

上場株式の評価に関する 人為性の基準

——ゴーイング・プライベートと役員の開示義務——

今 川 嘉 文

～目 次～

- I 問題点の所在
- II ゴーイング・プライベートの意義と問題点
- III わが国のゴーイング・プライベート事案
- IV 米国のゴーイング・プライベートの議論
- V 上場会社の株式評価に関する検討
- VI GSV 事件と情報開示のあり方
- VII 抽象的な危険性

I 問題点の所在

MBO (Management Buy Out) による非上場化（以下、「ゴーイング・プライベート」⁽¹⁾という）または上場会社の企業買収等の組織再編においては、対象となる上場株式の評価に関する人為的操作が問題となる。

例えば、ゴーイング・プライベートまたは組織再編において、発行会

(1) ゴーイング・プライベートとは、経営者の資金または提携関係者（投資ファンド等）の資金により、事業継続を前提として、既存株主から自社株式を購入する。その結果、取引所の上場基準のうち、株主数および流通株式数・比率等の株式基準に抵触させて、株式を非上場化することをいう。

社の役員または外部の協力関係者が、株主から株式を買い取る場合、市場価格に一定のプレミアムを付加して買取価格を提示する。買主はより低い価格のほうが少ないコストで目的を達成できる。そこで、適切な情報開示を欠いて資産評価および業績予測などを低く見積もり、または市況が低迷している時期をあえて見計らって、株式のプレミアムを抑えようとするかもしれない。

ゴーイング・プライベートは概して、対象会社の取締役かつ大株主と少数株主の間に利益相反関係が認められるため、株式評価および情報開示のあり方等において、少数株主の保護が求められる。このことは、独立した第三者による買収によるゴーイング・プライベートであっても、対象会社の取締役がゴーイング・プライベート後、役員の地位が約束されているような場合には、同じ問題が生じる。

近年、株式上場の意義が見直されつつあり、ゴーイング・プライベートが検討されるようになった。

資金調達を図るなどのためには、株式流通性の高いほうが株式会社にとり有利である。流通性が高ければ、投資家は投下資本の回収が容易であることから、安心して株式の投資を行うことができる。その結果、株式会社は大量に株式を発行し、多額の資金調達を行うことができる⁽²⁾。そのためには株式の上場は有利であり、信用度・知名度の向上、優秀な人材の確保、経営の組織化等においても、そのメリットはある。

反面、株式の上場は、企業内容の開示に際し管理部門における事務負担・費用等が大幅に増大する。また、外部株主の多数参入による経営リスクの増大、株価上昇の要請、敵対的 M & A の脅威等のデメリットがある。そのため、経営判断および事業再編の合理化または株式移転・株式交換等による企業グループの再編等において上場株式の非上場化の件数が増加しているのである。

(2) 近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門（第2版）』（商事法務，2011年）205頁。

上場株式の評価に関する人為性の基準

本稿は、Shurkin v. Golden State Vintners Inc., 471 F. Supp.2d 998 (2006) 事件（以下、「GSV 事件」という）を参考として、役員によるゴーイング・プライベートの発表および提示価格の安値誘導の認定基準、情報開示の範囲について検討する。

GSV 事件は、被告会社およびその経営陣が業績悪化に加え、上場維持のため情報開示の関連費用だけで多額の費用を要し、買収先を検討したが見つからなかったため、ゴーイング・プライベート取引を公表した。株式買収の提示額 1 株3.25ドル（同時期の被告会社の市場価格は 1 株 2.08ドル）が低いと感じられたため市場は反応し、複数の買収提案がなされ、直後にゴーイング・プライベート取引の無期限延期が公表された。

その直後から、複数の買収者によるオークションとなり、株価が上がり、最終的に 1 株8.25ドルで TWG が被告 GSV を買収した。最終的に、1 株8.25ドルで TWG が被告 GSV を買収したが、原告はゴーイング・プライベート取引の無期限延期が公表された翌日に GSV 株式を 1 株3.34ドル未満で市場を通じ売却した。そこで、本件原告は、被告によるゴーイング・プライベート取引における株価の安値誘導と高値での M & A による売却に関する開示義務違反を理由として損害賠償を請求したという事案である。

ゴーイング・プライベート取引における株式評価および情報開示をめぐる裁判事案はわが国においても増加しており、上場株式の評価に関する人為性を考察することは、取締役および大株主の責任のあり方を検討するうえで有益な示唆を与えるものと思われる。

II ゴーイング・プライベートの意義と問題点

1 ゴーイング・プライベートの意義

ゴーイング・プライベートは、企業統治が複雑化し、閉鎖会社の要素が強い会社が単純な統治構造に回帰する目的である。上場継続の意義が見られない場合、または上場のメリットよりもデメリットが大きい場合、

ゴーイング・プライベートの実施により、会社に適した資本関係を実現するものである。

ゴーイング・プライベートのメリットとして、①中長期的な視点での経営管理が可能である、②株主構成の単純化による迅速かつ柔軟な経営判断が容易となる、③株主は、MBOによる相場超えの株式売却の機会が提供される、④優良会社にとり敵対的買収防衛策となる、⑤上場維持に伴う費用負担の軽減などが指摘できる⁽³⁾。

他方、ゴーイング・プライベートの問題点として、①取締役の構造的利益相反問題、②取締役と株主との情報の非対称性・業績予想の下方修正の有無等、③公開買付けにおける強圧性などが指摘できる。

第1に、「取締役の構造的利益相反問題」について、例えば、ゴーイング・プライベートは、株主利益を保護・維持すべき取締役（兼株主）が、他の株主から対象会社の株式を取得する。株式を買い付ける取締役はより低い価格が利益となり、株式を売り付ける株主はより高い価格が利益となるため、必然的に当該取締役は利益相反的構造が生じる。しかし、当該取締役はそれをもって直ちに忠実義務違反となるわけではない。MBO実施後における取締役の持株比率に照らし、利益相反性の程度に強弱がある。

また、ゴーイング・プライベートの意義から逸脱して、株式の買取価格が不当に低く設定され、買主としての立場が強い取締役は不当に利益を享受する懸念がある。とりわけ、当該取締役がMBOの実施後も、対象株式の持株比率が高く、引き続き代表取締役または取締役に就任して経営に当たる場合、利益相反性は強くなる。相場が低迷し、低迷している株価を奇貨として、取締役自らの利益追求を目的として行われる場合は問題となろう。

第2に、「取締役と株主との情報の非対称性等」について、ゴーイン

(3) 水野信次=西本強『ゴーイング・プライベート（非公開化）のすべて』（商事法務、2010年）8頁。

上場株式の評価に関する人為性の基準

グ・プライベートで重要となる企業情報としては、対象会社の将来予測を含めた営業・財務内容、資産価値等であり、これらは株式の評価に多大の影響を与えるものである。業績の下方修正の内容では、会計手法についても検討すべきである。

第3に、「公開買付けにおける強圧性」について、公開買付けにおける強圧性とは、第1期の公開買付けが成立することを条件に、少数株主の締め出しのために、第2期の公開買付けをより低い価格で実施することである。少数株主は第1期の公開買付価格に満足していなくても、結果的に第1期の公開買付けに応じる可能性が高くなる。

2 ゴーイング・プライベートの合理性と意思決定過程

ゴーイング・プライベートの問題点を少なくし、株主による適正な意思決定を担保するため、ゴーイング・プライベートの対象会社における手続体制の整備が求められる。とりわけ、利益相反回避のあり方、株式評価の適正化に関する措置が問題となる。具体的には、例えば、以下の内容がある。

①MBOに関する第三者委員会または特別委員会等の設置、独立性自体の内容が開示されたか。

②公開買付けに対する会社の意見表明を審議する取締役会から、MBOに関係する代表取締役または取締役を特別利害関係人として排除したか。

③弁護士等の独立外部者の存在および名称の開示、利益相反の可能性を排除したか。

④MBOの評価に関する外部機関（弁護士法人、監査法人等）は手続的な留意点だけの確認か。実質的な議論および検討がなれたか。

⑤公開買付者から独立した複数の第三者評価機関から株式評価の算定方法の公正性に関する意見書を取得しているか。

⑥株式評価算定書の作成過程および開示の方法・内容はどのようなも

のか。

⑦他の買付者の行為を阻害するような公開買付者と対象会社との過剰な取引保護に関する取り決め、対象会社による買収防衛策の停止がなされたか。

3 価格誘導と抽象的な危険性

ゴイング・プライベートでは、公開買付価格の妥当性が問題となる。具体的な論点は、①「公正な価格」の形成要素・算定方法、②MBOが行わなければ株主が得るであろう価値・算定基準・算定期間、③MBOにより増大する価値と株主への配分価値などである。そのため、公開買付者および特別利害関係人による公開買付けの基準となる価格の安値誘導が問題となる。

株式の市場価格は短期的には種々の影響を受け得る。株式の取得日における「公正な価格」の算定について、特段の事情がない限り、短期的な諸要素の影響を排除すべきとし、株価の推移および業績の予想などを根拠に、公開買付けを公表した1年前の株価に近似することを求める考え方がある。

例えば、サンスター事件において、大阪高裁平成21年9月1日決定（金商1326号20頁）は、公開買付けの公表以降の株価が買取価格に束縛されて形成されているため、当時の客観的価値を体現しているとはいいがたいとして、原則としてMBOの準備を開始したと考えられる時期から、公開買付けを公表した時点までの期間における株価を排除する。その根拠として、MBOに際して、自社の株価をできるだけ安値に誘導するよう作為を行うことは見やすい道理であることを指摘する。

しかし、MBOの準備開始後の期間の株価を一切排除する根拠は、必ずしも強くはない。公開買付け開始の1年前の株価を採用することは、取得日における公正な価格を算出するという観点からは、企業の実態から大きくかけ離れた結果を生ずる可能性がある。

Ⅲ わが国のゴーイング・プライベート事案

1 サイバードホールディングス事件

(1) 概要

東京地裁は、平成21年9月18日、サイバードホールディングス（以下、S会社）のMBOに係る株式取得価格決定申立事件で、取得価格を公開買付け価格と同額の1株6万円とする決定を言い渡した。⁽⁴⁾その後、東京高裁は、1株6万1,360円に変更する決定を下した。

本件は、S会社のMBOに際し行われた全部取得条項付種類株式の取得決議に反対した株主7名が、1株16万8,064円を主張し、会社法172条1項に基づき株式取得価格の決定を申し立てた事件である。

(2) 東京地裁の決定

①株式評価の算定方法

東京地裁は、本件株式取得価格について、「当該市場株価がその企業の客観的価値を反映していないと認められる特別の事情のない限り、評価基準時点にできる限り近接した市場価格を基本として、当該株式の客観的価値を評価することが相当である。……通常であれば、本件公開買付け公表前1ヵ月間の市場株価の終値による出来高加重平均値をもって算定した価格を本件取得日における相手方株式の客観的価値とみてよいものと解すべきである。」と判示した。

②株式の具体的算定

東京地裁は、「本件公開買付け公表前1ヵ月間の市場株価の終値による出来高加重平均値をもって算定した価格を本件取得日における相手方株式の客観的価値とみるのが相当である。……そうすると、本件取得日

(4) 東京地決平21・9・18金商1329号45頁。

における相手方株式の客観的価値，すなわち，MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値は，1株当たり5万1,133円と認めることができる。」と判示した。

同価格は，計算上，本件取得日における相手方株式の客観的価値である1株あたり5万1,133円に17.34%のプレミアムを加えたものとなることを認めることができる。そこで，東京地裁は，「本件株式の取得価格は1株当たり6万円と定めるのが相当である。」と判示した。

(3) 東京高裁の決定

東京高裁は，原決定の判断を基本的に踏襲し，本件MBOの目的が事業の拡大および資金調達であり，利益相反関係について抑制する措置が講じられていると述べる。

しかし，第三者委員会の選任したFAおよび法務アドバイザーは同社取締役会が選任したこと，情報開示の内容が周到なものであっても構造上，「強圧性」がまったくないとはいえないこと等を指摘する。そして，本件株式のMBOの実施後に期待されるプレミアムについて，平成19年および20年当時のTOB一般のプレミアムの平均値に照らし，少なくとも20%を下ることはないとして，本件株式の取得価格を1株6万1,360円とした。

本件では，FAにより作成された詳細な株価算定評価書が裁判所に提出なされており，TOB価格が当該評価書記載の株式価値の範囲内であった。しかし，東京高裁は，どの程度の利益相反関係の解消および取引の公正性担保のための措置が講じられていれば，価格形成の過程が公正と評価できるかを明確にしていない。また，同時期のTOB一般のプレミアムに平均値等に依拠する理由が不明である。そのため，20%以上のプレミアムを支払う買い手が現れないかぎり，MBOは不可能となるという批判がなされている。⁽⁵⁾

2 サンスター事件

① MBO の経緯

MBO における公開買付け価格・取得対価を巡る大阪高裁平成21年9月1日決定⁽⁶⁾は、大阪高等裁判所による初の判断である。公開買付けに先立つ平成18年11月10日に、対象会社により下方修正（本件下方修正）が公表された。

平成19年2月14日、SSA 株式会社を公開買付け者、買付け価格を1株650円（「本件買付け価格」）で、サンスター株式会社（「対象会社」）株式の公開買付け（「本件 TOB」）を発表した。SSA は、対象会社の代表取締役会長が代表者を務めるスイス法人の100%子会社で、本件公開買付けは、対象会社経営陣による MBO（「本件 MBO」）の一環である。

対象会社は、平成19年2月14日に取締役会を開催し、本件公開買付けへの賛同を表明した。対象会社は、公開買付けの成立後、平成19年6月25日、株主総会において、普通株式に全部取得条項を付す。全部取得条項付株式（本件株式）を、1株650円を対価とする定款変更した。

平成19年8月1日を、取得日として、本件株式を全部取得する旨を決議した。クイズアウトに反対株主が、会社法172条1項に基づく株式の取得価格の決定の申立て⁽⁷⁾に対し、原決定は、対象会社の主張に沿い、本件株式の取得価格を本件買付け価格と同額の「650円」と定めた。原決定に対し即時抗告した。大阪高裁は、取得価格を1株あたり「840円」と定めた。

②大阪高裁の決定

「形式上は同株式を取得することとその取得日を定めただけであるが、

(5) 東京高決平22・10・27商事1921号27頁。太田 洋「サイバードホールディングス事件東京高裁決定の検討」商事1921号36頁～37頁。

(6) 大阪高決平21.9.1金商1326号20頁。

(7) 大阪地決平20.9.11金商1362号27頁。

本件決議により取得日における取得対価を決定したということもできないわけではないから、取得日における取得対価に不服のある株主は、会社法172条1項に規定する価格決定の申立てによって、その価格を争うことができる」と解すべき]。

申立人は会社法172条1項に基づく価格決定の申立てをなす。「公正な価格」について、上場会社においては、原則として、その当時の市場価格を基準に定めるべきであり、「継続的な一定期間の平均値を算定するなどして、評価の精度を高めるべき」。

対象会社の上場廃止により、本件取得日時点では市場価格は存在しない。上場廃止と本件取得日が近接していることから、本件取得日における株価も、「上場廃止の日に近接する一定期間の市場価格の平均値とすべき」。

①本件公開買付けの公表後の期間、②本件MBOの準備開始時期以降の期間を除外すべき。本件取得日における公正な価格の基準となるべき株価は、「公開買付けを発表した1年前の株価に近似する700円」が相当である。

「上場会社においては、意図的な人為操作などが無い限り、当該会社の資産・収益力・業績予想・配当見込額等を織り込んだその時々々の市場価格が当該会社の客観的企業価値を表しているというべき」。

公正な価格については、「本件取得日における株価も、上場廃止の日に近接する一定期間の市場価格の平均値とすべき」。

株価を参照すべき期間について、公開買付けの公表日以降の期間を除外しただけでなく、本件決定は「MBOの準備を開始したと考えられる時期から、公開買付けを公表した時点までの期間における株価については、特段の事情のない限り、原則として、企業価値を把握する指標として排除すべき」。

「本件取得日とは相当離れた時期」の株価を基準とすることも本件の事情からやむをえない。

上場株式の評価に関する人為性の基準

公正な価格の算定において、株式の客観的価値に加え、① MBO により支配権を取得するために追加的に支払うべき対価（支配プレミアム）、②株主が株式を強制的に取得されることに対して支払われるべき対価（スクイーズアウト・プレミアム）が考慮されるべき。

本件では評価の基礎となるべき資料が信頼できない。対象会社の依頼で作成された評価書に基づいてプレミアムを計算することができない。他の MBO 事例等を参考に、20%が相当なプレミアムである。本件取得日における本件株式の公正な価格を「840円」と定めた。

③本件の意義

本件決定は、会社法172条1項に基づく全部取得条項付株式の取得価格決定の申立てにより定められる「取得の価格」は、当該株式に係る取得日における公正な価格である。原決定およびレックス事件決定内容においても同様である。

MBO を計画する経営者は、「株主に対してはその利益を図るべき善管注意義務がありながら、MBO が実施された際、あるいはその後の再上場を行う際に、自己の利益を最大化するため、対抗的公開買付けを仕掛けられない範囲で、自社の株価をできる限り安値に誘導するよう作為を行うことは見やすい道理である」。

本件下方修正について、「株主に対する利益配当を回避し、株価の「安値誘導」を画策する工作の1つではないかと疑われる」。

MBO の準備開始時から本件公開買付けの公表時までの期間における株価について、「特段の事情のない限り、原則として、企業価値を把握する指標として排除すべきである」。

本件公開買付けに先立つ数年間の対象会社株式の値動きについて、「類似会社に共通する自然な株価の推移ということではできない」。

「公開買付けを公表した平成19年3月期に前年度から大きく収益力が落ち込み、MBO が実施されることで回復が見込まれるに至ったという

のも不自然」。

公開買付けの公表の約1年前から、対象会社株価の安値誘導が疑われる。

業績の下方修正が行われたからといって、MBOが一律禁止される必要はない。業績下方修正の直後にMBOを行うことは避けるべきであり、業績下方修正と近接した時期にMBOを行う場合、「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⁽⁸⁾」。

本決定は、業績の下方修正の根拠およびMBOの必要性の説明について、株主に対する説得力を求める点で注目すべきものである。

④プレミアム

本件決定では、「公開買付けにおける株式の公正な価格を算定するにあたっては、客観的価値に加え、①MBOにより支配権を強化することのできる経営者側が支配権を手に入れるため追加的に支払う取得対価（支配プレミアム）、②株主が全部取得条項を付されて株式を強制的に取得されることにより投資機会を失い（少数株主の締め出し。スクイーズアウト）、③投資の流動性を奪われる対価として支払われる金銭（スクイーズアウト・プレミアム）が考慮されるべき」。

評価書に基づいてプレミアムを算定せず、他のMBO事例に関する情報を参考に、裁判所の裁量により、20%が相当である。

「付加価値は、MBOに際して実現される価値を、①MBOを行わなければ実現されない価値、②MBOを行わなくても実現可能な価値に分類し、②の価値は株主に全部帰属させ、①の価値は、MBOが実施された後の事業計画の実現の不確実性を考慮して、事業計画を遂行する取締役と株主とに分配するべきものであるという視点からも説明されている。」

(8) 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年9月)12頁。

上場株式の評価に関する人為性の基準

これは、レックス事件最高裁決定の田原補足意見に配慮している。今後の実務において、20%のプレミアムが必ずしも明確な基準がなく採用される可能性がある。

3 レックス・ホールディングス事件

本件は、MBOの一環としての全部取得条項付種類株式取得の対価⁽⁹⁾についての判断である。

①東京地裁の決定

Xらは、平成19年4月29日まで上場していたレックス・ホールディングス（以下、「A会社」という）の株主である。A会社は平成18年2月17日、すべて前年度の業績を上回るという連結業績予想を発表したにもかかわらず、同年8月21日は、業績予想の下方修正を発表している。A会社については、その経営者によるMBOが計画されており、その第1段階として平成18年11月10日、B会社によるA株式の公開買付けの実施が公表された。また、A会社の代表取締役は、B会社の役員になる約束であった。

買付価格は1株当たり23万円であり、これは平成18年11月9日までの市場株価の終値の単純平均値20万2,000円に13.9%のプレミアムを加えた価格であった。

本件公開買付けの結果、B会社はA会社の発行済株式総数の約91.8%を所有するに至った。続いて、第2段階のスクイズアウトの手段としてA会社は、平成19年3月28日の定時株主総会において、定款変更および全部取得条項を付し、新たな普通株式を交付する旨などの議案が可決

(9) 最裁決平21・5・22金判1326号35頁、東京地決平成19・12・19金判1283号22頁。評釈として、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〔上〕〔中〕〔下〕」商事1875号4頁、1876号4頁、1877号24頁等がある。

され、普通株式1株に満たない株主については、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、その金額については本件公開買付けの買付価格である1株23万円を基準として算定された金額となる予定であることは本件買付け開始時（第1段階開始時）にあらかじめA会社によって公表されていた。株主Xらは本件定時株主総会に先立ち、本件決議に反対する意思を会社に通知するとともに、本件定時総会で本件決議に反対したうえで、裁判所に会社法172条1項に基づき全部取得条項付種類株式の取得価格の決定を求めた。

東京地裁は、会社法172条1項の「裁判所による価格の決定は、客観的に定まっている過去の株価を確認するのではなく、新たに公正な価格を形成するものであって、価格決定に当たり考慮すべき要素は極めて複雑多岐にわたらざるを得ないが、会社法172条1項が取得価格の判断基準について格別規定していないことからすると、法は、価格決定を裁判所の裁量に委ねているものと解することができる」とし、また、全部取得条項付種類株式の取得の公正な価格の具体的な算定方法については、「取得日における当該株式の客観的な時価（出来るだけ市場価値に近い価値）に加えて、強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を評価した価格をも考慮することが相当」とであると判断した。

②東京高裁の決定

原審を大幅に見直し、当該価格を33万6966円と定めた。その判断の枠組みとして、平成18年11月10日の直前日から遡って6ヶ月前の市場株価を単純平均することによって「本件株式の客観的価値」を算定するのが相当であり、また、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可能な価値に分類して考えることができ、後者の価値は基本的に株主に分配すべきであるが、前者は取締役と株主に分配する考え方、なお、「今後の株価の上昇に対する期待」を評価するにあたっては、平成12年から平成17年までの間における日本企業を対象とした

上場株式の評価に関する人為性の基準

TOB 事例のうち、プレミアムの値は公開買付け公表日直前の株価の終値の27.05%に達することから、本件株式の客観的価値（28万805）の20%（総価格33万6966円）を今後の株価の上昇に対する期待についての評価額と認めるのが相当であると判断した。

③最高裁の判断

「平成18年8月22日以降同年11月10日までの期間の株価は8月21日プレスリリースの影響を受けて下落し、これに加えて投機的取引が反復されたことによる影響も受けていた事情」が存在するのを理由に、前後の株価をいずれも算定の基礎とすべきことを理由に6ヶ月の期間を算定基礎として採用している。田原裁判官の補足意見においても、「旧レックスが平成18年8月21日に公表した同年12月期の業績予想の下方修正は、企業会計上の裁量の範囲内の会計処理に基づくものとはいえ、すでに、この段階において、相当程度の確実性をもって具体化していた本件MBOの実現を念頭において、特別損失の計上に当たって、決算内容を下方に誘導することを意図した会計処理がなされたことは否定できない」としたうえで、本件買付けが公表された前日の6ヶ月の市場株価の平均値をもって取得日における本件株式の価値とした。

また、期待権に関し、裁判所が専門的知見を反映した具体的な金額を算出することはできないと述べたうえで、株主へ支払うべき対価の問題として、MBOを行わなければ実現できない価値は株主と経営者とで分配すべきであり、MBOを行わなくても実現できる価値は株主に帰属すべきものであると判断した（これにつき、補足意見においても同様）。

IV 米国のゴーイングプライベートの議論

1 米国の判例動向

Revlon 判決以降、多数の変遷を経て、会社の企業価値を毀損するMBOは否定されている。

米国の判例法理では、「株主に対する最高価格提案」の義務が絶対指標ではない。株主利益の最大化が常に求められるのではない。しかし、合理的に入手可能な最大の価値を追求する義務が課される。

すなわち、会社の利益が一次的であり、結果的に株主利益は二次的にもよい。そのバランスを図るために、取締役の説明義務が必要であり、取締役個人の利益追求のためになっていないかを証明すべきである。

2 経営判断原則の適用問題

MBOでは、会社支配権の変動において、取締役の利益相反が顕在化し、会社の損害と取締役の対会社責任に関する過失が問題となる。そこで、企業買収および支配権の争奪等において取締役の対会社責任について、経営判断原則の適用が問題となった主要判例を例示する。

①Unocal 判決（1985年）では、敵対的公開買付けに対して、公開買付者を除き、債務証券を対価とする自己株式の差別的交換買付は合理的な対応であるとして、取締役に経営判断原則による保護を認めた。そのためには、取締役は会社買収の性質とその影響の分析が求められる⁽¹⁰⁾。

②Revlon 判決（1986年）では、会社支配権の争奪をめぐる会社の競売が進み、ブレイク・アップ（現経営陣組織としての会社の崩壊）が明白である場合、会社の売却に際して取締役は株主のために最高価格を提示した買収者に対象会社を売却する競売人としての義務⁽¹¹⁾があり、この範囲において経営判断原則による保護があるとした。

③Time 判決（1989年）では、Revlon 判決の義務の発生要件を狭く解

(10) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (1985). 本件解説として、近藤光男＝志谷匡史編著『新・アメリカ商事判例研究』（商事法務、2007年）294頁を参照。

(11) Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A. 2d 173 (Del. Supr. 1986). 本件解説として、近藤光男＝志谷匡史編著・前掲注(10)247頁を参照。

上場株式の評価に関する人為性の基準

し、会社支配権の変更ではなく、会社の清算・解体が不可避のときに適用され、取締役の裁量を広く認めている。⁽¹²⁾

⑤Paramount 判決（1993年）では、Revlon 判決の義務の発生要件を会社の解散のみに限定せず、支配権の変動または会社の売却が生じ得るあらゆる経営上の判断に適用されるとした。⁽¹³⁾

⑥McMullen 判決（2000年）では、支配権の変更が生じない場合でも、Revlon 基準が適用され、支配株主が合併取引を提案し、全体の指揮をとった場合、少数株主を保護するために、対象会社の取締役に信認義務が課されるとした。⁽¹⁴⁾

3 少数株主の締出保護

MBO では、取締役の利益相反軽減の措置および株主利益の観点から、少数株主の締出保護が問題となる。そこで、企業買収および支配権の争奪等において少数株主の締出保護に関する主要判例を例示する。

①Weinberger 判決（1983年）では、親子会社間の吸収合併において、締め出される少数株主を保護するための「公正な取引（取引の開始時期・構造・交渉内容）」および「公正な価格」による株式評価という2つの要素（完全な公正基準）が求められ、取引の両側に立つ支配株主はその立証責任を負うとする。⁽¹⁵⁾

②Lynch 判決（1994年）では、Weinberger 判決の「完全な公正基準」

(12) Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140 (1989). 本件解説として、岸田雅雄＝近藤光男＝黒沼悦郎編著『アメリカ商事判例研究』（商事法務、2001年）126頁を参照。

(13) Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34 (Del. Supr. 1993). 本件解説として、岸田雅雄＝近藤光男＝黒沼悦郎編著・前掲注(12)58頁を参照。

(14) McMullin v. Beran, 765 A.2d 910 (Del. Supr. 2000). 本件解説として、近藤光男＝志谷匡史編著・前掲注(10)208頁を参照。

(15) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. Sup. 1983). 本件解説として、近藤光男＝志谷匡史編著・前掲注(10)306頁を参照。

のもとで、特別委員会が適切に利用され、対等な交渉力を持っていることなどについて、少数株主が十分に情報を得たうえで合併を承認すれば、原告が立証責任を負うとする⁽¹⁶⁾。

- ③Siliconix 判決（2001年）では、支配株主による従属会社の少数株主に対する公開買付けにおいて、買付申込みに威圧性および開示違反がなければ、完全な公正基準が排除され、経営判断の原則が適用される⁽¹⁷⁾とした。
- ④Glassman 判決（2001年）では、簡易吸収合併では、少数株主の保護は株式買取請求に限定され、親会社は「完全な公正基準」を満たさなくてもよく、経営判断の内容を事後的に裁判所が関与しないと⁽¹⁸⁾した。
- ⑤Pure Resources 判決（2002年）では、公開買付けが強圧的ではないとされるためには、①少数株主の過半数の承認を要し、②支配株主が90%以上の株式を取得した場合、同じ条件で即時に略式合併⁽¹⁹⁾を行い、③支配株主による報復的行為を禁止することを指摘する。
- ⑥Netsmart 判決（2007年）では、MBOの公表後においても積極的に⁽²⁰⁾他の買収者を探索することを取締役会に要請している。

(16) Kahn v. Lynch Communications System Inc., 638 A. 2d 1110 (Del. 1994). 本件解説として、岸田雅雄＝近藤光男＝黒沼悦郎編著・前掲注(12)65頁を参照。

(17) In re Siliconix Incorporated Shareholders Litigation (2001 Del. Ch. LEXIS 83). 本件解説として、近藤光男＝志谷匡史編著・前掲注(10)158頁を参照。

(18) Glassman v. Unocal Exploration Corporation, Unocal Corporation, 777 A. 2d 242 (Del. Supr., 2001). 本件解説として、近藤光男＝志谷匡史編著・前掲注(10)114頁を参照。

(19) In re Pure Resources Inc. Shareholders Litigation, 808A. 2d 421 (Del. ch. 2002).

(20) In re Netsmart Technologies Inc. Shareholders Litigation (2007 Del. ch. LEXIS 35).

4 株主利益の最大化と MBO

ゴーイング・プライベートにおいて会社の利益を最も最大化する取引とは何かが問題となる。米国における Revlon 基準の後の判例の変遷は、必ずしも最高価格提案が、株主利益を最大化するものではないとすることを示唆している。

ゴーイング・プライベートにおける買収提案は、その時点での会社に対する評価を意味するはずである。MBO を行わなくても実現が可能な利益を分配したもの、または株価上昇に対する期待といった、個別に算定することが困難とされる要素が総合的に含まれていると考えるべきである。

ゴーイング・プライベートを伴う MBO に際しては、対抗提案を受け入れうる環境整備が取締役に求められるものの、常に株主に対する最高価格提案が優先されるべきではないと解するべきである。

V 上場会社の株式評価に関する検討

1 裁判の増加

近年、上場株式の「買収請求権の価格決定」に関する裁判が増加している。会社の提示価格から、約30%から約35%高い価格を「公正な価格」とする事案もある。スクイーズアウト後の価格決定の裁判で、公正な価格＝公開買付け価格と同一とする決定もある。

本来、株主が公開買付けに応募するかどうかは自由である。買付け価格の正当性についての取締役の責任が問題とされることは、従来なかった。

しかし、敵対的買収だけでなく、友好的買収でも、株主に対する強圧性・威圧性を回避すべき配慮が意識され始めた。

最近、裁判所は、価格決定の裁判で、会社の価格決定の「プロセスの不当性」を指摘する。その結果、公開買付けに応じた株主・市場売却した株主による民事訴訟が散見される。

公開買付け後に株価が低迷した場合、会社は株式買取請求権を行使した株主に対し、(スクイーズアウトにおいて)提示した価格が公開買付け価格を下回れば、価格決定の申立てが行われる可能性は高い。

例えば、レックス・ホールディングスの価格決定の裁判後、元株主は代表取締役らに対し、「第三者機関が作成した評価書等を公開しないなかで、公開買付けが実施され、株主が低い価格で公開買付けに応じ、また、市場で売却したこと」等による損害賠償を求める訴えを提起した。

さらに、価格決定の裁判が、他の民事裁判または刑事裁判に発展し、例えば、取締役の責任追及、または特別背任で刑事告訴された事案もある。

2 情報開示はどこまで必要か

組織再編制度の不備に伴う株主保護の方向にある。会社役員は、株式の買付け価格および決定プロセス等に関し、株主に対する説明責任がより求められる。

ゴーイング・プライベートを伴う MBO または M & A においては、守秘義務を前提として企業秘密が当事者間だけで開示される。当該情報につき、守秘義務を負わない株主にすべてを開示することはできないのである。

3 公正な価格とプレミアム

従来、裁判例では、上場株式の「公正な価格」は、市場価格を基準とする。上場株式の「公正な価格」は、市場価格をベースとして算出すべきと考えられるが、①平均株価の起算点、②平均対象の期間(時期)、③プレミアム率により、「公正な価格」が大きく異なる可能性がある。

純資産価格または DCF を加味することも理論的には可能である。恣意性または不確実な予測が入る余地のある DCF 等よりも、市場価格を基準とする方が公正性を担保しやすい。

上場株式の評価に関する人為性の基準

しかし、公開買付けを行い、直後に株主をスクイーズアウト（少数派株主の締め出し）する場合、市場価格に一定のプレミアムを付ける傾向にある。

4 プレミアムの付加

前記のプレミアムとして、①M&Aによるシナジー、②支配プレミアム、③スクイーズアウト・プレミアムが検討される。

最近の裁判例では、1ヵ月～6ヵ月間の平均株価に、プレミアムを付ける。

①レックス・ホールディングス事件（最決平成21年5月29日）、②サンスター事件（大阪高決2009年9月1日）等では、公正価格の算定に際し、「取得日における株式の客観的価値に加え、今後の株価上昇に対する期待値」を考慮している。

他方、③サイバードホールディングス事件の地裁決定（東京地決平成21年9月18日）は、取得価格を公開買付け価格と同額としている。

公正価格を構成する要素のうち、「今後の株価上昇に対する期待値」について、レックス・ホールディングス事件の東京高裁決定は、MBOに際して実現される価値として、①MBOを行わなければ実現できない価値、②MBOを行わなくても実現可能な価値に分類している。

東京高裁は、前記①の価値について、「MBO後の事業計画につき、その実現の不確実性についての危険を負担しながら、これを遂行する取締役の危険と努力についても配慮しつつ、これを『株主と取締役分配到するのが相当』と判示した。

前記②の価値について、基本的に「株主に配分」すべきであろう。サンスター事件において、大阪高裁は同様のスタンスである。

5 客観的価値

レックス・ホールディングス事件およびサンスター事件の高裁決定で

は、分析的な計算方法が具体的に用いられたとはいえないのではないか。類似事案を参考に、客観的価値に20%を加算した金額を公正価格と認定している。

以下、A) およびB) から、最終的な公正価格の認定は、取得日における「株式の客観的価値」の判断の差異が影響大である。

A) レックス・ホールディングス事件（公開買付価格は230,000円）

①客観的価値……地裁202,000円以下：高裁280,805円

②株価上昇期待値……地裁28,000円以下（13.9%）：高裁56,161円（20%）

③公正価格……地裁230,000円：高裁336,966円

B) サンスター事件（公開買付価格は650円）

①客観的価値……地裁548円：高裁700円

②株価上昇期待値……地裁102円以下（18.6%）：高裁140円（20%）

③公正価格……地裁650円：高裁840円

6 前提となる将来の業績見通し

物の価格・価値と同様、株式の価値もまた、需給関係、売主・買主間の立場・交渉、取り巻く環境で決まる。株価算定評価書で言及される株式の理論価格は、「将来の業績見通し」という前提に基づき計算される。

将来のキャッシュフロー予測が少し動いただけでDCF法による企業価値は大きく変わる。楽観的シナリオ、悲観的シナリオなど複数の業績見通しが立てられる。理論価格自体、非常に流動的な概念である。

将来の業績見通しを立てるにしても、市場拡大の見通し、競合者の動向、新製品の投入予定等、様々な仮定を置く。

株式価値算定評価を行う専門家は、とくに不合理でない限り、これらの仮定・前提の検証をどこまで行うのか疑問である。

VI GSV 事件と情報開示のあり方

本件 GSV 事件は前述したように、被告会社 GSV およびその経営陣が業績悪化に加え、上場維持のため情報開示の関連費用だけで多額の費用を要するため、買収先を検討した。しかし、買収先が見つからなかったため、ゴーイング・プライベート取引を公表した。株式買収の提示額 1 株 3.25 ドル（同時期の被告会社の市場価格は 1 株 2.08 ドル）が低いと感じられたため市場は反応し、複数の買収提案がなされ、直後にゴーイング・プライベート取引の無期限延期が公表された。

買収者によるオークションとなり、株価がつり上がり、最終的に 1 株 8.25 ドルで TWG が被告 GSV を買収した。原告株主はゴーイング・プライベート取引の無期限延期が公表された翌日に GSV 株式を 1 株 3.34 ドル未満で市場を通じ売却した。そこで、原告は、被告によるゴーイング・プライベート取引における株価の安値誘導と高値での M & A による売却に関する開示義務違反を理由として損害賠償を請求した事案である。

以下、事実の概要、当事者の主張、裁判所の判断を検討し、ゴーイング・プライベート取引の延期表明および中止ならびに役員の開示義務について考察する。

1 事実の概要

(1) 当事者

⁽²¹⁾ 本件 (Shurkin v. Golden State Vintners Inc., 471 F.Supp.2d 998 (2006)) の原告は、被告 Golden State Vintners 社（以下、「GSV」という）株式を 1 株 3.34 ドル未満で売却した元株主である。他方、被告は、つぎの①～⑤である。

(21) 伊藤迪子=Michael O. Braun 監修『アメリカの M & A 取引の実務』（有斐閣、2009年）201頁。

被告①GSV は米国で最大規模のワイン販売会社であり、大容量単位のワイン製造販売・醸造家向けワイン関連商品販売・飲料水の製品化事業を主たる目的とする上場会社である。後に、TWG に買収される。被告②Jeffry Brown は GSV の元取締役会議長（1995年4月～2005年7月）である、被告③Jeffry O'Neill は TWG に買収前の元代表取締役社長・CEO である、被告④Jhon Kelleher は TWG に買収前の元 CFO・財務部長である、被告⑤O'Neill Group は Jeffry O'Neill 等が設立した LLC である。

（2）ゴーイング・プライベート取引の提案経緯

①業績の悪化と株価

被告①GSV は1998年に株式を上場したが、上場後、売上げが減少傾向にあった。2000年第2四半期の売上げは5,360万ドル、2003年同期は3,110万ドルに減少した。GSV は第2四半期に売上げの40%以上が集中し、通年業績は不安定であった。株価は1998年上場時に1株17ドルから、2003年には1株2ドルに下落した。2002年、GSV は、M & A を含む、あらゆる経営方針を模索した。

（3）ゴーイング・プライベート取引の計画

①特別委員会等の検討

被告 GSV は、業績悪化に加え、上場維持のため情報開示の関連費用だけで年90万ドル以上を要するため、ゴーイング・プライベートを模索し、2003年9月12日、GSV は、ゴーイング・プライベート計画をプレス・リリースした。GSV および O'Neill Group は、株主から1株3.25ドルで GSV を買い取り、5,900株を1株に株式併合するゴーイング・プライベート取引案を計画（the reverse stock split plan）した。

GSV の社外取締役からなる特別委員会は、投資銀行 AH & H に、1株3.25ドルの公正性を検証させた⁽²²⁾。2003年9月9日、投資銀行 AH & H は、

上場株式の評価に関する人為性の基準

GSV に対し、1株3.25ドルのゴーイング・プライベート取引につき、公正意見 (fair opinion) を提出した。

GSV の特別委員会は弁護士法人の助言を受け、AH & H による公正意見を妥当と認め、GSV の取締役会は当該取引を承認した。

② ゴーイング・プライベート取引の株価

本件ゴーイング・プライベート取引の買取価格は1株3.25ドルであり、2003年9月11日の終値1株2.08ドルに比べ、56.3%のプレミアムであった。しかし、同年9月15日、GSV 株は1株2.08ドルから3.00ドルに騰貴した。それは、同年9月以降、GSV の主力事業である大容量単位のワイン販売および醸造家向けのワイン関連商品の販売の売上が急増したことに起因する。

③ 2003年12月23日付けの株主総会委任状

GSV は、2003年12月23日付けの株主総会委任状を株主に送付したが、委任状には、「取締役会において、上場維持における GSV の財政的負担および市場状況から、『ゴーイング・プライベート取引が、GSV の全株主にとり、公正な価格および時期になされるならば、考えられうる望ましい (代替) 案である』と概ね (generally) の賛同を得た」との記載があった。

(4) ゴーイング・プライベート取引延期と買取提案

① TWG からの両買取申出

2004年1月7日、GSV は TWG から1株5ドルの買取提案を受け、GSV は買取提案内容を弁護士法人および監査法人に検討要請した。

(22) 当該検証の前提として、2003年第2四半期が170万ドルの利益、同年第3および第4四半期が計110万ドルの予測利益、2004年事業年度は270万ドルの予測利益を基準とした。

OAC (O'Neil Acquisition Co. LLC.) の Uberoi は GSV 株式を買い始め、2004年1月7日～21日に、GSV 株式を1株3.35ドル未満で約36%保有した。なお、OAC は GSV の元代表取締役社長・CEOである Jeffrey O'Neill が関与する会社である。

2004年1月20日、GSV は、ゴーイング・プライベート取引の無期限延期をプレス・リリースした。その内容は、以下である。すなわち、

「GSV は、2003年12月30日付けの委任状で GSV が述べたゴーイング・プライベート取引を無期限に延期する。……GSV の取締役会は、最近の業績向上および市場環境に照らし、株式価値の現在の状況を詳細に評価する時間が必要であるため、当該ゴーイング・プライベート取引の提案を停止することが、株主にとり最善の利益である。GSV は Citigroup Global Markets に、代替案について助言を受けている。」

②OAC からの両買収申出と定時株主総会

2004年1月25日、GSV は、OAC から1株6ドルの買収提案を受ける。2004年2月5日、定時株主総会が開催されたが、株式併合議案は提出されなかった。

③ SEC 報告書

2004年2月18日、GSV は、SEC に報告書を提出した。当該報告書は、つぎのように説明している。第1に、GSV の施設・設備・装置の価値は、2003年第2四半期の終りまでに、5,623万ドルに下落した。第2に、ゴーイング・プライベート取引の延期理由について、業績および市場環境の向上、株式の潜在的価値の再算定の必要性がある。第3に、Citigroup Global Markets に対し、GSV の今後につき、経営（代替）案を検討依頼した。

上場株式の評価に関する人為性の基準

(5) 2つの買収申出に関するプレス・リリース

①2004年2月24日のプレス・リリース

2004年2月24日、GSVは、2つの両買収申出をプレス・リリースした。当該プレス・リリースでは、GSVの取締役会が両提案につき、他の代替案を含め、内容を評価しているとした。GSVの株価は1株4.74ドルから5.27ドルに騰貴し、1株4.90で終わる。

②OACの買収提案内容の変更

2004年2月24日、OACは、1株6ドルから6.10ドルに買収提案を引上げた。その時点で、OACは、GSV株式を52.7%まで保有していた。

③2004年3月8日のプレス・リリース

2004年3月8日、GSVは、O'Neill Groupと買収合意の旨をプレス・リリースする。当該プレス・リリースでは、合併合意の条件として、GSVの普通株1株につき6.85ドルとする。GSVの株価は1株6.42ドルから6.76ドルに騰貴し、取引高が増加した。

(6) TWGとの合併

GSVは、OACおよびTWGから様々な条件による買収提案を受け、その旨をプレス・リリースした。⁽²³⁾2004年4月16日、GSVは、TWGから、

(23)

①TWGからの買収提案内容の変更

- ・2004年3月、TWGは、1株式7.25ドルに買収提案内容を変更。
- ・2004年3月17日、TWGは、GSVを買収する意思をプレス・リリース。
- ・2004年3月23日、GSVは、OACとの合意見直し。

②2004年3月24日のプレス・リリース

- ・2004年3月24日、GSVは、OACおよびTWGと交渉している旨をプレス・リリース。
- ・2004年3月25日、GSVの株価は、1株7.40ドルから7.17ドルに下落。

③2004年4月9日のプレス・リリース

1株8.25ドルに買収提案内容の変更を受け、TWGと新たな合併合意をしたとプレス・リリースした。GSV株式の相場は、2004年4月22日に1株8.45ドルから、同年4月24日には1株8.19ドルとなった。2005年7月14日、GSVは、TWGとの合併が完了し、1株8.25ドルをGSVの株主に支払うこととなった。また、GSVは、OACに、終結費用(termination fee)として230万ドルを支払った。

2 当事者の主張

(1) 原告の主張

原告は、つぎの行為から、被告らが連邦証券取引所法10条b項および規則10b-5に違反していると主張した。

第1に、2003年12月23日付けの委任状において、被告はGSVの業績好転および飲料水の製品化施設の価値を熟知していたが、虚偽の説明をして、1株3.25ドルでゴーイング・プライベート取引をしようとし、これは株主にとり公正であると述べた。⁽²⁴⁾

-
- ・2004年4月4日、TWGは、1株7.75ドルに買収提案内容を変更。
 - ・2004年4月9日、GSVは、TWGが1株7.75ドルで、GSVを買収する意思をプレス・リリース。GSVの株価は、1株7.21ドルから7.76ドルに騰貴。

④2004年4月13日以降のプレス・リリース

- ・2004年4月13日、GSVは、OACから、1株7.80ドルに買収提案内容の変更を受け、OACと新たな合併合意をしたとプレス・リリース。
- ・2004年4月16日、GSVは、TWGから、1株8.25ドルに買収提案内容の変更を受け、TWGと新たな合併合意をしたとプレス・リリース。
- ・GSV株式の相場は、2004年4月22日に1株8.45ドルから、同年4月24日には1株8.19ドル。

(24) 2003年12月23日委任状記載と株式評価の安値誘導について、原告はつぎのように主張した。

①投資銀行AH&Hへの資料提供

被告は、2003年第2四半期前に、投資銀行AH&Hにゴーイング・プライベート取引の価格算定の準備をさせている。GSVの主力事業である大

容量規模のワイン販売および醸造家向けのワイン関連商品の販売が、9月に急激に増大。2003年第2四半期に収益が上昇している。

被告は、投資銀行 AH & H に、第2四半期の収益が予測に反して増加しながら、株式評価に関する意見を再検討するように要求しなかった。これは、ゴーイング・プライベート取引における株式評価額が上がるからである。

また、投資銀行 AH & H が公正意見の根拠とした財務資料は、2003年9月11日以降更新されておらず、内容が古く、信頼できるものではない。

②被告の営業努力の不作為

2002年半ばから2003年に、被告らは、GSV のゴーイング・プライベートによる上場廃止とするため、飲料水の製品化施設 (RTD) の価値を800万ドルにまで下げようとしてきた。2001年第4四半期に購入された飲料水の製品化事業の高速設備は、1000万ドルの価値があった。

しかし、飲料水の製品化施設 (RTD) の現場で働いていた元従業員の証言によれば、O'Neill 等の上級役員は、当該事業を拡大する幾多の機会を無視した。2003年第3四半期に、GSV は2つの最大顧客を失う。新顧客の開拓を一切しない。この結果、GSV は2003年事業年度に、430万ドルの純損失を計上している。

GSV は2003年第3四半期および第3四半期に損失計上。これは一時的なもので、季節毎に再発しない。

③元従業員 CW1～CW5 の証言

飲料水の製品化施設の評価切下げは過大である。これは、O'Neill および Kelleher が、ゴーイング・プライベート取引を有利に進めるためである。2003年第3四半期に、GSV は2つの最大顧客を失う。他に多くの法人が飲料水の製品化設備を利用したいとの要請にも係らず、新顧客の開拓を一切していない。

GSV は、休暇季節の売上げ増を期待できる10月末までに、醸造家向けのワイン関連商品の販売の増産をなし、製品を出荷していた。2003年12月23日付けの委任状発送までには、GSV の2003年第2四半期の販売は激増していた。2003年第3四半期および第4四半期に損失計上。これは一時的なもので、季節毎に再発しない。

2003年1月および2月に、GSV は、外部のコンサルタントから、よりよい代替案を提案されながら、それらを検討しなかった。

なお、元従業員 CW1～CW5 の属性はつぎである。

第2に、2004年1月20日のプレス・リリースにおいて、被告はゴーイング・プライベート取引の延期について、虚偽の理由を株主に伝えた。⁽²⁵⁾

-
- ・CW1：2002年から2004年まで、GSVの財務担当者
 - ・CW2：2002年から2003年をはじめまで、GSVの飲料水販売および飲料水製品化の事業開発部長
 - ・CW3：2001年から2002年をはじめまで、GSVの飲料水製品化事業の資産管理および資材調達を担当者
 - ・CW4：2002年に、GSVの飲料水製品化事業の経理担当者
 - ・CW5：2001年から2004年まで、GSVの会計責任者
 - ・CW6：2002年から2003年をはじめまで、GSVの総務部長
 - ・CW7：2002年から2004年まで、GSVの会計・財務部長

④株式評価の人為的抑制

被告は、2003年第2四半期の業績好転を開示すれば、1株3.25ドルでのゴーイング・プライベート取引は難しいと認識していた。被告は、飲料水の製品化事業(RTD)の価値を高める営業努力を怠り、意図的に資産評価を下げた。

ゴーイング・プライベート取引の理由として、上場維持のため情報開示の関連費用だけで年90万ドル以上を要することは、虚偽である。被告はGSVの株式評価を「人為的に」抑え、OACに売却しやすくするためである。

⑤2003年12月23日付け委任状記載

2003年12月23日付け委任状記載は、前記事実から、1株3.25ドルがゴーイング・プライベート取引において公正な価格であると株主に誤って思い込ませ、GSVの財務内容を過小評価した。2003年12月23日付けの委任状発送の時点で、被告はGSVが、予測利益を超える収益を入れることを認識している。飲料水の製品化施設の価値を低く見積もらせて、投資銀行AH&Hに株式評価をさせた。

(25) 2004年1月20日プレス・リリース(ゴーイング・プライベート取引の延期)について、原告はつぎのように主張した。

①不実開示

2004年1月20日プレス・リリースは虚偽および誤解を招くものであり、ゴーイング・プライベート取引を延期する真の理由が開示されていない。被告は第三者(TWG)からの未開示の買収申出について分析し、OACに競争的買収申出をする時間を与え、株主から低く評価された株式を購入で

上場株式の評価に関する人為性の基準

第3に、2004年第2四半期の対SEC報告書において、被告はTWGおよびOACからの買収提案について開示を遅延させ、GSVの価値について、投資家を誤解させた⁽²⁶⁾。

第4に、2004年2月24日のプレス・リリースおよび2004年3月8日のプレス・リリースにおいて、被告はTWGおよびOACからの買収提案について重要な事実開示をすることなく、GSVの価値について、投資家を誤解させた⁽²⁷⁾。

きるように計らった。

2004年1月7日には、GSVはTWGからの買収申出後、O'NeilはO'Neil GroupであるOAC(O'Neil Acquisition Co. LLC.)に、TWGよりも高い買収価格の提案させることを画策した。GSVがTWGによる買収への対応(例えば、①特別委員会の情報、②外部の法律・会計機関にTWGの申し出の分析をさせていること、③CW7に指示をしてGSVの業績のdue diligenceをさせていること)は、TWGからの買付申出を正当なものと、被告が考えていた証左である。

・TWGからの申出を開示しなかったことは、O'Neill(OAC)がBrattonおよびUberoiを通じ、TWGからの買付申出に対する準備をするためである。

②内部者取引

O'Neill, Uberoi, O'Neill Groupは内部者取引違反に該当する。Uberoiは、OACのために、O'Neilが有する情報を得て、非公表の重要情報に基づきGSV株式を購入している。O'Neillは、Uberoiに非公表の重要情報を開示し、信認義務に反する。

(26) 2004年2月18日付け対SEC報告書について、原告はつぎのように主張した。

2004年2月18日付け対SECの10Q報告書は、ゴーイング・プライベート取引の延期理由として、業績向上および市場環境の改善ならびに株式の再評価の必要性を指摘している。また、TWGおよびOACからの買収申出は、報告書に記載がない。ゴーイング・プライベート取引は、取消しではなく、延期と表現している。

(27) 2004年2月24日・3月8日のプレス・リリースについて、原告はつぎのように主張した。

2004年2月24日に、GSVは、2つの買収申出をプレス・リリースした。

(2) 被告の主張

被告は、以下の理由から、原告の主張を否定した。

第1に、GSVの業績と2003年12月23日付け委任状記載について、原告は、「ゴーイング・プライベート取引価格である1株3.25ドルが、株主にとり適正な価格である」とする「2003年12月23日付け」の委任状の虚偽について具体的に立証して⁽²⁸⁾いない。

第2に、2004年1月20日プレス・リリースについて、GSVの業績が改善したことに加え、ゴーイング・プライベート以外の経営戦略・代替案を、投資銀行を含め検討している。かつ、ゴーイング・プライベート取引の延期理由を十分に伝えている⁽²⁹⁾。

GSVの取締役会がこれらを検討し、他の代替案を含め、内容を評価しているとのことであった。また、2004年3月8日のプレス・リリースでは、GSVはOAVとの合併を合意している。両プレス・リリースは、TWGからの買取申出の詳細・全容を伝えていない。

2004年3月8日のプレス・リリースでは、①1株3.25ドルでGSVを非上場化する計画は、最近の業績向上により、2004年1月20日では、とりえあえず延期であり、②2004年2月24日には、GSVを買収する2つの申し出があり、③GSVはOACと1株6.85ドルで合意したことだけを知らされた。これらは、虚偽または誤解を招くものである。

(28) GSVの業績と2003年12月23日付け委任状記載について、被告はつぎのように主張する。

GSVは生産を増加させていたが、2004年第2四半期も、前年度と同じようにGSVが生産を増加するとはいえない。GSVは当初予測よりも、2003年第2四半期の売上げを伸ばしている。しかし、AH & Hが公正意見を提出した時点では、2003年第2四半期の業績につき、正確な収益算定はできなかった。原告も認めているように、GSVの2004年第1四半期は、GSVは予測していたよりも、低水準である。

(29) 2004年1月20日プレス・リリースについて、被告はつぎのように主張する。

最近の業績向上に照らし、ゴーイング・プライベート取引以外の代替案の検討は、株主により利益をもたらすものである。GSVは、第三者からの買付申出を詳細に開示する義務はない。

被告は合併が全くないとは述べていなし、かつ、GSVが、2004年1月20

上場株式の評価に関する人為性の基準

第3に、2月18日付報告書および2月24日・3月8日のプレス・リリースの原告による批判について、原告は、2004年1月21日に、GSV株式をすべて売却している。原告は、2004年2月18日付けのSEC報告書、2004年2月24日および3月8日のプレス・リリースにつき、連邦証券取引所法10条b項および規則10b-5上の責任を求める原告適格がない。

3 判決の要旨

連邦地裁は、つぎのように指摘し、原告の請求を棄却した。

(1) ゴーイング・プライベート取引の株価

大容規模単位のワイン販売の好調により、2003年第2四半期に、GSVの生産量は増加した。それにより、2003年12月23日付け委任状において、「1株3.25ドルが株主にとり公正な価格である」との文言が、虚偽であると強く推認させるものではない。

AH & Hが公正意見を発した時点では、GSVの第2四半期業績につき、正確な収益算定はできなかった。原告が認めているように、GSVの2004年第1四半期は、GSVが予測していたよりも低水準であり、2003年第2四半期の利益が予測していたよりも高水準であることをもって、原告の主張を支持するものではない。⁽³⁰⁾

日時点で第三者からの買付申出が全くないとも述べていない。被告がTWGの申出に際し、GSVの財務情報を集め、due diligenceをすることは、M & Aの前段階ではよくあることである。

Bratton および Uberoi が2004年1月20日プレス・リリースよりも前に、株式を購入していたとは証明されていない。Bratton および Uberoi が2004年1月20日プレス・リリースに関連し、GSV株式購入につき、原告はサイエンターを証明していない。

(30) 連邦地裁は、被告による飲料水の製品化施設(RTD)の評価引き下げについて、つぎのように判示する。飲料水の製品化施設(RTD)の不適切な評価引き下げに対し、CW(1~6)の証言は潜在的事業検討およびGSVの顧客について、「彼らが直接に仕入れた」情報ではない。飲料水の製品

被告が2003年12月23日付け委任状記載の虚偽的、かつ、GSVの財務状況について真実を意図的に無視したと認識する特定の文言および状況を示していない。

(2) ゴーイング・プライベート取引の延期に関するプレス・リリース

GSVの取締役会は、最近の業績向上および市場環境の結果として、単にゴーイング・プライベート取引を延期したと伝えている。被告は、2004年1月20日プレス・リリースで、競争的買収申出を受けていることを開示していない。しかし、ゴーイング・プライベート取引の延期に関する説明は、投資家に誤解を招くものではない。

なぜならば、被告は「M&Aは決して起こらない」とは一度も述べていない。被告が主張するように、開示関連の費用が年90万ドル以上の負担であり、これをゴーイング・プライベート取引の理由とすることは、詐欺的および誤解を招くとはいえない。

ゴーイング・プライベート取引の「無期限に延期」は、「取りやめ」ではなく、誤解を招くとはいえない。GSVがTWGからの買収申出を検討分析するまでは、「無期限に延期」は正確であると被告が述べるように、被告はゴーイング・プライベート取引および株式併合が再実現するかを知ることはできないのである。

(3) サイエンター

2004年1月20日プレス・リリースでは、原告の主張は、サイエンターを証明していない。原告は、2004年1月7日から21日に、Bratton およ

化事業の業績を抑えることで、GSV株式の価値を抑えることができるかもしれない。しかし、CWらは誰も、現実にそのような行為をするように命じられてはいない。CWらは被告の事業決定に批判的であったかもしれない。しかし、飲料水の製品化事業の施設について、被告は詐欺的かつ不適切に評価を引き下げ、GSVの資産価値を意図的に下げたと認定することはできない。

び Uberoi が株式を購入したことが異常とは証明していない。

4 GSV 事件の検討

(1) ゴーイング・プライベート取引の株式評価と強圧性

本件被告 GSV が提示したゴーイング・プライベート取引の対価は、結果的に市場を欺くものであったのか。本件では、被告は買収先を検討しながら、見つからなかったため、ゴーイング・プライベート取引を公表した。株式買収の提示額 1 株 3.25 ドル（同時期の被告会社の市場価格は 1 株 2.08 ドル）が低いと感じられると市場は反応し、複数の買収者によるオークションとなり、直後にゴーイング・プライベート取引の無期限延期が公表され、最終的に、1 株 8.25 ドルで TWG が被告 GSV を買収した。

そこで、ゴーイング・プライベート取引で提示された株価が問題となる。本件ゴーイング・プライベート取引は中止となるが、複数の買収者により GSV の価値が精査され、オークションが展開されたのか。ゴーイング・プライベート取引の公表前には 1 株 2 ドルを推移し、ゴーイング・プライベート取引において被告会社が提示した株価は時価に 56.3% のプレミアムを付与している。しかし、プレミアムの多寡だけの議論は妥当ではない。

では、被告が実施しようとしたゴーイング・プライベート取引に関し、第 1 に、情報開示の関連費用だけで年 90 万ドルの負担は、正当な理由となるか。第 2 に、直近の業績好転を反映させていないかが不当か。

本件ゴーイング・プライベート取引の実施理由として、被告会社は業績の悪化を挙げるが、2003 年 9 月に、ゴーイング・プライベート取引のプレス・リリース後、業績は好転している。業績悪化についても、飲料水の製品化事業 (RTD) の評価は不当なのか。被告 GSV は 2 つの最大顧客を失い、新顧客の開拓を一切しないとされる。これは、責任ある地位の元従業員の証言であるが、指摘された営業努力の不足が株式評価に

どこまで影響を有するのかは不明確である。

ゴーイング・プライベート取引の株価について、被告は外部機関に検討を依頼し、投資銀行 AH & H および特別委員会の公正意見が提出されている。また、被告会社の取締役会の構成は、8名中7名が社外取締役である。

ゴーイング・プライベート取引を有利に進めるため、人為的に株式評価を低く抑えたといえるには、被告による投資銀行 AH & H および特別委員会に対する直接的な圧力を立証する必要があるか。利害関係のない役員および利害関係のない株主による株主総会の承認手続きが、どの程度、株式評価の安値誘導に盛り込まれているか疑問である。ゴーイング・プライベート取引を勧誘する文言および手続きに少数株主を被告会社から排除、すなわち、株式の売却に応じるようにさせる強圧性および欺罔性があったと認定する要素が、困難では明確に立証されていないであろう。

(2) ゴーイング・プライベート取引延期と買収提案

2004年1月7日、被告 GSV は、TWG から1株5ドルの買収提案を受けると、OAC (O'Neil Acquisition Co. LLC.) の Uberoi は、GSV 株式を買い始め、2004年1月7日～21日に、GSV 株式を約36%まで保有するに至った。

ゴーイング・プライベート取引の公表後においても、発行会社は積極的に他の買収者を探索することは必ずしも否定されることではない。しかし、本件ではゴーイング・プライベート取引の実施表明をしながら、買収提案を受けると、それを公表する前に、被告役員が関係する法人(OAC)に、多量の株式買付けを行なわせている。当該行為について、役員の情報義務が疑われなくもないが、原告は被告役員とOACとの関係が立証できていない。

原告は2004年1月7日までに株式を1株3.34ドル未満で売却しており、最終的にTWGが被告GSVを買収した1株8.25ドルとは乖離がある。

上場株式の評価に関する人為性の基準

では、この差額が原告の損害といえるのか。

被告は「M & A は決して起こらない」とは一度も述べていない。では、2004年1月20日プレス・リリースにおけるゴーイング・プライベート取引を「無期限に延期」の表現に問題はないのか。しかし、原告は株式を売却したことが自身の投資といえるのではないか。

(3) 2004年2月18日付報告書、同年2月24日等のプレス・リリース

2004年2月18日付け対SEC報告書において、被告会社はゴーイング・プライベート取引の延期理由として、業績向上および市場環境の改善ならびに株式の再評価の必要性を指摘している。また、TWGおよびOACからの買収申出は、SEC報告書に記載がない。ゴーイング・プライベート取引は、取消しではなく、延期と表現している。これは必ずしも虚偽または誤解を招くとはいえない。

本件では、TWGまたはOACとの合併合意を繰り返すことにより、結果的にGSVの相場を吊り上げた側面がある。しかし、現在および将来の業績予測について、被告がゴーイング・プライベート取引を有利に進めるために虚偽記載がなされたとまではいえない。

VII 抽象的な危険性

ゴーイング・プライベート取引において、公開買付中に、取締役の一人が中止を表明し、株価が下落した場合、これは開示義務違反の問題となるか。一度、ゴーイング・プライベート取引またはMBOの準備を開始しても、買付資金の確保または株価の推移などの事情により、確実にゴーイング・プライベート取引を実行できるとは限らず、ゴーイング・プライベート取引の準備を開始しても最終的に実行されない事案は、実務上多く存在する。

ゴーイング・プライベート取引の準備開始後に、ゴーイング・プライベート取引に参加する経営者が株価の操作またはその疑いを持たれる行

為が行われたことを具体的に示唆する事情がない場合、利益相反的な構造に関する抽象的な危険性のみをもって、株価の安値誘導の危険があると言いつけることは、実態からも承離していると思われる。

本稿は、2010年度神戸学院研究助成Cを受けた研究成果の一部である。