

特別支配株主による株式売渡請求に係る売買価格につき先行した公開買付価格を公正とした事案

- 【文献種別】 決定／静岡地方裁判所沼津支部
【裁判年月日】 平成28年10月7日
【事件番号】 平成27年(七)第4号～第12号
【事件名】 株式価格決定申立事件
【裁判結果】 認容
【参照法令】 会社法179条・179条の8第1項
【掲載誌】 判例集未登載

LEX/DB 文献番号 25544091

事実の概要

本件は、対象会社Y社株式の公開買付け後に、特別株主となった利害関係参加人A株式会社が行った会社法179条1項に基づく株式売渡請求について、売渡株主である申立人Xらが売買価格の決定の申立て(会社179条の8第1項)を行った事案である。

A社は、東証2部上場のY株式会社発行済株式総数の38.87%(議決権ベースで39.09%)を保有していた。平成27年4月30日、A社は、Y社を完全子会社化する目的の一環としてY社株式の公開買付けの実施を決定し、金融商品取引法施行令30条1項4号に基づき公表した。公開買付期間は、同年5月1日から同年6月16日まで、公開買付価格は、普通株式1株につき370円であった。また、二段階買収に関する事項として、A社は、本件公開買付けによりY社株式の全てを取得できなかった場合において、Y社の議決権の90%以上を有することとなった場合には、会社法179条に基づき、Y社の株主(Y社及びA社を除く。)の全員に対し、Y社株式の全部を本件買付価格と同額の金銭で売り渡すことを請求すること等も公表した。Y社の取締役会は、本件公開買付けに賛同する旨の意思表示をし、Y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を決議し、また、A社の株式売渡請求があれば承認することとした。利益相反を回避する観点からA社の属する企業グループから派遣されている取締役等はY社取締役会の審議及び決議並びにA社との協議や交渉には参加しなかった。また、Y社監査

役のうち同グループ企業の執行役員等を兼務する者はY社取締役会の審議に参加しなかった。Y社取締役会は、訴外B法律事務所を独立したリーガルアドバイザーとして、A社及びY社から独立しM&A実務に実績を有する訴外C証券株式会社をフィナンシャル・アドバイザーとして選任した。また、Y社は、Y社及びA社から独立した弁護士及び公認会計士によって構成される第三者委員会を設置した。本件公開買付けの実施についての公表日の前営業日である同年4月28日までの過去1か月間の終値の単純平均値は259円であり、過去3か月間のそれは257円、過去6か月間のそれは255円であった。A社は、平成27年4月2日の時点では、Y社に対し、公開買付価格を過去3か月間の本件株式の終値平均に約40%のプレミアムを付した1株あたり353円とする案を提示した。これに対し、Y社の取締役は、B法律事務所やC証券の指導・助言を受けつつ、第三者委員会の意見も踏まえて、A社との間で複数回にわたる協議・交渉を行った。C証券は、Y社取締役会に提出した4月28日付け株式価値算定書において、Y社が継続企業であるとの前提の下、その株式の価値の多面的な評価が適切であるとして、Y社の市場株価の動向を勘案した市場株価法及び対象会社の業績の内容や予想等を勘案したディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下「DCF法」という。)の各手法を用いて、Y社の株式の1株あたりの価値の分析を行った。Y社の株式の1株あたりの価値の範囲について、市場株価法では、同日を算定基準日として、市場における直近1か月間と直近3か月間の終値単純平均値を基に、

257円から259円までと分析された。また、DCF法では、Y社が作成した同年12月期から平成31年12月期までの事業計画における収益や投資計画、一般に公開された情報等の諸要素等を前提として、Y社が同月期以降創出すると見込まれるフリー・キャッシュ・フローを、一定の割引率で現在価値に割り引いてY社の企業価値や株式価値を分析し、328円から408円までとされた。最終的に決定された本件買付価格370円は、市場株価法に基づく株式価値の評価の範囲よりもかなり高額であり(259円を基準とすると、約42.857%のプレミアムが付されている。このプレミアムは類似事例のプレミアムの中間値と比較して遜色ない数値である。)、また、DCF法に基づく株式価値の評価の範囲内で、しかも、中央値より高額であった。第三者委員会は、Y社取締役会に対し、本件取引につき、その目的にはY社の企業価値の向上を図るものとして合理性が認められ、意思決定過程に公正性を疑わせる事情は存在せず、買付価格等が妥当であり、Y社の少数株主にとって不利益なものではないとの答申を行った。

Y社の発行済株式1,024万5,454株(A又はY社所有分を除く。)の83.78%の858万3,720株にあたる株式を所有する株主が公開買付けに応じ、本件公開買付けの結果、A社は、同年6月23日、Y社の株式1,515万8,966株(議決権ベースで90.12%)を保有するに至った。なお、公開買付期間中にXらの一部がY社株式32万株(公開買付対象株式の3.12%)を取得したが、公開買付価格によるものと推認される。6月24日、A社は、会社法179条に基づき、Y社の株主の全員に対し、その有するY社株式の全部を売り渡すことを請求した。本件売渡請求において、取得日は同年7月29日とされ、売渡対価は本件買付価格と同額とされた。Y社は本件売渡請求を承認した。同月24日にY社の株式は上場廃止となり、同月29日をもって、A社は、Y社の株主の全員から、その有するY社の株式全部を取得した。Y社の株式を保有していた申立人Xらは、同年7月28日までに裁判所に売買価格決定の申立てを行った。Xらは、Y社の1株あたり純資産額をもって算定の基礎とすべきである等と主張し、A社は、本件株式の売買価格は、1株につき370円を上回るものではないと主張した。

決定の要旨

「本件公開買付に当たり、Y社において、独立した本件第三者委員会を設置し、さらに、B法律事務所やC証券など利害関係のない専門家から助言を得ることができる措置を講じるなど、多数株主等と少数株主との間の利害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を講じ、その上で、本件第三者委員会は、……必要な調査、協議及び検討を行い、その結果、本件取引がY社の少数株主にとって不利益なものではないと判断し、その旨の答申を行い、Y社の取締役は、B法律事務所やC証券の指導・助言を受けつつ、本件第三者委員会の意見も踏まえて、A社との間で複数回にわたり公開買付価格について協議・交渉を行い、A社が当初提案した額より増額された1株あたり370円という金額が、市場株価法に基づく株式価値の評価の範囲よりもかなり高額であり、DCF法に基づく株式価値の評価の範囲内で、しかも、中央値より高額であることを本件株式価値算定書に基づき確認した上、利害関係のある取締役を除く取締役の全員一致の議決で本件取引に賛同する旨の取締役会の決議をするなど、一般に公正と認められる手続が実質的に行われたもので、本件買付価格はそのような公正と認められる手続を通じて形成された公正な価格であると言える。そのことは、実質的に、少なくともY社株式の86.90%を有する株主が本件買付価格による任意の売却に応じたと言えることから明らかである。その他、公開買付に応募しなかった株主の保有する株式も公開買付け価格と同額で取得する旨が明示されていた……、本件公開買付けに際し一般に公開された各書面には、一般の株主が本件公開買付けに応募するか否かを判断するために必要な情報がすべて記載されていた……。」
「本件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は見当たらない。」「本件株式の売買価格として決定すべき価格を本件公開買付けの価格と同額とするのが相当である(最高裁平成28年(許)第4号ないし20号・平成28年7月1日第一小法廷決定参照)。」「……純資産評価方式による株式の価値の算定は、会社を解散、清算する場合に用いられる方法であり、……清算を予定していないY社の株式の価値の算定に用いることは適切でない……。」

判例の解説

一 本決定の意義

本決定は、構造的な利益相反の存在する場合における公開買付け後の株式売渡請求（いわゆる二段階買収）に係る株式の売買価格（会社179条1項）につき、一般に公正と認められる手続が行われたとして公開買付価格をもって公正な価格であるとした。本決定の引用する最一小決平28・7・1民集70巻6号1445頁（以下「JCOM事件最高裁決定」とする。）は、全部取得条項付種類株式の取得（会社171条1項）に関するものであるが、本決定は、平成26年の改正で新設された株式売渡請求（会社179条1項）に係る事案である¹⁾。

二 組織再編事案とキャッシュ・アウト事案

株式の価格は、合併等の組織再編事案において株主が株式買取請求権を行使した場合及び公開買付けと株式の取得・買取による二段階のいわゆるキャッシュ・アウト事案の双方において問題となり得る。

1 組織再編事案

組織再編の事案については、学説上、裁判所は、組織再編により(1)企業価値が増加しない場合には、株式買取請求権における「公正な価格」につきいわゆる「ナカリセバ価格」を問題とし、(2)企業価値が増加する場合については、①独立当事者間の場合には当事者間の交渉の結果を尊重し、②そうでない場合には、組織再編条件の形成過程が公正であれば当事者間の交渉の結果を尊重し、形成過程が不公正であれば裁判所が自ら「公正な価格」を決定すると整理されてきた²⁾。株式移転に係る最二小決平24・2・29民集66巻3号1784頁（テクモ事件最高裁決定）も、基本的にこの考え方と整合的である³⁾。

2 キャッシュ・アウト事案

キャッシュ・アウト事案においては、最三小決平21・5・29金判1326号35頁（レックス・ホールディングス事件最高裁決定）における田原補足意見を踏まえ、多くの下級審裁判例において、「公正な価格」は、①当該株式の取得日における客観的価値と、②当該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増加価値分

配価格を合算して算定すべきとされてきた。ただし、この場合の「公正な価格」をめぐる判断枠組みや考慮要素について、組織再編における株式買取請求権行使の場合と、どのように整合的な解釈を行っていくのかは、必ずしも明らかとはいえない状況にあった⁴⁾。学説上は、両者は法形式は異なるものの、閉め出される少数株主の状況には変わりはなく、裁判所は両者を区別せずに「公正な価格」を決定することが必要であるとするものもあった⁵⁾。

以上のような状況の下、JCOM事件最高裁決定は、利害関係を有する者によるキャッシュ・アウト事案につき、意思決定過程の恣意性を排除するための措置が講じられ、一般に公正と認められる手続がとられた場合には、特段の事情がない限り、当事者が定めた取引条件（公開買付価格）をもって取得価格と認めるべきであるとした。同最高裁決定は、キャッシュ・アウト事案についても、株式買取請求権に関するテクモ事件最高裁決定と同様に、手続の公正性を重視し、一般に公正と認められる手続がとられた場合には、原則として取引当事者の定めた取引条件を尊重すべきとの判断を最高裁として初めて示し、M&A実務や価格決定手続に重要な影響を有するものと評されていた⁶⁾。JCOM事件最高裁決定の判断枠組みは、特別支配株主による株式売渡請求の事案にも妥当するとされていたところに⁷⁾、本決定が、株式売渡請求の事案について同最高裁決定の趣旨に沿った判断を下した⁸⁾。

JCOM事件最高裁決定においては、公開買付時点からキャッシュ・アウトの効力発生時の間に株式市場が高騰したような場合でも、株式市場の高騰を勘案した「補正」をするのは裁判所の合理的な裁量を超えており、取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたことと認める特段の事情がない限り、公開買付価格を買取価格とする旨の判断が示された。同最高裁決定は基準日という言葉は用いていないが、取得日を前提とすると考えられるとの意見がある⁹⁾。本決定は、補正の可否等につき明言してはいないが、特段の事情はないとして公開買付価格をもって公正な価格としている。

なお、株式を対価とする組織再編の場合には、まず、当該組織再編により企業価値が増加する場合か否かが判断されるが、JCOM事件最高裁決定においては、取引による企業価値増加の有無につ

いての明示的な判断はされていない。最高裁が二段階の取引により行われる金銭対価の非公開化取引については、通常、市場株価に一定のプレミアムを付して公開買付けが行われることが多いという実態に即し、基本的に企業価値を増加させるとの前提に立つのか、あるいは、企業価値が増加するか否かにかかわらず、求めるべき価格は異ならないとの立場をとるのかは必ずしも明らかでないとの指摘がある¹⁰⁾。本決定もこの点につき明示的ではない。

三 一般に公正と認められる手続と裁判所の裁量による価格決定

本決定は、上述したように、一般に公正と認められる手続がとられた場合には、原則として取引当事者の定めた取引条件を尊重すべきであるとの判断を示した。具体的な手続としては、①利害関係のある取締役の排除、専門家、第三者委員会の意見聴取及び②公開買付けの時点における第二段階の取得対価の公表などを挙げている。①につき、JCOM 事件最高裁決定に関連して、外形的に独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くのみでは、独立した会社間の交渉があったのと同レベルの措置が講じられたとはいえないとの指摘があった¹¹⁾が、本件においては、協議・交渉の結果、増額がなされている。②につき、学説上、二段階買収の場合における、第一段階の公開買付けの時点での第二段階の株式取得対価の公表は、公開買付けが強圧性を持ち応募株主の意思決定が歪められることを防止するための合理的な方法であるとされている¹²⁾。JCOM 事件最高裁決定も、この点の開示を買収手続の公正さを確保するための要素としており¹³⁾、本決定も同旨である。

そもそも、株式買収価格決定は非訟事件であり、「法は価格決定を裁判所の裁量に委ねている」とする最高裁決定がある（最一小決昭 48・3・1 民集 27 卷 2 号 161 頁）¹⁴⁾。しかし、上述した一般に公正と認められる手続を経たことを前提として、JCOM 事件最高裁決定により、最高裁はむしろ、当事者が決定した公開買付価格の適正性自体の実質的な審査を抑制する姿勢を示したとの評価がある¹⁵⁾。これに対して、本決定は、公開買付価格の直前の市場価格に対するプレミアムについて言及しており、公開買付価格そのものについて実質的な審査をしたようにも読めなくはない。また、

Xらの主張する純資産方式については、清算を前提としたものでY社については妥当でないと判断している¹⁶⁾。

●—注

- 1) 平成 26 年改正につき、坂本三郎ほか「平成 26 年改正会社法の解説 (VII)」商事 2047 号 4 頁以下参照。
- 2) 松元暢子「キャッシュ・アウトにおける株式の取得価格 (I) 最高裁平成 28 年 7 月 1 日第一小法廷決定」『会社百選 [第 3 版]』(2016 年) 181 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検討 (中)」商事 1876 号 (2009 年) 5 頁。
- 3) 石綿学「判批」商事 1967 号 (2012 年) 18 頁。
- 4) 桑原聡子=関口健一=河島勇太「ジュピターテレコム事件最高裁決定の検討——二段階取引による非公開化に係る価格決定手続における公正な価格——」商事 2114 号 (2016 年) 20 頁、25 頁注 6。
- 5) 加藤・前掲注 2) 4 頁。
- 6) 桑原ほか・前掲注 4) 21 頁、16 頁。
- 7) 受川環大「判批」新・判例解説 Watch 文献番号 z18817009-00-050931402(Web 版 2016 年 9 月 23 日掲載) 4 頁。
- 8) ただし、両事案の利害対立状況は異なるとの指摘として、北川雅史「判批」法教 438 号 (2017 年) 137 頁。
- 9) 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 2114 号 (2016 年) 6 頁。なお、企業価値を増加させる場合で対価が現金であれば「基準日」を問題にする意味はほとんどなく、条件の公正さを判断すべき時点が重要であり、それを原則として公開買付時点とするものとして、藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける公正な価格——最決平 28・7・1 と公開買付後の市場動向を勘案した『補正』の可否」資料版商事 388 号 (2016 年) 55 頁。
- 10) 桑原ほか・前掲注 4) 25 頁注 8。
- 11) 弥永真生「判批」ジュリ 1498 号 (2016 年) 3 頁。
- 12) 全部取得条項付種類株式の事案につき、田中亘「判批」ジュリ 1489 号 (2016 年) 112 頁。
- 13) 北川雅史「判批」法教 434 号 (2016 年) 163 頁。
- 14) 株式買収価格決定の裁判構造につき、中東正文「株式買収請求権と非訟事件手続」河野正憲教授退職記念論文集 (名法 223 号) (2008 年) 233~255 頁参照。
- 15) 桑原ほか・前掲注 4) 22 頁、鳥山恭一「判批」法セ 741 号 (2016 年) 113 頁。
- 16) 本件に関する控訴審決定 (東京高決平 29・11・30 判例集未掲載) が出されたが、基本的に本決定と同旨である。