

# MBO にかかる株式取得価格の判断方法

2011年4月入学

吉川 慶

- I. はじめに
- II. 日本における MBO の実態の概観
- III. MBO にかかる株式取得価格決定および MBO 指針の内容
- 1 レックス・ホールディングス事件
    - (1) 東京高裁決定
    - (2) 最高裁決定
  - 2 MBO 指針
  - 3 サイバード・ホールディングス事件
    - (1) 事案
    - (2) 東京地裁決定
    - (3) 東京高裁決定
- IV. レックス・ホールディングス事件決定および MBO 指針の有する政策的含意
- 1 レックス・ホールディングス事件東京高裁決定および最高裁決定
    - (1) 政策的含意
    - (2) 実際に生じた帰結と、政策的含意との関係
      - a 強圧性の解消
      - b 株式価値算定書および事業計画の開示
      - c プレミアム
  - 2 MBO 指針
    - (1) 政策的含意
    - (2) 実際に生じた帰結と、政策的含意との関係
      - a 利益相反解消措置の導入
      - b 利益相反解消措置の導入と、MBO プレミアムとの関係
      - c 検討
  - 3 サイバード・ホールディングス事件東京地裁決定
    - (1) 政策的含意
    - (2) 問題点
  - 4 レックス・ホールディングス事件決定および MBO 指針の政策的含意と親和的な判断を示す裁判例
    - (1) サンスター事件
    - (2) レックス・ホールディングス損害賠償請求事件
    - (3) カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件
  - 5 小括
- V. サイバード・ホールディングス事件東京高裁決定の有する政策的含意
- 1 サイバード・ホールディングス事件東京高裁決定
    - (1) 政策的含意
      - a 第三者委員会に関する判示
      - b 強圧性に関する判示
      - c 検討
    - (2) 実際に生じた帰結と、政策的含意との関係
      - a オープンループ事件
      - b シャルレ損害賠償請求事件
      - c 吉本興業事件
- VI. MBO にかかる株式取得価格の判断方法の類型
- VII. 実体的審査の問題点
- 1 実体的審査+平均値ルール
    - (1) プレミアムの平均値を支払えない場合に、価値創造的な MBO を阻害するという問題点
      - a MBO を行わなければ実現できない価値とは何か
      - b 実体的審査+平均値ルールの問題点
      - c 実際に問題は生じているのか
    - (2) MBO に際し利益移転が生じる恐れを過大に評価しているという問題点
      - a MBO を行わなければ実現できない価値が生じないにもかかわらず MBO が行われる恐れとは何か
      - b MBO を行わなければ実現できない価値が生じないにもかかわらず MBO が行われる恐れは、どの程度あるのか
        - (a) 構造的強圧性
        - (b) 実質的強圧性
        - (c) 節税効果
        - (d) 債権者や従業員からの利益移転
        - (e) 実証研究から得られる示唆のまとめ
    - (3) 検討
  - 2 実体的審査+個別算定ルール
    - (1) 判断能力
    - (2) 情報
    - (3) 経営陣が公正な手続きをもって MBO を行うインセンティブ
- VIII. 手続的手法および手続的審査のあり方
- 1 株価に反映されていない情報の考慮の必要性
  - 2 手続的手法の発展可能性
    - (1) MBO に参加する経営陣の利益相反の程度の審査
    - (2) 第三者委員会の審議内容ないし交渉内容の審査
    - (3) 社外取締役・独立取締役の判断の尊重
  - 3 補論：対象会社の取締役の義務
    - (1) 対象会社の取締役の義務
    - (2) MBO 後の情報提供の継続
- IX. おわりに

## I. はじめに

MBO とは、現在の取締役の全員ないし一部（以下、MBO に参加する取締役を「経営陣」という）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をいう<sup>1)</sup>。上場会社において非上場化を伴う MBO が行われる場合、二段階買収によることが多い。二段階買収においては、まず経営陣が対象会社の株式につき公開買付けを行い、次に、経営陣が対象会社の定款を変更し、発行済株式を全部取得条項付種類株式とし、ただちに当該株式をそれよりも十分少ない数の別の種類の株式を対価として取得することで、経営陣以外の者には一株未滿の端株処理として金銭を交付するという形で完全子会社化が実現される。このとき、二段階目の全部取得条項付種類株式の取得に際して、取得価格に不満を持つ少数株主は、会社法 172 条 1 項に基づいて価格決定申立を行うことが多い。

MBO においては構造的利益相反の問題が存在するとされる。構造的利益相反の問題とは、MBO では、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、自らが取締役を務める企業の株式を取得することとなり、株式の買付者側の性格をも併せ持つことになるため、必然的に利益相反構造が生まれてしまうという問題を指す<sup>2)</sup>。このような利益相反構造が存在するため、MBO においては、公開買付価格をもって取得価格としてよいと言い切ることができず、取得価格について一定の審査が必要になる。

しかし、現在においてもなお、MBO により非上場化がなされる際の、株式の取得価格の判断方法につき、理解が固まっているとは

いえないように思われる<sup>3)</sup>。その理由は、MBO にかかる取得価格の判断方法として、さまざまな考え方がありえる中で、望ましい判断方法を理論的に決することが困難であるからだと考えられる。

そこで、本稿では、日本の MBO に関する実証研究やデータを参照しながら議論を進めることで、MBO にかかる取得価格をどのように判断することが望ましいのかにつき、少しでも精度の高い検討を行うことを目指す<sup>4)</sup>。

MBO に際して実現される価値は、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することができる<sup>5)</sup>。この区別を前提にすると、MBO に対する審査をするうえでポイントとなるのは、① MBO を行わなくても実現できる価値の毀損が生じていないか、② MBO を行わなければ実現できない価値および MBO を行わなくても実現できる価値について、株主と経営陣の間での分配が適切かの二点であると表現できる。そして、①に関しては、MBO を行わなくても実現できる価値をどのように算定するのかが問題となる。②に関しては、第一に、そもそもどのような分配が適切であるのか、第二に、裁判所は、株主への適切な分配額を判断するにあたって、当初から自ら分配額を判断するのか、それとも、まずは実際に行われた MBO における分配が適切であったかを判断するのが問題となる。もし裁判所が当初から自ら分配額を判断するとすれば、どのようにその判断を行うのが問題となり、他方、裁判所が実際に行われた分配が適切であったかを判断するのであれば、どのような場合に実際の分配が適切であったといえるのか、実際の分配が適切でなかったとの判断に至った場合にはどのよう

1) 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」4-5 頁（2007 年 9 月 4 日）。以下、引用に際し「MBO 指針」という。

2) MBO 指針 3-4 頁。同 5 頁の基礎的取引構造に関する記述も参照。

3) MBO に関する裁判所の審査方法・審査基準や、MBO に際してとられるべき利益相反解消措置の内容につき、論考が新たに登場し続けていることは、このことを裏付けているように思われる。

4) 田中亘「総論——会社法学における実証研究の意義」商事 1874 号 5 頁（2009）および藤田友敬「本シンポジウムのねらい」ソフトロー研究 20 号 1 頁（2012）参照。

5) MBO 指針 7 頁。

に分配額を判断するのが問題となる。

本稿では、上で掲げた問題のうち「裁判所は、株主への適切な分配額を判断するにあたって、当初から自ら分配額を判断すべきか、それとも、まずは実際に行われた MBO における分配が適切であったかを判断すべきか」という問題を主たる検討対象とする。そのうえで、本稿は、裁判所はまずは実際に行われた MBO における分配が適切であったかを手続的側面から判断すべきであるという立場を取るため、「裁判所が、実際の分配が適切であったかを、どのような要素を考慮して判断すべきか」という問題についても検討することとする<sup>6)</sup>。

II では、日本における MBO の実態を概観する。III では、現在の日本における MBO のあり方に大きな影響を与えていると思われる、レックス・ホールディングス（以下「レックス HD」という）事件およびサイバード・ホールディングス（以下「サイバード HD」という）事件の取得価格決定の内容、MBO 指針<sup>7)</sup>の内容を紹介する。IV および V では、各裁判例および MBO 指針が、爾後の MBO の当事者の行動にどのような影響を与えようとしたものと評価しうるか、そして実際にどのような影響を与えたかまたは与えうるかを検討する。そのうえで、レックス HD 事件決定や MBO 指針が示した方向性と、サイバード HD 事件東京高裁決定の示した方向性とは、相違がみられることを指摘する。VI では、各裁判例および MBO 指針の示した方向性をもとに、MBO にかかる取得価格の判断方法を類型化する。そのうえで、裁判所が、株主への適切な分配額を判断するにあたって、当初から自ら分配額を判断すること、実際に行われた MBO における分配が適切であったか否かを判断することのどちらが望ま

しいといえるのかが、実際上も重要な問題となることを示す。VII では、裁判所が、当初から自ら分配額を判断することには、問題点があることを主張する。VIII では、裁判所が、実際に行われた MBO における分配が適切であったかを判断するに際して、考慮すべき要素を検討する。

## II. 日本における MBO の実態の概観

日本における MBO のトレンドについては、5つの時期に分けて分析がなされている<sup>8)</sup>ので、その内容を紹介する。1998年頃から2003年前半頃の第I期は、会社の事業部門や子会社とその幹部を中心として分離独立する形での MBO（カーブアウト型 MBO）が主流であった。2003年後半頃から2005年頃までの第II期においては、上場会社の経営陣がバイアウト・ファンドと組んで非上場化する形の MBO が本格的に登場するようになった。その後、2005年頃から2007年初頭頃までの第III期では、同族経営の上場会社において、創業者のイニシアチブのもとに MBO による株式非公開化を行う動きが本格化した。2007年半ばから2008年半ばまでの第IV期では、テーオーシーの創業家による MBO がダヴィンチ・アドバイザーズの対抗 TOB 提案によって失敗し、創業家主導の MBO による株式非公開化にブレーキがかかるとともに、スクイーズアウトに際しての少数株主の権利保護が注目を集めるようになった。そして、2008年半ば以降の第V期では、日本経済の低迷を背景に MBO による株式非公開化が再び活発化し案件数が増加した上、MBO 実行のための手続きの公正性確保に一層注意が払われるようになった。

6) 本稿では、裁判所が自ら分配額を判断する場合の判断方法、たとえば、株式の客観的価値の算定方法や、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を評価した価格（プレミアム）の算定方法といった問題については、取り扱わない。

7) なお、MBO 指針に先立ち、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」（2007年8月2日）（以下「MBO 報告書」という）が公表されているが、同報告書は MBO 指針とほぼ同一内容であるため、以下では MBO 指針のみを引用する。

8) 太田洋＝石川智也「MBO と課税」太田洋＝矢野正紘編著『M&A・企業組織再編のスキームと税務～M&Aを巡る戦略的プランニングの最先端～』213頁、217-222頁（大蔵財務協会、2012）。

本稿が検討対象とする、MBO による非上場化の件数は、図表 1 のようになっている。第 V 期において、MBO による非上場化の件数がますます増加していることを示している<sup>9)</sup>。

また、MBO による非上場化に際して行われる公開買付けを、日本の公開買付け全体と比べると、前者の方が対公開買付け前 1 カ月平均株価のプレミアム率が一貫して高い<sup>10)</sup>。2009 年以降の、MBO による非上場化に際して行われるプレミアムの大きさについては、図表 2 を参照されたい。

MBO による非上場化に際しては、後述する MBO 指針の内容などに従って、一定の利益相反解消措置が取られるようになっている。2009 年以降の MBO においては、図表 3 のような措置が取られている。

### Ⅲ. MBO にかかる株式取得価格決定および MBO 指針の内容

本章では、2008 年半ば以降の第 V 期において、MBO の手続きの公正性確保に一層注意が払われるきっかけとなった、MBO 裁判例および MBO 指針の内容を検討する。MBO にかかる取得価格決定は複数存在するが、現在の日本における MBO のあり方に大きな影響を与えていると思われる、レックス HD 事件およびサイバード HD 事件の取得価格決定の内容を紹介する<sup>11)</sup>。

#### 1 レックス・ホールディングス事件

レックス HD 事件決定は、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ー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。以下では、その東京高裁決定および最高裁決定の内容を紹介する<sup>12)</sup>。なお、レックス HD の MBO は、後に紹介する MBO 指針の公表より前に行われている。

#### (1) 東京高裁決定<sup>13)</sup>

東京高裁決定は、一般論として、第一に、会社法 172 条 1 項に基づく取得価格決定申立があった場合には、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いった判断を示した。

そのうえで、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 3 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 6 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。

そして、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 20% 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。

#### (2) 最高裁決定<sup>14)</sup>

東京高裁決定に対しレックス HD 側は抗

9) 2001 年から 2011 年 1-4 月までの MBO による非上場化につき、投資会社と組んだ非上場化とそのほかの非上場化の区別、件数の推移、金額の推移のデータを整理する吉富優子「データで見る MBO による非上場化の動向」MARR2011 年 7 月号 10 頁、13 頁 (2011) も参照。

10) 吉富・前掲注 9)13-14 頁、小笠原圭「非上場化の MBO の動向と適正プロセスについて」MARR 2011 年 7 月号 15 頁、17 頁 (2011)。

11) MBO にかかる取得価格決定としては、ほかにも、サンスター事件、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件がある。これらの決定については、IV 4 で概観する。

12) なお、第一審の東京地裁決定は、東京地決平成 19 年 12 月 19 日判時 2001 号 109 頁である。

13) 東京高決平成 20 年 9 月 12 日金判 1301 号 28 頁。

告したが、最高裁決定は、当該抗告を棄却した。

同最高裁決定における田原睦夫裁判官の補足意見は、取得価格は公正な価格を意味するとしうえで、取得価格は、① MBO が行われなかったならば株主が享受しうる価値と、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という一般論を示した。また、MBO 報告書を参照しつつ、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、第一に、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、第二に、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 1 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は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うえで、原決定の判断は肯認できると判断した。

## 2 MBO 指針

MBO 指針は、MBO に関し、企業社会における公正なルールのあるあり方を提示することを目的として、2007 年 9 月 4 日に経済産業省により制定されたものである。

MBO 指針は、MBO に際して実現される価値を、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うえで、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整理している。しかし、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ている<sup>15)</sup>。

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が高いとされる。具体的には、株主の適切な判断機会の確保、意思決定過程における恣意性の排除、価格の適正性を担保する客観的状況の確保といった、3 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<sup>16)</sup>。

株主の適切な判断機会の確保の例としては、株主に対する説明のあり方として、① MBO 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、公開買付け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<sup>17)</sup>。

そして、意思決定過程における恣意性の排

14) 最決平成 21 年 5 月 29 日金判 1326 号 35 頁。

15) MBO 指針 8 頁。

16) MBO 指針 10-11 頁。

17) MBO 指針 12-13 頁。

除についての実務上の対応の例としては、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<sup>18)</sup>。

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が挙げられている<sup>19)</sup>。

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3分の2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<sup>20)</sup>。

### 3 サイバード・ホールディングス事件

サイバードHDのMBOは、MBO指針が公表されてから初めて行われたMBOであり、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、裁判所が取得価格決定においてどのような判断を下すかが注目されていた。

#### (1) 事案

2007年10月31日、相手方Y社(サイバードHD)の代表取締役社長兼グループCEOであるAと、取締役兼上席執行役員Bとが、投資ファンドCとの間で、MBOに係る契約を締結した。なお、当該契約においては、MBO前におけるAおよびBのY株式の持株比率はそれぞれ9.69%、0.72%であったと

ころ、MBO後においてはそれぞれ7.88%、0.18%となることが予定されていた。

それに先立つ、2007年10月2日に、Cは公開買付価格として一株当たり5万6000円を提示したが、Aがかかる価格では不十分とする強い態度を示した。そのために、最終的にCは一株当たり6万円という公開買付価格を提示した。

また、2007年10月18日に、Y取締役会は、フィナンシャルアドバイザーおよび法律顧問を選任するとともに、第三者委員会を設置した。そして、Y取締役会は、第三者委員会に対して、本件MBOの可否およびその条件について、Cとの間で協議・交渉を行ったうえで、Y取締役会に対する意見提出を委託する決議を行った。なお、第三者委員会の委員は、Yの社外取締役二名、弁護士一名、三菱商事顧問一名という構成であった。

第三者委員会は、2007年10月18日から活動を開始し、Y取締役会が選任したフィナンシャルアドバイザーおよび法律顧問をアドバイザーに指名し、MBO指針を基にして本件MBOのあり方を検討する一方、Cの提案書を精査して質問事項を作成送付した。2007年10月24日、第三者委員会は、質問事項を踏まえてCやAからそれぞれ説明を受けた上、合理的な価格での売却機会の提供が必要であること、公開買付価格は、株主の合理的期待を反映した市場株価の水準を無視することができないこと等を指摘し、さらに、適切な情報開示、他の買付者による買付けの機会を制限しない手続きの確保、株主の適切な判断機会の確保が必要であることを確認した。2007年10月29日、第三者委員会は、CおよびAと再度面談し、本件MBOを実施する必要性や公開買付価格の客観性、パートナーとしてCを選出した理由等の詳細な質疑を行い、直近の市場株価が上昇傾向にあることに言及し、Cに対して、公開買付価格の更なる引き上げを求めたものの、買い手として取りうるリスクの限界点としての価格提示

18) MBO指針14-16頁。

19) MBO指針16-17頁。

20) MBO指針18-19頁。

であるとして受入れられなかった。そこで、第三者委員会は、2007年10月30日、Yの買収防衛策を公開買付期間中は停止し、公開買付けが成立した後は廃止すること、公開買付け価格が公開買付開始時の直近における市場株価を下回らないことを条件として、本件MBOに賛同する旨の答申をY取締役会に行うことを決議した<sup>21)</sup>。

その後、Cの完全子会社であるDによって公開買付けが行われた後に、全部取得条項付株式の取得をするという二段階買収が行われた。

## (2) 東京地裁決定<sup>22)</sup>

東京地裁決定は、取得価格に関する一般論については、レックスHD事件東京高裁決定および最高裁決定の判示を踏襲した。東京地裁決定は、当該株式の取得日における公正な価格を定めるにあたっては、①取得日における当該株式の客観的価値すなわちMBOが行われなかったならば株主が享受しうる価値に加えて、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すなわち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をも考慮するのが相当であるとした。

そのうえで、当該株式客観的価値については、公開買付け公表前1カ月間の市場株価の終値による出来高加重平均値をもって算定した。

そして、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の算定にあたっては、「本件の場合は、①MBOの目的や実施後の事業計画から予測される収益力や業績についての見通しのほか、②利益相反関係に配慮した措置、買付価格についての交渉の有無、経過、旧経営陣の立場等に照らし、MBOが、いわゆる独立当事者間（支配従属関係にない当事者間）において、第三者機関の評価を踏まえ合理的な根拠に基づく交渉を経て、合意に至ったなどと評価し得る事情があるか、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」と判示した。

そのうえで、Y取締役会が公認会計士事務所および法律顧問を選任し、助言や株式価値の算定を依頼していること並びにYおよびCから独立した第三者委員会を設置し、同委員会にC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ることから、利益相反関係につき一定の配慮がされていると評価している。

そして、「A及びB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Dが保有し、Dの株式のうちA及びB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おり、「D及びYの経営権はA及びBではなく、Cが保有するものということが出来る」こと、「A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C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」ことを指摘している。これらの事実から、本件MBOはいわゆる独立当事者間交渉を経て合意に至ったものといえるとしている。

また、MBO実施後のYの事業計画から予測される収益力や業績の見通しは開示されていないものの、Cが株式価値算定書を開示していること、YがMBOが実行後の株主の扱いについて開示していることから、「情報開示の内容がかなり周到なものであり、強圧性

21) 後にIV 3(2) およびV 1(1) で言及するように、本段落に引用した事実は、高裁決定において認定された事実である点に注意されたい。

22) 東京地決平成21年9月18日金判1329号45頁。

も乏しい」との評価がされている。

そして、結論として「特に、本件公開買付けにおけるA及びBの立場（筆者注：MBO後における、AおよびBの、Dの持株比率が合計10%に満たない予定であることを指す）や、Aの厳しい交渉姿勢もあって買付価格が1株当たり6万円にまで上昇していることは、同価格（筆者注：買付価格である6万円）が、MBOの実施後に増大が期待される価値のうち既存株主に分配されるべき部分を最大限織り込んだものであることを示すものと認めるのが相当」とした。

### ③ 東京高裁決定<sup>23)</sup>

東京高裁決定は、取得価格に関する一般論については、東京地裁決定を引用した。

そして、当該株式の取得日の客観的価値に關しても、東京地裁決定の認定を採用した。

しかし、MBOの実施後に増大される価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分の算定については、東京地裁決定の判断を覆し、株式の客観的価値に20%を加算した額である6万1360円を取得価格と判断した。

東京高裁決定は、「Yの経営権はCが保有するものの、本件MBOの目的は、Yの代表者であるA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、①本件MBO実施後もY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C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、②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、

③Y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す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」（筆者注：引用中の①②③は筆者が補ったものである）と述べたうえで、「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、Y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」と判示している。

## レックス・ホールディングス IV. 事件決定およびMBO指針の 有する政策的含意

以下IVおよびVでは、レックスHD事件の各決定、MBO指針、サイバードHD事件の各決定が、爾後のMBOの当事者にどのような影響を与えようとしたものと評価しうるか（以下では、各裁判例およびMBO指針が与えようとしたと評価できる影響のことを、それぞれの「政策的含意」と表現する）を検討する<sup>24)</sup>。

裁判所の決定が有する政策的含意を検討するというアプローチは、奇異に映るかもしれない。しかし、各決定からMBOの当事者が読み取りうる<sup>25)</sup>政策的含意を検討すること

23) 東京高決平成22年10月27日資料版商事法務322号174頁。

24) 本稿では、次段落に述べる理由から、「爾後のMBOの当事者が、各裁判例およびMBO指針から、どのような政策的含意を読み取れるか」に焦点を当てる。

そのため、各決定の裁判例としての射程や、当該事案における解決の妥当性の詳細な検討は、各決定の評釈に委ねざるをえない。

また、IV1においては、政策的含意を読みとれる点において同列と評価してよいと考えられる、レックスHD最高裁決定の田原補足意見の内容も取り上げる。

25) そのため、「各決定を下した裁判官が、当該決定にどのような政策的含意があると認識していたか」を直接の問題にするわけではない。



が、MBOにかかる株式取得価格の判断方法の検討という本稿の目的からは不可欠であると考えられる。なぜなら、以下で検討するように、MBOを行う当事者は、各裁判例やMBO指針が示唆するところを踏まえて、MBOの対価や手続きを決定しているように思われるからである。

IVおよびVでの結論を予め示すと、以下のようになる。レックスHD事件各決定、MBO指針、サイバードHD事件東京地裁決定は同一の方向の政策的含意を示しているものの、サイバードHD事件東京高裁決定は異なる方向の政策的含意を示している。そして、上記以外の裁判例を見ても、レックスHD事件各決定等の政策的含意に沿った判断をしているものと、サイバードHD事件東京高裁決定の政策的含意に沿った判断をしているものと、混在している。

## レックス・ホールディングス事件東京高裁決定および最高裁決定

### (1) 政策的含意

レックスHD事件東京高裁決定および最高裁決定の判示のうち、本稿における検討と

の関係で注目される点として、以下の点が挙げられる<sup>26)</sup>。

取得日における当該株式の客観的価値の算定も、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額（以下、本節ではこれを「プレミアム」と表現する）の算定も、裁判所が自ら行っており、プレミアムについては案件の特性を考慮せず、20%と判断されている。その際、東京高裁決定はレックスHDが事業計画書や株価算定評価書を提出しないことを指摘し、田原補足意見は強圧的な効果に該当しかねない表現が用いられていることおよび公開買付者が株価算定評価書や事業計画書の開示を行っていないことを指摘している点が、注目される<sup>27)</sup>。

これらの判示の政策的含意としては、第一に「強圧的な効果を持つ表現が用いられることを抑止しようとした」というものが、第二に「MBOを行う場合には、価格決定を申し立てる少数株主ではなく、買取者および対象会社の役員に情報開示の責任を負わせることで、MBOに際しての情報開示を促進しようとした」というものが、考えられる<sup>28)</sup>。

第一の政策的含意については、田原補足意見から見出すことができる。田原補足意見は、強圧的な効果に該当しかねない表現が用

26) なお、取得日における当該株式の客観的価値の算定においては、公開買付けの約3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6カ月間の市場株価を平均することによって算定すべきとしている点も重要であると思われる。上記の判示は、業績予想の下方修正により、公開買付け公表時における株価が、MBOを行わなくても実現可能な価値を下回っていることが予想されるため、下方修正前の株価も平均することで対処しようとしているものと評価しうる。

しかし、適法な会計処理の範囲内での業績下方修正を問題視することは困難であるとの指摘がされている（加藤貴仁「判批」別冊商事法務編集部編『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346号28頁、44-45頁（2010）〔初出2009〕、後藤元「判批」中東正文ほか編『M&A判例の分析と展開Ⅱ』別冊金判190頁、193頁（2010））。

また、仮に業績下方修正が問題であるとしても、6カ月の市場株価の平均を取るのではなく、下方修正前の株価をもとに下方修正後の市場や業界全体の動向を踏まえた補正を行うことで、客観的価値を算定すべきだと考えられる（藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎選集『企業法の理論（上）』261頁、292-293頁（商事法務、2007）、田中亘「株式の買取・取得価格決定の意義と課題」MARR2009年8月号10頁、10-11頁（2009）および藤田友敬「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20号5頁（2012）などを参照）。

しかし、本稿では、これ以上客観的価値の算定の問題については立ち入らない。

27) 十市崇「判批（上）」金判1325号8頁、16頁注15（2009）は、公開買付者が取得した評価書等の開示をレックスHDに対して要求している理由として、レックスHDのMBOにおいては、公開買付者であったAP8と、対象会社であった旧レックスHDとが合併し、合併後の会社であるレックスHDが価格決定申立事件の当事者となっているという事情が考えられるとしている。

28) 加藤・前掲注26)50-51頁、Wataru Tanaka, *Going Private and the Role of Courts: A Comparison of Delaware and Japan*, 3 UT SOFT LAW REVIEW 12, 18 (2011)。忠実義務の効果一般について論じた藤田友敬「忠実義務の機能」法協117巻2号283頁（2000）も参照。

いられていることを指摘しているのみで、強圧的効果があることと、具体的な算定方法とを結びつけているわけではない。しかし、その指摘の中に「強圧性がある場合には、一律20%のプレミアムを加算する」、「20%以下のプレミアムの額でも公正な価格であると認定するためには、強圧性の解消が必要である」という含意を見出すことは可能であるように思われる。

第二の政策的含意があるといえる理由は、以下の通りである。東京高裁決定および田原補足意見はともに、株式の客観的価値に一律20%のプレミアムの加算が必要となる理由として、事業計画や株式価値算定書の開示がなされていない点を指摘している。そのため、買収者および対象会社の役員が「本件MBOにおいて適切なプレミアムは、株式の客観的価値の20%以下である」と考える場合には、裁判所に「買付価格に付されているプレミアムの額は、株式の客観的価値の20%以下であるが、当該買付価格は公正な価格である」と認定されるよう、自ら積極的に情報開示を行うと考えられるからである。

## (2) 実際に生じた帰結と、政策的含意との関係

では、レックスHD事件各決定の政策的含意は、その後実現したのであろうか。

### a 強圧性の解消

まず、田原補足意見が問題としている強圧的効果とは何かを確認する。田原補足意見のいう強圧的効果とは、構造的強圧性を指すと考えられる。構造的強圧性とは、株主が「買付価格が、客観的な株式の価値より安い」と考えていても、「公開買付けが成功した場合、

公開買付けに応じなかったときには、公開買付けに応じたときよりも不利な扱いを受ける」と予想している場合には、公開買付けに応じるよう強いられてしまうという問題<sup>29)</sup>のことである。たとえば、二段階買収に際して、公開買付けに応じた株主と応じなかった株主とで、価格の面で取り扱いが異なることが予想される場合には、構造的強圧性が生じる。

田原補足意見が指摘する表現にどのような強圧的効果が認められるのか、必ずしも田原補足意見自体からは読み取れないが、たとえば、①MBOにかかるスクイーズアウトに際して株主に与えられる救済内容が周知されていなかった当時の状況下では、会社法116条に基づく買取請求が認められるか不明であるという記載それ自体から、株主が「公開買付けに応じざるをえない」と受け取ってしまうという効果が考えられるであろう。

また、田原補足意見は直接指摘してはいないものの、②レックスHDによる全部取得条項付種類株式の取得対価である端株の売却価格が、公開買付価格と同額であるとの保障がなされていない点で構造的強圧性が生じていたのではないかと指摘もなされている<sup>30)</sup>。

では、レックスHD事件各決定後、構造的強圧性が解消し、第一の政策的含意が実現したといえるであろうか。

まず、①については、会社法172条に基づく価格決定請求ができる旨を公開買付届出書および意見表明報告書に明示される等の情報提供が進み<sup>31)</sup>、かつMBOにかかるスクイーズアウトに際して株主に与えられる救済が周知されるようになったことで解消されてきている。たしかに、株主が会社法116条に基づ

29) 詳細については、田中亘「敵対的買収に対する防衛策についての覚書」武井一浩＝中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略II』243頁、251-260頁（商事法務、2006）〔同『企業買収と防衛策』39頁（商事法務、2012）所収〕〔初出2005〕、飯田秀総「公開買付規制における対象会社株主の保護」法協123巻5号912頁、944-950頁、1003-1013頁（2006）。

30) 加藤・前掲注26)42-43頁、後藤・前掲注26)192-193頁。なお、レックスHDに対する公開買付けの実施に際して公表されたプレスリリースにおいて用いられていた表現は「なお、当該端数の合計数の売却金額については、本公開買付けの買付価格を基準として算定する予定ですが、この金額が本公開買付けの買付価格と異なることがあり得ます。」というものである（<http://www.advantagepartners.com/news/release/061110.html>、2013年7月22日最終閲覧）。

31) 後藤・前掲注26)195頁注17参照。もっとも、前掲注30)のレックスHDに対する公開買付けについてのプレスリリースにおいても、会社法172条に基づく価格決定が可能であることは記載されていたので、レックスHD事件においてこの問題を重視する必要があったかには、疑問もある。十市・前掲注27)15頁、17頁注20は、公開買付届出書の記載に依拠して、同旨を述べている。

く株式買取請求権を行使できるかは定かでない<sup>32)</sup>ものの、株主総会決議による全部取得の決定に対して172条に基づく価格決定請求をすることはできるためである。

②については、従来はレックスHDに対するMBOと同程度の記載がなされているものもあったが、近時では、MBO指針でも注意がなされたことと相まってか<sup>33)</sup>、取得価格が公開買付価格に株主の保有する株式数を乗じた額と同額となるよう算定される予定である旨が記載されるようになってきている<sup>34)</sup>。また、日興コーディアル事件東京地裁決定<sup>35)</sup>は、二段階買取においては、株式買取請求に基づく株式買取価格が、原則として、公開買付価格を下回ることにはない旨を判示している。そのため、②の問題も解消してきている<sup>36)</sup>。

したがって、第一の政策的含意については、実現してきているといえる。

#### b 株式価値算定書および事業計画の開示

他方、第二の政策的含意のうち、株式価値算定書の開示についてはある程度実現したが、事業計画書の開示については実現しなかったといえる。

まず、公開買付者が参考とした株式価値算定書や意見書がある場合には、現在では他社

株府令13条1項8号により、その写しの開示が要求されている。

対象会社が株式価値算定書を取得した場合については、開示は義務付けられていない。もっとも、IV4(1)で後述するサンスター事件においては裁判所に対する開示がなされているほか、近時では対象会社が株式価値算定書を取得している事例においては、算定結果の骨子につき意見表明報告書および公開買付届出書において開示されるようになってきている<sup>37)38)</sup>。

しかし、事業計画書の開示が行われた事例は、筆者の見る限り、見つからなかった。

#### c プレミアム

レックスHD事件決定後、実際には、事業計画の開示を行うのではなく、「MBOを行う場合には、プレミアムを20%以上にする」という方向で、実務が進展した。

井上光太郎＝中山龍太郎＝増井陽子は、レックスHD事件東京高裁決定が出された2008年9月以降のプレミアムが、それ以前に比べて、上昇しているかを検討している。具体的には、公開買付け直前期間におけるリーマンショック後の株価下落の影響や、公開買付対象会社のPBR(株価純資産倍率)の影響をコントロールしたうえで、2008年9

32) なお、最判平成24年3月28日民集66巻5号2344頁(ACデコール事件)は、会社法116条1項に基づく株式買取請求がなされた後、当該請求にかかる株式の代金が支払われるまでに、株主が当該請求にかかる株式を失った場合には、買取価格決定の申立ての適格を失うと判断している。

33) III2で述べた株主の適切な判断機会の確保の例のうち、⑤に対応する。

34) 図表3参照。

35) 東京地決平成21年3月31日金判1315号26頁。

36) なお、吉村一男「MBOと少数株主利益——MBOにおける少数株主は十分に補償されているか」企業会計62巻10号83頁、90頁(2010)は、通常の公開買付けに強圧性があるか否かにつきTOB後株価下落率(TOB後株価下落率=(TOB価格とTOB終了5日後の市場価格の差額)÷TOB発表日5日前株価)を指標として分析した井上光太郎「TOB(公開買付け)と少数株主利益」商事1874号34頁(2009)に基づいて、MBOに関するTOB後株価下落率を分析したところ、平均値4.57%、中央値3.71%であったと報告している。

井上・同38-39頁は、2000年から2007年3月の期間における公開買付けのうち、買い手が実際に株式を取得した公開買付け成立取引(ただし、自己株TOB、ディスカウントTOB、そのほか情報が収集できなかった取引などは除外されている)を対象に調査している。調査結果によれば、TOB後株価収益率の値は、全部買付けで平均値7.40%、中央値3.85%、二段階買取で平均値17.59%、中央値14.04%、部分買付けで平均値9.73%、中央値4.43%となっている。全部買付け、二段階買取、部分買付けの定義については、井上・同36頁を参照。

以上から、MBOに関するTOB後株価下落率は、全部買付け一般の場合のTOB後株価下落率に比べても低いため、そもそもMBOにおける構造的強圧性の問題の程度は低かったといえるであろう。

37) 図表3のデータ参照。

38) なお、太田洋＝清水誠「わが国におけるMBOの実務と課題——レックス・ホールディングスのMBOを素材として——」岩倉正和＝太田洋編著『M&A法務の最先端』429頁、481-482頁(商事法務、2010)は、対象会社は、第三者評価機関に対する秘密保持義務に適切な除外規定を設けるなどして、最低限裁判所に対して内容を開示することが許されるような形で評価書を取得すべきであるとしている。

月以降とそれ以前とでプレミアムに変化があったかを分析している<sup>39)</sup>。

そこでは、公開買付け一般については2008年9月以降のプレミアム増大は確認できなかった一方、MBOにおける公開買付けについては、統計上1%水準で有意に、2008年9月以降プレミアムが上昇していると報告されている<sup>40)</sup>。また、MBOプレミアム20%以下の公開買付けは、2008年9月以前にはMBOにおける公開買付けのうちの36%を占めていたが、2008年9月以降では0件となっているとされている<sup>41)</sup>。これらの結果は、レックスHD事件東京高裁決定を契機に、MBOに関してのみプレミアムが20%以上に増大していることを示唆する。

レックスHD事件東京高裁決定後にプレミアムが20%以上に増大した理由については、以下のような可能性が考えられる。第一に、事業計画書の開示を行うことは、爾後の交渉において買収者の立場を著しく不利なものにするため、買収者は事業計画書の開示を望まなかった<sup>42)</sup>。しかし、事業計画書の開示をしないことを前提にすると、裁判所によりプレミアムが20%と算定される可能性が否定できない。そのため、裁判所によって買収価格より高い取得価格額が決定されることを避けるために、プレミアムを20%以上にしたという可能性がある。第二に、レックスHD事件各決定により、少数株主の側に「20%がプレミアムの原則的基準」であると

いう意識が生じ、買収者が円滑に買収を進めるためには20%以上のプレミアムの提示が必要となったという可能性がある。

実際の理由は定かではないが、ともかく、事業計画書を含めた開示が広がらなかったこと、MBOに際してプレミアムが20%以上に増大したことは確かである。したがって、レックスHD事件各決定の示した政策的含意のうち、事業計画の開示を行うインセンティブを当事者に与えようとした点は、必ずしも実現しておらず、再検討する必要が生じていたといえよう。

## 2 MBO 指針

### (1) 政策的含意

MBO指針は、MBO「プレミアムが何%以上であれば妥当である」といった一義的・客観的な基準を設けることはできないため、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、株主が正当な利益を享受できるように配慮がなされるべきという考えを示している<sup>43)</sup>。そのうえで、Ⅲ2の利益相反解消措置を取るべきことを提案している。

MBO指針の考え方は、学説の多数説に沿ったものといえる。多数説は、裁判所による公正な価格の算定方法について、以下のような立場を取る<sup>44)</sup>。第一に、組織再編が独立当事者間で行われる場合には、裁判所は、原則として、当事者間の交渉の結果を尊重す

39) 井上光太郎ほか「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか——実証分析からの示唆——」商事1918号4頁、11-13頁(2010)。分析対象サンプルは2000年1月から2010年3月までに日本で実施された公開買付けである。

40) 井上ほか・前掲注39)12頁。

41) 井上ほか・前掲注39)13頁。

42) 清原健=田中亘「対談 MBO・非公開化取引の法律問題(前)」ビジネス法務2007年6月号10頁、14頁〔田中亘発言〕(2007)。鈴木健太郎「米国におけるマネジメント・バイアウトの研究(1)——デラウェア会社法の問題点を中心に——」民商137巻1号27頁、39頁(2007)も参照。

また、石綿学「判批」中東ほか編前掲注26)262頁、267頁(2010)、金融商品取引法研究会編『キャッシュ・アウト法制』42-44頁〔太田洋発言〕(日本証券経済研究所、2012)は、MBOにおいて作成される事業計画は、公表を前提として作成される事業計画と比べると、確度が低いことがあると指摘している。そのため、買付者側には、確度が低い計画を前提に公開買付価格などを判断されることを避けたいという意図もあるのかもしれない。

43) MBO指針8-9頁。

44) 株式買取請求権一般について、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法教304号75頁、79-80頁(2006)、藤田・前掲注26)288-291頁、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事1879号4頁、6頁(2009)、田中亘「『公正な価格』とは何か」法教350号61頁、65-66頁(2009)〔伊藤靖史ほか『事例で考える会社法』380頁(有斐閣、2011)所収〕。MBOの価格決定請求について、加藤・前掲注26)34-35、48頁、後藤・前掲注26)192頁。

る。第二に、組織再編が独立当事者とはいえない主体の間で行われる場合には、裁判所が組織再編条件の形成過程の公正さを審査する。そして、組織再編条件の形成過程が不公正と評価される場合には、裁判所が自ら公正な価格を決定する一方、形成過程が公正と評価される場合には、独立当事者間での組織再編に準じて、当事者間の交渉の結果を尊重する。

多数説の考えに従うと、MBO の場合は、現在の取締役が買収者の地位に立つという構造的利益相反の問題が生じるため、組織再編が独立当事者間で行われるとはいえず、裁判所が組織再編条件の形成過程の公正さを審査することになる。このとき、いかなる場合に形成過程が公正と評価できるかが問題となる。MBO 指針の有する政策的含意は、具体的な利益相反解消措置の例を挙げることで、形成過程が公正と評価できるための条件ないし要素を満たすよう求めたものと評価できる。レックス HD 事件各決定は、強圧性の解消と、株式価値算定書および事業計画の情報開示を狙いとしていた。MBO 指針は、それ以外の利益相反解消措置の例も示すことで、レックス HD 事件各決定以上に明確に、MBO を行う際に公正な手続きを取るインセンティブを与えようとしたものととらえられよう。

## (2) 実際に生じた帰結と、政策的含意との関係

### a 利益相反解消措置の導入

MBO 指針公表後に、利益相反解消措置のあり方に変化は見られたのであろうか<sup>45)</sup>。

MBO 指針の公表された 2007 年 9 月以降 2007 年 12 月までにおける 6 件の MBO 案件においては、⑥特別委員会を設置する事例が登場している、⑦取締役会決議に参加した取締役が全員賛成するとともに、監査役全員が異議を述べていないことが明記されている事

例が増加している、⑩全ての事例において公開買付期間が 30 日に設定されている、⑪全ての事例において取引保護条項が存在しないことが明記されている、⑫公開買付けの買付対象となる株式数に高い上限を設定する事例が登場しているといった特徴が見られる（本節の丸数字は、Ⅲ 2 で紹介した内容に対応する。）<sup>46)</sup>。ここから、MBO 指針公表後、MBO 指針に沿った利益相反解消措置が取られるようになったといえる。

また、井上ほか・前掲注 39) によれば、レックス HD 東京高裁決定が出た 2008 年 9 月以降 2010 年 3 月までと、それ以前とを比べた場合、⑩公開買付期間は約 30 営業日に集中しており変化がないものの、⑥第三者委員会設置比率および⑧対象企業のアドバイザー設置比率は上昇している。ただし、⑥第三者委員会設置の比率は 30% 程度にとどまっているとのことである。なお、第三者委員会設置比率が 30% 程度にとどまっている理由につき、井上ほか・前掲注 39) は、第三者委員会設置の増加が対象企業の企業規模が大きい場合に顕著であることから、第三者委員会設置に伴うコストを負担できるか否かで第三者委員会設置の有無が決められているためであろうと考察している<sup>47)</sup>。

### b 利益相反解消措置の導入と、MBO プレミアムとの関係

では、以上のような利益相反解消措置の導入は、MBO におけるプレミアムの額に影響をもたらしているのであろうか。

井上ほか・前掲注 39) は、MBO につき、対直前 1 週間平均株価 TOB プレミアムを被説明変数、⑥第三者委員会設置の有無、⑧対象企業のアドバイザー設置の有無、⑩買付期間の長さを説明変数とする回帰分析を行っている。この際、リーマンショック後の株価急落の影響をコントロールする工夫がなされた

45) MBO 指針は、株主の適切な判断機会の確保の例の⑤として、構造的強圧性の解消の問題を指摘している。この問題については、IV 1 (2) a で検討したため、その記述を参照されたい。

46) 十市崇「MBO (マネージメント・バイアウト) における利益相反性の回避又は軽減措置」判タ 1259 号 107 頁、110 頁 (2008) [奈良輝久ほか編著『最新 M&A 判例と実務：M&A 裁判例及び買収規制ルールの現代的展開』223 頁 (判例タイムズ社、2009) 所収]。

47) 以上につき、井上ほか・前掲注 39) 10-11 頁。なお、2010 年以後の第三者委員会の設置比率については、V 1 (2) 参照。

うえで、分析が行われている<sup>48)</sup>。

⑥第三者委員会の設置および⑩買付期間については、統計上有意ではないもののマイナスの結果が、⑧対象企業のアドバイザー設置の有無についてはプラスだが統計上有意ではないという結果が得られている<sup>49)</sup>。

なお、井上ほか・前掲注39)は、公開買付け一般についても同様の分析を行っているが、⑥第三者委員会の設置はやはり統計上有意でないもののマイナス、⑧対象企業のアドバイザー設置および⑩買付期間はプラスだが統計上有意でないという結果となっている<sup>50)</sup>。この点、米国では、MBOに際し、社外取締役が経営陣と交渉することで、買付価格の上昇につながっている<sup>51)</sup>のと、対照的な結果になっている。

### c 検討

MBO指針に沿った利益相反解消措置の導入が進んだにもかかわらず、MBOにおけるプレミアムの上昇は見られないという結果を、どのように評価すべきであろうか。

このような結果が生じた原因としては、第一に第三者委員会設置をはじめとする利益相反解消措置は、実質的に機能していないため、プレミアムの上昇につながっていないという可能性、第二に社外役員が存在など井上ほか・前掲注39)では検討されていなかった要因が、利益相反解消に決定的であるため、井上ほか・前掲注39)では利益相反解消措置とプレミアムの上昇との間の関係性が観察されなかったという可能性、第三に利益相反解消措置は機能しているものの、もともと適切なプレミアムが付与されているため、プレミアムの上昇につながっていないという可能性が考えられる。

もっとも、いずれの原因により井上ほか・前掲注39)の結果が生じているのかは明らかではない。そのため、第三者委員会設置をは

じめとする利益相反解消措置を要求することで、MBO指針が予定していた通りの結果が生じているのか、定かでなかったといえよう。

## 3 サイバード・ホールディングス事件東京地裁決定

### (1) 政策的含意

サイバードHD事件東京地裁決定は、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おいては、MBOの交渉過程を検討したうえで、公開買付価格である6万円がプレミアム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評価し、取得価格を6万円と判断している。MBOの組織再編条件の形成過程の評価を問題としている点で、MBO指針や学説の多数説の考え方に親和的なものといえる<sup>52)</sup>。

### (2) 問題点

しかし、東京地裁決定の判示には、手続きの公正さを審査するという観点からは、二点ほど問題点が残っていたように思われる。

第一に、第三者委員会設置が積極的に評価されることは示されているものの、第三者委員会設置にどの程度の意義が見いだされるのか、必ずしも明らかでない点である。

東京地裁決定は、III 3(2)で前述したように、判示の中で第三者委員会の設置や情報開示に言及している。とりわけ第三者委員会の設置を積極的に評価することで、MBOを行う経営陣に対して、第三者委員会設置のインセンティブを与えようとしたものといえる。

ただし、結論部分においては、「特に、本件公開買付けにおけるAおよびBの立場<sup>53)</sup>や、Aの厳しい交渉姿勢もあって買付価格が1株当たり6万円にまで上昇していることは、同価格が、MBOの実施後に増大が期待

48) 井上ほか・前掲注39)11-12頁。

49) 井上ほか・前掲注39)12-13頁(モデル(2))。

50) 井上ほか・前掲注39)12-13頁(モデル(1))。

51) 井上ほか・前掲注39)8頁。

52) もっとも、学説の多数説を支持する立場からは、株式の客観的価値についても裁判所が独自に算定する必要はないとする批判も存在する。林天宇「判批」ジュリ1408号176頁、178-179頁(2010)、宍戸善一「判批」ジュリ1437号92頁、94頁(2012)。

される価値のうち既存株主に分配されるべき部分を最大限織り込んだものであることを示すものと認めるのが相当である」としている。そのため、第三者委員会の導入自体が、どこまで組織再編条件の形成過程の公正化に意味を持つのか、第三者委員会がどのような活動をしていれば、組織再編条件の形成過程の公正化に意味を持つのか、第三者委員会が交渉まで行う場合と諮問のみを行う場合とで評価に違いがあるのかに対する裁判所の評価が、必ずしも明確には読み取れない<sup>54)</sup>。

もっとも、東京地裁決定においては、「本件 MBO は独立当事者間で行われたものではないが、組織再編条件の形成過程が公正と認められるため、当事者間の交渉の結果を尊重する」という判断ではなく、「本件 MBO は、Y の代表取締役 A と、C という、独立当事者間で行われたものである」という評価が結論を導く決め手になっているように思われる<sup>55)</sup>。そのため、事案の解決のためには第三者委員会についての評価は不可欠なものではなかった。このような事情が、第三者委員会に対する評価を明確にする必要はないと判断された原因なのかもしれない。

しかし、第二に、仮に東京地裁決定が第三者委員会の設置を利益相反解消措置として積極的に評価していることが明らかであると考えたとしても、東京地裁決定が第三者委員会の活動の実態についての認定をすることなく判断を下している点には、問題があるように思われる<sup>56)</sup>。第三者委員会の設置が必ずしもプレミアムの上昇につながっていないという実証研究の結果<sup>57)</sup>を踏まえれば、第三者委員会の活動の実態に関する評価が、手続きの公正性の判断にあたって重要であると思われるからである。第三者委員会の設置の有無

だけでなく、第三者委員会の活動内容まで審査を行い、当該第三者委員会の活動が手続きの公正さにつながると評価できるか否かを具体的に判断すべきであったといえる。

以上から、東京地裁決定の判断枠組みは、MBO 指針や学説の多数説の枠組みと親和的であるものの、その具体的な審査のあり方にはなお課題があると評価できる。

#### レックス・ホールディングス事件 4 決定および MBO 指針の政策的含意と親和的な判断を示す裁判例

サイバード HD 東京地裁決定以外にも、レックス HD 事件各決定や、MBO 指針の示した政策的含意に沿った判断を示す裁判例が存在する。ここで、そのいくつかを概観することとする。

##### (1) サンスター事件<sup>58)</sup>

サンスター事件大阪高裁決定は、会社法 172 条に基づき、MBO にかかる全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立につき、買付価格が 650 円であったのに対し、取得価格を 840 円と判断した。

大阪高裁決定は、プレミアムの算定に際して、第一に、公開買付け開始を株主に知らせる通知書に「強圧的な効果」に該当しかねない表現が用いられていること、第二に、サンスターが取得した株価算定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きを含む一切の監査、検証手続きを実施していない、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、評価書作成主体は財務予測の実現可能性に関しては責任を負わないと

53) MBO 後には、A および B の D 社に対する持株比率が合計 10% に満たないことが予定されていることを指している。

54) 関口智弘「判批」ビジネス法務 2010 年 4 月号 104 頁、109-110 頁 (2010)。

55) 石綿・前掲注 42)267 頁、関口・前掲注 54)108-109 頁、110 頁参照。判旨のうち、「本件公開買付けにおける A 及び B の立場や、A の厳しい交渉姿勢もあって買付価格が 1 株当たり 6 万円にまで上昇していること」が、本件 MBO が独立当事者間交渉と評価できる根拠たる事実と相当する。

56) Tanaka, *supra* note 28, at 20. 第三者委員会の活動に関する事実認定は、高裁決定において初めてなされていることにつき、注 21) 参照。

57) IV 2 (2) b 参照。

58) 大阪地決平成 20 年 9 月 11 日金判 1326 号 27 頁および大阪高決平成 21 年 9 月 1 日金判 1326 号 20 頁。

いう内容のものであり、株主に対して裁判所のほかには公表しない約束の下でその写しが提供されたものであることから、その内容を信用することができないことを、裁判所の裁量によりプレミアムを決すべき理由として挙げたうえで、プレミアムを20%と判断している。

強圧性の排除の有無および情報開示の充分性を問題にしている点において、レックスHD事件各決定の政策的含意に親和的な判断であると評価できる<sup>59)</sup>。

(2) レックス・ホールディングス損害賠償請求事件<sup>60)</sup>

本件は、Ⅲ1で紹介したレックスHDのMBOに関し、レックスHDの株主であった原告らが、レックスHDの代表取締役であった者に対し会社法429条1項または民法709条に基づき、レックスHDの取締役または監査役であった者に対し会社法429条1項に基づき、レックスHDのMBOの実施により1株23万円で手放すことを余儀なくされ、適正な価格である33万6966円との差額である1株当たり10万6966円の損害を被ったとして、損害賠償請求をした事案である。

東京地裁判決は、取締役が株主の共同利益に配慮する義務を負うとしたうえで、「MBOにおいては、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になり、必然的に取締役についての利益相反的構造が生じる上、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おり、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は、大きな情報の非対称性が存在していることから、対象会社の取締役が、このような状況の下で、自己の利益のみを図り、株主の共同利益を損なうようなMBOを実施した場

合には、上記の株主の共同利益に配慮する義務に反し、ひいては善管注意義務又は忠実義務に違反することになる」とした。

そのうえで、義務違反の判断方法につき、「MBOが、取締役の株主の共同利益に配慮する義務に違反するかどうかは、当該MBOが企業価値の向上を目的とするものであったこと及びその当時の法令等に違反するものではないことはもとより、当該MBOの交渉における当該取締役の果たした役割の程度、利益相反関係の有無又はその程度、その利益相反関係を回避あるいは解消するためにどのような措置がとられているかなどを総合して判断するのが相当」と述べた。そして、結論としては、被告らに株主共同の利益に配慮する義務の違反はないと判断し、請求を棄却した。

レックスHDのMBOという同一の事案について、取得価格決定事件と損害賠償請求事件とで結論を異にはしているが、利益相反の程度や利益相反解消措置の内容を審査している点において、MBO指針の政策的含意に沿った判断であるといえる。

(3) カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件<sup>61)</sup>

本件は、カルチュア・コンビニエンス・クラブ(以下「CCC」という)のMBOの一環としてなされた全部取得条項付種類株式の取得に対し、会社法172条に基づく価格決定申立がなされた事件である。大阪地裁決定は、結論として、公開買付価格が600円であったのに対し、取得価格を649円であると判断した。

本件MBOに際しては、独立委員会が設置されていたほか、買付者に加え、独立委員会およびCCCも第三者算定機関から株式価値算定書を取得していた。大阪地裁決定は、第一に、公開買付価格が独立委員会およびCCCが取得したDCF法算定結果の評価レン

59) ただし、具体的な判断として、株式の客観的価値の算定に際し公開買付けを発表した1年前の株価を基準とすることが妥当であるのか、サンスターの取得した株価算定評価書が信用できないとした理由づけが説得的であるのか、には疑問の余地があることにつき、十市崇「判批」別冊商事法務編集部編・前掲注26)111頁,123-125頁,126-127頁〔初出2009〕。

もつとも、後者の問題については、本件MBOでは評価書の取得以外に特段の利益相反解消措置がとられていなかったために、評価書の基礎となるべき資料について信用を置くことができないという事情があるため、株価算定評価書を信用できないとした大阪高裁決定の判断を支持する余地はあるように思われる。

60) 東京地判平成23年2月18日金判1363号48頁。

61) 大阪地決平成24年4月13日金判1391号52頁。



ジの下限価格をかなり下回る価格であったこと、第二に、独立委員会およびCCCが、第一の事情を踏まえ、公開買付けへの応募を積極的に推奨しないとの立場をとったことを理由に、公開買付価格を取得価格と判断することはできないとした。

本決定は、公開買付価格の決定にあたり独立委員会およびCCCの取得した株式価値算定書の算定結果が尊重されていないこと、独立委員会から公開買付けの応募推奨の意見表明がなされていないために独立委員会の設置により公開買付価格の公正性が手続的に担保されたとはいえないことを理由に、裁判所が独立に取得価格を判断したものととらえるであろう<sup>62)</sup>。したがって、MBO指針の政策的含意に親和的な判断であるといえると思われる。

## 5 小括

レックスHD事件各決定は、強圧性の解消と情報提供の必要性を示している。MBO指針は強圧性の解消や情報提供以外にも、公正な手続きと認められるための要素を挙げている。サイバードHD事件東京地裁決定はAおよびBの利益相反の程度が低いことやAの交渉の結果公開買付価格が上昇していることを指摘するとともに、第三者委員会の設置を積極的に評価している。これらの決定および指針は、いずれも公正な手続きによりMBOを行うインセンティブを当事者に与えようとしたものであり、同一の方向の政策的含意を有するものといえることができよう。

ただし、レックスHD事件各決定の政策的含意のうち事業計画開示の要求は現実的なのか、MBO指針の政策的含意が実現していると評価できるのか、サイバードHD事件東京地裁決定の第三者委員会に対する評価は適切なのかといった問題点があった。そのため、公正な手続きによりMBOを行うインセンティブを当事者に与えるという方向を取ると

しても、具体的審査内容につき、まだ課題が残っていたといえよう。

## サイバード・ホールディング V. ス事件東京高裁決定の有する 政策的含意

### 1 サイバード・ホールディングス 事件東京高裁決定

IVの状況下で、サイバードHD事件東京高裁決定は、レックスHD事件各決定以来の政策的含意とは異なる方向の政策的含意を示したものと評価できる。

#### (1) 政策的含意

サイバードHD東京高裁決定は、注21)に対応する本文で示したように、第三者委員会の具体的な活動につき事実認定を行っている。この点については、東京地裁決定よりMBOの組織再編条件の形成過程につき細やかな審査を行おうとしたものと評価できるのかもしれない。

しかし、東京高裁決定がその結論を導いた判示から、公正な手続きによりMBOを行うインセンティブを当事者に与えようとする政策的含意は見出しがたいと思われる。

#### a 第三者委員会に関する判示

東京高裁決定は、「第三者委員会を設置して公正と認められる手続き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社取締役会の選任したアドバイザーであること」を、東京地裁決定のように公開買付価格を尊重することができない理由の一つとしている。

しかし、この判示は、サイバードHDに対するMBOにおける第三者委員会の具体的問題点の指摘としては、不十分であると思われる<sup>63)</sup>。公正な手続きによりMBOを実施するインセンティブを与えようとするのであれば、仮に東京高裁決定と同じ結論を取るに

62) 弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定(下)」商事1968号4頁、9-10頁(2012)。

63) 太田洋「判批」商事1921号27頁、34-35頁(2011)、十市崇「判批」ビジネス法務2011年3月号48頁、52頁(2011)、宍戸・前掲注52)95頁。

ても、第三者委員会の交渉が不十分であること等を具体的に指摘すべきところ、東京高裁決定はそのような判断をしなかったものといえよう。

### b 強圧性に関する判示

サイバードHD事件東京高裁決定は、レックスHD事件最高裁決定の田原補足意見同様に、強圧性の問題を指摘している。しかし、強圧性を認定できる理由については明示していない<sup>64)</sup>。

たしかに、サイバードHDに対するMBOにおける公開買付届出書および意見表明報告書にも、レックスHDに対するMBO同様、公開買付価格と買取価格や取得価格が異なりうる旨の記載がなされている<sup>65)</sup>ため、構造的強圧性が生じているとの評価も不可能ではないと思われる<sup>66)</sup>。

しかし、レックスHDに対するMBOと異なり、サイバードHDに対するMBOにおいては、第三者委員会の設置がなされ、買付者による株式価値算定書の開示もなされていたため、より手続きの公正さが認定されやすかったといえる。また、サイバードHD事件東京高裁決定の時点では、IV 1(2) aで紹介したように、レックスHD事件を機に、どのような意味での強圧性がなぜ問題となるのかに関する議論が蓄積していたため、その議論を踏まえた判示をすることも可能であった。したがって、もし公正な手続きによりMBOを実施するインセンティブを与えようとするのであれば、裁判所が独自にプレミアムを算定する条件および理由につき、レックスHD事件各決定よりも詳細な判示が必要であったと思われる。たとえば、「公開買付価格と買取価格ないし取得価格が同一である旨の記載が

なされていれば、手続きの公正さが認められたのか」という点について、裁判所の判断を読み取りうるようにすべきであったといえよう。

このことから、サイバードHD事件東京高裁決定は、従来の政策的含意と異なる方向性を示すものと理解できるように思われる。

### c 検討

以上を踏まえると、レックスHD事件東京高裁決定とサイバードHD事件東京高裁決定とで、プレミアム算定方法自体は共通するものの、有する政策的含意には大きな違いがあるといえる。

レックスHD事件東京高裁決定は、客観的価値の20%というプレミアム算定を行うに際して、情報開示の不十分さおよび強圧的效果を有する表現の存在という具体的問題を指摘している。そのため、MBOの当事者に対し、事業計画書や株式価値算定書の開示をするインセンティブおよび強圧的效果を有しない表現を使用するインセンティブを与えるという政策的含意を読み取ることができた<sup>67)</sup>。

しかし、サイバードHD事件東京高裁決定は、第三者委員会の利用方法や情報開示に関して具体的にどのような問題点があったのか、強圧性に関していかなる点の改善が求められるのかについて、判断を示していない。そのため、MBOを行おうとする当事者が、公正な手続きであると認められるためにどのような工夫を行うべきかという基準を、サイバードHD事件東京高裁決定から読み取ることが、困難であるように思われる<sup>68)</sup>。

そのうえで、サイバードHD事件東京高裁決定は、レックスHD事件東京高裁決定が示した「当該MBOに近接する時期に行われた、

64) 十市・前掲注 63)51 頁, 宍戸・前掲注 52)94 頁。

65) サイバードHDに対するMBOにおける公開買付届出書および意見表明報告書には、全部取得の対価である端株の売却価格につき、「当該端数の合計数の売却価格については、本公開買付価格を基準として算定される予定ですが、算定の時点が異なることから、この金額が本公開買付価格と異なることがあります。」との記載が、裁判所の買取価格ないし取得価格の決定につき「これらの (i) (筆者注: 会社法 116 条および 117 条に基づく買取価格決定請求) 又は (ii) (筆者注: 会社法 172 条に基づく取得価格決定請求) の方法による 1 株当たりの買取価格及び取得価格は、最終的には裁判所が判断することになるため、本公開買付価格と異なることがあります。」との記載がなされている。

66) 石綿・前掲注 42)267-268 頁, 関口・前掲注 54)110-111 頁, 川島いづみ「判批」月刊監査役 584 号 52 頁, 57 頁 (2011)。

67) もっとも、事業計画の開示が、必ずしもその後広まらなかったことは、IV 1(2) b で述べた通りである。

公開買付けやMBOにおけるプレミアムの平均値を参考に、「プレミアムの額を決定する」というプレミアム算定方法を継承している。その結果、サイバードHD事件東京高裁決定から読み取りうる政策的含意はMBO「当該MBOに近接する時期に行われた、公開買付けやMBOにおけるプレミアムの平均値以上のプレミアムを提示する」という内容であると考えられる<sup>69)</sup>。

## (2) 実際に生じた帰結と、政策的含意との関係

サイバードHD事件東京高裁決定以降に行われたMBOは、2012年11月24日までで、34件存在する。以下では、34件のプレミアムの平均値および第三者委員会の設置状況を、図表2および図表3のデータから概観する。

34件のプレミアムの平均値は、公開買付け開始日、公表日または算定基準日の前営業日の株価と比較して51.3%、前1カ月と比較して51.7%、前3カ月と比較して51.3%となっている。また、34件中31件(91.2%)で第三者委員会が設置されている。

2009年以降に行われたMBO56件全体と比較すると、プレミアムについては、2009年以降のMBO全体では、前営業日と比較して60.4%、前1カ月と比較して61.9%、前3カ月と比較して61.7%と、2009年以降全体のMBOの方がより高い値である。しかし、2009年以降では、プレミアムが20%台以下であるケースは少なく、高止まりしているといつてよい。他方、第三者委員会設置比率に

ついては、井上ほか・前掲注39)が調査対象とした2008年9月以降から2010年3月まででは30%程度であったこと、2009年からサイバードHD事件東京高裁決定が出るまででは50%であったことから、サイバードHD事件東京高裁決定後に第三者委員会設置比率が上昇しているといえる。

プレミアムの平均値が高水準になることは、サイバードHD事件東京高裁決定の政策的含意から導かれるが、第三者委員会設置比率の上昇理由は定かではない。裁判所の取得価格の判断基準が明確ではない中で、高いプレミアムの提示とともに手続きの公正さが認められるよう努力を尽くすことで、訴訟リスクを低減しようと試みられているのかもしれない。

## サイバード・ホールディングス 2 事件東京高裁決定の政策的含意 と親和的な判断を示す裁判例

「当該MBOに際して、当該MBOに近接する時期に行われた、公開買付けやMBOにおけるプレミアムの平均値以上のプレミアムが提示されているか否か」と「当該MBOにおける公開買付け価格が公正な価格か否か」という判断との結びつきは、サイバードHD事件東京高裁決定に限って見られるものではない。以下、そのような結びつきが見られる裁判例を概観する。

### (1) オープンループ事件<sup>70)</sup>

オープンループ事件札幌地裁決定は、

68) サイバードHD事件東京高裁決定から読み取りうる政策的含意として、「第三者委員会が独自のアドバイザーを選任することが、公正な手続きと評価されるためには不可欠である」というものが考えられる。

しかし、もしそのような含意を示すのであれば、日本のMBOにおいて独自のアドバイザーが選任される例が極めて少ないことに照らして、なぜ独立したアドバイザーの選任が不可欠であるかについて、より詳細な理由づけが必要であったと思われる。また、第三者委員会が独自のアドバイザーを選任すること以外にも手続きの公正性を認定する要素は複数あると思われる。第三者委員会による独自のアドバイザー選任以外の要素についてサイバードHD事件東京高裁決定では判示されていない。独立したアドバイザーの選任以外の要素が示されない限りは、MBOを行う当事者としては、費用をかけて独立したアドバイザーを選任しても公開買付け価格が尊重されない結果となることを恐れて、独立したアドバイザーを選任するインセンティブを持ちにくいであろう。そのため、やはり本文のような評価にならざるをえないと思われる。

このように考えると、レックスHD事件各決定と、サイバードHD事件東京高裁決定とで、有する政策的含意に違いが生じたのは、決定の論理構造に本質的な違いがあるからではなく、当該手続的措置が求められること理由づけの具体性および説得性や、その措置の実施可能性の程度の差異によるように思われる。

69) 太田・前掲注63)37頁。

70) 札幌地決平成22年4月28日金判1353号58頁および札幌高決平成22年9月16日金判1353号64頁。

MBOを目的とする公開買付けが行われた後に<sup>71)</sup>会社法172条に基づきなされた全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立につき、買付価格である4000円を取得価格と判断している。

札幌地裁決定は、取得価格を4000円と判断するに際して、「相手方が主張し、かつ、本件公開買付けの価格でもある4000円をもって本件株式の取得の価格とすると、近時のM&A等の取引の際に付される一般的なプレミアムよりも高率のプレミアムを付することになり、また、DCF法により算出される相手方株式の価格に近似することになるということが出来る」、「本件株式の取得の価格を4000円とすることは、本件取得日における相手方株式の客観的価値である2409円に66.0%のプレミアムを付した価格として合理的」であると判示している。

この判断は、近時のM&Aの際に付されるプレミアムより高率のプレミアムが付されている点を、当該買付価格を公正な価格と認める根拠とする点において、サイバードHD事件東京高裁決定の政策的含意に沿っているといえよう。

## (2) シャルレ損害賠償請求事件<sup>72)</sup>

シャルレ事件の東京高裁判決は、MBOの一環として公開買付けが行われた後、会社の株価が下落した事例につき、最終的に決定された公開買付価格が、会社の代表執行役らの利益相反行為を原因として不公正な価格となったものとは認めることができないときには、MBO公表後に株式を購入した株主に対して、役員が損害賠償責任を負うことはない」と判断している。

その際、東京高裁判決は、「本件利益相反行為があったとしても、本件MBOにおいて最終的に決定された本件買付価格（1株につき800円）が不公正な価格であると認めるに足りる的確な証拠はなく、むしろ、上記価格

は、本件MBO前6箇月間における被控訴会社の平均株価（約535円）に株価上昇に対する期待の評価値（いわゆるプレミア）20%を上乗せした場合の価格（642円）に比しても150円以上高額であること……などが明らかである。これらの事情に照らせば、最終的に決定された上記本件買付価格が、本件利益相反行為を原因として不公正な価格となったものと認めることはできない」という判断を示している<sup>73)</sup>。

この判断は、公正な価格を、手続的ではなく、20%以上のプレミアムの付与を基準に判断している点で、サイバードHD高裁決定の政策的含意に親和的であると評価できよう。

## (3) 吉本興業事件<sup>74)</sup>

吉本興業事件では、旧吉本興業の株主により、MBOの過程において行われた、普通株式を全部取得条項付種類株式へと変更する旨の株主総会決議および全部取得条項付株式を取得する旨の株主総会決議について、主的に当該決議の無効確認請求、予備的に当該決議の取消請求がなされていた。

大阪地裁判決は、本件株主総会決議の無効確認等を求める訴えは、訴えの利益を欠くものとして不適法であると判示したが、傍論として、株主総会決議の瑕疵の有無についても検討している。

大阪地裁判決は、会社法831条1項3号の「著しく不当な決議」に該当するには、少なくとも、少数株主に交付される予定の金員が、対象会社の株式の公正な価格に比して著しく低廉であることを必要とすると解している<sup>75)</sup>。そして、結論としては、本件取得価格が公正な価格に比して著しく低廉であるということもできないとしている。大阪地裁判決は、その理由として、市場価格平均法および類似会社比較法により算定された価格を基準とする本件取得価格のプレミアムが、概ね類似事例のプレミアムのレンジの範囲内にあ

---

71) 金判1353号58頁の匿名コメント参照。

72) 東京地判平成23年7月7日判時2129号114頁および東京高判平成23年12月21日判タ1372号198頁。

73) なお、東京地裁判決においては、本文中引用した部分に対応するような判示はなされていない。

74) 大阪地判平成24年6月29日金判1399号52頁。

75) 本判決は、東京地判平成22年9月6日金判1352号43頁（インターネットナンバー事件）を参照したうえで、このように判示している。

ることを挙げている。

この判断は、類似事例のプレミアムとの比較において、公正な価格か否かを判断するという点において、サイバードHD事件高裁決定と同様の発想に依拠しているものと思われる。

### 3 小括

本章では、サイバードHD事件東京高裁決定からは、公正な手続きによりMBOを行うインセンティブを当事者に与えようとする政策的含意ではなく、当該MBOに近接する時期に行われた、公開買付けやMBOにおけるプレミアムの平均値以上のプレミアムを提示すべきであるという政策的含意を読み取りうることを示した。そして、サイバードHD事件東京高裁決定と同様の発想は、そのほかの裁判例にも見出しうることを指摘した。

IVおよびVの検討から、レックスHD事件各決定やMBO指針の政策的含意と、サイバードHD事件東京高裁決定の政策的含意とは、大きな相違があると評価できる。また、そのほかの裁判例も、どちらの政策的含意に親和的な判断を行うか分かれている状況にあるといえる。

## VI. MBOにかかる株式取得価格の判断方法の類型

本章では、MBOにかかる株式取得価格の判断方法を類型化するために、「実体的審査」と「手続的審査」、「平均値ルール」と「個別算定ルール」という分類軸を導入する。

実体的審査と手続的審査の分類は、「裁判所は、株主への適切な分配額を判断するにあたって、当初から自ら分配額を判断するの

か、それとも、まずは実際に行われたMBOにおける分配が適切であったか否かを判断するのか」という点についての分類である。前者を実体的審査、後者を手続的審査ということとする。

平均値ルールと個別算定ルールの分類は、「裁判所が独自にプレミアムを判断する際に、どのような方法で判断するのか」という点に関する分類である<sup>76)</sup>。平均値ルールとは、当該MBOに近接する時期に行われた公開買付けやMBOにおけるプレミアムの平均値をプレミアムとするというルールを指す。他方、裁判所が当該MBOにおいて株主に分配されるべきプレミアムの額を個別的に算定するルールを、個別算定ルールという。

以上の分類軸を用いると、レックスHD事件各決定、MBO指針、サイバードHD事件高裁決定の判断方法は、以下のように表現することができると考えられる。

レックスHD事件各決定は、株式の客観的価値について個別的に算定したうえで、プレミアムについては、まず情報開示の程度や強圧的効果を有する表現の有無を審査している点において、手続的審査をしているものと評価できる。そして、情報開示が不十分であり、強圧性も認められる場合には、平均値ルールに従って判断しているといえる。なお、レックスHD事件各決定は、情報開示がなされかつ強圧的効果を有する表現が用いらなかった場合にいかなる方法でプレミアムの額を判断するのか<sup>77)</sup>については、判示していないように思われる。

MBO指針は、公正な手続きを通じて株主利益が損なわれることのないよう配慮されるべきという考えを示したうえで、公正な手続きを担保するための実務上の対応の例を挙げ

76) 手続的審査を行う場合でも、手続きが公正でないと判断された場合には、裁判所が実体的に分配額を判断することになる。その際の判断方法として、平均値ルールと個別算定ルールの両方が考えられることになる。その際の判断方法としていずれのルールが望ましいのかについては、注6)で述べたように、本稿の検討対象とすることはできない。

また、「手続的審査の結果、手続きが公正でないと判断された場合に、裁判所が実体的に分配額を判断する」という作業の内容は、実体的審査の内容と重なる。しかし、本稿の実体的審査および手続的審査の定義に照らし、前記鍵括弧内の作業は、実体的審査には当たらないことに留意されたい。

77) 具体的には、情報開示および強圧性の除去さえなされていれば常に公開買付け価格を尊重するのか、それともなお裁判所が自らプレミアムを判断する場所があるのかという点、裁判所が自らプレミアムを判断する場合には平均値ルールによるのか個別算定ルールによるのかという点である。

ている。このことから、MBO 指針は、手続的審査をすることを前提に、公正な手続きと認められるために必要な要素を列挙したものと見える。

これに対して、サイバード HD 事件東京高裁決定は、株式の客観的価値について個別的に算定したうえで、プレミアムの算定については、買付価格が尊重できない理由として、第三者委員会の選任したアドバイザーが対象会社の選任した者であることおよび強圧性が全くないと評価することができないという点に言及しているものの、いかなる手続きをとっていれば公正な手続きと認められるのか具体的に示していない。そして、裁判所がプレミアムの額を判断するに際しては、平均値ルールを用いている。その結果、実体的審査＋平均値ルールに近い政策的含意を有する判断となっているといえる。

以上の整理を前提にすると、レックス HD 事件各決定や MBO 指針が示した方向性と、サイバード HD 事件東京高裁決定の示した方向性のどちらが望ましいのかを判断するためには、MBO にかかる取得価格の判断方法として実体的審査と手続的審査のどちらが望ましいのかを検討することが重要になる。

## Ⅶ. 実体的審査の問題点

本章では、実体的審査の問題点を検討する。まず実体的審査＋平均値ルールにつき、次に実体的審査＋個別算定ルールにつき検討する。

### 1 実体的審査＋平均値ルール

- プレミアムの平均値を支払えない場合
- (1) に、価値創造的な MBO を阻害するという問題点
- a MBO を行わなければ実現できない価値とは何か
- これまで、MBO により実現される価値に

は、MBO を行わなければ実現できない価値があることを前提としてきたが、MBO を行わなければ実現できない価値として具体的にはどのようなものが考えうるのであろうか。

MBO を行わなければ実現できない価値としては、①エージェンシーコストの削減、②上場維持コストの削減、③インセンティブ構造の変化に伴う、取締役の努力による価値の創出が考えられる。

①エージェンシーコストの削減は、たとえば、経営陣が中長期的な成長を見据えて、一時的に会社の利益を圧迫するような判断をしようとした場合に、MBO が行われるケースで生じうる。すなわち、取締役が一時的に会社の利益を圧迫するような行動を行おうとすると、ある程度短期的なリターンを求める株主や投資家から納得が得られないことがありうる。そうすると、中長期的には当該行動を行った方が会社の利益の最大化に適うにもかかわらず、取締役が当該行動を断念してしまう恐れや、取締役が株主および投資家を説得するのに多大なコストがかかってしまう恐れがある。この場合、MBO を行い株主と経営陣との同一化を進めることによって、会社にとって真に利益となる経営が行いやすくなる。したがって、MBO によって価値が創造されるといえる<sup>78)</sup>。

②上場維持コストの削減<sup>79)</sup>については、MBO 対象企業の資金需要が乏しく、非上場化により削減できるコストが、上場を維持し資金調達機動性を確保することによる利益を上回る場合には、MBO を行うことにより(コストの削減という形で)価値が生じるといえる。

③ MBO が行われた場合、取締役の努力により業績が上がれば、その利益の多くを取締役が得ることができるようになる。そのため、取締役が努力するインセンティブが強化され、価値が創出されるようになる<sup>80)</sup>。

#### b 実体的審査＋平均値ルールの問題点

以上のような MBO を行わなければ実現で

78) 三苦裕「マネジメント・バイアウト(MBO)に関するルール設計のあり方」東京大学法科大学院ローレビュー 1号 35頁, 36頁 (2006), MBO 指針 7頁, 永江亘「Going-Private 取引における情報開示に関する一考察」六甲台論集・法学政治学篇 55 卷 2号 1頁, 6-7頁 (2009)。

79) 三苦・前掲注 78)36頁, MBO 指針 7頁。

きない価値が創造される場合には「MBOの実施にかかる費用およびMBOを行わなければ実現できない価値の大きさととの関係で、買い手が提示できるプレミアムが平均値未満である場合」であったとしても、当該MBOが行われることが望ましい。しかし、実体的審査+平均値ルールの下では、いかなる手続きによってMBOを実施したとしても、平均値未満のプレミアムを付した価格が取得価格として認められることはなくなってしまふ。そのため、望ましいMBOが阻害されてしまふ恐れが生じる。

### c 実際に問題は生じているのか

では、実体的審査+平均値ルールを取ることにより、望ましいMBOが阻害されるという事態は、実際に生じているのだろうか。

たとえば、レックスHD事件東京高裁決定後にMBOにおけるプレミアムが20%以上に増大している<sup>81)</sup>ため、レックスHD事件東京高裁後においてはMBOの成立が阻害されているのではないかという疑問が生じうる。

井上ほか・前掲注39)は、MBOが公開買付けにおいて占める割合は、2008年9月以前では16%であったのに対し、2008年9月以降では25%と増大していることを報告している<sup>82)</sup>。井上ほか・前掲注39)は、ここから、レックスHD事件東京高裁決定は、売り手株主への利得分配を増加させたものの、MBO取引自体は大幅には阻害されていないという評価を下している<sup>83)</sup>。

これに対して、買い手が提示できるプレミアムが20%未満でしかない場合に、水面下でMBOが不成立に終わった例が少なくないように思われるとの指摘もある<sup>84)</sup>。

データからは、いずれの指摘が適切なのか判断することは難しい。しかし、近時V1(2)で述べたようにプレミアムの平均値が上昇していることに伴って、実体的審査+平均値ルールの下では、望ましいMBOが阻害される恐れが増大しているといえるように思われる。

### (2) MBOに際し利益移転が生じる恐れを過大に評価しているという問題点

MBOを行わなければ実現できない価

#### a 値が生じないにもかかわらずMBOが行われる恐れとは何か

もっとも、VII1(1)で検討した内容には、重大な留保が必要である。VII1(1)では、MBOが行われる際にプレミアムが支払われるのは、当該MBOによりMBOを行わなければ実現できない価値が生じるからであるということ、暗に前提として議論していた。しかし、実際には、プレミアムが支払われているという事実から、当該MBOによりMBOを行わなければ実現できない価値が生じていると結論づけることはできない。なぜなら、ほかのステークホルダーからの利益移転により経営陣が利益を得ることができると、MBOが行われる恐れがあるからである。

具体的には、①構造的強圧性が生じているために、既存株主から経営陣に対して利益が移転している恐れ<sup>85)</sup>、②情報の非対称性により既存株主が企業価値を過小評価しているために、実質的強圧性が生じ、既存株主から経営陣に対して利益が移転している恐れ<sup>86)</sup>(経営陣が公正な株価実現に向けた策を尽くしたにもかかわらずディスカウントが続く場合<sup>87)</sup>と、経営陣が意図的にアンダーバ

80) MBO 指針 7 頁。

81) IV 1(2)c 参照。レックス HD 事件各決定の判示自体は実体的審査ルールに従ったものとはいえないものの、レックス HD 事件各決定後、実際には、実体的審査+平均値ルールに従った場合に生じると考えられる帰結と同様の帰結が生じているため、本文のような検討を行っている。

82) 井上ほか・前掲注 39) 10 頁。

83) 井上ほか・前掲注 39) 10 頁、13 頁。

84) 太田・前掲注 63) 40 頁注 43、谷口達哉「ゴーイングプライベート型買取に関する近時の傾向と分析」MARR 2011 年 7 月号 32 頁、37 頁 (2011)。

85) 野瀬義明=伊藤彰敏「戦略的非公開化の決定要因は何か」証券経済学会年報 44 号 77 頁、79 頁 (2009)。

86) 北川徹「マネジメント・バイアウト (MBO) における経営者・取締役の行為規整 (2)」成蹊法学 68・69 号 51 頁、75-76 頁、84-85 頁 (2008)、鈴木・前掲注 42) 51-52 頁。買付価格の適切性の問題として検討する加藤・前掲注 26) 40-41 頁も、同様の問題を指摘している。

リユーを作り出している場合<sup>88)</sup>との両方を含む)、③節税効果によって、政府部門から経営陣に対し利益が移転している恐れ<sup>89)</sup>、④債権者や従業員からの利益移転が生じている恐れ<sup>90)</sup>が挙げられる。これらの要因が認められる場合には、MBOによって、ほかの主体から、MBOを実施する経営陣に利益が移転する恐れがあるため、プレミアムの支払いは、必ずしもMBOによる新たな価値創造を意味しない<sup>91)</sup>。

実体的審査+平均値ルールを正当化する議論としては、「MBOに際しては上記のような利益移転が生じている恐れが非常に高いために、利益移転に対処する必要がある。そのため、少なくとも平均値以上のプレミアムを要求することで、利益移転を目的とするMBOを抑止する必要がある」というものが考えられる。

そうすると、実体的審査+平均値ルールの適切性を判断するには、「日本のMBOにおいて、利益移転が生じる危険をどこまで重視する必要があるのか」について検討する必要があるといえる。では、日本のMBOにおいて現実に利益移転が生じている可能性はどの程度存在しているのだろうか。以下では、利益移転が生じる要因の内容を概観するとともに、その要因が現実に妥当している可能性につき実証研究の結果をもとに整理する。

**MBOを行わなければ実現できない価**

**b 値が生じないにもかかわらずMBOが行われる恐れは、どの程度あるのか**

**(a) 構造的強圧性**

構造的強圧性の問題についてはIV 1(2) aで

検討した。少なくとも現在においては、構造的強圧性の問題への対処がなされていると思われる。

**(b) 実質的強圧性**

実質的強圧性とは、買収者と株主との間に情報の非対称性があるために、株主が買収者による会社の内在的価値に関する説明を誤って信じることで、不当に低い価格での公開買付けに自主的に応じてしまうという問題<sup>92)</sup>である。MBOの場合、買収者たる経営陣は会社の市場価値が内在的価値を下回っていると考えるときにMBOを実行することができるため、実質的強圧性が生じる懸念が大きい<sup>93)</sup>。

では、日本において、実質的強圧性の問題によって、非効率的なMBOが生じているといえるか。河西ほか・前掲注87)は、MBO直前の決算期に利益圧縮を行っている企業(「会計操作企業」<sup>94)</sup>)が存在し、会計操作企業はプレミアムの算定基準となる株価を低落させているだけでなく、非会計操作企業に比較してプレミアムの支払水準も低く抑えているとする<sup>95)</sup>。

しかし、吉村・前掲注36)によれば、MBOにおける公開買付けのMAP<sup>96)</sup>は、通常の公開買付けのプレミアムと比べて、統計上有意に高いとされている<sup>97)</sup>。この結果は、株価が低迷している時期を狙ってMBOが行われている可能性<sup>98)</sup>を考慮してもなお、MBOにおいては、通常の公開買付け以上のプレミアムが支払われていることを示唆する。(取引の両当事者間に構造的な利益相反が存しない)通常の公開買付けが価値創造的

87) 野瀬 = 伊藤・前掲注 85)78 頁, 河西卓弥ほか「買収プレミアムの源泉は何か?—MBO とステークホルダーからの富の移転に関する実証分析—」WIAS ディスカッション・ペーパー 2010-007 号 1 頁, 2-3 頁 (2011), <http://www.waseda.jp/wias/achievement/dp/data/dp2010007.pdf>, 2013 年 7 月 22 日最終閲覧)。

88) 河西ほか・前掲注 87)3 頁。

89) 北川・前掲注 86)73-74 頁, 78-80 頁, 野瀬義明 = 伊藤彰敏「パイアウト・ファンドによる買収のインパクトに関する分析」現代ファイナンス 26 号 49 頁, 53-54 頁 (2009), 河西ほか・前掲注 87)5-6 頁。

90) 北川・前掲注 86)74 頁, 80-83 頁, 野瀬 = 伊藤・前掲注 89)54 頁, 河西ほか・前掲注 87)4-5 頁。

91) 北川・前掲注 86)90 頁。

92) 鈴木・前掲注 42)51-52 頁。

93) 鈴木・前掲注 42)52 頁。

94) 河西ほか・前掲注 87)8 頁においては、当該企業と同じ産業に属する企業の同一会計年度のデータを用いたクロスセクション型推計によって推計される予測値である「非裁量的発生高」が正であるにもかかわらず、会計発生高(税引き後経常利益から営業活動によるキャッシュフローを控除して得られる値)から非裁量的発生高を引いて得られる「裁量的発生高」が負である企業が、「会計操作企業」と定義されている。



だとすれば<sup>99)</sup>、実質的強圧性による既存株主からの利益移転が MBO プレミアムの源泉とは考えがたいといえるのではないか<sup>100)</sup>。

### (c) 節税効果

MBO を行う経営陣が、MBO の資金を負債により調達した場合、追加的に生じる支払利息が損金算入される結果、納税額が減少しうる<sup>101)</sup>。

では、日本において節税効果はどの程度の意味を有するであろうか。河西ほか・前掲注 87) は、MBO 前における利払い額の小さな企業ほど、追加的な利払い額の増加による損金算入の余地が大きいという理由から、支払利息売上高比率を説明変数の一つ、プレミアムを被説明変数として、OLS で推計を行っている。そして、支払利息売上高比率の係数

は一貫して非有意であるという結論に至っている<sup>102)</sup>。この結果は、日本においては、節税効果がプレミアムの源泉とは考えがたいことを示唆している。

### (d) 債権者や従業員からの利益移転

まず、MBO 前の負債依存度が低い場合には、MBO 後にレバレッジを効かせることでリターンをあげる余地が大きくなる。このことから、追加的な負債発行によるデフォルトリスクの上昇という既存債権者の犠牲のもと、プレミアムが支払われている可能性が考えられる<sup>103)</sup>。

河西ほか・前掲注 87) は負債総資産比率とプレミアムとの関係を分析しているが、両者の間には有意な結果が見られないという結論に至っている<sup>104)</sup>。この結論からは、債権者

95) 河西ほか・前掲注 87)10-11 頁。

前者の結論は、会計操作企業の株価収益率が-8.26%であるのに対し、非会計操作企業の株価収益率は 3.49%であり、その差は中央値で見たとき 5%水準で有意であることから導かれている。

後者の結論は、買収プレミアムを被説明変数、会計操作実施ダミー（会計操作企業である場合に 1、それ以外の場合に 0）と株価収益率の交差項を説明変数の一つとした場合に、当該交差項が一貫して統計上有意に正であることから導かれている。会計操作企業では株価収益率がマイナスであるため、当該交差項が正であることは、会計操作企業においては非会計操作企業以上に、株価収益率が低い場合におけるプレミアム減少の程度が大きいことを意味する。

96) 吉村・前掲注 36)84 頁においては、MAP (MAR Adjusted Premium) は、公開買付け前の一定期間における対象会社の株価の値上がり率から TOPIX の値上がり率を差し引いた超過収益率 (MAR) と、プレミアムとを、合算した指標であると定義されている。同論文では、公開買付け前の一定期間として、公開買付け発表日前日の 1 年前から 1 カ月前までの期間、3 カ月前までの期間、6 カ月前までの期間の、3 つの期間につき、MAP が算定されている。

97) 吉村・前掲注 36)85-86 頁。

98) 会計操作などを行い経営陣が意図的に株価を引き下げたうえで MBO を行っている可能性や、たまたま株価が低迷している時期を狙って経営陣が MBO を行っている可能性などが挙げられる。

99) 井上・前掲注 36)38 頁は、2000 年から 2007 年 3 月の期間における公開買付けについて、株主価値増大率を基準としたとき、公開買付けは全体としてターゲット企業の株主価値を増大させており、そして、買い手企業の株価変動とターゲット企業の株価変動を統合して考えても、この結論に変わりはないと指摘している。

100) ただし、VII 1 (3)の後半で述べるように、MBO を行わなくても実現できる価値のうち、株価に反映されていない部分が存在するという留保が必要であることには、留意されたい。

101) 河西ほか・前掲注 87)5 頁。

102) 河西ほか・前掲注 87)10 頁。

103) 負債依存度が大きくなることで、フリーキャッシュフローのエージェンシーコストが削減できるとも考えられる（藤田友敬「会社法と関係する経済学の諸領域 (2)」法教 260 号 63 頁、71-72 頁 (2002)）。そのため、負債依存度が大きくなることによりプレミアムが増大しているとしても、その源泉を債権者からの利益移転だけに求めることが妥当かには、議論の余地がある。

また、MBO 後に負債依存度を上げることにより生じる効果としては、VII 1 (2) b (c)で検討した節税効果も考えうる。河西ほか・前掲注 87) は、節税効果については支払利息売上高比率を指標として用いる一方、債権者からの利益移転を検証する指標としては負債総資産比率を用いることで、節税効果と債権者からの利益移転の効果とを独立に検討しているようである。しかし、支払利息売上高比率と負債総資産比率には相関関係があるように思われるため、節税効果と債権者からの利益移転の効果とを独立に抽出できているのか、議論の余地があるのではないと思われる。

しかし、ここでは、河西ほか・前掲注 87) の整理に従っておく。

104) 河西ほか・前掲注 87)10 頁。

からの利益移転が生じているとは考えにくい。

次に、旧経営陣と既存労働者との間で交わされた長期契約や年功賃金などを破棄することで、買収者が短期的な収益を得ることができ、その収益がプレミアムの源泉となっているという可能性が考えられる。

河西ほか・前掲注 87) は一人当たり売上高および一人当たり人件費を指標とし分析を行い<sup>105)</sup>、後者については買収プレミアムとの間に有意な関係は見られなかったが、前者については公開買付価格と公開買付け発表日 40 日前の株価との差額との間に、有意に負の結果が得られたとしている<sup>106)</sup>。ここから、河西ほか・前掲注 87) は、過剰雇用を抱え一人当たり生産性が低い企業であるほど従業員削減により生産性上昇が見込まれるためにプレミアムが大きくなるという解釈のもと、従業員からの富の移転がプレミアムの源泉となっている可能性を示唆している<sup>107)</sup>。

#### (e) 実証研究から得られる示唆のまとめ

以上の検討をまとめると、従業員からの利益移転がプレミアムの源泉である可能性は否定できないものの、基本的に、MBOプレミアムの源泉は、MBOを行わなければ実現できない価値である可能性が高いと思われる。

### (3) 検討

では、ここから、MBOに対する法的規律の内容に関して、いかなる示唆が得られるであろうか。

まず、以上から直ちに「MBOに対する規律を緩めてよい」との結論は導かれないことには注意が必要である。なぜなら、以上の結果からは、日本で過去に行われたMBOを全体としてみれば価値創造的であるといえるにとどまるため、現に価値創造的でないMBOも行われている恐れがあることや、仮に法規

制をゆるめた場合には価値創造的でないMBOが行われる恐れが高まることは、否定されないからである。

しかし、他方で、以上の結果は、「実体的審査+平均値ルールは、MBOによる利益移転の恐れを重視しすぎているのではないか」との示唆を与える。MBOに対する法規制は、価値創造的でないMBOの抑止と価値創造的なMBOの促進とのバランスを考えてなされるべきであると考えられるため、裁判所の審査を及ぼしつつ、一定の場合にはプレミアムの額が小さくともその価格が取得価格と認められる余地も残るような、取得価格の判断方法が望ましい。

ただし、VII 1 (2) b (b)の結果を踏まえても、「MBOを行わなくても実現できる価値の全てが、株価に反映されているとはいえないため、既存株主から経営陣への利益移転が生じている」という恐れが存しないかは、なお問題たりうる。会計操作の恐れについてはすでに考慮しているが、それ以外にもMBOを行わなくても実現できる価値と、株価との間に乖離が生じる恐れはある。たとえば、遊休資産の売却により得られる利益や、MBOを行わなくても可能な事業計画および事業提携により得られる利益は、MBOを行わなくても実現可能である<sup>108)</sup>と考えられるが、これらの利益が株価に反映されているかは必ずしも定かではない。そのため、株価を基準として十分なプレミアムが支払われているといえても、既存株主から経営陣への利益移転が生じている恐れは否定できないからである。

しかし、このような恐れがありうることは、実体的審査+平均値ルールを取るべき根拠たりえないと思われる。まず、この恐れが常に存在するかは定かでない。そのうえ、実体的審査+平均値ルールにより十分にこの恐

105) 河西ほか・前掲注 87)7 頁。

106) 河西ほか・前掲注 87)10 頁。ただし、同 18 頁の表によれば、一人当たり売上高と、公開買付価格と公開買付け発表日 20 日前の株価との差額との間には、有意な関係が確認されていない。

107) 河西ほか・前掲注 87)7 頁, 10 頁, 11 頁。

もっとも、一人当たり売上高が低いことが、過剰雇用であることを意味するのか、必ずしも定かでない面もあると思われる。また、40 日前株価をもとに算出したプレミアムと一人当たり売上高との間にしかり有意な関係が確認されていないことから、従業員からの富の移転がプレミアムの源泉となっている可能性がどれほど高いのかには、なお検討の余地があると考えられる。

108) MBO 指針 8 頁注 9。

れに対処できるとも限らない。実体的審査＋平均値ルールも、株価を参照して株式の客観的価値およびプレミアムを算定するため、MBOを行わなくても実現できる価値のうち株価に反映されていない部分が非常に大きい場合には、経営陣への利益移転を防止できないためである<sup>109)</sup>110)。

## 2 実体的審査＋個別算定ルール

実体的審査＋個別算定ルールの場合、望ましいMBOを阻害する恐れが典型的に認められるわけではない。しかし、裁判所が個別に取得価格を算定することには、三点ほど問題があると考えられる。

### (1) 判断能力

まず、裁判所が取得価格決定に必要な専門知識を有しているとは限らないため、適切なプレミアムの額を裁判所が独自に判断することが困難という問題があるように思われる。もし本来取得価格とされるべき額と、裁判所が認定する額とで、ずれが生じるリスクが大きくなると、MBO当事者はどのような額を買付価格ないし取得価格とすべきか予想できなくなり、紛争リスクを避けるためには、ある程度高額のプレミアムを提示しなければならない。そうすると、VII 1(1)で論じたように、望ましいMBOが阻害される恐れが出てきてしまう。

この点、買取価格決定および取得価格決定に、非訟事件手続法33条が定める専門委員を活用することが提案されている<sup>111)</sup>。現時点で、専門委員の利用がどこまで広がりうる

のか、定かでない面があるが、もし専門委員が十分に確保できるのであれば、判断能力の問題はある程度解消するものといえよう。

### (2) 情報

第二に、裁判所の判断能力の問題を解決できたとしても、プレミアム算定に必要な資料が開示されるとは限らないという問題がある。MBOを行わなくても実現できる価値の算定にあたっては対象会社の事業計画が、MBOを行わなければ実現できない価値の算定にあたっては買付者のMBO後の事業計画の開示が重要になると思われるが、事業計画の開示を当事者が自発的に行うことは、従前の経緯に照らせば、あまり期待できないように思われる。

この点、非訟事件手続法53条で準用される民事訴訟法220条から223条が規定する文書提出命令を活用することも考えられる<sup>112)</sup>。事業計画の提出にあたっては、とりわけ民事訴訟法220条4号ハの職業の秘密文書および同号ニの自己利用文書に当たるかどうか、問題となる。ここでは詳細には立ち入ることはできない<sup>113)</sup>が、事業計画の提出を求めると、意図的に保守的な事業計画が作成される危険があると指摘されている<sup>114)</sup>ことに照らせば、多くの場合文書提出命令の対象とすることは難しいのではないかと考えられる<sup>115)</sup>116)。

### (3) 経営陣が公正な手続きをもってMBOを行うインセンティブ

最後に、最も重要と思われる点として、実体的審査＋個別算定ルールの下では、MBOを行う経営陣が公正な手続きをもってMBO

109) 太田洋＝野田昌毅「MBOによる企業再建と利益相反問題への対応」ターンアラウンドマネージャー3巻9号50頁、50-51頁(2007)、太田＝清水・前掲注38)462頁、加藤・前掲注26)43-46頁、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(3)」法協129巻5号965頁、1002-1005頁(2012)。

110) なお、手続的審査においてこの恐れにいかに対処すべきかについては、VIII 1で検討する。

111) 福井章代「会社法施行後の東京地方裁判所における商事事件の審理の実情と課題」民訴雑誌58号55頁、74頁(2012)、阿南剛「MBO事例における『公正な価格』の再考——大阪地裁平成24年4月13日決定を契機として——」商事1976号53頁、58頁(2012)。

112) 福井・前掲注111)74頁、阿南・前掲注111)59-60頁。

113) 事業計画の自己利用文書性の検討をしている文献として、阿南・前掲注111)60頁。

114) 三苫・前掲注78)39頁、加藤・前掲注26)43頁、後藤・前掲注26)194頁。注42)も参照。

115) 自己使用文書に対する文書提出義務免除の根拠の一つとして、文書が訴訟において提出される可能性を考えて、文書の作成を控える、記載内容を制限するといった萎縮効果を除去し、文書化を促すという政策目的を挙げる垣内秀介「自己使用文書に対する文書提出義務免除の根拠」小島武司古稀『民事司法の法理と政策(上)』243頁、257-258頁(商事法務、2008)参照。

を行うインセンティブを損なうという問題がある<sup>117)</sup>。裁判所が取得価格につき個別算定をするとすると、「最終的には裁判所の判断を仰がないと、プレミアムの額が分からない」ということになるので、MBO当事者がわざわざ費用をかけてまで公正な手続きを踏むインセンティブがなくなってしまう。

このことは経営陣、株主の両方に不利益をもたらすように思われる。第一に、経営陣は、裁判所により自らの提示額と異なる額を取得価格と判断されるリスクが大きくなるほか、紛争コストも生じやすくなるため、価値創造的なMBOの実行をためらう恐れがある。第二に、株主が取得価格を争いたいと思っても、取得価格決定請求のコスト<sup>118)</sup>に鑑みて請求を行えない結果、株主の救済も、価値創造的でないMBOの抑止も図られなくなる恐れがある<sup>119)</sup>。

## Ⅷ. 手続的手法および手続的審査のあり方

Ⅶでの検討から、MBOにかかる取得価格を実体的審査の手法により判断することには問題があるといえよう。したがって、手続的審査の手法を発展させ、MBO当事者が公正な手続きでMBOを行うように促すことが望

ましいと考えられる。

ただし、手続的審査が望ましいといえるためには、「MBO当事者に公正な手続きでMBOを行うインセンティブを与えれば、実際に、手続きが公正となると期待できる」ことが前提となる。そして、公正な手続きであると認められるためには、独立当事者間交渉に比肩するための条件として、①MBOを行う経営陣との間に利害関係がなくかつ②判断能力のある当事者による判断が、③十分な情報の下でなされる必要がある。また、望ましいMBOの阻害を防止するためには、④公正な手続きを実現するのにかかる費用が、実体的審査を行う場合に当事者に生じる費用よりも小さくなる必要がある。

では、日本において、以上のような要請を満たす公正な手続きが踏まれることを期待できるのであろうか。また、そのような手続きを踏むインセンティブを与えるには、どのように手続的審査の手法を発展させていくべきであろうか。

### 1 株価に反映されていない情報の考慮の必要性

本節では、Ⅶ1(3)で指摘した、株価に反映されていない情報が存在する恐れにどこまで

116) 神戸地決平成24年5月8日金判1395号40頁は、シャルレが行ったMBOにつき、取締役の監視義務違反等を理由とする損害賠償を求めた株主代表訴訟が提起され、そのなかでなされた文書提出命令申立に対して判断を示したものである。

同事件においては、シャルレが取得した株式価値算定書、シャルレが作成した事業計画のいずれも、職業の秘密文書にも自己利用文書にも該当しないと、提出命令が認められている。

しかし、事業計画の職業の秘密文書該当性および自己利用文書性が否定されるにあたっては、シャルレのMBOが完全に頓挫し、かつそこから3年以上が経過していること、シャルレが現時点においてMBOの実施を予定していないこと、シャルレがMBOを予定していた時点での取締役はすでに辞任していたことといった、特殊な事情が指摘されている。そのため、同決定の射程は、必ずしも広くないと思われる。阿南・前掲注111)66頁注28参照。

117) 清原健＝田中亘「対談 MBO・非公開化取引の法律問題(後)」ビジネス法務2007年7月号64頁、76頁〔田中亘発言〕(2007)。

118) たとえば会社法172条の取得価格決定申立をするためには、全部取得条項付種類株主の取得を決定する総会に先立って取得に反対する旨の通知をすること、総会において実際の反対すること、総会の日から20日以内に取得価格決定申立をすることという3つの要件を満たす必要がある。このほか、実際に裁判所で争う際には弁護士などへの依頼費用も必要となると思われる。

119) 田中・前掲注44)80頁、清原＝田中・前掲注117)74頁〔清原健発言〕、笠原武朗「全部取得条項付種類株式制度の利用の限界」江頭暹暦・前掲注26)233頁、252-253頁、玉井利幸「少数株主に対する取締役と支配株主の義務と責任——少数株主の縮出を中心に」川村正幸退職『会社法・金融法の新展開』297頁、313-314頁(中央経済社、2009)、同「MBOにおける取締役の『株主の共同利益に配慮する義務』の検討」南山法学35巻3・4号147頁、147-148頁(2012)。

対処すべきか、という点を検討する。

この点については、構造的強圧性が生じることを防止すれば足り、経営陣と株主間の情報の非対称性をことさら問題にする必要はないという立場と、それを超えて手続きの公正さまで必要であるという立場の双方が考えうる<sup>120)</sup>。

もし前者の立場を取るとすれば、構造的強圧性を排除したうえで、MBOに利害関係を有しない対象会社の株主<sup>121)</sup>の、過半数や3分の2以上の公開買付けへの応募（マジョリティ・オブ・マイノリティ）を得ることができていれば、手続きの公正さを認めてよいといえる<sup>122)</sup>。

しかし、MBOの場合は、経営陣と株主間の情報の非対称性を解消できるような手続きまで要求すべきであると考えられる。なぜなら、MBOの場合は、公開買付けに際して情報の非対称性が十分に解消されず、経営陣が株主から、MBOを行わなくても実現可能な価値を移転させる恐れが相当程度認められるためである。

独立当事者間のM&Aでは、対象会社の取締役会が株主利益のために行動することを通じて、情報の非対称性が緩和される結果、株主が十分な情報を持って公開買付けへの応募の適否を判断することが期待できる。しかし、MBOの場合、経営陣と株主との間に利益相反関係が存在するので、情報の非対称性が緩和されることが期待できないばかりか、むしろ、経営陣が情報の非対称性を利用して株主から経営陣への利益移転を図る恐れがある<sup>123)</sup>。

したがって、MBOに利害関係を有しない対象会社の株主のうち多数の応募を得ることは、手続きの公正さを確保するための措置として十分な意義を有するものの、それだけでは手続きの公正さを認めるには足りないと思われる。

逆にいえば、MBOが行われようとする時点における対象会社の情報を十分に踏まえた検討・交渉がなされることで、MBOを行わなくても実現できる価値が経営陣に移転することが防止されているのであれば、MBOを行わなければ実現できない価値の分配については、交渉の結果およびその結果に対する株主の判断を尊重してよいものと考えられる。そのため、本節で述べた情報の非対称性の問題に対処がなされたうえで、MBOに利害関係を有しない対象会社の株主のうち多数の応募があれば、当該公開買付け価格を尊重してよいのではないだろうか。

## 2 手続的手法の発展可能性

では、株価に反映されていない情報の問題にも対処しうる手続きとして、いかなるものが考えられるであろうか。そして、そのような手続きを踏むインセンティブを与えるには、どのような審査を行うことが必要となるのであろうか。

### (1) MBOに参加する経営陣の利益相反の程度の審査

まず、求められる手続きの内容を判断する前提として、MBOに参加する経営陣の利益相反の程度を審査することが必要であると思われる。なぜなら、MBOに参加する経営陣の利益相反の程度が低ければ、情報非対称性の問題性の程度が低くなり、求められる手続きの内容も変わると考えられるためである。

たとえば、実質的には投資ファンドによる買収に近い疑似MBOと、それ以外の真正MBOとを区別することが提案されている<sup>124)</sup>が、手続的審査を行うにあたっては、そのような区別を意識することで、MBOに参加する経営陣の利益相反の程度を審査することに意義があろう。

120) 選択肢としてこのような複数の立場がありうることにつき、田中亘「MBOにおける『公正な価格』」金判1282号20頁、20頁（2008）。

121) このとき、「MBOに利害関係を有しない対象会社の株主」の範囲をいかに画するかは、重要な問題となる。社外役員や独立役員に関して、「社外性」や「独立性」の定義が問題とされることを想起されたい。

122) 田中・前掲注120)20頁参照。

123) 加藤・前掲注26)36頁注21。

(2) 第三者委員会の審議内容ないし交渉内容の審査

IV 3 (2)で検討したように、手続的審査にあたっては、第三者委員会の審議内容ないし交渉内容を具体的に審査すべきだと考えられる。それにより、MBO当事者に、十分な審議ないし交渉を行ったうえ、審議時間や審議対象などを開示するインセンティブを与えることができる。

日本において、公開買付けに際して対象会社に第三者委員会が設置される例が出てきたのは、2007年であり<sup>125)</sup>、MBOにおいて第三者委員会の利用例が増えてきたのも最近である<sup>126)</sup>。また、近時、公開買付報告書および意見表明報告書において、審議時間・審議対象などの開示も進んでいる<sup>127)</sup>。この状況に照らせば、第三者委員会の審議内容ないし交渉内容の審査を行うことを明確にし、MBOを行う経営陣に対して明確なインセンティブを与えることで、今後審議の充実が期待できるのではないかと思われる。

ただし、株価に反映されていない情報の問題の解消についても第三者委員会の審議ないし交渉が意義を有するためには、対象会社の事業計画や資産状況についての情報を十分に踏まえた審議ないし交渉が行われる必要がある<sup>128)</sup>。

第三者委員会の委員が外部有識者である場合、独立性は認められるが、対象会社の事業に関する情報を十分に持っていることは期待できない。社内取締役からの説明が十分になされれば、この問題も解消されるが、確実とはいえないであろう。そのため、株価に反映されていない情報の問題にも対処することを、第三者委員会に期待するのであれば、委員として社外取締役や社外監査役が加わるのが望ましい<sup>129)</sup>。

(3) 社外取締役・独立取締役の判断の尊重

第三者委員会の委員としては、社外取締役が望ましいと考えられるものの、日本では社外取締役を確保することが難しいという指摘が、従来からなされていた<sup>130)</sup>。

124) 三苦・前掲注78)37頁。

ただし、西岡祐介「敵対的買収・MBO・企業不祥事の各場面における独立委員会に関する検討」金判1317号7頁、11-12頁(2009)は、MBOに参加する経営陣には、MBOのためのローン契約における財務制限条項による経営成績の要求水準を下げるため、借入金の額を減らすべく、MBOの取引価格を下げようとするインセンティブが働くことを指摘している。そのため、MBOに参加する経営陣の出資割合以外の要素も考慮する必要は否定できないといえる。太田＝清水・前掲注38)461頁も同旨と思われる。

125) 竹内信紀「MBO等における第三者委員会等の実務動向とそれに関する一考察」MARR2010年6月号48頁、49-50頁(2010)。

126) 図表3参照。

127) 吉村一男「MBO・完全子会社化取引における買収対象会社取締役の義務と第三者委員会設置の意義」経理情報1302号58頁、62-63頁(2012)。

128) なお、利益相反解消措置の一つとして、フェアネス・オピニオンを取得することも考えられる。フェアネス・オピニオンにおいては、第三者機関により、買収価格が財務的見地から見て公正であることが意見表明されるため、フェアネス・オピニオンを取得することにより、手続きの公正性は高まるものといえることができる。

しかし、フェアネス・オピニオンには、前提条件として、当事会社から提供された財務予測などの情報の正確性につき第三者機関が独自に検証しておらず、情報が正確であることを前提としていること、第三者機関が独自に当該会社の資産や負債について評価を行っていないことなどの、前提条件が付されることが通常である(以上、本注の内容につき、内田俊光＝竹田絵美「フェアネス・オピニオンをめぐる諸問題」商事1901号14頁、15頁(2010)、ケン・レブランほか「フェアネス・オピニオンと算定書——米国の観点からみた日本の慣行——」商事1957号38頁、39頁(2012))。そのため、フェアネス・オピニオンの利用に際しても、本文で指摘したのと同様の問題が残るように思われる。

実際、日本においては、プレミアムが小さいM&Aにおいて売手企業がフェアネス・オピニオンを取得したことを開示した場合でも、取引不成立リスクの代理変数たるアービトラージ・スプレッド((M&Aの対価相当額-売り手企業株価)/M&Aの対価相当額)は小さくなっていないという実証研究がある(高橋由香里「フェアネス・オピニオン取得の決定要因と開示効果」一橋商学論叢6巻2号38頁(2011))。この結果は、日本の株主や投資家はフェアネス・オピニオンをそれほど有益なものとはとらえていないという可能性があることを示唆する(高橋・同48頁)。

129) 太田＝野田・前掲注109)54頁、太田＝清水・前掲注38)479頁は、第三者委員会に取締役や監査役が参加していれば、意見書のバイアスを減少させることができると指摘する。

しかし、近年東証が独立役員制度を導入したことにより、社外取締役・独立取締役を選任する会社の割合は増加している。2012年において、東証の全上場会社のうち、社外取締役を選任している会社は54.5%、独立取締役を選任している会社は34.0%に達している。また、近年いずれの増加率も高くなっている<sup>131)</sup>。

このことから、今後、独立性を有する社外取締役の増加を見込めるものと思われる。独立性や社外性は、その者が利害を持たないことを確保する消極的な要件にすぎず、十分な判断能力を有することを積極的に保証するものではないという指摘<sup>132)</sup>はあるものの、独立性を有する社外取締役が増えれば、対象会社の事業実態や事業計画を踏まえたうえで、買付者たる経営陣から独立性の高い判断を期待できるようになると思われる。独立性を有する社外取締役が存在する場合には、その判断を尊重する形での審査を行ってよいのではないか。

### 3 補論：対象会社の取締役の義務

#### (1) 対象会社の取締役の義務

対象会社役員に株主に対する義務を認めることにより、事後的な責任追及を避けるため、公正な手続きでMBOを行い株主に有利な条件を引き出すインセンティブを、対象会社役員に与えることができると思われる。そのため、対象会社役員に義務を認めることは、MBOを行わなくても実現可能だが株価

に反映されていない価値に関する情報の非対称性を改善し、MBOを行わなくても実現可能な価値が、株主からMBOを行う経営陣に移転することを防止するための手段として有効といえる。

IV 4(2)で紹介したように、レックスHD損害賠償請求事件判決は、取締役が株主共同の利益を配慮する義務を負うことを認めたいえ、対象会社の取締役が自己の利益のみを図り、株主の共同利益を損なうようなMBOを実施した場合には、株主の共同利益に配慮する義務に反すると判示している<sup>133)</sup>。また、特別支配株主の株式等売渡請求制度を新設することを提案する「会社法制の見直しに関する要綱」第二部第二1(2)②<sup>134)</sup>も、同様の義務が対象会社の取締役に認められることを前提としている。同要綱案は、特別支配株主が株式等売渡請求をするときは対象会社の承認を受けなければならないものとしているが、この規定は、キャッシュ・アウトの場面において、対象会社の取締役や取締役会が、株主の利益を守る義務を負うことを前提にしているためである<sup>135)</sup>。

しかし、どのような手続きを踏めば義務を果たしたことになるのか明確でない状況でこのような義務を広汎に課すと、事後的に義務違反を追及される恐れを回避するために、対象会社におけるMBOに利害関係のない取締役がMBOに対する賛成の意見表明を行うことにつき、強い萎縮効果が生じる恐れがある。また、MBOに参加する経営陣に対しても、萎縮効果は生じうる<sup>136)</sup>。そうすると、

130) 太田=野田・前掲注109)53頁、石綿学「MBOに関する指針の意義と実務対応」商事1813号4頁、10-11頁(2007)、十市・前掲注46)MBO113頁、太田=清水・前掲注38)475-476頁など。

131) 山縣翔平「コーポレート・ガバナンスに関する上場制度の見直しに対する上場会社の対応状況」商事1978号62頁、70-71頁(2012)。

132) 大杉謙一「取締役会の監督機能の強化(上)——社外取締役・監査役制度など——」商事1941号17頁、20頁(2011)。

133) 同判決の評釈として、弥永真生「判批」ジュリ1422号102頁(2011)、十市崇「判批」商事1937号4頁(2011)、飯田秀総「判批」ジュリ1437号96頁(2012)、玉井利幸「判批」重判平成23年度(ジュリ臨増1440号)96頁(2012)など。

134) 法制審議会「会社法制の見直しに関する要綱」16頁(2012年9月7日)(<http://www.moj.go.jp/content/000102013.pdf>, 2013年7月26日最終閲覧)。

135) 岩原紳作「『会社法制の見直しに関する要綱案』の解説(4)」商事1978号39頁、43頁(2012)〔別冊商事法務編集部編『会社法制の見直しに関する要綱の概要』別冊商事法務372号30頁(2012)所収〕および法制審議会会社法制部会「法制審議会会社法制部会第12回会議議事録」10-11頁〔藤田友敬発言〕(2011年8月31日)(<http://www.moj.go.jp/content/000080186.pdf>, 2013年7月26日最終閲覧)。

結局、MBOに参加する経営陣は高いプレミアムを提示する必要が生じ、VII 1(1)で検討したのと同様の理由で、望ましいMBOが阻害されてしまう恐れがある。そのため、義務違反を広く認めるべきではなく、手続きの公正さが十分に図られていないことが明らかな場合に限定して義務違反を認めるべきではないかと思われる<sup>137)</sup>。

### (2) MBO後の情報提供の継続

MBOを行わなくとも実現可能であった事業計画や事業再編により生じる価値の移転を防止するためには、MBO後も一定期間対象会社に情報提供を要求することが考えられる。MBO後も開示を要求することにより、MBOに際しての情報提供が恣意的なることを予防できると思われるためである<sup>138)</sup>。また、MBO後の開示を通じて、事後的に、MBOを行わなくとも実現可能であったと思われる事業計画や事業再編の存在が明らかになった場合には、VIII 3(1)で検討した対象会社役員株主に対する義務違反を認めることが容易になるとと思われる。

情報提供の継続を求めることには、一定期間開示を行う費用が生じてしまうというデメリットがある。しかし、情報提供の継続を求めることで、義務違反を広く認めることの弊害を避けつつ、義務違反というサンクションを利用して、対象会社の役員に自らが現時点で保有する情報を踏まえた検討を行うインセンティブを付与することが可能となるように思われる。したがって、MBOを行わなくとも実現可能だが株価に反映されていない価値の問題への対処方法として、情報提供の継

続を求めることには、コストに見合った意義が認められる。

ただし、対象会社役員義務違反が明らかになった場合、損害額をどのように算定すべきかがさらに問題となる<sup>139)</sup>。原告が具体的に損害額を立証することは困難と思われるため、損害額の推定や、民事訴訟法248条に基づき裁判所が相当な損害額を認定することが考えられる。しかし、MBOのプレミアムの平均値を参照して当該MBOに際して支払われるべきであった対価の額を算定し、その額と実際に支払われた対価の額との差額を損害としてしまうと、対象会社役員義務違反が認められる場合に限りではあるものの、VII 1で検討した実体的審査+平均値ルールと同様の問題が生じてしまう。

したがって、MBO対象会社役員インセンティブの観点から望ましいといえる、役員義務の範囲や、義務違反があった場合の損害額の算定方法については、なお検討すべき問題が残っている。今後の検討課題としたい。

## IX. おわりに

レックスHD事件各決定やMBO指針は手続的審査を発展させようとする政策的含意を有していたが、サイバードHD事件東京高裁決定は実体的審査+平均値ルールの方向の政策的含意を有していた。MBOにかかる取得価格の判断方法が定まっていなかったのは、そもそもルール形成の方向が定まっていなかったことに一因があるように思われる<sup>140)</sup>。

136) 以上の記述については、東京大学法科大学院における2012年度「法と経済学」の講義内容(田中亘准教授)を参考とした。

137) なお、玉井・前掲注119)川村退職314-315頁、飯田・前掲注133)99-100頁、玉井・前掲注133)97頁、同・前掲注119)南山法学156頁、158-159頁は反対と思われる。

138) MBO指針12頁。

139) 本段落の内容は、藤田友敬教授および後藤元准教授のご指摘を受けたものである。もとより、本稿に残る誤りや問題点は、筆者の責めに帰する。

140) 松中学「わが国の敵対的買収と防衛策をめぐるルール形成」新世代法政策学研究2号363頁、395頁(2009)は、裁判所と行政の相互作用によるルールの形成が行われることが望ましくない場合として、「新たな裁判例や提言が登場するたびに実務がそれに対応しようとして、「振り回される」ことにつながる」というシナリオや、「裁判所の判断も統一されず、他方で行政によるルール形成(さらにほかの団体による自主規制)も並行して行われて、整合性のとれない基準が複数提唱される」というシナリオを挙げている。

MBOのルール形成に関しては、このシナリオがある程度現実のものとなってしまったと評価できるのかもしれない。



そこで、本稿では、実体的審査と手続的審査のどちらが望ましいのかについて、なるべく実証研究の成果やデータを参照しながら検討することを試みた。そして、手続的審査の方が望ましい根拠を述べるとともに、手続的審査を今後発展させる方向についても若干の議論を試みた。

VIIで議論したところからも明らかなように、今後の手続的審査の発展にあたっては、法的規律のあり方の変化以上に、MBOに携わる人々の意識の変化や実務の進展に期待する部分が大きいと思われる。したがって、MBOの当事者と裁判所とが問題意識を共有することで、日本においてより公正な手続きでMBOが行われるようになることが望まれる。そして、そのような期待が現実化するかどうかは、引き続きデータに基づいて検証していくことが必要であろう。

本稿では、手続きが公正といえない場合の取得価格の判断方法や、株式買取請求や取得価格決定以外の救済手段との関係については検討することができなかった。今後のMBOの進展の検証とともに、今後の課題としたい。

\*校正時に、東京高判平成25年4月17日金判1420号20頁（レックスHD損害賠償請求事件）、星明男「株式買取請求か差止めか？——裁判所による価格算定の不確実性が企業買収の成否に与える影響の分析——」2012年7月4日（[http://www.jlea.jp/2012zy\\_zr/ZR12-07.pdf](http://www.jlea.jp/2012zy_zr/ZR12-07.pdf)、2013年7月25日最終閲覧）、三苦裕ほか「ゴーイング・プライベート取引におけるキャッシュ・アウトに関する一試論（上、下）」金判1405号2頁（2012）、1406号2頁（2013）、田中亘「CS（顧客満足、あるいは消費者余剰）とmajority of minorityルール」金判1406号10頁（2013）、阿南剛「コージツ事件東京高裁決定の検討」商事1998号53頁（2013）、矢嶋雅子「M&A等に関する判断と取締役の善管注意義務」神田秀樹＝武井一浩編『実務に効く M&A・組織再編判例精選』ジュリ増刊23頁（2013）、阿南剛「スクイーズアウト型組織再編における対価の適正性」神田＝武井編・同178頁に触

れた。なお、注116)で述べた神戸地決平成24年5月8日金判1395号40頁（シャルレ文書提出命令申立事件）の結論は、大阪高決平成24年12月7日判例集未掲載および最決平成25年4月16日判例集未掲載により維持された。

\*\*本稿は、2012年度に提出したリサーチペーパーに最低限の加筆修正を施したものです。リサーチペーパーのご指導をいただいた藤田友敬先生に、この場をお借りして厚くお礼を申し上げます。

（よしかわ・けい）

図表1

|                |     |
|----------------|-----|
| 2001年          | 4   |
| 2002年          | 1   |
| 2003年          | 6   |
| 2004年          | 1   |
| 2005年          | 4   |
| 2006年          | 10  |
| 2007年          | 14  |
| 2008年          | 17  |
| 2009年          | 15  |
| 2010年          | 13  |
| 2011年          | 21  |
| 2012年 - 11月24日 | 7   |
| 計              | 114 |

出典：公開買付届出書および意見表明報告書

図表2

| 公表年      | 対象会社名               | プレミアム (%) [公開買付け開始日、公表日、又は算定基準日の前と比較] |        |        |        |
|----------|---------------------|---------------------------------------|--------|--------|--------|
|          |                     | 前営業日                                  | 前1か月   | 前3か月   | 前6か月   |
| 2009     | ウィーヴ                |                                       | 164.39 | 180.39 | 85.39  |
|          | 三光ソフランホールディングス      | 51.22                                 | 55     | 72.22  | 55     |
|          | パワーアップ              | 103                                   | 102    | 83.5   | 65.3   |
|          | ウェーブロックホールディングス     |                                       | 70     | 67.3   | 44.3   |
|          | 南部化成                | 300                                   | 190    | 196    | 155    |
|          | セキテクノトロン            | 210                                   | 203.92 | 181.82 |        |
|          | ユー・エス・ジェイ           | 28.53                                 | 30.17  | 33.6   | 24.72  |
|          | ASK PLANNING CENTER | 25.71                                 | 41.94  | 78.38  | 88.57  |
|          | パブリック               | 41.51                                 | 48.03  | 66.67  |        |
|          | リオチェーンホールディングス      | 21.52                                 | 36.36  | 53.35  | 50     |
|          | オオゼキ                | 21.75                                 | 29.71  | 39.25  | 45.91  |
|          | バンクテック・ジャパン         | 76.04                                 | 78.62  | 78.54  | 74.71  |
|          | チムニー                | 44.59                                 | 48.59  | 42.32  | 37.39  |
|          | 三共理化学               | 71.73                                 | 70.16  | 66.67  | 61.49  |
| 2010     | 興和紡績                | 106.56                                | 114.29 | 91.49  | 79.49  |
|          | ユニマットライフ            | 43.92                                 | 48.51  | 48.84  | 48.19  |
|          | ジェイ・エー・エー           | 53.01                                 | 56.51  | 51.59  | 52.02  |
|          | 東京美装興業              | 33.1                                  | 33.9   | 34.3   | 34.5   |
|          | マークテック              | 52.2                                  | 52.3   | 48.5   | 42.6   |
|          | フジフーズ               | 88                                    | 90.8   | 59.2   | 44.1   |
|          | JST                 | 106.2                                 | 100    | 92     | 80.3   |
|          | VSN                 | 39.57                                 | 40.96  | 43.82  |        |
|          | 幻冬舎*                | 69.5                                  | 66.6   | 68.3   | 65.5   |
|          | セキュアード・キャピタル・ジャパン   | 27.6                                  | 22.19  | 17.19  | 11.44  |
|          | コンビ                 | 46.2                                  | 51.06  | 44.51  | 44.93  |
|          | サザビリーリーグ            | 43.99                                 | 38.89  | 45.35  | 43.78  |
|          | インボイス               | 19                                    | 37     | 37.7   | 33.0   |
|          | ユニコムグループホールディングス    | 52.28                                 | 57.07  | 53.85  | 47.78  |
| 2011     | イマージュホールディングス       | 10.2                                  | 17.2   | 26.1   | 22.2   |
|          | ワークスアプリケーションズ       | 34.15                                 | 30.63  | 43.4   | 43.1   |
|          | エノテカ                | 47.1                                  | 68.1   | 89.8   | 93.8   |
|          | カルチュア・コンビニエンス・クラブ   | 32.7                                  | 27.8   | 35.3   | 48.2   |
|          | アートコーポレーション         | 38.8                                  | 38.8   | 41.8   | 35.6   |
|          | 田中亜鉛鍍金**            | 41.8                                  | 43.9   | 48.1   | 47.1   |
|          | ビジネストラスト            | 46.1                                  | 47     | 46.6   | 44.3   |
|          | ゴトー                 | 77.13                                 | 79.55  | 78.73  | 77.13  |
|          | マスプロ電工              | 63.4                                  | 63.4   | 65.1   | 47.4   |
|          | 東山フィルム***           | 29.3                                  | 32     | 29.2   | 33.8   |
|          | 立飛企業                | 57.11                                 | 56     | 46.67  | 39.94  |
|          | 新立川航空機              | 103.92                                | 101.53 | 67.21  | 52.09  |
|          | バルス                 | 47.5                                  | 49.5   | 44.2   | 35.2   |
|          | RHトラベラー             | 53.25                                 | 45.52  | 40.70  | 35.54  |
| 2012     | 日本医療事務センター          | 65.63                                 | 67.19  | 59.16  | 51.43  |
|          | ヤマトマテリアル            | 49.23                                 | 50.82  | 41.62  | 47.15  |
|          | カラカミ観光              | 64.4                                  | 55.8   | 36.4   | 27.7   |
|          | 三條機械製作所             | 130.54                                | 123.92 | 123.92 | 136.36 |
|          | アップガレージ             | 23                                    | 26     | 34     | 38     |
|          | ホリプロ                | 67.5                                  | 67.5   | 61     | 55.6   |
|          | ワオ・コーポレーション         | 96                                    | 105.9  | 102.5  | 92.9   |
|          | ベンチャーリパブリック         | 34.6                                  | 34.1   | 37.3   | 44.7   |
|          | エイブル&パートナーズ         | 35.2                                  | 37.1   | 44.3   | 45.4   |
|          | アルク                 | 32.15                                 | 19.84  | 33.73  | 51.94  |
|          | 鐘崎                  | 42.86                                 | 38.64  | 38.64  | 31.28  |
|          | ソントン食品工業            | 42.9                                  | 46.2   | 46.7   | 44.7   |
|          | アテナ工業               | 50.9                                  | 49.3   | 50.4   | 49.8   |
|          | アイ・エム・ジェイ           | 66.67                                 | 61.52  | 64.04  | 62.95  |
| 2009年度平均 |                     | 84.8                                  | 85.5   | 88.8   | 66.7   |
| 2010年度平均 |                     | 51.9                                  | 53.5   | 49.6   | 45.7   |
| 2011年度平均 |                     | 56.1                                  | 57.1   | 55.3   | 52.6   |
| 2012年度平均 |                     | 43.6                                  | 41     | 45     | 47.3   |
| 全体平均     |                     | 60.4                                  | 61.9   | 61.7   | 53.8   |

\* 買付条件変更後の買付価格をもとに算出した数値である。

\*\* 「前営業日」の記載は、公表日の直近取引成立日(公表日4日前、算定基準日前日)の株価を基準とする数値である。

\*\*\* 「前営業日」の記載は、公表日の直近取引成立日(公表日4日前、算定基準日前日)の株価を基準とする数値である。

出典：公開買付届出書および意見表明報告書

図表3

| 公表年  | 対象会社名               | 第三者委員会 |                           |     | 公開買付者                    |                          |                 | 対象会社                |                 |                     |              |
|------|---------------------|--------|---------------------------|-----|--------------------------|--------------------------|-----------------|---------------------|-----------------|---------------------|--------------|
|      |                     | 有無     | 委員構成                      | 交渉型 | その他                      | 買付価格・ス<br>クイーズアウ<br>トの対価 | 株式価<br>値算定<br>書 | フェアネ<br>ス・オビ<br>ニオン | 株式価<br>値算定<br>書 | フェアネ<br>ス・オビ<br>ニオン | 法務アド<br>バイザー |
| 2009 | ウィーヴ                | ○      | 社外監査役2, 弁護士1              |     |                          | ○                        | ○               |                     |                 | ○                   | 33           |
|      | 三光ソフランホールディングス      |        |                           |     |                          | ○                        | ○               |                     |                 | ○                   | 30           |
|      | パワーアップ              |        |                           |     |                          | ○                        | ○               |                     |                 | ○                   | 30           |
|      | ウェーブロックホールディングス     | ○      | 社外取締役2, 社外監査役3            |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | 南部化成                |        |                           |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               |                     | 30           |
|      | セキテクトロン             |        |                           |     |                          | ○                        | ○               |                     |                 | ○                   | 30           |
|      | ユー・エス・ジェイ           | ○      | 社外監査役3                    |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 40           |
|      | ASK PLANNING CENTER |        |                           |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 36           |
|      | パブリック               |        |                           |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | リオチェンホールディングス       |        |                           |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | オオゼキ                | ○      | 社外取締役1, 社外監査役1, 弁護士1      |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | バンクテック・ジャパン         |        |                           |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | チムニー                |        |                           |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | 三共理化学               | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
| 2010 | 興和紡績                |        |                           |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 31           |
|      | ユニマツライフ             | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 32           |
|      | ジェイ・エー・エー           | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | 東京美装興業              | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | マークテック              | ○      | 社外監査役1, 弁護士2              |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 31           |
|      | フジファーズ              | ○      | 社外監査役2                    |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | JST                 | ○      | 社外監査役2, 弁護士1              |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | VSN                 |        |                           |     | 社外役員が取締役会と<br>別途に協議・検討   | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 35           |
|      | 幻冬舎                 | ○      | 社外監査役2, 補欠監査役1            |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 39           |
|      | セキュアード・キャピタル・ジャパン   | ○      | 社外監査役3                    |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 25           |
|      | コンビ                 |        |                           |     | 社外役員が取締役会と<br>別途に協議・検討   | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 32           |
|      | サザビリーグ              | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | インボイス               | ○      | 社外監査役2, 弁護士1              |     | プロジェクトチームに<br>よる協議・交渉    | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 31           |
|      | ユニコムグループホールディングス    | ○      | 社外監査役2, 弁護士1              |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
| 2011 | イマージュホールディングス       | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | ワークスアプリケーションズ       | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      |     | プロジェクトチームに<br>よる協議・交渉    | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | エノテカ                | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      | ○   |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | カルチュア・コンビニエンス・クラブ   | ○      | 監査役1, 社外監査役2              | ○   | 独立したFAの選任,<br>株式価値算定書の取得 | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 31           |
|      | アートコーポレーション         | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      | ○   |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | 田中証券                |        |                           |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | ビジネストラスト            | ○      | 社外監査役2, 補欠監査役1            |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | ゴトー                 | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | マズプロ電工              | ○      | 弁護士1, 公認会計士2              |     | プロジェクトチームに<br>よる協議・交渉    | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 31           |
|      | 東山フィルム              | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | 立飛企業                | ○      | 弁護士1, 公認会計士1, 学者1         | ○   |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 33           |
|      | 新立川航空機              | ○      | 弁護士2, 公認会計士1              |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 33           |
|      | バルス                 |        |                           |     | 社外役員が取締役会と<br>別途に協議・検討   | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | RHトラバラー             | ○      | 弁護士2, 公認会計士1              |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 40           |
| 2012 | 日本医療事務センター          | ○      | 社外監査役2, 弁護士1              |     | プロジェクトチームに<br>よる協議・交渉    | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | ヤマトマテリアル            | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      | ○   |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | カラカマ観光              | ○      | 社外監査役1, 公認会計士1, そのほか1     | ○   |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | 三條機械製作所             | ○      | 社外監査役2, 弁護士1              |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | アップガレージ             | ○      | 社外監査役2                    |     |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | ホリプロ                | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 学者1         |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | ワオ・コーポレーション         | ○      | 弁護士2, 公認会計士1              |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | ベンチャーリパブリック         | ○      | 社外監査役2, 公認会計士1            |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | エイブル&パートナーズ         | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | アルク                 | ○      | 弁護士1, 公認会計士1, 税理士1        |     | プロジェクトチームに<br>よる協議・交渉    | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | 鐘崎                  | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, そのほか1       |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | ソントン食品工業            | ○      | 社外監査役2, 弁護士1              |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 31           |
|      | アテナ工業               | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1      |     |                          | ○                        | ○               |                     | ○               | ○                   | 30           |
|      | アイ・エム・ジェイ           | ○      | 社外監査役1, 弁護士1, 公認会計士1, 学者1 | ○   |                          | ○                        |                 |                     | ○               | ○                   | 39           |

出典：公開買付届出書および意見表明報告書