

構造的な利益相反関係が存在する2段階のキャッシュ・アウト取引における手続の公正性の審理と立証方法

【文献種別】 決定／東京高等裁判所
【裁判年月日】 令和6年10月31日
【事件番号】 令和5年(ラ)第977号
【事件名】 株式買取価格決定に対する抗告事件
【裁判結果】 抗告棄却(特別抗告・抗告許可申立て)
【参照法令】 会社法182条の4・182条の5第2項
【掲載誌】 資料版商事490号95頁
◆ LEX/DB 文献番号 25621723

愛知大学教授 吉垣 実

事実の概要

本件は、伊藤忠商事(以下「I社」という)がその子会社を通じて行った2段階のキャッシュ・アウト取引の第2段階としてのファミリーマート(抗告人兼相手方、原決定第1事件申立人兼第2～第4事件利害関係参加人。以下「対象会社」という)による株式併合につき、対象会社ないし反対株主の申立てによる会社法182条の5第2項に基づく株式の価格の決定に対する抗告事件である。原決定に対し、対象会社のほか株主4名(抗告人兼相手方、抗告人兼第1事件利害関係参加人、抗告人兼第2～第4事件申立人)も即時抗告した。

原決定(東京地決令5・3・23資料版商事470号130頁、金法2230号59頁)¹⁾は、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株式も公開買付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公開買付けが行われたときは、特段の事情がない限り、裁判所は、「公正な価格」を公開買付価格と同額とするのが相当であるとする、最決平28・7・1民集70巻6号1445頁(以下「平成28年最決」という)の判断枠組みを踏襲し、公開買付価格(以下「本件公開買付価格」という。1株2300円)が決定されるまでの経緯等、とくに対象会社の社外取締役3名から構成される特別委員会(以下「本件特別委員会」という)の活動状況等を詳細に認定したうえで、恣意性排除機関としての役割を十分に果たしていると評価することはできず、一般に

公正と認められる手続により行われたとはいえないとして、本件公開買付価格を「公正な価格」とすることを認めず、裁判所が裁量により公正買付価格(以下「本件公正買付価格」という。1株2600円)を算定し、これを「公正な価格」と決定した。

抗告審において、対象会社は、「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を判断する手続審査において審査対象となるのは、恣意性排除のための体制が構築されたうえで、特別委員会が専門家の意見を聴取しながら、かつ、その意見を尊重して検討・交渉および判断をしていたか否かであり、これを超えて、特別委員会の検討・交渉および判断の内容そのものの合理性にまで踏み込んで審査することは許されない等の補充主張をした。

決定の要旨

抗告棄却。

本件特別委員会は、「少数株主に投下資本の回収の機会を付与する趣旨で、本件公開買付価格について非推奨意見でありながら、賛同意見としたことが認められるのであって、その限度において、I社の提示する価格を不合理と断じることとはできないものとしたにすぎなかった」のであり、「本件特別委員会は、本件下限条件を設定したからといって、有意に多数の一般株主が本件公開買付けに応募したことになるとは評価していなかったといふべきである。また、本件公開買付けに実際に応募した株式数は、抗告人〔対象会社〕の発行済株式の総数の15.61%にとどまっており、これは

仮に本件公開買付けに MoM 条件や 3 分の 2 条件が設定されていれば、本件公開買付けは成立していなかった水準であり、その他、一件記録を検討しても、本件公開買付けにおいて、有意に多数の一般株主が本件公開買付けに応募したものであることはできない。」

以上によれば、「本件特別委員会が、一般株主の利益保護を目的として、独立した立場で I 社と本件公開買付けの取引条件等について交渉したことや、本件特別委員会が、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を明示したことを含むその他の抗告人〔対象会社〕が講じた措置を踏まえ、本件公開買付けに賛同意見を表明したこと、本件下限条件を超える応募が実際にあったことなどを考慮しても、本件特別委員会の意見が十分に尊重されて本件公開買付けの取引条件が定められたものであることはできないし、有意に多数の一般株主が本件公開買付けに応募したということもできないのであるから、本件公開買付け価格が、二段階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ことはできず、本件公開買付けにおいて、一般に公正と認められる手続が実質的に行われたと評価することはできない。」

相互に特別の資本関係がある会社間における 2 段階取引において、意思決定過程が恣意的なることを排除して取引条件の公正さを担保するための措置が十分に講じられなかったために、一般に公正と認められる手続により当該公開買付けが行われたと評価できないときは、公正買付価格を「推定することとし、この推定が取引条件に係る交渉経過においてみられた事情を総合的に考慮することにより可能な事案」においては、「株主分配価格が公正なものであったならばその株式が有していると認められる価格は、……特段の事情がない限り、公正買付価格と同額であるとするのが相当である」（原決定引用）。

裁判所が定める公正価格は、「2600 円をもって、本件公正買付価格と認めるのが相当である。」（原決定引用）

本決定に対しては、特別抗告および抗告許可の申立てがなされている。

判例の解説

一 本決定の意義

原決定は、平成 28 年最決の判断枠組みを踏襲しながらも、手続の公正性を認めず、公開買付価格を採用しなかった。平成 28 年最決後にかかる判断をした公判裁判例は見当たらない。本決定は、原決定の判断枠組みを踏襲した高裁レベルの判断として理論上、実務上の意義がある。本件は、株式価格決定の裁判における審理の在り方、とりわけ、手続の併合や主張立証の構造（対象会社の実質的な立証責任）を検討するうえでも重要な事例である。

二 本決定の検討

1 手続の併合

同一の会社の同一の行為に係る数個の事件が継続しているときでも、手続は当然には併合されない²⁾。裁判所は、手続の併合（非訟 35 条）を行うか否かを検討する³⁾が、特段の事情がない限り、審問および裁判は併合して行われる⁴⁾。組織再編に反対する複数の株主から、株式価格の決定の申立てが別々にされた場合には、裁判所の判断の基礎となる事実認定自体は共通になる（シナジー効果に関する判断等）ので、併合審理は望ましいといえる⁵⁾。株式価格決定事件について重要な判例が相次ぎ、判例法理が形成されていることを踏まえると、裁判所に提出すべき資料についての予測は可能であるため、同一対象会社に対する同一事由に基づく株式買取請求が複数の株主から起こされた場合、提出される裁判資料およびその内容は重複することが考えられる。

本件では、第 1 事件ないし第 4 事件の手続は併合されている。対象会社および株主 4 名の双方から本件取引における手続の公正性や対象株式の公正な価格の算定についての判断を争う主張が幅広く展開されているところ、本件特別委員会の役割の不十分性および株主の最終判断過程における不十分性について原決定が認定した事実は、第 3 事件申立人および第 4 事件申立人の主張であることから、手続の併合による判断資料の共通について、対象会社以外の申立人にとって有利に働いた事例であるとの指摘もなされている⁶⁾。本件は、特別委員会の議事録を前提とした主張が対象会社および株主ともに容易であったという特徴を有し

ているものの、手続の併合により合理的な解決が図られた事案といえよう。

手続の併合によって関係者の数が多数に及ぶ場合には、期日におけるウェブ会議や電話会議の利用が考えられる⁷⁾。期日については、口頭弁論が存在しない非訟事件においては、ウェブ会議または電話会議によることが可能とされていたが（非訟47条1項等）、今回の改正（令五法五三）により、遠隔地要件は削除された。非訟事件では、専門委員の期日における意見聴取が可能であるが（非訟33条1項）、民事訴訟と同様、遠隔地要件を削除し、ウェブ会議のほか、電話会議によることも可能とされている（同条4項⁸⁾。

2 「一般に公正と認められる手続」該当性の審査対象

原決定は、本件特別委員会における議論や決定内容を対象会社から提出された特別委員会議事録に基づいて詳細に事実認定をし⁹⁾、その認定結果を踏まえ¹⁰⁾、恣意性排除機関としての役割を十分に果たしたものと評価することができないと判断しており、手続の公正性の審理を実質的観点から行っている¹¹⁾。かかる判断は、「一般に公正と認められる手続が実質的に行われ、多数株主等と少数株主との利害が適切に調整され、株式の買付価格が公正に定められたものと認められる場合」には、このような手続を通じて定められた価格（取引条件）を尊重すべきであるとする平成28年最決における小池裕裁判官の補足意見を踏まえたものと思われる。

「一般に公正と認められる手続」該当性の審査対象に、特別委員会の検討・および判断の内容そのものの合理性の審査を含めるか否かは、平成28年最決の法廷意見や小池裕裁判官補足意見をどのように理解するかの問題である。本決定はこの主張を明示的に取り上げずに、本件公開買付けが「一般に公正と認められる手続」に該当しない具体的理由を述べて、対象会社の主張を排斥している¹²⁾。合理性の審査まで行うものと解した場合、裁判所は「一般に公正と認められる手続」に関する証拠をどのように提出させるかが問題となる。

3 手続の公正性の審理における証拠調べの方法

株式買取価格決定申立事件は非訟事件であるところ、現行の非訟事件手続法は証拠調べについて民事訴訟法の規定を準用しており、裁判所は文書提出命令を発令することができる（非訟53条1項、

民訴223条¹³⁾）。会社が証拠を提出しない場合、非訟事件手続法は、民事訴訟法224条の真実強制の規定を準用しておらず、制裁は過料にとどまる（非訟53条3項および4項）。

しかし、最決平21・5・29金判1326号35頁（以下「平成21年最決」という）における田原睦夫裁判官補足意見¹⁴⁾は、手続の公正性の審理に会社が協力しない場合の対処法を提示している¹⁵⁾。また、実質的な立証責任を会社側に負わせ、まず対象会社において、手続の透明性・公正性および価格の相当性の観点から、公開買付価格をもって、「公正な価格」であると認めるのが相当であることを主張立証させ、これを受けて、申立人株主に反論等をさせるべきとの見解もみられる¹⁶⁾。かかる見解を前提とすると、会社側が裁判所の要請を断り、または、文書提出命令に従わない場合、一般に公正と認められる手続が実質的に行われたことが認められず、会社側に不利に作用することも想定される¹⁷⁾。

本件において、対象会社から本件特別委員会議事録が提出された経緯および理由は、決定文からは明らかでないが、対象会社は、議事録の提出等により「一般に公正と認められる手続」が実質的に行われたことを立証できると考えたものと思われる。平成28年最決の判断枠組みの下では、手続の公正性の審理の対象となる特別委員会の活動状況の資料は、会社側が提出する必要があると解されるところ、対象会社はこれに従ったとみることができる。もっとも、平成28年最決の判断枠組みによっても、取締役会決定の前提となった資料や特別委員会に提出された内部資料等（取得価格の算定に関する資料等）の提出については議論の余地があり、文書提出命令の申立てがなされる可能性はあろう（必要性の議論がなされることになろう）。

本決定は、本件特別委員会の答申の趣旨について原決定とは異なる解釈をし、特別委員会の答申内容の外形に沿う内容の決議をしたとされる取締役会決定は同答申が十分に尊重されたものとはいえないとの推論をしている¹⁸⁾。取締役会の判断も重視されるとなると、今後、取締役会決定の前提となった資料の提出についても議論がなされることになろう。

「一般に公正と認められる手続」という枠組みには、「一般」の変化に応じてその内容が変わり得るという性格があるとし、平成28年最決後に、

経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」が公表されたこと等から、実務上の公正性担保措置が進化し、「一般に公正と認められる手続の内容の要求水準が高まったという変化もある」と指摘する見解がある¹⁹⁾。手続内容の要求水準が高まる（要求水準を高める）ことの具体的内容の一つとして、より実質的な立証責任（合理性の審査の前提となる裁判資料の提出責任）を会社側に負わせることが挙げられる。本決定をこのような観点から捉えたと、手続の公正性についての会社側の主張立証の方法について予測可能性を高めたものといえよう。

4 本決定の射程

本決定は、その射程を公正買付価格の推定が取引条件に係る交渉経過においてみられた事情を総合的に考慮することにより可能な事案に限定しているが、今後、かかる事案における審理および判断の在り方ならびにそれらを踏まえた当事者の主張立証の方法に示唆を与えることになろう。手続の公正性は否定されるが株式価値算定書等の内容それ自体は合理的であると判断される事案について、手続的な公正さの審査を重視する平成 28 年最決やそれを踏襲した本決定の下でも、実体面の審査は排除されないものと解される。手続的な公正さの審査を重視しながら、実体面の審査も認めることは、対象会社に裁判資料の提出責任を負わせることに繋がろう。

●—注

- 1) 評釈として、高原知明「判批」資料版商事 471 号（2023 年）141 頁以下、飯田秀総「判批」商事 2331 号（2023 年）4 頁以下等がある。
- 2) 個別の法令によって併合が強制されている場合もある。会社法 877 条に規定する裁判については総株主に効力が及ぶ（会社 878 条）ので、合一確定の見地から審理および裁判を併合しなければならない。畑瑞穂ほか「研究会非訟事件手続法(4)」論ジュリ 14 号（2015 年）187 頁 [金子修発言]。
- 3) 松田亨＝山下知樹『実務ガイド 新・会社非訟〔増補改訂版〕』（きんざい、2016 年）260 頁。
- 4) 大竹昭彦ほか編『新・類型別会社非訟』（判例タイムズ社、2020 年）167 頁 [秋吉信彦]。併合申立て（非訟 43 条）の要件を充たさない場合であっても、裁判所の裁量により手続を併合できる。金子修編著『逐条解説・非訟事件手続法』（商事法務、2015 年）139 頁。
- 5) 畑・前掲注 2）187 頁 [金子修発言]。いったん併合すると記録が全体として 1 つになり、それを分離しても、いったん 1 つになったもの全体をそのまま分離後の記

録として使うことになるところ、分離するには記録をコピーする必要が生じるので、併合する場合は分離をしない前提で併合するようである。畑・前掲注 2）188 頁 [岡崎克彦発言]。

- 6) 武田典浩「キャッシュアウトにおける価格決定の申立て」ひろば 77 巻 1 号（2024 年）113 頁。
- 7) 岡崎克彦＝橋爪信「非訟事件手続法の施行後の株式価格決定申立事件について」NBL993 号（2013 年）34 頁。
- 8) 山本和彦『民事裁判手続の IT 化』（弘文堂、2023 年）164 頁、杉山悦子「非訟事件・民事調停・労働審判・人事訴訟・家事事件等に関する手続の IT 化」ジュリ 1590 号（2023 年）74 頁。
- 9) 東京高決平 28・3・28 金法 2043 号 78 頁も、価格決定の交渉過程を中心とした審査をしている。
- 10) 高原・前掲注 1）144 頁。
- 11) 「原決定匿名コメント」資料版商事 470 号（2023 年）134 頁。
- 12) 本決定の匿名コメントは、本決定（原決定引用）の示した認定評価の下では、平成 28 年最決の法廷意見や小池裕裁判官補足意見を限定的に理解する対象会社の主張を前提としたとしても、本決定（原決定引用）にいう「一般に公正と認められる手続」には該当しないことが予想されるとする。「本決定匿名コメント」資料版商事 490 号（2025 年）99 頁。
- 13) 金子・前掲注 4）198 頁。実際に申立てに応答して発令の可否を判断することは少ないように思われる。文書提出命令に関する審理に時間と労力を費やすことは本末転倒であるとの指摘もある。松田＝山下・前掲注 3）266 頁脚注 112。
- 14) 手続の公正性が否定された場合、平成 21 年最決における田原睦夫裁判官の示した判断枠組みが出发点になるとの指摘がある。高原・前掲注 1）146 頁以下。
- 15) 田中亘「近時の M&A をめぐる法的問題」司研 132 号（2022 年）126 頁以下。田原裁判官の補足意見は、相手方らの度重なる要請にもかかわらず会社が MBO 後の事業計画や株価算定評価書を提出しなかったことを考慮し、原決定の認定判断は肯認できるとしている。
- 16) 鈴木謙也「株式取得価格決定申立事件の審理についての一考察」東大ロー 9 巻（2014 年）181 頁。
- 17) 豊島英征＝榎木智浩「価格決定裁判における特別委員会等の資料と裁判における開示」金法 2195 号（2022 年）19 頁。
- 18) 「本決定匿名コメント」・前掲注 12）98 頁。
- 19) 飯田・前掲注 1）11 頁、16 頁注 10。その実質に変化はないとするものとして、大塚和成「構造的な利益相反関係が存在する 2 段階のキャッシュ・アウト取引における手続の公正さの審理の在り方—東京地裁商事部によるファミリーマート事件決定と NTT 都市開発事件決定を踏まえて—」金法 2226 号（2024 年）24 頁以下。

* 付記 本稿は「公益財団法人 日東学術振興財団」の助成を受けた。