論　説

MBOにおける少数株主の保護

江　川　ももこ

一　はじめに
二　MBOとは何か
三　会社法における少数株主保護規定
四　近年の裁判例
五　裁判例の検討
六　おわりに

一　はじめに

平成18年５月１日に施行された会社法では、組織再編行為（合併、会社分割等）に係る規制の見直しの要請を承けて、合併等対価の柔軟化、簡易組織再編行為に係る要件の緩和、略式組織再編の新設等がなされた(1)。これにより1990年代後半以降我が国においても活発に行われるようになったM＆A（Mergers and Acquisitions）(2)の手続はより柔軟なものとなり、売り手にとっては経営資源の有効活用、買い手にとっては、新規事業開拓に伴う時間やコストの削減、事業の強化・多角化を行いやすくなった。また、M＆Aの実施によって、生産、技術、資本、販売等の面においてシナジー（synergy）効果を期待しうる。

しかし、その一方で発生しうる、少数株主の締め出し（squeeze out）という問題を看過することはできない。譲渡制限が付されていない株式を保有する者は、その保有する株式を売却するか保有し続けるかは自らの選択に委ねられるのが原則であり（会社法127条参照）、自らが望まない時期に恣意的な価格で買い取られてしまうことを容認すると、株式の有する本質的な価値が必然的に

(1) 相澤哲編著「一問一答　新・会社法」（商事法務、平成17年）４頁。
(2) 企業の合併と買収を総称する略語として、一般に、「M＆A」の語が使われている。

揺らぐ結果となる。こうした次第から、会社法の施行後今日まだ日が浅いにもかかわらず、既に、裁判所においても、反対株主による株式買取請求事件や、全部取得条項付種類株式に関する取得価格決定申立事件が相次ぎ(3)、実務界や学会の注目を集めている。

まして、支配株主のバイアウト権及び少数株主のセルアウト権は、ともに次期会社法改正を念頭に置いた有力な検討項目に挙げられ、比較法的な視点をも含めた真摯な考察の渦中にある。

そこで、本稿では、このような近時の状況を踏まえ、いくつかの裁判例を確認しつつ、こうしたM＆A、とりわけMBO（Management Buyout）において、会社法の下で少数株主の保護がいかにして図られているのか、また、それをいかにして図っていくべきかに関し、現行法下における状況を確認することにしたい。

二　MBOとは何か

１　MBOの定義

法令上、MBOとは何かについて定義するものはない。経済産業省が平成19年９月４日に公表した、「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」(4)（以下、「MBO指針」という。）によれば、MBOとは、「現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入すること」であるとされており(5)、概括的な定義にとどまっている。実際、投資ファンド等が個々の案件に応じて様々な形で関与する等、

(3) 後述する、レックス・ホールディングス事件（東京高決平成20・9・12金判1301号28頁）、日興コーディアルグループ事件（東京地決平成21・3・31金判1315号26頁）、サンスター事件（大阪高決平成21･9･1金判1326号20頁）、サイバードホールディングス事件（東京高決平成22・10・27資料版商事法務322号174頁）など。

(4) 経済産業省が設置した私的研究会である「企業価値研究会」によるものである。MBO指針は、今後の日本の企業社会におけるMBOの公正・健全な発展という観点から、既に行われた開示制度改正の状況も踏まえて、MBOの意義及び課題に関する各種論点を整理する必要から、企業価値の向上及び株主利益への配慮のための公正な手続確保を目的として、MBOに関する公正なルールのあり方を提示するために制定されたものである（MBO指針２頁）。

(5) MBO指針４頁。

MBOの形態も一様ではないため、このように広範に定義せざるを得ないのが目下の実態である。

MBOに際しては、上場会社の取締役がプライベート・エクイティ・ファンド等の投資ファンドや金融機関から資金を得て、その会社の支配権を公開買付等の方法で取得してその会社を非上場化し、数年の間に、企業価値を高めて再上場を図るという手法がとられるのが一般的であることから(6)、以下では、このような典型的手法を前提として論ずる(7)。後出の判例にもみられるように、上場会社のMBOの第１段階として公開買付けによる株式の取得が行われ、第２段階として全部取得条項付株式の取得などにより残存する株主を締め出す、という手法が採られることが多い。このような手法は一般に「二段階買収」と呼ばれる(8)。

２　MBOが行われることによるメリットとデメリット(9)

MBOの狙いとして、市場における株主からの短期的圧力を回避した長期的思考に基づく経営の実現や、株主構成が変更されることによる柔軟な経営戦略の実現、また、MBOを契機とした従業員等の士気の向上等が指摘される。さらに、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も指摘されている。加えて、買付価格については以下に述べるように議論はあるものの、市場株価以上での株式売却の機会が提供される場合には、このような機会が提供されること自体にも、意義が認められるとの指摘もある。

しかしながら、その一方で、MBOにおいては、取締役が利益相反的な立場

---

(6) 神田秀樹「会社法〔第13版〕」（弘文堂、平成23年）83頁。

(7) MBO指針においても、「基本的には、MBO では取締役が自ら対象会社の株式を取得することから、本来、企業価値の向上を通じて株主の利益を代表すべき対象会社の取締役が、株式の買付者側の性格も併せ持つこととなる」として、このようなMBOにおける基本的構造を「基礎的取引構造」と呼称した上で、まず単純化された取引として、基礎的取引構造以外の事情は捨象して検討を行いつつ、上記のような基礎的取引構造以外の特段の事情がある場合については、当該基礎的取引構造に関する議論を応用する形で検討を進めている（MBO指針５頁）。

(8) 春田博［1989―2］アメリカ法―365頁（日米法学会、平成２年）、神田・前掲313頁。

(9) MBO指針３頁を参照した。

に立つ、あるいは、取締役と株主との間に情報の非対称が生じる、といった弊害への懸念も存在する。つまり、MBOにおける買収者は、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であるが、売り手と買い手が必然的に同一主体となってしまうことから、取締役が機会主義的行動をとるおそれがあり、少数株主は不利な条件で締め出されかねない。また、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、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が存在することとなる。そこで、株主の側からは、MBOが有する上記のような意義を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生じるのである。また、MBOに伴う非上場化により有望な投資先が市場から退出することが資本市場に与える影響や、非上場化によって会社に対する市場の規律が働かなくなり、会社のガバナンスが緩む場合もあり得るといった弊害を懸念する声もある。さらに、非上場化の際に生じ得る株主への強圧的な効果に関する議論等もなされている。加えて、MBOはLBO(10)の形態により実行されることが通常であるため、既存債権者との関係についての議論や、過度なレバレッジが会社に与える影響等の議論もなされている。

以上のように多様な法的問題点が論じられているMBOであるが、本稿では、冒頭で述べたように、上記デメリットとして挙げた問題のうち、不利益な条件で締め出されかねない株主の保護に焦点を絞り、論じていきたい。

三　会社法における少数株主保護規定

MBOを行う手法のうち主要なものとして、以下に述べるように、全部取得条項付種類株式を利用する方法と、株式交換を利用する方法を挙げることができる。本稿では便宜上、それぞれ、「全部取得条項付種類株式利用型MBO」、「株式交換利用型MBO」と呼ぶ。

１　全部取得条項付種類株式利用型MBOの場合

(10) Leveraged Buyoutの略。被買収会社の資産を資金調達の際の担保し、買収後に被買収会社の資産により借入等を返済するという、M＆Aの手法の１つである。

MBOの手法としては、公開買付け後に定款を変更して、すべての普通株式を全部取得条項付種類株式（会社法108条１項７号・２項７号、171条１項～173条）とし、会社がそれを取得する場合が多い。「二段階買収」の第１段階の公開買付けで取得しきれなかった残りの株式を取得するための第２段階の手段として、この制度が利用されているのである。以下に見るレックス・ホールディングス事件、サンスター事件、サイバードホールディングス事件におけるMBOでは、いずれもこの手法が用いられている。

会社法上の手続としては、まず、定款で、取得対価の価額の決定方法・株主総会決議をすることができるか否かについての条件を定める場合におけるその条件を定める（108条２項７号･３項、会社法施行規則20条１項７号）。その際、それに反対する株主は、株式会社に対し、自己の有する株式について、公正な価格での買取請求権を行使しうる（116条１項）。このとき、株式価格決定について株式会社と株主の間で効力発生日から30日以内に協議が調わなかった場合には、株主または株式会社は、期間満了後30日以内に、裁判所に対し、価格決定の申立てをすることができる（117条２項）。

次に、取締役が株主総会において全部取得条項付種類株式の全部取得を必要とする理由を説明したうえ（171条３項）、株主総会の特別決議により（309条２項３号）、取得対価・その割当てに関する事項・取得日を決定する（171条１項）。取得対価の価額は、定款で定めた決定方法（108条２項７号イ）に即していなければならず、決議された取得対価に不満がある株主には、171条１項の株主総会の日から20日以内に、裁判所に対し取得価格決定の申立てをなすことが認められる（172条１項、868条１項、870条４号）。そこで、一般株主には端数株が対価として交付されるように設計し、それを現金化して交付することとなる（234条参照）。取得日に取得の効力が生じ（173条１項）、対価が株式等の場合には、全部取得条項付種類株式の株主は、取得日に対価の株式等の株主等になる（173条２項）。

以上のとおり、取得対価に不満がある株主には裁判所への取得価格決定申立権が認められているが、判例・裁判例は一貫してこの「取得価格」を取得日における「公正な価格」（785条１項参照）と解している。この意味で、申立権は、以下に述べる株式交換利用型MBOにおける株式買取請求権と同様の機能を果たしているといえる。

２　株式交換利用型MBOの場合

全部取得条項付種類株式を利用したMBO手法のほかにも、日興コーディアルグループ事件のMBOにおいてなされたように、株式交換（２条31号）を利用する手法もある。これは、買収会社（特別目的会社であることが多い）を完全親会社とし、被買収会社を完全子会社とする株式交換を、一般株主に端数を生じさせる交換比率にて行い、一般株主に対し株式以外の対価を支払うというものである。

会社法上の手続としては、まず、株式交換完全子会社と株式交換完全親会社との間で株式交換契約を締結し（767条、768条）、その内容を事前開示し（782条、794条）、効力発生日前日までに各会社において株主総会の特別決議（309条２項12号）による承認を得る（783条、784条、795条、796条）。このとき、反対株主等には公正な価格での株式買取請求権が認められる（785条～788条、797条、798条）。株式交換の効力は株式交換契約で定めた効力発生日に発生する（769条１項）。株式交換に関する書面等を事後開示する必要がある（791条、801条）。

このように、株式交換完全子会社の反対株主は、株式交換完全子会社に対し、自己の有する株式について、公正な価格での株式買取請求権を有する（785条１項）。そして、効力発生日（769条１項）から30日以内に株主・株式交換完全子会社間で株式の価格について協議が調わないときには、株主または株式交換完全子会社は、期間満了の日後30日以内に、裁判所に対し、価格決定の申立てをすることができる（786条２項）。

３　株式買取請求権以外の株主救済手段の検討

では、MBOにおける少数株主には、取得価格決定申立権や株式買取請求権を行使する以外に、会社に対し採りうる対抗手段は存在しないのであろうか。

これまでは第２段階の取引に対し株主が採りうる手段について論じてきたが、株主が、第１段階の取引である公開買付けに対して応募を行わない、という対応を採っていることがその前提にある。これもまた、１つの対抗手段といえよう。しかし、既述のとおり、公開買付け後の第２段階の取引の内容如何によっては強圧性を有することがあり、多くの株主が公開買付けに対して応募することを余儀なくされる場合もあり得る。

しかしながら、公開買付けに関する手続等を定めている金融商品取引法中には、対象会社の株主が強圧的な公開買付けを中止させ、またはその手続を法中に争う方法がなく、現行法の解釈としてもこれを認めることは困難である[(11)]。

そこで、MBOに対し異議がある株主としては、第２段階の取引に対して何らかの対抗手段を採ることとなる。取得価格決定申立権や株式買取請求権の行使以外の手段としては、株主をスクイーズ・アウトすることのみを目的として第２段階の取引が行われる場合や、公開買付けに応募しない株主に対して交付される対価が不公正であると考える場合に、第２段階の取引に関する株主総会決議の効力を争うことが考えられる（831条１項）。

また、株式交換利用型MBOの場合、株式交換無効の訴え（828条１項11号、２項11号）を提起することも考えられる。しかし、合併比率の不公正が合併無効事由となるかが問題となった事案（東京高判平成２・１・31資料版商事法務77号193号）において、東京高裁は、「合併比率が不当であるとしても、合併契約の承認決議に反対した株主は、会社に対し、株式買取請求権を行使できるのであるから、これに鑑みると、合併比率の不当又は不公正ということ自体が合併無効事由になるものではないというべきである」と判示している。これに対しては、株主総会の合併承認決議において、特別利害関係を有する株主が議決権を行使したために著しく不公正な合併比率が承認された場合には株主総会決議取消原因となり（831条１項３号）、その瑕疵が合併無効原因（828条１項７号）となると解すべきであるとして、反対するものが多い[(12)]。

また、第２段階の取引について、取締役の行為を差し止めること（360条）[(13)]や、株主が役員等に対して損害賠償請求権を行使すること（429条）[(14)]も考え

---

(11) 池永＝小舘＝十市「MBO（マネージメント・バイ・アウト）における株主権」金判1282号３頁。

(12) 合併比率の不公正が合併無効事由となるか否かにつき、学説を整理したものとして、遠藤美光・会社法判例百選（有斐閣、平成18年）193頁参照。

(13) しかし、最判平成8・1・23資料版商事法務143号159頁を前提とすれば、合併比率の不公正による株主間の不公平は飽くまでも「株主」の損害であって、「会社」に損害が発生したわけではないことから、「会社に…損害が生」じたとすることは困難であろう。

(14) 以下で紹介するサンスター事件高裁決定は、傍論ながら、MBOに際して取締役が株主に対しその利益を図るという善管注意義務を負う旨述べている。また、普通株式を取得せずに種類株式（議決権は有するが利益配当請求権がないもの）

られよう。さらに、株式交換が効力を生じる前であれば、210条を類推適用して、その差止請求が認められるべきであるとする学説もある[15]。

しかしながら、前記東京高判平成２・１・31の示した立場は最高裁においても支持されていることから（最判平成５・10・５資料版商事法務116号197頁）、判例の立場は確立したものと見ることができる。その結果、反対株主のなし得る実効的な対抗手段としては、結局のところ、取得価格決定申立権や株式買取請求権の行使に帰着することとならざるを得ないのである。

四　近年の裁判例

以下では、会社法下におけるいくつかの判例について確認する。

１　レックス・ホールディングス事件（東京高裁平成20年９月12日決定・金判1301号28頁）

（１）事実の概要

株式会社Ａは、平成18年８月21日に公表したプレス・リリースにおいて、特別損失の発生と、同年12月期の通期連結業績予想の下方修正を発表し、同年11月10日、平成19年２月16日に、業績予想をさらに下方修正した。同社は平成19年４月29日まで株式を上場しており、Ａの株価終値は、平成18年８月21日には30万4000円であったが、上記のような業績予想の下方修正を受け、翌22日には25万4000円に、同年９月26日に14万4000円になるまで下落を続けた。その後、Ａの株価は上昇を開始し、同年11月10日以降、概ね22万円前後で推移していた。

ところで、MBOのため設立されたＹ株式会社は、平成18年11月10日、Ａの普通株式１株につき23万円を買付価格とする公開買付け（以下、「本件公開買付け」という）の実施を公表した。同日、本件公開買付けがMBOの一貫でありＡの取締役会が賛成していること、Ａの代表取締役ＢはＹに33.4%を直接出

のみを相対取引で取得し、その際公開買付けを行っていないという事案において、公開買付義務（旧証券取引法27の２条１項）違反があるとして、株主に対する不法行為を認めた裁判例（大阪高決平成20・7・9金判1297号20頁）もみられることから、株主が役員等に対し損害賠償請求をなし得る途が完全に閉ざされているとまではいえない。

(15) 神田・前掲360頁。

資する予定であること、本件公開買付けの買付価格は同年11月９日までの過去１ヶ月間の終値の単純平均値20万2000円に対して13.9%のプレミアムを加えたものであることが発表された。Yは本件公開買付けによりAの発行済株式総数の91.51%を取得するに至り、残存する株主を締め出すべく、平成19年３月28日開催の株主総会において、全部取得条項付種類株式の取得（以下、「本件取得」という）が決議された。同年５月９日、本件取得が行われた。

Aの株主であったXら（申立人・抗告人）は決議に反対し、会社法172条１項に基づき、裁判所に対して本件株式の取得価格の決定を申し立てた。

原決定（東京地決平成19・12・19金判1283号22頁）は、本件取得日における株式の客観的な時価は１株当たり20万2000円を超えるものではなく、株式の強制的取得によって失われる期待権を評価した価額を加えた株式の公正な価格が23万円を超えるものではないとして、取得価格を（公開買付け価格と同額の）23万円と定めた。

これに対し、Xらは抗告した。なお、本決定に対しYが抗告したが、最高裁はこれを棄却している（最三決平成21・5・29金判1326号35頁）。この最高裁決定には、田原睦夫裁判官の補足意見が付されている。

（２）決定要旨

（ⅰ）取得価格の判断基準

「〔会社法172条１項所定の〕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、…〔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同条項の〕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。」。

（ⅱ）本件取得日における本件株式の客観的価値

「本件取得日と上場廃止日がわずか11日しか離れていない本件株式の評価に当たっては、異常な価格形成がされた場合など、市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別の事情のない限り、本件取得日に近接した一定期間の市場株価を基本として、その平均値をもって本件株式の客観的価値とみるのが相当である。」。

「本件MBOと近接した時期においてMBOを実施した各社においては、公開買付けの公表前の３か月又は６か月の間の市場株価の単純平均値に約16.7パーセントから27.4パーセントのプレミアムを加算した価格をもって買付価格とし

ていること、日本証券業協会が定めた「第三者割当増資の取扱いに関する指針」〔の定め〕、…平成18年８月21日プレス・リリース後本件公開買付けの公表前の市場株価の動向と売買の状況を勘案すると、本件において、市場株価の平均値を算定する基礎となる期間を短期に設定することは相当とはいえないものということができ、本件公開買付けが公表された平成18年11月10日の直前日からさかのぼって６か月間の市場株価を単純平均することによって、本件取得日における本件株式の客観的価値を算定するのが相当である。そうすると、本件取得日における本件株式の客観的価値は、平成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円と認めることができる。」。

（ⅲ）株価の上昇に対する期待の評価

「当裁判所としては、…本件MBOに近接した時期においてMBOを実施した各社の例などを参考にして、その裁量により、本件株式の株価上場に対する評価額を決定するよりほかはない。

そこで、本件MBOと近接した時期においてMBOを実施した各社の例をみてみると、…約16.7パーセントから27.4パーセントのプレミアムを加算した価格をもって買付価格としていること…に加え、…平成12年から平成17年までの間に日本企業を対象とした公開買付けの事例（119例）では、…市場株価を下回る買付価格を設定した公開買付け…を除いた85例についてプレミアムの平均値を取ると、…27.05パーセントに達することが認められる。そして、本件公開買付けに当たっては、買付価格は、…13.9パーセントのプレミアムを加えた価格であるとの説明がされた…が、Ｙは、このようなプレミアムを設定した具体的な根拠については特に主張立証をせず、事業計画書や株価算定評価書の提出もしないのであって、このことをも考慮するならば、上記のような事例を参照し、上記…において認定した本件株式の客観的価値（28万0805円）に、20パーセントを加算した額（33万6966円）をもって、株価の上昇に対する評価額を考慮した本件株式の取得価格と認めるのが相当である。」。

２　日興コーディアルグループ事件（東京地裁平成21年３月31日決定・金判1315号26頁）

（１）事実の概要

株式会社Ａは平成19年３月６日、米国法人Ｂとの間で業務・資本提携を含む

包括的戦略提携契約を締結した。Ｂはこの契約に基づき、平成19年３月15日から同年４月26日までの間、Ａの普通株式１株当たり1700円の買付価格での公開買付け（以下、「本件公開買付け」という）を実施し、平成19年10月２日の時点においてＡの発行済株式総数の約67%を保有するに至った。

平成19年８月31日、ＡはＢから、Ｂの普通株式を対価としてＡをＢの日本における完全子会社Ｃの完全子会社とする株式交換（以下、「本件株式交換」という）の提案を受け、同年10月２日、上記株式交換についての基本契約（以下、「本件基本契約」という）を締結した。本件基本契約では、株式交換比率について、「交換株式数＝1700円/（Bの普通株式の平均株価×為替相場）」（ただし、平均株価の上限を58米ドル、下限を37米ドルとし、また、平均株価が26米ドルを下回った場合にはＡの方から株式交換契約を解除できる）とされた。算定にあたっては、Ａは、社外取締役４名から成る特別委員会を設置し、また、第三者算定機関等を選定することにより、株主の利益に配慮した公正な株式交換比率であることを担保しようとした。Ａは平成19年10月31日、本件基本契約に基づき、Ｃとの間で本件株式交換に係る株式交換契約（以下、「本件原契約」という）を締結した。

その後、Ｂの株価が大幅に下落したことを受け、ＡＣ間で本件原契約を（株式交換比率に関する平均株価の下限を26米ドルに、Ａからの解除の要件を22米ドルに引き下げる旨）変更する旨の契約（以下、本件株式交換契約）という）を締結した。

Ａは、平成19年12月19日の株主総会において、本件株式交換契約の承認決議を行い、本件株式交換は、平成20年１月29日に発効した。

ＡおよびＡの株主らの一部は、会社法786条２項に基づき、裁判所に対し、本件株式の買取価格決定をそれぞれ求めた。

（２）決定要旨

（ｉ）買取価格の判断基準

「株式買取得請求権は、組織再編等により会社の基礎に変更が生ずる場合において、当該組織再編に反対する株主が、会社に対し自己の有する株式を公正な価格で買い取ることを請求することにより、投下資本の回収を図る権利であることに照らすと、株式買取請求の前提となる組織再編の条件は、当該組織再編から生ずる相乗効果（シナジー）が当該組織再編の当事会社間において適正

に分配されることも含めて公正に定められる必要があり、株式買取請求に係る『公正な価格』も上記相乗効果（シナジー）を適正に反映したものである必要があるというべきである。

そして、裁判所により価格の決定は、客観的に定まっている過去の株価を確認するのではなく、新たに公正な価格を形成するものであって、価格決定に当たり考慮すべき要素は極めて複雑多岐にわたらざるを得ないが、会社法785条１項が買取価格の判断基準について格別規定していないことからすると、法は、価格決定を裁判所の裁量に委ねているものと解するのが相当である（最高裁判所第一小法廷昭和48年３月１日決定・民集27巻２号161頁参照）。」。

（ⅱ）本件における「公正な価格」

「株式交換の前に、その前提として、株式交換完全子会社となる会社の株式について公開買付けが行われた場合において、当該公開買付けにおける株式の公開買付価格と、当該株式交換における株式交換比率の算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が同じ価格とされている場合には、当該価格は、その効力発生時において当該株式交換から生ずる相乗効果（シナジー）を織り込んだものとして設定されたものと推認するのが相当である。

そうだとすると、当該公開買付けが実施され、当該株式交換における株式交換比率算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が決定された後に、株式交換完全子会社の株価が下落したとしても、当該株式交換に反対する同社の株主がした株式買取請求に基づく株式買取価格決定の際の『公正な価格』は、原則として、当該公開買付価格及び当該基準価格を下回ることはないと解するのが相当である。」。

裁判所は以上のように述べ、本件においては、当該株式交換の前に、その前提として当該公開買付けが行われたものと認められ、かつ、当該株式交換における基準価格を当該公開買付価格と同額である１株当たり1700円としたことは合理性が認められるから、「本件株式の『公正な価格』は、本件効力発生日において本件株式交換から生ずる相乗効果（シナジー）を織り込んだものとして設定されたものと推認される１株当たり1700円とするのが相当である。」とした。

３　サンスター事件（大阪高裁平成21年９月１日決定・金判1326号20頁）

（１）事実の概要

株式会社Ａは平成19年２月14日、同年２月15日から３月15日まで、１株につき650円を買付価格とするＹ株式会社株式の公開買付け（以下、「本件公開買付け」という）をする旨発表した。Ａの完全親会社は、Ｙの代表取締役会長であった。その公表において、本件公開買付けはMBOの一環として行われるが、Ｙの従業員に対して同社の従業員持株会を通じた株式保有の継続などが呼びかけられており、MEBO（経営陣・従業員の共同での企業買収）としての性格をも有していた。同日、Ｙは本件公開買付けに賛同する意見を表明した。

同年６月25日、Ｙの株主総会（以下、「本件株主総会」という）において、①Ｙが取得条項付株式（以下、「本件取得条項付株式」という）を発行する旨の定款変更が決議された。また、②Ｙの普通株式に全部取得条項を付す旨の定めを新設し、この全部取得条項付株式の内容として、株主総会の決議によって全部取得条項付株式の全部を取得する場合において、全部取得条項付株式１株と引換えに本件取得条項付株式1株を交付する旨を定め、その効力発生日を平成19年８月１日とし、③取得日を②の効力発生日と同日として、全部取得条項付株式のすべてを取得し、全部取得条項付株式１株と引換えに本件取得条項付株式1株を交付する決議がなされた。同日、普通株主による種類株主総会も開催され、②の定款変更が可決された。Ｙの株主であるＸらは本件株主総会での一連の決議に反対した。

同年８月１日、全部取得条項付株式の取得の効力が発生し、本件取得条項付株式が交付された。Ｘらは会社法172条１項に基づき、裁判所に対し、株式取得価格の決定を申し立てた。

原決定（大阪地決平成20・9・11金判1326号27頁）が、取得価格を本件公開買付けにおける買付価格と同様の650円であるとしたのに対し、Ｘらは即時抗告を申し立てた。なお、本決定に対しＹが抗告を申し立てたが、棄却されている（最三決平成22・2・23資料版商事法務312号123頁）。

（２）決定要旨

本決定は、以下のように述べ、株式取得価格を840円であるとした。

（ｉ）市場価格について

「裁判所は、…本件取得日における公正な価格をもって、その取得価格と決定すべき」であり、「取得日における当該会社の公正な価格は、その当時の市

場価格を基準に定めるべきこととなる（ただし、…市場価格の決定については、継続的な一定期間の平均値を算定するなどして、評価の制度を高めるべきこととなる。）。

Ｙにおいては、同年〔平成19年〕２月14日、Ａが、事実上、650円による株式の公開買付けを公表したのに対し、これに同意したのであるから、その当時のＹの株式について客観的な価値を体現しているとはいいがたい。また、MBOを計画する経営者は、…自己の利益を最大化するため、対抗的公開買付けを仕掛けられない範囲で、自社の株価をできる限り安価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…、Ｙについては、MBOの準備を開始したと考えられる時期から、公開買付けを公表した時点までの期間における株価については、特段の事情がない限り、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。」。

その上で、「Ｙの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べき株価は、公開買付けを発表した１年前の株価に近似する700円と認めるのを相当とする。」とした。

（ⅱ）プレミアムについて

「公開買付けにおける株式の公正な価格を算定するにあたっては、株式の客観的価値に加え、①MBOにより支配権を強化することのできる経営者側が支配権を手に入れるため追加的に支払う取得対価（支配プレミアム）、②株主が全部取得条項を付されて株式を強制的に取得されることにより投資機会を失い（スクイーズアウト）、あるいは投資の流動性を奪われる対価として支払われる金銭（スクイーズアウトプレミアム）が考慮されるべき〔である〕…。

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

しかして、KPGMが収集した平成18年１月以降に実施された他のMBOの事例（41件）におけるプレミアムは、中央値が20パーセント前後、平均値が20パーセント台の半ばであること、日本経済新聞の記事によると、平成17年から平成

19年におけるTOBのプレミアムの平均値は20パーセント前後であること、Ｙ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パーセントとするのを相当とする。

したがって、平成19年８月１日におけるYの全部取得条項付種類株式の公正な価格は、上記株価に20パーセントを加算した840円と定めるべきこととなる。」。

４　サイバードホールディングス事件（東京高裁平成22年10月27日決定・資料版商事法務323号174頁）

（１）事実の概要

株式会社Ｙは、平成19年10月31日、投資ファンドＡ１との間で、Ｙの代表取締役社長甲がその有するＹの株券等のすべてを、Ａ１の100%子会社であるＡ２が実施するＹの株式等に係る公開買付け（以下、「本件公開買付け」という）に応募するなどの合意をした。Ａ２は、Yの普通株式１株につき６万円を買付価格（以下、「本件買付価格」という）とする本件公開買付けを実施し、Ｙの発行済株式の89.77%の株式を保有するに至った。

Ｙは、本件公開買付け終了後、平成20年２月15日に臨時株主総会および普通株主による種類株主総会（以下、「本件株主総会」という）を開催し、発行済株式に全部取得条項を付する旨定款を一部変更し、基準日（同年３月24日）に株主名簿に記載された株主が有する全部取得条項付種類株式を同年３月25日に取得し、それと引換えに同株式１株につき0.00004937株の割合で新たな普通株式を交付する旨を決議した。Ｙの株主である申立人Ｘらは、同年３月４日、会社法172条１項に基づき、裁判所に株式取得価格の決定を申し立てた。

原決定（東京地裁平成21年９月18日決定・金判1329号45頁）はＹが主張する６万円を取得価格に決定したので、Ｘらは即時抗告した。なお、本決定に対しては、Ｘらから許可抗告等の申立てがなされている。

（２）決定要旨

本決定は、原決定の判断枠組みの大部分を踏襲しつつも、取得価格を１株当たり６万1360円と定めるのが相当であるとして、原決定を変更した。その概要は以下の通りである。

（ｉ）原決定を引用した箇所

会社法172条１項所定の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、「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」であり、「裁判所が、…当該株式の取得日における公正な価格を定めるに当たっては、①取得日における当該株式の客観的価値に加えて、②強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格をも考慮するのが相当である。」として、上記レックス・ホールディングス事件の（ｉ）（ⅱ）で示されたのと同様の判断枠組みを示した。さらに、「これを本件において言い換えると、①は、MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、②は、MBOの実施後に増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分ということができる。」とした。そして、「裁判所による価格の決定〔について〕は、…会社法は、取得価格の決定を、記録に表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（最高裁第一小法廷昭和48年３月１日決定・民集27巻２号161頁、最高裁第三小法廷平成21年５月29日決定・金融・商事判例1326号35頁〔レックス・ホールディングス事件〕）。」とした。

本件における①取得日における当該株式の客観的価値については、「異常な価格形成がされた場合など、当該市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別の事情のない限り、評価基準時点にできる限り近接した市場株価を基本として…評価することが相当である。もっとも、…市場における偶然的要素による株価の変動を排除するため、評価基準時に近接した、かつ、公開買付けの公表等による影響のない一定期間の市場株価の平均値をもって当該株式の客観的価値であると判断するのが相当であり」、「この趣旨からすると、通常であれば、本件公開買付け公表前１か月間の市場株価の終値による出来高加重平均値をもって算定した価格を本件取得日における相手方株式の客観的価値とみてよいものと解すべきである。」とし、結論として、①取得日における当該株式の客観的価値は、１株当たり５万1133円であると判断した。

次に、②強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価格に関して、「MBOの実施後に増大が期待される価値…〔は〕、その土台の相当部分は既存の株主全員の保有していた株式に由来するものである上、既存株主は、本来その保有する株式を売却するか継続保有するかを自ら選択することができるのに、これを強制的に取得されてしまうのである…から、MBOの実施後に増大が期待される価値についても、既存株主に対して分配すべき

部分があることを考慮しなければならない。加えて、会社の非公開化目的のMBOについては、…できる限り低い対価で株式を取得したいと考える買い手（経営者及び投資家）と、できる限り高い価格での買い取りを求める売り手（既存株主）との間に、構造的な利益相反関係があると考えられる。したがって、MBOの実施に当たって、この利益相反関係が抑制され、適正かつ公正な買付価格の提示がされているか否かという観点から、各種措置、交渉経過と交渉当事者の立場、MBOの手続の公正さ等を吟味する必要がある。」と判示した。本件の場合、「諸々の事情を総合考慮して、『既存株主に対して分配されるべきMBOの実施後に増大が期待される価値』を算定するのが相当である。」。本件においては、「第三者機関の株式評価を踏まえた交渉が存在し、利益相反関係についても一定の配慮がされていたものと評価することができ」、Ｙの旧経営陣であった甲が「本件公開買付けにおける買付価格を決定するに至る交渉において、１株当たり６万円に満たない価格を提示するＡ１に対し、大株主の賛同を得る見込みなどを主張しながら厳しい態度で臨み、その結果、買付価格を１株当たり６万円とすることで合意している」などの事情を総合考慮すれば、「一般に公正と認められる手続によってMBOの一連の手続が行われて、本件MBOが成立したと評価することができる。」。

（ⅱ）原決定を変更した箇所

「しかしながら、Ｙの経営権はＡ１が保有するものの、本件MBOの目的は、Ｙの代表者である甲を中心として行ってきたＹ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Ｙの経営に当たる甲については、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、甲が厳しい態度でＡ１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Ｙ取締役会の選任したアドバイザーであること、Ｙ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。」。

五　裁判例の検討

１　「公正な価格」

既に「三　会社法における少数株主保護規定」において述べたように、少数株主保護のための救済手段として会社法上認められるものとしては、（１）会社に対する株式買取請求権（会社法785条１項、116条１項）、および、（２）裁判所に対する価格決定の申立て（172条１項、786条２項、117条２項）の二者をまずもって挙げることができる。このうち、前者とは異なり、後者については、裁判所が「公正な価格」で取得価格を決定しなければならない旨の法文上の規定はない。既述の裁判例のうち、レックス・ホールディングス事件、サンスター事件、サイバードホールディングス事件は、いずれも172条１項にいう「取得の価格」が問題とされた事件であるが、どの裁判例においても、裁判所は、172条１項に基づく取得価格決定の申立てがなされた場合、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判示している。その理由としては、172条１項の趣旨が、反対株主等の有する経済的価値を補償することにより、強制的に株式を剥奪される株主の保護を図ることにある点に求められている。

MBOの代表的な手法として、全部取得条項付種類株式を利用する方法(16)と、

---

(16) 平成17年に施行された会社法により導入された。
会社法制定前の実務においては、倒産状態にある株式会社を更生手続・再生手続以外の私的整理等によって再生する際、100%減資を行うことがみられた。100%減資は、いったん既存の株式をすべて消却し、資本金をゼロにするのと同時に新株を発行するという手続を採っていたが、それには株主全員の同意を要すると解されていた。しかしそれでは硬直的に過ぎ、柔軟な任意整理の妨げになるとして、会社法立法過程において、多数決によることが検討されていた。そこで、会社法は、株主総会の特別決議により会社が株式の全部を強制的に取得できることとし、その取得価格に不満を持つ株主が裁判所に対し救済を求めることができる制度を採用したのである。全部取得条項付種類株式の制度は、立法過程において、債務超過の要件を不要とする、種類株式発行会社の制度とする等の変更が加えられた。このことから、当初想定された、迅速な100%減資

株式交換を利用する方法が考えられるのは前述のとおりである。このように、２つの異なった制度がMBOの手段として用いられているが、いずれも被買収会社以外の一般株主を締め出すべく、一般株主には端数株しか交付されないように設計されている点で、その実質は同じである[17]。一般株主にとっては締め出されるという状況に何ら変わりはないのであるから、いずれの手段を用いようと、裁判所は「公正な価格」をもって株式の取得価格を決定することが必須であろう。

２　「公正な価格」を定めるに当たっての考慮要素

（１）「公正な価格」とは何か

旧商法においては、株式買取請求権が行使されたときに当該会社が株式を買い取る価格について、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」と規定されていた（旧商法355条１項）。しかし、株主の中には、会社が企業再編をすること自体については賛成であるが、企業再編の結果、対価として交付される財産の割当てには不満を抱く者もいる。このような者が株式買取請求権を行使する趣旨は、組織再編についての決議がなかったとすれば有していたはずである公正な価格による株式の買取りではなく、組織再編によって企業価値が増加したことを適切に反映した公正な価格による株式の買取りであるはずである。そこで、そのような組織再編によるシナジーを織り込んだ価格での買取りが可能となるよう、現在の「公正な価格」との文言に改められた（会社法785条１項、116条１項）[18]。

しかし、組織再編に際しては企業価値が毀損される場合も考えられることから、そのような場合には、組織再編行為がなければ有していたであろう公正な価格が支払われるものと解されている[19]。日興コーディアルグループ事件において東京高裁も、「当該公開買付けが実施され、当該株式交換における株式交換比率算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が決定された後に、株式

という目的とは異なる、株式取得による企業買収後の少数株主締め出しの手段としても用いられることとなった。相澤・前掲52頁、江頭・前掲153頁参照。

（17）相澤哲ほか「論点　解説新会社法」（商事法務、平成18年）84頁。

（18）相澤・前掲221頁。

（19）田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室304号80頁。

交換完全子会社の株価が下落したとしても、当該株式交換に反対する同社の株主がした株式買取請求に基づく株式買取価格決定の際の『公正な価格』は、原則として、当該公開買付価格及び当該基準価格を下回ることはないと解するのが相当である」としており、第２段階における対価の額が第１段階における買取価格よりも低くならないような配慮を示している。

（２）「公正な価格」を算定する際に裁判所が考慮すべき要素

「公正な価格」の具体的算定方法について明確な基準があるとは言い難い。その結果、上記４つの裁判例において示されているように、その算定方法は、結局のところ、「裁判所の裁量」に委ねられているのが現状である。もっとも、裁判所ごとにまったく異なった算定方法がなされているというわけではなく、「公正な価格」を定めるに当たっては、①取得日における当該株式の客観的価値、および、②強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額、の２点が、概ね一致した考慮要素とされているようである。このうち、①について、レックス・ホールディングス事件高裁決定は、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、取得日に近接した一定期間の市場株価の平均値によって測定すべきものとしている。

これに対し、①株式の客観的価値の算定基礎とされている市場価格には、将来の会社業績に対する投資家の期待が織り込まれていることから、②においてもそれを考慮するとなると、投資家の期待を二重評価することとなってしまうとの批判がなされている[(20)]。この批判を受けてか、レックス・ホールディングス事件最高裁決定において、田原睦夫裁判官は、「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」との補足意見を述べている。この考え方によれば、②株価の上昇に対する期待とは、MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分を指すのであるから、投資家の期待の二重評価にはならない。サイバードホールディングス事件高裁決定も、田原補足意見と同様の判示をしている。

---

(20) 太田洋・商事法務1848号６頁（平成20年）。

田原補足意見およびサイバードホールディングス事件高裁決定の判断枠組みによれば、①においては取得日における投資家の期待を含む株式の客観的価値を、②においてはMBOが実施されたならば増大しうる価値のうち、株主が得たであろう価値を考慮することとなる。しかし、いかに裁判所により客観的に算定された価格といっても、それが必ずしも絶対的に「正しい」数値になるとは限らない。実務において、株式評価の結果が一定の範囲をもって提示されることが多いように[21]、それは、現状において、本来的に幅のある価額であると言わざるを得ないのである。

そこで、近時の多数説は、組織再編条件の形成過程が不公正であると判断される場合にのみ、裁判所が自ら買取価格を決定すべきであると主張する[22]。利益相反的構造が生じないよう、第三者機関の意見を踏まえるなどして客観的に買取価格を決しているような場合であれば、裁判所が介入することは望ましくなく、当事者間の交渉の結果を尊重すべきであろう。このような多数説のアプローチはレックス・ホールディングス事件、日興コーディアルグループ事件、サンスター事件の裁判例において直接反映されることがなかったが、サイバードホールディングス事件高裁決定は、「①MBOの目的や実施後の事業計画から予想される収益力や業績についての見通しのほか、②利益相反関係に配慮した措置、買付価格についての交渉の有無、経過、旧経営陣の立場等に照らし、MBOが、いわゆる独立当事者間（支配従属関係にない当事者間）において、第三者機関の評価を踏まえ合理的な根拠に基づく交渉を経て、合意に至っ

---

(21) 田辺総合法律事務所／大和証券企業提携部編著「企業法務からみた株式評価とM＆A手続」（清文社、平成22年）17頁は、実務においては、当事者すなわち買収者、株式譲渡人および被買収者がそれぞれ株式評価を行い（必ずしもすべての当事者が行わない例もある）、相互の交渉等によりM＆Aにおける株式価格等が決定されるという手続を踏み、その評価結果は一定の範囲をもって提示されることが多く、ピンポイントで株式価格が算出されることはまずないとする。

(22) 加藤貴仁・商事法務1876号５頁（平成21年）参照。具体的には、①組織再編が独立当事者間で行われる場合には、原則として、当事者間の交渉の結果を尊重し、②組織再編が親子会社間など支配―従属関係にある会社間で行われる場合には、組織再編の対価の内容・額など組織再編条件の形成過程の公正さを審査し、③組織再編条件の形成過程が不公正であると評価される場合には裁判所が自ら買取価格を決定するが、形成過程が公正であると評価される場合には、①に準じて当事者間の交渉の結果を尊重する、とされている。

たなどと評価し得る事情があるか、また③適切な情報開示が行われた上で、対象会社に対する株式公開買付けが成立し、株主総会において全部取得条項付種類株式の発行と取得が承認されるなど、一般に公正と認められる手続によってMBOの一連の手続が行われたと認められるかなど、諸々の事情を総合考慮して、既存株主に対して分配されるべき『MBOの実施後に増大が期待される価値』を算定するのが相当である」と判示するに至った。

裁判所の適性やその有する情報量の限界、MBO取引の条件設定の困難性等といった点を考慮すると、すべての株式買取価格決定申立事件において裁判所がその裁量により買取価格を算定し直すことは妥当でなく、いかにも非効率である。もっとも、MBO指針が指摘しているように(23)、MBOにおいては、取締役が利益相反的な立場に立つ、あるいは、取締役と株主との間に情報の非対称が生じる、といった問題が生じうることから、裁判所が例外的に中立的第三者として自ら買取価格を算定することが必要な場面もある。サイバードホールディングス事件高裁決定は、裁判所が当事者間の合意内容に介入すべき一定の場合を提示した点で、評価されるべきものと考える。この点についての最高裁の判断が待たれるところである。

ただ、サイバードホールディングス事件においては、原決定が公開買付け価格と同額の６万円を買取価格としているのに対し、東京高裁は公開買付け価格に1360円を上乗せした、６万1360円を１株当たりの買取価格であると決定している。これは、いかなる判断の相違に基づいているのだろうか。

原決定は、「情報開示の内容がかなり周到なものであり、強圧性も乏しいこと」から、「一般に公正と認められる手続によってMBOの一連の手続が行われて、本件MBOが成立したと評価することができる」として、公開買付け価格が、「MBOの実施後に増大が期待される価値のうち既存株主に分配されるべき部分を最大限織り込んだものである」とした。原決定が、裁判所として当事者間の合意内容に介入することについて抑制的な態度を示した理由は、以下のとおりである。すなわち、「Ｙ〔被買収会社〕の取締役会は、本件MBOに賛同するに当たっては、公認会計士事務所及び法律顧問をそれぞれ選任し、助言や株式価値の算定を依頼した上、Ｙ及びＡ１〔買収会社〕から独立した第三者委員会を

(23) MBO指針３頁。

設置し、同委員会にＡ１との協議・交渉と本件MBOについての意見の提出を依頼し、これらに基づき、本件公開買付けに賛同したものであり、これは、第三者機関の株式評価を踏まえた交渉が存在し、利益相反関係についても一定の配慮がされていたものと評価することができる」。また、Ｙの「旧経営陣〔である甲〕…は、本件MBO実施後も相手方の経営に当たるものの、相手方の株式はすべてＡ２〔買収会社Ａ１の子会社〕が保有し、Ａ２の株式のうち甲…が保有する部分は合計10%に満たないものであることが予定されている。さらに、Ａ２及びＹの取締役の構成等からも、Ａ２及びＹの経営権は甲およびＡ２ではなく、Ａ１が保有するものということができる。さらに、甲は、Ｙの大株主であったところ、本件公開買付けにおける買付価格を決定するに至る交渉において、１株当たり６万円に満たない価格を提示するＡ１に対し、大株主の賛同を得る見込みなどを主張しながら厳しい態度で臨み、その結果、買付価格を１株当たり６万円とすることで合意している」ためである。

東京高裁は、原決定の上記理由部分についてはそのまま引用しているものの、「情報開示の内容がかなり周到なものであり、強圧性も乏しいこと」から、「一般に公正と認められる手続によってMBOの一連の手続が行われて、本件MBOが成立したと評価することができる」とした部分、公開買付け価格が、「MBOの実施後に増大が期待される価値のうち既存株主に分配されるべき部分を最大限織り込んだものである」とした部分は引用していない。その上で、「強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額（プレミアム）」については、第三者委員会の設置など、利益相反問題の回避等について種々の措置が講じられてはいるものの、利益相反関係がまったくないとはいえないことや、会社側の情報開示の内容には構造上「強圧性」がまったくないとはいえないこと等に照らし、公開買付け価格に含まれるプレミアム額では足りないと判示した。この判示は、実務界に深い打撃と諦観をもたらしたようである(24)。

東京高裁が原決定の判示を変更し、利益相反関係や強圧性の存在を認定した実質的な論拠は、「第三者委員会の選任したFA及び法務アドバイザーがいずれ

(24)「＜スクランブル＞サイバード事件東京高裁決定の波紋」商事法務1917号50頁（平成22年）。

もＹ取締役会の選任したアドバイザーである」という点にある。しかし、同委員会の委員には弁護士やコンサルティング会社出身者が含まれているようであり、そうであれば、あえて第三者委員会独自のFA及び法務アドバイザーを選任しなくとも、少なくとも、Ｙ取締役会の選任したFA及び法務アドバイザーを用いることで、Ｙや買収会社から独立した観点からのＹの企業価値評価を行うことができたのではないかとの指摘がなされている[25]。ＹがＡ１との間で公開買付けについての合意を行った日（平成19年10月31日）が、MBO指針が公表された日（平成19年９月４日）に近接していることも影響しているのか、ＹはMBO指針が提示する「MBO を行う上での尊重されるべき原則」[26]を当時の状況で可能な限り遵守しているように思われる。MBO指針はMBOに際して絶対的に公正な株式評価をすることを企業側に求めているのではなく、あくまでもその「手続」が「公正」であることを求めていると解される[27]。手続の公正さについて特段の注意が払われたことが見受けられないサンスター事件[28]とは異なり、本件では手続の公正さについて十分な配慮が見受けられることから、本件は裁判所が介入すべき（例外的な）事例ではなく、買取価格について公開買付け価格と同額とした原決定の判断が妥当であると考える。MBO指針や過去の裁判例の集積を参考に、当時の状況下で一定の水準に達した手続の公正性の担保が見受けられる以上、企業の予測可能性を見失わせるような認定は避けるべきであろう。

---

(25) 前掲（注22）、太田洋・商事法務1921号34頁（平成23年）。

(26) MBO指針９頁以下。

(27) MBO指針９頁は、「MBO は取締役と株主との間の取引であるため、株主にとって公正な手続を通じて行われ、株主が受けるべき利益が損なわれることのないように配慮されるべきである。」との一般論を述べ、実務上望ましい手続のあり方を提示している。

(28) サンスター事件大阪高裁決定は、MBOに際し要請されている透明性ある手続が取られておらず、公開買付けに対する対抗的なTOBが実施されようとしていたことからすると、多数の株主が公開買付けに応じたとはいえ、その価格が公正な価格であることを承認した上でなされたことにはならないとして、裁判所が独自に公正な価格を決定すべき事案であるとした。

六　おわりに

企業価値の向上に資するなど、経済的意義を有するMBOはそれ自体否定されるべきものではない。ただ、繰り返し述べるように、MBOの利益相反的構造や取締役・株主間の情報の非対称性が生じうるので、これらを解消する努力が企業に求められている。いくつか挙げた裁判例やMBO指針、あるいは学説が示すように、公正な手続を通じた株主利益への配慮こそが、最善の解消措置、軽減措置となる。

そのような公正な手続が履践されているか否かを判断する際には、一方で少数株主の正当な権利・利益の保護を考慮することは当然であるが、他方で、MBO当事者がある程度の予測可能性をもって行動できるような配慮をすることも必要である。もとより、今後も、類似の事件は多数起こりうるであろう。判例の集積による実務の安定が望まれるところである。