

判例研究

「東宝不動産価格決定事件地裁決定の検討——利益相反抑制措置の観点から」

和久野 藍

I. 事実の概要

東宝不動産価格決定事件地裁決定<sup>①</sup>は、東宝株式会社（以下、「東宝」という）による東宝不動産株式会社（以下、「東宝不動産」という）の完全子会社化取引の一環として実施された全部取得条項付種類株式の取得について、東宝不動産の株主が取得価格の決定を申し立てた事案である。

(1) 当事者

東宝不動産は、不動産の所有、賃貸借等を主たる目的とする株式会社であり、東証一部に上場されていた。東宝は、映画の製作・売買・賃貸等を目的とする株式会社であり、東宝不動産株式の約59%<sup>②</sup>を保有していた。

(2) 本件公開買付けに至る経緯

東宝と東宝不動産はそれぞれ個別に不動産事業を営んできたが、東宝経営陣は、両者の不動産事業を一本化するために東宝不動産を完全子会社化することを提案した。

東宝不動産は、フィナンシャルアドバイザー（以下、「FA」という）として三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下、「MUMSS」という）、リーガルアドバイザー（以下、「LA」という）としてTMI総合法律事務所（以下、「TMI」という）を選任した。東宝は、FAとして大和証券株式会社（以下、「大和証券」という）、LAとして西村あさひ法律事務所を選任した。

平成24年11月1日、東宝不動産取締役会は、東宝および東宝不動産取締役会から独立した3名の委員（弁護士、株式会社NHパートナーズの代表取締役、税理士兼公認会計士）からなる第三者委員会（以下、「本件委員会」という）を設置し、以下の事項を委嘱した。(a) 本件取引の手続面での公正性、対価の公正性、東宝不動産の取締役会が本件取引に関する決議をすることの是非に関する意見をのべること、(b) 本件公開買付けの条件に関する交渉ならびにその経緯および結果を東宝不動産取締役会に報告すること。

東宝および東宝不動産のFAは、東宝不動産の株式価値を算定した。東宝のFAである大和証券による算定では、市場株価法によれば一株あたり442円ないし557円となり、DCF

法によると631円ないし765円となった。一方、東宝不動産のFAであるMUMSSによる算定では、市場株価法によれば441円ないし511円となり、類似企業比較分析によると565円ないし794円、DCF法では645円ないし843円となった。

両FAの担当者は6回にわたる会合をもち、公開買付価格等について議論したが意見は一致しなかった。その後の12月25日、東宝不動産、東宝、両者のLAおよびFAが一堂に会し、本件公開買付価格の検討を行い、東宝による735円という価格提案を東宝不動産が持ち帰り検討することとなった。

他方、本件委員会は、平成24年11月1日から平成25年1月7日の間、東宝不動産担当者、同社FAおよびLAから本件買取提案の内容につき説明を受け、5回にわたる検討を行った。そして同年1月7日、東宝不動産に対し、本件交渉過程の手続は公正であること、対価が妥当であることなどを理由に同社の少数株主にとって不利益ではないとする答申書を提出した。

平成25年1月8日、東宝不動産取締役会は、本件公開買付けに賛同意見を表明すること、同社株主に対して本件公開買付けへの応募を推奨することを決議した。当取締役会には、同社の監査役(東宝やその子会社の役員を兼ねる者を除く)が出席し、異議がない旨を述べた。

そして同日、東宝は、東宝不動産を完全子会社化する取引の一環である公開買付けの実施につき公表した。買付期間は1月

9日から2月21日(30営業日)、買付価格は一株あたり735円とするとした。また、本件公開買付け後に残存する株式の全部取得の可能性についてもふれ、その際の交付金額は、本件公開買付価格を基準として算出されたものになった。東宝不動産も同日、本件公開買付けに対する賛同意見、および東宝不動産株主に対して本件公開買付けへの応募を推奨することを表明した。

本件公開買付けの結果、東宝は東宝不動産の発行済株式総数の約18%を取得し、東宝の議決権割合は77.09%となった。東宝不動産は、平成25年5月24日開催の株主総会において全部取得条項付種類株式の取得を行った。

## II. 判旨

(1) 本件原告株主らの申立適格について

本件公開買付け公表後または本件基準日後に東宝不動産株式を取得した申立人株主らにつき、申立適格を認める。

(2) 本件株式の取得価格について

①全部取得条項付種類株式の「取得価格」とは

172条1項所定の「取得価格」は、「取得日における公正な価格」を意味する。具体的には、「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上昇に対する期待を評価した価格」を考慮する。

これを本件についてみると、「本件全部取得が行われなかったならば株主が享受しうる価値」(以下、客観的価値)および「本件全部取得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なるべき部分」(以下、増加価値分配価格)といえる。

## ② 「客観的価値」について

### (a) 算定の基礎とする期間

市場株価のある株式の客観的価値の算定にあたっては、異なる価格形成がされた場合など、当該市場株価がその企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情が存しない限り、算定基準時点にできる限り近接した市場株価を基礎として算定する。

本件公開買付け公表後の市場株価は、東宝不動産株式の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情があるため、これを基礎としない。他方、本件公開買付け公表前の市場株価については、東宝不動産の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情があるとはいえない。

ただし、本件公表日から本件取得日までの市場株価は大幅に上昇しており、これは市場全体の一般的価格変動によるものと認めるのが相当である。本件株式の客観的価値についても、上記変動の影響を受けていないとみるべき根拠は見当たらない。

### (b) 市場全体の価格変動を、価格算定にどう反映するか

本件公表前の東宝不動産の市場株価は当時の同社株式の客観的価値を反映していると認められるが、本件公表日から取得日

までの半年弱の期間において代表的な株価指数は大幅に上昇している。よって、本件取得日における客観的価値の算定においては、本件公表前の市場株価をそのまま参照するよりも、上記期間におけるTOPIXおよび東証不動産インデックスの変動率を反映することにより、本件公開買付けの公表および全部取得がなかったと仮定した場合における市場株価を予測し、これを基礎として算定することが合理的である。そして、当該予測の基礎となるTOPIXおよび東証不動産インデックスについても、偶発的要素による影響を排除するため、本件取得日以前の1か月間における上記予測価格の平均値を用いるべきであり、すると当該客観的価値は1株696円となる。

## ③ 増加価値分配価格について

### (a) 増加価値分配価格の算定における利益相反への考慮

親会社による完全子会社化取引の一環としてなされる株式の全部取得においては、親会社の意向により選任された対象会社経営者と対象会社株主は構造的な利益相反関係にあるから、本件株式の増加価値分配価格の算定にあたっては、本件公開買付け価格が、利益相反関係の抑制のための適切な措置を講じられた上、株主利益を踏まえた真摯な交渉をへて決定されたか否か、本件公開買付けが適切な情報開示がされた上で株主の多数の賛成を得て成立したか否かなどを総合的に考慮する。

### (b) 本件取引の目的の正当性および本件公開買付け価格の合理性

本件完全子会社化の目的(不動産事業の一体化など)は、正

当なものといえる。

本件取引実施後の事業計画から予測される収益力や業績の見通しは M U M S S 算定書および大和証券算定書に反映されているといえる。そして、本件公開買付価格は両社の D C F 法評価レンジの範囲内にあるのであり、両社の算定結果との対比において、本件公開買付価格が不合理であるとはいえない。

(C) 本件利益相反抑制措置の評価

東宝不動産は、L A を選任して助言を受けるとともに、第三者算定機関 (F A) に株式価値算定を依頼し、独立した委員からなる委員会を設置して買付価格の妥当性を審査し、これらに基づき公開買付けに賛同したものであって、利益相反抑制のための一定の措置が講じられていたといえる。

また、東宝および東宝不動産の F A が相当回数議論ないし交渉の上で本件公開買付価格を決定したところ、その過程は両社の真摯な交渉によるものと認められる。

本件公開買付においては適切な情報開示がなされ、相当の買付期間が確保され、東宝以外にも買付けの機会を与えた上で実施されている。その結果、東宝の保有割合は 77・09% に至ったのであるから、本件公開買付けが適切な情報開示がなされた上で相当数の賛成も得て成立したといえる。

以上からすれば、本件取引は、経営者と株主との利益相反関係をふまえて、これを抑制するための措置が講じられ、株主の利益をふまえた交渉を経て決定されたものと認められる上、本件

公開買付けも適切な情報開示がされた上で株主の多数の賛同を得て成立したといえる。これらを総合すると、本件公開買付価格は、本件公表日の時点においては、本件株式の増加価値分配価格を適切に織りこんだものである。

また、本件公開買付公表後の市場株価が本件公開買付価格を上回って推移したことや、少数株主の多数の賛同を得たとはいえないことが、直ちに本件公開買付価格の不適切性を推認させるということはできない。

アドバイザーの独立性については、東宝不動産が同社 F A (M U M S S) との間で締結したアドバイザー契約に、本件公開買付けの成立を条件として報酬が支払われる条項が存在するが、企業買収実務においてこのような成功報酬を含む契約は一般的であることから、成功報酬条項をもって M U M S S の独立性に問題があるとはいえない。

(d) 結論——本件における公正な取得価格とは

前述のとおり、東宝不動産の本件取得日における客観的価値は、市場全体の価格変動を反映させた結果 696 円と算定されたが、これに対し本件公開買付価格は 5・6% のプレミアムを付加したものでしかなく、低きに失する。本件全資料から認められる一切の事情を考慮すれば、当該増加価値分配価格は客観的価値の 20% 相当分 (139 円) と認める。よって、本件株式の取得価格は 835 円と認める。

### Ⅲ. 検討

#### (1) 本決定の意義

本件は、完全子会社化取引の一環としての株式全部取得の対価の公正性が争われた事案である。

公正な価格の決定に際しての本決定の判断枠組みは、基本的に従来判例を踏襲していると思われる。すなわち、公正な価格とは、取得される株式の客観的価値に増加価値分配価格を加えたものと定義し、これら両者を個別に算定した上で合算するという方式である。

しかし従来より、裁判所はこのような手法を採るとしつつも、少なくとも後者の増加価値分配価格については、これを客観的価値のように真正面から算定することが少なかったように思われる。

本判決でも、増加価値分配価格は東宝不動産の客観的価値の20%相当分とされているが、当該数値を採る理由として具体的な根拠が示されているわけでもない。この数値は本件事案における個別事実にもとづき算定されたものというよりは、過去の判例で相当とされた増加価値分配価格の比率を踏襲したものであるかと思われる<sup>3)</sup>。

このように客観的価値と増加価値分配価格を各々算定し、合算する手法に対しては、学説からの批判がある。これらの数値の算定、特に増加価値分配価格の算定は実際上困難であり、当

該手法は裁判規範としては機能していないとの指摘である<sup>4)</sup>。そしてこのような裁判所による直接の算定をなるべく回避するための判断枠組みとして、組織再編が独立当事者間取引であったかいなかに着目する見解が主張されてきた<sup>5)</sup>。この見解にもとづくと、構造的な利益相反を含む取引においても、取引当事者が当該利益相反を解消するための利益相反抑制措置を採っている場合には、裁判所が独立当事者間取引に準じた取扱い(当事者の定めた取引条件を尊重する)を認める余地がある。

このような学説の批判と提言を受け、近年の裁判例にはMBOや支配株主による買取における利益相反関係に言及するとともに、独立当事者間取引における利益相反抑制措置の有無を価格決定における考慮要素のひとつとして位置づけるものがあらわれており<sup>6)</sup>、本件もその一つと考えうる。

(2) 裁判所の価格決定における利益相反関係・利益相反抑制措置の位置づけ

ただし、利益相反関係の存在、およびそれに対する利益相反抑制措置の採用が、公正価格の決定において具体的にどのような位置付けられるのかについては、現段階において十分に明確化されているとはいえない。つまり、既存の裁判例全体を通じて、どのような事実を利益相反とみなすのか、そして利益相反が存在する場合に、具体的にどのような利益相反抑制措置が要求されるのかにつき一貫した基準は示されていないため、個々の判決から裁判所の考え方を読みとっていくことを要する。

そこで、以下では、本事案において利益相反に該当するとして争点となった事実関係、および利益相反抑制措置の内容を分析し、それに対する本判決の評価を分析する。

### ① 第三者委員会の役割と権限

企業買収局面において用いられる第三者委員会は、買収者および、その支配下にある買収対象会社から独立した立場の委員会を設置し、買収者との交渉や、買収条件に関する意見陳述等を行わせる仕組みである。その役割や権限の内容から、「諮問型（意見陳述を行う）」と「交渉型（意見陳述にとどまらず、買収者と同じに交渉する権限まで有する）」に分類される<sup>7)</sup>。諮問型委員会は、交渉型と比較して積極的な役割を果たしにくいとされる<sup>8)</sup>。

また、第三者委員会に交渉権限を与えたとしても、これとは別の主体が第三者委員会の頭越しに買収者と交渉を行ったような場合には、実質的にみて交渉型委員会と評価できない場合があると思われる。

この点、本件委員会は、裁判所の認定によれば「本件公開買付けの条件に関する交渉ならびにその経緯および結果を東宝不動産取締役会に報告すること」までを委嘱されているものの、事実認定を見る限り、実質的な交渉は買収者と対象会社のアドバイザーとの間で行われていたように見受けられる<sup>9)</sup>。もともと、当該アドバイザーが買収者および対象会社から独立した立場で

交渉を行ったのであれば、これを第三者委員会による交渉に準ずるものと評価することも可能である<sup>10)</sup>が、後述のように、本件における対象会社側アドバイザーは十分な独立性を有するかどうか疑問があるため、このような評価は難しいと思われる。

結局のところ、本判決において、本件第三者委員会の交渉権の有無、さらには実際に誰が交渉したのかについては明確にされていない。このことからすると、本件裁判所は本件第三者委員会の役割——交渉型なのか諮問型なのかについて特に重視したとは思われない。

### ② アドバイザーの独立性

本件に限らず、日本における第三者委員会は対象会社の外部の人間により構成されることが多く、対象会社の事業について十分な情報をもたないことが多い。そのため、第三者委員会が情報を得たうえでの判断を下すための助言者として、アドバイザーが選任されることが多い。

この点、本判決は対象会社側アドバイザーの独立性を認めたが、その認定はやや形式的ではないかと思われる。アドバイザーが第三者委員会の助言者としての機能を果たすためには、当該アドバイザーが買収者および買収対象会社から独立し、第三者委員会の指揮下にあることが望ましい。しかし、本件第三者委員会によって選任されたものであり、本件原告はこのことを指摘し

ているが、本件裁判所はこの点につき特に検討していない<sup>10)</sup>。さらに、本件F Aは、東宝不動産との間で、本件公開買付けの成功を条件として成功報酬を受け取る契約を結んでいた。この点について本件裁判所は、当該成功報酬条項が実務上一般的にみられることをほほ唯一の根拠として独立性に問題がないとの判断を下しているが、このような判断には疑問が生じる<sup>11)</sup>。

### ③多数の株主の応募があったこと

本判決は、本件公開買付けに対して多数の株主の応募があったという事実を、本件公開買付け価格が適切であったことの根拠としている。このように「株主の応募」に着目する考え方は、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」という)」「買取者とその利害関係者以外の少数派株主のうち多数が公開買付けに応募することを、買取成立の条件とする」に近いといえる。本件事案においてこの条件は満たされていないが、本件裁判所は、「少数株主の多数の賛同を得たとはいえないことが、直ちに本件公開買付け価格の不適切性を推認させるということはできない」とし、単に「多数の株主の応募があった」という事実を他の事情と総合して本件増加価値分配価格が適切であったことの根拠としている。

しかし、このMOM条件の果たす役割と比較対称して考えると、本件裁判所の判断には疑問が生じる。すなわち、多数の株主の応募は、買取者と対象会社が交渉により決定した価格を、

集合体としての株主が是認するかどうかという一種の審査として見ることができるところ、「審査を受ける側」である買取者および利害関係者は審査の主体から除外するべきであると思われる。

また、このような株主の多数による応募が公開買付け価格の公正性を裏付けるものになりうるためには、株主に十分な情報開示がなされていることが必要であり、この点については本判決においても示されている。また公開買付け自体に強圧性がないことも、MOM条件が適切に機能するための条件とすべきであろうがこれらについては本判決も要求している。

さらに、このMOM条件が買取の成否にかかわる前提条件として事前に設定されているべきなのか、あるいは結果的、事後的に満たされていれば十分なのかも問題となりうる。何故なら、前者が要求される買取においては、少数派株主は当該買取を阻止する一定の力を有することになり、そのことがこれら株主の行動に影響を与えるためである。

## IV. おわりに

以上、本判決における利益相反関係・および利益相反抑制措置の充足についての判断につき若干の検討を行ったが、本判決を全体的にみると、手続的公正性について実質的な分析がなされているとはいいいにくい。この点は、手続的公正性につき比較的

厳格な判断をした一部先行判例<sup>⑤</sup>とは傾向が異なるように思われる。

もつとも、すべての企業買収事案において高度な利益相反抑制措置の採用が求められるわけではなく、むしろ個々の事案における利益相反関係の程度に応じて利益相反抑制措置の要求レベルに差があつてしかるべきとは考えられる。このような観点からすれば、従来<sup>⑥</sup>の判例において、個別事案における利益相反抑制措置の検討の厳格さに差がみられることは必ずしも非合理的ではない。とはいえ、このような差がどのような要因に着目した結果として生じるのかは明らかにされるべきであると考ええる。私見としては、利益相反抑制措置の要求レベルを決定づける要因は「個々の事案」との利益相反性の大小であると考ええる。この観点からすると、本件事案は、買収対象会社の議決権の約 59% を有していた親会社による買収であり、かつ買収対象会社の代表取締役は過去に買収者の取締役であつたという事案であり、利益相反性の小さいケースであるとはいにくい。よつて、本件事案においては高度な利益相反抑制措置が要求されるべきと考えられ、また、そのレベルを充足したかどうかの検討は慎重に行われるべきであつたと思われる。

- (1) 東京地決平成 27 年 3 月 25 日金融商事判例 14677 号 34 頁。本件の先行評釈として、田中亘「補正に基づく全部取得条項付種別株主の取得価格の決定事例・東宝不動産事件」(東京地決平成 27・3・25 決定)「ジュリスト 14889 号(2016)」。
- (2) 発行済普通株式総数 5568 万 8795 株(当時)のうち、3275 万 2506 株である。
- (3) この「20%」の指標となつたと思われるのが、初期の MBO 判例である、レックス・ホールディングス MBO 株式価格決定事件高裁判決(東京高決平成 20 年 9 月 12 日金融・商事判例 1301 号 28 頁)が示した増加価値分配価格である。当該数値が、実務上、以降の MBO におけるプレミアムに多大な影響を及ぼしたことにつき、井上光太郎・中山龍太郎・増井陽子「レックス・ホールディングス事件は何をもたらしたか―実証分析からの示唆―」(商事法務 1918 号(2010)4 頁)参照。レックス事件高裁決定以降、20% というプレミアム比率を増加価値分配価格として定めたものとして、サンスター事件高裁決定(大阪高決平成 21 年 9 月 1 日金融・商事判例 13226 号 20 頁)、サイバー D 事件高裁決定(東京高決平成 22 年 10 月 27 日資料版商事法務 3222 号 174 頁)があげられる。
- (4) 弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買収価格の決定(下)」(商事法務 1968 号(2012)4 頁)参照。
- (5) 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討「中」」(商事法務 1876 号(2009)5 頁は、この見解を以下のようにまとめている。まず、①組織再編が独立当事者間で行われる場合には、原則として、当事者間の交渉結果を尊重



- する。一方、②非独立当事者間(支配従属関係。親子会社間など)の場合には、対価の内容・額など取引条件の形成過程の公正さを審査する。その上で、③条件の形成過程が不正な場合には裁判所が自ら買取価格を決定する。
- 形成過程が公正である場合には、①に準じて当事者間の交渉の結果を尊重する。
- (6) 判例において初めて独立当事者間取引に言及したのは、サイバード事件地裁決定(東京地決平成21年9月18日金融・商事判例1329号45頁)である。
- (7) 第三者委員会を含む特別委員会の仕組みについては、石綿学・篠原倫太郎・石川大輝・高橋悠「MBOにおける特別委員会の検証と設計(上)」金融・商事判例1424号(2013)2頁に詳しい。
- (8) 日本における独立委員会の大半は、交渉権限をもたない「諮問型」委員会である。これは「交渉型」委員会と比べると主導的な役割を果たしにくく、すでに行われた交渉の追認にとどまる懸念が指摘される。神谷光弘・熊木明「利益相反および忠実義務の再検証」商事法務1944号(2011)51頁。
- (9) 類似する問題を含む事案として、日本におけるMBO判例では初となる交渉型の独立委員会が置かれた事案であるサイバーD事件があげられる。当該事件においては、当該独立委員会が設置される前の段階で、買取者である経営者が買取パートナーであるファンドとの間で公開買付価格についての交渉を行っていた。
- (10) この点につき、一部の先行判例とは見解が相違するようである。
- (11) 独立性に関する成功報酬の影響を指摘するものとして、飯田秀総「レックス・ホールディングス損害賠償請求事件高裁判決の検討(上)」商事法務2022号(2014)12頁参照。「当該発行者は株主ではなく経営者の利益を優先するインセンティブを持つことがあり得る(たとえば、意見書の発行者に対する報酬が、企業買収の成立が条件となる成功報酬となっているような場合には、買取価格が不正であっても、報酬を得るために評価を歪める危険性は否定できない)」。当該見解は、フェアネス・オビニオン発行者の独立性に関するものではあるが、フェアネス・オビニオン発行者に関与しないアドバイザーに關しても同様の利益構造が存在する。
- (12) 東宝は、公開買付け以前に東宝以外の株主が保有していた41%のうち18%分を取得しており、僅差ではあるが過半数には至っていない。また、原告主張によると、上記41%から東宝側の利害関係者を除外した場合、少数派の30%程度しか取得していないことになる。
- (13) 阿南剛「MBO事例における「公正な価格」の再考—大阪地裁平成24年4月13日決定を契機として—」商事法務1976号(2012)P64によれば、マジヨリティ・オブ・マイノリティに相当する株主が公開買付けに応募したという事実は、取締役

の交渉によって形成された買収条件を受け入れるか否かに関する株主の最終的な判断の過程に位置付けられる。

(14) たとえば、MOM条件を公開買付けの成立条件とするなどである。この条件が付された事案として、カルチュアコンビニエンスクラブMBO価格決定事件（大阪地決平成24年4月13日金判1391号P52）など。

(15) サイバード事件高裁判決（前掲註（3））、カルチュアコンビニエンスクラブ事件地裁判決（前掲註（14））など