

Title	二段階買収において全部取得条項付種類株式を用いた株式取得価格につき、先行した公開買付価格を公正とした事案：大阪地裁平成二九年一月一八日決定金判一五二〇号五六頁（エスバンス事件）
Author(s)	津田, 裕介
Citation	阪大法学. 2018, 68(1), p. 231-259
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/87144
rights	
Note	

Osaka University Knowledge Archive : OUKA

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

Osaka University

二段階買収において全部取得条項付種類株式を用いた株式取得価格につき、先行した公開買付価格を公正とした事案

——大阪地裁平成二九年一月一八日決定

金判一五二〇号五六頁（エスバンス事件）——

津 田 裕 介

〔事実〕

Z社（利害関係参加人）は、その発行株式を株式会社東京証券取引所（以下、「東証」という。）市場第二部に上場している株式会社である。A社は、その発行株式を東証JASDAQ（スタンダード）市場に上場している株式会社である。

X（申立人）は、Z社株式全部取得の取得日である平成二七年七月三〇日当時、Z社株式二〇〇〇株（以下、「本件対象株式」という。）を保有していた者である。

平成二七年三月六日当時、A社は、Z社株式の三二・七四%を保有するZ社の筆頭株主であり、同日、Z社の完全子会社化の一環として、Z社株式一株につき二八五円（以下、「本件買付価格」という。）とする公開買付け（以下、「本件公開買付け」という。）を実施することとし、その旨を公表した。本件公開買付け後には、全部取得条項付種類株式を利用した全部取得手続（以下、「本件全部取得手続」という。）がなされ、Z社の株主（一株以上の株式を保有する株主）はA社のみとなることが予定されていた。本件全部取得手続によって、A社以外の株主に対しては、本件全部取得前に保有していた株式の数に本件買付価格

二八五円を乗じた金額（本件公開買付けに応募していた場合に受け取ることできた株式売却代金額）と同額となるように算定される予定である。

なお、後に決定要旨で認定された事実によれば、対抗買付けの機会を確保するため、Z社がA社以外の者と接触することを禁じるような条項は設けられていなかった。さらに、A社は、A社及びZ社から独立した第三者算定機関であるS社にZ社株式の価値算定を依頼し、株式価値算定書を取得した。同様に、Z社も、A社及びZ社から独立した第三者算定機関であるD社にZ社株式の価値算定を依頼し、株式価値算定書を取得した。それぞれの株式価値算定結果は、以下のとおりであり、本件買付価格は、市場株価法による価値算定結果を超え、DCF法による価値算定結果の算定レンジの範囲内の価格であった。

S社による価値算定結果（A社側） D社による価値算定結果（Z社側）

市場株価法 二〇〇円～二一六円 市場株価法 二〇〇円～二一六円

DCF法 二五四円～三四六円 DCF法 二七〇円～三七一元

また、Z社は、A社及びZ社から独立したリーガル・アドバイザーであるS法律事務所を選任し、同事務所から、本件公開買付けに対する意思決定の方法・過程等に関する法的助言を受けた。具体的には、Z社は、S法律事務所に所属する弁護士L及びZ社の社外監査役で独立役員として指定・届出されているZ1に対し、本件全部取得が利害関係参加人の少数株主にとって不利益なものでないかについて諮問した。これを受けて、L及びZ1は、平成二七年二月五日から同年三月五日までの間、上記諮問事項の検討に当たり、Z社から、A社の提案内容、本件全部取得の目的並びにこれにより向上することが見込まれる企業価値の具体的内容等について説明を受けるとともに、A社との間でも書面による質疑応答を行った。また、D社が作成した平成二七年三月五日付株式評価報告書（以下、「D社算定書」）の草案を参考とし、D社からZ社株式の価値評価に関する説明を受けた。

平成二七年三月五日、L及びZ1は、これらの検討を前提として、Z社の取締役会に対し、①本件全部取得の目的には合理性があること、②本件全部取得にかかる交渉過程の適切さを疑わせるような特段の事情は存在しないこと、③本件公開買付価格の形成過程の公正さを疑わせるような特段の事情はなく、Z社の少数株主にとって不利益なものではないことを内容とする意見書を

提出した。なお、Z社の取締役のうち、A社の取締役をも兼務していたZ₂は、利益相反の疑いを回避する観点から、本件全部取得に関する取締役会の審議及び決議に参加せず、Z社の立場においてA社との協議及び交渉にも参加しなかった。

平成二七年三月六日、Z社は、取締役会において、本件公開買付けにおいて、①本件公開買付けについて賛同する旨の意見表明及び②本件公開買付けに応募することを推奨する旨の意見表明（以下、「本件意見表明」という。）をすることを決議し、その旨を公表した。なお、この取締役会にも、Z₂はその審議及び決議に参加しなかった。その後、本件公開買付けが実施され、成立したため、A社の議決権所有割合は、公開買付け実施前の約三二・七四％から、約九三・三六％に上昇した。

平成二七年七月三〇日、Z社は、Z社株主の全部取得条項付種類株式の全部を取得し、A社以外の株主の保有する株式は、いずれも一株に満たない端数株式となった。そして、Z社は、A社以外の株主に対し、全部取得条項付普通株式一株あたり二八五円の割合による対価を交付した。

Xは、本件株主総会の基準日（平成二七年五月七日）後に、本件対象株式を取得した。平成二七年七月一日、Xは、大阪地方裁判所に対し、本件対象株式の取得価格の決定を申し立てた。なお、本件全部取得手続について、Z社に対する株式買取請求（会社法一一六条一項）をした者はおらず、また、Xを除いては、裁判所に対する価格決定の申立てをした者もいなかった。

〔決定要旨〕 一株につき二八五円

一 「本件全部取得は、Z社の株式の三二・七四％を保有し、Z社を持分法適用関連会社としていたA社が、Z社を完全子会社化するために実施したものであり、株式会社A社の株式の相当数を保有する株主（以下、「多数株主」という。）が、全部取得条項付種類株式を利用したいいわゆる二段階買収によって当該株式会社を完全子会社とするための取引であるから、相互に特別の資本関係がある会社間での取引であるといえ、多数株主または当該株式会社（以下「多数株主等」という。）と少数株主との間に構造的な利益相反関係が存在する取引であるといえる。この点において、……相互に特別の資本関係がない会社間における組織再編の場合とは異なる……。

たのかについての事実経過は明らかでなく、この価格交渉過程において、……恣意的意思決定排除措置がどのように機能したのか（リーガル・アドバイザーであるS法律事務所、独立した第三者であるL及びZ₁、Z₂を除くZ社の取締役及び監査役、これらの者が本件全部取得に内在する構造的な利益相反性を排除し、Z社の少数株主の利益を実現するためにどのような行動をとったのか）も明らかではない。したがって、上記……恣意的意思決定排除措置の存在のみから、本件買付価格が公正な価格であると即断することはできない」。

三（一）「……ア 本件買付価格二八五円は、D社のDCF法による価値算定結果（二七〇円〜三七一円）のみならず、A社から依頼を受けたS社のDCF法による価値算定結果（二五四円〜三四六円）の各算定レンジの範囲内にある上……、市場株価に対するプレミアム率は、三一・九%（公表前一月間の終値の単純平均値二一六円との対比）ないし四二・五%（公表前六か月間の終値の単純平均値二〇〇円との対比）であり、完全子会社化を目的とした他の同種案件におけるプレミアム率との比較においても、一般的な範囲内のプレミアムが付された価格であるといえることができる……」。

このようなDCF法による価値算定結果や市場株価との対比の観点からすると、本件買付価格二八五円は、Z社の少数株主の利益に配慮した価格交渉を経て妥結された価格であるとみることができる。

イ 上記（二）のとおり、本件全部取得手続における価格交渉に関する事実経過や、この価格交渉において……恣意的意思決定排除措置が具体的にどのように機能したのか明らかでないが、他方、一件記録に審問の全趣旨を総合しても、……恣意的意思決定排除措置が機能せず、Z社が恣意的な意思決定をしていたなど、本件買付価格が独立当事者間取引と同視し得る程度の実質的な価格交渉を経て形成されたものではなかったことをうかがわせる事情は見当たらない。

ウ ……本件全部取得手続については、利益相反性を排除し、意思決定過程が恣意的になることを排除するための相応の措置が講じられており、本件買付価格が、一応、公正な価格であるとするに値する価格であるといえることを考慮すれば、本件全部取得手続においては、相互に特別の資本関係がない会社間の取引（独立当事者間取引）と同視し得る程度の実質的な価格交渉が行われていたものと推認できる。

エ したがって、このような価格交渉を経て妥結された本件買付価格は、本件全部取得手続におけるZ社株式の公正な価格であると認めることができる¹⁾。

(二)「したがって、本件対象株式の取得価格は、一株につき二八五円と定めるのが相当である」。

〔評釈〕 決定要旨の理由付の一部に疑問がある。

一・本決定の意義

本決定は、対象会社の発行済株式の三二・七四%を保有する筆頭株主が、対象会社株式の公開買付けを行い、その後全部取得条項付種類株式を用いて少数株主をスクイーズ・アウトする、いわゆる二段階買収によって当該株式会社を完全子会社化するMBO以外のM&A取引において、適切な利益相反回避措置が講じられ、一連の取引が公正な手続によってなされたものであると認められれば、対象会社の株式取得価格を「公正な価格」と認めてよいとした事例である。ジュビター・テレコム株式取得価格決定申立事件最高裁決定（平成二八年七月一日民集七〇巻六号一四四五頁）によって確立された判例法理を踏襲するものである。本決定は、事例判断ではあるが、①第三者委員会の不設置に言及せずに公開買付価格の形成過程の公正性を認めている点、②従来の判例・裁判例では必ずしも明確に区別されていなかった二つの問題、すなわち、いかなる利益相反回避措置を実施したのかという問題と当該利益相反回避措置が実際にどのように機能したのかという問題とを区別する姿勢を打ち出していると解釈し得る点において、先行裁判例とは異なる側面がある。また、③（利益相反回避措置が機能し、公開買付条件の形成過程に関する手続が公正であったといえるかを判断する際に、類似の他の事実のプレミアム率の多寡を考慮要素としているという点で、ジュビター・テレコム事件最高裁決定によって否定されたと解される実体審査ルールを採用しているのかのように読める側面がある¹⁾。

二．決定要旨一について

(一) 決定要旨

決定要旨一は、本件事案が全部取得条項付種類株式を利用したいわゆる二段階買収によって当該株式会社を完全子会社とするための取引であって、相互に特別の資本関係がある会社間での取引であるといえるから、多数株主または当該株式会社と少数株主との間に構造的な利益相反関係が存在する取引であるという点に言及する。続けて、ジュピター・テレコム事件最高裁決定の判示事項を引用し、相互に特別の資本関係の存在する会社間における二段階買収取引であっても、その利益相反性を排除するための十分な措置が講じられ、相互に特別の資本関係がない会社間の取引（独立当事者間取引）と同視し得る程度の実質的な価格交渉が行われた場合には、相互に特別の資本関係がない会社間の取引と同様に考えることができるとする。

(二) ジュピター・テレコム事件最高裁決定の先例としての意義及び本決定の位置づけ

MBOが実施される場合や、支配株主による少数株主の縮出しを伴うM&A取引の場合においては、構造的利益相反関係^②が存在する。本件のように、対象会社筆頭株主による対象会社少数株主の縮出しの場面においては、対象会社取締役が公開買付条件等に関する意思決定をする際に、対象会社に対する影響力を持つ筆頭株主の意向に反して子会社株主に有利になるような条件を設定することは期待できず、その結果、少数株主に十分な経済的利益が保障されないおそれがあるという問題がある。対象会社から締め出される少数株主としては、公開買付条件や組織再編条件が公正に設定される場面こそが、自己の株主利益を最大化できる最後の機会である。それゆえに、どのような場合に構造的利益相反関係が解消され、対象会社少数株主の経済的利益が十分に保障されたといえるのかを考えることが重要となる。

こうした問題意識を踏まえた上で、構造的利益相反関係が解消されたかどうかの判断基準を、最高裁レベルで初めて判示したのが、ジュピター・テレコム事件最高裁決定であった。同最高裁決定では、相互に特別の資本関係がある会社間における二段階買収取引において、構造的利益相反関係を解消し、独立当事者間取引に評価されるための要件として、公開買付手続が「一般に公正と認められる手続」により公開買付けが行われたといえることが必要であると明示された。^③

この点、公開買付者が対象会社の株式を既に七〇%以上保有していた前記最高裁決定の事案とは異なり、本決定の事案は、Z社の筆頭株主であるA社がZ社株式の三二・七四%を保有していたというものである。本決定は、公開買付者が必ずしも株式の過半数を占めているとはいえない場合においても、A社とZ社との間に相互に特別の資本関係を認めている。なお、ジュビター・テレコム事件最高裁決定が下される以前の裁判例である東宝不動産事件決定においては、公開買付者の公開買付け以前の持株比率は、五八・八一%であったが、この事例においても、相互に特別の資本関係が認められている。

そして、本決定も、かかる相互に特別の資本関係から生じ得る構造的利益相反関係を解消するための要件として、「利益相反性を排除するための十分な措置が講じられ」たか否かを問題とするジュビター・テレコム事件最高裁決定を引用している。もっとも、本決定の決定要旨は、かかる利益相反回避措置が講じられ、「相互に特別の資本関係がない会社間の取引（独立当事者間取引）と同視し得る程度の実質的な価格交渉が行われた場合には」、相互に特別の資本関係がない会社間の取引と同様に考えることができる旨を述べている。この文言は、ジュビター・テレコム事件最高裁決定には見られない文言であり、本決定は、利益相反回避措置が機能し、利益相反性が排除されたかどうかについて、公開買付価格についての価格交渉が行われたかどうかを重視する立場に立脚したことがうかがえる。それゆえ、本決定は、基本的にはジュビター・テレコム事件最高裁決定により確立された判例法理に基本的には従いつつも、実質的な価格交渉がなされたかどうかという観点から、公開買付手続が一般に公正と認められる手続であったといえるか否かを検討しようとするものであるという点で、同最高裁決定とは異なる点があると位置づけられる。

三. 決定要旨二. (一) について

(一) 本決定において実施されたと認定された利益相反回避措置

(a) 決定要旨

つぎに、決定要旨二. (一) は、A社によるZ社少数株主の締出しがなされる際に実施された利益相反回避措置について言及し、本件においては利益相反性を排除し、意思決定過程が恣意的なることを排除するための相応の措置が講じられていたとす

る。

本決定において、裁判所が、Z社によって実施されたと認定した利益相反回避措置は、①Z社から独立した第三者算定機関からの価値算定書の取得、②本件全部取得が少数株主にとって不利益ではないとの趣旨の独立した第三者（弁護士及び社外監査役）からの意見書の取得、③独立したリーガル・アドバイザーからの助言、④A社との協議・交渉及び本件全部取得に関する取締役会の審議・決議は、Z社の取締役のうちA社の取締役を兼務していた者を参加させずに行われ、かつ利害関係を有しない役員全員が本件取引について承認したこと、⑤買付予定数の下限を設定したこと、⑥公正性を担保する客観的状況の確保（法定の公開買付期間よりも延長すること）である。そして、本決定は、公開買付（価格）の条件形成に際して公正と認められる手が履践されたか（及び本件買付価格が公正な価格であるとするに値する価格であるといえること）を検討している。本決定も、相互に特別の資本関係を有することから生じ得る構造的利益相反関係を解消するための要件としてジュピター・テレコム事件最高裁決定が要求した利益相反回避措置の実施状況について検討しており、同最高裁決定の示した判例法理に従っているといえる。

(b) 先行裁判例との比較

ところで、本決定の事案においては、公開買付価格の形成過程を公正であると評価するために必要不可欠な利益相反回避措置に関して、多数株主による少数株主の締出しを伴うM&A取引においてかなりの割合で設置されている第三者委員会が設置されていなかった⁽⁵⁾。それにもかかわらず、本決定が、利益相反回避措置として相応の措置が講じられていたと述べた点は特徴的であると解される。管見の限り、多数株主による少数株主の締出しを伴うM&A取引の事例のみならず、MBOの事例にまで裁判例を広げてみても、利益相反回避措置としての第三者委員会が設置されていないケースについての裁判例は皆無であった。それでは、本決定のように、利益相反回避措置として第三者委員会が設置されておらずとも、利益相反回避措置として相応の措置が講じられていたと評価することは、先行裁判例との関係でどのように位置づけられるのか。

前述のジュピター・テレコム事件最高裁決定は、「株式会社Aの相当数を保有する株主（……「多数株主」……）」が行った二段階買収を、「相互に特別の資本関係がある会社間の取引」であるととし、「その利益相反性を排除するための十分な措置が講じら

れ」、かかる利益相反回避措置の実施によって「一般に公正と認められる手続により公開買付けが行われた」か否かを問題にしていた。しかし、同最高裁決定は、それらの文言の意義を明らかにしておらず、なお解積の余地は残されているものといつてよい。そこで、もしも、「多数株主」・「相互に特別の資本関係」の解積に際して、対象会社株式についての持株比率の多寡や、支配株主（やMBOの買収者）が対象会社の創業者一族であったか否かなど、対象会社に対して法律上ないし事実上影響力を及ぼし得る事情（利益相反性の深刻さ）を考慮して、要求される利益相反回避措置の内容も変化し得るという、実務上採用されているような解積⁷が成り立ち、しかも同最高裁決定がそうした解積を許容しているのならば、以下のような立論が可能となる。ジュビター・テレコム事件最高裁決定の事案では、親会社が対象会社の株式の七〇％以上を保有していたのに対して、本決定の事案では、筆頭株主であるA社が対象会社Z社の株式の三二・七四％を保有していたにとどまることから、同最高裁決定の事案に比して、構造的利益相反性の程度は低いと評価することができる。それゆえに、MBOの場合のような、厳格な利益相反回避措置の設置及び実施は不要であり、本件においても、第三者委員会の設置がなくとも他の利益相反回避措置が十分に機能していれば、手続の公正性を認定する上で問題はなかった。判例法理が、利益相反性の程度の強弱に応じて相対的に利益相反回避措置の在り方を決しているとすれば、本決定が、第三者委員会の不設置について特に問題としなかったこと自体は、不当とまではいえないと解される。

(二) 利益相反回避措置が機能したか否か

(a) 決定要旨

本決定は、利益相反性回避措置が実施されていたということを述べた後、本件公開買付価格決定の交渉過程においてどのような価格交渉がなされたのか、また利益相反回避措置がどのように機能したのかも明らかではないから、利益相反回避措置の存在のみから本件買付価格が公正な価格であると即断することはできないとする。

従来から、構造的利益相反関係が問題となるMBOの場面や多数株主による少数株主の締出しを伴うM&A取引の場面では、かかる利益相反関係を解消するべく、第三者委員会の設置をはじめとして、独立した第三者算定機関による株式価値算定書の取

得など、様々な利益相反回避措置が講じられてきた。そして、先行裁判例も、これらの利益相反回避措置の設置・実施自体は認定しているものが多かった。しかし、これらの裁判例においては、株式価値算定書がどのように公開買付価格決定に用いられたのかや、第三者委員会が公開買付条件の決定についてどのような検討・交渉をしたのかなどは必ずしも明示されておらず、利益相反回避措置が実施されたという点と、利益相反回避措置が構造的利益相反関係の解消にどのように機能していたのかという点とを区別して検討するものは皆無であった。本決定は、事例判断ではあるものの、利益相反回避措置が実施されたかに加えて、明示的に利益相反回避措置が機能したかどうかを区別して問題にしている点で、従来の判例法理とは異なるものとして位置づけることができる。

しかし、本決定は、単に利益相反回避措置の設置状況がいかなるものであったかという問題と、その利益相反回避措置が機能したといえるかどうかという問題とを区別して検討することを示したのみである。実際に利益相反回避措置が機能したか否かの判断に際しては、決定要旨二(二)において「一件記録によるも」「……価格交渉過程において、……恣意的意思決定排除措置がどのように機能したのか(リーガル・アドバイザーであるS法律事務所、独立した第三者であるL及びZ₁・Z₂を除くZ社の取締役及び監査役、これらの者が本件全部取得に内在する構造的な利益相反性を排除し、Z社の少数株主の利益を実現するためなどのような行動をとったのか)も明らかではない」と述べるにとどまる。それゆえに、本決定の枠組みを前提としても、どのような事情があれば利益相反回避措置が機能したといえるのかについては、明らかにはならない。

(b) 先行裁判例との比較

この点、先行裁判例の中には、利益相反回避措置が公開買付条件の形成に際して少数株主の利益保護の観点からどのような活動を行ったか(典型的には、公開買付価格がどのような経緯で決定されたか)を認定し、利益相反回避措置が機能したかどうかを間接的に推認していると思われるものが散見される。先述の通り、本決定は、「……これらの者が本件全部取得に内在する構造的な利益相反性を排除し、Z社の少数株主の利益を実現するためにどのような行動をとったのか……も明らかではない」と判示している。しかし、こうした先行裁判例の事実認定を参考に、本決定の事案で実施された利益相反回避措置が、従来の裁判例

の事案における利益相反回避措置と比較してどの点で不足していたのか(あるいは十分であったのか)を分析することは、意義があることに思われる。そこで、以下では、従来の裁判例との比較を通じて、本決定の事案における利益相反回避措置が、公開買付条件の形成過程にどのように関与していたのかを検討する。比較対象とするのは、以下の四裁判例である。⁽⁸⁾すなわち、第三者委員会による公開買付価格の引上げがなされた事例として、MBOの事例につきエース交易株式会社取得価格決定申立事件各決定(東京地決平成二五年一月六日金判一四三二号五二頁、以下「裁判例ア」とする)、MBO以外の多数株主による少数株主の締出しを伴うM&A取引の事例につき東宝不動産株式会社価格決定申立事件各決定(東京地決平成二七年三月二五日金判一四六七号三四頁・東京高決平成二八年三月二八日金判一四九二号三二頁、以下「裁判例イ」とする)、第三者委員会の検討の結果を踏まえて、対象会社側の取締役(会)が公開買付者と交渉した結果、公開買付価格の引上げがなされた事例として、MBO以外の多数株主による少数株主の締出しを伴うM&A取引の場合につきジュピター・テレコム事件株式取得価格決定申立事件各決定(東京地決平成二七年三月四日民集七〇巻六号一五二一頁・東京高決平成二七年一月一四日民集七〇巻六号一五六六頁・最決平成二八年七月一日民集七〇巻六号一四四五頁、以下「裁判例ウ」とする)、平成二六年改正会社法により新設された売渡請求制度を用いた事例につきマール・ジャパン株式会社売買価格決定申立事件各決定(静岡地裁沼津支決平成二八年一月七日LEX/DB二五五四四〇九一・東京高決平成二九年一月三〇日LEX/DB二五五四四九五〇、以下「裁判例エ」とする)である。

(c) 先行裁判例と比較した本決定の評価及び位置づけ

本決定において実施された利益相反回避措置は、対象会社のプレス・リリース及び本決定において裁判所が認定した事実⁽⁹⁾によれば、①A社及びZ社における独立した第三者算定機関(財務アドバイザー)からの株式価値算定書の取得、②Z社における独立した法律事務所(リーガル・アドバイザー)からの助言、③Z社における独立した第三者(弁護士及び社外監査役)からの意見書の取得、④A社との協議・交渉及び本件全部取得に関する取締役会の審議・決議は、Z社の取締役のうちA社の取締役を兼務していた者を参加させずに行われ、かつZ社における利害関係を有しない取締役及び監査役全員が承認したこと、⑤買付予定数の下限の設定、⑥公開買付期間を長期に設定したことであった。このうち、⑤買付予定数の下限の設定については、裁判例

ア・エおよび本決定で実施されており、裁判例イ・ウでは実施されていないが、これらの先行裁判例及び本決定において下限の設定がないことを理由に利益相反回避措置が機能していなかったことを当事者は争っておらず、裁判所もそのような認定をしていない。また、⑥公開買付期間を法定期間（二〇営業日）よりも長期（三〇営業日）に設定するという運用は、裁判例ア・イ・ウ・エおよび本決定で実施されており、先行裁判例及び本決定のいずれの事案でも争点とはなっていない。それゆえ、これらの利益相反回避措置の有効性（本決定において⑤・⑥の利益相反回避措置が機能していなかったのではないかという問題）を検討することは、それほど意味のないように思われる。そこで、以下では、上記利益相反回避措置のうち、①・②・③・④を検討する。

まず、本決定で実施された①公開買付者及び対象会社における独立した第三者算定機関からの株式価値算定書の取得については、裁判例ア・イ・ウ・エの全ての事例において実施されている。このうち、裁判例イはやや特殊で、対象会社側の選任した財務アドバイザーが、当初公開買付者側から提示された公開買付価格が廉価すぎると主張して譲らず、公開買付者側の選任した財務アドバイザーと対象会社側の選任した財務アドバイザーとの間で、価格に折り合いがつかなかったために、最終的に公開買付者が譲歩する形で公開買付価格が設定された事案であった。対象会社側の財務アドバイザーが、少数株主にとって納得のいく公開買付価格になるまで粘り強く交渉したという意味で、裁判例イは、実質的にみて財務アドバイザーが公開買付価格を引き上げたとも評価し得る事案であった。しかし、こうした財務アドバイザーによる積極的な交渉が認められない裁判例ア・ウ・エにおいても、財務アドバイザーが機能していなかったという認定はされていない。そうだとすると、本決定において、A社及びB社が独立した第三者算定機関から株式価値算定書を取得していることは、裁判例ア・ウ・エで実施された利益相反回避措置と遜色ないとの評価が可能となる。そのため、本決定の財務アドバイザーが利益相反回避措置として十分機能していなかったとの評価を導くことはできないと思われる。

つぎに、本決定で実施された②対象会社における独立した法律事務所（リーガル・アドバイザー）からの助言についても、裁判例ア・イ・ウ・エの全ての事例において実施されている。これらの事例において、リーガル・アドバイザーは、対象会社に対

して、公開買付手続に係る手続の適法性や取締役会の意思決定の方法及び意思決定過程の公正性についての助言を行っており、かつ裁判所はかかる助言がなされたことをもってリーガル・アドバイザーが利益相反回避措置として機能したと認定している。本決定においても、Z社は、取締役会の意思決定の公正性及び適正性を担保する目的で、Z社から独立したリーガル・アドバイザーであるS法律事務所からZ社の意思決定の方法・過程等に関する法的助言を受けており、かかる法的助言は他の裁判例でも同様になされている。そのため、本決定の利益相反回避措置としてのリーガル・アドバイザーの在り方についても、他の裁判例と遜色ないと評価することが可能であり、本決定の事例においてリーガル・アドバイザーが利益相反回避措置として十分に機能していなかったとの結論を導くことはできないと思われる。

さらに、本決定では、③Z社における独立した第三者（弁護士及び社外監査役）からの意見書の取得がなされている。この点、裁判例A・イ・ウ・エにおいては、いずれも第三者委員会が設置されている。それゆえに、裁判所としては、利益相反回避措置としては第三者委員会が最も強力であるとの認識の下、第三者委員会が設置されなかった本決定の事案においては、利益相反回避措置が十分に機能したかどうかかわからないという評価を導いた可能性はあるかもしれない⁽¹⁰⁾。ただ、本決定の事案及び裁判例A・イ・ウ・エのいずれからも、各利益相反回避措置がどのように機能すれば構造的利益相反関係を解消したと評価し得るのかは依然として明らかにならない。第三者委員会がどのような活動をしたのかを実質的にみると、裁判例A・イ・ウ・エにおいて、少なくとも第三者委員会は、①本件公開買付けについて対象会社取締役会が賛同意見及び応募推奨意見を表明することが相当か、②本件公開買付けについて賛同意見及び応募推奨意見を表明することを決定すること並びに本件公開買付け後に対象者の発行済株式の全てを取得するための手続の実施の決定を対象会社取締役会が行うことは、対象会社の少数株主にとって不利益なものではないかについて諮問され、これについて答申を行っている。このうち、裁判例Aは、対象会社は、独立した第三者委員会に対して、上記諮問事項のほか、公開買付条件についての公開買付者との交渉権限と独自の財務アドバイザーの選任権限とを付与しており、実際に第三者委員会が公開買付者と交渉して公開買付価格を段階的に（株式価値算定書の算定レンジの範囲よりも上に）引き上げたなどの特徴がみられるため、第三者委員会がより積極的に少数株主の経済的利益を保護するための行動をとった

事例として位置づけることができる。しかし、裁判所は、裁判例イ・ウ・エにみられるように、第三者委員会に対して公開買付条件について公開買付者との交渉権限や、独自の財務アドバイザーの選任権限まで付与していなくとも、利益相反回避措置としての第三者委員会は機能していたと認定している。本決定においては、Z社は、Z社から独立した第三者である弁護士及び社外監査役に対して、本件取引の目的、交渉過程の手段及び対価の公正性の観点から、本件取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないかどうかを諮問している。この諮問に依る形で、弁護士及び社外監査役は、D社からの株式価値算定書を検討し、^④本件取引の目的には合理性が認められること、^⑤本件取引の検討はA社と利害関係を有しない取締役及び監査役によって行われており、交渉過程の手段において、その適正さを疑わせるような特段の事情は存在しないこと、^⑥本件公開買付価格は、D社によるZ社株式の株式価値の算定結果を参考として、Z社とA社とが対等な立場で交渉を行った上で当該算定結果の範囲内で決定されており、本件公開買付価格を含む本件取引における対価について、その公正性を疑わせるような特段の事情は存在しないことから、本取引が当社の少数株主にとって不利益なものではないことを内容とする意見書を提出している。第三者委員会の場合は、検討内容や諮問事項の文言は微妙に異なっているものの、本決定における弁護士及び社外監査役も対象会社の少数株主にとって不利益なものではないかを検討しているという点では共通している。そのため、本決定の事案において、Z社が、Z社から独立した第三者である弁護士及び社外監査役から意見書を取得したという事実は、第三者委員会が設置された場合に同委員会から答申を受けたことと同視し得るものである。また、意見書に記載された諮問事項についても、Z社の少数株主にとって不利益ではないと意見を述べている点は、第三者委員会に対する諮問事項と同様であり、かつ先行裁判例もそれで利益相反回避措置として十分であると認定しているため、本決定の事案における第三者からの意見書の取得が、利益相反回避措置として機能していなかったとまではいえないと思われる。¹¹⁾

加えて、本決定では、^④Z社における利害関係を有しない取締役及び監査役全員の承認がなされているが、かかる役員らの承認についても、裁判例ア・イ・ウ・エのすべてにおいて実施されている。それゆえ、本決定においても、利害関係を有しない役員全員の承認が、利益相反回避措置として機能していなかったとはいえない。なお、本決定において、リーガル・アドバイザー

や財務アドバイザーなどの他の利益相反回避措置が公開買付条件について公開買付者であるA社と協議・交渉したという事実が認められない以上、公開買付条件についてA社と交渉したのは、これらの利益相反関係のない役員であったと思われる。実際に、Z社のプレス・リリースにおいても、公開買付条件を決定するに際して、Z社の役員が、企業価値を向上させる施策についての検討を重ねるとともに、本件取引によるメリット・デメリットやシナジーを検討し、重要事項については対象会社の関係役員のみならず公開買付者及び対象者の代表取締役を交えて検討した、とある¹²⁾。裁判例A・イ・ウ・エは、第三者委員会等の利益相反回避措置が機能し、公開買付価格の引上げを実現したという事例であったのに対し、本決定では、これらの利益相反関係のない役員等による交渉の結果、公開買付価格の引き上げはなされていないという違いがある。それでは、本決定において、公開買付価格の引上げがなされなかったため、裁判所は「恣意的意思決定排除措置がどのように機能したのか……も明らかではない」と評価したということになるのであるうか。すなわち、公開買付価格の引上げがなされなければ、利益相反回避措置が機能したとはいえないということになるのであるうか。次の(d)において、この問題を検討したい。

(d) 価格引上げの事実が有する意義

繰り返しになるが、以上検討した裁判例A・イ・ウ・エは、MBOや多数株主による株式取得に際して設置された第三者委員会が、公開買付価格について公開買付者との交渉を行い、段階的に公開買付価格を引き上げたという事例や、第三者委員会の検討結果を踏まえて対象会社や財務アドバイザーが主体的に相手方と交渉し、公開買付価格を引き上げたという事例である。これらのうち、裁判例イを除いて、いずれも第三者委員会又は対象会社取締役会が公開買付条件について公開買付者と交渉し、交渉の結果、公開買付価格が引き上げられたという特徴を有する。これらの裁判例は、利益相反回避措置が少数株主の利益を保護するために具体的な交渉を行っていたかどうかという点に着目して、利益相反回避措置が構造的利益相反関係を解消したかを判断しているものといえる。そして、端的には、交渉の結果公開買付価格が引き上げられたという事実から、公開買付価格の形成に際して対象会社の株主に有利なものとなるような交渉がなされたことを推認し、ひいては利益相反回避措置が機能したことを強く推認しているといえる(裁判例A・ウ・エは、公開買付価格が引き上げられたという事実を相当重視して利益相反回避措置が

機能したかどうかを判断している⁽¹³⁾。これらの裁判例は、利益相反関係を解消するにあたって、利益相反回避措置がどのように機能したかを黙示的に検討していたものと評価することもできよう。

確かに、こうした価格引上げの事実を重視することは、①取締役会がえて公開買付価格を低めに設定しておいて、そこからわずかながら価格が引き上げられたなどの場合にも利益相反回避措置が機能したといえるとの推論や、②もともと取締役会が適切な公開買付価格を設定していたために、第三者委員会等による価格の引上げがなされなかったにもかかわらず、利益相反回避措置が機能していなかったという推論を導くことになるおそれがある。その意味では、価格引上げの事実を決定的なものとして過度に重視することは慎重にならざるを得ない。しかし、その一方で、これらの先行裁判例においては、公開買付価格が株式価値算定書の算定レンジの範囲内（の中央値よりも上）、あるいは算定レンジの範囲を超える程度に価格引上げが奏功しているという事実がある。公開買付けの当事者から独立した第三者算定機関が、正当に対象会社の株式価値を評価しているとの前提に立つ限り、公開買付価格が株式価値算定書の算定レンジの中央値よりも上方または算定レンジの範囲を超える価格に落ち着いていれば、少なくとも公開買付者と対象会社のなれ合いや、公開買付者からの過度の圧力を排除した価格交渉がなされたといえる。そのため、公開買付価格が引き上げられ、公開買付価格が株式価値算定書の算定レンジの中央値よりも上方にある場合、対象会社少数株主の経済的利益を保護するべく効果的な価格交渉がなされたといえるから、裁判所は価格引上げの事実を利益相反回避措置が機能したと評価する際の間接事実としてよい、というところまではいえると思われる。

もつとも、本決定における公開買付価格二八五円は、A社側・Z社側の取得した株式価値算定書におけるDCF法の算定レンジの中央値を下回る価格であり、これは、裁判例A・イ・ウ・エにおける公開買付価格が、少なくともDCF法の算定レンジの中央値を超えていたことと対照的である。後に述べるように、公開買付価格が株式価値算定書の算定レンジの下限すらも下回っていることを理由に、公開買付手続が不正であったと認定した裁判例は存在するが、公開買付価格が株式価値算定書の算定レンジの範囲内にはあるが、中央値を超えていなかったことを理由に、公開買付手続が公正とはいえないと判断した裁判例は、存在しない。そもそも、純然たる独立当事者間において公開買付けがなされる場合にも、公開買付条件は、交渉当事者のバーゲネ

ング・パワーに左右され得るから、公開買付者側の交渉が奏功し、公開買付者側に有利な条件を引き出すことができた場合、公開買付価格は中央値よりも低い価格に抑えられることは十分考えられる。そうであるとすれば、構造的利益相反関係が認められるために対象会社が利益相反回避措置を講じ、それが機能したと評価される場合、構造的利益相反関係が解消されて独立当事者間取引と扱われるのであるから、算定レンジの中央値を下回っていることを理由に直ちに利益相反回避措置が機能しなかったことを基礎づけるとまではいえない。

そうすると、結局、本決定の決定要旨二については、以下のような評価が可能になると考えられる。本決定においては、利益相反回避措置が構造的利益相反関係の解消に有効であると認定された先行裁判例と比べても遜色のない利益相反回避措置が実施されていた。本決定と先行裁判例との違いは、利益相反回避措置が公開買付条件につき公開買付者と交渉した結果、公開買付価格が引き上げられたか否かという点に求められるが、先行裁判例からみて、公開買付価格が引き上げられたという事実から利益相反回避措置が機能していた（すなわち、本決定がいうような、「相互に特別の資本関係がない会社間の取引（独立当事者間取引）と同視し得る程度の実質的な価格交渉が行われた」場合）と推認することができるのは、公開買付価格が株式価値算定書の算定レンジの中央値よりも上方に収まっている場合に限られるはずである。ところが、本決定の公開買付価格も株式価値算定書の算定レンジの範囲内には収まっている以上、先行裁判例のような価格引上げがなされなかったからといって、直ちに利益相反回避措置が機能しなかったとはいえないはずである。そうであるとする、結局、本件の事実関係からは、どのような事実があれば利益相反回避措置が機能したといえるのかは、依然として不明瞭であると言わざるを得ないように思われる。

三. 決定要旨三について

(一) 本決定の判示事項

本決定は、本件買付価格（二八五円）が、①D社のDCF法による価値算定結果（二七〇円～三七一元）のみならず、A社から依頼を受けたS社のDCF法による価値算定結果（二五四円～三四六円）の各算定レンジの範囲内にあること、②市場株価に對するプレミアム率は、三一・九%（公表前一か月間の終値の単純平均値二二六円との対比）ないし四二・五%（公表前六か月

間の終値の単純平均値二〇〇円との対比)であり、完全子会社化を目的とした他の同種案件におけるプレミアム率との比較においても、一般的な範囲内のプレミアムが付された価格であるということに言及し、DCF法による価値算定結果や市場株価との対比の観点からすると、本件買付価格二八五円は、Z社の少数株主の利益に配慮した価格交渉を経て妥結された価格であるとみることができるとした。本決定は、こうした検討を経た後に、決定要旨三(一)ウにおいて、「本件全部取得手続においては、相互に特別の資本関係がない会社間の取引(独立当事者間取引)と同視し得る程度の実質的な価格交渉が行われていたものと推認できる」としているから、本件買付価格が、株式価値算定結果と乖離しておらず、かつ他の案件のプレミアム率に比して遜色ないことを理由として、本件公開買付手続の公正さを認定しているものであるといえる。

まず、①については、公開買付価格が第三者算定機関の株式価値算定結果の算定レンジ内に収まっていること、少なくとも算定レンジを下回っていないことを裁判所が確認することには、何ら問題はないと考えられる。なぜなら、独立した財務アドバイザーが選任され、株式価値算定書を取得した場合において、もしも公開買付価格が算定レンジの下限すら下回っているのなら、それは十分に少数株主の経済的利益が保護されていないことを意味し、利益相反回避措置が十分に機能していないことを推認させるからである。実際に、先行裁判例の中には、公開買付条件の形成過程に着目しつつ、公開買付価格が算定レンジを下回っており、他の案件に比して著しく低かったことを理由に、公開買付条件の形成過程を不正と評価し、裁判所自ら価格を決定した事案がある。

問題は、②の本件プレミアム率が他の案件に比して遜色なかったことを手続の公正性の認定に用いてよいか否かである。

(二) プレミアム額の算定方法についての評価

ジュビター・テレコム事件最高裁決定が出るまでは、構造的利益相反関係が認められる企業買収等の場面において、「公正な価格」をいくらと算定するべきかを判断するに際して、とりわけプレミアム額の算定につき必ずしも一義的な基準は存在しなかったといつてよい。過去の裁判例等を見る限り、大まかにいって、株式のプレミアム額の算定方法には、①裁判所が初めから独自に株式の価格を算定するアプローチ(実体審査ルール)¹⁶と、②まずはM&A取引のプロセスや実施された利益相反回避措置な

どの手続面に着目し、手続が公正であるといえるのならば、裁判所は当事者が決定した取得価格を増加価値分配部分も含めて適切に分配された「公正な価格」として尊重する（裁判所が手続面の審査を行った結果、当該手続が公正と評価できない場合には、裁判所が独自にプレミアム分を含めた「公正な価格」を判断することが認められる）というアプローチ（手続審査ルール）⁽¹⁷⁾があった。

しかし、裁判所が価格を実質的に決定するアプローチ（実体審査ルール）には、弊害があることが指摘されていた。具体的に、以下のような弊害である。裁判所が独自にプレミアム額がいくらであるかを判断する際には、M & A取引やMBOに近接する時期に行われた他の公開買付けやMBOにおけるプレミアム額の平均値をもって当該事案のプレミアム額とするルール（平均値ルール）と、裁判所がM & A取引やMBOにおいて株主に分配されるべき増加価値分配額を独自に個別的に算定するルール（個別算定ルール）とがあるとされる。⁽¹⁸⁾本決定のように、実体審査ルールに平均値ルールを組み合わせた場合、以下二つの弊害が生じる。まず①プレミアム額の平均値を超えていなければ「公正な価格」とは判断されないことになる。そのため、エージェンシーコストの削減、上場維持コストの削減、インセンティブ構造の変化に伴う取締役の努力によるさらなる価値の創出など、多数株主による少数株主の締出しを伴うM & A取引やMBOの実施によって得られる価値が認められるにもかかわらず、プレミアム額の平均値を超えていないという理由ただそれのみをもって当該取引が阻害されてしまうおそれがある。また、②平均値ルールが用いられる根拠として、構造的利益相反関係や情報の非対称ゆえに、他の利益主体から多数株主や経営者等に対して利益移転が生じることを防止するために少なくとも平均値以上の「プレミアム」を要求することで、利益移転を目的としたM & A取引やMBOを抑止する必要があるということがあげられることがある。⁽¹⁹⁾しかし、実体審査ルールと平均値ルールを組み合わせる場合であっても、株価をもとに客観的価値と増加価値分配額とを算定することに変わりはないので、たとえば、プレミアム額に反映されない利益が多い場合には、平均値以上のプレミアム額を少数株主に分配したとしても、なお多数株主や経営者等に対して利益移転が生じてしまうおそれがある。⁽²⁰⁾

それゆえに、裁判例は、「公正な価格」かどうかを判断するに際して、とりわけ第一段階目の公開買付価格の形成過程にかか

る手続が公正であったか否かの審査（手続審査）を先行して行うアプローチを重視する傾向が強まっていたと評価することができる。こうした裁判例の傾向を追認する形で判例法理に昇格させたのが、ジュピター・テレコム事件最高裁決定であった。ジュピター・テレコム事件最高裁決定が、公開買付条件の形成過程の審査を先行させるという裁判例（及び学説）の傾向を追認したものであるのならば、以下のような理解になるはずである。相互に特別の資本関係が存在する当事会社間の取引であっても、利益相反回避措置が適切に講じられるなどして公開買付条件の形成過程が公正であるといえるのならば、当該取引は独立当事者間取引であったと評価することができる。それゆえに、裁判所は当事者間で決定された公開買付価格を「公正な価格」として尊重するから、特段の事情がない限り、公開買付条件の形成過程（手続）が不正であるということを主張せずにキャッシュ・アウト対価が不正であると争うことは、不可能である。本決定は、決定要旨三、（一）ウにおいて、独立当事者間取引と同視し得る程度の実質的な価格交渉が行われていたものと推認できるとしていることから、本件公開買付価格に含まれるプレミアム額の多寡を、公開買付価格の形成過程（手続）の公正さを判断する際に用いたものであるといえる。ジュピター・テレコム事件最高裁決定の枠組みの下で、なおキャッシュ・アウト対価が「公正な価格」とはいえないと主張するのならば、まずは公開買付条件の形成過程（手続）が不正であるということを立証し、そのあとで、キャッシュ・アウト対価を争う少数株主の側で客観的価値と増加価値分配価格（プレミアム額）のそれぞれを主張する必要があるように思われる。それにもかかわらず、本決定のように、公開買付条件の形成過程の公正さの判断に際して、プレミアム分を含めた公開買付価格が公正であったか否かを考慮要素とすることは、公開買付条件の形成過程が不正であるということと争わずして、キャッシュ・アウト対価が「公正な価格」であったといえるか否かを争う余地を認めることにつながるおそれがある。

本決定のように、安易に類似の他の案件におけるプレミアム水準およびそれと公開買付価格との乖離を公開買付条件の形成過程の公正さの判断に用いることは、かかる実体審査ルール＋平均値ルールアプローチと大差がなく、かえって前述の弊害がもたらされることになりかねない。ジュピター・テレコム事件最高裁決定も、かかる弊害を重要視したからこそ、公開買付条件の形成過程の公正性につき、手続的側面を重視する見解を打ち出したのであると考えられる。そうすると、かかる判例法理のもと

では、公開買付条件の形成過程（手続）が不公正であったと認定しなければ、実体審査アプローチは、もはや採り得なくなると理解するのが素直である。

ところで、本決定は、他の類似の事案と比較して、プレミアム率が一般的な範囲内であったことを一つの理由として、本件公開買付条件の形成過程（手続）が公正であったと認定した事案であって、プレミアム率が他の類似の事案よりも低いことを理由に公開買付条件の形成過程（手続）が不公正であるとした事案ではない。そのため、プレミアムの平均値を超えていないことを理由に価値あるMBOやM&A取引が阻害されるという実質審査ルールへの批判は、直ちにはあたらぬ。しかし、本決定の事実認定からは、利益相反回避措置の実施状況及び機能の検討をしてもなお利益相反回避措置が機能したとはいえないとした根拠が明らかではなかった。そして、本件公開買付条件の形成過程（手続）が公正であったことを基礎づけるべく、プレミアム率を含めた公開買付価格を参照する、という認定手法を用いている。先に二二において検討した通り、先行裁判例との比較を通じても、本決定の事案において利益相反回避措置が機能したといえない理由は明らかにはならなかった。そうであるとすると、本決定においては、プレミアム率が類似の他の事案に比して低きに失しないものであったかどうかを審査することが、本件公開買付条件の形成過程（手続）が公正であったか否かの判断において極めて重要な要素となっていたという疑いがある。このように本決定を理解するのならば、なお実体審査ルールにおいて指摘されている問題点が深刻になるおそれがあるといえる。そうであるとするれば、実体審査アプローチに転化する危険性を孕む本裁判例の認定手法は、許されないと解するべきであろう。⁽²³⁾

以上より、本決定が、他社のプレミアム水準と比較して公開買付価格が遜色ないかを参照して本件公開買付条件の形成過程を公正であると認定したことについては、妥当でないと考える。

(一) なお、本件のXは、本件株主総会の基準日後にZ社の株式を取得しているため、Xが一七二条の申立権者たり得るのかという問題が別途生じる。もともと、この問題については、既に先行裁判例において議論が蓄積されている。一例として、ジュビター・テレコム事件東京地裁決定（第一審）は、以下のように述べる。すなわち、①一七二条一項は、価格決定申立

となる対象株式を基準日当時に保有していたものに限定していないし、このように解すべき法令上の根拠も見当たらない。また、②株主総会において、全部取得条項付種類株式の全部を取得する旨の決議がなされないと、株式を取得するのと引き換えに交付される金額が決定されないから、基準日後に価格決定の申立てにかかる株式を取得したとしても、取得価格決定の申立適格を欠くとは解されない。本決定において、Xが基準日後に株式を取得した点は特に言及されていないが、かかる先行裁判例の論理に従えば、本件Xも一七二条一項にかかる株式価格決定申立ての申立適格を有すると解してよいと考えられる。

(2) より詳細な説明として、田中亘Ⅱ森・濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け―制度と実証』(有斐閣、二〇一六年)一六九頁～一七〇頁および一七〇頁脚注一九参照。

(3) 同最高裁決定が下されるまでの時点において、学説上は、以下のような主張が多数であった(以下の記述について、詳しくは田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室三〇四号(二〇〇六年)七九頁以下、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―」商事法務一八七六号(二〇〇九年)五頁、宍戸善一「判批」ジュリスト一四三七号(二〇一二年)九四頁等参照。こうした学説上の傾向を示すものとして、白井正和「非独立当事者間の企業買収における公正な価格の算定―ジュピターテレコム事件決定を踏まえて」法学教室四四七号(二〇一七年)八二頁以下参照)。すなわち、MBOや支配株主による少数株主の縮出しを伴うM&A取引等の構造的な利益相反関係が存在する場面で、公開買付けが前置される二段階買取のケースでは、裁判所は、第一段階目の取引である公開買付けにおける公開買付価格の形成過程における手続が公正であったか否かを審査するべきである。そして、①裁判所が、上記手続は公正であると判断した場合には、当該公開買付価格を公正な価格として尊重する(すなわち、相互に特別の資本関係がある場合であっても、コーエー・テクモゲームス事件最高裁決定と同様に扱う)。これに対して、②裁判所が、上記手続は不公正であると判断した場合には、裁判所は独自に公正な価格を算定するべきである。そして、かかる手続が公正であったか否かを判断するに際しては、公開買付価格の形成過程における利益相反回避措置が実質的にみて有効に機能していたといえるかどうかを重視するべきである、とするとの見解である(田中亘「総括に代えて―企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司Ⅱ辺見紀男編『企業再編の理論と実務』(商事法務、二〇一四年)二二八頁、白井正和「MBOにおける利益相反回避措置の検証」商事法務二〇三二号(二〇一四年)九頁、白井正和Ⅱ仁科秀隆Ⅱ岡俊子「M&Aにおける

第三者委員会の理論と実務」(商事法務、二〇一五年)二三頁～二五頁、田中亘「森濱田松本法律事務所編『日本の公開買付け―制度と実証』(有斐閣、二〇一六年)一六五頁～一七二頁参照)。このような議論状況の下、ジュピター・テレコム事件最高裁決定は、学説上主張されていた①に関する事項と整合的であり、しかもいわば追認するという形で判例法理として確立したという点に大きな意義がある(松本暢子「判批」岩原紳作「神作裕之」藤田友敬編『会社法判例百選(第三版)』

(有斐閣、二〇一六年)一八〇頁～一八一頁、松中学「COM最高裁決定と構造的な利益相反のある二段階買収における「公正な価格」」旬刊商事法務二一四号(二〇一六年)五頁参照)。なお、ジュピター・テレコム株式取得価格決定申立事件最高裁決定の判示事項は、完全親子会社化取引の場合のみならず、MBOの場合にも妥当すると考えられる。なぜなら、①ジュピター・テレコム株式取得価格決定申立事件最高裁決定の主旨は、多数株主が行う二段階買収としており、文言上MBOの場合なのか親子会社間取引の場合なのかを区別していない。また、②完全親子会社化取引のように、多数株主による少数株主の縮出しを伴う取引の場合には、MBOの場合と同様に、多数株主と少数株主との間に構造的利益相反関係が存在するといえるところ、完全親子会社化取引の場合であっても、少数株主が不当に害されることを防ぐためには、上記構造的利益相反関係を解消したと評価できる必要があるといえるからである。松尾健一「組織再編における株式買取請求権」法学教室四三三号(二〇一六年)八頁～一二頁参照。

(4) 平成二五年一〇月一日以降に公表された完全子会社化事例は、五〇件あり、意見の入手手続にとどめず第三者委員会まで組成した事例は、三六件(七二%)あった。これは、同年同月以降に公表されたMBO取引一四件のうち全て(一〇〇%)で第三者委員会が設置されていたことと対照的であり、完全子会社化事例においては、第三者委員会の組成率はそれほど高くはないとも思える。もともと、完全子会社化事例において、公開買付者が公開買付の時点で支配株主となっていた場合は、一八件あり、そのうちの二六件(八九%)では第三者委員会が設置されていた。実務上の傾向として、利益相反性の程度の深刻さを意識して、利益相反性が深刻であるといえるケースにおいては、慎重に第三者委員会を設置しているとの評価がなされている。有富丈之「企業買収・組織再編の価格決定と第三者委員会―社外役員、利益相反性の程度に着目して―」資料版商事三九四号(二〇一七年)九九頁～一〇〇頁参照。

(5) 本件においては、親子会社化取引を行うに際して、対象会社であるA社の側に第三者委員会は設置されず、あくまでも社外役員からの意見の聴取にとどめたようである。有富・前掲注(4)一一三頁参照。

- (6) キャッシュ・アウトがなされる事例においては、完全子会社化事例もMBOの事例も、対象会社の株主に十分な経済的利益が保障されないおそれがあるという問題は共通する。それゆえに、キャッシュ・アウトに際しては、完全子会社化事例のみならずMBO事例も比較検討の対象とすることが可能である。
- (7) たとえば、多数株主による対象会社の少数株主の縮出しがなされる場面で、多数株主が対象会社株式の過半数を有しているとか、支配株主が対象会社の創業者一族であったといえるような場合、多数株主は、法律上または事実上非常に強い影響力を対象会社に対して行使し得ると考えられる。こうした影響力を行使して多数株主が公開買付価格の形成過程に不当に介入すれば、公開買付価格は多数株主の側に有利に設定されるおそれがある。それゆえに、求められる利益相反回避措置の在り方としては、かかる影響力を排除したといえるような高度なものが必要となる、との理解も可能となろう。このような利益相反の程度によって要求されるべき利益相反回避措置の水準を異なるものと理解する傾向は、実務上もみられるとの指摘として、有富・前掲注(4)一一三頁参照。
- (8) 多数株主による少数株主の縮出しを伴うM&A取引の事案のみならず、MBOの事案をも参考にしたのは、いずれの事案においても、キャッシュ・アウトがなされる場合には対象会社の少数株主に十分な経済的利益が保障されないおそれがあるという問題は共通する(したがって、比較検討の対象とする意義がある)と考えられるからである。
- (9) 平成二七年三月六日付株式会社積水工機製作所発行の「三光合成株式会社による当社普通株式に対する公開買付けに関する賛同及び当社普通株式の応募推奨に関する意見表明のお知らせ」(<http://www.s-vance.co.jp/ir/pdf/TDnetVersionSKSG.pdf#page=110>)一〇一八年三月二六日最終閲覧)参照。
- (10) ただし、多数株主による少数株主の縮出しを伴うM&A取引の事例のみならず、MBOの事例にまで裁判例を広げてみても、第三者委員会が設置されていないケースについての裁判例は見当たらない。それゆえに、判例法理からは、第三者委員会が設置されていることが利益相反性の解消にどれほど決定的なのか(逆に第三者委員会が設置されていないことが公開買付手続の公正性が害されているという評価にどの程度結び付き得るのか)は、明らかではない。本文において検討する通り、本決定の事案においても、第三者委員会が設置されなかったこと以外の利益相反回避措置については、他の多数株主による少数株主の縮出しを伴うM&A取引の事例やMBOの事例の多くで実施されているものが実施されている。本決定は、第三者委員会以外の利益相反回避措置を講じたにもかかわらず、利益相反性の解消にあたってどのように機能したのかが明

らかではないと認定しており、他方で第三者委員会を設置した先行裁判例は、利益相反性は解消され、公開買付価格の形成過程（手続）は公正であったと認定している。こうした裁判例の流れに照らしたとき、結局、利益相反性を解消したと評価できるか否かの分水嶺となるのは、第三者委員会が設置されているか否かであったと結論付けざるを得ないようにも思われる。しかし、もしもこのような論理がまかり通るのならば、多数株主による少数株主の締出しを伴うM&A取引や、MBOにおいて、第三者委員会を設置していさえすれば手続の公正性が認定されるので、とりあえず公開買付条件についてお墨付きをもらう機関として第三者委員会を設置しようとの動きが出てくる危険性はある。今後は、判例法理のみならず、学説の議論のよりいっそうの進展が望まれよう。なお、第三者委員会が設置された先行裁判例では、当該事実におけるプレス・リリースや、裁判所の事実認定を参照してもなお具体的にどのような公開買付価格の交渉が行われたかまでは不明であるもの、少なくとも第三者委員会の内部において公開買付条件の検証がなされるのが通常である。こうした検証がなされることそれ自体に、利益相反回避措置が機能したと評価し得る事情の一つであるという意味を持たせ、かつ裁判所がそれを重視していると考えられるならば、本決定の事実のように、第三者委員会が設置されていなかったことは、利益相反回避措置が機能しなかったことを推認させることになりかねない。もしこのような理解が成り立つのなら、本決定は、利益相反回避措置、機能せずとの誇りを免れるべく、さらに進んで利益相反回避措置がどのように機能したのかを検討する姿勢を打ち出したという内在的理解も可能となるかもしれない。

(11) 本決定の事案における第三者は、弁護士及び社外監査役である。先行裁判例における第三者委員会の構成メンバーには、社外役員のほか、弁護士、大学教授、税理士、公認会計士、利害関係のない他の会社の代表取締役などの社外有識者がいる場合があり、多岐にわたる。そのため、本決定の第三者の構成メンバーが不当なものであったことを理由として、第三者からの意見書の取得が利益相反回避措置として機能しなかったことを基礎づけるのは困難であると思われる。第三者委員会は、通常三名の委員から構成されるため、本決定においてもあと一人委員が選任されていれば、第三者委員会が組成されていたものと思われる。そうしなかったのは、やはりZ社が第三者委員会の組成及び運営にかかるコストを嫌ったためであろうか。

(12) 有富・前掲注(4)五頁参照。

(13) もとより、第三者委員会等の利益相反回避措置が実施されたが、結果的に価格が引き上げられなかった場合において、利益相反回避措置が機能していなかったことを示唆する趣旨ではない。

- (14) カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件大阪地裁決定（大阪地決平成二四年四月一三日金判一三九一号五二頁）参照。
- (15) カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件大阪地裁決定（大阪地決平成二四年四月一三日金判一三九一号五二頁）参照。
なお、同決定は、価格が他の案件に比して著しく低いことを理由に、公開買付手続を「不公正」と判断したものであり（それゆえに裁判所が「公正な価格」について独自に決定している）、あくまでも公開買付手続を公正であるとした本決定とは若干の立場の違いがあることに留意する必要がある。
- (16) 実体審査ルールを採用したと評価し得るものとして、サイバード・ホールディングス事件東京高裁決定（東京高決平成二二年一〇月二七日資料版商事三二二号一七四頁）、オープンループ事件各決定（札幌地裁平成二二年四月二八日金判一三五三号五八頁、札幌高決平成二二年九月一六日金判一三五三号六四頁）、シャルレ損害賠償請求事件各判決（東京地判平成二三年七月七日判時二二九号一四頁、東京高判平成二三年二月二日判タ一三七二号一九八頁）、吉本興業事件大阪地裁判決（大阪地判平成二四年六月二九日金判一三九九号五二頁）などがある。
- (17) 手続審査ルールを採用したと評価し得るものとして、サイバード・ホールディングス事件東京地裁決定（東京地決平成二二年九月一八日金判一三二九号四五頁）、レックス・ホールディングス事件各決定（東京地決平成一九年一月一九日判時二〇〇一号一〇九頁、東京高決平成二〇年九月二二日金判一三〇一号二八頁）、サンスタールーム事件各決定（大阪地決平成二〇年九月一日金判一三二六号二七頁、大阪高決平成二二年九月一日金判一三二六号二〇頁）、レックス・ホールディングス損害賠償請求事件（東京地判平成二三年二月一八日金判一三六三号四八頁）、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件大阪地裁決定（大阪地決平成二四年四月一三日金判一三九一号五二頁）、ホリプロ事件各決定（東京地決平成二五年三月一四日金判一四二九号四八頁、東京高決平成二五年一〇月八日金判一四二九号五六頁）、グッドマンジャパン事件東京地裁決定（東京地決平成二五年七月三十一日資料版商事三五八号一四八頁）、エース交易事件東京地裁決定（東京地決平成二五年一月六日金判一四三二一五二頁）、東宝不動産事件各決定（東京地決平成二七年三月二五日金判一四六七号三四頁、東京高決平成二八年三月二八日金法二〇四三三七八頁）などがある。なお、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件決定は、公開買付条件の形成過程に着目しつつ、公開買付価格が他の案件に比して著しく低かったことを理由に、公開買付条件の形成過程を不公正と評価し、裁判所自ら価格を決定した事案である。同決定についての評価としては、MBOが議論され始めた当初は、いかなる利益相反回避措置を実施するかや、どのような活動がなされれば利益相反回避措置が実効的に機能したと

いえるかについての基準が定まっていなかったため、裁判所は価格を参考にせざるを得なかったとの評価がある（松中・前掲注（3）九頁参照）。こうした理解を前提にすれば、同決定はなお手続審査を前提としているものと理解できる。また、公開買付価格が株式価値算定書よりも低かったために、手続の不正さを認定した点については、後に検討する通り、公開買付価格が株式価値算定書を下回っていないことを検討することは、利益相反回避措置が機能したかを検討することにつながる。それゆえに、同決定は、なお手続審査ルールを採用した事例として位置づけられよう。

(18) 吉川慶「MBOにかかる株式取得価格の判断方法」東京大学法科大学院ローレビュー八号（二〇一三年）九七頁、九八頁—一〇四頁参照。

(19) MBO実施によって得られる価値について、「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、二〇〇七年九月四日。以下、「MBO指針」とする）七頁、三苫裕「マネジメント・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二号（二〇〇六年）三五頁—三六頁参照。

(20) 野瀬義明・伊藤彰敏「戦略的の非公開化の決定要因は何か」証券経済学会年報四四号（二〇〇九年）七七頁—七九頁、北川徹「マネジメント・バイアウト（MBO）における経営者・取締役の行為規整（二）」成蹊法学六八・六九号（二〇〇八年）五一頁以下等。

(21) 飯田秀絵「株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素（三）」法学協会雑誌一二九巻五号（二〇一二年）一〇〇二頁以下参照。

(22) ジュビター・テレコム事件最高裁決定において、小池裕裁判官の補足意見が付されている。同補足意見は、まず、「関係当事者間の取引において一般に公正と認められる手続が実質的に行われたか否か、買付価格がそのような手続を通じて形成された公正な価格といえるか否かを認定することを要し、それが認定される場合には、原則として、公正な手続を通じて形成された取引条件である買付等の価格を尊重」すべきであると述べる。そして、「取引の基礎として生じた事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる」特段の事情がある場合には、裁判所自ら「公正な価格」を決定することが許されるとする。こうした補足意見は、まずは公開買付価格の形成過程の公正さを認定することを要求しているものといえる。また、文言上、特段の事情が認められる余地は極めて狭いと考えられる。

二段階買収において全部取得条項付種類株式を用いた株式取得価格につき、先行した公開買付価格を公正とした事案

(23) 公開買付価格について実質審査をしたのではないかとの懸念を示していると思われるものとして、山本真知子「判批」新・判例解説 Watch 商法 No. 1 Vol. 21 (日本評論社、二〇一七年) 一二二頁参照。同判例評釈は、マール・ジャパン事件決定についてのものである。