

レックス・ホールディングスのMBOにおける諸問題

佐藤元治

- I はじめに
- II レックスのMBOの経緯
- III 裁判
- IV 検討1—取得価格の判断基準
- V 検討2—取得日における全部取得条項付種類株式の客観的価値
 - V-1 市場株価を基礎とすることについて
 - V-2 業績予想の下方修正をどう考えるか
 - V-3 株式の客観的価値の算定基礎とすべき期間について
 - V-3-1 公開買付け公表後（期間A）
 - V-3-2 業績予想下方修正発表日から公開買付け公表日（期間B）
 - V-3-3 業績予想下方修正発表日前（期間C）
- VI おわりに

I はじめに

MBO（マネジメント・バイアウト）においては、対象会社の経営陣が対象会社株主の代表として株式をできるだけ高い価格で売却できるよう努力する義務を負うと同時に、自身が株式の買い手であり低い価格で買いたい誘因が働くという利益相反の問題がある。また、対象会社の経営陣は内部情報に通じたインサイダーであるのに対し、一般に、株式を手放す株主の多くはアウ

トサイダーであり、情報の非対称性が存在する。さらには、MBOの実際の取引形態は複雑、多様である。これらのことを背景に、MBOの意義や弊害、課題については多くの論点があり、実際にMBOにおいて様々な問題が生じている。これらの論点や問題は、メディアにも取り上げられ、専門家、実務家の議論も活発に行われている。

MBOを巡る問題に関する裁判も増えており、判決が出ている。MBOの過程で行われるTOB（公開買付け）における買付価格やスクイーズアウト¹における全部取得条項付種類株式の取得価格についての裁判では、レックス・ホールディングス（以下、レックス）に関する最高裁の判断が2009年5月29日に、サンスターに関する大阪高裁の判断が2009年9月1日に出た²。これらは、いずれも、株主側の主張をある程度認める判断となった。

MBO件数の増加にともない、経済産業省の対応も進んだ。MBOの意義および課題に関する論点を整理するため、経済産業省内に設けられた企業価値研究会は2007年8月2日、それまでの検討内容の成果を整理し、「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（以下、MBO報告書）」を公表した³。これは、「企業価値の向上及び株主利益への配慮のための公正な手続確保を目的とした、MBOに関する公正なルールのあるあり方について、提言を行うものである⁴」。

本稿では、レックス株式取得価格決定申立事件の判決について、会計やファイナンスの視点から興味深い問題点について検討する⁵。

Ⅱ レックスのMBOの経緯⁶

レックスは、1987年に設立され、フランチャイズシステムによる飲食店、コンビニエンスストア及びスーパーマーケットの経営等を営む会社の株式を所有することにより当該会社の事業活動を支配・管理することなどを目的とする株式会社である。レックスは、1996年1月に外食産業に参入して以来、牛角、鳥でん及び土間土間等のフランチャイズ事業を展開するとともに、2004

年8月にエーエム・ピーエム・ジャパンの経営権を取得するなど業容を拡大した。

レックスのMBOがどのような状況下行われたのかを知るため、レックスによる業績予想と修正と実績、株価の推移を見ておく。業績予想と修正と実績については、2006年12月期と2007年12月期中間期の、主に連結業績を見ていく。

2006年2月17日、レックスは「平成17年12月期決算短信（連結）」を公表し、その中で翌2006年12月期の業績予想に関し、前年度を上回る売上高1900億円、経常利益105億円、当期純利益45億円と発表した。2006年8月21日、レックスは「特別損失の発生並びに平成18年12月期中間（連結・個別）及び通期（連結・個別）業績予想の修正に関するお知らせ」を公表し、特別損失の計上予定を中間期33億9000万円、下期21億円と発表し、2006年12月期通期連結業績予想につき、売上高1700億円、経常利益64億円、当期純利益0円へ1回目の下方修正を行った。2006年11月10日、レックスは「平成18年12月期通期（連結）業績予想の修正に関するお知らせ」を公表し、2006年12月期通期連結業績予想につき、売上高1680億円、経常利益44億円、当期純損失8億円へ2回目の下方修正を行った。2007年2月26日、レックスは「特別損失の発生並びに平成18年12月期通期（連結・個別）業績予想の修正及び平成19年12月期の業績予想に関するお知らせ」を公表し、特別損失89億円の計上見通しを発表し、2006年12月期通期連結業績予想につき、売上高1620億円、経常損失24億円、当期

-
- 1 少数株主を排除して、完全子会社化すること。
 - 2 サンスターは最高裁に特別抗告している。
 - 3 これを受け、経済産業省は2007年9月4日、「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」を制定した。
 - 4 企業価値研究会（2007）「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」、p.2.
 - 5 筆者には法律の専門家の視点で検討する能力はないことをお断りしておく。
 - 6 「Ⅱ レックスのMBOの経緯」は、『判例時報』2001号、pp.111-113、『金融・商事判例』1283号、pp.24-26に依拠している。

純損失91億円へ3回目の下方修正を行った。2007年3月1日、レックスは「当子会社株式の減損処理並びに平成18年12月期通期個別業績予想の修正に関するお知らせ」を公表し、レックスの子会社であるエーエム・ピーエム・ジャパン株式会社について減損処理を行うことにより、2006年12月期個別決算につき、子会社株式評価損として156億8100万円の特別損失を計上し、当期純損失を162億4000万円に下方修正した。2007年3月29日にレックスが提出した有価証券報告書によると、2006年12月期連結業績は、売上高1618億1821万円、経常損失23億9767万円、当期純損失90億8990万円であった⁷。以上述べたように、2006年12月期連結業績の予想は、3回下方修正され、実績は3回目に下方修正された予想に沿ったものとなった。

次に、2007年12月期中間期連結業績の予想と実績は、以下の経緯をたどった。2007年3月2日、レックスは「平成18年12月期決算短信（連結）」において、翌2007年12月期中間期連結業績につき、売上高769億円、経常損失4億円、当期純損失39億円と予想した。2007年11月、レックスは2007年12月期中間期の半期報告書のドラフト⁸を作成したところ、売上高753億4994万円、経常損失42億1687万円、当期純損失157億268万円であった。

レックスの株価の推移を見ると、2006年8月21日の業績予想の1回目の下方修正前、同日の終値は30万4000円であった⁹。業績予想の下方修正を受けて22日には25万4000円となり、その後も下落を続け、9月26日には14万4000円をつけた。その後株価は上昇し、11月10日には21万9000円であった。同日、市場取引終了後、レックスのMBOにともなう株式公開買付けが発表された。その後は、公開買付けの買付価格23万円の近く、22万円付近で推移した。

2006年11月10日、アドバンテッジパートナーズ有限責任事業組合により運営される投資事業有限責任組合アドバンテッジパートナーズ エム・ピー・アイ ファンド三号が100%出資するAP8は、レックスの普通株式1株につき23万円を買付価格とする公開買付けを実施すると発表した。同日、レックス

は「公開買付けの賛同に関するお知らせ」で、以下の内容を発表した。第一に、レックスの取締役会がAP8による公開買付けに賛同することを発表した。第二に、AP8による公開買付けがMBOの一環として行われる取引であること、公開買付けが成立した場合レックスの代表取締役であった西山氏はAP8に33.4%を出資し特段の事情がない限り少なくとも5年間はレックスの取締役としてレックスの経営にあたる予定であること、AP8がレックスの普通株式の市場価格、財務状況及び将来収益等を総合的に勘案して決定した買付価格23万円は過去1か月間のジャスダック証券取引所における市場価格の終値の単純平均値20万2000円に対して13.9%のプレミアムを加えた価格であることを発表した。第三に、公開買付けが成立した後に、①会社を種類株式発行会社に変更すること、②発行済みの全ての普通株式に全部取得条項を付すこと、③当該株式の全部取得と引換えに別個の普通株式を交付することを株主総会において付議する予定であり、当該議案全てが承認された場合、普通株式の1株に満たない端数しか受け取れない株主に対して、当該端数の合計数に相当する普通株式を売却することによって得られる金銭が交付されること、その売却金額については、公開買付けの買付価格を基準として算定する予定であることを発表した。

AP8は、2006年11月11日から12月12日までの間公開買付けを実施し、その結果間接所有分を含めてレックスの発行済株式総数の91.78%の株式を所有するに至った。

2007年3月28日、レックスは第20期定時株主総会および普通株主による種類株主総会をそれぞれ開催し、定時株主総会において下記AからCまでの議案を、種類株主総会において下記Bの議案を上程し可決された。

7 千円以下は切り捨てて記述した。

8 『判例時報』2001号、p.112、『金融・商事判例』1283号、p.25にある「ドラフト」という言葉をそのまま使った。

9 以下、株価は終値ベース。

- A) レックスの定款の一部を変更し、種類株式を発行する旨の定めを新設し、2007年3月28日現在において発行済みのレックス株式の呼称を普通株式とするという定款の定めを設ける旨の定款変更議案
- B) 上記Aによる変更後のレックスの定款の一部を追加変更し、レックスの普通株式に、レックスが株主総会の特別決議によってその全部を取得する全部取得条項を付し、その呼称を全部取得条項付株式に変更するとともに、全部取得条項付株式1株と引き換えに、2007年3月28日現在において発行済みのレックスの普通株式と同じ内容を有する新たな普通株式0.00004547株を交付するという定款の定めを設ける旨の定款変更議案
- C) レックスが、別途定める基準日の最終のレックスの株主名簿に記載または記録された株主の有する全部取得条項付株式を、2007年5月9日付けで取得し、これと引き換えに、全部取得条項付株式1株に対し、0.00004547株の割合にて新たな普通株式を交付する旨の議案

ジャスダック証券取引所は、株券上場廃止基準2条1項17号（全部取得）により、2007年4月29日をもってレックス株を上場廃止とした。

Ⅲ 裁判

レックスの一部株主は、定時株主総会に先立ち、レックスに対し決議に反対する意思を通知し、かつ、定時株主総会において決議に反対した。そして、2007年4月12日¹⁰、会社法172条1項¹¹に基づき、東京地裁（以下、地裁）に株式取得価格の決定を申し立てた。なお、申立人らが所有していた株式は、5月9日をもってレックスに取得された。

地裁の2007年12月19日決定は、「会社法172条1項により裁判所が決定すべき取得価格は、当該取得日における当該全部取得条項付種類株式の公正な価格をいうが、この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な時価に加えて、強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額をも考慮することが相当である。本件では、取得日に

における当該株式の時価は20万2000円を超えるものではなく、当該期待権を評価した価額は1株当たり2万8000円を超えるものではないから、当該株式の取得価格を23万円と定めるのが相当である¹²⁾とした¹³⁾。

申立人が即時抗告を行い、東京高裁（以下、高裁）の2008年9月12日決定は、「会社法172条1項により取得価格の決定の申立てがされた場合、裁判所は、当該株式の取得日における公正な価格をもって、その取得価格を決定すべきものであるが、公正な価格を定めるに当たっては、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り、かつ、その決定について、裁判所の合理的な裁量に委ねられる。本件では、取得日における当該株式の客観的価値は、直近6か月の終値の平均値である28万0805円と認められ、これに株価上昇に対する期待の評価額20パーセントを加算した33万6966円をもって、本件株式の取得価格と認めるのが相当である¹⁴⁾とした¹⁵⁾。

レックスの高裁決定に対する許可抗告が許されたが、最高裁第三小法廷は2009年5月29日、レックス側の許可抗告を棄却する決定をし、高裁決定が確定した。なお、最高裁決定には田原補足意見が付された。

IV 検討1—取得価格の判断基準

裁判の申立人らが参加するアドバンテッジ被害者牛角会は「『証明できないが、報道などでは〇六年春に社内でMBOの方針が内定されたとされる。それ以降、経営陣はあえて株価を維持する努力を怠った可能性がある』と疑義を

10 正確には、この事件は第一事件と第二事件に分かれ、第一事件申立人らは4月12日に、第二事件申立人は4月5日に申し立てた。ここでは、第一事件を申し立てた日付とした。

11 会社法172条1項は、強制的に全部取得条項付種類株式を剥奪される株主の保護を図るため、当該株式の取得の価格の決定の申立てをすることができるとする。

12 『金融・商事判例』1283号、p.22.

13 詳細は、『金融・商事判例』1283号、pp.22-32、『判例時報』2001号、pp.109-119を参照。

14 『金融・商事判例』1301号、p.28.

15 詳細は、『金融・商事判例』1301号、pp.28-40を参照。

抱¹⁶」いた。MBOにおける利益相反の問題や情報の非対称性を考えると、このような疑義は自然なものである。さらには、株式を安く買うために、株価の下落を狙って意図的に業績予想の下方修正を行ったのではないかとの疑念も生じかねない。MBO報告書でも、MBOにおける構造的な利益相反状態に起因して株主が感じる不透明感の一つは、「MBO価格が不当に低いことにより、株主が受けるべき利益まで、取締役が享受しているのではないか¹⁷」ということであると分析している。このような問題意識を背景に、以下ではレックスのMBOに関する、取得日における全部取得条項付種類株式の客観的価値およびその前提となる取得価格の判断基準に焦点を絞って、MBO報告書を踏まえながら¹⁸、主として会計とファイナンスの視点で判決を検討する。まず、取得価格の判断基準について検討する。

高山・保坂(2008)は、地裁決定が、会社法172条1項の「取得の価格」とは「当該取得日における当該全部取得条項付種類株式の公正な価格」であるとしたことに関し、「会社法一七二条一項の規定による株式取得価格決定申立権は、反対株主の株式買取請求権(会社法一一六条一項二号)と同様の機能を営むことからすれば、『取得の価格』を『公正な価格』と解することは相当であると考えられる¹⁹」と述べている。また、「譲渡制限の付されていない全部取得条項付種類株式を取得する際の『公正な価格』を裁判所が決定する際には、①『取得日における当該株式の客観的な時価』に加え、②『強制的取

16 2007年4月18日、日経産業新聞。

17 前掲企業価値研究会(2007)、p.6。

18 レックス株式の公開買付けの発表が2006年11月10日、MBO報告書の公表が2007年8月2日であるため、MBO報告書を踏まえてレックスのMBOを論じるのは適切ではないという考え方もあり得るが、本稿では、レックスのMBOを、(MBO報告書にまとめられている)実務上のMBOの公正なあり方、ベストプラクティスと比較し、改善点を探すことを主眼としている。

19 高山崇彦・保坂雄(2008)「レックス・ホールディングス事件東京地裁決定の検討—全部取得条項付種類株式の取得価格の判断枠組み—」『商事法務』1837号、p.26。なお、高山・保坂(2008)は、高裁決定が発表される前の時点で発表されており、地裁決定だけについて述べている。

得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価額』を考慮するという判断の枠組みを示している²⁰』と評価している。

太田（2008）は、高裁決定²¹が、地裁決定と同様、「取得日における公正な価格」は、取得日における「当該株式の客観的価値」に、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」を加えるのが相当とした上で、「当該株式の客観的価値」を株価を基礎として算定する判断枠組みを採用したことを、理論的にみて疑問であるとする。理由は、レックスのような上場会社の株価は、「当該株式の（現時点での）客観的な価値」を前提とした上で将来の会社業績に対する投資家の期待をすでに織り込んで形成されており、株価を基礎として「当該株式の客観的価値」を算定し、それに「今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」を加えたものを当該株式の「公正な価格」としてしまうと、将来の会社業績に対する期待値に相当する価額が二重にカウントされるからである。もっとも、この点、高裁決定（および地裁決定）が言い残したのは、「取得日における公正な価格」は、取得日における「当該株式の客観的価値」と「MBOを行わなければ実現できない価値」のうち株主に分配されるべき金額との合計額に等しいということであったのかもしれない、とした上で、「MBOを行わなければ実現できない価値」を「今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」という用語で表現することは、リスクとリターンとの適正な対応関係を見失わせるおそれがあり、用語法として適切とはいえないと述べている。

加藤（2009c）は、最高裁決定で示された田原補足意見が、裁判所が決定する公正な価格の構成要素として、①MBO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

20 前掲高山・保坂（2008）、p.26.

21 太田洋（2008）「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」『商事法務』1848号、pp.4-14においては、高裁決定を本決定、地裁決定を原決定と呼んでいるが、本稿では、引用の場合括弧の中に高裁決定、地裁決定と示す形で筆者が挿入し、引用形式でない場合高裁決定、地裁決定と言い替えている。他の論文についても同様である。

受してしかるべき部分、を挙げたことを、MBO指針²²が、MBOに際して実現される価値を、(a) MBOを行わなければ実現できない価値、(b) MBOを行わなくても実現可能な価値に分類し、(b) は基本的に株主が受けるべきであり、(a) の中に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の概念整理が可能であるとしたことと比較し、田原補足意見の①はMBO指針の (b) に、②は (a) のうち株主が受けるべき部分に相当すると指摘した。

「今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」という表現は曖昧で、様々な意味内容を表し得る。太田 (2008) が指摘するように、「MBOを行わなければ実現できない価値」のうち株主に分配されるべき金額を「今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」と表現することは、誤解、混乱を招きかねない。太田 (2008)、加藤 (2009c) がいうように、「MBOを行わなければ実現できない価値」のうち株主に分配されるべき金額と表現する方がよいだろう。田原補足意見がいう裁判所が決定する公正な価格の構成要素と、MBO指針がいうMBOに際して実現される価値の分類の対応関係が、加藤 (2009c) の指摘通りであるかは、判例の蓄積とともに明らかになるだろう。また、本件判決や本稿で取り上げる本件判決に関する論文において、企業の支配権に係る支配権プレミアム²³に関する記述はなく、考慮の対象外としているのか、「MBOを行わなければ実現できない価値」に含めているのか定かではない²⁴。

V 検討2—取得日における全部取得条項付種類株式の客観的価値

次に、取得日における全部取得条項付種類株式の客観的価値を決める際、市場株価を基礎とすることについて、業績予想の下方修正をどう考えるか、株式の客観的価値の算定基礎とすべき期間について、順に検討する。

22 脚注3で述べた指針のこと。

V-1 市場株価を基礎とすることについて

高山・保坂（2008）は、地裁決定が、取得日における全部取得条項付種類株式の客観的な時価は、市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特段の事情のない限り、取得日（にできる限り近接した）の市場株価を基本として決定するのが相当であるとしたことに関し、「市場株価は多数の投資家による当該株式の収益・リスクの予測の集約と考えられることから、これを客観的な時価の基準とすることには合理性が認められる²⁵」と述べている。

北川（2009）は、上場会社の株式を対象とする株式買取請求権の買取価格を市場価格のみによって決定した初の事例において、投機的要因の影響を除去する合理的で確実な算定方法を見つけることは難しく、市場価格を最大限尊重すべきであるとされたこと、それ以降の判例は市場価格を算定基礎としていること、学説も上場株式の買取価格は市場価格のみで判断してもよいとしていることを根拠に、高裁決定が株式の客観的価値の算定について、他の試算方法を併用せず市場価格のみに依拠した点は支持できるとする。

原田（2008）は、地裁も高裁も市場株価方式に依拠していることに関し、「この点、相手方（X社）は、市場株価方式と純資産方式及び比準方式とを併用し、それぞれ対等の割合で考慮すべきであると主張していた。しかし、本件高裁決定は、純資産価額の併用について、本件では継続企業としての旧X社の企業価値を評価すべきであって、また、その企業価値は収益力を評価して決せられる部分が大きいとして、その合理性を否定している。また、本件

23 支配権プレミアムについては、服部暢達（2008）『実践M&Aハンドブック』日経BP社、pp.38-41を参照。

24 上村達男早稲田大学教授は、KDDIのジュピターテレコム（JCOM）株取得に関し、「議決権の3分の1超を取得する場合にTOBを義務付けるルールは、会社の支配権を移動する場合、TOBのオークション機能を使って支配権に付随するプレミアムを競争的にあぶり出そうという狙いがある。TOB価格が割安で、別のTOBが出てくれば、一般株主はより高値で売却できる。TOBをしなかったため、今回はそうした機会が失われた」と語っている（2010年3月1日、日本経済新聞）。

25 前掲高山・保坂（2008）、p.26。

における比準方式の併用について、旧X社が多種多様な業態における店舗展開を行っている複合的企業であることに照らして、選定された類似会社との類似性に疑問があるとしてその合理性を否定した²⁶」、「一般に株価の算定にあたっては数種の算定方式によって試算が行われることも多いと思われるが、具体的案件において合理性が認められない方式については割合的考慮をも否定するものである²⁷」と述べている。

取得日における全部取得条項付種類株式の客観的価値を市場株価を基礎として決定することに関し、高山・保坂（2008）は市場株価の定義または性質から、北川（2009）は株式買取請求権の買取価格の算定方法についての判例、学説の視点から、原田（2008）はMBOの具体的案件における適切な取得価格の算定方法という視点から支持している。ただし、原田（2008）は、具体的案件により、市場株価方式と他の方式を併用することが合理的であることを示唆している。

V-2 業績予想の下方修正をどう考えるか

加藤（2009b）の業績予想の下方修正をどう考えるかに関する要点は、以下の通り。本件MBOでは、下方修正により公開買付け直前の市場価格が歪んだかという問題があり、本件下方修正は企業会計上の裁量の範囲内の会計処理であるとされているが、地裁決定と高裁決定では、その裁量権の行使の方法についての評価が分かれた。地裁決定は、下方修正はレックスの企業価値に関する市場コンセンサスを変化させる重要な情報であると評価する一方、高裁決定は、下方修正の中には、本件MBOの条件をレックスの代表取締役西山氏に有利にするための会計処理が含まれているとする。ただし、適法な会計処理の範囲内で行われる業績予想の下方修正を、経営者が市場価格を歪めるために実施したと評価するためには微妙な判断が必要となる。本件下方修正はbig bathと呼ばれる会計手法であり、通常、big bathが行われるときは事業

再建計画が公表されるが、本件下方修正の問題点は、big bathのみが先行して開示されたことかもしれない。一方、下方修正の対象となった時期のレックスの業績は、下方修正された内容より悪化していたため、企業価値の評価に影響を与える情報を迅速に開示することが、むしろ望ましいともいえる。結局、金融商品取引法または金融証券取引所が定める義務に従ってなされる業績予想の下方修正であること、経営環境の変化など外部的な事情の変化を適切に反映していること、会計監査人の指摘を受けての対応であることといった事情が存在する場合には、公開買付けとの関連で業績予想の下方修正を問題とすることは困難であるように思われる。加藤（2009c）は、株式の客観的価値（MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値）として高裁決定、地裁決定は、ともに市場価格の平均値を採用するが、基準となる期間が異なっているのは、本件下方修正の評価に由来するとし、本件下方修正が市場価格に与えた影響の評価については、学説でも一致していないと言う。この影響の評価は、会計情報と企業価値の関係、会計情報に対する投資家の反応、日本の証券市場の効率性とも関連するため、これらの事情をすべて考慮した上で一定の回答を導き出すことは困難であるとしている。

伊藤（2009）は、本件株式の客観的価値を算定する基礎になる期間のとり方に関し、高裁決定と地裁決定では、2006年8月21日の業績予想の下方修正の公表のあり方についての評価および22日以降の株価の動向についての評価、より根本的には、MBOにともなう利益相反が本件にどれだけ影響しているかについての捉え方が異なり、高裁決定は、たとえば、2006年8月21日の業績予想の下方修正の公表のあり方に問題があると考え、そこに、利益相反を見て取っているようであると指摘している。

26 原田裕康（2008）「株式取得価格決定申立事件における東京高裁決定の検討」『MARR』2008年11月号、株式会社レコフ 株式会社レコフデータ、p.26。なお、X社、旧X社とは、ともにレックスを指す。以下、同じ。

27 同上書、p.26。

原田(2008)は、高裁決定が下方修正の問題点について、企業価値が毀損したか、経緯・背景を説明したかという観点から指摘し、レックスのケースではいくつかの特別損失につき、企業価値の毀損を意味しないとした点に関し、経緯等についてレックスの説明がないため、不利に判断された可能性があるとしている。

MBO報告書では、「MBOの価格について、最終的に判断を行うのは株主である。したがって、MBOの価格自体について何らかの客観的な基準を設けるのではなく、株主にとって公正な手続を通じて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考えられる²⁸⁾」としている。そして、MBOを行う上での尊重されるべき原則として、「第1原則：企業価値の向上」、「第2原則：公正な手続を通じた株主利益への配慮」を挙げ、これらを実現しMBOの透明性・合理性を確保するため、3種類の枠組み、すなわち、①株主の適切な判断機会の確保、②意思決定過程における恣意性の排除、③価格の適正性を担保する客観的状況の確保、において実務上の対応を検討することが重要であるとする。①株主の適切な判断機会の確保に関し、「MBOが行われる場合には、株主が納得して判断できる適切な判断機会を確保することが重要なポイントとなる。この点、MBOを行う取締役と株主との間には情報の非対称性が存することにもかんがみ、まず、各株主の背景や属性等も十分に考慮して、株主の判断に資するための充実した説明を行うことが必要になる²⁹⁾」と述べている。①株主の適切な判断機会の確保に係る実務上の対応として、「業績の下方修正後にMBOを行うような場合等において、MBOが成立しやすくなるように意図的に市場株価を引き下げているとの疑義を招く可能性がある場合には、当該時期にMBOを行うことを選択した背景・目的等につき、より充実した説明が求められる³⁰⁾」、「取締役と他の出資者(投資ファンド等)の最終的な出資比率や取締役の役職の継続予定等、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、より充実した説明が求

められる³¹⁾」、「株式併合を利用した手法など、公開買付け後の完全子会社化（スクイーズアウト）に際して、反対する株主に対する株式買取請求権又は価格決定請求権が確保できないスキームは採用しないこと³²⁾」、「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（スクイーズアウト）を行うこと。また、公開買付け後に完全子会社化（スクイーズアウト）を行う場合の価格は、特段の事情がない限り、公開買付価格と同一の価格を基準にすると共に、その旨を開示資料等において明らかにしておくこと³³⁾」等を指摘している。

業績予想の下方修正に関する地裁決定と高裁決定について、加藤（2009b）は企業会計上の裁量権の行使方法の評価が分かれたとし、伊藤（2009）はMBOにともなう利益相反が本件にどれだけ影響しているかについての捉え方が異なるとする。これらの議論はその通りであるが、こうした枠組みで議論すると、MBO公表前の業績予想の下方修正をどう考えるかは、性善説と性悪説の議論が平行線をたどると同様、結論を出すことは難しいと思われる。そこで、MBO報告書の議論を見ると、MBOを行う取締役と株主間の情報の非対称性を前提に、各株主の背景や属性等も十分に考慮し株主の判断に資するため充実した説明を行うこと、業績予想の下方修正後にMBOを行う場合疑義を招きやすいため、その時期にMBOを行うことにした背景、目的についてより充実した説明をすることが重要であるとする。このような視点に立つと、レックスによる業績予想の下方修正や、AP8とレックスによるMBOに関する発表では、こうした配慮が著しく欠けていたといえる。そして、そのことが

28 前掲企業価値研究会（2007）、p.9.

29 同上書、p.12.

30 同上書、p.12.

31 同上書、p.12.

32 同上書、p.13.

33 同上書、p.13.

根本原因となって、申立人らの疑義を招き、地裁と高裁、多くの法律専門家、学説などの判断が分かれる業績予想の下方修正となったと考えられる。この点について、原田（2008）も、下方修正の経緯をレックスが説明しなかったことが、高裁がレックスに不利な判断を下した原因となった可能性があるとする。今述べた点以外について、MBO報告書の3種類の枠組みの一つである株主の適切な判断機会の確保とそれに係る実務上のあるべき対応とレックスのMBOを比較すると、実務上のあるべき対応がなされている点は、MBO対象企業の取締役の最終的な出資比率や役職の継続予定等取締役がMBOに関して有する利害関係について説明されている点、スクイーズアウトに際し反対株主が価格決定請求権を確保できるスキームを採用した点である。実務上のあるべき対応がなされていない点は、スクイーズアウトを行う場合の価格につき公開買付価格と同一の価格を基準にすると開示資料に明示されなかった点である³⁴。この点は、強圧性との関連で重要な問題であろう。また、加藤（2009b）は、金融商品取引法などが定める義務に従ってなされる業績予想の下方修正であることなどの事情がある場合、公開買付けとの関連で業績予想の下方修正を問題とすることは困難であるとする。確かに、業績予想の下方修正の妥当性は、会計情報の硬度³⁵なども関連した難しい問題であるが、利益相反と情報の非対称性がより問題となるMBOにおいては、何よりも先に企業が十二分に説明責任を果たしたかが問われるべきであろう。

V-3 株式の客観的価値の算定基礎とすべき期間について

業績予想の下方修正をどう考えるかにより株式の客観的価値の算定基礎と

34 伊藤靖史（2009）「全部取得条項付種類株式の取得価格の決定」『ジュリスト』1376号、p.111によれば、「本決定（高裁決定）・原決定（地裁決定）は、本件公開買付けの際に、本件取得の対価が本件公開買付けの買付価格を基準として算定される予定であることが公表された旨を認定している。実はこれは正確ではなく、本件公開買付けの際には、本件取得の対価が買付価格とは異なる可能性もあるかのように述べられていた」。

35 会計情報の硬度については、伊藤邦雄（2008）『ゼミナール 現代会計入門』第7版、日本経済新聞出版社、p.197を参照。

すべき期間のあり方も変わってくるため、「V-2 業績予想の下方修正をどう考えるか」と「V-3 株式の客観的価値の算定基礎とすべき期間について」は不可分で重複する記述内容もあるが、ここでは、株式の客観的価値の算定基礎とすべき期間により焦点を当てた主張を見ていく。

太田（2008）は、当該株式の客観的価値の算定について、高裁決定は、算定の基礎とすべき期間として、本件TOBの実施が公表される以前の6か月間という長期の期間を採用したことについて理論的に疑問があるとして、理由を列挙している。第一に、株価は、その時点において市場で得られるすべての情報が反映されるものであり、株価の平均として長期の期間を取るほど、過去の情報に基づく評価の要素が強くなり、「取得日における公正な価格」から乖離していく。特に、本件における取得日は2007年5月9日であるが、算定の期間は、取得日から6か月も前の日である2006年11月10日からさらに以前に遡った6か月間、すなわち、取得日から6か月または1年も前の期間となり、期間を長く取ることによって過去の情報に基づく評価の要素が強くなるという弊害がより如実に現れる。第二に、株価の継続的な下落局面においては、6か月間もの長期の期間の平均株価を株式の客観的価値の算定基礎とすることは不合理である。第三に、実務的には、投資家は3か月または6か月の間の市場株価の単純平均値を評価した上でこれに一定割合のプレミアムを加算して買付価格を決定しているわけではなく、単に説明の便宜のためにそういう言い方をしているに過ぎない。

太田（2008）が6か月という長期の期間を算定基礎とすることを疑問視する第一の理由、すなわち、株価の平均として長期の期間を取るほど過去の情報に基づく評価の要素が強くなり「取得日における公正な価格」から乖離していくという点は、そのとおりである。第二の理由、すなわち、株価の継続的な下落局面においては、6か月間もの長期の期間の平均株価を株式の客観的価値の算定基礎とすることは不合理であるとしていることには、どのくらいの

期間どのくらいの下落率を継続的な下落局面というのか疑問がわく。

V-3-1 公開買付け公表後（期間A）

高山・保坂（2008）は、買付価格との裁定、少ない出来高、朝日株価算定書³⁶の合理性を理由に、期間Aはレックスの客観的価値を反映していないと認められる特別の事情のある場合に該当するとした地裁決定につき、「公開買付けの公表後の取引は、その買付価格の影響を受けるため、通常の形態における取引以外の要因が働いているといえることから、この点についての本決定（地裁決定）の判断は相当であると考えられる³⁷」としている。

若松（2008）も、期間Aの市場株価はレックスの客観的価値を反映しないとした高裁決定の判断は適切であるとしている。

V-3-2 業績予想下方修正発表日から公開買付け公表日（期間B）

北川（2009）は、業績予想の下方修正公表時に、すでに相当程度の確実性をもってMBOの実施が具体化されていたとか、決算内容を下方へ誘導したといった主観的要素を認定し得たとしても、このような主観的要素は、客観的価値の算定に直接の関係はなく、裁判所としては、明らかに特別の事情と認定できる場合を除き、取得日に近接した下方修正公表時以降の市場株価を客観的価値の算定根拠とするべきであると述べている。

若松（2008）は、レックスによる8月21日³⁸プレス・リリースにおける特別損失の計上が決算内容を下方に誘導することを意図した会計処理であるとする高裁決定の事実認定を前提とすれば³⁹、本件プレス・リリース後の市場株

36 朝日ビジネスソリューション株式会社が作成したレックス株式に関する株価算定書。

37 前掲高山・保坂（2008）、p.27。

38 若松（2008）では、レックスが業績予想の下方修正を公表した日が、8月22日（p.28）となっているが、21日の誤りであると思われる。

39 ただし、この事実認定の是非については、紙幅の関係上詳細に検討することができないとしている。

価は会社による下落誘導や投機的取引が影響したいわば瑕疵を帯びたものとなり、風評被害や仕手筋が動いているような場合に準ずるので、期間Bの平均株価をそのまま使うのではなく、何らかの方法により上記のような瑕疵を補正する必要があるとしている。ただし、一般に業績予想の修正後の市場株価は、修正前に比べてより正確に企業のファンダメンタルズを反映するといえるから、期間Bを一定期間に含める高裁決定の判断は、基本的に適切なものと思われると述べている。

原田（2008）は、次のように述べている。高裁決定は、株価は下方修正の影響で適正にレックスの企業価値を反映したとはいえないが、期間Bの株価を考慮する必要性と許容性に言及し、平均値算定の基礎に含めている。算定の基礎に含める必要性につき、下方修正の原因である「経営の改善を行わざるを得ないという状況」があったことを認定し、下方修正以前にこの状況の開示はなく、期間Bの株価を考慮しないと、この状況を反映したレックスの企業価値を把握できない。算定の基礎から排斥しない許容性につき、下方修正は意図的であることを否定できず、実態より悲観的な受け取り方をされる開示であったが、適法な会計処理であり、著しく恣意的であるとか誤った情報によって株価を操作するものであるとまで認定できない。この高裁決定は、客観的価値を反映しない特別の事情につき、著しく恣意的で合理性を欠く場合や、誤った情報によって株価を操作する場合など極めて狭い範囲に限定するという考え方を示している。

北川（2009）は、下方修正が株価に織り込まれた下方修正公表後の市場株価を算定基礎とすべきとする。ただし、下方修正によって決算内容を下方へ誘導したという見方を、主観的で、明らかに特別の事情と認定できる場合には当たらないとする論拠は述べられていない。若松（2008）は、高裁決定の事実認定を前提とすれば、プレス・リリース後の市場株価は会社による下落誘導や投機的取引が影響した瑕疵を帯びたものとなり、この期間の平均株価

をそのまま使うのではなく、何らかの方法により瑕疵を補正する必要があるとしている。しかし、ただでさえ、多くの情報や思惑を織り込んで株価が形成されることを考えると、瑕疵を帯びた株価を実際に補正するのは難しい作業であると思われる。また、業績予想の修正後の市場株価はより正確な企業のファンダメンタルズを反映するという一般論に基づいて、期間Bを算定基礎に含める高裁決定は適切であるとすることは、説得力に欠けるとと思われる。原田（2008）は、期間Bを平均値算定の基礎に含めた高裁決定の考え方を整理した上で、高裁決定では株価が企業の客観的価値を反映しない特別の事情について極めて狭い範囲に限定するという考え方が示されていると解説している。

V-3-3 業績予想下方修正発表日前（期間C）

太田（2008）は、レックスは2006年11月10日プレス・リリース、2007年2月26日プレス・リリースにおいて2006年12月期の業績予想を連続して下方修正しており、最終的な同期の決算結果は2006年8月21日リリースにおける予想内容をも下回るものであったことなどからすれば、8月21日リリースによってレックスのそれまでの潜在的な業績悪化傾向が顕在化されたとみるべきであり、本件TOBの公表による株価の下支え効果がなければ、いったんは回復の傾向をみせていたレックスの株価は11月10日リリースなどを機縁として大幅に下落していた可能性が高いのであるから、レックスの潜在的な業績悪化傾向が顕在化される以前の株価を用いて8月22日以降11月10日までの平均株価を「平均化」するのは不合理というほかないと述べている。

若松（2008）は、次のように述べている。高裁決定は、2006年8月21日リリースによる下方修正は、特別損失の計上によるところが大きく、これが計上された時点において、レックスに現にこれに相応する損失が生じたというより、損失を前倒して計上するといった色彩が強いとして、リリース公表前の市場株価を算定基礎に含めることができるとする。しかし、この点の判断に

は疑問もある。本件では業績予想の修正前後において、売上高に200億円もの相違があり、レックスのファンダメンタルズに変更をもたらすものと言わざるを得ない。そのような本件においては、売上高の減少についての検証を行うことなく本件プレス・リリース公表前の市場株価を算定基礎に含めるのは適切ではないのではないかと考えられる。また、一定期間の市場株価が瑕疵を帯びている場合に、その瑕疵を補正するために別の瑕疵を帯びている期間を加えて平均化するという手法が適切であるのかという点についても疑問がある。ただ、本件において、本件プレス・リリース公表後の市場株価における瑕疵がレックス自体によってもたらされたものと認定されていることに加え、事業計画を有するレックスがこれを提出しないことによる不平等の解消という観点から、本件プレス・リリース公表後の市場株価を補正する手段として、本件プレス・リリース公表前の一定期間の市場株価を加える方法をとることもやむを得ない手段として裁判所の裁量の範囲内といえるのではないかと考える。

太田（2008）は、8月21日リリースによってそれまでの潜在的な業績悪化傾向が顕在化したとして、同日の下方修正を積極的に評価する。そして、業績の継続的な悪化局面で行われるバイアウト案件に関しては、TOB公表による下支え効果により株価が企業の実態より高く維持されることを、裁判所は重視すべきであるとする。このような見方にも一理あるものの、利益相反や情報の非対称性があるMBOにおいては、企業による丁寧な情報開示がなされるべきという方が先であると思われる。若松（2008）が、下方修正後の株価における瑕疵がレックス自体によってもたらされたと認定され、事業計画を有するレックスがこれを提出しないことから、裁判所の裁量により株式の客観的価値を算定しなければならない本件では、下方修正前の株価を算定基礎に含めることはやむを得ないとしている点は、MBOにおける利益相反、情報の非対称性をきちんと踏まえた主張であると思われる。

Ⅵ おわりに

本稿では、レックス・ホールディングスのMBOを題材に、会計やファイナンスの視点から興味深い問題について検討した。MBOにおいては、買収者、買収対象会社の株主、買収対象会社、買収対象会社の経営陣、投資ファンドなど登場人物、企業が多く、利害が複雑に絡み合う。MBOにおける利益相反、情報の非対称性を考えると、情報開示の徹底が肝要であることはいうまでもなく、レックスのMBOにおいても、MBOの特殊性を踏まえて情報開示を徹底、工夫し、さらには情報の受け手が意思決定しやすいよう丁寧な説明を尽くしていれば、申立人の疑義をなくすとまではいかなくてもより小さくすることはできたと思われる。今後もMBOに注目し、研究を進めていきたい。

引用・参考文献

- Jack B. Jacobs(2006)「買収防衛策に関するデラウェア州の経験に学ぶ—日本での公正な買収ルール構築に向けて—」『商事法務』1774号、pp.78-95.
- 石綿学(2007)「MBOに関する指針の意義と実務対応」『商事法務』1813号、pp.4-15.
- 伊藤靖史(2009)「全部取得条項付種類株式の取得価格の決定」『ジュリスト』1376号、pp.109-111.
- 梅津英明(2007)「『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』の概要」『商事法務』1811号、pp.4-11.
- 太田洋(2008)「レックス・ホールディングス事件東京高裁決定の検討」『商事法務』1848号、pp.4-14.
- 岡崎誠一(2000a)「M&Aの交渉と取締役の経営判断〔上〕—米国における売り手の実務を中心に—」『商事法務』1562号、pp.18-22.
- 岡崎誠一(2000b)「M&Aの交渉と取締役の経営判断〔中〕—米国における売り手の実務を中心に—」『商事法務』1563号、pp.27-31.
- 岡崎誠一(2000c)「M&Aの交渉と取締役の経営判断〔下〕—米国における売り手の実務を中心に—」『商事法務』1566号、pp.22-31.
- 加藤貴仁(2009a)「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔上〕—「公正な価格」の算定における裁判所の役割—」『商事法務』1875号、pp.4-9.
- 加藤貴仁(2009b)「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—」『商事法務』1876号、pp.4-19.
- 加藤貴仁(2009c)「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—」『商事法務』1877号、pp.24-31.
- 企業価値研究会(2005)「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」
- 企業価値研究会(2007)「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」
- 北川徹(2009)「全部取得条項付種類株式の取得価格—MBOにおける『公正な価格』の意義」『ジュリスト』1374号、pp.96-99.
- 経済産業省(2007)「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」
- 経済産業省・法務省(2005)「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」
- 後藤元(2008a)「カネボウ株式買取価格決定申立事件の検討〔上〕」『商事法務』1837号、pp.4-14.
- 後藤元(2008b)「カネボウ株式買取価格決定申立事件の検討〔下〕」『商事法務』1838号、pp.14-20.
- 鈴木健太郎(2007)「MBOに関するデラウェア裁判所の審査基準の概要」『商事法務』1807号、pp.79-86.
- 高山崇彦・保坂雄(2008)「レックス・ホールディングス事件東京地裁決定の検討—全部取得条項付種類株式の取得価格の判断枠組み—」『商事法務』1837号、pp.23-31.
- 田中信隆(2008)「カネボウ控訴審判決の教訓」『商事法務』1852号、pp.4-12.

十市崇 (2009a) 「サンスター事件大阪高裁決定の検討〔上〕」『商事法務』1880号、pp.4-13.

十市崇 (2009b) 「サンスター事件大阪高裁決定の検討〔下〕」『商事法務』1881号、pp.12-23.

服部暢達 (2008) 『実践M&Aハンドブック』日経BP社

原田裕康 (2008) 「株式取得価格決定申立事件における東京高裁決定の検討」『MARR』2008年11月号、株式会社レコフ 株式会社レコフデータ、pp.25-29.

弥永真生 (2008) 「全部取得条項付種類株式の価格の決定」『ジュリスト』1366号、pp.42-43.

若松亮 (2008) 「レックス株式取得価格決定申立事件（高裁決定） 全部取得条項付種類株式の取得の対価について」『判例タイムズ』1279号、pp.22-33.

渡辺章博・井上光太郎・佐山展生 (2005) 『M&Aとガバナンス 企業価値最大化のベスト・プラクティス』中央経済社