとおり、それは組織再編条件の決定時(簡易再編・略式再編以外の通常の組織再編であれば株主総会決議時)である(このことは組織再編対価の種類にかかわらず)。

(注21) 企業価値が増加しないケースについては、組織再編対価の種類にかかわらず、株式買取請求日におけるナカリセバ価格の算定の仕方とは変わらない(いずれの場合も、組織再編等が行われなかった場合に買取対象株式が株式買取請求日において有して有したであろう価格となる)。楽天・TBS事件最高裁決定も、その判示中では「吸収合併等により……」という表現を用い、そこで述べられた一般論が、(同事件で問題となった会社分割に限らず)組織再編の種類や対価の種類を問わないことを示唆している。これに対して、以下で述べるように、企業価値が増加するケースであるテクモ事件最高裁決定は、その判示において、終始「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には……」等という表現を用いており、民衆の決定要旨も、「株式移転完全子会社の反対株主がした株式買取請求」

となつていふ。言うまでもないが、株式移転の場合には、その性質上「交付金移転」は存在せず、必ず株式移転設立完全親会社の株式が割り当てられる。テクモ事件最高裁決定の基本的な考え方自体は、株式移転以外のケースにも妥当するとと思われるが、判旨の細かな表現（たとえば、「株式移転比率が公正なものであったとすれば当該株式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」）を現金を対価とする組織再編等にとどのようかについては、次に述べるように注意が必要である。

(注22) 議論を不要に煩雑にしないために、合併の効力発生時までの利息等はここでは省略する。
(注23) これはテクモ事件最高裁決定の表現を交付金合併に置き換えたものである。

5 公開買付前置型キヤッシュアウトにおける価格決定

最後に4で検討した株式買取請求権に関する議論（とりわけ4(3)で述べた交付金合併に関与する考え方）をもとに、公開買付前置型キヤッシュアウトにおける価格決定のあり方を考えよう。交付金合併との対比からはキヤッシュアウトの効力発生日という「基準日」は、ほとんど意味がないことがわかる。ここで問われるべきは、交付金合併の場合の条件の公正さの判断時である承認決議時に相当するのは、公開買付前置型キヤッシュアウトの場合にはいつなのか——公開買付開始時点か全部取得決議時点か——ということである。

交付金合併の場合、合併計画が公表され合併対価が明らかになれば、その金額を前提とした株価形成がなされることになるが、合併対価の公正さの判断基準時は、合併計画の公表時ではなく合併決議承認時点である^(注24)。このこととの対比では、キヤッシュアウト対価の公正さを判断すべき時点は全部取得決議時点^(注25)である。しかし、前述のとおり公開買付前置型キヤッシュアウトの場合には、公開買付時点で、キヤッシュアウト対価まで公表されるのが通常である。この公表は法的にも拘束力があるというべきであり、仮に後にこれに満たない価格でキヤッシュアウトがなされれば、キヤッシュアウトの対象株式を保有する株主はその差額の賠償を求めることができはる^(注26)。このように会社側が拘束力ある形でキヤッシュアウト条件についてコミットした場合^(注27)には、公開買付の終了とキヤッシュアウトの間が不当に長期であるとか^(注28)、公開買付終了後に予期しない変動が生じ当初の計画を修正せざるを得ない特別な事情が生じたとかいった^(注29) 例外的なケースでない限り、公開買付と

キヤッシュアウトをいわば一体に考え、公開買付時点をもってキヤッシュアウト対価の公正さの判断時点と考える（交付金合併の場合の承認決議に相当する時点と考える）ことができるというべきである。

このように、会社が後続する手続の中で交付される対価を公表した上でなされる公開買付前置型キヤッシュアウトにおいては、企業価値を増加させる交付金合併が行われた場合の合併承認決議に相当するのは、原則として公開買付開始であり、合併対価に相当するのは公開買付価格だということになる。したがって、価格決定申立てがなされた場合に裁判所が問うべきは、公開買付価格がその時点の判断として公正な価格であったか否かであり、①もし答えがイエスであれば公開買付価格をもって買取価格とし、②ノーであれば公開買付時点における判断として公正なキヤッシュアウトの額がいくらであったか算定し、それを買取価格とすべきである^(注29)。いずれの場合においても、公開買付以降の株式市場の動向等を勘案した「補正」を行うべきではない^(注30)。

以上のように考えると、キヤッシュアウトとの関係で従来の下級審裁判例が繰り返しきた、「当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきもの」という命題がややミスリードイングであることも理解できるであろう。株式買取請求の場合の公正な比率の判断基準時といわゆる「基準日」とを区別せず、そして金額を対価とする組織再編の場合の「公正な価格」についての考え方を整理しないまま、この定式を読むと、キヤッシュアウト価格の公正さを株式の取得日を基準に判断しなくてはならないかのような誤解を生みかねない。実際、少なくとも下級審裁判例はそういう発想に縛られ、公開買付後の市場動向を勘案した「補正」を行い、買取価格を決定してきたと思われる。しかし、その定義上対価が現金に限られるキヤッシュアウトにおいては、「当該株式の取得日」という基準日は、ほとんど考える意味がないのである。

(注24) 仮に合併計画公表後に当事会社の企業価値に影響がある事象が発生し、当初の合併条件のままでは不正となる状況が発生したとすれば、当初の条件を修正して合併承認決議を得るべきである。

(注25) 飯田・前掲(注6)44頁は、「手続が公正に行われた取引なのであれば、その価格が市場価格に反映されるので、算定基準日における市場価格（二段階買取ならば公開買付価格）を公正な価格とする」ところが、テクモ事件最高裁決定とも整合的妥当だとする。その結論には異論はないが、本文で述べたとおり、公開買付手続開始後は株価が公開買付価格に取敵するという事実だけからは、結論を導くことはできない。

(注26) 最決平成28・7・1も、「公開買付付に応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付に係る買

付け等の価格と同額で取得する旨が明示されている」ことを、公開買付価格をもって買取価格とする条
件として掲げる。

(注27) 神田・前掲(注8)10頁は、公開買付とキャシュアウトが「一定期間以上離れていると、その間に
さまざまなことが起きる可能性がある」ので、会社が両者をワンセットとして実施すると公表していな
かった場合はもちろんのこと、かりに会社が両者をワンセットとして実施すると公表していたとして
も、両者をワンセットとして認めることは妥当とはいえない場合がありうるものと考えられる」とする
(ただし、公開買付後の市場動向を勘案した「補正」を行う下級審裁判例をどう理解すべきかというコ
ンテキストで述べられた解釈である)。

(注28) 最決平成28・7・1も、「上記取引[筆者注：多数株主が株式会社株式等の公開買付けを行い、その
後に当該株式会社株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取
引]の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めらるるに足りる特段の事情」が存在する場合を例
外とする。

(注29) またそもそもキャシュアウトが企業価値を増加させないと考えられるのであれば、公開買付開始以前の
株価等を参照して、キャシュアウトが行われなかったならば株主が享受し得る価値を補償すべきであ
る(3参照)。

(注30) 最決平成28・7・1は、「①独立した第三者委員会や専門家の意見を鑑み多数株主等と少数株主と
の間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、
②公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取
得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ」た場合に
は、価格決定請求手続における株式の取得価格は公開買付けにおける買付け等の価格と同額とすべきだ
とする(①・②の番号は筆者が挿入)。この判示自体は妥当なものであるが、ここで示された要
件が強行的に満たされない場合にどう扱われるかは、本決定の残された課題である。

本決定の掲げる要件の論理的な意味を分析的に検討する必要があるように思われる。まず上記②が講
たされない場合は、公開買付と後続のキャシュアウト手続を一体視することができない。裁判所は、
価格決定請求手続において、キャシュアウトの効力発生日における公正な対価を算定すべきであり、
必要であれば公開買付直前の株価を「補正」することになる。これに対して、上記①だけが欠けている
場合は、公開買付価格が公正である保証がなくなるので、裁判所は公正な公開買付価格を算定すべ
するが、公開買付と後続のキャシュアウト手続を一体と扱うことはできないことにならう。
市場動向等を勘案した「補正」はすべきではないことにならう。

6 むすび

最決平成28・7・1は、公開買付前置型のキャシュアウトがなされる場合には、公開
買付価格が公正に設定されている限り、公開買付後の株式市場の変動等を勘案した「補
正」はすべきではないとする画期的な判断を示した。筆者も、その結論には賛成であ
り、また同決定が公開買付価格をもって取得価格とすべき要件として掲げる諸要素も妥
当なものであると考えるが、同決定の理由付けには、十分でない面があるように思われ
る。会社法172条に基づく価格決定との関係で下級審裁判例が繰り返してきた「当該株

式の取得日における公正な価格」をもって買取価格とするという命題と、いかにして整
合的に理解できるかという点の説明が弱いからである。そしてこれは、現金を対価とす
る組織再編がなされた場合の株式買取請求権にかかる買取価格の算定や判例の「基準
日」に関する理解とも密接に関連しており、それらの関係を整理する必要がある。

本稿の検討に基づき、考え方を整理すれば次のようになる。

(1) 株式買取請求・価格決定申立てがなされた場合の買取価格は、①組織再編等・
キャシュアウト等がなかったとすれば、あるいは②公正な条件で組織再編等・
キャシュアウト等がなされたとすれば、当該株式が「基準日」において有したで
あろう価格となる。

(2) 企業価値が増加しない場合や、企業価値が増加する場合で対価が存続会社等の株
式等であれば、買取対象株式の価値を判断する「基準日」が重要な意味を持つ。

(3) これに対して、企業価値を増加させる場合で対価が現金であれば「基準日」を問
題にする意味はほとんどない。重要なのは、条件の公正さを判断すべき時点(条件
が決定されたときとみなされる時点)であり、それは通常の組織再編等であれば株主總會
による承認決議時点、後続するキャシュアウトの対価を明示して行う公開買付前
置型のキャシュアウトの場合は、原則として公開買付時点となる。

以上のように考えることで、最決平成28・7・1は、株式買取請求権をめぐる従来の判
例とも整合的に理解することができ、多くの読者にとってもあまりに自明なことを長々
と説明し直しているだけではないかとおそれるが、価格決定申立ておよび株式買取請求
制度に関する頭の整理に役立てば幸いである。

〔法曹時報第68巻第4号抜刷〕

二段階MBOにおける株式の 取得価格の決定

神 田 秀 樹

二段階MBOにおける株式の取得価格の決定

神 田 秀 樹

1. はじめに

裁判所による上場会社の株式の評価について、組織再編において株式買取請求がされた場合における買取価格の決定に際して、株式市場の変動を考慮して、いわゆる回帰分析に基づく修正をしたインテリジェンス社の事例の高裁決定（東京高決平成22年10月19日判例タイムズ1341号186頁）以降、こうした修正をする裁判例が登場してきている。

平成27年に入って、2つの裁判（非訟事件）において、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定に際し、こうした修正をしたものが判例集に公表されている（東京地決平成27年3月4日金融商事判例1465号42頁，東京地決平成27年3月25日金融商事判例1467号34頁）。

もともと、これらの決定は、いずれも、いわゆるMBO（経営陣の買回）とで行われる上場会社の非上場化）の事例であり、かつ、いわゆる「二段階」MBOの事例である。すなわち、第1段階として株式公開買付けがされ、第2段階として全部取得条項付種類株式の取得がされるという方法で、MBOが実施された事例である。しかも、第1段階の公開買付けが公表された時点（以下「時点1」と呼ぶことがある）と第2段階の全部取得条項付種類株式の取得の時点（以下「時点2」と呼ぶことがある）との間に株式市場およびMBOの対象となる会社の株価が上昇していた事例であり、これらの点でインテリジェンス社の事例と異なる。また、いずれの事例も、公開買付けの前

の時点において、すでに支配株主が存在していた会社に関する事例である。そして、裁判所は、いずれの事例においても、公開買付け価格よりも高い価格をもって全部取得条項付種類株式の取得価格と決定した。なお、両決定とも、時点1よりも後、全部取得条項付種類株式の取得に係る株主総会の議決権の基準日以後に市場で株式を取得して全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てをした者についても価格決定を認めたが、この点については、本稿では取り上げない。また、^(註1) 回帰分析を用いた修正については、いくつかの留意点があるが、これも本稿では取り上げない。

本稿で着目したのは次の点である。すなわち、両決定の考え方のような実務が形成されると、時点1より前から株主であった者は、もし対象会社が第2段階の全部取得条項付種類株式の取得について第1段階の公開買付け価格での取得を約束しているとすると、公開買付けには応じないほうがよいこととなる。

本稿では、こうした価格決定のあり方について、筆者が気が付いた感想を^(註2) 簡単に述べることとしたい。

2. 具体例

本稿は、上記の2つの裁判例を検討することを目的とするものではない。しかし、具体例を挙げたほうがわかりやすいと思われるので、上記の東京地決平成27年3月25日の事例について、以下で、簡単に概観し、これを例として考えることとしたい。

- (1) A社は東京証券取引所一部上場会社であり、B社はその親会社であり、B社はA社の発行済株式総数の59%超を保有していた。
- (2) 平成27年1月8日、B社は、A社に対して残りの株式すべてについてこれを公開買付けにより取得する旨を公表し、A社を完全子会社化する計画であることを公表した。その際、公開買付けの結果A社株式のすべてを取得することができなかったときは、全部取得条項付種類株式の取得とい

う方法が残った一般株主の株式を取得する予定であり、また、A社の完全子会社化の結果、A社は上場廃止となる予定であることを公表した。

(3) 1月8日におけるA社の株価(終値)は、1株当たり552円であり、B社によるA社株式の公開買付けの価格は1株当たり735円と設定された。1月9日から2月21日まで(30営業日)公開買付けがされた。その結果、B社はA社の発行済株式総数の77%を保有するに至った。

(4) 全部取得条項付種類株式の取得については、2月14日に議決権の基準日公告がされ、2月28日を議決権の基準日として、5月24日に定時株主総会および種類株主総会が開催され、賛成多数により、全部取得条項付種類株式の取得(以下「全部取得」と呼ぶことがある)が可決された。全部取得の取得日(取得の効力発生日)は、6月28日と設定され、6月25日にA社は上場廃止となった。なお、4月15日のA社のプレスリリースにおいて、全部取得の取得価格については、「取得日の前日において株主の皆様が保有する当社普通株式数に金735円(本公開買付けにおける1株当たりの買付け価格)を乗じた金額に相当する金銭を株主の皆様へ交付できるような価格に設定することを予定しておりますが、裁判所の許可が得られない場合や、計算上の端数調整が必要な場合等においては、実際に交付される金額が上記金額と異なる場合もあり得ます」と述べられている。

(5) 全部取得に係る株主総会決議において反対した株主は、会社法172条1項に基づいて裁判所に対して取得価格の決定の申立てをした。

以上の例だと、時点1における株価は1株当たり552円、公開買付け価格は1株当たり735円である。時点1と時点2(6月28日)との間は6か月弱である。

上記の東京地決平成27年3月25日は、取得価格を1株当たり835円と決定した。そのプロセスは、時点1における株価である1株当たり552円についてその後の株式市場の変動を考慮し、市場インデックス(TOPIXなど)との相関関係に着目する回帰分析を用いた分析を肯定して、6月28日の予想株価

を算出し(実際の事案では6月28日の前1か月の平均値を採用した)、1株当たり696円とした。これに20%(139円)のプレミアムを加算して、取得価格を1株当たり696円+139円=835円と決定した。

3. MBO 取引における取得価格の決定に関するルール

上記の例のようなMBO取引における取得価格の決定に関するルールは、レックスHD社の事例(最決平成21年5月29日金融商事判例1326号35頁)における田原隆夫裁判官の補足意見において、次のように述べられている。

「会社法172条1項各号に定める株主により取得価格の決定が申し立てられると、裁判所は、取得日(173条1項)における当該株式の公正な価格を決定する。

その決定は、取得価格決定の制度の趣旨を踏まえた上での裁判所の合理的な裁量によって与えられるべきものである。すなわち、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れ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。

原決定が、『公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価値をも考慮するのが相当である』とする点は、(後に)説示するところからすれば、実質的には上記と同旨をいうものと解することができる。」

本稿は、この考え方自体について検討することを目的とするものではないが、田原裁判官の補足意見の①について、同事件の原決定は「取得日における当該株式の客観的価値」と述べていたことに留意しておきたい。

以上の全部取得条項付種類株式の取得という制度は、平成17年に制定され

た会社法によって新しく導入された制度である。これに対して、組織再編の場合の反対株主の株式買取請求権制度における買取価格については、会社法は、平成17年改正前商法の規定の文言を改めた。すなわち、平成17年改正前商法は、買取価格を「(当該組織再編を承認する株主総会の)決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と規定していたが、会社法は単に「公正な価格」と表現を改めた(会社法785条1項・797条1項・806条1項)。この改正については、組織再編がシナジーを発生させる場合には、反対株主に対しては、組織再編がなかったならば有したであろう価格だけでなく、組織再編により生ずるシナジーの公正な分配までを保障しようとする趣旨であると説明^(注3)されている。

このような改正を経た会社法のもとにおける株式買取請求権制度について、一般には、裁判所が決定すべき「公正な価格」には2通りあることになり、それらは「なかりせば価格」と「シナジー分配価格」であって、その結果、具体的な事例が「なかりせば」事例であるか「シナジー分配」事例であるかによって裁判所が行う作業は異なるという説明がされることがある。この場合、後者の事例は、シナジー以外の企業価値の増加分の公正な分配も含まれるので、ここでは、後者の事例を「比率不公正」事例と呼ぶこととする。

最高裁によれば、株式買取請求における公正な価格を算定する基準日は、株式買取請求がされた日である。すなわち、「公正な価格」とは、「なかりせば」事例では、原則として、株式買取請求がされた日における、組織再編を承認する旨の株主総会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をいい(最決平成23年4月19日民集65巻3号131頁、最決平成23年4月26日判例時報2120号126頁)、それ以外の場合には、原則として、組織再編契約ないし計画において定められていた比率が公正なものであったならば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(最決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁)。また、公正な価格を算定するに

あたって参照すべき市場株価として、株式買取請求がされた日における市場株価や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裁判所の裁量の範囲内にある(同最決平成24年2月29日)。ただし、これらの最高裁の事例は、いずれも反対株主がキャッシュアウトされた事例ではなく、株式買取請求権を行使することで反対株主は会社からの退出を選択したという事例であることに留意する必要がある。

なお、裁判所による買取価格の決定は、非訟事件手続により裁判所が合理的な裁量の下で株式の公正な価格を形成するものである(最決昭和48年3月1日民集27巻2号161頁参照)。この点は、平成23年に制定された新非訟事件手続法および関連改正(平成25年1月1日施行)により、会社非訟事件において、当事者が対立する紛争について手続保障の観点から申立書(写し)の送付、審問と陳述の聴取、審理終結と裁判日の告知等が取り入れられ(会社法870条以下)、また、裁判所は文書提出命令を出せるようになり(非訟事件手続法59条)、専門委員を関与させてその意見を聴くことができるようになった(同法33条)後も、基本的には変わらないと考えられる。以上の点は、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定についても当てはまる。

筆者は、別稿において、株式買取請求権制度について、実際に裁判所が行う作業という観点から、次のように理解するのが妥当であると論じた。ここではその詳細は省略するが、要するに、筆者は、この制度は次のように理解すべきものと考えている。すなわち、株式買取請求権制度は、第一義的には(ア)「部分解散ないし部分清算」(ここでは「部分解散」と呼ぶ)による株主の退出の機会を保障するものであり、第二義的には、これに加えて、(イ)資本多数決に基づいて忠実義務違反の組織再編がされたことによって反対株主が被った「損害ないし不利益」(ここでは「損害」と呼ぶ)の填補を一定の範囲で認める機能を有する。そして、実際問題としては、(ア)はつねに認められ、(イ)は「損害」が認定できれば認められる。

このように考えた場合、「なかりせば」事例と「比率不公正」事例の区分

は、次の点に意味があることになる。すなわち、まず、概念としては、(ア)(部分解散)については、どちらの事例にも共通するものである。他方、(イ)(損害填補)については、存続会社の株式を対価とする合併においてその消滅会社の反対株主が株式買取請求権を行使する場合を例にとると、「なかりせば」事例とは、その合併の決議による消滅会社の企業価値の毀損により反対株主に生ずる損害を填補するものであり、「比率不公正」事例とは、その合併の決議による消滅会社の株主へのシナジード分配(合併比率)が公正でないために、公正な場合との差額として生ずる株式価値の毀損という損害を填補するものである。

では、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定については、どのように考えるのが妥当か。この点について、筆者は、株式買取請求における公正な価格の決定と同様に、次のように考えている。すなわち、(ア)部分解散と(イ)損害填補の合計額をもって取得価格とするのが妥当である。この観点からすると、上述した田原裁判官の補足意見において「④MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値」と表現されているのはややわかりにくい。なぜならこれはMBOにおける「なかりせば価格」のように読めるからである。もしそう読むと、株式買取請求では、「なかりせば価格」か「比率不公正価格(公正な条件での組織再編等があった場合の価格)」かのどちらかとなるのに、MBOでは、「なかりせば価格」に田原裁判官の補足意見という「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」が合算されるべきこととなって、組織再編における株式買取請求とMBOとでなぜ異なるかが問題となる。しかしながら、上述したように、レックスHD社の事例の原決定は、田原裁判官の補足意見の④に対応する部分について、「取得日における当該株式の客観的価値」と述べていたのであって、筆者は、MBOの場合にも、理論的には、上記(ア)と(イ)の合計であり、実際問題としては、(ア)はつねに認められ、(イ)は「損害」が認定できれば認められるべきものと考えている。

実際問題としては、MBOは、通常は、「なかりせば」事例ではなく組織再編でいえば「比率不公正」事例である。MBOでは比率という用語は適切でないで、「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なるべき部分」が存在する事例であるということになる。田原裁判官の補足意見は以上のようなることを述べた趣旨であると理解するのが妥当であると筆者は考えている。

4. 二段階 MBO の場合

以上のように規範が形成されてきた経緯からすれば、上記で挙げた例において、東京地裁が基準日(時点2)における取得価格を決定するに際して、時点1よりも後の市場の変動を考慮に入れて取得価格を決定したことは自然である。しかし、二段階 MBO の場合には、留意すべき点がある。いわゆる「強圧性」と「逆強圧性」と呼ばれる問題である。

すなわち、もし第2段階の価格(全部取得の価格)が第1段階の価格(公開買付けの価格)よりも低く設定されると、公開買付けに応じたくないと考えている株主も、公開買付けが成功してその後第2段階に進むと、より低い価格で持株を取得されてしまう。そこで、公開買付け(の価格)に不満な株主もやむをえず公開買付けに応じることになりかねない(強圧性)。逆に、もし第2段階の価格(全部取得の価格)が第1段階の価格(公開買付けの価格)よりも高く設定されると、公開買付け(の価格)に賛同する株主も、公開買付けに応じない、あるいはより高い価格で持株を取得してもらえないことになるので、公開買付け(の価格)に賛同する株主も公開買付けに応じないということになりかねない(逆強圧性)。以上が正しいとすると、第1段階の価格(公開買付けの価格)と第2段階の価格(全部取得の価格)とは同じでなければならぬということとなる。実際、近年行われる MBO 取引では、第1段階の価格(公開買付けの価格)と第2段階の価格(全部取得の価格)とを同じにすることを予定するものが多い。ただし、上述したように、公開

買付けの公表時点(時点1)でこのことが明言されているかという点、必ずしもそうとまでいえないように見受けられるし、全部取得条項付種類株式の取得についてのプレスリリースでも、上述したように「取得価格は公開買付け価格と同額であることを予定しておりますが、裁判所の許可が得られない場合や、計算上の端数調整が必要な場合等においては、実際に交付される金額が上記金額と異なる場合もあり得ます」と述べるのが通常であるように見受けられる。

以上のような状況のもとで、上記で挙げた例において、東京地裁が基準日(時点2)における全部取得条項付種類株式の取得価格を決定するに際して、時点1よりも後の市場の変動を考慮に入れて取得価格を決定し、時点1の株価である1株当たり552円についてその後の株式市場の変動を考慮し、時点2(6か月弱後)の予想株価を1株当たり696円と算出し、これに20%(139円)のプレミアムを加算して、取得価格を1株当たり835円と決定したことを、どのように理解すべきか。

この点については、一般論としては、少なくとも次の3通りの理解のしかたが考えられる。第1に、裁判所が第2段階の価格を第1段階の価格よりも高く決定するのは、裁判所は第1段階の価格も低すぎたと考えているという理解のしかたである。とくに、支配株主が存在する会社におけるその支配株主による MBO 取引の場合には、そうでない MBO 取引における構造的利益相反の存在という問題に加えて、支配株主による取引であるため、一層の公正さが要求される。^(注8) 裁判所が第1段階の価格も低すぎたと考える場合があるとしても不思議ではない。もともと、上述した東京地裁平成27年3月25日は、第1段階である公開買付けの価格は公正な価格であったと述べており、したがって、当該事案に関するかぎり、裁判所の考え方はこの理解とは整合しない。

第2に、時点1と時点2とが一定期間以上離れているような場合には、第1段階と第2段階とをワンセットとして「二段階買収」と認めることはでき

ないとする理解である。時点1と時点2とが一定期間以上離れていると、その間にさまざまなことが起きる可能性があるから、会社が両者をワンセットとして実施すると公表していない場合ももちろんのこと、かりに会社が両者をワンセットとして実施すると公表していたとしても、両者をワンセットとして認めることは妥当とはいえない場合がありうるものと考えられる。具体的な事例において、どのくらいの期間であればワンセットと扱ってよいのか、どのような具体的な事情があればワンセットでないと考えられるか等については、さらに詰める必要があるが、少なくとも考え方としてはありうる考え方である。

第3に、価格決定とは価格決定の基準日において上述した(ア)と(イ)を決定する作業であるという基本ルールに忠実に従えば、時点1における株価や公開買付けの価格は参照する数値にすぎず、基準日(すなわち時点2)において、時点1における株価や公開買付けの価格を参照しながらも、時点2までの間の市場の変動等を考慮することは自然である。換言すれば、これが規範であるということになれば、二段階MBOを実施する会社としては、第1段階の価格(公開買付けの価格)の公表に際して、第2段階の取得価格は「その後の市場の変動を考慮して修正した価格」とする旨を定めて公表するということになる。昔、上場会社における募集株式の発行に際しての払込金額の決まりがある。昔、上場会社における募集株式の発行に際しての払込金額の決定のしかたに際し、取締役会決議で確定金額を定めていたところ、その後の株式発行の効力発生日までに株価が変動するため適切でなく、取締役会決議においては「将来の株式発行の効力発生日における時価」と定めることが認められることとなったという経験が想起され、参考となる(現在の会社法201条2項参照。詳細は省略する)。

5. むすびに代えて

会社法の平成26年改正により、二段階MBO取引の第2段階目は、今後

は、仕組みが複雑な全部取得条項付種類株式の取得ではなく、公開買付けにより対象会社の株式(の議決権)の90%以上を取得できた場合には特別支配株主の売渡請求(会社法179条以下)、90%以上を取得できなかった場合には特別支配株主の売渡請求(会社法179条以下)、90%以上を取得できなかった場合には特別支配株主の売渡請求(会社法180条以下)となる。前者では、キャッシュアウトされる株式の併合(同法180条以下)と考えると予想される。前者では、キャッシュアウトされる価格に不満な株主は、裁判所に対して売買価格決定の申立てをすることができ(同法179条の8)、後者では、そのような株主は、反対株主の株式買取請求権を行使することができる(同法182条の4・182条の5)。また、本稿では取り上げなかったが、裁判所に持ち込まれた株式買取請求の価格決定の場合と全部取得条項付種類株式の取得価格決定の場合、そして、特別支配株主の売渡請求に係る価格決定の場合とで、算定基準日が異なるといふかという問題もあり、キャッシュアウトの場合には、そう考えておきたいと考えられる。いずれにせよ、本稿で取り上げた点を含めて、一貫したルールが形成されていくことが期待される。

(注1) インテリジェンス社の事例および回帰分析に基づく修正についての筆者の感想は、神田秀樹「会社法における株式の公正な価格の決定」岩原紳作はか編『会社・金融・法(下巻)』139頁以下(商事法務、平成25年)参照。

(注2) 本稿執筆に関連して、ある研究会において同僚の藤田友敬教授と加藤貴仁准教授から貴重な指摘を得た。ただし、本稿については筆者のみが責任を負う。なお、本稿に関連する文献は多いが、近年の労作として、飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』(商事法務、平成25年)および同『公開買付け規制の基礎理論』(商事法務、平成27年)がある。

(注3) 江頭憲治郎『株式会社法(第6版)』872頁(有斐閣、平成27年)参照。なお、シナジー以外の企業価値の増加分の公正な分配も含まれることにつき、相澤哲編著『立案担当者による新会社法の解説』別冊商事法務295号201頁(平成18年)。

(注4) 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎先生還暦記念『企業法の理論(上巻)』261頁以下(商事法務、平成19年)、江頭・前掲

(12) 68巻4号 890

(注3) 箇所。

(注5) 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務1879号4頁以下(平成21年)。

(注6) 神田・前掲(注5)6頁。なお、ここにある「損害」は、株式買取請求権制度においては、組織再編による企業価値の毀損や比率の不正が対象会社の株式すべてにもたらされるようなものを意味する。

(注7) 神田・前掲(注5)5頁～6頁。

(注8) アメリカのデラウェア州の会社法における最近のルール形成について、Kahn v. M&F Worldwide Corp., 846A. 3d 644 (Del. March 14, 2014) 参照。

(学習院大学法務研究科教授)

商事判例研究

平成 27 年度 3

補正に基づく全部取得 条項付種類株式の取得 価格の決定事例

—東証不動産事件

東京大学教員 田中 亘

Hiroshi Tanaka

東京大学商法研究会

東京地裁平成 27 年 3 月 25 日決定

平成 25 年(七)第 234 号、第 236 号、第 238 号、第 241 号、第 246 号、第 247 号、第 249 号、第 250 号、第 255 号、第 256 号、当市券(五)第 77 号、裁判関係参加人(五)東証不動産株式会社、各株主取得価格決定申立事件/金融・裁判例(167)号項目(参考条文:会社法172条1項)

引張

Y 株式会社(利害関係参加人)は、土地、建物所有および賃貸借等を主な目的とする会社であり、その発行する普通株式は、平成 25 年 6 月 25 日まで、東京証券取引所(以下「東証」という)第一部に上場されていた。Y 株式の親会社である A 株式会社は、平成 25 年 1 月 8 日に、Y 株式会社を A 株式の完全子会社とする取引の一環として、Y 株式会社を 1 株 755 円で買いつける公開買付け(以下「本件公開買付け」という)を行うことを公表し、併せて、本件公開買付けにより Y 株式会社普通株式を取得できなかった場合、Y 株式会社普通株式の全部を取得できなかった場合には、平成 25 年 5 月に取得される Y 株式の定時株主総会および種類株主総会において、Y 株式会社が発行する普通株式を全部取得条項付種類株式としたうえで

でこれを全部取得し、A 会社以外の Y 会社株主に対しては、本件公開買付けの価格を基礎として算定される額の現金を交付するという一連の手続きを実施する旨を公表した(以下「本件公表」という)。Y 会社は、平成 25 年 1 月 8 日、本件公開買付けに賛同する旨を公表した。なお、本件公開買付けの価格は、Y 会社と A 会社と、それぞれ、フィナンシャル・アドバイザと A 会社と、それぞれ、フィナンシャル・アドバイザーの株式価値評価報告をもとに交渉を行った結果、合意された金額であり、Y 会社の設置した第三者委員会において、当該価格は妥当であるとの答申を得ている。

本件公開買付けは、平成 25 年 1 月 9 日から同年 2 月 21 日までの間に実施され、公開買付け後の A 会社の Y 株式会社に対する議決権保有割合は、77.09%となった。その後、Y 会社は、平成 25 年 5 月 24 日開催の定時株主総会および種類株主総会において、Y 会社普通株式を全部取得条項付種類株式としたうえで、平成 25 年 6 月 28 日(以下「本件取得日」という)として、新たに発行する A 種類株式を対価としてこれを全部取得すること(以下「本件全部取得」という)と、内容をとする決議を行った。A 会社の株主であった X ら(中立的)は、本件全部取得の決議に反対し、会社法 172 条 1 項により、取得価格決定の申立てを行った。

決定要旨

X らが有していた Y 会社株式の取得価格を 1 株 835 円と決定する(結論)。

I 「(会社法 172 条 1 項) 所定の「取得の価格」というべきであり、具体的には、取得日における当該株式の客観的価値に加え、強制取得により買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り、これを本件についてあるとしても、本件全部取得が行われなかったならば株主が受領する価値及び本件全部取得後に増加分期待される価値のうち庶務株主が享受してしかなるべき部分(以下「客観的価値」という)及び「増加価値」(以下「増加価値」という)とすることができ。」

II 「本件公表後の Y 株式の市場株価は、……本件全部取得がされることを繰り込んだ上で、……これに拘束されて形成されたものであること

が明らかである」から、「Y 会社の客観的価値を反映していないこととを考へがわらるる事情がある」と認められ、これを基礎とし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ことは相当ではない。」

III 「本件公表前の Y 株式の市場株価は当時認められる Y 会社株式の客観的価値を反映していたと認められるもの、本件公表日から本件取得日までに半年間の期間があり、この間、代表的な株価指数である TOPIX 及び東証不動産インデックスが株式市場全体の株価の変動率に依る大幅な変動を取り巻く社会経済情勢の急激な変動により大きく上昇し、それらの株価指数の終値の変動率と Y 株式の市場株価の終値の変動率との間には統計的に有意な相関関係があり、その関係は本件モダリティ(Y 株式会社)の市場株価の終値の変動率) $= a + \beta \times x$ (TOPIX の終値の変動率) $+ \beta \times x$ (東証不動産インデックスの終値の変動率) とする回帰モデルの $\beta_1 = 0.5743$ 、 $\beta_2 = 0.3696$ と推定されている)によって適切に示される」というのであるから、本件取得日における本件株式の客観的価値の算定においては、本件公表前の市場株価をそのまま参照して算定するよりも、本件公表日から本件取得日までとの間の TOPIX 及び東証不動産インデックスの各終値の変動率を本件モダリティに当てはめることにより、本件公表及び本件全部取得がなかったと仮定した場合における本件公表後の各日の Y 株式会社市場株価の終値を予測し、その予測価格を基礎として算定する方が、より高い合理性を有するといえるべきである。」このような方法(以下「本件株価修正」)を用いて予測価格を算定し、当該予測価格を算定したと認められ、本件取得日の平均値を算定することにより、本件取得日における本件株式の客観的価値を 1 株につき 696 円(小数点以下は切り捨て。)と認めるのが相当である。」

IV 「本件公開買付けを含む本件取引は、経営者と株主との利益相反関係を断ち、これを排除するための根拠の措置が講じられ、株主の利益を毀滅したと認められたものとして認められることのできる上、本件公開買付けも適切な情報開示がなされた上で、株主の多数の賛成を得て成立したといえることのできるものであり、これら諸事情を総合すると、本件公開買付け価格(755 円)は、本件公表日の時点においては、本件株式の増加価値を適切に織り込んだもの

であったといえるべきである。」

V 「もともと、本件公開買付け価格は当時の市場株価等を前提として算定されたものであるところ、本件取得日における本件株式の客観的価値は、本件株価修正の結果 696 円と認められ、これは、本件公表日当日の市場株価の終値(552 円)に比して約 26%、本件公表前 1 か月間の市場株価の終値の単純平均(623.8 円)に比して約 33%高いものであり、本件公開買付けの前提に重要な変更が生じたものといわざるを得ない。実際にも本件公開買付け価格は、本件株価修正後の客観的価値(696 円)との関係では約 5.6%のプレミアムを付加したものと(り)、……い」

VI 「以上によれば、本件取得日における本件株式の客観的価値は 696 円であり、本件株式の増加価値配分価格は 139 円(小数点以下は切り捨て。)と認められる。」

評釈

判旨に疑問がある。

I 会社法上のキャプチャ・アウト取引を組み合わせることを用いた上場会社の非公開化取引の一環として行われた、全部取得条項付種類株式の全部取得について、取得価格の決定が申し立てられた事例である。

この種の事例のリーディング・ケースである最判平成 21・5・29 金判 1326 号 95 頁(レックス・ホールディングス事件)は、取得日における当該株式の客観的価値として非公開化取引の公表日前 1 か月間の平均市場株価を算定し、これを、強制取得により買われる今後の株価の上昇の期待分として 20%のプレミアムを加算した額を取得価格とした(原決定(東京高決平成 20・9・12 金判 1301 号 28 頁)を是認している。

もともと、当該事件は、非公開化取引内公正な手続を経て行われたことは認めたいがため、裁判所が強自に

27・3・4参照)。
 本決定は、後者の下級審判例の系譜に属するもの
 であり、非公開化取引が公正な手続を経て行われし
 認めつつも(判旨④)、株式市場全体の動向を反映し
 た相正として求めた客観的価値に20%のプレミアム
 を加算することにより、現在の非公開化取引の価値を
 上回る取得価格を決定したものである。
II 公正な手続を経て行われたと認められる場合には、
 現貨の非公開化取引の価値すなわち公開化取引の
 価値をもとに取得価格とすべきである。本決定のよう
 な方法により、裁判所が独自に取得価格を決定すべき
 ではないと考える(公開買付けの際に、公開買付価格
 と同一の価格でキャッシュ・アウトをすすめる予定である
 旨を提示し、かつ、実際にも同一価格でキャッシュ・
 アウトがなされること)が前提。そうでない場合には、公
 開買付けが強度を持つ恐れがあるため、非公開化取
 引は公正な手続を経て行われたと認められない。本
 件公開買付けにおいては、そのような開示が行われて
 いる。東宝「当社会社で公開買付けの開始に関するお知らせ」(平
 成25年1月8日付)8頁～9頁参照。なお、非公開
 化取引が公正な手続を経て行われたと認められない場
 合にどうするかを含め、私見を補綴に示す(以下「法理問
 題の検討」)と致敬詞＝刃見貞男編「企業再編の理論
 と実務——企業再編のすべて214頁～237頁)。
 これに対し、本件価値相正のような方法を用いて、
 裁判所が独自に取得価格を決定する場合には、少数株
 主は、とりわけ非公開化取引に反対して、金
 の後、取得価格が決定されたと判断できると
 の相場が上昇し、それに伴って、現貨の非公開化取引
 の価値を上回る取得価格が決定されたと判断できるとい
 うことになる。この場合、取得価格決定の申立てを行い、逆
 に、株式市場全体の相場が下落し、現貨の非公開化取
 引の価値を上回る取得価格が決定されたと判断できな
 くなった場合は、取得価格決定の申立てをさせて、市
 場(非公開化取引の価値を反映して形成された)で
 である市場相場)株式を売却するという形、り
 投資は、買取コストを高めることとなり、買取者
 は、当該コストを反映した低い価格でしか非公開化取
 引を行わなくなった。場合によっては、企業価値を

増加する非公開化取引自体を廃念とするといった形で、
 結局、非公開化取引の多数株主の株主を苦とする結果と
 なりかねない。
III 本件価値相正のような補正を行う取得価格
 取得価格決定は、取得時における株式の公正な価値を
 算定するものである(前掲最決平成24・2・29日
 までの生じた株式市場全体の動向についても、これを
 適切に反映して反映しなれない、しかし、前掲最決平成
 21・5・29の原決定が、取得日における株式の客観的
 価値として、本件価値相正のような補正を何ら行わな
 いため非公開化取引の公表日前の市場相場(6カ月平
 均)をそのからもかわるようにより、上記のような考え方
 は、何ら強制的なものではない。
 むしろ、この問題は、次のように考えるべきであ
 る。一般に、非公開化取引が企業価値を増加する場合
 には、裁判所は、取得日非公開化取引が行われ
 たとした場合に、取得日において株式が有する価値を
 もって、取得価格とすべきである(補綴再編における
 株式買取請求に係る株式の価値決定についてである
 が、最決平成24・2・29民集66巻3号1794頁(チ
 クモ事件)参照。なお、本件価値相正が企業価値を増
 加するかどうかは、結論論ではなく、非公開化取引に
 関する意思決定の時点における合理的な判断を基準に
 行うべきである。田中、前掲224頁。本件では、本
 件非公開化取引をするという決定は合理的であったと
 認められており、非公開化取引が企業価値を増加する
 事例であるといえる。重要なのは、取引の条件の公
 正さは、取引に関する意思決定の時点が存在する事情
 に基づいて判断すべきであり、意思決定後に生じた事
 相であって、意思決定の当事者に予測もできないとい
 う事情(取得日までの市場全体の相場動向もその1つ)
 は、公正さの判断に当たっては考慮すべきでないとい
 うことである。意思決定時に予測できないような事情に
 断ひいては取得価格の決定をすることは、反対株主に
 過剰な保護をもたらしてしまふ。
 そして、本件のような、二段階買付の形で行われる
 非公開化取引の場合、一段階目の取引である公開買付

けの条件決定の時点で、二段階目のキャッシュ・アウ
 ト取引の価値も、公開買付価格と同額とするという形
 で決定されている。このような取引条件の決定方法
 では、公開買付けに対する応募株主の意思決定が、強
 制またはフリーライドの問題により重められないよう
 になるという点で合理性があり、それ自体、公正な条
 件であるといえるべきである。それゆえ、裁判所は、公
 開買付けの条件決定が公正な手続を経て行われたと認
 められる限り、当該条件を前提として基準日に形成さ
 れる株式の価値(基本的に、公開買付価格に等しい)
 をもって、取得価格と決定するべきである。

IV なお、本件においては、本件公開買付けに対
 して、A会社以外のY会社株主の保有株式の
 過半数は応募していないこと(買付予定数約2269万
 株に対し応募は約999万株)、Y会社株式について
 時価超過法により株価を算定すること(DCF法によ
 る価値算定に基づく)本件公開買付価格を大きく上回
 ること、といった事情が存する。こうした事情は、本
 件非公開化取引の公正さを直に否定するものではな
 いが、取引が公正な手続を経て行われたかについて、
 裁判所が慎重に審査を行う必要がある。こうした事情は、
 なりうる。たとえば、不動産会社であるY会社の主
 要な資産(不動産)は時価超過法が適用されるはずであ
 るが(企業会計基準委員会「貸付等不動産の時価等の
 開示に関する会計基準」(平成20年11月28日)。
 不動産の時価は基本的にその収益性に資する時価超過法
 ものであるから、当該時価は収益性に資する時価超過法
 に基づく株価評価と比べ、DCF法による株価評価が
 著しく下回っている場合、後者の評価の基礎とされた
 キャッシュ・フロー割引の合理性に疑義を呈しうる。
 本件では、裁判所はこうした点を考慮し、手続の公正さ
 についてより慎重に検討するべきであったのではない
 か。

V 株式買取請求・取得価格決定事件における 株式市場価格の機能

飯田 秀 総 神戸大学准教授

一 はじめに

本稿の目的は、株式買取請求権について、裁判所が株式市場価格（以下「市場価格」という）をどのように使っているかを明らかにするとともに、その機能を分析することにある。検討の対象とするのは、上場会社における、組織再編（つまり、合併、株式交換、株式移転および会社分割）の場合の株式買取請求権（会社法七八五条、七九七条、八〇六条）と、キャッシュ・アウト目的で行われる全部取得条項付種類株式の取得の価格決定の申立て（同法一七二条）の事件に関する裁判例である。

株式買取請求権についての最高裁の見解を前提にすると、判断枠組みは次のとおりとなる（注一）。すなわち、まず、組織再編行為によって、株式買取請求権が行使された会社（以下「対象会社」という）の企業価値が増加するか否かが問題となる。もしも企業価値が増加しないならば、買取請求日における、組織再編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）を算定しなければならぬ（注二）。また、もしも企業価値が増加するならば、裁判所は、買取請求日における、企業価値の増加を適切に反映した価値（以下「シナジー分配価格」という）を算定しなければならない（注三）。

そして、裁判所は、次の二点において市場価格を参照することが多い。第一に、組織再編が企業価値を増加するものかどうかを判定する際（注四）、第二に、ナカリセバ価格・シナジー分配価格の算定に際してである（注五）。最高裁は、下級審の一部にみられた市場価格主義とでもいうべき考え方（上場会社の株主は、市場価格を前提として投資行動を行っている以上、市場価格を基準とすることは株主にとっても基本的に公正であるという考え方）（注六）ではなく、市場価格が企業の客観的価値を反映しているからであるという点に、その算定の基礎資料として市場価格を用いることの合理性を認めている（注七）。

このような傾向は、効率的資本市場仮説を裁判所が前提としているからだともみることが可能

目次

- 一 はじめに
- 二 企業価値の増減と市場価格
 - 1 市場価格の変化率に注目する裁判例について
 - 2 裁判例の市場価格の動きの使い方の評価
- 三 ナカリセバ価格の算定と市場価格
 - 1 公表日前の市場価格・その補正
 - 2 機能と評価
- 四 シナジー分配価格の算定と市場価格
 - 1 最高裁の立場
 - 2 請求棄却の機能
- 五 現金対価の公開買付けを前置する二段階買取の場合
 - 1 田原補正意見の示した定式
 - 2 取得価格の算定——手続の公正性に注目する運用
 - 3 足し算の一人歩き
- 六 むすび

である（注八）。情報が市場価格に瞬時に反映されるという情報効率性と、市場価格は企業価値を正しく反映しているという基礎的価値（fundamental value）効率性の両者を区別する理解を前提としても、裁判所はこの両方の意味での効率性を前提としているといえる。これは日本の裁判所の特徴ともいえる（注九）。なぜなら、たとえばアメリカのデラウェア州の判例では、市場価格は、買取価格の算定にとって重要な考慮要素の一つだが決定的なものではなく（注一〇）、株式の真の価値とは異なり得るといって考

えを前提にしているからである(注一)。

他方で、確かに、市場価格が基礎的価値を反映していないことはあるだろう(注二)。しかし、市場価格以外の評価手法には評価者の主観的な判断が入り込むため、市場価格以上に正しい評価になってしまう可能性もある(注三)。そうだとすると、日本の裁判所は、市場価格が最も容易に入手可能な信用性の高い証拠だから活用しているにすぎず、特定のファイナンス理論を前提とする意図はないのかもしれない。たとえば、最決平成二四年二月二九日民集六六卷三号一七八四頁の須藤正彦補足意見は、算定手法の選択に際しては、①費用・時間を節約する簡易な方策をとるべきこと、②株式買取請求権の趣旨、③会社がすでに第三者算定機関の算定を得ているときにはその資料の提出の負担は重くないことを考慮すべきとしている。このように、訴訟経済を考慮に入れるのであれば、市場価格に企業価値の指標として一〇〇%の正確性がなくてもやむを得ないと割り切っているのかもしれない(注一四)。また、③の指摘は、市場価格以外の証拠を排除する意図はないことを示唆している。

そこで、本稿では、市場の効率性を前提とすることの是非を問題とするのではなく、むしろ、裁判所が市場価格を原則的に利用することにどのような機能があるのかを分析し、それが妥当なのか評価することを目的とする。

以下では、二で企業価値の増加の有無の判

断、三でナカリセバ価格の算定、四でシナジー分配価格の算定、五で全部取得条項付種類株式の取得価格の決定のそれぞれにおける市場価格の利用の機能について検討し、六で以上の検討をまとめてむすびとする。

二 企業価値の増減と市場価格

1 市場価格の変化率に注目する裁判例について

下級審裁判例の中には、組織再編の比率等の条件の公表日およびそれ以後の対象会社の市場価格の下落が、日経平均等の市場指標の下落と比べて大きいかどうかで、企業価値の増加または毀損を認定するものがある(注一五)。たとえば、東京高決平成二二年一〇月一九日金融・商事判例一三五四号一四頁では、第三者機関の算定書を得るなど公正な手続がとられ、株式交換比率は客観的には合理的であるが、しかし、株式交換の公表後に市場価格が下落(日経平均およびTOPIXと比較して市場全般の動向と乖離して急落)した主要因は株式交換にあるとして、企業価値・株主価値が毀損されたと認定された。同決定の判断枠組みによれば、組織再編行為の公表後に市場価格が下落した場合には、①その下落が組織再編以外の要因によるものであること、または、②公表日前の市場価格が不当に高値を付けていて企業価値を反映しない市

場価格だったこと、が疎明されない限りは、企業価値が毀損されたものとして取り扱われることとなる(注一六)。

逆の例として、組織再編行為の公表後に市場価格が下落したケースであっても、その下落率が日経平均とTOPIXの下落率よりも低いことから、企業価値の毀損を否定した裁判例もある(注一七)。

2 裁判例の市場価格の動きの使い方の評価

(1) 裁判所の暗黙の前提

しかし、前記のような裁判例における市場価格の動きへの言及には、疑問がある。裁判例が市場価格の変化率を日経平均等の変化率と比較して企業価値の増加・毀損を認定していることについては、イベント日を組織再編の比率等の公表日として行うイベントスタディを、簡略な方法で行っているといえる。まず、日経平均等の市場指標の変化率と対象会社の市場価格の変化率を単純に比較しているということは、マーケットモデルにおけるベータが一であることを仮定して異常リターンを計算しているのと同じである。さらに、市場価格が下落したならば、企業価値が毀損されたという認定は、その下落率の統計的検証を省略しており、統計的に有意な下落かどうかの計算を行うまでもなく統計的に有意な下落である(つまり偶然に下落したのではない)とみなしていることと同じである。いずれの仮定も、イベントスタディの標準的な

手法によるものとはいえない(注一八)。

(2) イベントスタディとその限界

もっとも、標準的なイベントスタディの手法によるときであっても、それだけで決定的な証拠として扱うのには慎重である必要がある。

第一に、組織再編の公表日前にすでにその組織再編の情報が予想されていて、市場株価に織り込まれている可能性がある(注一九)。また、日本の取引でよくあるケースとして、組織再編の比率の公表前に「経営統合のお知らせ」などという形で当該組織再編を実行すること自体について情報が開示されていることがある。この場合、組織再編比率の公表日をイベント日として計算した異常リターンをもって当該組織再編が企業価値を毀損するか否かの判定に直接に使えるとは限らない(注二〇)。

第二に、たとえ第一の問題がないケースであったとしても、株式買取請求の裁判においてはイベントスタディのサンプル数は一件(対象会社のみ)だから、この場合には分散の推定などにやや弱点があり、この場合のイベントスタディの結果は割り引いてとらえるべきである(注二一)。

いずれにしても、統計的に有意な市場価格の変化が確認できたときであっても、それが組織再編の影響にだけ市場が反応した結果なのか、それとも他の情報に反応した結果なのかということについてその当時の状況を検討したりして、頑健性を確認しなければならぬ(注二二)。

つまり、実は客観的な数値だけで評価できるわけではなく、実証分析の結果の解釈という主観的評価が入らざるを得ない。

(3) 機能

また、裁判所が簡略な方法で企業価値の増加の有無を認定するというのであれば、組織再編の比率の公表日に株価が下落した場合、ナカリセバ価格が算定される可能性が高く、株主は株式買取請求権を行使するインセンティブを持つだろう。そのため、株主総会で反対する株主が多くなつて、企業価値が毀損されるような組織再編を成立しにくくする(あるいは、株式買取請求が増えることを避けるために、企業価値毀損型の組織再編を経営者が提案しないようになる)という機能が理論的には考えられる。

しかし、単に公表日に株価が下落したかどうかをみるという簡略な方法では不正確な評価となるおそれが高い。そのため、その日に株価が下落するものの中には企業価値を増加させるような組織再編も含まれているはずであり、そのような効率的なものまで抑止されてしまう。したがって、この機能からみても、市場価格の動きの大雑把な分析で企業価値の増加の有無を認定することは妥当でない。

(4) 小括

以上のような問題点があることを考慮すれば、市場価格の動きが企業価値の増加の有無を正確に反映しているといえる場合に限り、市場価格の動きを重視する認定を行うべきであ

る。それ以外の場合は、基本的には、手続の公正性の審査を重視することを原則とすべきであつて、市場価格の動きをそれ以上に重視する必要はなく、むしろ、法律論としては、手続の公正性が認定できる場合には(ただし、MBOや支配・従属会社間の組織再編の場合には、たとえば第三者委員会の設置などの形式面を認定するだけではなく、第三者委員会が実質的に機能したのかなどについて詳しく審査することが必要である)(注二三)、当該組織再編は企業価値を増加させるものと推認してよいと考えられる(注二四)。効果の面から考えても、公正なプロセスで行われた組織再編について株式買取請求権を行使した株主(以下「反対株主」という)に救済・利得を与える必要はなく、実質的には請求棄却の機能(これについては四で説明する)があるシナジー分配価格をもって「公正な価格」としてよいからである。

三 ナカリセバ価格の算定と市場価格

1 公表日前の市場価格・その補正

ナカリセバ価格の算定に際して、最高裁は、市場価格の利用について、組織再編の公表前の市場株価を参照し、公表後、株式買取請求がされた日までの間に当該組織再編以外の市場の一般的な価格変動要因により、当該株式の市場株価が変動している場合に、これを踏まえて参照

した株価に補正を加えてナカリセバ価格を算定することは、裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるとした(注二五)。

この補正(参照株価を基礎としつつ、買取請求の日における価格を推測する作業)は、法律論の観点からも必要である。なぜなら、最高裁判の観念から必要であると「決議の日以降に生じた当該吸収合併等以外の要因による株価の変動によるリスクを反対株主は一切負担しないことになり、相当ではない」(注二六)と述べたことを考えると、この補正はむしろ原則として行うことにしないと、承認決議時説を否定した理由と論理一貫しないからである(注二七)。

2 機能と評価

(1) 裁判費用の効率化

しかし、そもそも組織再編の公表日前の市場価格が、基礎的価値を反映していたといえるのかについて疑問の余地はある。特に、支配・従属会社間の組織再編の場合のように、利益相反の要素がある組織再編においては、市場価格が割安のタイミングを選んで組織再編を実行することも論理的可能性としてはあり得る(注二八)。仮にこれらの問題がないとしても、組織再編の公表日と株式買取請求権の行使日との間には、数カ月の期間の経過があることが多く、マーケットモデルでの推定株価の計算がどこまで信用できるかには疑問の余地がある(注二

九)。かといって、補正しないことは、前記のように解釈論として論理一貫しないから、多少の不正確性には目をつぶって補正せざるを得ないともいえる。

いずれにしても、ナカリセバ価格を、客観的に正しく算定することは容易ではない。市場価格を利用して算定することには前記のような限界がある。また、DCF法などを用いるとしても算定者によって評価が大きく分かれることがある。たとえば、テラウエア州の買取請求訴訟においては、両当事者からDCF法などを用いた専門家意見が提出され、専門家の意見が大きく食い違うことが多い。また、DCF法を好んで利用する傾向のあるテラウエア州の判例でも、信用性のある事業計画がなければDCF法は用いられない(注三〇)。

そうだとすると、市場価格(あるいはそれを補正して求めた価格)を用いることは、その数値は客観的に決まっているという意味で一応の信頼性があり、かつ、簡単に入手できる証拠であるから基礎として用いられているにとどまっているにすぎないと評価することも可能だろう。たとえば当事者が、市場価格が歪んでいたことを示す証拠を提出し(注三一)、さらにDCF法などの算定結果を提出してきたときには、これが信用性のあるものであれば、裁判所がこれを採用する余地は十分にあると思われる(注三二)。

つまり、前記のようなナカリセバ価格の算定

における市場価格の利用を原則とする運用には、市場価格以上に適切な証拠があるならば当事者に提出させるよう促す機能(証拠提出促進機能)があるといえる。これは、裁判所が常に職権で市場価格以外の算定手法での算定のために鑑定を行わなければならないというようなルールと比べれば、裁判費用の効率化に寄与することが明らかである。株式買取請求権の行使にかかる費用を引き下げることが重要であるとすれば(注三三)、このような運用には合理性があるだろう。

(2) 投機防止機能

また、参照株価をそのままナカリセバ価格としてしまうと、その参照される時期に株式を保有していた者が、その後、市場価格が下落したときには株式買取請求権を行使し、市場価格が上昇したときは株式買取請求権を行使せずに市場で売却するという投機ができてしまう。そのため、補正することには、そのような投機を防ぐ機能はある。

しかし、株式買取請求権を使って利益を得るためにこれを行使用するというインセンティブを失わせる機能ではない。なぜならば、組織再編によって企業価値が増加すると裁判所が認定すれば、権利行使日の市場価格での買取りが行われ、企業価値が毀損すると裁判所が認定すればナカリセバ価格での算定がなされる(そして、ナカリセバ価格のほうが株式買取請求の日市場価格より高い可能性が大きい)から、権利行

使にかかる費用などを捨象すれば、株式買取請求権を行使することで、権利行使日の市場価格を上回る利益が得られる期待値はゼロ以上だからである（注三四）。もっとも、これは、株式買取請求権に内在するもので、市場価格以外の算定方法によっても生じるから、市場価格を基礎資料として算定するせいではない（注三五）。

四 シナジー分配価格の算定と市場価格

1 最高裁の立場

組織再編によって企業価値が増加する場合、最高裁は、「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ば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」を算定するとした。そして、組織再編の比率の公正性に関して、最高裁は、当事者間に特別の資本関係があるかどうかで場合を分け、独立当事者間の組織再編の場合には株主および取締役の判断を尊重すべきだとした。この場合、前記の価格の算定に当たり、株式買取請求がされた日の市場株価または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、裁判所の合理的な採用の範囲内にある、とした（注三六）。

2 請求棄却的機能

それでは、手続の公正性が認められるケース

で、シナジー分配価格を算定する類型において、権利行使日の市場価格（あるいはその日近辺の市場価格の平均値）を用いることにはどのような機能があるだろうか。

反対株主の観点からは、権利を行使しても実質的な救済は得られないという機能がある（注三七）。なぜならば、この場合には、市場で株式を売却すると、株式買取請求権を行使するのと、株主が受け取る経済的利益に違いがない（とみなせる）からである。もちろん、市場の流動性が低ければ市場価格でその保有株式のすべてを売却できる保障はないし（注三八）、他方で、株式買取請求権には利息が発生するから、株式買取請求権を行使したほうが反対株主には有利とみえなくもない。もっとも、平成二六年会社法改正によって仮払制度が導入されたから、この利息の発生による利得の獲得はできなくなつたといえる（注三九）。また、市場で売却すればただちに現金を手に入れられるのに対し、株式買取請求権を行使すれば会社との協議や裁判所への申立てなどのために、現金を手に入れるのに時間がかかるから、市場の流動性が低いケースであっても、株式買取請求権を行使したほうが当然に有利だとはいえない。

したがって、この機能は、組織再編によって企業価値が増加し、かつその増加価値の分配が公正に行われている場合には、反対株主への実質的な救済を否定し、いわば請求棄却的な効果を持つものといえる（注四〇）。従来、合併公表

後に株式を取得した株主については、利得を与える必要はないという観点から、合併公表後の市場価格をもって買取価格とする裁判例が、平成一七年改正の前にも後にもあることは（注四一）、買取請求の日の市場価格をもって公正な価格とすることが、実質的に請求棄却的機能があることを裏づけるともいえる。

そして、これは妥当である。なぜなら、組織再編が公正に行われたときに、反対株主に市場価格を上回る救済を与える必要性はないからである。もちろん、論理的な可能性として、買取請求の日の市場価格が基礎的価値を反映していないこともあり得る。その場合には市場価格以外の信用性の高い算定を証拠として提出すれば、認められる可能性があることはこの場合でも同様である。しかし、この局面では、手続が公正に行われている類型なのだから、請求棄却的機能を重視すべきであり、市場価格が割安になつているという明白な事情がない限りは、市場価格を上回る救済を認めるべきではない。

五 現金対価の公開買付けを前置する二段階買取の場合

1 田原補足意見の示した定式

全部取得条項付種類株式の取得価格決定については、最決平成二一年五月二九日金融・商事判例一三二六号三五頁の田原陸夫裁判官の補足

意見(以下「田原補足意見」という)の判断枠組みに、その後の下級審裁判例は従っている。田原補足意見が提示した取得価格の次の定式化は、株式買取請求権の判断枠組みと表現は違っている。すなわち、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」(以下「①の価値」という)と、「②MBOの実施によつて増大が期待される価値のうち株主が享受してしかなるべき部分」(以下「②の価値」という)とを、合算して算定すべきとされている。下級審裁判例は田原補足意見と同様の定式化に従って算定している(注四二)。それでは、この枠組みの下で、市場価格はどのように利用されるのかについて検討する。

2 取得価格の算定——手続の公正性に注目する運用

下級審裁判例では、①の価値について、「取得日における客観的価値」を算定すると表現している。ところが、実際に行われている作業では、当該企業再編の公表日前の市場価格の平均値等が計算されている。当該公表日から取得日までの間に数カ月の時間的間隔が空いているにもかかわらず、その間の株式市場の一般動向による補正の作業は行われないのが通常である。その上で、②の価値を算定する際には、一段階目の公開買付価格と同額で二段階目の取得をする二段階買取のケースでいえば、実際の公開買付価格が②の価値を反映していたといえるか否かを

審査している。その審査に際して、利益相反を回避し、取引の公正性を担保する措置を講じていたかどうか注目し、それを講じたといえるならば、一段階目の公開買付価格をもって公正な価格とする傾向にある(注四三)。

つまり、裁判例が行っている作業の実態は何かといえば、公開買付公表時点で市場価格と、公開買付価格を対比し、十分なプレミアムが支払われているか否かを、そのプロセスに注目して審査しているといえる(注四四)。

そして、この審査の実態は、正当と評価できる。なぜならば、企業価値が増加する場合における「公正な価格」の審査は、独立当事者間取引だったならば行われたであろう取引条件といえるかどうかの審査といえることができる。独立当事者間取引であれば、公開買付けを開始する時点で対象会社の企業価値等を評価し、公開買付価格を決定するのが通常といえるからである。また、手続の公正さが認定されるのであれば、公開買付価格をもって公正な価格とすることで請求棄却的機能があるからである。

結局、この類型では、市場価格は、「公正な価格」の算定にとって直接的な機能は果たしていない(間接的に、プレミアムの評価の基準点としてのみ機能する)といえる。

3 足し算の一人歩き

他方で、「取得日における客観的価値」を算定

すると表現している定式に文字どおり従い、企業再編の公表日前の市場価格を参照して、それをマーケットモデルなどで取得日の株価を推定し、さらにプレミアムを上乗せするような算定をした裁判例も存在する(注四五)。

しかし、手続の公正性が認められる事案では、このような算定は次のような理由から妥当ではなく(注四六)、前記のように公開買付価格をもって公正な価格とすべきである。

第一に、田原補足意見の「合算」の趣旨は、文字どおり①の価値と②の価値を計算して両者の和を求めるという意味ではないと解される。なぜなら、田原補足意見の定式化において参照されたと思われるMBO報告書では(注四七)、二つの価値の合算について、概念整理は可能だが、実際の案件において二つの価値を客観的に区別・算定することは困難であると指摘しているからである。また、前掲最決平成二十一年五月二九日金融・商事判例一三二六号三五頁の原決定(東京高決平成二〇年九月二日金融・商事判例一三〇一号二八頁)も、①の価値の算定に際して補正は行っていないが、田原補足意見は、原定の判断について、「裁量権の逸脱は認められない」と述べているからである。

第二に、デラウエア州の判例でも、有効なマーケット・チェックを経ている独立当事者間取引と評価できる場合には(注四八)、実際のキャッシュ・アウト価格が最も適切な指標であり、この場合にはDCF法などはセカンドベス

トでしかない」とされている(注四九)。参照株価をマーケットモデルで補正し、さらにその価格に対する適切なプレミアムを裁判所が考えてこれを上乗せするという算定方法は、かなり擬制的であることも合わせて考えれば、日本でも、手続の公正性が認定できる場合には、実際の公開買付価格こそが最も信頼できる数字というべきである(注五〇)。

第三に、株式買取請求権のナカリセバ価格の算定に当たって補正すべきなのは、買取請求の日の市場価格は当該組織再編の影響を受けているから、同日の市場価格を用いたのではナカリセバ価格にならないので、その組織再編の公表前の市場価格を参照せざるを得ないからである。また、算定基準日として承認決議時説を否定したこととの整合性からも(つまり、決議後のマーケット・リスクなどを反対株主に負担させて、買取請求を使った投機を防止するためにも)必要である。これに対し、現金を対価とするキャッシュ・アウトの場合には公開買付け等の公表後、市場価格は当該公開買付価格に収斂する形で形成され、株価変動リスクを対象会社の株主は負っていない。そのため、取得価格決定の申立てを使った投機を心配する必要がない。かえって、これを補正してしまうと、TOPIX等が上昇したときは価格決定の申立てを行い、TOPIX等が下落したときはキャッシュ・アウトの対価を受領するという形での投機が可能になってしまう。手続が公正に行われ

た取引なのであれば、その価格が市場価格に反映されるので、算定基準日における市場価格(二段階買取ならば公開買付価格)を公正な価格とするのが、前掲最決平成二四年二月二九日民集六六卷三号一七八四頁とも整合的で、妥当である。

六 むすび

結局、裁判所は、市場価格を算定の出発点とするが、それを絶対視しているわけでもなく、市場価格は簡易な証拠方法として最大限活用されているにすぎないと理解できるし、また、手続が公正なケースでは請求棄却的な機能を果たしている。もちろん、市場価格が基礎的価値を反映している保証は必ずしもないという限界はある。それでよいと考えるかどうかは、結局、法律論として、株式買取請求権の趣旨をどのように理解するかによって分かれるだろう(注五一)。

最後に、株式買取請求権の行使・取得価格決定の申立てをする株主像の変化の持つ、以上の議論へのインプリケーションを述べておきたい。

伝統的には、突然、組織再編やキャッシュ・アウトが行われることとなった対象会社の少数株主を保護することの必要性を念頭に置いて議論されてきたように思われる。しかし、現在の裁判例の解釈論では、公表日後や基準日後に株

式を取得した株主にも権利行使を認めている(注五二)。これは過小なエンフォースメントへの対応として積極的に評価できる面もあるが、他方で、過剰なエンフォースメントになるおそれがある(注五三)。

最近の裁判例をみると、組織再編等の公表後に株式を購入して、買取請求権等行使するケースが少なくない。実は似たような傾向はデラウェア州でも観察されているところであり、二〇一一年ごろからヘッジファンドなどが数億ドルといった大規模の資金を投入しているようである(「買取請求アービトラージ(arbitrage)」と呼ばれる)(注五四)。このように大規模な株式の取得が組織再編の公表後に行われるようになると、市場価格にもインパクトを与える(買取請求権で得られる「公正な価格」への期待が市場価格に反映される)可能性がある。そうすると、公表日の市場価格の変化に注目することで、その組織再編が企業価値を増加させるか否かを評価することはますます困難になるおそれがある(注五五)。また、権利行使日の市場価格を参照しても、それは裁判所が算定するであろう「公正な価格」の期待をも織り込んで内生的に形成された(つまり、基礎的価値と乖離した)市場価格であるおそれもある。

現在のところ、日本の株式買取請求権の権利行使の金額はそこまでのインパクトはないが(注五六)、将来、ヘッジファンドが日本の株式買取請求権に気がついて権利行使をするように

なったとき、市場価格の表すものの意味が大きく変わってくる可能性はある。本稿の前節までの議論は以上のような事態が生じていないことを前提とした評価にとどまる。

〔付記〕草稿段階で本シンポジウムの準備会の参加メンバーから有益なコメントを頂戴した。御礼申し上げる。なお、本稿は、J S P S 科研費 25780070、26285021 の助成を受けた研究成果の一部である。〕

(注一) 詳しくは、飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定の申立て——株式の評価」法学教室三八四号(二〇一一)二六頁～二八頁参照。

(注二) 最決平成二三年四月一九日民集六五卷三三〇号一頁、最決平成二三年四月二六日金融・商事判例一三六七号一六頁。

(注三) 最決平成二四年二月二九日民集六六卷三三〇号一七八四頁。

(注四) なお、いつの時点を基準にして企業価値の増加の有無の判定を行うべきかという論点があるが、当該会社の「M & A 取引に関する意思決定の時点」と解すべきことにつき、田中亘「総括に代えて——企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司・辺見紀男編『企業再編の理論と実務』(商事法務、二〇一四)二二四頁～二二五頁参照。

(注五) 学説も、市場価格を用いて算定する手法を支持する見解が多い。関俊彦「株式評価論」(商事法務研究会、一九八三)二五九頁～二六二頁、上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫編集代表「新版注釈会社法」(5) 株式会社社の機関(1) (有斐閣、一九八六)二九二頁(六戸善一)、岡田昌浩「少数株主締め出しと株式取得の対価の公正性

の確保」森本滋先生還暦記念「企業法の課題と展望」(商事法務、二〇〇九)一〇一頁、田中亘「公正な価格」とは何か」法学教室三五〇号(二〇〇九)六七頁等参照。

(注六) 横浜地相模原支決平成二二年三月二七日金融・商事判例一三四一三三頁参照。

(注七) 最決平成二三年四月一九日民集六五卷三三〇号一頁、最決平成二四年二月二九日民集六六卷三三〇号一七八四頁。

(注八) 飯田・前掲(注一)三三頁、江頭憲治郎「株式会社法」(第六版) (有斐閣、二〇一五)二一頁注一参照。

(注九) 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——」司法研修所論集一一三二号(二〇一一)五七頁参照。

(注一〇) See *Chicago Corp. v. Munds*, 172 A. 452 (Del. Ch. 1934) and *Tri-Continental Corp. v. Baty*, 74 A.2d 71 (Del. 1950). 詳しくは、飯田秀総「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素」(商事法務、二〇一三)一〇六頁～一〇七頁参照。

(注一一) See *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 684 A.2d 289, 301 (Del. 1996); *In re Emerging Commins Inc., Shareholders Litig.*, No. 16415, 2004 WL 1305745, at *23 (Del. Ch. May 3, 2004).

(注一二) 最決平成二四年二月二九日民集六六卷三三〇号一七八四頁の須藤正彦補足意見参照(株価は企業の客観的価値を反映することもあればしないこともあるものであり、株価を利用するとしても十分に慎重であるべき)。市場価格のみによって算定することをしなかった最近の裁判例として、静岡地沼津支決平成二四年四月一

六日判例集未登載、東京地決平成二五年九月七日金融・商事判例一四二七号五四頁がある。

(注一三) See Daniel R. Fischel, *Market Evidence in Corporate Law*, 69 U. Chi. L. Rev. 941, 944-45 (2002). 前掲(注一二)須藤補足意見も、DCF

法などの「評価算定方法も、所詮は不確定的な数値による予測等を基にするという性質は避けられず、不確実性を免れない」と指摘している。

さらに、鈴木謙也「株式取得価格決定申立事件の審理についての一考察」東京大学法科大学院ローレビュー九号(二〇一四)一七三頁も参照。

(注一四) 藤原俊雄「判批」金融・商事判例一四〇九号(二〇一一)一一頁は、「市場価格を用いるのは……あくまである種の便法に過ぎない」と評している。

(注一五) 企業価値の増加の有無の認定手法の他のタイプとして、組織再編の計画において企業価値が増加する効果を見込んでいることを根拠(の一つ)として、企業価値の増加を認定するものがある。大阪地決平成二四年四月二七日金融・商事判例二一九六号四三頁、東京高決平成二五年二月二八日判例タイムズ一三九三三三三九頁参照。このタイプでは、市場価格の変化はあまり重視されず、当事者が企業価値を増加する計画を立てているから増加と認定しているのに近い。二段階買収の場合で同様のものとして、大阪地決平成二四年二月一〇日判例時報二一五二号一三九頁がある。

(注一六) 同様に企業価値の毀損を認定したものとして、本文の裁判例のほかに、東京地決平成二二年三月二九日金融・商事判例一三五四号二八頁、東京地決平成二二年三月三一日金融・商

事判例一三四四号三六頁がある。

(注一七) 東京地決平成二二年四月一七日金融・商事判例一三三〇号三頁、東京地決平成二二年五月二三日金融・商事判例一三三〇号四頁（下落率は対象会社一八・五%、日経平均株価二六・〇%、TOPIX二三・九%）。

(注一八) 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」ソフトロー研究二〇号（二〇一一）五頁参照。

ほかにも、裁判所は、組織再編の両当事者が上場会社である場合であっても、対象会社の市場価格の変化にしか着目していないが、これが許されるのは、組織再編の比率が当事者の企業価値の比率をベースに決定している場合である（たとえば前掲東京高決平成二二年一〇月一九日金融・商事判例一三五四号一四頁では株式交換比率は客観的に合理的であるとしており、このケースに当たり得る）が、この点への注意がやや不足しているのではないかと疑問もある。鳥山恭一「株式の買取請求と強制取得における「公正な価格」」山本爲三郎編「企業法の法理」（慶應義塾大学出版会、二〇一一）九二頁、一〇〇頁注一参照。

(注一九) 東京地決平成二四年二月二〇日金融・商事判例一三八七号三二頁は、公表前の市場価格に、各種の予測や思惑に基づく期待が織り込まれたものとなっていたことを指摘し、市場価格の急落は企業価値の毀損をうかがわせるものではないとした。

(注二〇) 藤田・前掲（注一八）五頁、前掲（注一二）須藤補意見参照。その場合の対応策としては、経営統合の公表日をイベント日とする

分析も行う、さらに、経営統合の公表日の異常リターンがプラス（マイナス）で、組織再編の比率の公表日の異常リターンがマイナス（プラス）というような場合には、両者の異常リターンを累積して分析するという手法（Luc Renneboog et al., *Why do Public Firms Go Private in the UK? The Impact of Private Equity Investors. Incentive Realignment and Undervaluation*, 13 J. Corp. Fin. 591 (2007) が用いている）も考えられる。

(注二一) 森田果「実証分析入門——データから「因果関係」を読み解く作法」（日本評論社、二〇一四）二八二頁。

(注二二) 柳川範之「広瀬純夫「株価と企業価値：イベント・スタディの意義と注意点」ソフトロー研究二〇号（二〇一一）五三頁参照。

(注二三) 白井正和「利益相反回避措置としての第三者委員会の有効性の評価基準」岩原紳作「山下友信」神田秀樹編集代表「会社・金融・法〔下巻〕」（商事法務、二〇一三）一五七頁参照。

(注二四) 田中・前掲（注四）二二六頁、二二八頁は、自社の企業価値を毀損するような取引・自己の不利になるような取引を取締役・株主が承認する動機がないことを指摘する。

(注二五) 最決平成二三年四月一九日民集六五巻三三〇一頁、最決平成二三年四月二六日金融・商事判例一三六七号一六頁。

(注二六) 最決平成二三年四月一九日民集六五巻三三〇一頁。

(注二七) 弥永真生「判批」民商法雑誌一四五巻三号（二〇一一）八四頁、飯田秀総「判批」民商法雑誌一四五巻三号（二〇一一）一二二頁。

(注二八) また、市場価格はマイノリティ・ディ

スカウントを反映している可能性もある。江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・デイスカウント」関俊彦先生古稀記念『変革期の企業法』（商事法務、二〇一一）一一五頁、飯田・前掲（注一〇）一三四頁、一四二頁、一七四頁、一九一頁等参照。なお、私見のようにスクリーニング機能の観点から株式買取請求を解積しようとする立場からは、ナカリセバ価格の算定においてマイノリティ・デイスカウントが含まれた市場価格での買取りでよい（飯田・前掲（注一〇）三三〇頁参照）。

(注二九) 森田・前掲（注二一）二八二頁、二八三頁参照。ただし、Daniel R. Fischel, *The Appraisal Kennedy in Corporate Law*, 1983 Am. B. Found. Res. J. 875, 894 (1983) は利用可能な手法の中にはベストだと評価する。

(注三〇) See, e.g., LongPath Capital, LLC v. Ramnon Int'l Corp., 2015 Del. Ch. LEXIS 177 (Del. Ch. June 30, 2015)（通常の事業の中で経営陣が作成した事業計画は信用できる。しかし、①通常の事業の中以外で作成されたもの、②長期の事業計画を作成したことが一度もなかった経営陣が作成したもの、③自己の職位を守るためなど、事業計画を変造する動機がある経営陣が作成したもの、④買取請求訴訟などの訴訟の可能性があることよって、計画の中立性が影響をおそらく受けたであろう場合には、事業計画は信用できない。）。

(注三一) 東京地決平成二五年七月一六日判例集未登載は、取得価格決定の事件ではあるが、「本件発表日周辺又は本件発表日までの過去一週間の参加人株価は、何らかの偶然的事情によって

一時的に高騰したものと認めるのが相当であり、参加人株式の客観的価値からは乖離している」とした。

(注三二) 取得価格決定におけるプレミアムの金額の算定に際してではあるが、DCF法を用いた例として、大阪地決平成二四年四月一三日金融・商事判例一三九一号五二頁などの実例がある。

(注三三) 木俣由美「株式買取請求手続の再検討(下)―買取価格決定過程における公正の実現について―」本誌一四六四号(一九九七)三二二頁参照。

(注三四) 飯田・前掲(注一〇)二三二頁参照。

(注三五) 関・前掲(注五)二六一頁参照。

(注三六) 最決平成二四年二月二九日民集六六卷三号一七八四頁。

(注三七) 藤田・前掲(注一八)六頁〜七頁、一七頁注九は、本文の機能のことを「時価による換金機能」と呼ぶ。

(注三八) 藤田・前掲(注一八)六頁参照。

(注三九) 久保田安彦「株式買取請求権に係る規定の整備」金融・商事判例一四六号(二〇一五)九二頁参照。

(注四〇) 実質的には、上場会社には買取請求を認めないというアメリカ法における市場性株式の例外 (market out) と同様であるから、market outの機能と呼んでもよい。

(注四一) 東京地決昭和五八年一〇月一日判例タイムズ五一五号二五九頁、大阪地決平成二二年三月三〇日資料版/商事法務三二四号三二頁。

(注四二) たとえば、東京地決平成二五年九月一

七日金融・商事判例一四二七号五四頁等。もっとも、①の価値の表現として、「取得日における当該株式の客観的価値」、②の価値の表現として、「強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格」などとするものも多い(たとえば、大阪地決平成二四年四月一三日金融・商事判例一三九一号五二頁、東京地決平成二五年三月一四日金融・商事判例一四二九号四八頁等)。

(注四三) たとえば、東京地決平成二五年九月一七日金融・商事判例一四二七号五四頁、東京地決平成二五年三月一四日金融・商事判例一四二九号四八頁、東京高決平成二五年一〇月八日金融・商事判例一四二九号五六頁など。ただし、例外として、静岡地沼津支決平成二四年四月一六日判例集未登載は、手続の公正性を審査せず、純資産額と市場価格の中間値を取得価格とした。

(注四四) 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」神田秀樹・武井一浩編『実務に効く―M&A・組織再編判例精選』(有斐閣、二〇一三)一八六頁参照。

(注四五) 大阪地決平成二三年一月二八日金融・商事判例一三九〇号三八頁、大阪高決平成二四年一月三一日金融・商事判例一三九〇号三二二頁、東京地決平成二七年三月四日金融・商事判例一四六五号四二頁、東京地決平成二七年三月二五日金融・商事判例一四六七号三四頁。

(注四六) 田中・前掲(注四)二三四頁〜二三六頁参照。そもそも①の価値と②の価値と分解する判断枠組み自体を批判するものとして太田洋「判批」本誌一九二二号(二〇一一)二七頁、三

三頁参照。

(注四七) 加藤貴仁「判批」本誌一八七七号(二〇〇九)二四頁参照。

(注四八) Global GT LP v. Golden Telecom, Inc., 993 A.2d 497, 507 (Del. Ch. 2010), aff'd, 11 A.3d 214 (Del. 2010).

(注四九) Union III, 1995 Inv. Ltd. P. ship v. Union Fin. Gp., Ltd., 847 A.2d 340, 359 (Del. Ch. 2004); Merlin Partners LP v. Autolife, Inc., 2015 Del. Ch. LEXIS 128 (Del. Ch. Apr. 30, 2015).

(注五〇) 宍戸善一「判批」ジュリスト一四三七号(二〇一一)九四頁参照。東京地決平成二五年七月一六日判例集未登載も、「公正と認められる一連の手続きにおいて提示、承認された本件公開買付け価格は、…株式の客観的価値のみならず、本件全部取得後に増大が期待される価値をも最大限織り込んだものであったことを推認させる」と述べており、このように考えるべきである。

(注五一) たとえば、市場価格にマイノリティ・ディスカウントが反映されているとして、公正な価格の算定に際してマイノリティ・ディスカウントを排除するかどうかを決めるのは、法解釈論である。

(注五二) たとえば、東京地決平成二五年九月一七日金融・商事判例一四二七号五四頁。

(注五三) 松中学「組織再編における株式買取請求権と公正な価格」法学教室三六二号(二〇一〇)三九頁参照。

(注五四) Charles Korsmo & Minor Myers, *Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A*, 92 Wash. U. L. Rev. (forthcoming), avail-

able at <http://ssrn.com/abstract=2424935>.

(注五五) 藤田・前掲(注一八)八頁参照。
(注五六) ただし、太田洋「判批」本誌一八六九
号(二〇〇九)四頁、一三頁は、組織再編後に

対象会社の株式を買い集める動きが広がっている、と指摘している。

(いいだ・ひでふさ)

金融商品取引法研究会名簿

(平成 28 年 9 月 7 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	学習院大学法務研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯 田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学大学院法学研究科教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
オブザーバー	齋 藤 馨	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	森 忠 之	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	鎌 塚 正 人	S M B C 日興証券法務部長
〃	陶 山 健 二	みずほ証券法務部長
〃	田 島 浩 毅	三菱 U F J モルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会執行役
〃	石 黒 淳 史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	山 本 悟	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	富 田 英 揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
 平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月
 報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 2014年9月
 —「新規な説明義務」を中心として—」
 報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月
 報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月
 報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月
 報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金 2015年5月
 —金融商品取引法と預金保険法の交錯—」
 報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月
 報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015年8月
 報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
 客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題 2015年10月
 —流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」
 報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016年3月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016年5月
 報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016年7月
 報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016年9月
 報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/>にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第58号

公開買付前置型キャッシュアウトにおける
価格決定請求と公正な対価

平成28年11月8日

定価（本体500円＋税）

編者 金融商品取引法研究会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
東京証券会館内 〒103-0025
電話 03(3669)0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-674-7 C3032 ¥500E