

論説

株式取得価格決定申立事件の審理についての一考察

元東京大学法科大学院客員教授・判事

鈴木謙也

I. はじめに

II. 株価算定の判断枠組み（客観的価値＋プレミアム）について

- 1 総論
- 2 客観的価値
- 3 プレミアム

III. プレミアムの判断に当たって考慮すべきファクターについて

- 1 総論
- 2 第三者算定機関による株価の算定
- 3 独立委員会の設置
- 4 公開買付けの結果
- 5 他の事例におけるプレミアムの平均値

IV. MBOの事案における審理の在り方について

- 1 対象会社の実質的な立証責任
- 2 他の事例におけるプレミアムの平均値を基準とした審理方法
- 3 専門委員の活用

V. おわりに

I. はじめに

株式取得価格決定申立制度（会社法 172 条 1 項）は、平成 17 年制定の会社法により、全部取得条項付種類株式の制度と同時に導入された制度である。

平成 17 年制定の会社法の施行後、上場株式に係る株式の価格決定の申立てが少なからず見られるようになった。株式買取価格決定申立事件については、最決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 卷 3 号 1311 頁〔楽天対 TBS 事件最高裁決定〕、最決平成 23 年 4 月 26 日判時 2120 号 126 頁〔インテリジェンス事件最高裁決定〕及び最決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 卷 3 号 1784 頁〔テクモ事件最高裁決定〕が出され、法廷意見において、株式買取価格決定の判断枠組みについて最高裁の判断が示されている。これに対し、株式取得価格決定申立事件については、レックス事件最高裁決定【裁判例①】¹⁾において、抗告棄却の決定がされ、田原睦夫裁判官の補足意見が示されたが、法廷意見において、抗告を棄却した理由について特段の説示はされていない。

株式取得価格決定申立事件については、レックス事件最高裁決定【裁判例①】の田原補足意見及び同決定の原決定であるレックス事件東京高裁決定【裁判例②】において示された、いわゆる「客観的価値＋プレミアム」という株価算定の判断枠組みに沿って、多く

1) 裁判例のサイテーション並びに番号及び名称は、別紙「裁判例一覧」記載のとおりである。

の裁判例が出されているが、上記の判断枠組みを前提として、具体的にどのように株式取得価格を算定するか（客観的価値及びプレミアムの算定方法等）については、最高裁の明確な判断が示されておらず、現在においても議論がされている。

そこで、本稿では、実務的に多く見られる、MBO（マネジメント・バイアウト）²⁾の事案において公開買付けを経て行われる全部取得条項付種類株式の取得に係る株式取得価格決定申立事件を念頭に置いて、同事件の審理において問題となる幾つかの点について検討を加えることとしたい。MBOの事案における株式取得価格決定申立事件の主なものを挙げると、別紙「裁判例一覧」記載のとおりである。

なお、本稿において意見にわたる部分については、筆者が、現在所属し、また、過去に所属した部署の見解を示すものではなく、全くの個人的な見解であることを念のため付言しておく。

II. 株価算定の判断枠組み（客観的価値＋プレミアム）について

1 総論

株式取得価格決定申立事件において、裁判所は、全部取得条項付種類株式の取得日（会社法173条1項）における「公正な価格」をもって、その取得価格を決定することにな

る。株式取得価格決定申立事件における「公正な価格」の算定については、レックス事件最高裁決定【裁判例①】の田原補足意見において、「①MBO（経営者による企業買収）が行われなかったならば株主が享受し得る価値と、②MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分を、合算して算定すべきものと解することが相当である」との判断枠組みが示されており³⁾⁴⁾、現在、裁判例においては、この判断枠組みを用いて、「公正な価格」の算定が行われている。この判断枠組みに対しては、取引実務からは違和感があるとの指摘⁵⁾もされているところではあるが、裁判実務としては、この判断枠組みが定着しており、今後もこの判断枠組みに沿って、裁判例が積み重ねられるものと思われる。

以下、本稿において、「①MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値」を「客観的価値」、「②MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分」を「プレミアム」と呼ぶことにする。

2 客観的価値

株式取得価格決定申立事件の裁判例においては、「客観的価値」を算定するに当たって、異常な価格形成がされた場合等、市場株価が企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情がない限り⁶⁾、市場株価が採用されている。もっとも、上記裁判例におい

2) MBOとは、一般に、現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として、自らが経営を行っている会社の株式を購入することと定義されている（企業価値研究会「企業価値報告書2006～企業社会における公正なルールへの定着に向けて～」45頁注79（2006）参照）。

3) レックス事件東京高裁決定【裁判例②】においては、「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額をも考慮するのが相当である」と判示されているが、レックス事件最高裁決定【裁判例①】の田原補足意見において示された判断枠組みとおおむね同旨と解される。

4) 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（2007）（以下「MBO指針」という）において、MBOに際して実現される価値は、①MBOを行わなければ実現できない価値と、②MBOを行わなくても実現可能な価値の2種類に区別して考えることができるとされている（同7頁）。

5) 江頭憲治郎ほか「座談会 MBO取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考える（上）」ビジネス法務2011年6月号28頁、41頁〔岡田光発言〕（2011）。

6) セレブリックス事件東京地裁決定【裁判例④】は、買収対象会社が債務超過の状態に陥り、債務超過の状態を解消しなければ上場廃止となるところ、債務超過の状態を解消する具体的な見通しがなかったことなどの事

ては、市場株価は、投資家による一定の投機的思惑など偶然的要素の影響を受ける面もあることから、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、評価基準時点（取得日）に近接し、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⁷⁾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るとされている。

レックス事件東京高裁決定【裁判例②】は、客観的価値の算定に当たって市場株価を用いるべき理由について、「一般に、株式市場においては、投資家による一定の投機的思惑の影響を受けつつも、各企業の資産内容、財務状況、収益力及び将来の業績見通しなどを考慮した企業の客観的価値が株価に反映されている」と判示している。なお、最高裁は、株式取得価格決定申立事件において、客観的価値の算定に当たって市場株価を用いるべき理由を判示していないが、株式買取価格決定申立事件において、「公正な価格」を算定するに当たり、「株式が上場されている場合、一般に、市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されているということが出来るから、上場されている株式について、反対株主が株式買取請求をした日のナカリセバ価格を算定するに当たっては、それが企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情があれば格別、そうでなければ、

その算定における基礎資料として市場株価を用いることには、合理性が認められる」と判示している（前掲最決平成23年4月19日〔楽天対TBS事件最高裁決定〕）。

これに対しては、裁判所は、市場株価を過度に重視しすぎているのではないかと指摘があり⁸⁾、客観的価値の算定に当たって市場株価を用いることの当否が問題となるが、上記の裁判例で説示されるような市場株価に対する信頼や、市場株価が容易に測定可能なものであることに加え、過去の一定の時点における市場株価は、その後の事情によって変動することのない過去の一定時点における客観的事実であり、株式取得価格決定申立事件も裁判である以上、たとえ専門家による株価算定書であったとしても、当該裁判に係る紛争に関連して作成された資料よりも、当該裁判に係る紛争が発生する前に存在した客観的事実を基礎に据える方が、判断の安定性に資することになるという考慮もあるように思われる⁹⁾。

なお、市場株価を用いて客観的価値を算定する方法として、公開買付けの影響を受けていない時期における市場株価を出発点とし、回帰分析の手法を利用して、出発点の市場株価に出発点から算定基準時までの市場全体又は買収対象会社が属する業種に共通の変動要因を反映させることも考えられる¹⁰⁾。この点については、①裁判所による取得価格の決定は、裁判所の合理的な裁量に委ねられているものと解されることからすると¹¹⁾、客観

情から、客観的価値の算定に当たり、市場株価が、買収対象会社の客観的価値を反映しているものとは認められないとして、買収対象会社が依頼した第三者算定機関の算定した株式価値を採用するのが相当であるとした。

7) 裁判例においては、公開買付けの公表前1か月間の市場株価の終値の平均値を用いるものが多いようである。そのうち、単純平均値を用いるものとして、レックス事件東京地裁決定【裁判例③】があり、出来高平均値を用いるものとして、サイバード事件東京高裁決定【裁判例⑥】、同事件東京地裁決定【裁判例⑦】、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件大阪地裁決定【裁判例⑧】、ホリプロ事件東京高裁決定【裁判例⑩】、同事件東京地裁決定【裁判例⑫】がある。

8) 江頭憲治郎「講演 裁判における株価の算定——日米比較をまじえて」司研122号36頁、60頁（2012）。

9) 前提として、客観的価値の算定に当たって市場株価を用いるには、市場株価が企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情がないことが必要となる（前掲最決平成23年4月19日〔楽天対TBS事件最高裁決定〕参照）。

10) 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」江頭憲治郎選著『企業法の理論（上）』292-293頁（商事法務、2007）、弥永真生「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」商事1867号4頁、11頁（2009）参照。なお、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔下〕——『公正な価格』の算定における裁判所の役割——」商事1877号24頁、26頁（2009）参照。

11) 最決昭和48年3月1日民集27巻2号161頁、前掲最決平成23年4月19日〔楽天対TBS事件最高裁決定〕

的価値の算定に当たって上記の方法を用いるか否かについても、裁判所の合理的な裁量に委ねられているものと解される¹²⁾。また、②株式取得価格決定申立事件における「公正な価格」の算定について「客観的価値＋プレミアム」との判断枠組みが採られていることからすると、上記の「出発点の市場株価に（反映させるべき）出発点から算定基準時までの市場全体又は買収対象会社が属する業種に共通の変更要因」については、「客観的価値」の判断において考慮することになるのか、それとも「今後の株価の上昇に対する期待」に含まれるものとして「プレミアム」の判断において考慮することになるのかを検討する必要があり、後者のような考え方も成り立ち得るように思われる。

3 プレミアム

(1) 裁判所がどのようにして「公正な価格」を算定すべきかについて、学説の多数説は、第1に、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する、第2に、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など独立当事者間で取引が行われたとはいえない場合には、裁判所は、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する、第3に、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、裁判所が自ら買取価格を決定するが、組織再編条件の形成過程が公正である場合には、第1の場合に準じて当事者間の交渉の結果を尊重すると解しており、MBOの事案において公開買付けを経て行われる全部取得条項付種類株式の取得に係る株式取得価格決定申立事件については、MBOにおいて株主と経営陣との間に構造的な利益相反関係や情報の非対称性が存在することを踏まえて¹³⁾、裁判所は、①公開買付け価格の形成過程の公正さを審査し、②公正と評価される場合には公開買付け価格を尊重するとともに、不公正と評価される場合に限って独自に「公正な価格」を算定すべきであると解している¹⁴⁾。

裁判例においては、前述のとおり、「公正な価格」の算定に当たって、「客観的価値＋プレミアム」との判断枠組みが採られているが、「プレミアム」の判断において、実質的には、上記①及び②に相当する判断が行われているとの指摘もされている¹⁵⁾。

(2) MBOの事案において公開買付けを経て行われる全部取得条項付種類株式の取得に係る「公正な価格」の算定に当たっては、裁判所は、「プレミアム」の判断において、公

参照。

12) 前掲最決平成23年4月19日〔楽天対TBS事件最高裁決定〕は、吸収合併等により企業価値が増加しない場合に消滅株式会社等の反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」に関して、「上記公表等（筆者注：吸収合併等を行う旨の公表等）がされた後株式買取請求がされた日までの間に当該吸収合併等以外の市場の一般的な価格変動要因により、当該株式の市場株価が変動している場合に、これを踏まえて参照株価（筆者注：吸収合併等を行う旨の公表等がされる前の市場株価）に補正を加えるなどして同日のナカリセバ価格を算定するについても、同様である（筆者注：当該事案における消滅株式会社等や株式買取請求をした株主に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量に委ねられているものというべきである）」と判示して、市場の一般的な価格変動要因を踏まえた参照株価の補正をするか否かは、裁判所の合理的な裁量に委ねられているとしている。

13) MBO指針は、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となり、必然的に、取締役について株主との利益相反構造が生じることになり、また、取締役は、株主よりも、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株式の売却者側である株主との間に、大きな情報の非対称性も存在することになるが、とりわけ、必然的に上記の利益相反的構造が生じることが、MBOの取引に特有の論点であると指摘している（同3-4頁）。

14) 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔中〕——『公正な価格』の算定における裁判所の役割——」商事1876号4頁、5頁（2009）、宍戸善一「判批」ジュリ1437号92頁、94頁（2012）、林天宇「判批」ジュリ1408号176頁、178頁（2010）等。なお、白井正和「MBOにおける利益相反回避措置の検証——ホリプロ株式取得価格決定申立事件を題材に——」商事2031号4頁、8頁（2014）参照。

15) 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、54頁（2012）。

開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であるか否かを検討し、①公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当である場合には、当該公開買付価格には十分なプレミアムが付されているとして、当該公開買付価格をもって「公正な価格」と判断し、②公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当でない場合に初めて、独自にプレミアムを算定して「公正な価格」を算定すべきであると解される。

しかし、MBOが経営陣による自社の株式の取得であり、経営陣と株主との間に構造的な利益相反関係が存在していることからすると、特別の事情がある場合（例えば、売却側に大株主や親会社等が存在し、かつ、総体としての株主と取締役等との合理的な交渉が成立する場合等の特別の利害状況がある場合¹⁶⁾）を除いては、一般的に、「公開買付価格の形成過程の公正さ」という手続面のみの審査により、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であるか否かを判断すること

は、困難ではなかろうか¹⁷⁾。そうすると、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であるか否かの判断に当たって、「公開買付価格の形成過程の公正さ」という手続面の審査は重要ではあるものの、強制的に株式を剥奪される株主の保護を図る必要性にかんがみると、手続面（公開買付価格が決定されるに至る手続が透明かつ公正であること¹⁸⁾、すなわち、手続の透明性・公正性）の審査のみならず、実体面（公開買付価格が価格として相当なものであること、すなわち、価格の相当性）の審査を併せて行い¹⁹⁾、手続面（手続の透明性・公正性）及び実体面（価格の相当性）の審査の結果を総合的に勘案して、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であるか否かを判断するのが妥当であるように思われる²⁰⁾²¹⁾。

この考え方による場合、手続の透明性・公正性の程度が高ければ、価格の相当性の程度が相対的に低くても、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」と

16) MBO 指針 21 頁、池永朝昭ほか「MBO（マネージメント・バイアウト）における株主権」金判 1282 号 2 頁、3 頁（2008）参照。

17) サイバード事件東京高裁決定【裁判例⑥】は、当該 MBO の事案において、利益相反関係が全くないとはいえないこと、当該 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、同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買収対象会社の取締役会が選任したアドバイザーであること等を理由として、公開買付価格を公正な価格と認めた原決定（同事件東京地裁決定【裁判例⑦】）を覆している。

18) MBO には、真正 MBO（一般的な意味での MBO）と擬似 MBO（経営陣が「雇われ経営者」として残る、投資ファンドによる上場会社の買収とでも言った方が実体を反映している場合）があり、真正 MBO と擬似 MBO とでは、経済的な利害が薄いため、擬似 MBO の方が利益相反性が低いとの指摘がされている（三苦裕「マネージメント・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、37 頁、39 頁（2006）参照）。要求される手続の公正性（利益相反性回避措置）の程度は、当該 MBO における利益相反性の程度によって異なると解されるので、当該 MBO における利益相反性の程度についての判断も、手続の公正性の審査においてされるのが相当である。

19) 阿南・前掲注 15) は、「主として手続の実施状況から価格の公正性を判断しようとする枠組みは、バランスを欠くように思われる」（同 58 頁）、「手続的側面を中心に公正な価格を組み立てようとする枠組みを維持するだけでは、裁判所の理解を得ることができない」（同 64 頁）と指摘する。

20) 本稿の考え方は、「公開買付価格の形成過程の公正さ」についての審査が、裁判所が独自にプレミアムを算定して「公正な価格」を算定すべきか否かについて判断する際の重要な考慮要素であることを何ら否定するものではないことに注意を要する。

21) 本稿の考え方に対しては、手続の公正さのほかに裁判規範として用いることができる基準はなく、手続が公正であると法的に評価されるのであれば、その手続の結果として導かれた判断についても、裁判所としては尊重するのが相当であるなどの批判が考えられる（中東正文「会社非訟事件の現状と課題——会社法の視点から」川嶋四郎＝中東正文編『会社事件手続法の現代的展開』253 頁注 17（日本評論社、2013）参照）。しかし、MBO における経営陣と株主との間の構造的な利益相反関係にかんがみると、手続面の審査のみでは十分でないように思われる。

であると認めてよいケースもあり、価格の相当性の程度が高ければ、手続の透明性・公正性の程度が相対的に低くても（利益相反回避措置が必ずしも十分とはいえない場合であっても）、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」とであると認めてよいケースもあるように思われる。

(3) 上記のとおり、手続面（手続の透明性・公正性）及び実体面（価格の相当性）の審査の結果を総合的に勘案して、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であるか否かを判断するとした場合、「客観的価値＋プレミアム」との判断枠組みを前提にすると、この判断は、「プレミアム」の判断において行われることになり、①公開買付価格を尊重してよいと認められる場合には、当該公開買付価格には十分なプレミアムが付されているとして、当該公開買付価格をもって「公正な価格」とであると判断し、②公開買付価格を尊重してよいと認められない場合には、裁判所が独自にプレミアムを算定して「公正な価格」を算定することになる。そして、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であるか否かを判断する際に考慮すべきファクターとしては、(i)

手続面（手続の透明性・公正性）の審査において、MBOの検討態勢（対象会社における社内の検討態勢、第三者算定機関による株価の算定、独立委員会の設置・答申、法律事務所からの法的助言、特別の利害関係を有しない取締役による取締役会決議等）、経営者による情報開示、公開買付けの結果等が挙げられ、(ii)実体面（価格の相当性）の審査において、公開買付価格の検討内容（第三者算定機関による株価の算定結果）、他の事例におけるプレミアムの平均値²²⁾、公開買付けの結果等が挙げられる²³⁾²⁴⁾。

また、裁判所が独自にプレミアムを算定する場合の方法としては、これまでの裁判例においては、①過去のプレミアムの平均値を利用する方法²⁵⁾、②第三者算定機関によるDCF法による対象株式の価値算定結果から、取得日における当該株式の客観的価値を差し引いた価格の2分の1に相当する価格とする方法²⁶⁾が採られている。

22) プレミアムの判断に当たって考慮すべきファクターとして、コージツ事件東京高裁決定【裁判例⑨】及び同事件東京地裁決定【裁判例⑩】が「近接した時期に実施された他の事例のプレミアム率等」を挙げ、ホリプロ事件東京高裁決定【裁判例⑪】及び同事件東京地裁決定【裁判例⑫】が「MBO事案におけるプレミアムの平均値」を挙げているのは、「公正な価格」の判断に当たって、価格の相当性をも考慮しているものと解することができる。

23) MBO指針は、MBOの透明性・合理性の確保のための枠組みとして、①適切な判断機会の確保（株主に対する情報開示の充実）、②意思決定過程における恣意性の排除（独立した第三者委員会への諮問及びその判断の尊重、特別の利害関係を有しない取締役及び監査役全員の承認、弁護士等による独立したアドバイスの取得、独立した第三者評価機関からの株式価値算定書の取得）、並びに③価格の適正性を担保する客観的状況の確保（対抗的な買付けの機会の確保）を挙げている（同10-20頁）。

24) レックス事件東京地裁決定【裁判例⑬】においては、当該MBOに対する対抗提案の不存在が、公開買付けの結果を尊重すべき理由の一つとして挙げられているが、我が国における会社支配権市場又はM&A市場の流動性が高いとはいえない状況を前提にしたときに、対抗提案を積極的に勧誘したという事実が存在しない限り、対抗提案の不存在を公開買付けの結果を尊重する理由とすることはできないとの指摘がされている（加藤・前掲注14）12頁参照）。

25) レックス事件東京高裁決定【裁判例⑭】、サンスター事件大阪高裁決定【裁判例⑮】及びサイバード事件東京高裁決定【裁判例⑯】参照。

26) カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件大阪地裁決定【裁判例⑰】、コージツ事件東京高裁決定【裁判例⑱】及び同事件東京地裁決定【裁判例⑲】参照。なお、MBOの事案ではなく、親会社による完全子会社化の事案であるが、第三者算定機関によるDCF法による対象株式の価値算定結果から、取得日における当該株式の客観的価値を差し引いた価格の2分の1に相当する価格と、対象会社の主張する取得価格とを対比して、前者の価格が後者の価格を上回らないことを摘示するものとして、東京地決平成25年7月31日資料版商事法務358号148頁〔グッドマンジャパン事件東京地裁決定〕参照。

Ⅲ. プレミアムの判断に当たって 考慮すべきファクターについて

1 総論

プレミアムの判断において、手続面（手続の透明性・公正性）及び実体面（価格の相当性）の審査の結果を総合的に勘案して、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であるか否かの判断を行うこととした場合、その際に考慮されるファクターは、上記Ⅱ 3(3)に述べたとおりであるが、以下、上記ファクターのうちの幾つかについて検討する。

2 第三者算定機関による株価の算定

対象会社が、公開買付価格について検討するに当たり、独立した第三者算定機関に株価の算定を依頼して、株価算定書を取得していることは、手続の公正性を基礎付けるものであり、公開買付価格が第三者算定機関による株価算定の結果に沿っていることは、当該株価算定の内容が相当なものである場合に、価格の相当性を基礎付けるものであるといえる。

それにもかかわらず、旧非訟事件手続法（明治31年法律第14号）の下での株式取得価格決定申立事件の審理においては、対象会社において、第三者算定機関との間の守秘義務契約等を理由に、第三者算定機関の株価算

定書を提出することを拒むケースがしばしば見られ、第三者算定機関の株価算定書につき、一部マスキングをして提出したり、申立人である株主との間で守秘義務契約を交わして提出したりするなどの運用がされたこともあったようである²⁷⁾。

上記のとおり、第三者算定機関の株式価値算定書は、手続の公正性及び価格の相当性を判断する上で極めて重要な文書であるから、株式取得価格決定申立事件の審理において、対象会社がこれを開示して、申立人である株主に対し、第三者算定機関による株価算定の内容が相当であるか否か等について反論の機会を与えるべきものである。また、平成23年制定の非訟事件手続法（平成23年法律第51号）においては、文書提出命令の制度が導入されており（非訟法53条1項参照）、第三者算定機関の株価算定書については、引用文書（民訴法220条1号）又は一般義務文書（同条4号）²⁸⁾として、文書提出命令の対象となる場合も少なくないと考えられるところ²⁹⁾、文書提出命令の審理にいたずらに時間と労力を費やすことは、対象会社にとっても申立人である株主にとっても好ましいことであるとは思われない。

そうすると、第三者算定機関の株価算定書については、対象会社において、①証拠として提出することを前提として、第三者算定機関に作成を依頼し、②審理の早期の段階で、証拠調べの申立てをして提出することが望ましいと思われる（そのように提出された株価算定書は、仮に守秘義務契約を締結した上で提出されたとしても、閲覧等の対象となり得ることに留意が必要である³⁰⁾）。

27) 大阪地方裁判所商事研究会「新しい非訟事件手続法と大阪地裁商事部の運用（第6回）株式買取価格決定申立事件」金法1969号60頁，65頁（2013）参照。

28) 神戸地決平成24年5月8日金判1395号40頁は、MBOの事案において、買取対象会社が委嘱した算定機関及び買収者が委嘱した算定機関の作成した株式価値算定書について、職業の秘密文書該当性（民訴法220条4号ハ）及び自己利用文書性（同号ニ）を否定して、買取対象会社に対し、上記文書の提出を命じた。

29) 非訟事件手続における文書提出命令については、非訟事件手続において、真実擬制について定める民事訴訟法224条等の規定が準用されておらず（非訟法53条1項参照）、正当な理由なく文書提出命令に従わないときには過料の制裁が科されるにすぎない（非訟法53条3項）。もっとも、真実擬制をすることができないとしても、会社が文書提出命令に従わないことを心証形成の資料の一つにすることは否定されていないと解される（金子修＝脇村真治「新非訟事件手続法の概要と会社法等の整備の解説」商事1939号68頁，77頁注10（2011）参照）。

30) 旧非訟事件手続法においては、非訟事件の手続における非訟事件の記録の閲覧等についての規定がなく、全面的に裁判所の裁量に委ねられていたが（金子修編著『一問一答 非訟事件手続法』68頁（商事法務，2012）

3 独立委員会の設置

独立委員会（「特別委員会」や「第三者委員会」などと呼ばれることもあるが、本稿では「独立委員会」と呼ぶことにする）とは、おおむね、「取締役会がMBOについての意思決定（典型的には、公開買付けに対する意見表明）をするに際し、当該MBOについて検討等をするを目的として、取締役会決議により任意に設置する合議体」³¹⁾をいう。

弁護士・公認会計士等の専門家や社外監査役³²⁾を委員とする独立委員会を設置して、同委員会に対して一定の事項を委嘱し、同委員会の勧告を尊重して取締役会決議を行うことは、MBOにおける手続の公正性にとって有益なものであり³³⁾、独立委員会の設置は、利益相反関係を抑制するための一定の措置として、手続の公正性を基礎付けるものであるといえる。

これまでの裁判例においては、独立委員会について、独立委員会の設置の有無、同委員会の権限の内容や開催回数等といった形式面について検討されることが多かった。しかし、独立委員会が、具体的にどのような検

討・交渉を行ったかという実質面を重視し、独立委員会が現実果たした役割について検討すべきであるとの見解も提唱されているところであり³⁴⁾、事案によっては、手続の公正性（利益相反回避措置が十分か否か）を判断する上で、そのような検討を行うことが相当であるケースもあると思われる³⁵⁾。

ただし、MBOの事案において、買収対象会社の取締役会が独立委員会の委員を選任している場合には、独立委員会に、いわば「買収者が選任した者による委員会」という側面があることは否めず、いかに専門家が委員として選任されていたとしても、独立委員会の中立性・公平性については、一定の留保が必要であるようにも思われる³⁶⁾。

4 公開買付けの結果

MBOの一環として実施される公開買付けにおいて、経営陣から十分な情報開示がされた上で、買収者と利害関係を有しない一般株主が公開買付けに多数応募したことは、手続の透明性・公正性を基礎付ける事情であるとともに、手続的な観点から価格の相当性を基礎付ける事情となると解される³⁷⁾³⁸⁾³⁹⁾。

参照)、平成23年制定の非訟事件手続法においては、記録の閲覧等について、裁判所は、①当事者から閲覧等の許可の申立てがあった場合には、当事者又は第三者に著しい損害を及ぼすおそれがあると認めるときを除いて許可しなければならず（非訟法32条3項）、また、②利害関係を疎明した第三者から閲覧等の許可の申立てがあった場合には、相当と認めるときは許可することができる（非訟法32条4項）とされている。

31) 石綿学ほか「MBOにおける特別委員会の検証と設計（上）」金判1424号2頁（2013）参照。

32) 特別委員会の委員の活動と役員の兼任規制・資格制限との関係について、江頭憲治郎ほか「座談会 MBO取引・完全子会社化時の取締役の行動規範を考える（下）」ビジネス法務2011年7月号70頁、75頁（2011）、石綿学ほか「MBOにおける特別委員会の検証と設計（下）」金判1425号2頁、4頁（2013）、田中亘「石綿・篠原・石川・高橋論文へのコメント——MBOにおける特別委員会」金判1425号12頁、13頁（2013）参照。

33) 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頁（2007）参照。

34) 白井正和「利益相反回避措置としての第三者委員会の有効性の評価基準」岩原伸作ほか編集代表『会社・金融・法（下）』183頁（商事法務、2013）参照。なお、石綿ほか・前掲注32)9頁参照。

35) プレミアムの判断において、手続面（手続の透明性・公正性）及び実体面（価格の相当性）の審査を行い、その審査結果を総合的に勘案して、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であるか否かを判断するという考え方を採ると、価格の相当性の程度が相対的に低い場合に、公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であるというためには、手続の公正性の程度が高いことが求められるが、そのようなケースにおいて、独立委員会が具体的にどのような検討・交渉を行ったかという実質面が問題となる場合もあると思われる。

この点、ホリプロ事件東京高裁決定【裁判例①】及び同事件東京地裁決定【裁判例②】では、プレミアムの判断において、独立委員会の形式面についてのファクターが摘示されているが、同事件においては、対象会社の主張する取得価格（公開買付価格）におけるプレミアムに相当する額が、他の事案におけるプレミアムの平均値を上回る額であったことを指摘することができるであろう。

36) 江頭ほか・前掲注32)74-75頁〔江頭発言〕参照。

37) ただし、前提として、強圧性が存しないことが必要となる（石綿・前掲注33)12頁参照）。

ただし、公開買付けの結果（一般株主の多数の応募）の位置付けについては、レックス事件東京高裁決定【裁判例②】が、「多数の株主が公開買付けに応じたとの事実から、買付価格や買付価格の設定に当たって考慮されたプレミアムの額が合理的であり、正当であったと容易に推認をするのでは、公開買付けが成立した場合には、これに反対する株主にも同額での買付けに応ずることを強制することにもなりかねず、買付価格に不服のある株主に対し、自らが保有する株式の取得価格の決定の申立権を認め、強制的に株式を剥奪されることになる株主の保護を図ることをその趣旨とする取得価格の決定申立制度の趣旨を没却することにもなりかねない」と判示するとおり、手続の公正性及び価格の相当性を基礎付ける一つの事情にすぎず、これを過度に重視すべきものではないと解するのが相当である⁴⁰⁾。

5 他の事例におけるプレミアムの平均値

レックス事件東京高裁決定【裁判例②】、サンスター事件大阪高裁決定【裁判例④】及びサイバード事件東京高裁決定【裁判例⑥】においては、他の事例におけるプレミアムの平均値を考慮して、当該事件におけるプレミアムを20パーセント（公開買付けの公表前の一定期間における市場株価の平均値の20

パーセント）と算定した⁴¹⁾。

また、近時の裁判例においては、プレミアムの判断において考慮すべきファクターとして、近接した時期における他の事例のプレミアムの平均値を挙げるものがある⁴²⁾。

プレミアムの額は事案毎に個別に決せられるべきものであるが、株主が公開買付けにおける買収提案に賛成するか否かを判断する際に、他の事例におけるプレミアムの平均値を参考にして検討することは十分に考えられるところであり⁴³⁾、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であるか否かの判断に当たって、実体面（価格の相当性）の審査において考慮すべきファクターとして、他の事例におけるプレミアムの平均値を斟酌することには、一定程度の合理性があると思われる。さらに、後述のとおり、株式取得価格決定申立事件の審理において、他の事例におけるプレミアムの平均値に、一定の意義を持たせることも考え得るように思われる。

IV. MBOの事案における審理の在り方について

1 対象会社の実質的な立証責任

株式取得価格決定申立事件は非訟事件であるところ、訴訟手続と非訟手続では、理念や手続に関する基本的な考え方が異なってい

38) MBO 指針においても、株主の意思確認の見地を重視する観点から、実務上の対応として、「MBO に際しての公開買付けにおける買付数の下限を、高い水準に設定すること」が挙げられている（同 18 頁）。

39) なお、コージツ事件東京高裁決定【裁判例⑨】及び同事件東京地裁決定【裁判例⑩】は、公開買付けが株主の大多数の賛同を得て成立したものであるとは認めがたいことを、公開買付価格が増加価値分配価格（プレミアム）を適切に織り込んだものと推認することができない事情として挙げている（阿南剛「コージツ事件東京高裁決定の検討」商事 1998 号 53 頁，59 頁（2013）参照）。

40) 阿南・前掲注 15)64 頁参照。

41) 上記の各高裁決定においては、近接した時期における他の事例のプレミアムの平均値を参照してプレミアムを20パーセントと算定しているが、その後の裁判例によると、プレミアムの平均値は、変動しているようである（ホリプロ事件東京高裁決定【裁判例⑪】及び同事件東京地裁決定【裁判例⑫】参照）。

42) コージツ事件東京高裁決定【裁判例⑨】、同事件東京地裁決定【裁判例⑩】、ホリプロ事件東京高裁決定【裁判例⑪】及び同事件東京地裁決定【裁判例⑫】参照。具体的には、近接した時期における我が国で行われた MBO 事案の公開買付けの公表例における、公表日前日の株価に対するプレミアムの平均値や公表前1か月間の株価の平均値に対するプレミアムの平均値と、当該事案の公開買付価格におけるプレミアムに相当する額との対比が行われている（前掲注 22）参照。なお、MBO の事案ではなく、親会社の完全子会社化の事案として、前掲東京地裁平成 25 年 7 月 31 日〔グッドマンジャパン事件東京地裁決定〕参照。

43) 加藤・前掲注 10)30 頁注 104 参照。

る。すなわち、例えば、民事訴訟手続では、公開対審構造が採られ、原則として当事者の提出した資料のみを裁判の資料とする弁論主義が採用されているのに対し、非訟事件手続では、公開対審構造が採られておらず（非訟法 30 条参照）、職権探知主義が採用されている（非訟法 49 条 1 項参照）⁴⁴⁾。

しかし、非訟事件においても、事件の種類によっては（具体的には、争訟性が高く、当事者が対立関係にある事件においては）、当事者主義的な手続運営が望ましいと解されている。とりわけ、株式取得価格決定申立事件は、当事者主義的な審理が期待され⁴⁵⁾、当事者の主張・証拠の提出を尊重する必要がある事件の類型の一つであると解されており⁴⁶⁾、実際の審理においても、当事者主義

的な手続運用が行われているものと思われる⁴⁷⁾。加えて、非訟事件手続法（平成 23 年法律第 51 号）の制定並びに非訟事件手続法及び家事事件手続法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律（同年法律第 53 号）による会社法の改正により、当事者の手続保障が拡充されて⁴⁸⁾、当事者主義的な手続運用を行うための環境が整備されている。

また、全部取得条項付種類株式の取得においては、対象会社において取得対価を決定しており（会社法 171 条 1 項 1 号参照）⁴⁹⁾、また、対象会社と株主を対比した場合において、取得対価の算定に関する資料は、対象会社に偏在しているといえる。

さらに、株式取得価格決定申立事件における「公正な価格」の判断枠組みとしては、既

44) 新堂幸司『新民事訴訟法（第 5 版）』24 頁（弘文堂、2011）参照。なお、平成 23 年制定の非訟事件手続法の下における非訟事件手続の特徴について、金子・前掲注 30)37-39 頁参照。

45) 中東正文「株式買取請求権と非訟事件手続」名古屋大学法政論集 223 号 233 頁（2008）、同・前掲注 21)248 頁参照。

46) 松中学「株式の評価と手続」神作裕之ほか編『会社裁判にかかる理論の到達点』510 頁（商事法務、2014）参照。

47) ただし、平成 23 年制定の非訟事件手続法においては、相手方のある非訟事件の特則という形での規律は設けられず、会社法に設けられた特則の規定も、対象会社が当然には非訟事件手続法上の「当事者」に当たるものではないことを前提としており、株式取得価格決定申立事件における対象会社は、「裁判を受ける者となるべき者」（非訟法 21 条 1 項）として、利害関係参加の手続を踏むことにより、利害関係参加人としての地位を獲得して、裁判資料の提出等の当事者がすることができる手続行為をすることになる（非訟法 21 条 5 項）。上記の点について、岡崎克彦＝橋爪信「非訟事件手続法・同規則の施行に向けて（第 4 回・完）非訟事件手続法の施行後の株式取得価格決定申立事件について」NBL 993 号 29 頁、31-32 頁（2013）参照。

48) 具体的には、平成 23 年制定の非訟事件手続法により、職権探知主義を維持しつつも、当事者の証拠調べの申立権（非訟法 49 条 1 項）並びに事実の調査及び証拠調べに対する当事者の協力義務（非訟法 49 条 2 項）が規定され、文書提出義務及び文書提出命令の規定が整備された（非訟法 53 条 1 項による民法の条文の準用）。

また、整備法による会社法の改正により、株式取得価格決定申立事件のように紛争性の高い会社非訟事件（会社法 870 条 2 項各号の事件）について、申立書の送付（会社法 870 条の 2 第 1 項）及び必要的審問（会社法 870 条 2 項）が定められ、また、審理の終結する日（会社法 870 条の 2 第 5 項）及び裁判をする日（会社法 870 条の 2 第 6 項）の告知が必要的とされた。

49) 全部取得条項付種類株式の取得の手続は、①対象会社を会社法の定める種類株式発行会社（会社法 2 条 13 号）とするため、対象会社の定款の一部を変更し、従前の普通株式に加えて、適宜の内容を有する「A 種種類株式」を発行する規定を設ける旨の定款変更議案、②上記①の議案による変更後の定款に関して、従前の普通株式について、その内容として対象会社が株主総会の決議によってその全部を取得することができるものとする定めを付すとともに、取得の際には全部取得条項付普通株式 1 株と引換えに A 種種類株式 X 株を交付する定めを設ける旨の定款変更議案、③会社法 171 条及び上記②の議案による変更後の定款に基づき、対象会社が、取得日を定め、対象会社の株主から、全部取得条項付普通株式の全部を取得し、その対価として、全部取得条項付普通株式 1 株につき A 種種類株式 X 株の割合で、A 種種類株式を交付する旨の議案の 3 つの議案について、対象会社の株主総会の特別決議による承認を得（会社法 309 条 2 項 3 号・11 号）、かつ、上記②の議案については、全部取得条項を付される普通株式の株主による種類株主総会の特別決議による承認を得ることにより行われるところ（渡辺邦広「全部取得条項付種類株式を用いた完全子会社化の手続」商事 1896 号 25 頁、27 頁（2010）参照）、一般株主に対して交付される A 種種類株式の数が 1 株未満の端数とされて、1 株未満の端数について端数相当株式の任意売却許可の手続（会社法 234 条 2 項）が採られ、任意売却の結果、一般株主に対して交付されることになる金銭の額について、一般株主が有していた普通株式 1 株当たりの値段が、公開買付価格と同額となるように設定されるのが通常である。

に述べたとおり（前記Ⅱ3(2)及び(3)参照）、プレミアムの判断において、手続面（手続の透明性・公正性）及び実体面（価格の相当性）の審査の結果を総合的に勘案して、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であるか否かを判断するのが妥当であると思われる。

以上のことからすると、MBOの事案における株式取得価格決定申立事件においては、公開買付価格を尊重して当該買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であるか否かについて、対象会社に対し、実質的な立証責任（裁判資料の提出責任）を負わせ⁵⁰⁾、手続の進行としては、プレミアムの判断において、まず、対象会社において、手続の透明性・公正性及び価格の相当性の観点から、公開買付価格をもって「公正な価格」とであると認めるのが相当であることを主張立証させ、これを受けて、次に、申立人である株主において、対象会社の主張に対する反論及び自らの主張する取得価格が「公正な価格」とであると認めるのが相当であることを主張立証させるのが相当であるように思われる。

2 他の事例におけるプレミアムの平均値を基準とした審理方法

裁判所による取得価格の決定は、裁判所の合理的な裁量に委ねられているものと解されるところ⁵¹⁾、①株式価格決定申立事件一般において、対象会社側に株価算定に関する証拠が偏在していることに加え、MBOにおいては、経営陣と株主との間に構造的な利益相反関係が存在していること、②株主が、他の

事例におけるプレミアムの平均値程度のプレミアムを期待することには一定程度の合理性があると解されること⁵²⁾、③株式取得価格決定申立権は、株主総会の多数決による決議によって不当な取得対価が決定されるおそれがあることに対する救済手段として認められているところ⁵³⁾、その趣旨を株式取得価格決定申立事件の審理方法においても反映させるのが相当であると解されることからすると、次のような審理方法が考えられるように思われる。すなわち、公開買付価格におけるプレミアムに相当する額（公開買付価格を「客観的価値+プレミアム」と構成した場合におけるプレミアムに相当する額）が、近接した時期における他の事例のプレミアムの平均値程度の額より低い額である場合には、そうでない場合に比して、対象会社において、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」とであると認めるのが相当であることについて、より積極的に立証すること⁵⁴⁾が必要となると解し、公開買付価格におけるプレミアムに相当する額が、近接した時期における他の事例のプレミアムの平均値程度の額より低い額である場合に、対象会社において、公開買付価格におけるプレミアムに相当する額がそのような額であっても、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」とであると認めるのが相当であることを立証することができないとき（立証するに足る裁判資料を提出することができないとき）は、裁判所が独自にプレミアムの額を算定して「公正な価格」を算定するという審理方法が考えられるように思われる⁵⁵⁾⁵⁶⁾。

50) 神田秀樹「講演 会社紛争に係る民事裁判の展望と課題——上場会社における株式の公正な価格の決定——」司研121号1頁、27-28頁（2011）参照。

51) 前掲最決昭和48年3月1日、前掲最決平成23年4月19日〔楽天対TBS事件最高裁決定〕参照。

52) 加藤・前掲注10)30頁注104参照。なお、これまでに抗告審が原決定を変更して独自にプレミアムを算定したケース（レックス事件東京高裁決定【裁判例②】、サンスター事件大阪高裁決定【裁判例④】）及びサイバード事件東京高裁決定【裁判例⑥】）においては、いずれも、他の事例におけるプレミアムの平均値を参照してプレミアムの額が算定されている。

53) 相澤哲編著『立案担当者による新・会社法の解説』別冊商事法務295号43頁（2006）参照。

54) 例えば、手続面（手続の透明性・公正性）として、他の事例と比較してより手厚い利益相反回避措置が採られていること、実体面（価格の相当性）として、他の事例におけるプレミアムの平均値からの乖離の程度が小さいことなどを立証することが考えられる。

55) 江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」関俊彦古稀『変革期の企業法』134-135

上記の審理方法は、株主が他の事例のプレミアムの平均値程度のプレミアムを期待することには一定程度の合理性があり、公開買付価格におけるプレミアムに相当する額が上記平均値程度の額より低い場合には、当然には、公開買付価格をもって「公正な価格」であると認めるのが相当であるとは解されないこと、他の事例におけるプレミアムの平均値を参照してプレミアムを算定することが裁判所の合理的な裁量の範囲内であるとする⁵⁷⁾、他の事例におけるプレミアムの平均値を基準として、対象会社に対し、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」と認めるのが相当であることについて、より積極的に立証することを求めることも、裁判所の合理的な裁量の範囲内であると解されることを根拠とするものである。そして、上記の審理方法を採用することにより、対象会社から、より多くの裁判資料が提出されることになり、株式取得価格決定申立事件の審理がより充実したものとなるように思われる。

対象会社において、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」であると認めるのが相当であることを立証することができず、裁判所が独自にプレミアムを算定する場合には、現に提出されている裁判資料を前提として、裁判所が最も合理的と考える方法によりプレミアムを算定すること

になる（裁判所が独自にプレミアムを算定する場合の具体的な方法については、前記Ⅱ 3 (3)参照）。

3 専門委員の活用

平成 23 年制定の非訟事件手続法により、専門委員の制度が導入された（非訟法 33 条）。専門委員から聴取できる内容について、民事訴訟事件の手続においては専門委員から「説明」を聴くことができるにとどまる（民訴法 92 条の 2 第 1 項から第 3 項まで参照）のに対し、非訟事件の手続においては専門委員から「意見」を聴くことができるとされている（非訟法 33 条 1 項参照）。

現在の実務における「公正な価格」の判断枠組み（客観的価値+プレミアム）を前提にすると、「客観的価値」については、ほとんどの事案において、市場株価の平均値が用いられており、この点について、専門委員を選任する必要性が生じるケースは多くはないであろう⁵⁸⁾。

「プレミアム」については、裁判所が、対象会社から提出された第三者算定機関の株価算定書における株価算定（例えば、DCF 法による算定）の方法及び内容を審査する際に、専門委員を選任して意見を聴くことなどを検討する余地があるように思われる⁵⁹⁾⁶⁰⁾。このようにして専門的な知見を得ることは、

頁（商事法務、2011）は、上場株式の公開買付けの際に従前の株式の市場価格に比して平均して 20 数パーセントのプレミアムが支払われることを前提として、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定を申し立てる株主のケース（会社法 172 条 1 項）には、20 パーセント程度の支配権プレミアムを認めることを原則とし、会社に不満があれば、それに対する反論の機会を与える処理でよいとする。

56) 他の事例におけるプレミアムの平均値を参照してプレミアムの額を算定することについては、「銘柄の流動性や価格の騰落習性などによって、プレミアムの割合が異なる可能性は十分にあり、他の MBO 事例における平均的なプレミアム割合で加算するというのは、——裁判所の裁量の範囲内であることに間違いはないが——ややどんぶり勘定的な面がある」との指摘がされている（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, 10 頁（2012）参照）。しかし、本稿の審理方法は、他の事例におけるプレミアムの平均値をもって、対象会社において、公開買付価格を尊重して当該公開買付価格をもって「公正な価格」であると認めるのが相当であることについて、より積極的に立証することが必要となる場合の基準とするものであって、上記平均値を参照して、直ちにプレミアムの額を算定するものではなく、対象会社の立証によっては、他の事例におけるプレミアムの平均値程度の額より低い額をもってプレミアムの額とすることを認めるものである。

57) レックス事件最高裁決定【裁判例①】は、他の事例におけるプレミアムの平均値を参照してプレミアムの額を算定したレックス事件東京高裁決定【裁判例②】に対する抗告を棄却している。

58) 客観的価値につき市場株価が用いられなかった事案（セプレックス東京地裁決定【裁判例④】）について、前掲注 6) 参照。

59) 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 巻 55 頁, 74 頁（2012）参照。

裁判所が独自にプレミアムを算定して「公正な価格」を算定する場合においても一つの有効な手段であるように思われる。ただし、専門委員の意見を聴く際には、当該意見に対する反論の機会の確保等、当事者の手続保障に配慮する必要がある。

V. おわりに

MBOの事案において公開買付けを経て行われる全部取得条項付種類株式の取得に係る

株式取得価格決定申立事件を念頭に置いて、株価算定の判断枠組み（客観的価値＋プレミアム）、プレミアムの判断に当たって考慮すべきファクター、MBOの事案における審理の在り方について、若干の私見を述べた。株式取得価格決定申立事件における株価の算定について、今後の事案の集積と議論の深化を見守りたい。

(すずき・けんや)

(別紙)

裁判例一覧

レックス事件

- ①最決平成 21 年 5 月 29 日金判 1326 号 35 頁
(レックス事件最高裁決定)
- ②東京高決平成 20 年 9 月 12 日金判 1301 号
28 頁 (レックス事件東京高裁決定)
- ③東京地決平成 19 年 12 月 19 日判時 2001 号
109 頁 (レックス事件東京地裁決定)

サンスター事件

- ④大阪高決平成 21 年 9 月 1 日判タ 1316 号
219 頁 (サンスター事件大阪高裁決定)
- ⑤大阪地決平成 20 年 9 月 11 日金法 1882 号
107 頁 (サンスター事件大阪地裁決定)

サイバード事件

- ⑥東京高決平成 22 年 10 月 27 日資料版商事
法務 322 号 174 頁 (サイバード事件東京高
裁決定)
- ⑦東京地決平成 21 年 9 月 18 日金判 1329 号
45 頁 (サイバード事件東京地裁決定)

カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件

- ⑧大阪地決平成 24 年 4 月 13 日金判 1391 号

52 頁 (カルチュア・コンビニエンス・ク
ラブ事件大阪地裁決定)

コージツ事件

- ⑨東京高決平成 25 年 3 月 14 日判例集未登載
(コージツ事件東京高裁決定)
- ⑩東京地決平成 25 年 1 月 30 日判例集未登載
(コージツ事件東京地裁決定)
(阿南剛「コージツ事件東京高裁決定の検討」
商事法務 1998 号 53 頁参照)

ホリプロ事件

- ⑪東京高決平成 25 年 10 月 8 日金判 1429 号
56 頁 (ホリプロ事件東京高裁決定)
- ⑫東京地決平成 25 年 3 月 14 日金判 1429 号
48 頁 (ホリプロ事件東京地裁決定)

セレブリックス事件

- ⑬東京高決平成 25 年 11 月 8 日判例集未登載
(セレブリックス事件東京高裁決定) (商事
法務 2015 号 48 頁参照)
- ⑭東京地決平成 25 年 9 月 17 日金判 1427 号
54 頁 (セレブリックス事件東京地裁決定)

60) 専門委員から意見を聴く具体的な方法としては、例えば、審問期日において、専門委員の立会いの下で、対象会社から株価算定書についての説明を聞き、これに対する質疑応答を行う中で、専門委員から意見を聴くことが考えられる(阿南・前掲注 15)59 頁参照)。