

Title	〔商法五九八〕三井生命保険株式会社株式売買価格決定申立事件 (東京地裁平成三〇年一月二九日決定)
Sub Title	
Author	柳, 明昌(Yanagi, Akimasa) 商法研究会(Shōhō kenkyūkai)
Publisher	慶應義塾大学法学研究会
Publication year	2019
Jtitle	法學研究 : 法律・政治・社会 (Journal of law, politics, and sociology). Vol.92, No.7 (2019. 7) ,p.103- 115
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	判例研究
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00224504-20190728-0103

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

判例研究

〔商法 五九八〕 三井生命保険株式会社株式売買価格決定申立事件

東京地裁平成三〇年一月二十九日決定
平成二八年（ヒ）第一二二号株式売買価格決定申立事件
金融・商事判例一五三七号三〇頁

〔判示事項〕 一 特別支配株主による株式等売渡請求にお

ける会社法一七九条の八第一項の「売買価格」について、
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、
その後公開買付けに係る買付価格と同額で株式売渡請求
がされた場合には、特段の事情がない限り、裁判所は、株
式売渡請求に係る株式の売買価格を公開買付けに係る買付
価格と同額とするのが相当である。

二 このような理は、公開買付けの対象となる株式が非上
場株式である場合にも等しく当てはまるといふべきである。

〔参照条文〕

会社法一七九条の八第一項

〔事実〕

生命保険業を主たる目的とする株式会社A（非上場会社、
有価証券報告書の提出義務あり。以下、対象会社）は、
リーマンショック等の影響により財務基盤が毀損し、他社
との連携統合等を含めた検討をしていたところ、平成二七
年三月、同じく生命保険業を主たる目的とする相互会社Z
（利害関係参加人）から打診を受け、同年四月から対象会
社の発行済株式の全部を対象とする公開買付け（本件公開
買付け）を実施するなどの経営統合（本件経営統合）に向
けた協議を開始した。本件公開買付けに関する協議及び交
渉にあたり、対象会社は、法務アドバイザー、財務アドバ

イザー及びアクチュアリー・ファームといった外部の専門家から助言を受けながら、Zが提示した買付価格の妥当性を検討し、Zとの間で上記打診から本件経営統合契約の締結（平成二十七年一月六日）に至るまで約七か月間に渡り、買付価格を含む取引の条件を交渉した。なお、Zは、対象会社の三八・六％を保有する従前の株主（再取得株主）及び住友生命との間で、再取得株主及び住友生命が保有する対象会社の株式すべてについて、公開買付けに応募する旨の公開買付応募契約を締結し、さらに本件スクイーズアウト手続の完了後、Zが、速やかに対象会社の三八・六％を保有する従前の株主（再取得株主）に対して対象会社の株式を譲渡することが予定されていた（本件再取得。減少後の持株比率の合計は一六％）。

この間、対象会社は、Zから、普通株式の買付価格を四九〇円（本件当初価格）とするなどの提案を受けたものの、財務アドバイザーや法務アドバイザーの助言を受けて、シナジーやコントロール・プレミアムを加味すべきであるとして本件当初価格の引上げを求め、その結果、買付価格の引上げ（普通株式一株当たり五六〇円）に成功した。その後も、Zに対し、更なる価格の引上げを要請したが、買付価格は複数の財務アドバイザーによる株式価値の算定結果

のレンジ内にあることが確認され、財務アドバイザーからこれ以上の引上げは難しいとの報告を受け、さらに、対象会社の主要株主からも買付価格を含む本件経営統合について前向きな返答を得たことから、対象会社は買付価格を承諾するに至った。

Zは、平成二十七年一月九日、関東財務局長に対し、本件公開買付けを行う旨の公開買付届出書を提出し、対象会社も、同日、同財務局長に対し、本件公開買付けに賛同意見を表明し、対象会社の株主に対して本件公開買付けへの応募を推奨する旨の意見表明報告書を提出した。本件公開買付け（平成二十七年一月九日から同年二月二日まで（三〇営業日））を実施した結果、買付予定数の下限を上回ったことから、本件公開買付けが成立し、Zは、対象会社の総株主の議決権の九六・三四％を取得するに至った。

Zは、対象会社の総株主の議決権の一〇分の九以上を取得したことから、平成二十八年一月二十七日、対象会社の取締役会における承認決議を経て、本件公開買付けに応募しなかった対象会社の株主に対し、会社法一七九条一項に基づき、同年三月一日を取得日として、その有する対象会社の普通株式の全部を一株当たり五六〇円で売り渡すことを請求した。これに対し、対象会社の七・一五％の株式を保

有するX（申立人）は、会社法一七九条の八第一項に基づき、株式の売買価格の決定を求める申立てをした。

〔決定要旨〕（便宜上、一、二、三に分ける）

一 「本件売渡請求は、ZとAの間の本件経営統合契約を前提として、ZによるAの発行済株式の全部を対象とする公開買付けに引き続き実施されたものであるところ、Zは、本件経営統合ないし本件公開買付けに至るまで、Aの株式を一切保有しておらず、Aとの間に何らの資本関係がなかったことが認められる。

相互に特別の資本関係がない会社間において、一方の会社が他方の会社と経営統合するための手続として株式の公開買付けを行い、その後当該会社の株式について会社法一七九条一項に基づく特別支配株主による株式売渡請求をして、当該会社の株式の全部を取得する場合においては、いわゆる独立当事者間において企業間取引がされた場合と同様に、それぞれの会社において忠実義務を負う取締役が当該会社及びその株主の利益にかなう契約内容や買付価格を決定することが期待できるといふべきである。そして、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経営統合の手段たる公開買付けが行われ、その後公開買付けに係る買付価格と同額で株式売渡請求がされた場合には、株主が公開買付けに応じるか否かを適切に判断することが期待できる以上、上記の手続において基礎となった事情に予期しない変動が生じたなどの特段の事情がない限り、裁判所は、株式売渡請求に係る株式の売買価格を公開買付けに係る買付価格と同額とするのが相当である。

また、このような理は、公開買付けの対象となる株式が市場株価を有する上場株式である場合のみならず、非上場株式である場合にも等しく当てはまるといふべきである。」

二 (i) 本件経営統合がいわゆる独立当事者間の取引であるといえるかについて、「本件再取得を前提としたとしても、その保有する対象会社の株式の持株比率を大幅に減らすことになり、……本件再取得が本件買付価格と同額で行われたことからすると、本件再取得株主は、実質的には、Zに対し、保有する対象会社の株式の大半を本件買付価格で売却しているに等しいことになる。そうすると、本件再取得株主は、保有する対象会社の株式の多くについて、買付価格が低下すれば損失が拡大するという意味で、一般株主と同様の利害を有するといえる」。また、再取得株主が

シナジー等の利益を享受する可能性があることについて、「……本件再取得は、対象会社の営業職員をはじめ従業員モチベーションやロイヤリティを維持するため、本件経営統合後も対象会社の商号や「三井」のブランドを維持する必要がある、そのために三井グループとの資本関係を一定程度維持すべく実施されるに至ったものであり、本件再取得株主に対して対象会社の一般株主とは異なる特別の利益を与える目的で実施されたと認めることは困難である」。

(ii) 本件経営統合及び本件公開買付けが一般に公正と認められる手続によって行われたかについて、「本件経営統合及び本件買付価格の交渉に関し、……本件公開買付けは、対象会社と乙との間で、対象会社の一般株主にも配慮した買付価格の模索も含め、実質的な交渉が行われて実施されるに至ったものと評価することができる。そして、本件公開買付けの実施に関しても、……本件公開買付けに当たっては、対象会社の株主が本件公開買付けに応じるか否かの判断に必要な情報が適時かつ適切に開示されており、また、当該判断に必要な時間も十分に確保されていたということができる」とした。

三 さらに、①独立した第三者委員会が設置されなかったこと、②対象会社が財務アドバイザーからフェアネス・オ

ピニオンを取得していなかったこと、③いわゆるマジョリティ・オブ・マイノリティ条件（以下、MOM条件）の設定がされなかったこと、④対象会社の取締役会が財務アドバイザーを選任したこと、⑤対象会社が財務アドバイザーに対する成功報酬の存在、額及び割合について開示しなかったこと、⑥オークションプロセスが実施されなかったこと、⑦対象会社が自ら公表したエンベディッド・バリュー（生命保険会社の企業価値を評価する有力な指標の一つ。以下、EV）を大幅に下回る金額を前提としたことについて、いずれも一般に公正と認められる手続が履践されなかったということではできないとした。

〔研究〕

概ね決定に賛成する（一部決定に疑問が残る）。

一、本決定の意義

本決定は、いわゆる支配株主による売渡請求がなされた場合における売買価格の決定の申立てに関する事案であり、マレー・ジャパン事件決定（静岡地沼津支決平成二八年一〇月七日LEX/DB「文献番号」25344091、東京高決平成二九年一月三〇日LEX/DB「文献番号」25344950、モリ

テックス事件決定（さいたま地決平成二九年一月二五日
 「文献番号」2017WLJPCA01256019、東京高決平成二九年
 六月一九日「文献番号」2017WLJPCA06196003）に次ぐ
 決定である。本決定の判断枠組みは、最終的な縮出しの手
 法こそ異なるが、基本的にはジュピターテレコム事件最高
 裁決定（最一小決平成二八年七月一日金判一四九七号八
 頁）とその後の公開買付前置型に係る決定の枠組みを踏襲
 するものと位置づけることができる。また、公開買付け及
 びその後の縮出し手続が「一般に公正と認められる手続に
 よって行われたかどうか」の判断にあたり、どこまで手続
 の公正性を担保するための措置が求められるかが問題とな
 るが、本件では対象会社が保険会社であること、独立した
 第三者委員会が設置されなかったこと、財務アドバイザー
 からフェアネス・オピニオンを取得しなかったこと、オー
 クションプロセスが実施されなかったことなどに対する裁
 判所の評価が示されており、特別の資本関係のない当事者
 によるキャッシュアウトの事案でどこまでの手続が要求さ
 れるかに関する事例判断としての意義を有するのみならず、
 オークションを行うこととの要否など理論的にも注目に値す
 る内容が含まれている。

二、本決定の位置づけ

1、従来の裁判例

従来の裁判例との関係で本決定の位置づけを考えると、
 公開買付前置型と性格づけた上で、ただし対象会社が非上
 場会社であり、特別の資本関係のあるキャッシュアウトで
 はないことを指摘しつつ、ジュピターテレコム事件最高裁
 決定の考え方を援用したものとする理解（高橋英治「判批
 （本件決定）」法教四五五号（二〇一八）一四二頁、北村雅
 史「（商法）判例の動き」法教四五九号（二〇一八）一四
 一頁）と独立当事者間において取引がなされた場合のテク
 モ事件最高裁決定の考え方を援用したものとする理解（大
 塚和成「判批（本件決定）」銀法八二九号（二〇一八）六
 七頁、寺前慎太郎「判批（本件決定）」金判一五七〇号
 （二〇一九）二頁）とがある。具体的に講じられる手段と
 して利益相反排除措置に言及せず、取締役や株主の判断の
 機会を尊重する点はテクモ型にみえる一方で、公開買付け
 が一般に公正と認められる手続であれば公開買付価格を尊
 重する点はジュピターテレコム型にみえる。もともと、本
 件では、利益相反の問題となる事案でみられる一定の利益
 相反回避措置がとられたことも事実である。二つの最高裁
 決定の基本的な考え方は、「一般に公正と認められる手続」

と認められればその条件・価格がそのまま公正な条件・価格と認められるというものであり、両事件の文脈や取引手法こそ異なるが、本決定には両決定の考え方が事案に適合する形で取り込まれている。

公開買付前置型の二段階買収について、従前の裁判例は、①株式の客観的価値に加えて、②今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額という判断枠組みをとるものが主流であったが、ジュピターテレコム事件最高裁決定後には、当該公開買付けが「一般に公正と認められる手続」と認められるか否かを判断する際に、公開買付けの強圧性が排除されること、法務アドバイザーの助言を受けたこと、財務アドバイザーによる株式価値算定のレンジ内にあること、MBO案件では独立した第三者委員会を設置して買収価格の妥当性を諮問して妥当との回答を得たこと（意思決定過程の恣意性の排除）等が指摘されるのが一般的である（飯田秀総「Ⅷ少数株主の締出し（スクイーズ・アウト）」法教四五八号（二〇一八）三七頁。また、MBO以外の事案で、独立した第三者委員会の設置を公正な手続と認めるための要素とはしなかった裁判例として、大阪地決平成二九年一月一八日金判一五二〇号五六頁「エスパンズ事件」）。これ以外の要素、例えばフェアネス・オピニオンの取得

（ジュピターテレコム事件最高裁決定後の事案でもフェアネス・オピニオンは取得していない）や少数株主の多数決の承認（いわゆるMOM条件）が求められる例（MOM条件が設定された事案として、大阪地決平成二四年四月一三日金判一三九一号五二頁（CCC事件、MBO）、東京地決平成二五年一〇月八日金判一四二九号四八頁（ホリプロ事件）、前掲・大阪地決平成二九年一月一八日は実際には少なく、裁判所もそれを公正な手続と認めるための決定的な要件とは考えていない（実務上もそのような評価がなされている。西村あさひ法律事務所編『M&A法大全「下」〔全訂版〕』（商事法務、二〇一九）五八九頁）。また、従来、ジュピターテレコム事件最高裁決定前後の裁判例は、手続の公正さを考慮しつつ取得価格等の適切性についてDCF法の算定結果（レンジ）や市場株価と照らし合わせるなど、いわゆるダブルチェックを行ってきており、価格そのものの公正さを総合的に考慮してきたと評価することができる（松中学「JCOM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』」商事法務二一一四号（二〇一六）九頁。独立当事者間の取引と同視しうる程度の実質的な価格交渉が行われたか否かの判断の中で価格そのものの公正さを総合考慮する最近の裁判例として、前

掲・大阪地決平成二九年一月一八日、大阪高決平成二九年一月二九日金判一五四一号三五頁「ウライ事件」。本件では、E E V（ヨーロッパにおける主要な大手保険会社の採用するE V）を基準に算出した株式価値が独立の参照点とはされなかったが、類似会社比較法や配当割引モデル法（DDM）の結果を踏まえた買付価格の交渉が行われたことから、従来の裁判例の流れのなかに位置づけることができる。

さらに、従来の裁判例との関係で、特別の資本関係のない当事者間（テクモ事件型）で二段階買取により金銭対価で買取する手法（ジュピターテレコム事件型）が用いられる場合にどういう処理をするかが問題となるとの指摘があったところ（内田修平「M & Aにおける公正な価格と利益相反排除措置―ジュピターテレコム事件決定を踏まえて」法教四四八号（二〇一八）九三頁、九五頁）、本決定は、「公正な手続」の内容について独立当事者間の取引であることを考慮しつつ、従来の公開買付前置型と同様の判断枠組みを示した裁判例としての意義を有する。企業価値の増加の有無、特別の資本関係の有無、上場株式であるか非上場株式であるか否か、これらを正面から問うことなく、いわゆる公開買付前置型について同じ枠組みで判断するこ

とを明らかにするものと考えられる。

2、学説等における議論

学説では、相互に特別の資本関係がない会社間の組織再編における公正な価格を判断する場合に、もともと「手続の公正性」を重視する立場が多かった（田中亘「組織再編と対価柔軟化」法教三〇四号（二〇〇六）七九頁―八〇頁、松尾健一「株式買取請求権」ジュリスト一三四六号（二〇〇七）五五頁、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の分析」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）五頁、飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能」商事法務二〇七六号（二〇一五）四三頁―四四頁等）。

しかしながら、①独立当事者間取引であっても、本件のように、金銭対価の場合には、株式対価の場合よりも厳格な手続を経るべきとする指摘がある（藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトと株式の取得価格」論究ジュリスト二〇号（二〇一七）九二頁、九三頁）。また、②取締役の義務の履行に期待するとして、そのような手続重視の考え方がどのように公正な価格と結びつきうるのかは明確ではない。なぜなら、取締役の義務の基準がそのまま公正な

価格を判断する基準となることには直結しないからである。この点に関して、株式買取請求権制度の趣旨に鑑みて、手続重視の考え方に異論を唱える立場も有力である（黒沼悦郎「株式買取請求権に関する一省察」江頭憲治郎先生古稀記念論文集『企業法の進路』（商事法務、二〇一七）四一六頁、四二五頁―四二七頁、同『会社法』（商事法務、二〇一七）三一六頁）。つまり、手続を重視することは裁判所が当事者間の交渉価格をそのまま尊重することを意味するが、それは公正な価格の決定の責任を当事者に委ねることを意味する。それは裁判所の役割の放棄であり、株式買取請求権制度の存在意義を無機能化させるに等しいという指摘である。

従来の裁判例及び多数の学説は、手続重視の立場を疑問視することはなく、またあるべき価格を積極的に算定することはなく、むしろ手続重視の正当性を前提として、個別の事案において、あるべき手続の内容をより精緻化することと傾注してきたと評しうる。その行き着いた先が、最近の学説がその導入の可能性に言及し、「公正なM&Aの在り方に関する指針―企業価値の向上と株主利益の確保に向けて―」（二〇一九年六月二八日）（以下、「公正なM&A指針」）の打ち出したマーケット・チェックの実施をはじめ

めとする公正性担保措置（独立当事者間取引と比肩すべき状況を確保するための諸措置）と理解することができる。

実務上、我が国のMBO等においては、取引保護条項は締結されず、かつ、対抗公開買付けが出現できるよう三〇営業日以上の期間が設定されるのが一般的であること、事前に買取防衛策が採用されていたとしてもMBO等の実施に際して停止するという扱いがなされていること等から、一定の間接的なマーケット・チェックが実施されていると現状を評価したうえで、社会的に価値のあるMBOまで阻害しないようオークションや能動的なマーケット・チェックまで強いるべきではないと考えられている（森・濱田松本法律事務所編『M&A法大系』（有斐閣、二〇一五）七六一頁、西村あさひ法律事務所編・前掲五八七頁―五八八頁参照）。

また、MBO指針（平成一九年九月四日）は対抗的な買付けの機会の確保を指摘するにとどまっており、潜在的な買収者に積極的に接触を図ることまでは求めていなかった。「公正なM&A指針」は、市場における潜在的な買収者の有無を調査・検討するいわゆる積極的なマーケット・チェックが公正担保措置として積極的に評価できることを認めながらも、M&Aに対する阻害効果の懸念や情報管理

の観点からの問題があることを踏まえて、対抗提案を阻害しないといういわゆる間接的なマーケット・チェックの有効性や弊害の有無と比較・検討しつつ、適切な方法をとることを推奨する。

三、本決定の分析及び評価

1、本件取引が独立当事者間取引か否か、言い換えるとMBO類似の構造的な利益相反関係が、対象会社の一般株主と(1)再取得株主との間に認められるかが問題となる(本件では、さらに、(2)対象会社の主要株主との間に一定の資本関係を有する財務アドバイザー及び(3)対象会社の取締役との間の利益相反関係も問題となるが、以下では(1)のみ検討する)。この点は、次に取り上げる第三者委員会を設置しないことやMOM条件を設定しないことに対する評価に影響を及ぼす重要な問題である。

本決定は、対象会社の一般株主と再取得株主との間にMBO類似の構造的な利益相反関係は生じないと結論づけている。たしかに再取得株主全体としてみると、対象会社の持株比率が三八・六五%から一六%まで減少しており、保有する株式の大半を売却している。しかし、本件経営統合に大きな影響力を有する主力銀行の住友銀行自体の持分

減少率がわずか三%にとどまること、公開買付けの下限が再取得株主が保有することとなる普通株式の総数と一致することに注目するならば、実質的にみて、本件株式を売却して一般株主と同様の利害を有するといえるかは疑わしい。また、公開買付者との間で応募合意をした株主は、MOM条件の判断にあたって一律に分母から除外して計算すべきとの運用が行われているようであるが、これは縮出し後に再出資を予定しているなど公開買付者と利害を共通にする場合があると考えられるからである。まさに本件では、再取得株主とZとの間で公開買付応募契約が締結されていたのである(もちろん応募契約を締結する株主の中には、公開買付けに応募することで対象会社の投資を回収し、以後対象会社に関与を予定しない者も存在する。このような株主はできるだけ高く所有株式を売却することを希求する立場にある(長島・大野・常松法律事務所編『公開買付けの理論と実務(第三版)』(商事法務、二〇一六)三五四頁))。たとえ本件再取得が、三井グループとの資本関係を維持することを通じて対象会社の従業員のモチベーション等を維持する目的であったとしても、それによって一般株主との利益相反関係が解消されるわけではなからう。むしろ再取得株主は実質的には買主と評価する方が自然であったので

はないか。そうだとすると、Zらと一般株主との間にはMBO類似の構造的な利益相反関係があり(寺前・前掲六頁も、対象会社の株主間で一定程度の利益相反が生じていたことに留意する必要があるとする)、独立当事者間取引とは評価することはできず、MOM条件や特別委員会の設置が必要な事案であったと評価する余地がある。ただ、ジュピターテレコム事件とは異なり、再取得株主の持株比率が三八・六五%程度であるから、買収が成功するには多くの株主に応募してもらう必要があり、現に大多数の株主が応募したことは価格の公正さを裏付ける面がある(次の2、参照)。

2、次に、本決定は、公開買付けが一般に公正と認められる手続によって行われたか否かについて、本件公開買付け価格が、対象会社とZとの間での実質的な交渉によって、対象会社の一般株主の利益にも配慮した形で決定された価格であることを認めた。法務アドバイザーや財務アドバイザーなどの外部の専門家の助言を得ながら、約七か月間に渡り、買付価格等交渉を行い、その結果、実際に買付価格の引上げに成功したことが評価されている。これは、後に見るように、オークションプロセスを実施せず、特定の相手方との交渉であっても、対象会社が誠実に価格を引上げ

る努力をすれば公正な手続と評価されることを示している。また、対象会社の株主が公開買付けに応じるか否かの判断に必要な情報も適時かつ適切に開示され、さらに判断に必要な時間も確保されたとして、一連の手続は公正なものと評価された。

3、本決定の一般論そのものは、決定自体が引用するジュピターテレコム事件とその後の下級審決定でも採用されているものであり、その流れに沿ったものといえる。検討を要するのは、決定要旨三、の内容(①から⑦)である。

①独立した第三者委員会が設置されなかったこと、②フェアネス・オピニオンの取得が行われなかったこと、さらに③MOM条件が設定されなかったことをどう評価するか。本件がMBO類似の構造的な利益相反関係の認められない事案と評価されたこともあり、これらの措置が講じられなくとも公正な手続であることは否定されなかった。買付価格をはじめとする取引条件をめぐる実質的な交渉がなされたことと評価されることが肝心の問題であるならば異論はないものと思われる。もともと、再取得株主が公開買付応募契約を締結していたから、実質的な交渉の有無の認定には慎重であるべきであろう。実際、対象会社もZも取引の成否に影響力を有する三井住友銀行の意向にかなり配慮してい

る様子がうかがえる。そもそも本件が、MBO類似の構造的な利益相反関係がなく独立当事者間取引といえるかが疑わしいとすると、第三者委員会の設置あるいはMOM条件のいずれかが必要であったと評価する余地がある（前掲・大阪地決平成二九年一月一八日は、多数株主による全部取得条項付種類株式の取得（完全子会社化）の事案で、同じく独立した第三者委員会が設置されなかったが、MOM条件が設定されており、株式価値算定書の結果との照らし合わせ、市場価格に対するプレミアムの相当性から、公開買付価格を公正な価格と認めた）。また、たしかに④財務アドバイザーの選任を特別委員会が行うべきとする立場や⑤財務アドバイザーに対する成功報酬の存在等について開示を要するとの立場がありうる。特に、⑤に関して「公正なM&A指針」は、当該M&Aの成否に関して深刻な利害関係を有している場合には、第三者機関が得る経済的利益の内容を開示するなど、独立性や利害関係の内容について十分な説明責任が果たされるべきであるとする（指針3.3.2.3）。しかし、これらの要素を欠くだけで手続の公正性が失われるものではないと思われる。本決定は、⑥わが国では経営統合の相手方を決めるのにオークションプロセスを実施することは、実務上一般的であるとはいえず、また、

競合取引の提案がなされた場合に、対象会社が当該提案者と協議することが許容されており、実務にいわゆる間接的なマーケット・チェックが実施されていることから、手続の公正さを欠くとはいえないというが、本件のもとで、オークションプロセスを採用しないことが妥当であったかについて別途問題となりうる（四、本決定の射程2）参照）。また、⑦については、バリエーションの問題として取り上げる（四、本決定の射程3）参照）。

四、本決定の射程

1、事案（非上場会社の事案）

本決定は、対象会社が非上場会社であり、非上場株式の評価の問題であることを前提に、公開買付前置型キャッシュアウトの事案について、上場株式であるか、非上場株式であるかを区別しない立場をとっている。対象会社は非上場会社であるが、外形基準の適用による有価証券報告書提出会社（以下、有報提出会社）であることから、いわゆる閉鎖会社の場合とは異なり、上場会社に近い事案であるとの指摘がある（「匿名コメント」金判一五三七号三二頁）。その意味は、対象会社の株式に公開買付けが要求されることよって、三〇営業日の公開買付期間と結びついて対抗

買付けの可能性が生まれるなど間接的なマーケット・チェックの実施の余地が生まれ、本件公開買付けとその後スクイーズ・アウト手続が一般に公正と認められる手続により行われたものと評価されやすくなる点に求められよう。

2、オークションプロセスの採用が妥当な事案の画定

オークション理論に照らしても、常にオークションを実施することが最善のプロセスと評価されるわけではない（一般に公正と認められる手続についてのオークション理論の観点からの分析として、より詳しくは、拙稿「公正な価格の判断枠組みとマーケット・チェックの意義・射程―オークション理論を手掛かりとして―」商事二二〇七号（二〇一九）三三頁以下を参照）。M & A 取引において、事前の広範なオークションを実施することには多大なコストがかかることや対象会社の事業を攪乱するおそれがあることなどが指摘されている。また、むしろ取引保護条項（deal protection clause）を利用したコミットメントによって先行買収者を優遇し、売買プロセスを制限する方がかえって買収者を呼び込む効果を期待することができるとの指摘がある。この結論は、一位価格封印オークションが価格最大化を実現するオークション方式であるという帰結

から導かれる。いいかえると、会社を売却する際に常にイングリッシュ・オークションのように競り上がり方式が最善とは言い切れないというのがオークション理論の示すところである。本件は、保険業法の規定による免許が必要な生命保険会社であり、多様な買い手によるオークションには馴染まない事案であったし、実務的には、オークション類似の手続がとられないことはないとの指摘もある（この点に関し、「公正な M & A 指針」公表後間もなく、ユニゾ HD 株式に対する公開買付けにおいて、対象会社によるマーケット・チェックが実施されており、注目に値する。「ユニゾホールディングス株式会社株券（証券コード 8388）に対する公開買付けの開始に関するお知らせ」（二〇一九年八月一六日）六頁参照）。そうすると、本決定は、オークション理論の適用を一般に否定したわけではなく、オークションプロセスが実施されなくても問題のない事案であったとその射程を狭く解しておくのが妥当であると思われる。

3、バリュエーションの問題（非上場株式の評価）

独立当事者間取引（取締役に期待）であることを前提として、一般に公正と認められる手続（強圧性なし、株主による適切な判断）の要件を満たさない場合、どのように考

えるべきか問題（バリュエーションの問題）となる。参照に値する市場株価は存在せず、公正な手続ではないから公開買付価格にも依拠できないとすると、Xの主張する生命保険会社の企業価値を評価する指標（E・E・V）に依拠することが考えられる。しかし、決定において、E・Vと株式価値との間の関連性についての研究はほとんど行われておらず、E・Vは主として財務情報の補完機能に限定されるとの指摘があることに言及されており、裁判所は、少なくとも経済界で一般に受け入れられた評価方式とまではいえないとの評価を与えたものと解される。生命保険会社がその企業価値を評価する有力な指標として公表しながら、交渉のための独立の参照点に値しないという点に大いに違和感が残るが、裁判所は、保険会社の企業価値の評価の在り方（E・V）の問題を回避できた格好となる。ただ、なおバリュエーションの問題として課題が残る。

* なお、本決定後、原告審決定（東京高決平成三二・二・二七金判一五三七号一四頁）が出されたが、原審決定を支持し、原告人が有する対象会社の普通株式の売買価格は一株当たり五六〇円が相当であると判断した。

柳 明昌