

# 我が国の株式買取請求権制度と フェアネス・オピニオンの位置付け

永 江 亘

## 1. はじめに

株式買取請求権および株式買取価格決定申立に係る文言が、改正前商法において「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」とされていたところ、会社法制定によって単に「公正な価格」とされたことにより、従来の少数派株主の投下資本の保障という意義に加え、当該取引に係るチェック機能を付加されるに至ったとされる<sup>1</sup>。これにより、我が国のM&A取引に係る少数派株主の救済において、株式買取請求権および株式買取価格決定申立制度が、従来に比べ重要性を増しているといえる<sup>2</sup>。

株式買取価格決定申立における裁判所の役割に関する議論は、「公正な価格」の内容そのものの在り方に関する議論<sup>3</sup>や、裁判所の算定能力への批判など<sup>4</sup>もあるものの、近時我が国では「一定の条件」の下で、裁判所による価格決定への介入を排除するべきであるとの議論が主流であるように見受けられる。その理由として、企業買収への委縮効果や価格交渉力の源泉たる経営資源形成のイ

- 
- 1 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎=江頭憲治郎編『企業法の理論（上）』261頁（商事法務，2007年）。
  - 2 北川徹「現金対価による少数株主の締め出し（キャッシュ・アウト）をめぐる諸問題」商事法務1948号9頁（2011年）。
  - 3 例えば、北川徹「MBOにおける価格決定申立事件再考—サイバードホールディングス事件東京地裁決定を手掛かりに—」商事法務1890号9頁。
  - 4 石綿学「企業結合の形成過程における株主間の利害調整についての実務家からの試論」森本滋編『企業結合法の総合的研究』149頁（商事法務，2009年）。

ンセンティブを減じるとの指摘がある<sup>5</sup>。そして、近時の裁判例も概ねこのような理解に沿っており、我が国では株式買取請求権及び株式買取価格決定申立てを巡る裁判所の役割に関する議論は、一応の集約を見せつつある状況にある。また、裁判所の価格決定への介入を抑制するために、当事者間の取引の公正性を高める措置が徐々に普及している。

本稿では、これまでの米国での議論の検討および我が国の取締役責任の法理とフェアネス・オピニオン（以下、「FO」という）の議論を踏まえて、我が国における株式買取請求および株式価格決定申立てに係る法理とFOとの関係について検討する。会社法は、株式買取請求権ないしは株式価格決定申立権（以下、これらを総称して「株式買取請求権」とし、当該権利行使を「株式買取請求」という）を、会社の基礎的な変更を伴う場合に付与するが、米国の議論の検討を通じて明らかになったFOの機能に鑑み、本稿では組織再編を念頭に検討する<sup>6</sup>。

## 2. 我が国の組織再編における株式買取請求権の理論

### (1) 学説の状況

平成17年に会社法が制定され、我が国の株式買取請求権は大きな変容を遂げた。すなわち、買取価格の基準は改正前商法下の「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（以下、「ナカリセバ価格」という）から、単に「公正な価格」へと変更された。当該変更は、組織再編が行われた効果を含めた価格決定を可能にするものであり、組織再編によって生じるシナジーを既存株主に分配することを可能ならしめるためのものであると説明される<sup>7</sup>。すなわち、改正

---

5 田中亘「「公正な価格」とは何か」法学教室350号67頁。

6 本稿は拙稿「我が国におけるフェアネス・オピニオンの位置付けと法的問題点（1）」金沢55巻1号31頁（2012）の続編と位置付ける。同稿作成時点では、本稿の内容を次号として掲載する予定であったが、その後多くの重要な裁判例・判決が示され、また本誌の紙面編成が原則横書きとなったことなどもあり、これを機に一新することとした。

7 江頭憲治郎「会社法制の現代化に関する要綱案の解説〔V〕」商事1725号8-9頁（2005年）、神田秀樹「組織再編」ジュリ1295号128頁、130頁（2005年）、山下友信編『会社法コメン

会社法の「公正な価格」には、ナカリセバ価格とシナジーを分配した価格（以下、「シナジー分配価格」という）が含まれ、反対株主はいずれか高い価格での買取を主張できると説明される<sup>8</sup>。価値毀損的な組織再編が行われた場合に、投資家の投下資本の回収を可能にするためにナカリセバ価格を保障する必要があり、他方で企業価値が増大する組織再編が行われる場合には、当該組織再編によって生じるシナジーを株主に保障するためである。

このような改正の背景について、飯田（2013）<sup>9</sup>は、江頭説と神田説に拠るものと説明する<sup>10</sup>。江頭説は支配・従属関係にある会社同士の現金合併において、当該現金合併から生じるシナジーを支配会社に独占させることが不公正であると指摘する<sup>11</sup>。神田説は反対株主が当該組織再編に反対するモチベーションを「当該合併条件による当該合併がなかったならば自分はより利益を得ていたはずだ」というもの<sup>12</sup>とし、このような状況を忠実義務違反の主張と位置付け、取

---

ンタール(4)株式(2) 105頁〔山下友信〕(商事法務, 2009年) 相澤哲=葉玉匡美=郡谷大輔編著『論点解説 新・会社法』682頁(商事法務, 2006年)。

8 藤田・前掲注(1)280-283頁。

ただし、当該改正の趣旨をシナジー分配を考慮することを可能にするに留めると解するものとして、山本真知子「新会社法における株主に株式買取請求権」山本為三郎編『会社法の基本問題』69頁、78-79頁(慶応義塾大学出版会, 2006年)。

また、非公開会社を念頭に、株式買取請求権にシナジー分配を導入することを不要とする説として、宍戸善一「紛争解決局面における非公開部式の評価」岩原紳作編『現代企業法の展開』397頁、421-430頁(有斐閣, 1990年)。

9 飯田秀総『株式買取請求権の構造と株式価格算定の考慮要素』(商事法務, 2013年)。

10 飯田・前掲注(9)15頁-17頁。

11 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』289頁(有斐閣, 1995年)。

12 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整(5・完)」法協99巻2号223頁、290-291頁(1982年)。もっとも、飯田(2013)は、取締役や支配株主の忠実義務違反の責任を株式買取請求権に求めることへの懸念を指摘する。すなわち、①株式買取請求権と忠実義務違反責任の場面では、責任(支払者)が異なるため、株主間(厳密には債権者も含まれる)の公平を損ねる場合があること、②個別の株主による権利行使である株式買取請求権の円フォースメント効果が過小であること、③株式買取請求権によって、株主の機会主義的な行動を助長する恐れがあることを指摘する。飯田・前掲注(9)27頁-32頁。

締役・支配株主の行為のチェック機能を株式買取請求権に求めたものであると分析する。

このような議論を背景として、改正会社法の下でシナジー分配が可能になった結果、問題はシナジー分配の公正性に至り、当該組織再編が独立当事者間で行われたかが問題となる。すなわち、多数説は、独立当事者間取引の交渉によって行われた場合には、当該当事者の合意した価格を用いて公正な価格と解し、利益相反が存在する又は価格決定プロセスに問題があり、価格の公正さに疑念が生ずる場合には、裁判所が価格を再構築する必要があると解する<sup>13</sup>。このような解釈の理論的根拠につき、飯田（2013）は田中（2006）<sup>14</sup>を引用し、利益相反状況におけるシナジー分配の不公正さにあると分析する<sup>15</sup>。

以上のような学説の状況から、改正会社法の株式買取請求権制度の下では、裁判所を通じて株主に保障される価格は、企業価値の増減によって判断され、裁判所による価格決定への介入の有無は、価格決定プロセスの公正性に求められると解するのが通説的な理解となる。

---

13 石綿学「会社法と組織再編—交付金合併を中心に」法協78巻5号59頁、藤田・前掲注(1)288-290頁、中東正文「企業買収・組織再編と親会社・関係会社の法的責任」法時79巻5号29-30頁(2007)、松尾健一「株式買取請求権」ジュリ1346号51頁、後藤元「カネボウ株式価格決定申立事件の検討〔上〕」商事1837号14頁（注32）(2008)、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5頁（2009年）、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事1879号12-13頁（2009年）等。

14 田中亘「組織再編と対価柔軟化」法教304号75頁（2006年）。

15 当該分析によれば、田中（2006）の理論は神田説に親和的であると評価される。一方、江頭説との関係では、理論的に支配・従属関係が存在する場合にのみシナジー分配価格を適用し、独立当事者間取引の場合や、価格決定プロセスに問題がない場合にはナカリセバ価格を適用するという解釈も考えうると指摘する。株式買取請求権制度の下で、どのような価格の保障がなされるべきであるかについては、本稿の検討対象ではないので、ここでは立ち入れないが、仮にこのような解釈を採用する場合には、FOは、株式買取請求によって保障される対価の基準の決定にアプローチする要因と位置付けられよう。飯田・前掲注(9)18-21頁。

このような理解の下では、FOの取得は、価格決定プロセスの公正性を高めることにより、事後的な裁判所による価格決定への介入を防止することに寄与することとなる。また、具体的な価格の算定における裁判所の参照資料の一つとも位置付けられよう。

改正会社法の下での株式買取請求権制度によって、忠実義務違反に係る責任を一定部分実現するという観点からは、通説の理解は利益相反性や情報開示の不備など、典型的な忠実義務違反に係る法理と親和的である。すなわち、利益相反的な取引に関する取締役の損害賠償責任を問題にする場合、取締役には独立当事者間取引に比べて高度な情報収集・調査・検討が求められ、当該経営判断プロセスに疑義が生じる場合には、善管注意義務又は忠実義務違反に係り、裁判所の介入の下で審査が行われることとなる。従って、経営判断プロセスの公正性を高めるFOの取得は、裁判所の介入を防ぐ効果を有する。また、FOの取得により価格決定プロセスの公正性が高められることは、通説によれば、株式買取請求の場面における裁判所の価格決定への介入を防ぐ効果を有することとなるから、いずれの方法によって株主の損害が填補されるべきであるかという問題とは別に、両制度からの要求と裁判所の介入を防ぐという効果において、平仄を揃えることとなる<sup>16</sup>。

---

16 裁判所が価格決定にどのような態度をとるべきであるかについては、本稿の検討対象ではないが、最決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁（テクモ事件最高裁決定）の須藤正彦裁判官の補足意見が、株価算定にあたり、裁判所がバリュエーション評価を用いることは「裁判所の性質、役割からしてももちろん不適切かつ非現実的である」とし、「裁判所が株式の「公正な価格」を形成するに当たって、市場株価を基礎資料として参照することは、十分に合理的なことといえる」と示していることに鑑みると、裁判所はバリュエーション評価を基礎とした独自の算定を行うことには慎重であるとも理解できる。この点については後述する。

## (2) 裁判例の状況

近時の裁判例は、上記学説と整合的な理解を示している<sup>17</sup>。まず、反対株主に保障される公正な価格の基準について、企業価値の増加が生じない場合にはナカリセバ価格を保障し<sup>18</sup>、企業価値の増加が生じる場合には、シナジー分配価格を保障することと解している<sup>19</sup>。

利益相反のない事案では裁判所は価格決定への介入をせず<sup>20</sup>、利益相反の要素がある場合でも、支配・従属会社間での組織再編の事案につき、利益相反を解消する措置が講じられ、独立当事者間取引に比肩すると認められる場合に、当事者の合意した価格を尊重する事例<sup>21</sup>や、裁判所が価格決定を行うことなく市場株価を用いたものがある<sup>22</sup>。MBOの事例では、裁判所が価格決定へ介入し、独自に株価算定を行ったもの<sup>23</sup>と、そうでないものがある<sup>24</sup>。裁判所が価格決定

- 
- 17 飯田（2013）・前掲注(9)21頁-22頁では、神田・前掲注(13)注22)に依拠しながら裁判例を整理する。本稿でもこれらの整理に依拠しながら、裁判例を整理する。
  - 18 最決平成23年4月19日民集65巻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）。
  - 19 テクモ事件最高裁決定・前掲注(16)。
  - 20 一般論として同様の規範を示すものとして、東京地決平成21年4月17日及び東京地決平成21年5月13日金商1320号31頁（協和発酵キリン事件）。
  - 21 東京地決平成23年3月30日（トランス・コスモス事件）、大阪地決平成24年4月27日金商1396号43頁（三洋電機事件）。
  - 22 大阪地決平成24年2月10日判時2152号139頁（パナソニック電光事件）。
  - 23 東京高決平成20年9月12日金商1301号28頁（レックス・ホールディングス事件高裁決定）、最決平成21年5月29日資料版商事307号168頁（レックス・ホールディングス事件最高裁決定）・東京高決平成20年9月12日資料版商事295号128頁（レックス・ホールディングス事件高裁決定）、大阪高決平成21年9月1日金商1326号20頁（サンスター事件高裁決定）、東京高決平成22年10月27日資料版商事322号174頁（サイバードホールディングス事件高裁決定）、大阪地決平成24年4月13日金商1391号41頁（CCC事件）。
  - 24 東京地決平成21年9月18日資料版商事310号910頁（サイバードホールディングス事件地裁決定）、東京地決平成25年3月14日金商1429号48頁（ホリプロ事件地裁決定）、東京高決平成25年10月8日金商1429号56頁（ホリプロ事件高裁決定）、東京地決平成25年9月17日金商1427号54頁（セレブリックス事件）、東京地決平成25年11月6日金商1431号52頁（エース取引事件）。

へ介入した事案では、プレミアムの算定を20%と定めたものもあれば<sup>25</sup>、会社と株主と1:1でプレミアムを算定したものもある<sup>26</sup>。裁判所の具体的な価格決定においては、企業価値の増加が生じる場合には、市場株価を参照するなどしながらシナジー分配価格を算定するのに対し、MBOの事例では、客観的市場価値を算出した後に、プレミアムに相当する株主の期待権の価値を算定するのが一般的である<sup>27</sup>。

以上の検討を踏まえ、以下では、FOの機能について①公正担保措置の構成要素としての機能、②ナカリセバ価格・客観的価値の算定方法における機能、③プレミアムの決定方法における機能について検討する。

### 3. 買取請求権制度におけるFOの機能

#### (1) 公正担保措置の構成要素

テクモ事件最高裁決定は、独立当事者間の組織再編の場合には、組織再編条件の公正性について、原則として株主及び取締役の判断を尊重するべきであるとした。その根拠として、独立当事者間取引においては、それぞれの会社において忠実義務を負う取締役が、当該会社及びその株主の利益にかなう計画を作成することが期待されることと、株主は価格が公正であると判断した場合に株主総会において賛成することを挙げる。学説の多数説もこれと同様の立場をとっており<sup>28</sup>、独立当事者間取引である場合には、当該株式の価格決定に裁判所による独自の算定は行われなないこととなる。

他方、当事者間に利害関係がある場合には、裁判所による独自の算定が行わ

---

25 レックス・ホールディングス事件高裁決定・最高裁決定、サンスター事件、サイバードホールディングス事件高裁決定・前掲注(23)。

26 CCC事件・前掲注(23)。

27 客観的な価値の算定にあたっては、楽天対TBS事件・前掲注(18)およびインテリジェンス事件・前掲注(18)と同様に、ナカリセバ価格を算定するために、市場株価を参照する方法が考えられ、多くの事例で市場株価が用いられている。

28 伊藤靖史=大杉謙一=田中亘=松井秀征『会社法(第3版)』(有斐閣, 2015年)409頁〔田中亘〕。

れることとなる。この点、支配・従属関係のある場合や、MBOなどのように利益相反が生じる場合には、特別委員会の設置や企業価値算定書・FOの取得などによって公正担保措置が採られる場合がある<sup>29</sup>。学説は、利益相反の程度・公正担保措置の程度を総合的に考慮して、当該利益相反取引が、独立当事者間取引に比肩するかを判断するべきであるとし<sup>30</sup>、特別委員会の設置や第三者機関の意見の取得に着目すべきであると解するのが多数説である<sup>31</sup>。裁判例では、支配・従属関係の取引につき三洋電機事件、MBOにつきセレブリックス事件・エース取引事件・ホリプロ事件高裁決定が、公正担保措置の有効性を認め、当事者間で決定した価格を尊重している。

このような学説・下級審裁判例の議論からは、FOの取得は特別委員会の設置や企業価値算定書と並んで、公正担保措置の一部として位置づけられる。FOの機能に関する米国の議論によれば、FOは支配権マーケットによるチェックを経ることが期待できない取引において意義を有するとされており<sup>32</sup>、利益相反取引の価格決定過程の公正性を高める機能を有しているといえ、公正担保措置と位置付ける我が国の学説・判例の議論と整合的である。

その他の公正担保措置との関係では、近年、我が国では特別委員会の有用性に関する議論が深化しており、①委員の独立性、②委員の属性、③アドバイザー等の選任、④取引の交渉権限の有無によって、その有効性を評価するべきであるとされる<sup>33</sup>。実務的にも、特別委員会の設置が普及しており、特別委員会

---

29 竹内信紀「MBO等における第三者委員会等の実務同項とそれに関する一考察」MARR2010年6月号48頁。

30 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7頁。

31 伊藤=大杉=田中=松井・前掲注(28)410頁〔田中亘〕。

32 FOの機能については、拙稿・前掲注(6)36頁参照。

33 石綿学=篠原倫太郎ほか「MBOにおける特別委員会の検証と設計（下）」金判1425号2頁（2013年）、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=山下友信=神田秀樹編『会社・金融・法（下巻）』（商事法務、2013年）、寺前慎太郎「支配株主による締出しの場面における特別委員会のあり方」同志社法学65巻5号1581頁（2014年）。



の設置は、公正担保措置として普及しつつある<sup>34</sup>。またFOとの関係では、特別委員会の設置か、FOを取得するかを選択的な理解が一般的であり、実務の動きは前者にシフトしつつあると指摘される<sup>35</sup>。すなわち、特別委員会が設置された場合、当該委員会の委員が価格の公正性を独自に評価することが困難であるため、第三者機関の算定書が用いられ、これらを合わせた公正担保措置が増えていると指摘される<sup>36</sup>。我が国の裁判例においてもMBOの事例であるホリプロ事件高裁決定において、FOを「取得しないことが直ちに本件MBO手続きの瑕疵となるものではない」として、特別委員会の設置と第三者機関による企業価値算定書の取得による公正担保措置としての機能を認めており、利益相反の程度の強いMBO取引でも、上記の組み合わせによる公正担保措置の有効性を認めている。合理的な価格決定プロセスを経ていることが、独立当事者間取引に比肩するかを決定するという上記学説の議論に照らせば、FOを必ず取得しなければならないと解することは困難であり、第三者機関の発行する企業価値算定書を踏まえ、利益相反のない特別委員会の委員によって取引価格が決定されることで足りると解することは可能であると考えられる<sup>37</sup>。

---

34 少々古いデータとなるが、谷口達哉「コーピングプライベート型買取に関する近時の傾向と分析」MARR2011年7月号7頁別表4によれば、2010年4月から2011年6月頃（同論考の脱稿時とされるため）までの非上場化型取引45件のうち、26件において特別委員会が設置されているとされ、石綿=篠原ほか・前掲注(33)によれば、2007年4月から2012年12月までに実施されたMBOにおける特別委員会の設置は、通算で58.3%であったのに対し、2012年1月から同年12月までに実施されたMBOでは全てのケースで特別委員会が設置されているとされる。

35 大杉謙一=岡俊子=高原達広「〔座談会〕実務から見た第三者委員会の実態と課題」MARR2012年12月号3頁〔岡発言〕。

36 もっとも、特別委員会を設置した上で、FOを取得する事例もないわけではない。例えば、支配・従属関係の株式交換につき、セディナプレスリリース参照。

[http://www.cedyna.co.jp/company/news/pdf/110128\\_1.pdf](http://www.cedyna.co.jp/company/news/pdf/110128_1.pdf)（最終アクセス2015/5/26）

37 もっとも、第三者機関が企業価値算定書を発行するプロセスについては、慎重な検討が必要である。なぜなら、会社取締役会によって選任された第三者機関による企業価値算定書を特別委員会が検討する場合、算定の基礎となる数値の検証を特別委員会において行っているかを確認する必要があるためである。

また、実務の視点からは、第三者機関はFOの発行を最初から約束するものではなく、バリュエーション評価を行った後に公正性を判断するとの理解がなされていることが指摘されている<sup>38</sup>。このような指摘は、我が国の企業価値算定書及びFOの発行に係る実務状況が、米国の状況と大きく異なることを示唆する。すなわち、米国では投資銀行が企業価値算定書ないしはFOの主たる発行者であり、同時に組織再編全体のアレンジメントを行い、当該取引に係る金融サービスも提供する実務が一般的であり、取引アレンジメントの初期段階でFOの発行に至るまでを契約する傾向にある<sup>39</sup>。これに対して、我が国では第三者機関が企業価値算定書とFOの発行を二段階で理解しており、企業価値算定書やFOの発行に係る専門性の維持や利益相反問題に対して慎重な姿勢がうかがえる。近年米国では金融サービスの提供による利益相反問題が深刻なケースが現れており<sup>40</sup>、当該組織再編における公正担保措置の提供者の利益相反について、我が国でも慎重な認定を行う必要がある<sup>41</sup>。

他方で、近年の実証研究では、買収会社の事前の株式所有比率が低いM&Aであるほど、買収対象会社がFOを取得するとの傾向が指摘されている<sup>42</sup>。支

---

38 大杉=岡=高原・前掲注(35)3頁〔岡発言〕。

39 拙稿・前掲注(6)37-39頁参照。

40 *In re RURAL METRO CORPORATION Stockholders Litigation.*, 88 A.3d 54(Del. Ch. 2014)は、投資銀行が買収会社・買収対象会社の双方に金融サービスを提供することを企図し、利益相反関係を有していた会社取締役らの信託義務違反への教唆責任を投資銀行に認めた。これを受けた*In re RURAL METRO CORPORATION Stockholders Litigation.*, 102 A.3d 205 (Del. Ch. 2014)では、投資銀行に対し、具体的な損害賠償責任を課した。

41 本稿で参照した議論によれば、我が国の実務は、公正担保措置に係る利益相反関係等に慎重な姿勢で臨んでいることが示唆され、これ自体は望ましい姿勢と評価されるが、組織再編行為においては、当該組織再編行為によって生じる利益関係を正確に検証・評価するべきである。例えば、MBOの場合には、買収する経営陣に資金提供を行う機関による取引アレンジメントがなされる場合も想定され、当該機関のインセンティブが取引の成立にある以上、利益相反の可能性が否定されるわけではない。

42 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」一橋商学論叢第6巻2号(2011)47頁。

配・従属会社間取引やMBOのような利益相反的な取引における取締役の責任追及による損害賠償責任の法理や、株式買取請求権にかかる法理の下では、利益相反の程度に応じた公正担保措置の構築が求められるところ、実証研究の成果を踏まえると我が国の裁判所によるサンクションが十分でないことが示唆される<sup>43</sup>。とりわけ、米国の議論に照らせば、利益相反に加えて、対抗的な買取提案が存在しないもしくはそもそも望めない取引における公正担保措置は、最も高次なものが求められるべきであり、その観点からすると特別委員会によって選任された第三者機関によって発行されたFOの取得は、公正担保措置のうちでも高い有効性が認められるものと考えられる<sup>44</sup>。

## (2) ナカリセバ価格・客観的価値の算定

楽天対TBS事件最高裁決定・テクモ事件最高裁決定で、最高裁は買取基準日を株式買取請求時とし、これを受けて近時の裁判例では、ナカリセバ価格・客観的価値の算定につき、当該時点における市場株価を参照し、一定期間の終値の平均値や出来高加重平均値を用いるケースが多い。MBO事例においても、レックス・ホールディングス事件最高裁決定は、全部取得条項付種類株式の取得を基準日とし、客観的価値について市場株価を参照する判断を示している。また、MBO事例ではないが、インテリジェンス事件高裁決定<sup>45</sup>は、市場株価の参照につき、回帰分析による数値の補正を行っており、同最高裁決定<sup>46</sup>も、株式買取請求に係る基準日について審理を差戻したものの、回帰分析を用いた市場株価の補正については、楽天対TBS事件を引用しながら、これを認めている。

---

43 もっとも、高橋・前掲注(42)は、2004年1月から2010年9月に行われた組織再編をサンプル対象としているため、その後の判例法理については反映されていない。

44 深刻な利益相反を含み、創業家一族が取引開始前に約半数の株式を保有していたホリプロ事件では、地裁・高裁決定共にFOの不存在を手続的瑕疵としなかった。この点に疑問を呈する見解として、川島いづみ「判批」金商1440号6頁、拙稿「判批」金商1457号6頁。

45 東京高決平成22年10月19日判タ1341号186頁。

46 最決平成23年4月26日集民236号519頁。

このように、最高裁は裁判所に市場株価を参照するにあたっての裁量があるとして、参照数値の範囲の設定の裁量があると解するに留まらず、合理的な範囲で積極的に数値の補正を行うことまでも裁判所の裁量の範囲内にあると解している。上記価格決定の枠組みと同様に、裁判所が市場株価を参照し、補正を加える裁量について、MBOの場面でも同様に解しても差し支えないと考えられる。一方、MBOの場合には、事前の情報開示などの影響を受けて、株価を参照することが適切ではない場面も存在する<sup>47</sup>。下級審には、債務超過の状況で行われたMBOにつき、市場株価を用いることなく第三者機関の作成した企業価値算定書を用いて、客観的価値を算出したものもある<sup>48</sup>。ナカリセバ価格・客観的価値の算定に当たり、市場株価の参照が適切でない裁判所が判断する場合に、第三者機関の企業価値算定書を用いることについて、最高裁がどのような立場をとっているかは明らかでないが、旧商法下で、非上場会社について株式価値の算定を行った事例では、裁判所が自ら鑑定人を選任し、同鑑定意見を採用して価格を決定している<sup>49</sup>。

---

47 東京高判平成25年4月17日判タ1392号226頁（レックス・ホールディングス損害賠償請求事件）は、MBO実施前の特別損失の公表につき、「株価操作の疑いを払拭する情報を開示しなかった点については、適正情報開示義務違反があったと認めるのが相当である」とした。一方、価格決定事件であるレックス・ホールディングス事件高裁決定は、「平成18年8月21日プレス・リリース後本件公開買付けの公表前の市場株価の動向と売買の状況を勘案すると、本件において、市場株価の平均値を算定する基礎となる期間を短期に認定することは相当とはいえないものということができ、本件公開買付けが公表された平成18年11月10日の直前日からさかのぼって6か月間の市場株価を単純平均することによって、本件取得日における本件株式の客観的価値を算定するのが相当である。」と述べ、最高裁決定・前掲注(23)も当該判断に裁量の逸脱はないとしている。価格決定における市場株価の参照につき、「短期」ではない6か月間の平均値を参照することにより、特別損失の情報開示の影響を希釈化するとの配慮と思われるが、適正情報が開示されていない期間の市場株価を参照して、ナカリセバ価格を決定することには違和感がないわけではない。

48 セレブリックス事件・前掲注(24)。

49 東京高決平成22年5月24日資料版商事法務 316号132頁（カネボウ株式買取価格決定事件高裁決定）。

飯田（2012）は、市場株価を基礎資料として用いるとしたテクモ事件最高裁決定の判断を効率的市場仮説を前提とする立場であるとし<sup>50</sup>、効率的市場仮説が原則として成立しているという仮定を置くことが許されることへの疑問を呈する<sup>51</sup>。テクモ事件最高裁決定の須藤正彦裁判官補足意見は、裁判所自身が企業価値算定を行うことには専門性の問題が生じることや、専門家の鑑定に拠る場合には費用負担や時間の問題が生じること、企業価値算定において用いられる評価手法には、不確定な数値による予測等を基にするという点で客観性に欠けることを指摘しており、最高裁では市場株価を参照することのある程度合理的であると理解しているように思われる。飯田（2012）もこの点を指摘し、裁判実務の観点を重視すれば、市場株価を信用することもあり得るとしながら、株価が割安であると信じて企業再編が行われた場合などには、市場株価の妥当性を検証することも考えられるとする<sup>52</sup>。このような議論は、組織再編による企業価値の増加が生じない場合やMBOの場合におけるナカリセバ価格・客観的価値の算定においても同様に妥当するものであると考えられ、楽天対TBS事件最高裁決定も市場株価の参照を裁判所の合理的な裁量の範囲内と判示している<sup>53</sup>。

このような裁判実務の観点を加味すると、独立した第三者機関によって作成されたFOやその基礎を為す企業価値算定書は、裁判所に対して市場株価に次ぐ指標を提供すると位置付けることができる。このことは、FOの機能に関する米国の議論と整合的である<sup>54</sup>。そして、市場株価が存在する上場企業の組織

---

50 飯田秀総「企業再編・企業買収における株式買取請求・取得価格決定の申立て一株価の評価」法教384号（2012年）

51 飯田・前掲注(50)34頁注26)参照。

52 飯田・前掲注(50)34頁。

53 柴田義明「判解」曹時67巻4号（2015年）209頁は、楽天対TBS事件最高裁決定を引用し、企業価値が減少する場合に市場株価を参照することが裁判所の裁量の範囲内とされる場合があると説明する。

54 拙稿・前掲注(6)37頁。

再編において、裁判所は市場株価を第三者機関が作成した企業価値算定書を参照しながら評価することができ、市場株価を参照することが困難な場合には、企業価値算定書を用いながら価格算定することが可能である。第三者機関の発行する企業価値算定書及びFOが、裁判所がその発行に係る利益相反性及び専門性の審査を行うことで、数値に関する有力な指標を提供する機能を有すると位置づけることは、具体的な価値算定における裁判所の介入をできるだけ排除するという学説・判例の議論に整合的である。また、(1)で検討した通り、学説・判例は、これらの書面を公正担保措置の一環として既に裁判所の評価の一部に取り込んでいると評価できる。従って、利益相反性及び専門性の審査を経て、これらの書面を裁判所の有力な参照資料と位置付けることは、上記学説・判例の議論とも親和的であると評価できる<sup>55</sup>。

### (3) プレミアムの算定

企業価値が増加する組織再編では、テクモ事件最高裁決定が示すように、シナジー分配価格を算定する必要がある。テクモ事件最高裁決定は、「株式移転比率が公表された後における市場株価は、特段の事情がない限り、公正な株式移転比率により株式移転がされることを織り込んだ上で形成されているとみられる」と述べ、企業価値が増加する場合で、かつ組織再編比率が公正であると

---

55 第三者機関の発行した企業価値算定書とFOの取得での相違は、FO作成の基礎となる企業価値算定書を評価する主体が、取締役会から選任された特別委員会であるか、第三者機関であるかにある。企業価値算定書の評価者の独立性・専門性は、当該企業価値算定書の意義と相関して解するべきであり、その意味で、第三者機関の選任権限は、特別委員会に付与される方が望ましい。近年、複数の企業価値算定書を取得する事例が多く見られるが、企業価値算定書の作成と、当該書面の内容について精査・評価を異なる機関に依頼するという方法も考えられよう。

また、利益相反関係を背景とした専門性の欠如した書面の受領・開示は、それ自体経営判断の問題となりうる。MBOの事案で、東京高裁平成25年4月17日判タ1392号(2013年)226頁は、取締役が株主の共同利益に配慮すべき善管注意義務を負うとし、具体的な義務として適正情報提供義務を負うとした。

認められる場合には、市場株価を参照することが裁判所の裁量の範囲内であるとした。他方で、組織再編比率が公正でない認められる場合にも市場株価を参照することができるかは明らかではない<sup>56</sup>。須藤正彦裁判官補足意見も、市場株価が企業の客観的価値を反映した価格と乖離している疑いのある場合もあり、シナジー分配価格の算定における市場株価の参照には、十分に慎重であるべきことを指摘する。このような議論は、(2)で検討したナカリセバ価格・客観的価値の算定における議論と整合的であり、そうであるならば、第三者機関の発行する企業価値算定書やFOが、組織再編比率が公正でない場合において、裁判所へ指標を提供する機能を有すると解する余地もあるように考えられる。

利益相反を含む取引においても、(1)で検討した通り、独立当事者間取引に比肩すると評価される場合とそうでない場合で扱いを異にする必要がある。すなわち、独立当事者間取引に比肩すると評価される場合には、第三者機関の発行する企業価値算定書やFOはそれ自身が、公正担保措置として機能し、価格決定の場面においては、当事者が決定した価格を尊重するための要素として機能する。他方、独立当事者間取引に比肩すると評価されない場合には、裁判所は独自に「公正な価格」を算定する必要がある。この場合、当事者の決定した価格を信頼できないのであるから、裁判所は価格算定にあたり、市場株価の利用をより慎重に行わなければならない。とりわけ、MBOの事案であるレックス・ホールディングス事件最高裁決定は、近接した時期の事例等を参照しながら、20%のプレミアムを認めた原決定を肯定している。独自のプレミアムの算定について、田原陸夫裁判官補足意見は、MBO実行者がMBOの事業計画や、企業価値算定書を提出しなかったことを指摘する。このような指摘は、第三者機関の発行する企業価値算定書及びこれを基礎とするFOが取得され、裁判所に適切に提出される場合には、裁判所の判断の基礎資料となりうることを示唆

---

56 柴田・前掲注(53)209頁。

する。その意味で、独立当事者間取引に比肩すると評価されない利益相反取引におけるプレミアムの算定においても、これらの書面が裁判所へ指標を提供する機能を有すると解する余地もある。

#### 4. おわりに

本稿では、株式買取請求の場面における、FOの機能について検討した。本稿を通じて明らかになったことは、第一に我が国の株式買取請求権制度の中においても、米国の議論と同様に、FO及びその基礎を為す企業価値算定書は、裁判所の価格決定に指標を提供するという機能を発揮し得ることである。また、第三者機関の専門性・利益相反性にかかる問題は、米国の議論と同様に妥当する。このことは、我が国の株式買取請求権制度が、シナジー分配を可能にする会社法改正を経たことにより、取締役の忠実義務違反にかかる損害賠償の問題を一部取り込んだことに起因する。

会社法改正以降、最高裁は、価格算定における指標として市場株価との関係性に対して慎重な姿勢を保ちながら、市場株価の動揺との対峙に苦慮している。その際に、FO及びその基礎を為す企業価値算定書は、裁判所に新たな判断材料を提供する。裁判所は価格の算定に際して、当該書面を作成する第三者機関の専門性と独立性を審査することで公正担保措置の有効性が認められない場合であっても、自らが企業価値を算定するというタスクから解放される可能性を得ることができる。そして、これにより当事者にも株式買取請求に係る一定の予測可能性を提供しうる。

他方、本稿では検討しなかった問題として、企業価値の増加の判断に際して、裁判所がFOないしは企業価値算定書に依拠することが許容されるかが問題となる。というのも、テクモ事件最高裁決定は、企業価値の増加の判断基準を明らかにしておらず、その位置付けは未だ曖昧であるためである<sup>57</sup>。飯田（2012）

57 柴田・前掲(53)206頁は、飯田・前掲注(50)を参照しながら、「一般に公正と認められる手続きにより組織再編の効力が発生した場合に企業価値の増加も推定されることになるのか



の分析によれば、企業価値の増加の有無について、独立当事者間取引であるならば、裁判所は原則として当事者の判断を尊重する立場を採用している可能性に加え、独立当事者間取引であるかに関わらず裁判所が積極的に企業価値の増加の有無について判断する立場を採用している可能性もある<sup>58</sup>。もし、前者の立場を採用している場合、FOないしは企業価値算定書は、独立当事者間取引を構成する公正担保措置の構成要素として意義を発揮し、後者の立場を採用している場合には、裁判所が企業価値の増加の有無を判断するための指標として意義を発揮する余地が考えられる。

また、本稿の検討対象を超える問題ではあるが、レックス・ホールディングス事件最高裁決定と同事件損害賠償事件のように、裁判所が形成した価格と、株主の損害との関係は今後検討されるべきで課題であるように思われる。今後の議論の発展に期待したい。

【追記】本稿は、公益財団法人全国銀行学術振興財団の研究助成の成果論文の一部である。本研究の遂行に際し、同財団および関係者の方々から、多大なるご支援を頂戴した。この場を借りて、厚く御礼申し上げたい。

---

否かは、今後に残された問題といえる」とする。

58 飯田・前掲注(50)30-31頁。