

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

会社法・金融商品取引法の最近の判例（1）—ジュピターテレコム事件決定—

2017年5月26日（金）15:01～17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者（五十音順）

飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田 真得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木 晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
黒沼 悅郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出 篤	学習院大学法学部教授
志谷 匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井 正和	同志社大学法学部教授
龍田 節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林 泰伸	早稲田大学法学部教授

【報告】

会社法・金融商品取引法の最近の判例（1）—ジュピターテレコム事件決定—

早稲田大学法学部教授

若林泰伸

目 次

I. 事実の概要

- 1. 事案の概要
- 2. 事実の概要

II. 地裁決定・高裁決定

- 1. 東京地決平成27年3月4日
- 2. 東京高決平成27年10月14日

III. 決定要旨

○黒沼 時間になりましたので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

今回から3回にわたり「会社法・金融商品取引法の最近の判例」ということで判例研究を行いたいと思います。

本日は会社法の問題でして、早稲田大学の若林泰伸先生に「ジュピターテレコム事件決定」についてご報告をお願いしています。それでは、若林先生、よろしくお願ひします。

○若林 若林でございます。どうぞよろしくお願ひいたします。

お手元に、レジュメと株式会社ジュピターテレコム（以下「J:COM」という）の株価の推移を書いた資料と決定文（ジュピターテレコム事件・最高裁判決平成28年7月1日民集70巻6号1445頁）を用意させていただいております。

I. 事実の概要

1. 事案の概要

IV. 検討

- 1. 本件決定の意義
- 2. 株式買取請求・価格決定請求に関する判例
- 3. 本件決定の検討

討論

本件は、ご案内のとおり J:COM（Y社）による全部取得条項付種類株式の取得に反対した株主であるXらが、会社法172条1項（平成26年法律第90号による改正前のもの。以下同じ）に基づいて、全部取得条項付種類株式の取得価格の決定の申立てをした事案です。

2. 事実の概要

(1) Y社は、平成22年6月当時、その発行する普通株式（以下「本件株式」という）を大阪証券取引所（当時）のJASDAQ STANDARDに上場していましたが、住友商事（A社）及びKDDI（B社）が合計してY社の総株主の議決権の70%以上を直接または間接に保有していました。

(2) A社及びB社は、両社でY社の株式を全部保有することなどを計画し、平成25年2月26日、買付予定数を180万1,954株、買付期間を2月27日から同年4月10日までの30営業日、買付価格を1株につき12万3,000円（以下「本件買付

価格」という)として、本件株式及びY社の新株予約権(以下「本件株式等」という)の全部の公開買付け(以下「本件公開買付け」という)を行う旨、本件株式等の全部を取得できなかつたときは、Y社において本件株式を全部取得条項付種類株式とすることを内容とする定款変更を行うなどしてその株式の全部を本件買付価格と同額で取得する旨を公表しました。

Y社は、これに先立ちまして、取締役会において、本件公開買付けに関する意思決定過程から利害関係のある取締役を排除し、利害関係が存在しない、あるいは薄い取締役3人の全員一致の決議に基づいて意思決定を行いました。また、Y社は、法務アドバイザーに選任したC法律事務所から助言を受け、財務アドバイザーに選任したD証券株式会社から、本件株式の価値が1株につき12万3,000円を下回る旨の記載のある株式価値算定書を受領するとともに、本件買付価格が妥当である旨の意見を得ていました。さらに、Y社は、有識者により構成される第三者委員会から本件買付価格は妥当であると認められる上、株主等に対する情報開示の観点から特段不合理な点は認められないなどの理由により、本件公開買付けに対する応募を株主等に対して推奨する旨の意見を表明することは相当である旨の答申を受けて、平成25年2月26日、同答申のとおり本件公開買付けに対する意見を表明しました。

(3) 平成25年6月28日に開催されたY社の株主総会において、次のアからウまでの内容の全部取得の議案が提案され、決議がなされました。

ア. 残余財産の分配についての優先株式であるA種種類株式を発行することができる旨定款を変更する。

イ. Y社の普通株式を全部取得条項付種類株式とし、Y社がこれを取得する場合、その対価として全部取得条項付種類株式1株につきA種種類株式69万4,478分の1株の割合をもって交付する旨定款を変更し、この変更の効力発生日を平成25年

8月2日とする。

ウ. Y社は、取得日を平成25年8月2日と定めて、全部取得条項付種類株式の全部を取得する。

(4) 平成25年8月2日、前記(3)イの定款変更の効力が生じ、Y社は、同日、全部取得条項付種類株式の全部取得を行いました。

(5) Xらは、平成25年6月の株主総会に先立ち、前記(3)の各決議に係る議案に反対する旨をY社に通知し、かつ、上記株主総会において同議案に反対しました。そして、Xらは、会社法172条1項所定の期間内に、取得価格の決定の申立てをしました。

II. 地裁決定・高裁決定

1. 東京地決平成27年3月4日

争点は大きく分けて2つあります。

(1) 取得価格決定申立ての適法性

基準日後または全部取得の議案公表後に取得された株式に係る申立ての適法性、株主総会以降に取得された株式に係る申立権の濫用、一定の投資戦略に基づく公開買付公表後の投機的な目的での取得株式に係る申立権の濫用について争われていますけれども、こちらはいずれも退けられています。

(2) 本件株式の取得価格

取得価格は1株当たり13万2,000円と決定されました。

①レックス・ホールディングス事件決定の定式

よく知られていますとおり、レックス・ホールディングス事件決定の定式が述べられています。

「取得日における当該株式の客観的価値に加え、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格を考慮するのが相当であり」「本件取引が行われなかつたならば株主が享受し得る価値及び本件取引後に増大が期待される

価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分」、すなわち「客観的価値」と「増加価値分配価格」に分けて判断されています。

②客観的価値の算定

その上で、客観的価値につきましては、評価基準時にできる限り近接した市場株価を基礎として算定するということで、A社、B社によるY社株の公開買付け、Y社による他社の買収についての報道がなされた平成24年10月20日の前日である10月19日以前の市場株価を基礎として評価したことです。ただ、取得日までの期間が9か月以上ありまして、その間の株価指数が上昇基調にあったため、本件報道前の株価から取得日までの市場全体の株価動向を踏まえて回帰分析による補正を行って、10万4,165円を取得日における客観的価値と算定しました。

③増加価値分配価格

その上で、増加価値分配価格につきましては、本件取引が公正な手続によって行われ、2013年2月の公開買付価格が適正な増加価値分配価格を織り込んでいたものと認められますが、当該公開買付価格から算定された客観的価値を控除した価値は低過ぎるというふうに評価されまして、当該公開買付価格に上乗せされたと評価される差額ないしその割合を参考しつつ、補正した客観的価値を前提とした額ないし率を考慮しまして、その当時に行われていた同種のTOBについてのプレミアム、Y社の株価（公開買付価格決定当時の上場来最高値が約11万3,000円であったこと）、業績、非公開化による影響、本件取引における公正な手続等々を考慮しまして、客観的価値の25%を増加価値分配価格と決定しています。

2. 東京高決平成27年10月14日

東京高裁の決定ですけれども、基本的には、地裁決定の内容を受けたものとなっていまして、1株につき13万206円と算定しています。

「原審は、上記事実関係の下において、次のとおり判断して、Xらが有していた別紙保有株式数一覧表記載の全部取得条項付種類株式の取得価格をいずれも1株につき13万206円とすべきものとした。

本件買付価格は、基本的に株主の受ける利益が損なわれることのないように公正な手続により決定されたものであり、本件公開買付け公表時においては公正な価格であったと認められるものの、その後の各種の株価指数が上昇傾向にあったことなどからすると、取得日までの市場全体の株価の動向を考慮した補正をするなどして本件株式の取得価格を算定すべきであり、本件買付価格を本件株式の取得価格として採用することはできない。」

III. 決定要旨

最高裁は、原決定を破棄、原々決定を取り消しまして、公開買付価格と同額の12万3,000円と判断したわけです。

「株式会社の株式の相当数を保有する株主（以下「多数株主」という）が当該株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引においては、多数株主又は上記株式会社（以下「多数株主等」という）と少数株主との間に利益相反関係が存在する。しかしながら、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。そうすると、上記買付け等の価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得

日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているということができる」と判示しまして（最高裁平成26年（許）第39号同27年3月26日第一小法廷決定・民集69巻2号365頁参照）、原決定を破棄したところです。裁判所の合理的な裁量を超えたものというふうに判示したわけです。

つづけて、「多数株主が株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において、独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となっ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ない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である」と判示しました。

そして、本件取得価格については、前述のように特段の事情もないということで、12万3,000円にされたところです。

IV. 検討

1. 本件決定の意義

J:COM事件最高裁決定（以下「本件決定」という）は、公開買付前置型の全部取得条項付種類株式を利用したキャッシュアウトにおける「公正な価格」の意義について判示した重要な最高裁の決定です。

・地裁決定・高裁決定等の取得価格算定方法に対する批判

従来の下級審判例における全部取得条項付種類株式の取得価格につきましては、ご案内のとおり、レックス・ホールディングス事件決定が一般化されているところでして、先ほども出てきましたように、取引が行われなかつたならば株主が享受し得る価値（客観的価値）と取引の実施によって増加が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分（増加価値分配価格）を要素とする内容の決定が基本的なルールとして用いられてきたところです。

しかしながら、こうした決定につきましては、ご承知のとおり批判があるところでして、アベノミクスなどによって株価が上昇傾向にあるといったときに、こうした規範によってその株価を算定することがさまざまな問題をもたらすというふうに批判されているところです。公開買付けに応じず、全部取得決議に反対し、価格決定申立てを行うことにより、株価下落リスクを負担しないまま公開買付価格以上の支払いを受けることができるということになり、その結果、株主からの投機的な申立てを誘発することになり、ひいては企業価値を高める望ましいキャッシュアウトが不当に阻害される危険性があるというふうに批判されたところです（飯田秀総「株式買取請求・価格決定事件における株式市場価格の機能」（商事法務2076号（2015年））、田中亘「ジュピターテレコム事件最高裁決定が残した課題」（金融・商事判例1500号（2016年）））。

・本件決定の内容

本件は、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、その後に公開買付価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得するという旨の公表が行われて、それによって取得した場合には、特段の事情のない限り、公開買付価格を取得価格とするものです。この点につきましては、テクモ事件最高裁決定や学説の通説的な理解とも整合的であると評されているところです。

・本件決定の効果

当事者が決定した価格に対して裁判所が介入していくことを抑制するというふうに評されているところでありまして（鳥山恭一「本件判批」（法学セミナー741号（2016年）））、キャッシュアウトに関する予測可能性が向上し、効率的な組織再編に繋がると期待されているところです。

また、本決定の枠組みは、平成26年改正会社法施行後のキャッシュアウトの場合にも当てはまると一般に評価されていまして、現在の実務では、90%以上取得した場合には株式等売渡請求による（会社法179条の8第1項）、90%未満の場合には株式併合による（会社法182条の5第2項）ということになっていまして、その場合についても当てはまる規範であると評価されています。

また、本件は、多数株主による少数株主の締出しのケースですけれども、MBOの事案、金銭対価の組織再編行為にも当てはまるというふうに評価されています。そこで、以下では、株式買取請求・価格決定請求に関する判例について簡単に確認した上で、本件について検討していきたいと思います。

2. 株式買取請求・価格決定請求に関する判例

（1）判例の動向

①レックス・ホールディングス事件（最三決平成21年5月29日金判1326号35頁）

（a）事案の概要

レジュメに簡単に時系列でまとめていますおり、業績の下方修正が公表されて株価が下落したところで公開買付けの公表がなされ、その後に全部取得条項付種類株式の取得が決議されたという事案です。

レックス・ホールディングス事件は、一般に不公正なケースであると判断されているところですけれども、1株当たり23万円で公開買付けを実施しまして、高裁のほうで1株33万7,000円という決定が出されたところです。

原決定（東京高決平成20年9月12日金判1301

号28頁）では、取得価格についての規範につきまして、「当該株式の取得日における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る」と判示されたところです。

（b）最高裁決定

抗告棄却です。しかしながら、この点につきましては、いわゆる田原補足意見が出されていまして、先ほどの原決定の取得価格の意味につきましては、「MBOが行われなかつたならば株主が享受し得る価値と、MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを、合算して算定すべきものと解することが相当である」と述べられたところです。

（c）レックス・ホールディングス事件決定等の問題点

（ア）「公正な価格」の要素

公正な価格の要素として、先ほど申し上げたような内容の規範ということになりますと、前者と後者、客観的価値と増加分につきまして区別して両者を加算するというのは論理的ではないと評価されていまして、田原補足意見の定式化というのがより適切なものとして受けとめられているのではないかと思います。

そうした規範がその後の下級審判例に反映されるという形になりまして、取引が公正であっても補正を行う必要性があるというふうに理解され、そのことが、前述のような批判に繋がっていったと考えられるわけです。

また、田原補足意見につきましては、MBO指針を引用しているところがありますけれども、概念整理としてMBO指針では取り扱われていたものが、それらを分けて合算するという形で取り扱われていることに対する批判もあります（飯田秀総・前掲、松中学「本件判批」（商事法務2114号（2016

年))) 。

(イ) 本件決定との関係

本件決定とレックス・ホールディングス事件決定との関係ですけれども、取引の公正・不公正という点が異なる点ではないかということが指摘されています。すなわち、レックス・ホールディングス事件は取引が不公正であったと評価された事案でありまして、取得価格が公開買付価格と同額とされていたわけではないことのほか、幾つかの点で不公正と受け取られる事情が存在していたということで、意見書等が公表されるときは「強圧的な効果」があるといった表示があり、また、下方に価格を誘導するような特別損失の計上が行われたといった点が、こうした事情として挙げられています。

これに対して本件決定は、公正な取引として公開買付価格を尊重した事案ですので、両事件決定は対立するわけではないという指摘があります

(松中学・前掲、受川環大「本件判批」(新・判例解説 Watch 商法 No. 93 (2016 年) 1 頁)) 。しかし、これに対しては、本件決定とレックス・ホールディングス事件決定が矛盾すると指摘されている部分があります。すなわち、株価指数一般が大幅に上昇しているような場合、客観的価値が公開買付価格を上回ってしまうことになりますと、本件決定は公開買付価格と取得価格を同額としていますので、その点において矛盾が生じるのではないかということです(日本証券経済研究所金融商品取引法研究会「公開買付前置型キャッシュアウトにおける価格決定請求と公正な対価」(研究記録 (2016 年) 58 号)) 。

ただ、今後も、下級審裁判例はレックス・ホールディングス事件決定あるいは田原補足意見を踏襲するのではないか、と予想されているところです。

②インテリジェンス事件(最三決平成 23 年 4 月 26 日金判 1367 号 16 頁)

(a) 事案の概要

当時のジャスダック証券取引所に上場していた人材紹介事業等を営む会社につき、平成 20 年 8 月 28 日に開催された株主総会において、株式交換の決議がなされたというものです。こちらは、相互に特別な資本関係がある会社間の組織再編として位置づけられているのではないかと思います。

反対株主は、所定の手続に則って請求を行ったところです。

本件株式交換の計画公表直前である平成 20 年 7 月 1 日における株式の株価は 7 万 9,500 円でしたけれども、その後、リーマンショックをはさんで、4 万 3,250 円まで下がりました。このように株価が下落した主な原因が本件株式交換にあったということです。したがって、企業価値あるいは株主価値を毀損すると言われたところです。

(b) 決定要旨

原決定破棄・差戻しです。

「反対株主に「公正な価格」での株式の買取りを請求する権利が付与された趣旨は、吸収合併等という会社組織の基礎に本質的変更をもたらす行為を株主総会の多数決により可能とする反面、それに反対する株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、吸収合併等がされなかつたとした場合と経済的に同等の状況を確保し、さらに、吸収合併等によりシナジーその他の企業価値の増加が生ずる場合には、上記株主に対してもこれを適切に分配し得るものとすることにより、上記株主の利益を一定範囲で保障することにある。」

そして、シナジーその他の企業価値の増加が生じない場合には、「公正な価格」は、買取請求がされた日における、いわゆる「ナカリセバ価格」をいうものと解するのが相当であると判示されたところです(最高裁平成 22 年(許)第 30 号同 23 年 4 月 19 日第三小法廷決定・裁判所時報 1530 号登載予定参照)。

(c) 小括

株式交換完全子会社の反対株主による買取請求の事案で、組織再編により企業価値の増加が生じない、毀損される場合の「公正な価格」について、いわゆる「ナカリセバ価格」と評価した事案です。

本件では、先ほども確認しましたとおり、「公正な価格」による買取請求権が付与された趣旨としまして、反対株主に退出の機会を付与するものである、したがって、組織再編がされなかつた場合と同等の経済的状況を確保し、さらに、企業価値の増加が生ずる場合、それを適切に反映した価格を保障するというふうに論じられているところでして、「ナカリセバ価格」の保証に加えてと言っていいのかどうかわかりませんけれども、シナジー適正分配価格を認める趣旨に読めるということです。

そして、算定基準時につきましては、買取請求時ということでありまして、これは楽天対TBS事件(最三決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁)の立場を踏襲しているところです。

理由づけとしましては、売買契約類似の法律関係の発生や株主の退出意思の表明に加えて、効力発生日を基準時とすれば株価変動リスクを株主が負担することになり、一方で、承認決議日を基準時とすれば株主が株価変動リスクを一切負わないことになる、というところに求められています。

その上で、「ナカリセバ価格」の算定における裁判所の裁量としまして、株式交換公表前の市場株価を参照する、そして参考株価に補正を加えるといったことが行われるということになります。

そのことがリーマンショックを間に挟んだこととの関係で問題になっているということでして、高裁決定では、マーケットモデルによる補正を認めて公正な価格を算定し、買取請求時を基準時としつつ、株価変動リスクを株主に負担させることとされました。

ただし、インテリジェンス事件の高裁決定につきましては、特別の資本関係にある当事者間の株式交換であり、かつ、一般に公正と認められる手

続によりなされ、株式交換比率は客観的に合理的なものであったと判示されたにもかかわらず、株式交換によって企業価値が毀損されたとされたケースであり、この点をどのように評価すべきなのかは、いま一つよくわからないところです。

ただ、この点の株価の補正の方法等につきましては、今回の報告では、私の能力を超えるところがありまして、大変申しわけないのですが、取り上げてはおりません。

③テクモ事件（最二決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁）

(a) 事案の概要

こちらは双方に特別の資本関係のない会社間で企業価値の増加があったと捉えられた事案です。

Aは、東京証券取引所市場第一部に上場していた会社であったわけですけれども、平成20年9月4日に、抗告人（当時の商号はB）との間で経営統合に向けた協議を開始することを発表しました。

株式移転によって統合するということで、平成20年11月18日に、各社の取締役会において承認を得て、A及び抗告人を株式移転完全子会社とし、株式移転設立完全親会社としてCを設立する株式移転計画を作成し、同日これを公表しました。

株式移転比率につきましては、抗告人の株主に対し、1株につきCの普通株式1株、Aの株主に対し、1株につきCの普通株式0.9株を割り当てることとされました。その株式移転につきましては、第三者機関に対して算定を依頼して得た結果を参考に協議し合意されたものということです。

平成21年1月26日に開催された株主総会においてこの承認決議がなされまして、同年4月1日に効力が発生したということです。

また、非常に多数の株式を持っている反対株主は、所定の手続に則って買取請求をしたということです。

(b) 決定要旨

「反対株主に「公正な価格」での株式の買取り

を請求する権利が付与された趣旨は、反対株主に会社からの退出の機会を与えるとともに、退出を選択した株主には、株式移転がされなかつとした場合と経済的に同等の状態を確保し、さらに、株式移転により、組織再編による相乗効果（以下「シナジー効果」という。）その他の企業価値の増加が生ずる場合には、これを適切に分配し得るものとすることにより、反対株主の利益を一定の範囲で保障することにある」と判示されました（最高裁平成 22 年（許）第 30 号同 23 年 4 月 19 日第三小法廷決定・民集 65 卷 3 号 1311 頁参照）。そして、「公正な価格」の算定に当たっては、株式買取請求日を基準日とすると判示されたところです（前記第三小法廷決定参照）。

その上で、「株式移転によりシナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合には、……株主総会決議がされることがなければその株式が有したであろう価格をいうと解するのが相当であるが（前記第三小法廷決定参照）、それ以外の場合には、……原則として、株式移転計画において定められていた株式移転比率が公正なものであったならば当該株式買取請求がされた日においてその株式が有していると認められる価格をいうものと解するのが相当である」とされたところです。

その上で、本件は相互に特別な資本関係がない会社間の組織再編でありまして、取締役・株主の判断を尊重するということです。「相互に特別の資本関係がない会社間において、……一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、……特段の事情のない限り、当該株式移転における移転比率は公正なものとみるのが相当である」と判示されまして、「公正なものと認められる場合には、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」ということですので、基準日である買取請求日における市場株価や近接する一定の市場株価の平均値をとて算定することは、裁判所の裁量の範囲内であると判

示されたところです。

（c）分析

企業価値の増加が生じる場合の組織再編における「公正な価格」の意義について判示されたものです。

（ア）判断枠組み

企業価値の増加を生じない場合とそれ以外の場合に分けて、前者につきましては、買取請求日における「ナカリセバ価格」、後者につきましては、株式移転比率が公正なものであったならば買取請求日において有していると認められる価格とされたところです。

相互に特別の資本関係がない会社間における株式移転ですので、取締役・株主の判断を尊重するとされて、一般に公正と認められる手続により、特段の事情がなければ公正と認め、買取請求日あるいはその近接する期間における市場価格を基礎に算定するという枠組みです。

（イ）本件に対する評価

本件につきましても、事案の混乱があるのではないか、評価の仕方に裁判所のほうで混乱があるのではないかというふうに指摘されているところです（神田秀樹「金融・経済取引と損害賠償法理等のあり方」（司法研修所論集 123 号（2013 年）41 頁））。最高裁は、レジュメの 13 ページの神田先生の分類に従っていまして、シナジー適正分配価格と評価していますけれども、下級審ではそのように扱われていなかつたのではないかというふうに評価されています。

・算定基準時

まず、「公正な価格」の算定基準時は買取請求日として、楽天対 TBS 事件を踏襲しているところです。

・「相互に特別の資本関係がない会社間」の組織

再編

相互に特別の資本関係がないケースを調べるより、あるケースを調べたほうが早いのではないかと思いまして、あるとされたケースでの議決権割合について簡単に幾つか書いています。

インテリジェンス事件では、議決権割合が41.5%で連結親会社として取り扱われましたので、それより少ないとされる割合の場合に、相互に特別の資本関係がないものとされることになりうると考えられます。

この場合は、いわゆる独立当事者間取引として交渉が行われ、利益相反関係がない場合の組織再編ということになろうかと思います。この点につきましては、キャッシュアウトの場合の多数株主にも関係てくるところではないかと思います。

- ・「相互に特別の資本関係がない会社間」における取締役・株主の判断の尊重

その上で、「相互に特別の資本関係がない会社間」における取締役・株主の判断を尊重するということとして、取締役につきましては忠実義務がありますので、会社・株主の利益にかなう計画の作成が期待できる、株主は、こうした取締役の判断を受けて、適正な情報の開示を受けて決定ができるということで、特段の事情のない限り、一般に公正と認められる手続により効力が発生した場合には、株式移転比率は公正と認められたところです。

しかし、取締役の忠実義務に関連しましては、義務違反があるようなケースでは、裁判所の介入の必要性が高いと指摘されているところです（柳明昌「判批」（私法判例リマークス 46 号（2013 年）））。独立当事者間取引ですので、義務違反になり得るようなケースがどれだけあるかということですけれども、組織再編で買収者側の立場にある会社から私的利害などの提供の申出があつたような場合については、場合によってはそういうこともあり得るのではないかとも考えられます。

いずれにしましても、そういう場合は「一般に

公正と認められる手続」に該当しないような行為が行われ、あるいは「株主の合理的な判断を妨げる特段の事情」に該当する場合が少なくないと評されています。

- ・「一般に公正と認められる手続」の有無

「株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続」というふうに判示されています。

この点につきましては、会社法上の手続が適法に踏まれば充足されると評価されています（石綿学「判批（下）」（商事法務 1968 号（2012 年））、伊藤靖史「判批」（判例評論 647 号（2013 年）））。また、第三者機関の株式評価を踏まえた合理的な根拠に基づく交渉を経て合意に至ったことについては特に触れられていないという指摘がありますが、そうした事情がなくとも「一般に公正と認められる手続」になる場合があるし、こうした事情が「一般に公正と認められる手続」に含まれないとも言えないというふうに評されています（石綿・前掲）。

- ・株主の合理的な判断を妨げる特段の事情

株主の合理的な判断を妨げる特段の事情がない限り、株式移転比率は公正であると判示されたところです。

本件では、「市場株価の下落やその推移から、直ちに」「特段の事情がある」とは言えないと判示されたところです。そうしますと、株価の下落は関係なく、株価の推移は株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたかどうかを示す事実ではないようにも思われるところです。

しかし、他方で、相場操縦により株価が操作されていた結果として株主の判断が歪められて、株主総会において合理的な判断ができなかったといった場合は、特段の事情に該当するといった指摘もなされていました（柴田義明「判解」（ジュリスト 1455 号（2013 年）99 頁））、そうだとしま

すと、そのような相場操縦、あるいはそれに類する行為が行われた場合には、この特段の事情に当たるということになってくるのではないかと考えられます。

虚偽記載あるいは不実表示、それから相場操縦やそれに類するような過度の投機といったものが該当し得るかどうかということが問題になってくると思われますし、組織再編以外に株価の大幅な下落を生じさせる要因が見当たらない場合も、そのような事情に該当するのではないかということが指摘されています（柳・前掲）。また、これ以外にも、会社救済の事案や友好的な組織再編、MBOなどの場合があるのではないかと指摘されています（湯原心一「判批」（早稲田法学90巻4号（2015年）115頁））。

- ・「相互に特別の資本関係がない会社間」の組織再編で、「一般に公正と認められる手続」でなかったか、「特段の事情」がある場合

「企業の客観的価値の算定が前提として必要とされ、結局、一定の評価算定方法によって算出される企業価値により、かつ、これを基にした株式移転比率を新たに認定せざるを得ない」と補足意見で述べられているところです。

- ・「相互に特別の資本関係がない会社間」ではない場合との関係

本件は、相互に特別の資本関係がない会社間ということですけれども、ある場合にどうなるかということです。その点につきましては、少数株主保護のための手厚い手続がとられた場合には、組織再編が公正に行われたものとして、市場株価を基礎に「公正な価格」を算定することが本決定の立場と親和的ではないかと指摘されているところです（伊藤・前掲）。

（2）小括

こうした判例の流れを確認させていただきたいと思います。すなわち、キャッシュアウトのケー

スにつきまして、組織再編の場合と全部取得条項付種類株式の場合の両方があり得るということで、これらについては整合的に解釈することが望ましいと考えられてきて、「公正な価格」ということが言われてきました。

組織再編の事案におきましては、企業価値の増大・毀損にかかわらず、「公正な価格」の算定基準時とは買取請求時をいうと判例では統一されているということです。

その上で、買取請求権制度の趣旨としましては、反対株主に退出の機会を付与し、組織再編がなったときと同等の経済状態を確保し、さらに、企業価値が増大する場合には、企業価値の適切な分配をすることで反対株主の利益保障をするということが指摘されています。

企業価値の増加が生じない場合とそれ以外の場合に分けて、前者におきましては、「公正な価格」とは、株主総会決議がされなければその株式が有したであろう価格を言い、組織再編公表前の市場価格、あるいはそうした一般的な市場の株価動向を踏まえて補正するといったことが行われます。後者の企業価値が増加する場合には、公正な価格とは、組織再編比率が公正なものであったならば株式買取請求日においてその株式が有していると認められる価格を言い、独立当事者間取引の場合には、一般に公正と認められる手続を踏めば、組織再編比率を公正と認め、買取請求時ないしそれに近接した期間の市場株価を参照して算定されるということになったわけです。

しかしながら、レックス・ホールディングス事件で確認しましたように、公開買付前置型のキャッシュアウトの事案における「公正な価格」につきましては、取得日における「客観的価値+増加価値分配価格」と判示されたところでして、市場株価が一般的に上昇している場合には、客観的価値の補正をする裁判例が出てきた結果、非常に高額な取得価格が認められたということです。

これに対して、本件決定は、公開買付前置型のキャッシュアウトの事案でありまして、一般に公

正と認められる手続を踏めば、公開買付価格を取得価格とするという事案です。そこで、この点について具体的に検討していくことにしたいと思います。

3. 本件決定の検討

(1) 本件決定の判断枠組みが当てはまる場合——多数株主の意義

まずは多数株主が問題となります。株式の相当数を保有する株主とはどういった株主かということです。この点につきましては、本件では合計で70%以上を直接・間接に保有する株主であったところですが、調査官解説の中では、「株主総会の特別決議を要する議案を単独で可決可能な議決権を有する株主またはこれに準じる株主」と説明されているところです（高原知明「本件判批」（ジャーリスト1503号（2017年）87頁））。

一般に、公開買付前置型でキャッシュアウトが行われるケースにつきましては、少なくとも特別決議を通すことができるだけの議決権割合の株式を公開買付けで買い付けた後にキャッシュアウトの手續をとることが一般的ではないかと思います。したがいまして、組織再編のケースでは、「相互に特別の資本関係がある会社間」ということで、3分の2を大幅に下回るような議決権割合のケースもありますけれども、こちらのケースにつきましては、おそらくそのようなことはほとんど起こり得ないのではないかと考えられます。

いずれにせよ、そのような多数株主がどういった株主かによって、「一般に公正と認められる手続」のレベルが変わってくると考えられます。

(2) 「一般に公正と認められる手続」

①概説

独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主に対しては、公開買付価格をすな

わち取得価格とするといった表示がなされるなど、一般に公正と認められる手続によって公開買付けが行われ、同価格で全部取得が行われた場合、ということが規範として述べられているところです。

この点につきましては、本件決定が残した課題と評価されていまして、裁判所が手続についてどの程度立ち入った審査を行うべきかということが残された課題として指摘され、外形的に独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くだけでは不十分であると言われています（田中亘「ジユピターテレコム事件最高裁決定が残した課題」（金融・商事判例1500号（2016年）））。

②「意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置」

(a) 独立した第三者委員会

独立した第三者委員会の内容が問題になっています。本件では、有識者から成る第三者委員会が設置されていたということです。具体的には、企業法務で非常に著名な弁護士の方、M&Aの研究を行っている大学教授、それから投資銀行と証券会社の勤務経験のある財務アドバイザーということで、先生方もおそらく弁護士と大学教授のお二人については名前を聞いたことがあるような著名な方が有識者として入っている委員会です。

(ア) 権限

第三者委員会にはどういった権限が必要とされるかということにつきましては、TOB等の意見表明について勧告をする、情報収集をして場合によっては交渉をする、そしてアドバイザリー契約を締結する、といったことが考えられるというふうに指摘されています（森・濱田松本法律事務所編「M&A法大系」（有斐閣（2015年）））。

一般に、いわゆる諮問型の第三者委員会と交渉型の第三者委員会があるとされていまして、本件では、Y社の取締役がA社、B社と交渉しているので、第三者委員会は諮問型に該当するのではないかと思います。

本件では、Y社による公開買付けへの賛同・応募推奨の意見を表明することは相当であると取締役会に対して答申をしていまして、そのような活動を行ったということです。

しかし、多数株主による少数株主の締出しのケースにつきましては、ご承知のとおり、交渉型の第三者委員会が望ましいのではないかということがつとに指摘されているところです。ただ、本件のMBOが行われた当時におきましては、交渉権限を第三者委員会に付与することはどうもまれであったようとして、多くの第三者委員会は諮問型であったということのようです。また、有識者に対して交渉権限を委ねるということにつきましては、有識者が責任をとれるかという問題もありまして、なかなかそのような者に権限を与えることが難しかったというふうにも考えられます。

それから、単独でMBOを実施するようなケースとは異なりまして、本件では2社の多数株主が締出しをするというケースですので、ひょっとしたらその2社間で交渉をするなどして適正な企業再編が行われた可能性があるのではないかと思ったところです。ただ、同じ利害を有していますので、あまり関係ないかもしれませんとも思います。

それから、専門家を指名する権限の有無ですけれども、企業再編につきまして、その提案を評価したり、あるいは事業計画を評価したりする場合には、専門家を指名するという権限がないと、利益相反関係にある会社から指名された者がそうした意見を出しても、あまり信頼の置けるものにはならないのではないかということが指摘されるところです。この点につきまして、本件の第三者委員会が専門家を指名したというようなことはどうもなかつたようです。ただ、前述のように、本件の第三者委員会のメンバーの中にはこの分野において非常に著名な専門家が入っていたと認められますので、ひょっとしたらそのような事情も関係していくのではないかと思います。

(イ) 組織

利益相反回避措置として第三者委員会が設けられるということですので、一般的には社外取締役・社外監査役か有識者により構成されるということです。

本件の第三者委員会のメンバーはわかっているところですけれども、どういった形で組織されていたのかということについてはいま一つよくわかりません。前述のように、交渉権限があったかどうか、それにふさわしい陣容になっていたかどうかといったことが問われるということです。有識者の選任は次善の策であると指摘されていますけれども（森・濱田松本法律事務所編・前掲）、本件では、社外取締役もいなかつたということで、やむを得ない措置かと思います。

(ウ) 地裁決定における審査の対象

MBO等については、形式面と実質面の両面を審査する必要性が指摘されるところです。第三者委員会のメンバー及び利害関係がないことの確認をするということです。それから、交渉・選任権限がなかつたことは、手続の公正性を判断する上で問題ないとされましたけれども、果たして十分だったかということが問題になり得ます。

本件の第三者委員会は、2013年2月に最終的な公開買付けを行っているところですけれども、合計14回にわたって会合を開催したということが認定されています。そして、情報収集と協議検討を行ったということですけれども、決定文の中からは、具体的な情報は読み取れないところです。

第三者委員会の答申の内容につきましては、前述のとおりでありますと、公開買付けについて賛同する、そして応募推奨を表明することは相當であるという意見が答申されました。ただ、反対株主側からは、第三者委員会の検討資料や議事資料といったものの提出が求められたようすけれども、裁判所はそれらについてはどうも提出を命じなかつたようとして、実質面の審査につきましては、裁判所はあまり行ってはいないように見受けられます。

本件の第三者委員会のメンバーにつきましては、おそらくは事業計画等をそれなりに評価できる能力を持った専門家が起用されていたのではないかと推察されますけれども、そうしたことがきちんと適切に行われたかどうかということが評価される必要があるようと思われます。

(b) 専門家からの意見聴取

(ア) 専門家の意義

専門家からの意見聴取につきましては、独立した専門家が必要であるということで、各当事者がそれぞれ独立した専門家を起用したということです。

(イ) 依頼する者と専門家の使い方

買収者あるいは多数株主側から選任されることは望ましくないということはつとに指摘されているところですが、本件では、第三者委員会には専門家を指名する権限もなく、利用もしていないということです。こういった実態をどのように評価するかということが問題となり得るということです。

(c) その他

既に出てきましたとおり、利害関係のある取締役は排除されていました。11名の取締役の内、代表者・役職員であった6名と、直近まで役職員であった2名が実質的に排除されました。監査役につきましても、役職員を兼務している者については取締役会に出席せず、弁護士につきましては、情報隔離措置がとられていたということです。

それから、対抗提案を排除するような取決めとか、あるいは短めのTOBの期間を設定することで対抗提案を排除するような可能性があったかということですけれども、この点につきましては、70%超の議決権を保有していますので、おそらく本件では無関係なのだろうと思われます。

MOM（マジョリティー・オブ・マイノリティー）に関しては、公開買付けの条件には入っていないか

った模様です（買付株数の下限・上限ともになし）。約66.58%の少数株主が応募していましたので、過半数を超えて約3分の2に迫る応募があったということです。

問題はそれ以外の株主ですが、こちらにつきましては、ざっくりとした計算ですけれども、TOBに応募しなかった者の多くは、おそらく反対株主として買取請求権行使した株主である模様です。したがって、おそらくは投機的な株主ということではなかつたかと思います。

③公開買付価格と同額で取得する旨の明示

いわゆる強圧性に対処するための開示ですけれども、公開買付前置型のキャッシュアウトにつきましては、公開買付けの時点で対価の公正さを判断することが必要になり、公開買付価格と同額で取得する旨の明示はそのための前提であると評価されているところです。したがって、それ以降はもう変更しないということが確立しているような場合、そういうコミットがなされているような場合についても本件の規範が当てはまるということです。

ただ、この点に関しましては、公開買付時の開示の仕方としまして、取得価格の計算の仕方につき、事情の変化により株価の変動に応じて同方向に取得価格を変更する旨の開示をしてはどうかということが指摘されています（日本証券経済研究所金融商品取引法研究会・前掲）。TOB開始からキャッシュアウトの完了まで、本件では9か月以上要していますけれども、時間がかかる場合には、そのときの株価の変動に応じて取得価格も変えてもいいのではないかということを念頭に置いた提案ではないかと思います。

ただ、どのような形で株価の変動を取得価格の変動に反映させるのかということが問題になってくるのではないかと思います。また、そのような形で株価が変動することのある種取得価格に自動的に組み込んで決定をするということになりますと、後述するような特段の事情の考慮にも関係し

てくるのではないかと思います。

(3) 「取引の基礎となっ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」

①概説

「特段の事情」が認められなければ、公開買付価格はすなわち取得価格になるということでありまして、「特段の事情」が認められれば、例外的に裁判所が取得価格を独自に算定して決定することになります。

ただ、この点につきまして、裁判所が「補正」を行うべき理由としては不十分であるという指摘がなされているところでして、「将来の市場動向についての公開買付時点での予想を反映する形で公開買付価格が決定されたことと、基準時における公正な価格を算定するためにその後に生じた市場動向を勘案して「補正」を行うこととは、それ自体何ら矛盾しない」というふうに指摘されています（日本証券経済研究所金融商品取引法研究会・前掲）。

いずれにしましても、最高裁は、キャッシュアウトの全部取得条項付種類株式の取得のところだけではなくて、公開買付けから一連の取引を前提にして、その取引の基礎になった事情に予期しない変動が生じたと認められるに足りる事情をここで取り上げているというふうに考えられます。

本件の決定要旨によりますと、基本的には、取得日までに生じた市場株価の一般的な変動は考慮しないということが指摘されているところです。

②「特段の事情」の内容

「特段の事情」の具体的な内容についてはつきりしないということです。

「株価の変動も織り込んで公開買付価格が決定されていることが補正をしない理由であれば、「予期しない変動」とは株価に織り込まれないようなものか否かが基準」となるといった指摘がありまして、株価に織り込まれないようなものであれば、補正があり得るということです（藤田友敬「本件

判批」（論究ジュリスト 20 号（2017 年））。

この点につきまして、小池裁判官の補足意見の中で、本件のケースにつきまして、「特段の事情が認められないことは、少数株主の多数や株式市場によって本件買付価格が受け入れられたとみられることなどからも裏付けられる」というふうに評価されています。

公開買付けにつきましては、約 66.58% の少数株主が応募しており、全部取得決定の株主総会決議につきましては、賛成が約 92.3% であったところですけれども、全部取得の場合には、そうした公開買付けあるいは株主総会決議後に予期しない変動が起こり得るというふうにも考えられます。ですので、そういう事情だけでは予期しない変動が生じたか否かは決定できないということです。

それから、キャッシュアウトのケースでは、株価の推移からもわかりますとおり、株式市場においてキャッシュアウトの価格に固定されるというように考えられますので、本件買付価格が株式市場に受け入れられるということがどういうことなのかも、いま一つ判然としないところです。

いずれにしましても、二段階の企業再編に要する期間を可能な限り短縮することによって、こうした特段の事情に当たり得るものを見らすということが必要ではないかというふうに指摘されています（鳥山恭一・前掲）。

(4) 裁判所による取得価格の算定

一般に公正と認められる手続がとられていない場合、「公開買付価格＝取得価格」であることが明示されていない場合、それから特段の事情がある場合に、裁判所が独自に取得価格を算定することになろうかと思います。

公開買付前置型のキャッシュアウトにつきましては、前述のとおり、株価はキャッシュアウトの対価に固定されるという特徴があると指摘されています。したがって、対価の公正性を判断する時点は、公開買付時点となり、価格算定の基準時が意味を持たなくなると指摘されています（藤田・

前掲)。

本件は、公開買付価格が取得価格となる場合の要件を示したものと考えられるところですけれども、そうとはならない場合は例外的と言えようかと思います。

キャッシュアウトの対価の公正性の判断時点としては公開買付時が指摘されているわけですけれども、公開買付時点以外であるときには、裁判所が公開買付時点における判断として公正な価格が幾らであったのかということを決定する必要があると考えられます。こうした場合として、不当に長期間空いてしまったケースや、当初の計画を修正せざるを得ないようなケースなどが指摘されています。

既に冒頭で指摘させていただいたとおり、本件の決定要旨によりますと、レックス・ホールディングス事件決定の定式と矛盾することとなり得るというふうに評されているところです。

もっとも、手続の公正さ等が確保されなかつた場合に裁判所がどのような形で価格を算定するかということにつきましては、これまでの下級審の裁判例を見る限り、やはり何らかの形で客観的価値を算定し、何らかの形でプレミアムをつけるという方法がとられているのではないかと思いますが、実際にこうした算定方法になるのかということは問題になってこようかと思います。

(5) 課題

① キャッシュアウト手段としての株式等売渡請求・株式併合

本決定の論理は、株式等売渡請求・株式併合にも当たると思われます。ただ、TOB と株式等売渡請求に要する期間については、TOB に 20~30 営業日、上場廃止に 1 か月ほどかかり、売渡請求まで加えると、合計で大体 3 か月程度で行われている模様で、TOB 期間終了後、取締役会の承認を行い、上場廃止の手続後に取得日を設定することとなります。ですので、おそらく特段の事情に該当するような場合は非常に少なくなってくるのでは

ないかと思います。

他方、株式併合の場合は、特別決議を要するということがありますので、全部取得の場合と似たような形になってくる可能性があるということです。

② 企業価値の増加・毀損の有無

一方で、取締役と多数派株主が M&A 取引を承認した以上、企業価値を増加させるものであったと考えてよいという評価がありますけれども、他方で、株価の分析を行うことで企業価値の増加・毀損といったものを評価できるという見解もありますし、いずれも一長一短だと思いますけれども、その点を今後どのように詰めていくかということが問題になってくると思います。

また、その他の手段との関係が問題になりますけれども、この点については、大変申しわけありませんが、今回は全く検討することができませんでした。

時間を超過して申しわけありません。ご教示を賜りますようお願いいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○黒沼 どうもご報告ありがとうございました。それでは、討論に入りたいと思います。どの点からでも結構ですので、ご意見・ご質問をいただければと思います。

### 【本件決定と田原補足意見との関係】

○飯田 本件決定とレックス・ホールディングス事件の田原補足意見との関係について、レジュメの 22 ページの記載からすると、結局矛盾はないというご評価なのかを確認させていただければと思います。22 ページを見ますと、公開買付時点で公正であったであろう対価の価格を算定するということですから、そうすれば、取得日時点での「客観的価値 + 増加価値分配価格」という定式を示し

た田原補足意見とはやはり異なるのだとご理解されているのか、ということを教えていただければと思います。

○若林 藤田先生のご論考を拝読させていただきまして、それで藤田先生のご指摘が正しいのではないかというふうに考えまして、そのように評価しているところです。

○飯田 ですので、結局、補正の話というものは、基本的にはしてはいけないということになったのだということですね。

○若林 はい。

○飯田 わかりました。

#### 【裁判所による取得価格算定の補正を否定する理由づけ】

○行澤 今のご指摘にもありましたように、公正価格の判断の際に、公開買付けの際の評価以降の株価の変動を考慮することは別に間違っていないものの、公開買付時点で評価済みのものがベースになるべきだという本件決定の考え方と、取得日においてその後の事情を全部評価して補正するのだというレックス・ホールディングス事件決定の考え方は、確かに一見すると矛盾するように見えます。ここでご質問したいのは、本件決定は、事後的補正につき、本来考慮することが相当でないと認められる要素を考慮して価格を決定するものだと評価した上で、それをやってはいけないと言っているのですが、では、本件決定が、評価の時点として公開買付時点を原則としなければならないと言っている理由は何かということです。本件決定からは、その後の補正をやってはいけないという理由がいま一つ分かりづらくて、従来言われていたように、投機を許すからだとか、あるべきキャッシュアウトを阻害するからだとか、そういう理由がない限りは、レックス・ホールディングス事件決定のような事後的補正をやってはいけないという議論につながりにくいと思うのですが、その点についてのご見解をお聞かせいただければと思います。

○若林 確かに、その点についての理由づけが必ずしも明確でないというのは、先生のおっしゃるとおりではないかと思います。

○行澤 ということは、本件決定は、やはりそういう政策的な理由の裏付けとか、そういうことがやはり必要ではないかというふうに理解すべきでしょうか。先生はどう理解されますか。

○若林 私は、従来からありました批判がやはり正しいのではないかと思っていまして、本件につきましても、結局、ここで反対して取得の請求をしている株主というのは、非常に投機的な行動をとっていたのではないかというふうに推測されるような株主ではないかと思ったところで、そうした観点では重要ではないかと思ったのですけれども。

○行澤 わかりました。ありがとうございます。

#### 【本件決定とインテリジェンス事件決定との関係】

○白井 補正のところでいろいろと議論になっていますので、私も補正に関する問題をご質問させていただければと存じます。

本件決定と、報告の中で取り上げてくださったインテリジェンス事件決定との関係について、どのように分析をされているのでしょうか。この2つの決定では、一方では補正を否定し、他方では補正を行った高裁決定の判断は合理的な裁量の範囲内であるという説明をしているようですが、そこに矛盾や抵触はないのかという問題です。仮に抵触はないという形で何か説明をつけるのであれば、どのようなご説明をお考えなのかというところを、もう少しご説明いただけするとありがたいです。

○若林 ご報告の中でも述べさせていただきましたけれども、J:COM 事件の評価といいましょうか、事案の特質性といいましょうか、その部分がよくわからないと思っているところです。

レジュメの10ページに書いていますけれども、インテリジェンス事件は、一般に公正と認められている手続によりなされ、しかも手続的な内容だ

けではなくて、ある意味実態面で株式公開比率が客観的に合理的だとされたにもかかわらず、企業価値が毀損されたケースであると考えられますが、そういう形で評価された部分が本当に正しかったのかという点が、私にはいま一つよくわからないところです。毀損されたというところの評価の部分は正しかったのかどうかというところが、本件決定との整合性を考える上で重要になってくるのではないかと思うのですが、そこは私もいま一つよくわかつていません。

○白井 そういたしますと、補正をすべきかどうかのメルクマールとして重要であると若林先生がお考えになっているのは、問題となっている企業買収が、企業価値を毀損するタイプの買収だったのか、それとも企業価値を増加するタイプの買収だったのかという点になるということでしょうか。

○若林 そこはそうだと思います。やはり J:COM 事件では企業価値を増加するタイプの買収が問題となりましたので、そこは違うと思いますけれども、果たしてインテリジェンス事件はそれでいいのかというのが問題だということです。

#### 【本件決定とレックス・ホールディングス事件決定との関係】

○前田 本決定の射程にかかるところで、初めに飯田先生がご指摘になったことと関連するのですけれども、レジュメの 22 ページの 8 行目あたりのところで、手続の公正さ等が確保されなかつた場合、例えば利益相反回避措置がとられていないかったという場合であれば、裁判所が価格を決定せざるを得ないということになると思うのですけれども、そのときに、一つの考え方は、そこにお書きくださっていますように、公開買付時点で公正であったであろう価格を裁判所が何とか算定してくると。つまり、公正な公開買付価格であれば幾らであったかということを出してきて、この決定の考え方について従えば、その場合は補正是しないということになると思うのですね。

もう一つの考え方は、レックス・ホールディングス事件決定がとったように、二段階に分けて、それで 2 つを合算すると。それが、そこにお書きになっている「客観的価値 + 増加価値分配価格」という定式になるのだと思うのです。取得日時点でのこの 2 つの価格を出してきて合算をする。こちらのやり方をもしとるとすれば、取得日時点ですから、補正をすることになりますよね。

ですから、今後手続の公正さ等が確保されなかつた場合に、最高裁がどういう立場をとるのかがなかなかわかりにくいところですけれども、私の理解では、2 つの方法があり得ると思うのです。若林先生のレジュメで 2 つ書いておられるのは、別の 2 つの考え方だというご趣旨で書かれているのでしょうか。私は、この 2 つは別だと理解していたのですけれども。

○若林 レジュメを作成したのが切羽詰まっていたところでしたので、非常に不正確な書き方をしたのかもしれないと思ったのですけれども、レックス・ホールディングス事件と矛盾することになるのだけれども、下級審において不公正とされたケースは、従来の方法といいましょうか、株式の客観的価値にプレミアムを加算して算出するという方法をとっているのではないかと思いますので、そういう趣旨で書かせていただきました。

○前田 そういうやり方もあると思うのですけれど、その場合は、先ほど申しましたように取得日時点の価格を出すことになるので、結局補正をすることになるのではないかと思ったのです。

○加藤 レックス・ホールディングス事件決定と本件決定の関係について今議論がされていると思うのですけれども、確かにレックス・ホールディングス事件の原決定は、客観的価値と株価上昇に対する期待価値に分けて算定していましたが、客観的価値については、公開買付けが公表される前の株価を基準にして算定していました、補正是していません。さらに、公開買付けから実際にキャッシュアウトが行われるまでの期間はやはり半年ぐらいであったので、そうすると、実際に田原

補足意見の定式に従ったから必ず補正をしなければいけないというのは、おそらく、これまでの下級審の立場ではないと思います。

○白井 加藤先生のご意見に関連してなのですが、レックス・ホールディングス事件の原決定は補正を行っておらず、最高裁もそれを是認しているわけですから、田原補足意見の定式に従うと論理必然的に補正が必要になるということには必ずしもならないのではないかと思います。その上で、取引条件の公正さを判断するに当たっては、株式買取請求権の行使時点での株式の客観的な価値を算定するという話と、どこまでの情報に基づいて取引条件の公正さを判断すべきかという話は、一応は区別できるようにも思います。

○黒沼 そうすると、取得日を基準にすると、当然補正がなされるはずだというお考えでしょうか。

○白井 いえ、それは考えていません。取引条件の公正さの判断をまずは行い、その判断に当たっては、取引に関する意思決定の時点で存在する情報に基づいて判断すべきと考えておりますので、仮に取引条件が公正であると判断されるのであれば、たとえその後の市場全体の株価上昇が生じたとしても、補正はすべきではないという立場に立つことは可能なのではないかと思います。

#### 【シナジー適正分配価格と補正との関係】

○行澤 今の加藤先生のお話は、そのとおりだと思います。ただ、いわゆるナカリセバ価格の部分はそうなのですが、客観的価値ではなくて、シナジー増大分の分配の判断の際に、その後の株価の上昇等は一切考慮されないという建前なのでしょうか。ここがブラックボックスになっていて、田原補足意見の難しい点なのですけれど、最終的に類似のケースも見て25%ぐらいがプレミアムだろうかと決めるのが相場だと思うのです。理屈から言って、企業価値の増大によるるべきシナジーの増加は、ある程度その後の企業の株価の増大等に反映されていると考えるのが一般的かと思つ

たのですけれども、その場合でも、それは補正とは言わないわけですね。

○飯田 今のご意見というのは、おそらくシナジーの分配などの公正性をどの時点で判断するかという問題についてのご指摘だと思います。それは本件決定の立場からすると、おそらく公開買付けの時点で決まるということですし、テクモ事件でも同じように株主総会決議の時点ということだったと思います。ですから、実際に統合した結果、もしかしたら100に上がるかもしれないけれども、それは50%の確率である、もしかしたらシナジーは0かもしれないけれども、それも50%の確率であるということだとすると、期待値で50ですというのが前提になって、それで条件が決まりましたということになっているのが、公開買付けの時点であったり、株主総会の時点であったりするということになると思います。

その後の株価の動向を反映させるというのは、それは結局100になったから正しいシナジーの分配は100だったのだという議論なのではないかなと思いまして、そういう判断はしないというのが本件決定であり、テクモ事件の意味ではないかというふうに思います。

○行澤 それはわかりますが、レックス・ホールディングス事件の判断でも、今おっしゃったような本件決定に整合的・親和的な考え方をとったといえるかどうかが問題だとは思います。

○黒沼 今のご質問を端的に言うと、本件決定はレックス・ホールディングス事件の田原補足意見を変更したものなのか否かということですね。

○行澤 はい。本件決定は田原補足意見とは違うということを前提にしながらも、前田先生のご質問にありましたように、利益相反回避措置が不十分な場合にはレックス・ホールディングス事件決定の基準が適用されるとして、そうすると、当該基準をとった場合には補正することになるのではないかという質問でございました。つまり、田原補足意見に従う場合、シナジーの分配の部分で補正ということを考えていなかったのかどうかと

いう点については、少なくとも明らかではないのかなと思って、質問させていただきました。

○黒沼 理解のために質問させていただきたいのですが、飯田先生のお答えは、シナジー分配の部分で補正をするか否かという問い合わせがおかしいということでしたか。

○飯田 趣旨としてはそういうことになります。要するに、そういうシナジーの分配のあり方をどの時点で決めるかということについて、判断時点が取得日ではないというのは、手続が公正ではないというときも同じであるというメッセージとして受け取ったほうがいいのではないかと思っています。ですから、ナカリセバ価格のときとそうでないときとで、哲学というか、考え方方が全然違うということではないかと思います。

○行澤 價値判断というか、意見としてはよくわかりました。ただ、レックス・ホールディングス事件決定に対する評価としてはどうかということは、やはりまだグレーだということで一旦引き取らせていただきたいと思います。（笑）

#### 【市場急変は「特段の事情」として認められるか／機会主義の抑制を補正の理由に据えることの是非】

○伊藤 最初に行澤先生が質問されたところの続きのことですけれども、最高裁決定が補正を否定した理由がどこにあるのかという話です。船津先生がジュリストに書かれた評釈によると、この決定文を読む限りでは、機会主義の抑止というよりは、公開買付価格を決定していたときに、市場の一般的な株価の変動も織り込んで決定しているのだから、さらに補正をしてしまうと、同じことをもう一回考慮することになって理論的に正しくないという理由なのではないかと述べられています（船津浩司「判批」（ジュリスト 1505 号（2017 年）105 頁））。このような補正を否定する理由は、補正を認めるべき例外的な特段の事情の範囲のほうに影響すると思います。

船津先生の評釈によると、もし「最初の公開買

付決定時に市場の一般的な株価の変動も織り込まれていたのだから」ということが補正を否定する理由なのであれば、特段の事情のほうには市場の一般的な価格変動以外の要素がいろいろと含まれるのではないかというふうに書かれていました。

そういうことを前提に、もう少し特段の事情の中身を考えたいのですけれども、例えば船津先生が書かれていたような、市場の一般的な価格変動以外の要素というものには、予想外の事象によってかなり市場が大きく動いた場合は入るのでしょうか。公開買付価格を決定したときには誰も予想もしなかったような何らかのショックがあつて市場全体がかなり大きく動いた場合に、補正を認めるべき特段の事情になり得るのかどうかということです。

あるいは、この補正が認められる場合があるかもしれませんという議論で、藤田先生の解説では、レジュメの 21 ページにも紹介されているように、株価に織り込まれないようなものであれば補正があり得ると書かれています。株価にもし影響しない事情であれば、なぜ補正をする必要があるのかがわかりませんので、この記述は少し補足をして読まなければいけないのではないかとも思いました。

さらに、補正を否定する理由について、仮に機会主義を抑止しなければいけないという根拠を正面に強く押し出すのであれば、そもそも補正を許すべき場合がなくなるのではないかとも思いました。どのような理由にせよ、補正をすること自体がおそらく機会主義的行動をもたらすのでしょうかから、機会主義の抑止を根拠にするならば、理論的には補正を認めるべき場合がなくなるのではないかということです。そのあたりの最高裁決定がどう言っているのかという話と、理論的にどう評価すべきなのかという話について、ご感触があつたら伺いたいのですけれど。

○黒沼 それでは、お答えをまず船津先生からいただいて（笑）、若林先生にご発言いただくということでおろしいでしょうか。

○伊藤 はい。

○船津 伊藤先生にご紹介いただいたとおりでして、若林先生が読まれなかつた決定要旨のところ、レジュメの4ページの(2)の前のところ、平成27年3月26日の最高裁決定があるから裁判所の合理的な裁量を超えたものだと言つてゐるのですが、この平成27年の最高裁決定というのが本件において一体どのような位置づけになるのかというところが私は気になりました。平成27年の最高裁決定というのはいろいろと読み方があつて、裁判所の誤解もあるのではないかという見解もありますけれども、エッセンスとしては、要素のダブルカウントをするなどということだと私は理解しました。そういう観点からすると、株価の変動までが公開買付価格に織り込まれてゐることを前提にしたら、事後的にさらにそれをプラスするのはおかしいと裁判所は考えただけではないかと。それを超えて、機会主義的な行動の抑止等を考えて最高裁が補正を否定したとは、テキスト上は読めないのでないかと私は考えております。

そういう機会主義的行動を抑止するということについておそらく明示しているのではないかという事案としては、楽天対TBS事件のときに、同じような考慮に関して最高裁が少し言及しておりますけれども、そのような例がある中で、本件決定では言及されていない以上は——背後にそういう考慮があったかどうかはともかくとして——、決定的な要素にはしていないのではないかと考えております。したがつて、補正を認める余地も広くなるのではないかと私は考えております。

ということで、伊藤先生のご質問には全く答えていませんで、敷衍しただけですけれども、私からは以上です。

○若林 予想外の事情で市場が大きく動いたような場合として私が考えておりましたのは、相場操縦や過度の投機のような、ある種人為的な要素といいましょうか、そういうものが非常に大きく関係しているような場合です。マーケットが非常に大きく動くというのは間々あることですので、

どれぐらい大きく動くかということにもよるのかかもしれませんけれども、基本的にはそのように考えていましたところです。

○志谷 今の点ですけれども、大きく市場が動いた場合であるというお話をしたので、そうすると、この特段の事情が認められるのはかなり狭いと理解しておいてよろしいでしょうか。

○若林 そうですね。私は調査官解説の文章からそのように考えた次第です。ですから、取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じた場合は、そのように非常に例外的なのではないかというふうに思いました。

○志谷 もう一点確認させていただきたいのですが、そうしますと、やはり最高裁は、今回の決定で、何をもって補正とするのかはともかくとして、補正をしないという態度を強く打ち出していると理解してよろしいでしょうか。

○若林 本件につきましては、多数株主が少数株主を締め出すケースですので、公正な手続がとられて、公開買付価格と同額で株式を取得しており、かつ特段の事情がない場合に該当しなければ、裁判所が価格を算定することになります。補正を認めることによって、非常に大きな弊害が生じてしまうと考えましたので、したがつて、その範囲を狭く考えるべきではないかということだったわけです。

ただ、船津先生にご指摘いただきましたように、もし機会主義的な行動の抑止を理由とするのであれば、それを明示したであろうということは、確かにそのように考えます。本件の地裁決定でも、結局、全て申立適格であり、権利の濫用ではないとされていることからも、確かにその点はそうだなと思いました。

#### 【補正による取得価格の上乗せの是非】

○森田 公開買付価格決定当時の上場来高値が約11万3,000円ですね。ということは、今までになかったような高い価格でプレミアムを出して買っているわけです。アパマンショップ事件ではな

いですが、客観的価値よりもおそらく高い価格で買っているという事件ですね。ただ、皆さんは技術的なことばかりおっしゃるのですが、値段は高くとも、それが嫌だったら、嫌と言う人もいますよね。それで嫌な人が残ったわけですが、嫌な人は、私有財産権があるのに無理やりに追い出されるわけですね。そうすると、もっとプレミアムをもらわないとできないねと考えているかもしれませんね。それなのに、もう一回手続をするのは面倒だというような官僚的な話はおかしいと思います。ただし、企業再生をしないとしようがないというので、これはどうしてもこの価格で買い取ってもらって企業再生するのだから、仕方がない、応じてくださいよというふうな緊急性があったりするのだったら、いいのかもしれません。この会社の場合、シナジー効果はあるのでしょうかでも、どういう目的で、どういう必然性があつて少數株主まで追い出さないとできなかつたのかというようなことがよくわからないなと思うんですね。株主にしてみたら、ずっといたいと思っているかもしれませんですよ。争えないというのもおかしいなと思います。

私の質問は、今おっしゃったような単に価格変動があったからということだけが判断の基礎となつたのかということです。つまり、プレミアムをもっと欲しいと言うのはいけないのでしょうかという質問です。

○若林 本件でどうしても企業再編をしなければならなかつたという切迫した事情があつたのかどうかというのは、きちんと調べておりませんので、その点についてはちょっとわかりかねるのですけれども。

○加藤 森田先生のご質問は、詰まる所、株式買取請求手続をするという労をわざわざとった以上、もっとプレミアムを取つていいのではないかということだと思います。この点に関連して考えたのですが、この裁判の決定では、取引の基礎となつた事情に予期しない変動が生じたと認めるに足る特段の事情がある場合には補正はできると言

っているのですね。ただ、よく考えると、これはまさに契約締結の前提とされた事情に変更が生じたことを指しているように思います。そもそもこういう特段の事情がある場合は、公開買付けに応募した株主にとつても、予期しない事情が生じたということだと思います。そうすると、株式買取請求権を行使した人だけ補正をして保護するというのは、買取請求権の制度趣旨に合致するのかというのが、こういう理由で補正の余地を認めたことに対する疑問としてあるかなという気がしました。

#### 【機会主義の抑制を補正の理由に据えることの是非等】

○黒沼 今の点、私からもよろしいでしょうか。先ほどの伊藤先生のご質問についての議論が途切れてしまつたこともありましたので、その点も含めて個人的な意見を述べたいと思います。

私は、将来の市場動向を織り込んで公開買付価格を決定することなどは不可能だと思います。ですから、この最高裁の理由はおかしいと。で、結論を正当化するには、機会主義の抑止しかないというふうに思っています。

そういう意味では、企業業績の変動も、市場の一般的な動向による株価変動も予想できません。それが予想できるのであれば株価に既に織り込まれているはずですので、現在の株価を基準にしてTOB価格を決めればいいだけのことです。ただ、機会主義的な行動の抑止を理由とするならば、補正を認めるべき場合がなくなるのではないかというのは、理論的にはそのとおりだと思いますけれども、例外とすべき場合がいるのかというのは議論の余地があるのかなと感じています。

○白井 その点ですけれども、私も、機会主義の抑止という観点で議論を進めていくと、理論的には補正を認めるべき場合はなくなるのではないかという伊藤先生の最後のご質問について、同様の疑問を持ち、悩んだことがあります。

そのときいろいろと考えたことで、個人的な

意見を申し上げることになって恐縮なのですが、機会主義的行動という言葉で議論している内容には、会社ひいては残りの株主にリスクを負わせた上で株主が投機できるというある種の株主間の利益移転の話と、株主がそのことを見越して行動することで買収に応じなくなる過剰なインセンティブが生じてしまい、その結果として社会経済的に見て不合理な状態、すなわち社会的厚生を改善するような望ましい買収であっても実現できなくなるという話の、2つの話があると思うのです。そして、少なくとも2点目の組織再編に反対する過剰なインセンティブが生じ、社会的厚生を改善するような望ましい買収であっても実現できなくなるという不都合に関しては、補正の要否について企業価値増加型と毀損型に分けて考えて、企業価値毀損型、すなわちナカリセバ価格の算定の場合には補正を認めるけれども、企業価値増加型の場合には認めないと整理をすることは、十分に可能ではないかと考えています。企業価値毀損型の場合には補正が認められるものの、のような企業価値を毀損する買収に反対する過剰なインセンティブが与えられることで、単純に考えるのであれば、社会的厚生という観点から見て何か損失が生じるというわけではないでしょうし、同時に、企業価値増加型の場合には補正が認められないのであれば、社会的厚生を改善するような望ましい買収については、買収に反対する過剰なインセンティブが生じるという問題はなくなるわけですから。

○梅本 先ほどの伊藤先生の質問に関連してなのですけれども、藤田先生がおっしゃっている「株価に織り込まれていない」というのは、おそらく公開買付価格を決める際の基準の株価に織り込まれていないということでしょうから、そうである限り、この表現は、私は正しいのかなというふうに思います。

また、急に株価が公開買付から効力を生ずるまでの間に暴騰したという場合、例えばOPECの減産合意が急に実効性を持って石油価格が大きく上が

った場合、石油関連の企業の株価もおそらく大きく上がると思うのですね。そうすると、おそらく価値が上がったということは、将来のキャッシュフローから得られるものが大きく増えるということでしょうから、まさに企業価値が上がったというふうに考えることができ、その分については当然補正是あり得るのではないかと思います。

それからもう一つ、特段の事情がない限りという補正の方向ですけれども、今までの議論は上がる方向で議論していましたけれども、株価というのは下がることもあるわけです。そういう場合はよくわからないのですけれども、取得する側の会社が公開買付けの際に公開買付価格で組織再編をするということを表示している以上は、おそらく公開買付価格で取得してもらえるということだから、これは下げるほうは考えなくてもいいのかなというふうに考えます。

それから、加藤先生のご議論はとても刺激的で、ああ、なるほどとは思ったのですけれども、個人的には、公開買付けに応じた人というのは、やはりキャッシュを得て会社からもう出ていている人で、公開買付けから効力を生ずるまでは、やはり少数株主もリスク資産を持っており、株主である以上は、そのリスクに応じたプラスマイナスのどちらも得られていいのではないかという気がします。もしかしたら誤解しているかもしれませんけれども、私からは以上です。

○黒沼 この事件は議論していると尽きないものですから、中途半端になってしまって申しわけないのですけれども、そろそろ時間になりますので、討論はこれで終わりにしたいと思います。

本日は活発なご議論をいただきまして、ありがとうございました。それでは、本日の研究会はこれで終了とさせていただきます。