

MBOを巡る判決と行政指針

レックス・ホールディングス事件判決と経産省MBO指針

志馬 祥紀

1 はじめに

MBOとは“Management Buyout”の略で、経営陣が株主から株式等を買取り、企業（自社や、子会社、特定の事業など）の所有者となることを指している。元来MBOは、後継者のいない非公開企業のオーナーが、会社の役員などに経営を譲ることにより、後継者問題を解決するためや、企業の非中核的な事業を、その事業を管掌してきた経営陣に譲り、経営の自由度を高め、機動的に経営するために行われる（親会社化からの独立）ために実施される事例が多かった。

しかし近年、上場企業の経営陣や創業者一族が、単独、あるいは投資ファンド（主にプライベート・エクイティ・ファンド）、銀行等金融機関と提携し、対象企業を非上場化する事例が増加している。

MBOにおいては、取締役が自社の株式を買付けるという取引の構造上、必然的に利益相反的構造が生じうる。近年のMBOにおいては、利益相反に関する判決の蓄積や慣行の習熟が十分ではなく、株主保護の観点からみて問題のあると思われる事例も多くみられ、実際に一部の事例では、株主から取締役等が提訴されている。その結果、MBOにおける論点や問題点は、裁判過程でその内容が明確化され、結果としてその後のMBOを巡る取引

実務の透明性向上に貢献してきた。

以下では、MBOを巡る実務手続きや関係者間の利害調整について、その後の事例について大きく影響した事件判決及び行政指針について述べる。なお、上場会社を対象とするMBOと、非上場会社を対象とするMBOでは、議論の所在が大きく異なることから、以下では断りのない限り、「MBO」とは上場企業を対象とし、MBO実施後上場廃止となる事例を指すこととする。

2 MBOを巡る主な動き

図表1は、MBOを巡る主要な動き・裁判等の内容及び時期を示している（近年のMBO動向の詳細については志馬（二〇一七）を参照のこと）。

MBOは、二〇〇五年七月のワールド、同年八月のポッカ・コーポレーション（飲料品大手）が経営陣によるMBO実施・上場廃止を発表して以降、経営状態が順調な企業を対象とし、かつMBO実施後に上場廃止となるといった特徴を有するMBO事例が増加し、現在に至っている。

同種MBOの増加に伴い、一般株主との利益相反（意思決定手続きや買収プレミアムの適切性等）について株主訴訟が複数発生した。それら訴訟の内で最も重要かつ代表的なものがレックス・ホールディングス事件であ

図表1 MBOを巡る主な動き・裁判等

企業・主体名	内容	時期
レックス・ホールディング裁判	MBO発表 東京地方裁判所決定 東京高等裁判所決定 東京高等裁判所許可抗告申立許可決定 最高裁判所抗告棄却決定	2006年11月10日 2007年12月19日（平成19年） 2008年9月12日（平成20年） 2008年10月8日 2009年5月29日（平成21年）
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」公表（以下「MBO指針」）	2007年9月4日（平成19年）
サイバード裁判	MBO発表 東京地方裁判所決定 東京高等裁判所決定	2007年10月31日 2009年9月18日（平成21年） 2010年10月27日（平成22年）

る。その後、MBOのあり方を議論する形で、経産省が「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」（以下「MBO指針」、後述）を発表、さらに同指針内容を踏まえる上でサイバード事件が発生している。

3 レックス・ホールディングス事件

レックス・ホールディングス事件判決は、会社法一七二条一項に基づき、MBOに際して全部取得条項付種類株式を用いた少数株主のスクイズ・アウトが行われた場合の取得価格について、裁判所が初めて判断を示した事例である。⁽¹⁾

裁判中、論点とされたのは、全部取得条項付種類株式を用いた少数株主のスクイズ・アウトが行われた場合の取得価格である。具体的には、MBO実施時の買付価格が意図的な業績下方修正等で不当に安く設定されたとして、一部株主が反発、裁判所に取得価格決定申立てを行った。

(1) 地裁判決

①事実関係

レックス・ホールディングス事件においては、特別損失の発生による業績下方修正の発表が行われた（二〇〇六年八月二二日）ことで株価が急落した。その後経営陣によるMBOが公表され（同年一月一〇日）、公開買付価格も株価急落後の時価を基準に設定されていた。一部の株主から、こうした公開買付価格（及びその後のスクイズ・アウト）における取得価格の設定が、本来の株式価値を大幅に下回っているのではないかとの疑義が

提起された（図表2参照）。

② 取得価格の判断基準

判決は、「裁判所が、全部取得条項付種類株式の取得の公正な価格を定めるに当たり、『取得日における当該株式の客観的な時価』に加えて、『強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額』をも考慮することが相当」と判断した。「取得日における当該株式の客観的な時価」及び「強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額」を巡る判決内容詳細は次節のとおりである（なお（一）内は筆者の私見である）。

③ 取得日における当該株式の客観的な時価

(A) 裁判所の判断

裁判所は、取得日における本件株式の客観的な時価について、「市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別の事情のない限り、評価基準時点にできる限り近接した市場

図表2 レックス・ホールディングスのMBO概要

平成18年2月17日 (2006年)	旧レックスが平成18年12月期の連結業績予想（売上高1,900億円、経常利益105億円、当期純利益45億円）を発表。
平成18年8月21日	旧レックスが特別損失の発生（中間期33億9,000万円計上、下期21億円計上予定）及び平成18年12月期の連結業績予想の下方修正（売上高1,700億円、経常利益64億円、当期純利益0円）を発表。（下方修正前の同日株価終値：304,000円）
平成18年11月10日	株式会社AP8（現株式会社レックス・ホールディングス。以下「AP8」）が旧レックス普通株式1株につき23万円（平成18年11月9日までの過去1ヶ月間の市場株価の終値の単純平均値20万2,000円に対して13.9%のプレミアムを加えた価格）を買付価格とする公開買付けを実施する旨を公表。（参考：11月9日終値：207,000円）
平成18年11月11日～ 平成18年12月12日	AP8による公開買付けの実施。公開買付けの結果、AP8は間接保有分も含めて旧レックスの発行済株式総数の91.78%を取得。
平成19年3月28日 (2007年)	旧レックスの株主総会が開催、全部取得条項付種類株式の取得に係る決議が行われる。
平成19年4月5日	旧レックスの株主の一部である申立人らが株式取得価格決定を東京地方裁判所に申立て。
平成19年4月29日	旧レックス株式が上場廃止。
平成19年5月9日	旧レックスが全部取得条項付種類株式を取得。
平成19年9月1日	AP8が旧レックスを吸収合併、旧レックスの地位を包括承継。

(出所) 高 (2008) に一部加筆

株価を基本として本件株式の客観的な時価を評価するのが相当である」と示した（当該見解は特別損失情報を証券市場が価格に反映していると考えられることから、最新の市場価格情報に肯定的と考えられる）。

その上で、公開買付け公表後の市場株価については、「平成一八年一月一〇日以降の旧レックス株式の市場株価は、本件公開買付け公表による影響により、旧レックスの客観的価値を反映していないと認められる特別な事情のある場合に該当し、本件株式の客観的な時価の評価に当たって基礎とすることは相当でない」とした（これは、MBO情報を反映した価格について否定的な見解と考えられる）。

他方、平成一八年八月二日に行われた業績の下方修正発表後の市場価格については、「平成一八年八月二日に行われた業績予想の下方修正等の発表が、旧レックスによる価格操作を目的とした意図的なものであったと認めることはできず」「本件株式の客観的な時価を評価するに当たって、平成一八年八月二日から同年一月九日までの間の旧レックス株式の市場価格を排斥すべき特段の事情を認めることはできない」とした。

また、「かえって、平成一八年八月二日以前の旧レックス株式の株価は、同日に行われた業績の下方修正等の発表を反映していないものである」から「平成一九年五月九日における本件株式の客観的な時価の算定に当たっては、「これを排斥すべき特段の事情がある」とした（特別損失以前の価格情報に否定的である）。

以上の内容に基づき「平成一八年一月九日を含むそれ以前の同年八月二日までの間の一定期間の株価の終値の平均値をもって、平成一九年五月九日における本件株式の客観的な時価とするのが相当である」とし、平成一八年一〇月一〇日から同年一月九日までの一ヶ月間及び平成一八年八月二日から同年一月九日までの間の期間における株価の終値の売買高加重平均及び単純平均に基づいて、「平成一九年五月九日における本件株式の客観的な時価は一株当たり二〇万二〇〇〇円を超えるものではない」とした。

(B)業績予想の下方修正公表後のMBO

裁判所は、平成一八年八月二一日に行われた業績予想の下方修正等の発表が、旧レックスによる価格操作を目的とした意図的なものであったと認めることはできないと判断。一方で「そうであるからといって、株主利益を配慮した公正な手続の観点から、本件におけるMBOの必要性に関する説明や価格の適正性を担保する手続について批判の余地がないとする趣旨ではない」と指摘している（これは、特別損失情報を意図的ではないとする立場に立てば、当該損失情報発表以後の株価を「ファンダメンタルを反映した価格を）公正な株価」として採用することが合理的となる。一方、「特別損失発生」が意図的であったとする立場に立てば、当該情報公開後の株価のみを公正な株価算定基準とすることは、株主利益にとって不利となることを示している）。

④強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額

裁判所は、「強制取得により失われる期待権を評価するための評価方法について、現段階においては確立された評価方法が存在しないことが認められ」、また、「本件においては何らの鑑定も実施されていないため、当該判所が強制取得により失われる期待権の具体的な金額を算定するにつき、専門的知見を反映した具体的な金額を算出することはできない」と示した。

その上で、判決は「旧レックスが、本件公開買付けの買付価格二三万円について、平成一八年一月九日までの過去一ヶ月間の市場株価終値の単純平均二三万二〇〇〇円に対して一三・九%のプレミアムである二万八〇〇〇円を加えた価格であると説明したこと」、「本件公開買付けに対して九一・七八%の株式を有する株主が賛同したこと」及び「本件公開買付けに対しては、AP8に対抗する別個の買収者による公開買付けはされなかったこと」等の事情に照らし、「本件公開買付けに示された買付価格は、市場において一定の合理性を有するものと評

価を受けたと推認することができ、本件公開買付けにおいて示されたプレミアムである二万八〇〇〇円もまた、一定の合理性を有するものといえることができる」ので、「強制的取得により失われる期待権の価値を評価するに当たっても、このプレミアム二万八〇〇〇円を基準にするのが合理的であり、他に期待権の価値が二万八〇〇〇円を超えることを認めることができる的確な説明資料」もないことから、「本件における強制取得により失われる期待権を評価した価額は、一株当たり、本件公開買付けのプレミアム分に相当する二万八〇〇〇円を超えるものではない」と判断した（これは、買付価格及び同プレミアム値に肯定的である）。

公開買付けに示された買付価格が市場において一定の合理性を有するものと評価を受けたか否かを個別事情に照らして検討、結論として、こうした評価を受けた場合には、当該公開買付けにおいて示されたプレミアムをもって強制取得により失われる期待権の評価基準とするという判断である（これは、期待権の値とプレミアム値がほぼ等しい概念であることを示している）。

（２）東京高裁判決

東京高裁決定は、以下の一般論をまず述べている。

第一に、会社法一七二条一項に基づく取得価格決定申立がされた場合には、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。

第二に、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。

第三に、会社法は、取得価格の決定を、記録に表われた諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねた

ものと解するのが相当である、との判断を示した。

その上で、取得日における当該株式の客観的価値については、公開買付けの約三カ月前に公表された業績予想の下方修正を理由に、公開買付け公表の直前日からさかのぼって六カ月間の市場株価を平均することによって算定すべきであるとした（この見解は、特別損失前の価格情報を含む「公正な価格」の決定に関するものであり、買収側が「特別損失」を恣意的に用いる可能性について、その可能性を削ぐ役割を果たしているとも考えられる）。

その上で、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の評価については、レックスHD側が事業計画書や株価算定評価書を提出しないことなどを理由に、本件MBOに近接した時期において行われたMBOのプレミアムの平均値を参考にして決定するとした。

その結果、当該株式の客観的価値に二〇%を加算した額が、株価の上昇に対する期待を考慮した株式の取得価格であると判断された（これは、会社側の情報提供不足を理由として、期待権の評価部分は、近い時期に行われたMBOプレミアム値を参考として決定しており、プレミアムとして客観的価値（公正な価値）の二〇%と判断したものである。なお、ここでは、その後のMBO関連裁判において、同数値が下限値として機能している可能性も注目される）。

（3）最高裁判決

〈概要〉

東京高裁決定に対しレックス・ホールディングス側は抗告しているが、最高裁決定は、当該抗告を棄却している。なお同最高裁決定における田原睦夫裁判官の補足意見では、「取得価格は公正な価格を意味」しており、「取

得価格は、①MBOが行われなかったならば株主が享受しうる価値と、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」という一般論を示した。

また、後述する経産省のMBO指針を参照しつつ、MBOにおいては全株主に対して透明性の確保された手続きが執られることが要請されると指摘した。

そして、田原補足意見は、本件MBOにおいては、買付け等の価格の算定に当たり参考とした第三者による評価書、意見書等が公開されず、事業計画や株価算定評価書等の開示もなされなかったこと、また公開買付者のプレスリリースや株主あてのお知らせにおける、公開買付けに応じない株主は、普通株式の一株に満たない端数しか受け取れないところ、当該株主が株式買取請求権を行使し価格決定の申立を行っても、裁判所がこれを認めるか否かは必ずしも明らかではない旨や、公開買付けに応じない株主は、その後の必要手続き等に関して自らの責任にて確認し、判断されたい旨の記載は、「強圧的な効果」に該当しかねない表現であることを指摘した上で、高等裁判所の判断は肯認できると判断した。

○判決の考え方

〈MBO価格〉

本決定は、合併後のレックス・ホールディングスが行った特別抗告について原決定に憲法違反がないこと、また抗告について原決定に判例違反がないことを理由にそれぞれ棄却しているのみであり、取得価格について直接判断は示していない。

また本決定は取得価格（客観的価値＋将来への期待権（プレミアム）数値）について具体的な判断を示していない。

更に本補足意見は以上を踏まえた上で、本件における公開買付けが公表された前日の六ヶ月前から同公表日の前日までの市場株価の終値の平均値をもって、価格決定の申立ての対象である本件株式の価値とするともに、強制取得の対象となる株主に付加して支払われるべき価値部分として、本件株式の価値に二〇%を加算して取得価格とした高裁判決について、肯認することができ裁量の逸脱等は認められないと指摘している（これは「公開買付けが公表された前日の六ヶ月前から同公表日の前日までの市場株価の終値の平均値に二〇%を加算した価格」数式を認定したものである。ただし、同決定が全てのMBOにおいて原決定の算式を使用する必要があると判示しているわけではない点に注意が必要である）。

（また同点は、最高裁判所が初めて判断を行った事件としてその後の実務・裁判に大きく影響したと考えられる。その後の多くの判例において「最長六か月間の市場価格平均」十二〇%を（最低の）目安とするプレミアム、の公式が成立した可能性が高い。また実務的には、一か月、三か月、六か月間の市場価格平均が共通の尺度になった可能性があり、これは結果として買収・経営陣側による短期的な「業績予想の下方修正公表（特別損失）」の乱用を防ぐ効果をもたらしたとも考えられる）。

（MBOの手続き）

最高裁判決における補足意見において、経済産業省のMBO指針を参照した上で、MBOに際しては、経営陣が株主との間において利益相反の状態となり得ること、及びMBOに積極的ではない株主に対して強圧的な効果を生じかねないことから、反対株主を含む全株主に対して透明性の確保された手続が執られることが要請されていることを指摘し、取得価格の決定に際しては、透明性が確保されているか否かも踏まえる必要があるとしている（同判決では、MBO指針における手続面の重要性が再認識されている。またMBOにおける透明性の確保に

関し、第三者の評価書の開示について新たな見解を提示している点も注目される。具体的には、補足意見も指摘するように、(本件は平成一八年改正施行前の事案であるとともに、平成一八年改正施行後も、第三者の評価書は存在する場合に開示が必要とされているに過ぎないものの)、第三者の評価書の開示の有無が取得価格に対して影響し得るということに留意する必要がある)。

4 経産省MBO指針

○概要

MBO指針は、MBOに関し、企業社会における公正なルールのあり方を提示することを目的として、二〇〇七年九月四日に経済産業省が制定したものである。

同指針では、MBOは、「経営者及び株主間のエージェンシー問題の解決を図り得る、経済的意義を有する取引である」と評価し、「企業のライフサイクルの中で、上場を継続することが適さなくなった場合に、MBOにより非上場化し、各企業に適した資本関係を実現することの意義」や「(下記のようにMBOにおける買付価格については別途議論があるものの)市場株価以上での株式売却の機会が提供されること自体にも、意義が認められる」と指摘している。

他方、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。そして、取締役は対象会社に関する正確かつ豊富な情報を有していることから、MBOの場合には、株式の買付者側である取締役と売却者側である株主との間に、大きな情報の非対称性も存在することとなる。そこで、株主の立場から、MBOが有する

意義から逸脱して不合理な取引が行われ、又は価格が不当に低く設定され、取締役が不当に利益を享受しているのではないかといった懸念が指摘されている」との論点についても指摘するなど、MBOの正負各々の側面を論じている。

更に「MBO価格についての基本的整理（MBOに際して実現される価値、MBOなしでは実現されない価値等の概念整理）」等を実施した上で、「価格の適正性を担保する客観的状況の確保」等の論点と実務対応の指針（実施したTOBと同一価格を基準とした少数株主のスクイーズ・アウト、独立した第三者委員会などへの諮問、対抗的な買付の機会の確保など）を示している。

〈企業価値についての考え方の整理と、具体的対応〉

MBOに際して実現される価値については、「MBOを行わなければ実現できない価値」と、「MBOを行わなくても実現できる価値」の二種類に区別し、後者については基本的に株主が受けるべきもの、前者については株主および取締役が受けるべき部分の双方が含まれているとしている。

同指針では、実際には、前者および後者の価値を客観的に区別・算定すること、MBO実施前の市場株価が前者および後者の価値を反映しているかを判別すること、および前者の価値について株主および取締役が受けるべき部分について一義的・客観的な基準を設けることは困難であるとし、株主が受けるべき利益につき客観的な基準を設けることはできないとし、「そのため、株主にとって公正な手続きを通じてMBOを行うことにより、株主が受けるべき利益が損なわれることのないようにする必要性が高い」とする。

具体的には、(A)「株主の適切な判断機会の確保」、(B)「意思決定過程における恣意性の排除」、(C)「価格の適正性を担保する客観的状況の確保」といった、三種類の枠組みで実務上の対応を検討することが重要である

と指摘している。

株主の適切な判断機会の確保の例（A）としては、株主に対する説明のあり方として、①MBOを実施するに至ったプロセス等に関する開示、②業績下方修正後にMBOを行う場合等においては、当該時期にMBOを行うことを選択した背景・目的等についての説明、③取締役が当該MBOに関して有する利害関係の内容についての説明を充実させることが挙げられている。

また、株主が公開買付けに反対した場合の取り扱いとして、④公開買付け後の完全子会社化に際して、反対株主に対する株式買取請求権が確保できないスキームを採用しないこと、⑤公開買付けにより大多数の株式を取得した場合には、特段の事情がない限り、完全子会社化を行うとともに、完全子会社化を行う場合の価格は、特段の事情がない限り、公開買付価格と同一の価格を基準とし、かつその旨を予め明らかにしておくこと、が望ましいとしている。

そして、意思決定過程における恣意性の排除についての実務上の対応の例（B）として、⑥社外役員や第三者委員会の諮問または交渉、および、その判断の尊重、⑦特別の利害関係を有する取締役を除いた、取締役および監査役全員の承認、⑧弁護士・アドバイザー等による独立したアドバイスの取得、⑨MBOにおいて提示されている価格に関する、独立した第三者評価機関からの算定書の取得が挙げられている。

企業価値	あるべき受益者	論点	結論
①「MBOを行わなければ実現できない価値」	株主 取締役	<ul style="list-style-type: none"> ・①と②の客観的な区別及び算定できるか？ ・MBO実施前の市場株価が①②を反映しているか？ ・①について株主・取締役の受益部分の客観的基準は？ 	<ul style="list-style-type: none"> ・論点のクリアーは困難 ・株主が受けるべき利益につき客観的な基準を設けることはできない。 <p>→株主にとって公正な手続きを通じてMBOを行うことにより、株主が受けるべき利益が損なわれることのないようにする必要性</p>
②「MBOを行わなくても実現できる価値」	株主		

価格の適正性を担保する客観的状況の確保のための実務上の対応の例（C）としては、⑩MBOに際しての公開買付期間を比較的長期間に設定すること、⑪対抗者が実際に出現した場合に当該対抗者が対象会社との間で接触等を行うことを過度に制限するような内容の合意等を、当該MBOの実施に際して行わないことを挙げている。

また、株主意思確認の見地を重視し、⑫MBOに際しての公開買付けにおける買付数の上限を、MBOに利害関係を有する者以外の者が保有する株式の過半数や三分の二以上が応募しないと成立しないような、高い水準に設定することも考えられるとされている。

（以上、MBO指針の考え方としては論点整理を行い、一般論としてMBOが実現した場合の株主の受け取るべき利益について、客観的基準設置は困難とした上で、個別ケースにおける手続きを重視することで、一般株主の利益確保に配慮している。またMBO指針は、MBOに関する議論や実務上の論点を包括的にまとめた初の文書であり、その後の判決や実務に大きな影響を与えている⁽²⁾。

5 MBO指針後の裁判事例…サイバード・ホールディングス事件

サイバード・ホールディングス社のMBOは、MBO指針公表後初の裁判事例である。

同社のMBOに際しては、経産省MBO指針の内容を踏まえた利益相反解消措置が取られていたため、裁判所が同社株式の取得価格決定について下す判断内容が注目されていた。

同事件において、東京地方裁判所決定は（株式の客観的価値については裁判所が独自に算定しているが）、プレミアムの算定について、MBOの交渉過程を検討した上で、過程の評価を問題とする内容の判決を出した。こ

の結果は、経産省MBO指針や学説（多数説）における議論と親和的な内容とされている。

6 終わりに

本稿では以上、レックス・ホールディングス事件の判決とMBO指針の影響力について状況を述べた。

レックス・ホールディングス事件は、MBOにおける主な論点が議論された典型的とも呼べる事例であり、経産省のMBO指針と共に、その判決がその後のMBOを巡る裁判や実務に与えた影響は大きい。

注

(1) MBOを巡る裁判では、会社法一七二条が根拠条文となることが多い。以下、同条文とその内容を示す。

〈条文〉（裁判所に対する価格の決定の申立て）

第一七二条 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二〇日以内に、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

2 株式会社は、裁判所の決定した価格に対する取得日後の年六分の利率により算定した利息をも支払わなければ

ならない。

(参考…二七一条) (全部取得条項付種類株式の取得に関する決定)

第一七一条 全部取得条項付種類株式(第一〇八条第一項第七号に掲げる事項についての定めがある種類の株式をいう。以下この款において同じ。)を発行した種類株式発行会社は、株主総会の決議によって、全部取得条項付種類株式の全部を取得することができる。この場合においては、当該株主総会の決議によって、次に掲げる事項を定めなければならない。(以下略)

〈内容〉

全部取得条項付種類株式の取得事項(対価となる株式等の数、種類、算定方法等)が、株主総会で決定された場合、「株主総会に先立って反対する旨を会社に対し通知し、かつ、株主総会において当該取得に反対した株主」は、株主総会の日から「二〇日以内」に、裁判所に対し、取得の価格の決定の申立てをすることが可能。

(2) 参考…企業の組織再編を巡る考え方

MBO指針等における、「MBOを行わなければならない価値」「MBOを行わなくても実現できる価値」と二分化する考え方は、企業価値を考える際に重視される枠組みである。

この考え方は、会社の重要な組織変更等が行われた場合に、決議に反対した株主が株式買取請求権を行使したが、その買取価格についての協議が会社との間で整わず、裁判所に対して価格決定の申立てが行われるという事案が代表的な形態である。商法においては、株式買取請求権にかかる株式の価格は、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と定められていたが、平成一八年施行の会社法においては、単に「公正な価格」と改められた。

その趣旨は、企業再編等に反対した株主に投下資本の回収の機会を与えるに際し、企業再編が為されなかった場合

の経済状態を保証するだけでなく、企業再編によるシナジー（相乗効果）を適正に反映させ分配するという機能が付加されたものと考えられているが（『株式会社法』第二版 江頭憲治郎 有斐閣、P.70）、その具体的な価格の算定方法については定めがなく、必ずしも一致した見解はない。下級審による決定の内容も、必ずしも一致していない。

「公正な価格」の意義については、上記の改正の趣旨を踏まえ、基本的に買取価格の決定は、諸般の事情を考慮した裁判所の合理的な裁量に委ねられていることを前提としながら、「①『決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格』と②当該企業再編が行われたことを仮定し、そのシナジーなどを考慮した上で、公正な条件によって企業再編がなされたとすれば、株主が得たであろう利益のいづれが多い額を意味する」と一般的に解されている。

実際の、「公正な価格」の基準時（どの時点における株式価値をもって「公正な価格」を算定するか）について、学説、裁判所の判断は一致しておらず、以下の説が存在する。

「承認決議時説（当該企業再編の承認決議が行われた時点を基準時とする説）」

「買取請求時説（買取請求権の行使時を基準時とする説）」

「効力発生時説（株式買取請求の効力が確定的に生じる当該再編行為等の効力発生時を基準時とする説）」

「買取請求期間満了時説（基本的に買取請求権行使時に接した時期と解するのが相当としつつ、反対株主平等の観点から同一の時点を基準とするべきであり、投機的な行為も制限される買取請求期間満了時が相当とする説）」

「裁判所の合理的裁量説（事案に応じて裁判所の合理的な裁量に委ねられるとする説）」

（各説には一長一短があり、判例も統一されていない。ついては、同点もレックス・ホールディングス事件にける裁判過程でも論点とされた）。

参考文献

- ・ 飯田（二〇一四 a）、飯田秀総、シレックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討（上）【東京高裁平成25.4.17判決】、「旬刊商事法務」、第二〇二二号、商事法務研究会、二〇一四年一月二五日号、PP.4-14
- ・ 飯田（二〇一四 b）、飯田秀総、シレックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討（下）、「旬刊商事法務」、No.2023、二〇一二年二月五日号、商事法務研究会、PP.17-26
- ・ 井原（二〇一五）、井原宏隆、シ M B O における取締役及び監査役の義務：シレックス・ホールディングス損害賠償事件控訴審判決【東京高裁平成25.4.17判決】—A Study on The Obligation of Directors and Auditors in MBO、【専修法研論集：専修大学大学院紀要】第五七号、専修大学大学院神田学友会、二〇一五年九月、PP.73-103
- ・ 受川（二〇一七）、受川環大、シ二段階買取における全部取得条項付種類株式の取得価格、「新・判例解説WATCH・商法」No. 3、LEX/DB文献番号25448039、PP.151-154
- ・ 太田（二〇〇八）、太田洋、シレックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討【平成20.9.12】、「旬刊商事法務」、No.1848、二〇〇八年十一月一日号、商事法務研究会、PP.4-14
- ・ 太田（二〇一〇）、太田洋、シレックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討【平成20.9.12】（MBOに係る株式取得価格決定申立事件の検討）、「別冊商事法務」No.346、商事法務、二〇一〇年一〇月、PP.18-27
- ・ 大塚他（二〇一四）、大塚和成・西岡祐介、シ判例評釈シレックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討【東京高裁平成25.4.17判決】、「金融法務事情」、六二号八巻、二〇一四年四月二五日号、金融財政事情研究会、PP.14-24
- ・ 加藤（二〇〇九 a）、加藤貴仁、シレックス・ホールディングス事件 最高裁決定の検討（上）「公正な価格」の算定における裁判断所の役割【平成21.5.29】、「旬刊商事法務」、No.1875、二〇〇九年九月五日、商事法務研究会、PP.4-9

- ・加藤（二〇〇九b）、加藤貴仁、シレックス・ホールディングス事件 最高裁決定の検討（中）「公正な価格」の算定における裁判所の役割、「旬刊商事法務」No. 1876、二〇〇九年九月一五日、商事法務研究会、PP. 4-19
- ・加藤（二〇〇九c）、加藤貴仁、シレックス・ホールディングス事件 最高裁決定の検討（下）「公正な価格」の算定における裁判所の役割、「旬刊商事法務」No. 1877、二〇〇九年九月二五日、商事法務研究会、PP. 24-31
- ・鳥山（二〇一四）、鳥山恭一、最新判例演習室 商法 MBO において取締役が負う義務：株式会社シレックス・ホールディングス損害賠償請求事件「東京高裁2013.4.17判決」、法学セミナー 五九巻八号、二〇一四年八月、日本評論社、PP. 149
- ・金澤（二〇一六）、金澤大祐、シレックス MBO における取締役の会社に対する責任が認められた事例、「新・判例解説 W A T C H 商法」No. 2、LEX/DB 文献番号25541709、二〇一六年一〇月
- ・草地（二〇一〇）、草地邦晴、「反対株主の株式買取請求と「公正な価格」にらぶ」、OIKE LIBRARY、No. 32、御池法律事務所、二〇一〇年一〇月、(<http://www.oike-law.gr.jp/wp-content/uploads/oike32-01.pdf>)
- ・久保田（二〇一七）、久保田安彦、「少数株主の締め出しと対価の不当性（二）——会社法の基礎」、法学セミナー、No. 750、二〇一七年七月、pp. 79-85
- ・高（二〇〇八）、高賢一、「レックス株式取得価格決定申立事件」、伊藤見富法律事務所・モリソン・フォースター外国法事務所 弁護士事務所（外国法共同事業事務所）、二〇〇八年三月一二日、(<http://www.mfo.jp/topics/legal-updates/legal-updates/24.html>)
- ・志馬（二〇一七）、志馬祥紀、「我が国のマネジメント・バイアウト（MBO）をめぐる動向」、証研レポート、一七〇四号、公益財団法人日本証券経済研究所、二〇一七年一〇月、(www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1704/1704_03.pdf)
- ・十市（二〇〇九a）、十市崇、「レックス・ホールディングス事件最高裁決定」、Japan Corporate / M&A Newsletter、アン

- ダーソン・毛利・友常法律事務所、二〇〇九年六月（<https://www.amt-law.com/pdf/bulletins1.pdf/CTGNL11.pdf>）
- ・十市（二〇〇九b）、十市崇、〃レックス・ホールディングス事件最高裁決定とMBO実務への影響（上）地裁決定および高裁決定を踏まえて〔平成21.5.29〕、〃金融・商事判例」、No. 1325、二〇〇九年一〇月一日号、経済法令研究会、Pp. 8-17
- ・十市（二〇〇九c）、十市崇、〃レックス・ホールディングス事件最高裁決定とMBO実務への影響（下）地裁決定および高裁決定を踏まえて〔平成21.5.29〕、〃金融・商事判例」、No. 1326、二〇〇九年一〇月一日号、経済法令研究会、Pp. 2-8
- ・清水（二〇一〇）、清水建成、〃レックス・ホールディングス孫座木賠償請求訴訟東京地裁判決」、〃判例タイムズ」、No. 1370、二〇一〇年七月、pp. 26-37
- ・吉川（二〇一三）、吉川慶、「MBOにかかる株式取得価格の判断方法」、〃東京大学法科大学院ローレビュー」、Vol. 8、二〇一三年九月（[http://www.sllr.j.u-tokyo.ac.jp/08/papers/v08part06\(yoshikawa\).pdf](http://www.sllr.j.u-tokyo.ac.jp/08/papers/v08part06(yoshikawa).pdf)）
- ・藤田（二〇一六）、藤田友敬「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」、〃金融商品取引法研究会研究記録」、第五八号、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（<http://www.jsri.or.jp/publish/record/pdf/058.pdf>）

*本研究の一部は公益財団法人石井記念証券研究振興財団の研究助成によっている。

（しま よしのり・客員研究員）