

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

株式買取請求をめぐる近時の問題 —補正の要否に関する議論の整理と公正な手続に関する考察—

2017年11月24日（金）15:00～17:00

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	眞得	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教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
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

株式買取請求をめぐる近時の問題

一補正の要否に関する議論の整理と公正な手続に関する考察一

同志社大学法学部教授
白井正和

目 次

- I. 本日の報告の概要
- II. 補正の要否に関する問題
 - 1. ナカリセバ価格の算定と補正の必要性
 - 2. インテリジェンス事件決定
 - 3. 補正の要否に関する判例の体系的な理解
 - 4. 現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定と補正の要否
- III. 手続的な公正さを確保する上で講ずべき

- き措置に関する問題
 - 1. ジュピターテレコム事件決定と手続面の審査を重視する傾向
 - 2. 手続的な公正さの審査の枠組み
 - 3. MBO におけるマーケットチェックの活用という視点
 - 4. 小括
- IV. おわりに

○前田 それでは、定刻になりましたので、11月の金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内のとおり、同志社大学の白井正和先生より「株式買取請求をめぐる近時の問題 一補正の要否に関する議論の整理と公正な手続に関する考察一」というテーマでご報告をいただくことになっております。

それでは、白井先生、よろしくお願ひいたします。

○白井 同志社大学の白井です。本日は、貴重な報告の機会を与えていただき、まことにありがとうございます。

I. 本日の報告の概要

本日の私の報告では、株式買取請求権制度をめぐる近時の問題を取り扱いたいと考えております。中でも、補正の要否に関する問題と公正な手続に関する問題を中心にお話をさせていただきます。

・ジュピターテレコム事件決定（最決平成 28 年 7 月 1 日民集 70 卷 6 号 1445 頁）

株式買取請求権制度に関する近時の重要な最高裁決定として、ジュピターテレコム事件決定が挙げられます。ジュピターテレコム事件決定では、約 70% の株式を保有する支配株主による少数株主の締め出しが行われたわけですが、このような多数株主と少数株主との間に利益相反関係が存在する企業買収の場面であっても、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（利益相反

排除措置)が採られ、手続の公正さが十分に確保できていると認められる場合には、テクモ事件決定(最決平成24年2月29日民集66巻3号1784頁)のような相互に特別の資本関係がない会社間の企業買収の場面と同様に、原則として当事者間で合意した買収条件を尊重するという裁判所の姿勢が明確にされました。

ジュピターテレコム事件決定が示した内容に関する具体的な検討は、既に本研究会でも今年5月に早稲田大学の若林先生によってご報告されています。したがいまして、本日の私の報告では、ジュピターテレコム事件決定それ自体には深入りせず、同決定で示された内容をいわば所与のものとした上で、同決定後の非独立当事者間の企業買収の場面における公正な価格の算定に当たって今後問題となりそうな点を幾つか取り上げさせていただきたいと考えています。具体的には、市場全体の株価の動向を考慮した「補正」の要否に関する問題と、手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題について、それぞれ分析・検討を試みたいと思います。

なお、本日の報告で「補正」という用語は、マーケットモデル等を利用することで、価格算定の基準日までの間に生じた市場全体の株価の動向を考慮して公正な価格を算定することを指して用いることとします。

II. 補正の要否に関する問題

1. ナカリセバ価格の算定と補正の必要性

最初に指摘させていただきたい点としまして、日本の裁判所は、企業価値を反映するものとしての株価に高い信頼を寄せているということが、その判断枠組みにおける重要な特徴の一つであると言うことができるようと思われます。すなわち、日本の裁判所は、例えばインテリジェンス事件決定(東京高決平成22年10月19日判タ1341号186頁)で述べられた内容を引用するのであれば、「一般に、株式価格は、市場に参画した多数の投資者が、当該企業の資産内容、財務状況、収益力及び

将来の業績見通しなどに基づく企業価値を基礎とし、その企業に関する情報やその時点における一定の偶然的要素に影響されながら下した投資判断により、形成されるもの」であると、多くの場合考えているようです。そのため、日本の裁判所は、株式買取請求権が行使された会社が上場会社であって株価が存在するのであれば、公正な価格のうちのナカリセバ価格の算定に当たっては、当該会社の株価を価格算定の基礎とすることが一般的です。

そして、仮に問題となっている買収が企業価値を増加も毀損もしないのであれば、ナカリセバ価格として、価格算定の基準日——これは判例によりますと株式買取請求権が行使された日ということになりますが——における当該会社の株価を直接に用いることが可能になります。この場合には、公正な価格として、買収の影響を排除した価格であるナカリセバ価格を算定することになりますが、問題となっている買収が企業価値を増加も毀損もしない以上、少なくとも理屈の上では、買収の計画公表の事実がそれ以後の買収対象会社の株価に対して影響を与えることはないと考えることができます。実際に、楽天対TBS株式買取価格決定申立事件(最決平成23年4月19日民集65巻3号1311頁)では、同事件における吸収分割が企業価値を増加も毀損もしないという事実認定に基づきまして、価格算定の基準日、すなわち株式買取請求権の行使日における買収対象会社(分割会社)の株価をもってナカリセバ価格と決定しています。

ところが、これに対して買収が企業価値を毀損する場合には、買収の計画公表「後」の株価は、当該買収による企業価値の毀損を見越して下落することになるので、買収の影響を排除した価格であるナカリセバ価格の算定に当たって用いることはできなくなります。そのため、買収が企業価値を毀損する場合のナカリセバ価格の算定に当たっては、買収が企業価値を増加も毀損もしないわば例外的な場合と比較して、やや複雑な検討が必

要になります。

具体的には、買収の計画公表後の株価は、ナカリセバ価格の算定に当たって用いることはできませんので、株価を参照するのであれば、買収の計画公表「前」の株価を用いるしかないわけですが、買収の計画公表前の株価は、計画公表から価格算定の基準日までの間に生じた当該買収以外の事情、例えば経済全体あるいは業界全体の動向や、当該会社に固有の事情ではあるけれども当該買収とは無関係に生じる事情といったものを織り込んではいませんので、これらを織り込む必要があるのではないかという問題が学説において提起されてきました。ナカリセバ価格というのは、買収がなかったとすれば、価格算定の基準日に当該株式が有していたであろう価値を意味する以上、理論的に考究するのであれば、計画公表から価格算定の基準日までの間において買収がなかったとしても生じ得る事情については、価格算定に当たって当然に考慮すべきだからです。

2. インテリジェンス事件決定

こうした問題意識を背景としまして、インテリジェンス事件決定では、株式交換による株対価の買収の場面におけるナカリセバ価格の算定に当たって、同事件の株式交換の計画公表前の買収対象会社の株価を基礎としつつも、回帰分析の手法により、これに価格算定の基準日までの市場全体の株価の動向を反映した一定の「補正」を行った最初の公表裁判例として、重要な意義を有します。

レジュメの2ページのグラフは、実線部分が買収対象会社の実際の株価の終値を表し、点線の部分が補正後の買収対象会社の推定株価を表します。インテリジェンス事件の原決定に当たる東京地裁の決定（東京地決平成22年3月29日金判1354号28頁）は補正を行わなかったのですが、そのため原決定では、単純に株式交換の計画公表前の買収対象会社の株価の終値の平均値をもってナカリセバ価格を算定していました。すなわち、レジュメのグラフでいうところの①の部分をとったわけで

す。これに対して、インテリジェンス事件の高裁決定のほうでは、補正を行いまして、補正後の推定株価のうち株式交換の効力発生前1か月間の平均値をもってナカリセバ価格と算定しています。地裁とは異なり高裁では、レジュメのグラフの②の部分をとっているということです。

インテリジェンス事件決定が示される前の裁判例には、企業買収によって買収対象会社の企業価値が毀損される場合、買収の計画公表後の買収対象の株価は、繰り返しにはなりますが、当該買収による企業価値の毀損を見越して下落しており、価格算定には用いることができないことなどを理由として、買収の計画公表前の一定期間の平均株価をもって公正な価格、すなわちナカリセバ価格とする例が散見されていました。

こうした中、インテリジェンス事件決定が回帰分析の手法を採用し、ナカリセバ価格の算定に当たって価格算定の基準日までの市場全体の株価の動向を反映した一定の補正を行ったということは、裁判所による意欲的な試みとして評価することができるものと思われます。

3. 補正の要否に関する判例の体系的な理解

（1）問題の所在

以上見てきましたように、インテリジェンス事件決定では、公正な価格の算定に当たって、価格算定の基準日までの間の市場全体の株価の動向を考慮した補正を行っており、このような算定の枠組みは、インテリジェンス事件の許可抗告審に当たる最高裁の決定（最決平成23年4月26日判時2120号126頁）によって是認されています。インテリジェンス事件で最高裁は、価格算定の基準日までの間の市場全体の株価の動向を考慮した補正を行った原決定（高裁決定）の算定の枠組みについて、裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるものと言うべきであると述べているからです。また、学説上も、インテリジェンス事件で最高裁が補正の余地を認めた点につきましては、賛成するものが少なくありません。

ところが、これに対して、冒頭で紹介をしたジュピターテレコム事件決定は、全部取得条項付種類株式の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株式の取得価格を算定すべきであるとした原審（東京高決平成27年10月14日金判1497号17頁）の判断を是認することができないとし、そのような補正をすることは、原則として裁判所の合理的な裁量を超えたものと言わざるを得ないとしています。そして、こうしたジュピターテレコム事件決定の判断については、一般に学説からも広く支持を集めています。それでは、公正な価格の算定の場面における市場全体の株価の動向を考慮した補正の要否に関して、ジュピターテレコム事件決定の内容とインテリジェンス事件決定の内容は、どのようにすれば整合的に理解することができるのでしょうか。これが、本日の報告の中で詳しく扱ってみたい1つ目のトピックになります。

（2）ジュピターテレコム事件決定の事案で補正に反対する理由

この問題について考察するに当たりましては、ジュピターテレコム事件決定の事案において学説が補正に反対している理由を詳細に取り上げる必要があります。学説上は、ジュピターテレコム事件決定の事案において理論的な観点から補正に反対する見解が多数ですが、そこで述べられている内容としては、大きく2つの点が挙げられます。

まず第1に、これは東京大学の藤田友敬先生のご見解ですが、ジュピターテレコム事件決定では、現金対価の買収（キャッシュアウト）におけるシナジー適正分配価格の算定が問題となったということを踏まえれば、全部取得条項付種類株式の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余地は通常は認められないという理由づけが挙げられます。

この見解は、まず、取引条件の公正さは取引に関する意思決定の時点で存在する事情に基づいて判断すべきであるとします。すなわち、価格算定

の基準日と取引条件の公正さを判断する時点は区別して考えるわけです。その上で、現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定が問題となる場合には、公開買付価格が公開買付けの開始時点の判断として公正であれば、当該価格が取得価格となり、公正でなければ、裁判所は公開買付けの開始時点における判断として公正な公開買付価格が幾らであるかを算定し、それが取得価格となるため、いずれにせよ、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余地は通常は認められないということになります。公開買付価格が公正な場合、不公正な場合のいずれの場合であっても、反対株主には、公開買付期間の終了後の市場全体の株価の動向を考慮した補正を受ける利益が保障されることにはならないからです。

したがいまして、現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場面では、この見解に従いますと、価格算定の基準日というものはほとんど意味を持たないということになります。この見解は、どのような利益が反対株主に保障されるべきかという観点から理論的な分析を行い、その結果として、ジュピターテレコム事件決定の事案では補正の余地は通常は認められないという判断をしているわけです。

以上とはやや異なる観点に基づく見解としまして、第2に、仮に現金対価の買収の場面で補正を認めてしまうと、株主によるリスクのない投機が可能になるという問題が生じ得るということが、ジュピターテレコム事件決定の事案において補正に反対する理由づけとして指摘されています。すなわち、株主の機會主義的な行動の問題が指摘されているわけです。仮に現金対価の買収の場面で補正を認めてしまうと、株主は、とりあえずは買収に反対しておいて、その後、取得価格決定の申立期限までに株式市場全体の相場が上昇し、それに伴って公開買付価格などの現実の買収対価を上回る取得価格が決定されると期待できるようになった場合には、取得価格決定の申立てを行い、逆に相場が下落した場合には、取得価格決定の申立

ては行わず、あらかじめ定められていた現実の買収対価（現金）で株式を手放すという形で、リスクのない投機をするということが可能になります。

このようなリスクのない投機が可能であるとすれば、株主には、買収者による公開買付けには常に応募せず、全部取得条項付種類株式の取得決議などの締出しを実現する株主総会決議には常に反対するといった機会主義的な行動をとるインセンティブが生じ、その結果として買収のコストが高まることや、場合によっては、企業価値を高める望ましい買収であっても実現が困難になってしまうことが危惧されるところです。先ほど、学説がジュピターテレコム事件決定の事案で補正に反対する理由に関して、理論的にどのような利益が株主に保障されるべきかという観点からの分析に基づく見解を1つ目の理由づけとして紹介しましたが、この2つ目の理由づけのほうは、株主の機会主義的な行動の抑止という観点からの分析に基づく見解という整理が可能かと思います。

（3）インテリジェンス事件決定の事案の考察

以上のジュピターテレコム事件決定の事案において学説が補正に反対している理由づけを念頭に置きながら、インテリジェンス事件決定の事案を検討してみたいと思います。

結論を先に述べるとすれば、インテリジェンス事件では、株対価の買収におけるナカリセバ価格の算定が問題となつたため、ジュピターテレコム事件決定の事案において学説が補正に反対している理由づけは当たりません。いずれの理由づけも、少なくとも現金対価の買収の場面であることがその前提であるからです。その上で、インテリジェンス事件では、次の2つの点からすれば、むしろ補正を行うことが理論的には要請されるタイプの事案であったと言うことができそうです。

まず、インテリジェンス事件決定ではナカリセバ価格の算定が問題となりましたが、ナカリセバ価格の算定の場面では、買収（インテリジェンス事件では株式交換）がなかったとすれば価格算定

の基準日に買収対象会社の株式が有していたであろう価格の算定が問題となる以上、買収の公表前の時点における買収対象会社の株価を算定の基礎とするのであれば、理論的には、それに価格算定の基準日までに生じた市場全体の株価の動向を考慮した補正を行うことが要請されます。買収がなかったとすれば、買収対象会社の株式は、価格算定の基準日までに生じた市場全体の株価の動向による影響を大なり小なり受けていたはずだからです。先ほどの学説がジュピターテレコム事件決定の事案で補正に反対する2つの理由づけの観点から言いますと、1つ目の理論的な観点からの分析という点では、インテリジェンス事件決定の事案では、ナカリセバ価格の算定の場面なので、むしろ補正が要請されることになりそうです。

その上で、どちらかといえば補助的な理由づけにはなりますが、仮に株対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面——インテリジェンス事件はそのような事案だったわけですが——で補正を認めないとすれば、株式買取請求権制度を通じて、将来の株価下落に対する株主によるヘッジがヘッジの対価を支払うことなく可能になるため、政策的な観点からは適切ではないと考える余地もあります。すなわち、仮に株対価の買収の場面で補正を認めないとすれば、株主は、とりあえず買収に反対しておいて、もしその後に株式市場全体の相場が下落し、それに伴つて価値の下落した買収者の株式を取得するよりはナカリセバ価格として買収が公表される前の買収対象会社の市場株価に基づく価格で受け取るほうが有利であると考える場合には、株式買取請求権行使し、逆にもし株式市場全体の相場が上昇した場合には株式買取請求権行使せず買収者の株式を取得する、という形で、株式買取請求権制度を通じた将来の株価下落に対するヘッジが可能になるとも考えられるからです。

なお、以上の株主による将来の株価下落に対するヘッジの問題が生じるのは、株対価の買収の場面におけるナカリセバ価格の算定の場面において

ということになります。すなわち、買収が公表される前の買収対象会社の株価をもってナカリセバ価格と算定する場合に、こうした問題は顕著になります。

これに対して、株対価の買収の場面であってもシナジー適正分配価格の算定が問題となる場合には、当事会社間で合意した比率が公正ならば——株対価なので比率ということになるわけですが——一価格算定の基準日における買収対象会社の株価をもって公正な価格とされ、比率が不公正ならば株主総会の時点などの買収に関する意思決定の時点における公正な比率を算定し、その比率に基づいて価格算定の基準日における買収者及び買収対象会社の株価を修正するなどして公正な価格を算定することになるので、いずれにせよ、株式買取請求権の行使日までの市場全体の株価の動向は公正な価格に織り込まれることになりそうです。したがいまして、株対価の買収であっても、シナジー適正分配価格の算定の場面では、補正の要否という問題は基本的には生じないようと思われます。

以上見てきましたように、ジュピターテレコム事件決定とインテリジェンス事件決定の事案の違いに着目することで、ジュピターテレコム事件決定では補正が否定され、インテリジェンス事件決定では補正の余地が認められたことを、整合的に説明することが可能になります。一見すると矛盾するように見える両事件の決定ですが、理論的な観点からは、ジュピターテレコム事件決定では補正が否定され、インテリジェンス事件決定では補正の余地が認められたことは、いずれも正当化することができるようと思われます。

4. 現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定と補正の要否

以上のように補正の要否の問題を整理してきました、残された問題として、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めるべきか否かという問題があることに気がつきます。

この場面ですけれども、既に述べましたように、

ナカリセバ価格の算定の場面であることからしますと、理論的には補正を行うことが要請されるということになりそうです。ところが、その一方で、現金対価の買収の場面であることからしますと、補正を認めることで株主の機会主義的な行動が誘発される可能性が生じないとは言えません。ナカリセバ価格の算定の場面であっても、仮に現金対価の買収の場面で補正を認めてしまうと、株主は、とりあえず買収に反対しておいて、その後に株式市場全体の相場が上昇し、それに伴って補正により現実の買収対価を上回る公正な価格（ナカリセバ価格）が算定されると期待できるようになった場合には、株式買取請求権行使し、逆に相場が下落した場合には、現実の買収対価で株式を手放すという形で、リスクのない投機をすることが一応は可能になりそうだからです。そのように考えますと、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めるべきか否かというのには、悩ましい問題であると言え得るようと思われます。

この問題について、私見では、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面では、補正を認めるということでおいではないかと考えています。補正をすることは、少なくとも裁判所の合理的な裁量の範囲内にあると位置づけてよいのではないかと考えています。その理由ですけれども、ナカリセバ価格の算定の場面である以上、理論的に考察するのであれば、補正を認めるということがやはり必要となるからです。

それでは、株主の機会主義的な行動の問題についてはどうに考えるのかということですけれども、確かに、補正を認めることで株主の機会主義的な行動が誘発される可能性が生じないとは言えないのですが、あくまでここでは、現金対価の買収の場面のうち、シナジー適正分配価格の算定の場合には先ほどのジュピターテレコム事件決定によって補正は明確に否定されているわけですから、ナカリセバ価格の算定の場合に限って補正を認めるにすぎないわけです。すなわち、現金対価

の買収の場面のうち、ナカリセバ価格の算定の場面に限って補正を認めるということを主張しているにすぎません。

そうしますと、買収を通じた企業価値の増加の有無が事前に明確には判断できないということを踏まえれば、さらには、株式買取請求権の行使には行使する株主に一定のコストがかかるということも踏まえれば、ナカリセバ価格の算定の場合に限って補正を認めるとしても、株主が機会主義的な行動に出る可能性は必ずしも高いとは言えないようと思われます。

また、仮に株主が機会主義的な行動に出ることになったとしても、買収による企業価値の毀損が前提であるナカリセバ価格の算定の場面であることからしますと、機会主義的な行動の弊害として指摘されてきた企業価値を高める望ましい買収を阻害するという問題は起こりにくいと考えられることも、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めてよいと私が考える理由の一つとして挙げられます。

もちろん、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めるという立場をとりますと、本当は企業価値を高める望ましい買収であるにもかかわらず、株主が誤って企業価値を毀損する買収であると考えて、先ほど來說明しているリスクのない投機を目的に株主が買収に反対するようになるということも、理論的には考えられないではありません。

こうした点を踏まえれば、補正を認めることで企業価値を高める望ましい買収が阻害される可能性は、たとえ現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面に限って認めるとしても、ないとは言えないのですが、この場合には、株主は主観的には当該買収は企業価値を毀損する買収であると考えている以上、たとえ補正が認められないとしても、当該株主が当該買収に反対する可能性というのは実は高いのではないかと考えられそうです。すなわち、株主は主観的には企業価値を損なう買収であると考えている以上、たとえ現金対

価のナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めるか認めないかのどちらの立場を採用するにしても、そのこととは無関係に、当該株主は買収に反対していた可能性が高いのではないかということです。そうであるとすれば、補正が認められること自体が原因となって企業価値を高める望ましい買収が阻害されてしまう場合というのは、事例としてはそれほど多くないように思われます。

なお、以上のように分析を進める前提として、従来、公正な価格の解釈として学説上有力に主張されてきた、ナカリセバ価格とシナジー適正分配価格のうちいずれか高いほうの価格での株式の買取りを認めるという考え方は、私見では、弊害が大きいので採用すべきではないと考えています。いずれか高いほうの価格での株式の買取りを認めるという考え方を採用してしまいますと、現金対価の買収の場面では、ナカリセバ価格の算定の場合に限って補正を認めるにすぎないとはいえ、企業価値を高める望ましい買収の場合でも株式買取請求権制度を通じたリスクのない投機が事実上可能になります。そのため、いずれか高いほうの価格の買取りを認めるという考え方をとる場合には、現金対価の買収における株主による機会主義的な行動の問題が大幅に深刻化することになり、企業価値を高める望ましい買収が阻害されてしまうおそれがあるからです。

以上が、本日扱わせていただきたいと考えている1つ目のテーマである、補正の要否に関する問題についての報告です。

III. 手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題

ここから先は、手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題について述べさせていただきます。

1. ジュピターテレコム事件決定と手続面の審査を重視する傾向

ジュピターテレコム事件決定で最高裁は、多数

株主と少数株主との間に利益相反関係が存在する企業買収の場面であっても、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、いわゆる利益相反排除措置が採られ、手続の公正さが十分に確保できていると認められる場合には、原則として当事会社間で合意した買収条件を尊重する姿勢を明確にしました。すなわち、買収の公正さを審査するに当たっては手続面を重視するということを裁判所として明らかにしたわけです。

ジュピターテレコム事件決定が示される前においても、学説上は、MBO や支配株主による少数株主の締出しなどの構造的な利益相反の問題が懸念される企業買収の場面では、裁判所は、まずは第1段階目の取引である公開買付けに関する公開買付価格の形成過程における公正さを審査した上で、公正と判断される場合には当該価格を尊重とともに、不公正と判断される場合に限って、裁判所は独自に公正な価格、すなわちシナジー適正分配価格を算定すべきとする見解が多数でした。こうした見解の背後には、裁判所が独自にシナジー適正分配価格を算定することには慎重であるべきとの価値判断が存在するものと考えられます。その上で、公開買付価格の形成過程における公正さを審査するに当たっては、同過程における利益相反排除措置が有効に機能したかどうかに着目すべきとする見解が有力に主張されています。

ジュピターテレコム事件決定は、多数株主と少数株主との間に利益相反関係が存在する企業買収の場面であっても、裁判所は主として公開買付価格の形成過程における手続的な公正さを審査し、公正と判断される場合には原則として当事会社間で合意した買収条件を尊重するという点で、こうした学説上の多数説の見解とおおむね軌を一にするものと言うことができそうです。

2. 手続的な公正さの審査の枠組み

ジュピターテレコム事件決定は、以上の一般論を述べた上で、手続的な公正さを確保する上で講すべき措置として、独立した第三者委員会や専門

家の意見を聴取することや、公開買付けに応募しなかった株主の保有する株式も公開買付価格と同額で取得する旨があらかじめ明示されることを挙げていますが、これらの措置はあくまで例示であり、どの程度の措置を講じることが必要となるかについては、最新の実務動向等を踏まえつつ、個別の事案ごとに検討する必要があるように思われます。

そして、この問題について学説上は、MBO や支配株主による少数株主の締出しなどの構造的な利益相反の問題が懸念される企業買収の場面において、裁判所が当事者間で合意した買収条件を尊重することを正当化するためには、独立当事者間の取引と同視できるような公正な手続を経ていると評価できることが必要であり、そのことからすれば、単に第三者委員会を設置したという外的な事実だけではやはり十分ではなく、利益相反排除措置が「実質的に」機能したということが必要であるとする見解が有力に主張されているところです。なお、ジュピターテレコム事件決定の先行評釈を踏まえれば、MBO の場面にもジュピターテレコム事件決定の考え方は原則として同様に妥当すると理解されています。

そして、これまでの日本の学説上は、利益相反排除措置の中核をなす第三者委員会に着目をして議論が積み重なってきたように思われます。第三者委員会に関して申しますと、同委員会が実質的に機能したかどうかを判断するに当たっては、米国法からの示唆を踏まえつつ、同委員会が①取引に重大な利害関係を有しない者によって構成されているかどうか、②当該取引に関して十分に情報を得るための全ての合理的な手順を踏んでいるかどうか、③独立した財務及び法務に関するアドバイザーと直接に連絡をとることができるかどうか、④取引の審査、分析及び交渉の過程において十分な権限を有し、そして実際にも積極的な役割を果たしているかどうか、といった要素を総合的に考慮することが適切であり、中でも④の要素のうち、第三者委員会による検討や交渉等の活動の実質面

を重視し、裁判所は、取引の過程において同委員会が現実に果たした役割について詳細な検討をすることが望まれるとする見解が述べられています。

3. MBO におけるマーケットチェックの活用という視点

(1) Subramanian 教授の見解

以上の第三者委員会を中心とした利益相反排除措置に関する議論、こうした議論はもともとは米国の判例・学説上積み重ねられてきたものであり、近年では日本でも活発な議論がなされていると理解していますが、こうした議論に加えて、近年の米国では、特に株式買取請求権 (appraisal rights) が行使される際の公正な価格 (fair value) の算定に関して、MBO の場面では、市場における他の潜在的な買収者の有無の調査・検討を内容とするマーケットチェックの十分な実施という要素を重視すべきであるとする見解が、有力に主張され始めています。

なお、近年の米国では、株式買取請求権が行使される事例・金額は年々大幅に増加しているという点が、その重要な特徴として指摘することができます。米国で公表されている最近の論文 (Guhan Subramanian, *Using the Deal Price for Determining “Fair Value” in Appraisal Proceedings* (Feb. 6, 2017), 7-14) によれば、「株式買取請求権を行使した株式の数×買収対象会社の株式 1 株当たりの実際の買収対価」で表される表面上の金額 (face value) は、2009 年・2010 年ごろは米国ではごくわずかにすぎなかった (年間で 1 億ドルを大きく下回る程度の金額にすぎなかった) ものの、2011 年以降は毎年 70% 程度の累積的な成長を遂げ、2015 年・2016 年ごろになると、年間で 20 億ドル程度の金額にまで増加しているようです。

そのため、かつては、米国では、株式買取請求権は信認義務違反に基づく訴訟の提起などと比較してあまり行使されることがない権利であり、米国法においてその重要性は必ずしも高いものでは

ないなどと紹介されることもないわけではなかったのですが、少なくとも 2010 年以降の米国では、このように株式買取請求権が行使される事例・金額は年々大幅に増加しており、株主、特にヘッジファンドなどのファンド株主による株式買取請求権の行使には、実務界からも強い関心が寄せられているようです。

話を本論に戻しますと、マーケットチェックの十分な実施という要素を重視すべきであると主張する代表的な論者であるハーバード大学の Subramanian 教授は、株式買取請求権が行使される際の公正な価格の算定に当たって裁判所が当事会社間で合意した買収対価を尊重するための要件として、買収者との間で、主に第三者委員会による独立当事者間の交渉と評価できるような実質的な交渉が行われることに加えて、意味のあるマーケットチェック (meaningful market check) が行われることを挙げています。

その上で、Subramanian 教授は、MBO の場面において意味のあるマーケットチェックであると言えるためには、当初の買収者とマーケットチェックを通じて登場する潜在的な買収者との間で平等な競争の場 (level playing field) が確保されている必要があり、そのためには、例えばですけれども、買収に関する契約締結「前」の段階における買収対象会社の第三者委員会が雇用する財務アドバイザーなどによる潜在的な買収者に対する積極的な買収の勧誘行為を、これまで以上に重視する必要があるということや、最終的に取締役会がマーケットチェック等を通じて誰が買収者になるかを選定するまでは、MBO の際に経営陣が自らの雇用や報酬、出資に関するアレンジメントについてプライベート・エクイティ・ファンド (PE ファンド) と事前に協議することを禁止する必要があることなどを指摘しています。そして、意味のあるマーケットチェックの実施を要件として挙げる理由としては、MBO の場面において、オークションの仕組みを通じた効果的な価格発見機能をこれまで以上に活用しようとする点が主張されていると

ころです。

(2) Dell 事件決定

また、近年では、米国のデラウェア州衡平法裁判所による価格決定の裁判例の中にも、MBO の場面では、意味のあるマーケットチェックの実施の有無という要素を重視するものが観察されるようになっています。近年のデラウェア州の裁判所による公正な価格の算定の場面では、取引の過程が適切なものであれば、実際の買収対価をもって公正な価格の最善の証拠である、すなわち最も信頼することができる証拠であると判断する姿勢が示されています。そして、取引の過程が適切であるかどうかを判断する際の要素として、近年のデラウェア州の裁判所では、意味のあるマーケットチェックの実施の有無という要素をこれまで以上に重視しようとする傾向を見てとることができます。

こうした傾向を有する近年の代表的な裁判例として、2016 年に出された Dell 事件決定 (In re Appraisal of Dell Inc., Civ. A. No. 9322, 2016 WL 3186538 (Del. Ch. May 31, 2016)) が挙げられます。Dell 事件決定は、パーソナル・コンピュータの開発・製造等を業とする Dell 社の創業者であり、同社の株式の約 16% を保有する Michael Dell 氏が、PE ファンドと組んで同社に対する MBO を実施したというものです。

Dell 事件では、買収対象会社である Dell 社に設置された第三者委員会と、買収者すなわち Michael Dell 氏と組んだ PE ファンドとの間の激しい交渉を通じて、2012 年 12 月 4 日の段階では 1 株当たり 12.70 ドルであった買収対価が、最終的には 2013 年 7 月 31 日に 13.75 ドル、特別配当まで含めますと 13.96 ドルにまで引き上げられました。また、Dell 事件で買収者との間で締結された買収に関する契約には go shop 条項が盛り込まれており、買収対象会社である Dell 社は、契約締結後 45 日間は他の潜在的な買収者に対して買収の勧誘をし、当初の買収者——買収に関する契約を締結した相手方を指し、本件では Michael Dell

氏と組んだ PE ファンドを指します——による買収提案に優越する内容の提案を引き出そうすることが認められていました。

このように、Dell 事件では、①買収対象会社である Dell 社に設置された十分な権限を有する第三者委員会による買収者との間の長期にわたる激しい交渉が行われ、②当該交渉を通じて買収対価の実際の上乗せが行われ、③買収に関する契約の締結後に、go shop 条項に基づき、第三者委員会がマーケットチェックのために雇用した財務アドバイザーによる全部で 60 社を超える数の潜在的な買収者に対する積極的な買収の勧誘が行われたにもかかわらず、裁判所は、買収に関する契約の締結「前」の段階では PE ファンド 2 社に対する勧誘しか行われていなかったことなどを問題視した上で、「Dell 社の売却の過程は価格発見のツールとして不十分にしか機能していない」と判示し、実際の買収対価である 13.75 ドルを重視することはせず、DCF 法に基づき、同価格にさらに 28% を上乗せした額である 17.62 ドルをもって公正な価格としました。Dell 事件決定の事案における以上の①から③の点を踏まえれば、現在の日本の公正な価格の算定の場面では、おそらくは手続の公正さが認められ、実際の買収対価をもって公正な価格であると算定される可能性が高い事案であると言えそうですが、デラウェア州衡平法裁判所は、マーケットチェックの不十分性等を理由に、実際の買収対価をもって公正な価格であると算定することはしませんでした。

以上の Dell 事件決定について、Subramanian 教授は、Dell 社が設置した第三者委員会が契約締結「前」の段階ではかなり限られた数のマーケットチェックしか行っていなかった点に問題があると分析しています。すなわち、買収対象会社である Dell 社の経営陣が引き続き同社の経営を担うことが取引において重要な価値を有するとともに、経営陣が約 16% もの Dell 社の株式を事前に保有していたなどの Dell 事件の事案の下では、買収に関する契約締結「後」の勧誘では契約締結「前」の

勧誘に十分に代替することはできないと結論づけた上で、Dell 事件で買収に関する契約の締結後に go shop 条項に基づき買収の勧誘が行われたとしても、そこでは平等な競争の場は確保されていないことからすれば、Dell 事件では意味のあるマーケットチェックは行われていなかったと指摘し、公正な価格の算定に当たって実際の買収対価を尊重しなかった Dell 事件決定に賛成の立場を示しています。

4. 小括

以上の近年の米国における MBO の場面での意味のあるマーケットチェックの実施の有無を重視するという視点は、これまで日本の MBO の場面ではあまり考慮されてこなかった点であると思われますが、日本の裁判所による公正な価格の算定の場面、中でも手続の公正さを審査する場面で一定の有益な示唆を与えてくれるものと言えそうです。日本では、マーケットチェックを通じたオークションの仕組み以外の仕組みによる価格発見機能が米国よりも高いとは言えず、むしろ第三者委員会に与えられる権限等の面からして、日本では米国ほどは利益相反排除措置としての同委員会が有効に機能していないとすら考える余地があることからしますと、オークションの仕組みを通じた効果的な価格発見機能を活用することの必要性は、日本の企業買収の場面では米国の企業買収の場面と比較して低いとは到底考えにくいと思われるからです。

したがいまして、近年では日本でも、第三者委員会の活動を「実質的に」評価する必要があるとする見解が有力に主張されていますが、そのような評価を行う際に、MBO の場面では、第三者委員会が雇用する財務アドバイザーなどによる意味のあるマーケットチェックの実施の有無を考慮要素の一つとして位置づけることは——そもそも第三者委員会に財務アドバイザーを雇用する権限を与えること自体まれな現在の日本の実務からすると、確かにハードルが高いという問題はあるのですが

——理論的には一考に値するものと思われます。日本の実務でマーケットチェックといいますと、2007 年に公表された「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」（MBO 指針）の中で、MBO における「対抗的な買付の機会を確保し、当該期間に対抗買付が出ないことをもって、価格の適正性の担保とする」という考え方に基づき、公開買付期間を比較的長期間に設定することが実務上の工夫として挙げられていることもあって、これまでどちらかといえば、契約締結後のマーケットチェックに議論が集中していたようにも思われます。こうした中、Subramanian 教授の 2016 年の論文では、契約締結「後」のマーケットチェックは、日本と比較して企業買収に関する市場が大きく発展していると思われる米国においてさえ、契約締結「前」のマーケットチェックに十分に代替することはできないということが理論的に分析されていまして、このような視点に基づく議論は、日本の公正な価格の算定の場面においても一考に値するのではないかと考えている次第です。

IV. おわりに

本日の報告では、ジュピターテレコム事件決定後の非独立当事者間の企業買収の場面における公正な価格の算定に当たって今後問題となりそうな点として、市場全体の株価の動向を考慮した補正の要否に関する問題と、手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題について、分析・検討を試みました。もっとも、市場全体の株価の動向を考慮した補正の要否に関する問題につきましては、若干の私見は述べさせていただきましたが、主として理論的な観点からの考え方の整理と残された課題を示したというにすぎず、また、手続的な公正さを確保する上で講ずべき措置に関する問題につきましては、本日の報告の中では、米国法を参照しつつ、意味のあるマーケットチェックの実施の有無という近年米国で議論されている視点を紹介するにとどまるものとして、いずれ

も本格的な検討と言うにはほど遠く、問題意識の提示のみをさせていただきました。いずれの問題につきましても、今後研究を深めてまいりたいと考えています。

以上で報告を終わらせていただきます。いろいろとご教示いただければ幸いです。どうぞよろしくお願ひいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○前田 どうもありがとうございました。ご報告は、補正の要否に関する問題と公正な手続に関する問題、大きく分けて2つあると思います。

まず、前半の補正の要否に関する問題について、ご質問やご意見をよろしくお願ひいたします。

### 【ナカリセバ価格の算定と補正】

○小出 本日は私の不勉強な分野なものですから、プリミティブな質問は一番最初がいいと思いました、いい機会ですので教えていただければと思っています。

補正と言うときに、例えば全体のマーケット動向が下落傾向にあるときには、それを織り込んで補正をするというようなことが多分考えられると思うのですけれども、ナカリセバ価格の場合には、要は、その組織再編をすると企業価値が下落するということが前提だと思うので、それに反対した株主は、できれば本当は早く出ていきたい。特に、マーケットが下落傾向にあるときには、本当はすぐに出でていって、マーケットの下落に対しても自分で対応を図りたいのだけれども、しかし、公表された瞬間に株価が理論的には下がっている可能性があるので、そこで出でいくと損をするわけですね。ですから、この株式買取りという制度を使う限りは、買取価格の結果が出るまでは持ち続けなければいけないということだと思います。

そうすると、公表をした後、価格の決定時までのマーケット全体の下落傾向というもののリスク

を反対株主は負わなければいけないのでしょうか。補正するということはそういうことだと思うのですが、それはちょっとかわいそうな気がするのですね。本来であれば、すぐ売れば自分である意味ヘッジができたはずなのに、その機会が奪われているわけですから。その場合でもやはり補正はするべきだというふうにお考えなのでしょうか。

○白井 本日の報告の中では時間の都合上ご紹介できなかったのですが、学説上は、小出先生が今おっしゃった価値判断に基づき、企業価値の毀損が前提となるナカリセバ価格の算定の場面では、価格算定の基準日を、判例のように株式買取請求権の行使日と解するのではなく、組織再編の承認決議日とすべきとする見解が主張されています。そのように考えるのであれば、ナカリセバ価格の算定の場面では、組織再編の承認決議日における公正な価格を算定する以上、補正はすべきではないということになろうかと存じます。そして、企業価値が毀損する場面では、反対株主に市場株価の変動リスクを負わせるべきではないという価値判断は、考え方として十分にあり得るところであると私も考えています。

ただし、こうした見解に立つ場合に一つネックになってくると思われるのが、ある組織再編が企業価値を増加させるかそれとも毀損するかを、事前に明確には判断することができないという点です。明確には判断することができないことからすれば、価格算定の基準日については企業価値の増加・毀損によって左右されない統一的な基準を設けることが望ましいと言えそうであり、そうであるとすれば、株主の機会主義的な行動を防ぎ、組織再編に反対する過剰なインセンティブを抑止する観点を重視せざるを得ないため、価格算定の基準日については判例の理解でよいのではないかと考えています。

企業価値の増加・毀損の有無が事前に明確に判断できるのであれば、価格算定の基準日を変えるという考え方も十分にあり得るところだとは思うのですが、個人的には、ある組織再編が企業価値

を増加させるかそれとも毀損するかを明確には判断することができないという点が気になり、悩ましいところではあります、価格算定の基準日については判例の考え方でよいのではないかと考えています。

○小出 この議論は昔やったような記憶もあるのですけれども、私も白井先生のおっしゃることはそのとおりだとは思うのですが、ただ他方で結局ナカリセバ価格で判断をするというふうに決まったということは、結果的には企業価値を毀損するものだったわけですね。もちろん、事前にわからぬというのはおっしゃるとおりだと思うのですけれども、その場合の事後的な解決として、やはり救済は与えなくてもよろしいですかね。機会主義的な行動の問題もよくわかるのですが、どちらを重視すべきなのかなということだと思います。ありがとうございます。

#### 【企業価値の増加・毀損の判断】

○前田 補正の要否については、ナカリセバ価格なのか、それともシナジー適正分配価格なのかで考え方方が異なることはわかったのですけれども、ナカリセバ価格とシナジー適正分配価格のうちのいずれか高いほうの価格での買取りを認めるという考え方は、とるべきではないというお考えを示されました。そうすると、反対株主のほうとしては、ともかく公正な価格で買い取ってくれという形の請求ではなくて、いずれの価格による買取りを請求するのかを明らかにして請求しなければならないということになるのでしょうか。

○白井 現実問題としては、ある組織再編が企業価値を増加させるかそれとも毀損するかを明確には判断することができないという事例もあり得ると思うのですけれども、その場合に、仮にいずれか高いほうの価格での買取りを認めるという考え方方に立つのであれば、ナカリセバ価格とシナジー適正分配価格の両方の価格を算定して、株主としてはそのうちの高いほうの価格での買取りを認めてもらうということは確かに可能になります。

これに対して、本日の私の報告のようにこうした考え方をとらない場合には、裁判の中で、公正な価格としてどちらの価格を算定するかを明らかにしていくことが必要になりそうです。こうした作業は当事者にとって負担であるとも考えられないではないのですが、実際には、これまでの日本の価格決定の裁判において、ナカリセバ価格とシナジー適正分配価格の両方を主張し、算定するというケースはほとんどないように理解しています。すなわち、当事者間に争いのない事実として、ナカリセバ価格とシナジー適正分配価格のうち、どちらかに焦点を絞って議論しているのが実務ではないかと考えています。そうしますと、いずれか高いほうの価格での買取りを認めるという考え方をとらないとしても、それが大きな不都合をもたらすということはないように思います。

とりわけ会社の側としては、通常は組織再編を通じて企業価値が増加するという説明をするわけです。といいますのも、企業価値が毀損するのであればなぜそのような組織再編をするのかといった問題が生じるですから、この組織再編によって企業価値が増加すると説明することが多いわけです。そして、補正の問題を除けば、通常はシナジー適正分配価格の算定の方が株主にとって有利である可能性が高いと思われることや、単に組織再編の公表後の株価が下落したという事実だけをもって企業価値の毀損を立証することは、テクモ事件決定で見られるように困難であることなどを踏まえれば、おそらくは多くの場合、株主はシナジー適正分配価格の算定をすることに異存はないということになろうかと思われますので、実際には、当事者間に争いのない事実という形で、シナジー適正分配価格の算定をすることになるのではないかと考えます。

○船津 今の点ですけれども、結局それを誰が判断するのかというあたり、あとデフォルトはどちらなのかというあたりが、話としては非常に難しいのかなという気がしています。それで、申しわけないですけれども手続のほうに若干入るので

すが、公正な手続を確保しているということと、企業価値が増加するか毀損するかということとは、論理的には明らかに関係はないと思うのですけれども、そこ今まで及ぶというふうな取扱いがされるとお考えでしょうか、といいますか、そのあたりはどう考えればいいのでしょうか。

○白井 組織再編において公正な手続が確保されている場合に、そのことが企業価値の増加・毀損の有無の判断にどのような影響を与えるかという話は、重要な論点であると考えています。学説上も、この点については様々な見解が唱えられていますが、私自身は、少なくとも公正な手続が確保されていることのみをもって、組織再編による企業価値の増加を認定してよいとすることには若干の躊躇があります。

組織再編の場面において公正な手続が確保されている場合に、そのことをもって公正な価格の算定に当たり当事者間で合意した買収対価を尊重するという話と、組織再編による企業価値の増加の有無の話は、一応は区別して考えることができるようと思われます。独立当事者間の組織再編の場面であっても、例えば当事会社の経営陣の自信過剰やバイアスの存在などを原因として、企業価値を毀損する組織再編は起こり得るわけですから、独立当事者間の組織再編に比肩するような公正な手続が確保されていることをもって、当該組織再編は企業価値を増加するものだと認定してよいと考えることには、個人的にはやや慎重な立場をとっています。

ただし、その一方で、企業価値の増加・毀損の判断については、例えばテクモ事件決定の事案についていろいろと議論されてきたように、株価の動きを見るだけでは判断することが容易ではないという側面もありますので、今後の実証研究の進展でどこまで明らかにできるかということ次第だという面はあると思いますが、仮に企業価値の増加・毀損の判断は現実にはかなり難しいということであれば、増加・毀損の判断をする際の一つのメルクマールとして、公正な手続の確

保をもって組織再編による企業価値の増加についての一定程度の推認が働くという考え方も、十分に合理性のある考え方だとは思っています。

○船津 今の点に関してですけれども、白井先生が現金対価でナカリセバ価格の場合については補正してもいいのではないかと書かれているところが非常に気になってしまって、補正を認めるということは尊重しないということだと。公正な手続でやっていても、やはりそこは尊重しないということなのですね。

○白井 尊重する、しないというのは、どういう意味でしょうか。

○船津 公正な手続によっていたとしても、当事者で合意した価格が尊重されない場合はあるのだということになるのですか。

○白井 ナカリセバ価格の算定の場面で補正を認める、認めないという議論と、当事者間の合意を尊重する、しないという議論は、別の話であって、相互に関係することはないと思います。ナカリセバ価格の算定の場面ですから、公正な価格の算定に当たって当事者の合意を尊重し、当事者が合意した価格をもって公正な価格とするという発想は、そもそもとり得ないように思われるのですが……。

○船津 手続的な公正さがあれば尊重していいよというのがジュピターテレコム事件決定であるとして、いま一つ補正の要否とのつながりがわからないのが、マーケットが変動する云々という話と手続的な公正性というのがどうつながるのだろうかということとして、第三者委員会の話をしておられたのですけれども、これはもっぱら、どちらかというとまさに公正な比率とか、対価が公正かどうかという点なのですね。それに対して補正の要否というのは、マーケットがどう動いたかという話ですね。公正な対価というものの中にマーケットの要素が含まれるのか、含まれないのかというのが最大の問題ではないかなという気がしていて、マーケットの変動まで含めて公正だと考えているのであれば、手続さえ公正であれば、あと

はもう尊重するよという話になってくるのかなというふうに思ったので、第三者委員会という話とマーケットの変動の補正をするかしないかというのがどうつながるのかということをお聞かせいただければと思うのですけれども。

○白井 第三者委員会の話に限らず、利益相反排除措置を充実させて、構造的な利益相反のある組織再編の場面であっても、意思決定時点における手続的な公正さが十分に確保され、それが独立当事者間の取引と同視できるような程度にまできちんと確保されている場合には、その場合に当事者間で合意した買収条件を原則として尊重するというのが、あり得る一つの考え方ではないかと思われます。また、こうした考え方方が、おそらくはジュピターテレコム事件決定で最高裁が採用した考え方であると考えています。これに対して、市場全体の動向を考慮した補正の要否の話は、価格算定の基準日における公正な価格を算定する上でどこまでの事情を織り込むべきかという議論であり、手続の公正さの議論とは区別されたものであると理解しています。そして、本日の報告の中で紹介させていただいた藤田先生のような議論の枠組みをとるのであれば、買収条件の公正さは買収に関する意思決定時点で見るということになります。その上で、価格算定の基準日における公正な価格を算定するのであっても、買収条件の公正さは買収に関する意思決定時点で見るというふうに、買収条件の公正さの判断時点と価格算定の基準日を切り分けるのであれば、少なくとも現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場面では、買収に関する意思決定時点で公正な手続がとられていて、その合意が尊重に値するものであれば、以後の市場全体の動向を考慮した補正をする余地はないということになるのではないかと思われます。

○船津 切り分けられるとすれば、補正の余地はない。

○白井 補正の余地はないということです。その一方で、現実に採用可能かどうかはさておき、

以上の考え方とは異なる考え方として、例えば以後の市場全体の動向まで含めて適切に分析・予測できて初めて手続が公正であると認定されるという考え方はあるのかもしれないですが、そのような考え方を採用することは現実的ではないと思われます。

○船津 全くおっしゃるような整理でいいのではないかと思うのですけれども、私はどちらかというと、ジュピターテレコム事件決定は後者にも読めるのではないかと思ったというだけです。

#### 【株主の機会主義的な行動に関する問題】

○伊藤 ご報告では、補正について学界で言われている幾つかの論拠を挙げられて、そこからいろいろな議論が展開されていまして、必ずしもこれら全てを白井先生が支持されるというわけでもなさそうですが、少なくともレジュメの3ページに挙げられている、現金対価の買収で補正を認めれば機会主義的な行動を誘発するという論拠は、白井先生も支持されているのであろうと思います。そこでまず、この論拠の内容をちょっと確認させていただきたいのですが、ここで機会主義的な行動が生じるのは、現金対価だからだというふうな論理だということでおろしいですか。

つまり、いざれにしても現金を得て少数株主は退出するわけなのだが、補正を認めてしまうと、シナジー適正分配価格が問題になる場合には、その後いろいろな事情で株価が上昇すれば、取得価格決定を申し立てことになるし、株価が上昇しないのであれば、何もせずに買収価格で株式を手放すと、そういうふうな行動を誘発するのであるということでおろしいのでしょうか。

○白井 レジュメの3ページのところですけれども、現金対価の買収の場面で生じる問題と理解しています。伊藤先生からは今、シナジー適正分配価格の算定の場面を挙げていただきましたが、おそらくはナカリセバ価格の算定の場面でも同様であって、現金対価の買収では、組織再編に関する意思決定の時点の後で市場全体の株価が高騰し、

仮に高騰した株価を反映した補正をするということになれば、ナカリセバ価格の算定の場面であろうが、シナジー適正分配価格の算定の場面であろうが、価格算定の基準日までの間の補正により得られる利益を目的とした株主の機会主義的行動の問題が生じてしまうのではないかと考えています。

○伊藤 それを前提にもう少し伺いたいのですけれども、ナカリセバ価格の場合も、やはり補正をしてしまうと機会主義的な行動の問題は生じるのであるが、レジュメの4ページの最後の3行に書かれているとおり、そもそも企業価値の増加の有無は事前にはそれほどはつきりとは判断できないし、あるいはそもそも株主が取得価格決定の申立てをしたり買取請求権行使したりするには、個別の株主が事前にいろいろとやらなければいけないことがあるので、一定のコストがかかりますよということをおっしゃっています。しかし、そのようなことは、シナジー適正分配価格の場合にも妥当するのではないかと思います。企業価値の増加の有無が事前にはわからないとか、コストがかかるということは。

そうしますと、要は、両者は量的な差にすぎないので、もしナカリセバ価格のほうでは、機会主義の問題が存在するにもかかわらず補正を認めてよいとおっしゃるのであれば、企業価値の増加の有無が事前にわからないとかコストがかかるという点でのシナジー適正分配価格事例とナカリセバ価格事例との差は量的な差なのだけれども、両事例で補正について扱いを違えることを正当化できる程度にその差が大きいのだと言えなければならないようにも思います。少し言い方を換えれば、シナジー適正分配価格が問題になっている場合であっても、企業価値の増加の有無は事前にわからないし、株主だって権利行使コストがかかっているのだから、補正を認めてやればいいではないかという議論もあり得るのではないかという質問です。

○白井 本日の報告では、冒頭で申しましたとおり、ジュピターテレコム事件決定を所与のもの

として扱うということで準備を進めましたので、現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場合には、ジュピターテレコム事件決定に基づいて補正を認めないとすることを前提としています。そのため、残された問題として、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正を認めるべきかどうかを考える上では、現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場合には補正を認めないとすることを前提に、そうであればナカリセバ価格の算定に当たって補正を認めるとしても、報告で申し上げた理由に基づいて株主が機会主義的な行動に出る可能性は小さいのではないかと述べさせていただきました。

その上で、伊藤先生がご指摘くださった点ですが、買収を通じた企業価値の増加の有無は事前に明確には判断できないことに加え、株式買取請求権の行使には一定のコストがかかることから、株主の機会主義的行動のリスクは小さいという論拠は、確かに頭の訓練としては逆であっても、つまり架空の事例になりますが、ナカリセバ価格の算定の場合には補正を認めないという最高裁決定が先に存在し、その後で、シナジー適正分配価格の算定の場合に補正を認めるべきかどうかが議論となる場合において、補正を認めるという議論を導くための論拠として成り立つ可能性はあるのかもしれません。ただし、伊藤先生のご質問の趣旨からは離れることになり恐縮ですが、以上の機会主義的な行動の抑止とは別の理由づけ——すなわち、シナジー適正分配価格の算定の場面では反対株主に保障されるべき利益の観点から補正の余地はないという藤田先生が主張されている理由づけや、ナカリセバ価格の算定の場面では組織再編がなった場合の価値であるのだから理論的には当然に補正が認められるべきだという理由づけ——に基づいて、この逆の場合というの現実には起こりにくいとは思います。

○伊藤 もうちょっとその話を進めますと、事前に企業価値の増加の有無がそれほど容易に判定できないということなのであれば、ポリシーとし

ては補正を認めるかどうかはどちらでもいいけれども、どちらかにそろえさえすればいいという考え方があり得ないのでしょうか。企業価値が増加するかどうかはわからないのだから、それならば、もうどちらかにそろえたほうがポリシーとしてはすっきりするという考え方には、これは乱暴なのでしょうか。

○白井 現金対価の買収か株対価の買収か、そしてナカリセバ価格の算定かシナジー適正分配価格の算定かという4つのマトリックスがあるので、どこの部分の議論をするのが適切なのかをちょっと今迷っているのですけれども、例えば現金対価の買収であって、ナカリセバ価格の算定の場合でもシナジー適正分配価格の算定の場合でも、どちらも補正をしないという整理は、確かにわかりやすさの点では一定のメリットがあると思います。ただし、その場合に懸念されるのが、ナカリセバ価格の考え方には組織再編がなかったとすれば有していたはずの価格ということなので、価格算定の基準日を株式買取請求権の行使日とする以上は、基準日までの市場全体の株価の動向は反映させるべきだという理論的な話と抵触する部分が出てきてしまうということです。

○伊藤 特定の事例がそのマトリックスのどこに属するかが事前にはわかつてないとしても、やはり事後的にどちらかに判明した以上は、ナカリセバ価格の場合にはやはり補正をしなければ理論上許されないとお考えのわけですね。

○白井 理論上許されないとまで言うつもりはないのですけれども、少なくとも日本の裁判所は、ナカリセバ価格の算定とシナジー適正分配価格の算定とで算定方法を分けていますので、算定方法を分けるのであれば、それぞれの算定方法について、理論的に妥当性の高い算定方法を採用していくことが望ましいのではないかと考えています。

やや話が飛んでしまいますが、関連する話として、例えば米国で公正な価格の算定が問題となる場合には、米国ではシナジー適正分配価格の算定

方法とナカリセバ価格の算定方法を最初から分けているわけではなくて、今後の買収対象会社の企業価値をDCF法などに基づいて算定した上で、仮にシナジー効果がいくらであるかの立証があればこれを公正な価格から控除するという方式をとっているようです。このように、米国の場合には、日本とは異なり、シナジー適正分配価格の算定とナカリセバ価格の算定とで算定方法を最初から分けるという発想に立っていないように思われます。

これに対して、日本のように、シナジー適正分配価格の算定方法とナカリセバ価格の算定方法を最初から異なるものとして併存させるというやり方は、内容が複雑化する上に、請求を申し立てる株主からすればどちらの価格を求めるべきかが事前に明確にはわからないという問題があり得ますので、将来的には米国のようなやり方に変わっていくという選択肢もあってもよいと思います。ただし、株価がある場合にはできるだけそれを尊重するという日本の裁判所の基本的な姿勢からすると、どうしてもシナジー適正分配価格の算定方法とナカリセバ価格の算定方法を最初から異なるものとして併存させるということになりそうで、そうしますと、現実には、米国のようなやり方に変わっていく可能性は低いかもしれません。

○伊藤 機会主義的行動という論拠に関連してもう一つだけ伺いたいことがあります。補正を行う裁判例が出現したときから、機会主義的行動を誘発するというこの論拠は言われていることですね。田中先生や飯田先生がずっとおっしゃっていることなのですけれども、これはあくまで理論的にこういう可能性があるという根拠だと私は思っています。これについて、例えば日本で本当にこのような機会主義的行動によって社会的厚生が失われていることを示す実証研究等はあるのでしょうか。ない限りは、これは理論的にはそうだという話にとどまるのですね。もし何かあるのであれば、教えていただけますでしょうか。（笑）

○白井 どうやら今の伊藤先生のご質問の真の相手方は私ではないようにも思われますので――

どうしますか、私がお答えすればよいのでしょうか。（笑）

それでは、まずは私がお答えさせていただきますと、株主の機会主義的な行動を実証する研究はあるのかということですが、株主の機会主義的な行動に基づいて望ましい買収が阻害されていることを示す実証研究は、私が不勉強で知らないだけかもしれません、特に目にしたことはありません。ただし、その一方で、株式買取請求権の行使を専門とするヘッジファンドなどのファンド株主を念頭に置きますと、ファンド株主による株式買取請求権の行使の場面では、プレーヤーが自らの利益の最大化を目的に合理的に行動することが予想されますので、例えば近年の米国では専門のヘッジファンドによる appraisal arbitrage という現象が観察されることも踏まえれば、日本の企業買収の場面で株主の機会主義的な行動が可能である場合には、機会主義的な行動が原因となって望ましい買収が阻害されてしまう事態を憂慮することは、確かに理論的な話ではありますが、適切な価値判断であるように感じています。

○伊藤 アメリカの appraisal arbitrage のようなことをやっているプレーヤーが日本にもいるのではないかということは、藤田先生もよく指摘されているところですけれども、 appraisal arbitrage 自体、アメリカではこれに反対する者だけではないですね。

○白井 伊藤先生のおっしゃる通り、反対する者だけではないと私も理解しています。例えば、買収の手続が不公正な場合にとりわけ appraisal arbitrage が起こりやすいという指摘があり、 appraisal arbitrage の潜在的な脅威が企業買収の場面で公正な手続の採用を促す面があるという議論もあります。

○伊藤 むしろ、それによって効率性が上がるという論文もありますので、そこはもうちょっと考えなければいけないのかなと思います。

○前田 東京の飯田先生、ご指名があったように思うのですが、いかがでしょうか。

○飯田 今のご質問の点については、理論的なものにすぎないと言われば、そのとおりでございます。私の考えとしては、そもそも理論というのは、まず理想的な場面を前提に考えてみたときにどういうことが起こるかという分析から出発していますので、合理的な当事者をモデルに置いたときには、企業価値を高めるような買収であっても阻止されることがありますと議論をしています。

実例がないということについては、その理論モデルが間違っていることを示す証拠となる可能性もありますが、モデルは正しいけれど違うところに問題があるのが現状だと考えています。すなわち、買取請求についての権利行使のコストが高過ぎるから、反対して権利行使する株主が少ないことが一つの大きな要因だと思います。また、デラウェアのケースを見ますと、一定数の買取請求・反対通知が例えば 10% 来たときには、もうその M&A をやめますという appraisal right out という条項を入れているケースも、昔もありましたし、最近でもあると言われていますので、実際には、目に見えないところで機会主義的な行動がもしかしたら悪さをしている可能性はあると思います。

買取請求を使った投機的行動の問題は公開買付けのフリーライド問題とほぼ同じであり、その弊害が起きていることの実証がないと言わればそのとおりですが、それについては、実は公開買付けの強圧性という、公開買付けのフリーライド問題の裏返しの問題についても全く同じ話です。それについて最高裁は相当重視した形でジュピターテレコム事件では結論を出していますから、両方とも同じような状況だと思います。

### 【補正の要否に関する問題】

○飯田 別の点について、2つ質問があります。

第1に、日本とアメリカの比較についてですが、冒頭でもおっしゃったとおり、日本の裁判所は株価を出発点にしていると思います。後半に出てきた Dell 事件ですが、特に MBO のときには、株価は

企業価値をむしろ低く評価しているから使えないという出発点で、およそ日本の裁判所とは全然違う方向を向くわけです。日本では株価を使うから、補正というかなりマニアックな議論になるのですけれども、日本とアメリカを比較した場合に、株価を中心に公正な価格を算定することをやりがちな日本の現状について、白井先生はどうお考えなのか伺えればと思います。

というのも、補正の要否という論点の立て方自体に、私は反対しています。るべき公正な価格という概念を使って、それに近づくためのベストな証拠は何かという観点から株価を使うということはあり得るのではないかと思っていまして、補正の要否という論点の立て方は、ジュピター・テレコム事件決定にあまりに引きずられ過ぎていないかなというのが1点目の話です。

2点目は、既に議論済みかもしれません、株主の機会主義的な行動について、機会主義的な行動をすること自体がいけないというようなニュアンスのように何となく感じられたのですけれども、そういう理解でよろしいでしょうか。機会主義的な行動云々ということよりは、むしろその先に企業価値を上げるとか下げるというような、M&Aが阻止されるかどうかということこそがポイントだと私は思っているのですけれども、白井先生はどちらかというと機会主義的な行動の有無に着目されたように思ったので、そこを確認させていただければと思います。

○白井 まず1点目のご質問についてですが、日本の裁判所は株価がある場合には株価を出発点として議論をする結果、補正というマニアックかつ複雑な論点が生じることになるというのは、飯田先生のご指摘のとおりだと私も感じています。

飯田先生もご指摘のように、株式買取請求に関する近年の米国の判例を見ますと、そこでは株価を安易に信頼するのではなく、DCF法などを用いた企業価値の算定が積極的に行われています。とりわけMBOの場面では、そもそも株価が割安になっているのだからMBOが生じやすくなるわけで、

それにもかかわらず株価を信頼するというのは適切ではないのではないかという発想もよくわかるところです。

ただし、その一方で、今の日本の裁判所の株価を出発点とした価格算定の枠組みについては、私自身は、おそらくは飯田先生ほどは批判的ではないのかもしれません。それはそれで仕方がないのかもしれないとも考えているからです。といいますのも、日本の場合は、株主について、個人投資家の割合が米国や英国などと比べると高いのではないかと思われますし、さらには米国のデラウェア州の裁判所のような高度な会社法関係の事件を扱う専門の裁判所で価格を算定する仕組みが確保されていません。そのため、株式買取りを請求する株主の能力や裁判所の能力というものを考えますと、日本では、例えばほとんどの事例においてDCF法などを使って本来的な企業価値を算出するというやり方は、株式買取請求のコストを今以上に高めてしまうという問題や、恣意的・濫用的なDCF法の利用を促してしまうという問題が、米国の場合よりも深刻化しやすいのかもしれないという懸念を抱いているからです。

次に、2点目の機会主義的な行動に関するご質問ですが、私自身も、飯田先生と同様に、機会主義的な行動それ自体が問題というよりも、それによって企業価値を増加する望ましい買収が阻害されてしまうことのほうが問題であると考えています。株主の機会主義的な行動によって、機会主義的な行動をとる株主と会社に残る株主との間で生じ得る富の移転という問題に加え、買収に反対する株主の行動が促され、企業価値を高める望ましい買収であっても阻害されてしまうという問題の、2通りの問題が起こり得るわけです。そして、とりわけ日本では、公平の観点から、前者の問題がより強く意識されていると感じことがあるのですが、私自身としては、社会的厚生の観点から、むしろ望ましい買収が阻害されてしまう問題のほうを議論の軸として置くべきではないかと考えています。

そうした価値判断に基づきまして、レジュメ4～5ページの（4）の現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定と補正の要否に関する議論では、ナカリセバ価格の算定の場面である以上は、企業価値の毀損が前提なので、仮に株主が機会主義的な行動に出ることになったとしても、企業価値を高める望ましい買収を阻害するという問題は起これりにくいくことから、補正を認めることでよいという立場をとっています。

○飯田 ありがとうございました。

○加藤 現金対価の買収においてナカリセバ価格の算定が問題となる場面で、補正をしないということも許されるのかという点について、白井先生のご意見を伺いたいと思います。インテリジェンス事件の最高裁決定は、高裁決定が行った補正是裁判所の合理的な裁量の範囲内にあると言つただけであって、補正しなければいけないとは言つていません。この点に関しては、白井先生のお立場についてどう考えればよろしいのでしょうか。

○白井 悩ましい問題ですが、本日の報告では、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正をすることは、裁判所の合理的な裁量の範囲内と位置づけてよいという立場でして、逆に言えば、補正をしないということは裁判所の合理的な裁量の範囲を超えて許されないとまで考えているわけではありません。ジュピターテレコム事件決定では、現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場面で補正することは裁判所の合理的な裁量を超えるものだと言っているわけですが、現金対価の買収であっても、ナカリセバ価格の場合には、補正をしても、それは裁判所の合理的な裁量の範囲内と位置づけてよいというのが、本日の報告の内容です。

確かに、ナカリセバ価格の算定の場面なので、補正をしたほうが理論的には一貫するのですけれども、現金対価の買収である以上は株主の機会主義的な行動の問題も同時に起これり得るので、補正是した方がよいけれども、補正をしなければ裁判

所の合理的な裁量を超えるとまでは考えてはいな  
いです。

○加藤 ジュピターテレコム事件において最高裁は、どういった場合に補正をしていいかということについて、一応基準のようなものを述べています。白井先生は、ナカリセバ価格の場合には、補正をしないことが合理的な裁量の範囲内に収まる余地があるとのお考えだと理解しましたが、それはどういった場合なのでしょうか。

○白井 分かりにくくて申し訳ありませんが、場合分けという形で考えているわけではなくて、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面で補正をするかどうかという問い合わせについては、私は補正をしたほうがよいという立場です。それでは、仮に裁判所がこの場面で補正をしなかった場合に、そのような価格の算定が裁判所の裁量を超えて許されないかどうかという問い合わせについては、許されないとまでは考えていません。ただ、繰り返しになりますが、現金対価の買収におけるナカリセバ価格の算定の場面では補正することが望ましいとは思っています。

○加藤 わかりました。ありがとうございました。

### 【取引条件の公正さの判断時点】

○松尾 確認なのですが、レジュメの4ページのCf.のところで、株式対価の買収でシナジー適正分配価格の算定が問題になる場合で、裁判所が組織再編の条件が不公正だと認めたときには、裁判所が自ら公正な価格を算定する際に、まず意思決定の時点における公正な比率を算定し、その後基準時までの株価をもとに修正するとあります。これは、現金対価の買収で、その対価が不公正だと認めた場合に裁判所が独自に算定するときには、意思決定時点、つまり公開買付時点に公正と認められた対価を算定し、その後の株価の動向を踏まえた修正は加えないということでよろしいですね。

○白井 現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場合には、買収に関する意思決

定の時点における公正な対価を検討することになり、補正の余地は認められないと考えます。

○松尾 当事者間で決めたものは不公正だと裁判所が認定した場合に、独自に公正な価格を算定する場合であっても……。

○白井 その場合にも、買収に関する意思決定の時点における公正な対価を検討することになります。

○松尾 そのように解する論拠は、機会主義的行動に伴う弊害というのは、このケースで補正を認めたとしてもほぼないと思うので、藤田先生がおっしゃるような取引条件の公正は意思決定時点、つまり公開買付時点において決すべきであるからだ、ということになるのでしょうか。

○白井 取引条件の公正は意思決定時点において決すべきであるというのが論拠の一つであるということは、おっしゃる通りです。

○松尾 そうすると、公正な価格の算定の基準日が取得日であると言っているのが、現金対価のときにはかなりフィクションめいてくるなあというのが正直なところです。

○志谷 その点について、本当に素人なので教えていただきたいのですけれども、従来の見解が、現金対価の場合に取引時点の条件で決めてしまうのだとおっしゃっている理由をもう少しわかりやすく教えていただけませんでしょうか。

○白井 取引条件の公正さについては、取引に関する意思決定時点で判断すべきだとする代表的な論者の方として、東京大学の藤田友敬先生と、同じく東京大学の田中亘先生がいらっしゃいます。そして、藤田先生のご論文の中では、取引条件の公正さについては取引に関する意思決定時点で判断すべきだとされていますが、その理由についてはあまり明確には述べられていないと理解しています。おそらくは、そのように判断することが後知恵の判断を排除できて公平であり、政策的にも望ましいというところではないかと私は推察しています。次に、田中先生のご論文（判例評釈）の中では、取引に関する意思決定の時点で予測でき

ないような事情に基づいて公正さを判断すると、それは反対株主に過剰な保護を与えることになるというご指摘がありますが、これは判例評釈として述べられたものですので、株価上昇局面という当該裁判例の事案に大きく依存する内容のご指摘です。

○志谷 過剰な保護を与える……。

○白井 田中先生がご指摘されている反対株主に過剰な保護を与えることになるという点は、判例評釈として述べられたものですので、その裁判例の事案においては妥当なご指摘だと思います。ただし、取引に関する意思決定の時点で予測できない事情が反対株主にとってプラスになることもあります、株価が大幅に下落するなど、逆にマイナスになることもあるのではないかと思いますので、個人的には、常に過剰な保護を与えることにはならないと考えています。

○志谷 場合によれば酷なことにもなりかねないから、むしろ取引を決めた時点で固定したほうが……。

○白井 はい。場合によっては反対株主に棚ぼたの利益を与え、場合によっては一方的に不利益を与えることになるのはそれ自体として適切ではないので、そもそも取引条件が公正かどうかというのは、取引に関する意思決定の時点で判断するというのが望ましく、そうしないと後知恵の判断になってしまいのではないかという発想で、私は理解しています。

○志谷 ありがとうございました。

○伊藤 今の点ですけれども、後知恵になってしまいというふうに主張されるのは、一つには、シナジー適正分配価格の定義からなのかもしれないと思います。いずれにしてもそこのところが、不当な利益なのかどうか価値観の対立があるところだと思うのですね。強制的に株主としての地位を剥奪される以上は、地位を剥奪される取得時点ぎりぎりまでのプラス分も享受させてしかるべきだという考え方があり得るとは思います。それに賛成するかどうかは別にして。

○白井 考え方としてはもちろんあり得るとは思います。そこまでの保護を与えることについては、望ましい買収であっても成立しにくくなるという問題も考慮すれば、異論の余地は大きいようには思います。

○伊藤 やはりそのところ、藤田説、田中説は根拠がわからないのですね。結論は言われているけれども。

○梅本 今のお話のところで、私の知識が足りないので十分に理解していないのですけれども、公開買付価格とキャッシュアウトの額を同じにするというのは、補正はしないということですね。そうすると、公開買付けの終了からキャッシュアウト終了までの期間ですが、公開買付後、売渡請求だったら 40 日ぐらいですかね。株主総会を開いて株式併合でやるとすると、60 日いくか、いかないぐらいですかね。普通は公開買付後、キャッシュアウトまでは最短のスケジュールで組むというのが当然のことなのですけれども、これが何かの事情で遅れたりしたら、価格決定の申立てをした場合に株主はその公開買付価格でずっと拘束されるというご主張なのでしょうか。それとも、ある程度の期間内であれば、それを補正しないというご主張なのでしょうか。

このところが私はよくわからなくて、かなり時間がたつてしまうと、企業価値の変動といったものは取得価格に反映されるべきではないのかなというふうに思うのです。論者の先生方も、現在の実務を前提にして主張しておられるので、これぐらいならいいだろうというご主張なのでしょう。ただ、これについてもやはりある程度期限や制限はあるのではないかなというふうに思いました。もしかしたら私が全くの勘違いをしているのかもしれないのですけれども。

○白井 ご質問の補正をしないという立場についてですが、現金対価の買収におけるシナジー適正分配価格の算定の場面の話でしょうか。

○梅本 そうです。

○白井 ありがとうございます。現金対価の買

収におけるシナジー適正分配価格の算定の場面で補正をしてはならないとする論者の先生方の立場は、公開買付前置型の買収であれば公開買付価格とキャッシュアウト価格を同額にした上で、可及的速やかにキャッシュアウトするというのが前提としてあります。仮にキャッシュアウトまでの期間が長いということになると、強圧性も生じますし、そこは可及的速やかにというのが前提であると思います。

○梅本 よく分かりました。ありがとうございます。

### 【公正な手続に関する問題】

○前田 そろそろ後半の問題にも入りたいのですけれども、移させていただいてよろしいでしょうか。もし時間があれば、また補正の要否のほうに戻させていただきます。

公正な手続に関する問題について、ご意見、ご質問をよろしくお願ひいたします。

○北村 ジュピターテレコム事件では、多数派株主が 70% を公開買付前に既に持っていたわけですね。一方 Dell 事件では、MBO の前に経営陣が 16% 持っていたとのことです。多数派株主がかなりの割合の株式を有していて、公開買付前に少数株主との対立が顕在化しているのであれば、価格形成手続において公正さが強く求められるというのはわかるのですが、公開買付者がまだそれほど対象会社の株式を持っていないというときに、価格形成手続の公正さが、多数派が公開買付けの前に対象会社を十分に支配できるだけの株式を有している場合と同じ程度に要求されるのかが少しあからなかつたところです。

ジュピターテレコム事件以降、公開買付前に買収者がそれほど多くの対象会社株式を有していなかつた場合において、公開買付後に特別支配株主の売渡請求が行われたときの価格決定申立事件の決定では、公開買付価格形成手続の公正さも考慮するのだけれども、株主の大部分が公開買付けに応じたことなどを含めて、トータルで公開買付価

格は公正だったと判示するものがあります。そうしますと、日本の裁判所は、ジュピターテレコム事件のような事例では価格形成手続をかなり重視するけれども、そうでない事件では、ジュピターテレコム事件の最高裁決定を規範として述べながらも、実際には価格形成手続以外の事情を相当重要視しているようにも思います。MBO のような事例と、支配株主がかなりの割合の対象会社株式を公開買付前に有していた場合とで、価格形成手続の公正さは同じように考慮されるべきなのかよくわかりませんでした。

○白井 おそらく日本の裁判所はあまり明示的には区別していないと思うのですけれども、実態としては、MBO で買収者が買収対象会社の株式をほとんど持つておらず、これから株を買い集めるパターンのものと、買収者が支配株主であって最初から 60%、70% 程度持つていて締出しをするような場合とで、マーケットチェックの有効性、すなわち市場における競合的な買収提案の起こりやすさというのと、支配株主が 70% の株式を保有していたジュピターテレコム事件の場合には、市場における競合的な買収提案の出現を通じた株主の利益保護を期待することはできないということになりそうです。このように、誰が買収するかについてはもう決まっている、あとは価格だけであるという場合には、第三者委員会を通じた価格の交渉プロセスの部分を重視していくのが合理的なのではないかと思いますので、このような場合には価格形成手続において公正さが強く求められるという北村先生のご指摘には、私も強く共感するところです。

その上で、北村先生のご指摘に関連する話かと思うのですが、現在の日本の裁判所による公正な価格の算定の場面で、私自身がときどき感じているやや問題かなと思う点は、MBO の場面や支配株主による締出しの場面であっても、買収者以外の株主が多数、実際に公開買付けに応募したかどうか、または株主総会決議に賛成したかどうかを重視しているように思われる点です。買収者以外の

多数の株主による応募・賛成が手続の公正さを裏づける事情になるのは、例えば強圧性のない状況で、十分な時間と情報を与えられて株主が判断できる場合などに限られるはずです。個人的な感想ですが、公正な価格の算定の場面における日本の裁判所の一つの傾向として、買収に関する契約の締結後に大部分の株主が公開買付けに応じたとか、契約締結後において市場で競合する買収提案が現れなかった——いわゆる間接的なマーケットチェックの実施ですが——とかいった事情をある程度重視する傾向があるように思うのですが、買収対価に対する市場や株主の評価を公正な価格の算定に当たって考慮するのであれば、事前の積極的なマーケットチェックの有無を考慮する姿勢を示すというのも、一考に値するのではないかと思います。

○北村 事前のマーケットチェックですか。

○白井 ですので、ジュピターテレコム事件決定の考え方というのは、先行評価によって MBO の場面でも基本的には妥当すると言われていて、その点は同感なのですけれども、その場合の妥当の仕方については、仮に MBO で買収者の事前の持株比率がきわめて低い場合には、事前の積極的なマーケットチェックなどの別の手段もありますので、ジュピターテレコム事件決定で例示として挙げられていた要素に常に拘束される必要はないのではないかと思います。あくまでケースバイケースだと思います。

○北村 ありがとうございます。

○石田 公開買付けに多数応募したということをもって公正な価格だったと言われると、ちょっと何か違和感があって、要するに、今持っている株式の価値よりは高いものだから売ったほうが得かな、だから賛成したと、そういうふうにもとれるわけなので、先ほどおっしゃっていた多数の応募者があったから公正であるとは一概に言えないのかなという感想を持ちました。

○白井 ありがとうございます。私も全く同感でして、応募に関する株主の判断には、当該株主

がその株式を買ったときの価格や直近1年間の価格と比べて高いかどうかが大きく影響を与えている可能性があるという、認知心理学にいうところのバイアス（ヒューリスティクス）の影響も考えられますし、さらには、買収が成功すれば上場廃止になってしまうようなケースでは、上場廃止の可能性が株主の判断に影響を与えることも予想されます。ですので、私も石田先生と同様に、公開買付けに多数の株主が応募したという事実を日本の裁判所はある程度重視しているようにも思われるのですが、多数の応募者があったから公正であるとは一概には言えないのではないかと考えています。

#### 【レブロン基準とマーケットチェック】

○志谷 不勉強でよくわからないので、また教えていただきたいのですが、アメリカではひとり、こういう買収の場面で最高価格を獲得する義務ということがよく言われたと思うのですが、いわゆるレブロン基準と言われるその義務と、今回ご紹介いただいたマーケットチェックをしっかりとせよという話とは、どのように切り分けたらいいのでしょうか。

○白井 ご指摘のように、米国では、主としてキャッシュアウトの場面において取締役はレブロン基準に基づく信認義務を負い、取締役は株主の利益のために合理的に入手可能な最善の価格を入手しなければならず、そのための手段として、場合によっては買収計画の公表を通じた間接的なものでもよいとされることもありますが、マーケットチェックの実施が要求されます。以上のレブロン基準が問題となるのは取締役の信認義務違反の場面であって、これに対して本日の報告で取り上げさせていただいたのは公正な価格の算定の場面であり、問題となっている場面は異なります。そして、一般にデラウェア州の裁判所は、公正な価格の算定の場面における手続の公正さの水準というの、取締役の信認義務違反が問題となる場面で要求される義務違反かどうかの水準よりも高い

ものが要求されるとしています。そのため、デラウェア州の裁判所では、取締役の義務違反とは認定されなかった事案であっても、後に株式買取請求権が行使された場合に手続が不公正だと認定されることは当然にあると考えられているようです。

このように、デラウェア州の裁判所は、基本的には、公正な価格の算定の場面で要求される手続的な公正さの水準のほうが、信認義務違反の有無が争われる場面で要求される手続的な公正さの水準よりも厳格だという立場をとっているようです。そのため、例えばレブロン基準に基づく取締役の信認義務という観点からは十分なマーケットチェックであると評価されたとしても、公正な価格の算定の場面では、手続的な公正さはこの程度のマーケットチェックでは満たさないと判断されることはあると思いますし、本日ご紹介させていただいた Subramanian 教授の論文の中でも、デラウェア州では株式買取請求権は信認義務違反とまでは評価できない場合の反対株主の救済手段として機能していると指摘されています。

○志谷 それは手っ取り早く考えると、取締役が負担するのか、それとも最終的には買収者が負担するのかの違いだということでしょうか。買収者であれば、要するにリッチでしょうから、厳しくいっても、負担させてもよろしいのかなというのが裁判所の感覚であり、個人の取締役にそこまでの負担はさせたくないという気持ちがあるのでしょうか。それはいかがでしょう。（笑）

○白井 米国の裁判所の裁判官の心の中はよくわからないのですけれども、ごく一般論として述べさせていただきますと、企業買収の場面では、取締役に責任が認められた場合の損害賠償の額が多額になる傾向がありますので、取締役に責任を認めるということは企業買収に対する強い萎縮効果を事後の事例にもたらし得るとは言えると思います。

また、公正な価格の算定の場面で要求される手続的な公正さの水準のほうが取締役の義務違反の場面で要求される水準よりも高いという発想は、

要求される手続的な公正さのレベル感は大きく違いますが、発想それ自体は実は日本の裁判所でも同様に採用されているのではないかと感じています。例えばレックス・ホールディングス事件では、公正な価格の算定の場面で手続的な公正さは認められなかったわけですけれども、取締役の損害賠償責任は否定されたわけとして、このような発想それ自体は、ある程度万国共通なのかもしれないとも感じているところです。

○志谷 ありがとうございます。

○船津 今のレブロン基準のあたりの話との関係ですけれども、第三者委員会でもうちょっとマーケットチェックをする方向で考えたらいいのではないかというのを、公正な手続ということに関して白井先生はおっしゃっていたと思うのですけれども、難しいと思うのですが、具体的にどこまでのことをするのが第三者委員会として公正ということをお考えなのでしょうか。

○白井 本日の報告では、手続的な公正さを検討する際の考慮要素としてのマーケットチェックは、視点の提供という程度のことしか想定しておらず、また実務との折り合いをどのようにつけるのかという悩ましい問題もありますので、具体的な中身については今ここで明言することは難しいです。この問題について考える上で避けては通れない点として、日本であれ、米国であれ、第三者委員会自身にマーケットチェックをするノウハウがあるわけでは必ずしもないので、もしも積極的なマーケットチェックを要求するということになりますと、米国と同様に、第三者委員会がマーケットチェックを担当する財務アドバイザーを雇用することになります。ところが、日本の実務では、そもそも財務アドバイザーを雇用する権限を第三者委員会に与えるということはきわめて稀ですので、MBO の場面における積極的なマーケットチェックの実施は、実務上はかなりハードルが高いところではないかと感じています。ですので、例えば積極的なマーケットチェックを実施しなければ手続は不公正だという形の議論は、

日本の実務から乖離してしまうので、受け入れづらいところかなとは思っています。

そうしたこともあるって、本日は視点の提供にとどめますということを先ほど申し上げたのですが、その一方で、以上の米国法の視点から示唆を得る形で日本の実務について具体的に議論できうこととして、例えば、買収に関する契約の締結後に市場で競合する買収提案が現れなかったという事情を、手続の公正さを判断する際に重視することについては、本日ご紹介させていただいた Subramanian 教授の論文の中で理論的な問題点が多数指摘されており、日本でもこうした事情を重視しすぎることは適切ではないと考えています。また、買収者の事前の持株割合が低い MBO のケースで、仮に第三者委員会に財務アドバイザーまで雇用させて、積極的なマーケットチェックをある程度の数やっているのであれば、そうした事情は、裁判所が手続的な公正さを認定する上で高く評価すべき事情であると考えています。

○船津 加点主義ということですね。

○白井 そうですね。悩ましいところですが、今の日本の実務を前提としますと、手続的な公正さを審査する場面における加点主義に基づいて、徐々に積極的なマーケットチェックを促していくというやり方以外は、ちょっと難しいのかもしれないと思っています。

#### 【支配株主による買収とマーケットチェック】

○飯田 ジュピターテレコム事件の場合は、支配株主がいて、2つの会社で共同して 70% ぐらい持っていました。そういう場面でマーケットチェックをすべきかという議論をする場合、支配株主がいるときに、買収に参加する人なんていないと思うのです。デラウェアだったらもっと厳しいことを言われ、場合によっては支配株主に売らせる約束も取り付けておくという話もあります。そういう支配株主がいる場面でのマーケットチェックと、MBO の場合の 10% ぐらいの持分から買い上がってきた場面でのマーケットチェックとでは、求

められる内容は違うのかどうかということについて、ご意見があれば教えてください。

○白井 正直に申しまして、理論的な観点からこれが望ましいという議論と現在の日本の実務をどうすり合わせたらよいかについて、非常に悩んでいます。飯田先生がご指摘されたように、例えば米国では、デラウェア州衡平法裁判所の判決において、特別委員会は支配株主に対して、支配株主以外の買収者が支配株主の示した買収提案と比較してより望ましい買収提案を示す場合には、支配株主が当該提案を支持する旨の約束を積極的に求めるべきであったと指摘するものもあります。支配株主に対してそのような約束を求めることが実務において現実的であるとすれば、たとえ 70% の株式を保有する支配株主による買収の場面であったとしても、マーケットチェックを実施することは可能だということになり、その場合に要求されるマーケットチェックは、例えば買収者が 10% くらいしか持っていない場合に要求されるマーケットチェックと同内容であると考えることもできると思います。

もっとも、現在の日本の MBO の場面や支配株主による買収の場面の実務を考えますと、手続的な公正さを審査する上で、第三者委員会が支配株主に対してそのような約束を積極的に求めるこまで要求した事例というのは、私が知る限り日本ではないと思いますし、そのような約束が結ばれることを前提にマーケットチェックを実施するというのは、現在の日本では実務から乖離し過ぎた話なのではないかと思いまして、本日の報告の中では、マーケットチェックに関しては、MBO の場面で、しかも買収者の持株比率が低い場面に限って示唆を得るという形で、射程を限定して議論を紹介することにしました。

○飯田 実務の現状をベースに議論をするとそうなるのですけれども、白井先生の理想としているものからするとかなりかけ離れた実務に妥協するということでいいのかと、ふと思ったということでした。どうもありがとうございました。

○白井 これまでの経験から、白井の議論は今の日本の実務と乖離し過ぎていて現実的ではないなどと批判されることが多かったりしますので、本日は控え目に報告させていただきました。(笑)

○前田 まだご議論があるかもしれませんけれども、時間になりましたので、本日の研究会はこれで閉会とさせていただきます。

白井先生、どうもありがとうございました。

~~~~~

【補 記】

報告で言及した Dell 事件については、本研究会後の 2017 年 12 月 14 日、デラウェア州最高裁判所において衡平法裁判所の判断が一部破棄され、事件は衡平法裁判所に差し戻された (Dell v. Magnetar, 177 A.3d 1 (Del. 2017))。 (白井)