

ZY14-10 論文要旨説明書

報告論文のタイトル：

MBO 等価格決定における「客観的価値」算出のための
市場株価（終値と VWAP）利用における考慮要素

報告者・共著者（大学院生は所属機関の後に（院生）と記入してください。）

報告者氏名： 石塚 明人

所属： 青山学院大学大学院法学研究科(院生)

共著者 1 氏名：

所属：

共著者 2 氏名：

所属：

論文要旨（800 字から 1200 字、英文の場合は 300 から 450 語）

株式会社の経営者による自社の買収である MBO (Management Buyout) 等に関連した全部取得条項付種類株式(会社法 108 条 1 項 7 号)の取得価格決定(会社法 172 条 1 項)の裁判(以下単に、「MBO 等価格決定裁判」という。)において、VWAP や終値などの市場株価をどのように利用すべきかという点についての考量要素を具体的事案に基づいて検討した。

MBO 等価格決定裁判における「公正な取得価格」は、①MBO が行われていなければ実現したであろう価格(「ナカリセバ価格」または「客観的価値」と)と②MBO によって増大が期待される価値のうち少数株主が享受すべき価値(「増加価値分配額」または「プレミアム」)の二つからなる。この①の「客観的価値」の算出においては、市場株価を基礎として、一定期間における複数日の市場株価平均を使用するのが裁判実務として定着している。しかし、平均株価の具体的な計算方法といった技術的な点についても裁判所の裁量で決定されており、事案によって異なっている。

一般的には、ある算定の基準日における市場株価を参照した平均株価の計算方法には 4 種類ある。すなわち、参照する市場株価の種類として、「終値」か「VWAP (Volume Weighted Average Price)」の 2 種類あり、一定期間における複数日の市場株価を平均する方法として「単純平均」か「出来高加重平均」の 2 種類あるから、その選択の組合せで合計 4 種類の計算方法に分類できる。これまでの、MBO 等価格決定裁判においては、4 種類全ての計算方法が採用された実績があるが、事案によっては計算する期間における相場変動が大きな場合もあり、どの計算方法を選択するかによって「客観的価値」の算出値に大きな差が生じる場合がある。

株式取得価格決定においては、総論として裁判所に裁量があるとはいえ、各論においては、市場株価を参照した平均株価算定方法のような技術的な点については、裁判所に裁量はないと考える。本稿では、「客観的価値」の算定については、株式市場における日々の出来高や売買代金など市場参加者の投資行動が反映され、また経済的に意味を持つ「VWAP の出来高加重平均」を標準的な手法として採用すべきと提案する。「公正な取得価格」を算出するためには、「客観的価値」とは別にさらに「プレミアム」を決定する必要があるから、裁判所の裁量は全て「プレミアム」の決定に集約させるべきである。

(以上 955 字)