

2016年7月

ジュピターテレコム事件最高裁決定

弁護士 増田 健一 / 同行村 洋一郎

本件は、住友商事株式会社(以下「S社」という。)とKDDI株式会社(以下「K社」という。)が当時JASDAQに上場していた株式会社ジュピターテレコム(以下「J社」という。)の株式について公開買付けを行った後、100%子会社化するために全部取得条項付種類株式を用いて少数株主のスウィーズアウトを行ったことに関して、J社の一部の株主が会社法172条1項に基づき、全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てをした事案である。最高裁第一小法廷は、本年7月1日付で、東京地裁、東京高裁の判断を覆す決定を行い、特段の事情がない限り、全部取得条項付種類株式の取得価格を公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当であると判断した。

1. 本件の事実関係の概要

- ① 平成24年10月24日、S社とK社は、合計でJ社株式の70%超を直接または間接に保有していたが、国内外の競争法に基づく手続・対応等の完了といった一定の条件が満たされた場合に、J社の全ての株式(及び新株予約権)について一株当たり11万円で公開買付けを実施し、その後全部取得条項付種類株式を利用してJ社の発行済株式の全てを取得する予定である旨を公表した。なお、これに先立つ同月20日に、この件の憶測報道が流れた。
- ② 平成25年2月26日、S社とK社は、J社の全ての株式(及び新株予約権)について一株当たり12万3000円(価格はJ社からの求めにより交渉の結果引き上げられた。以下「本件買付価格」という。)で同年4月10日まで公開買付けを実施する旨を公表した。
- ③ 公開買付けに対して、J社株式全体の概ね20%の株式の応募があった。その結果、S社とK社の持株比率は、合計で90%超となった。
- ④ 平成25年6月28日にJ社の株主総会が開催され、同年8月2日を取得日として、全部取得条項付種類株式を利用したスウィーズアウトを行うことが決議された。

本件では、公開買付けを最初に公表してから最終的なスウィーズアウトによる株式の取得日まで9カ月以上の期間

があった。その間に安倍政権が発足し、市場株価が一般的に急激に上昇(ジャスダック指数は 74.9%、日経平均株価は 60.7%、東証株価指数は 58.6%それぞれ上昇)した。そこで、スクィーズアウトの際の取得価格が公開買付け開始前の J 社株式の市場価格をベースに定めた本件買付価格と同額で良いのかが争われたものである。

2. 下級審決定

1 審の東京地裁は、会社法 172 条 1 項による全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てがされた場合には、裁判所は株式買取請求の場合と同じく「公正な価格」を定めるべきとした上で、「裁判所が公正な価格を定めるに当たっては、取得日における当該株式の客観的価値(「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の上昇に対する期待を評価した価格(「増加価値分配価格」)を考慮するのが相当であり、「取得価格の決定は、裁判所の合理的な裁量に委ねられている」との一般論を述べた。本件については、市場全体の株価動向を示す指標が大きく変動したとの事情を踏まえ、「(公開買付け公表前の)平成 24 年 10 月 19 日以前の市場株価そのものをもって本件株式の客観的価値と認めることは好ましいとはいえず、同日から本件取得日までの市場全体の株価の動向を踏まえた補正を行うことが可能であればこれを行い、本件取得日における本件株式の客観的価値を算定することがより正義に適う」として、回帰分析の方法を用いて、本件株式の客観的価値を 10 万 4165 円、増加価値分配価格をこれに対する 25%として、本件株式の取得価格を 13 万 0206 円と定める決定を行った(東京地決平成 27 年 3 月 4 日)。

2 審の東京高裁は、上記の東京地決の結論を維持した。

3. 最高裁決定

今回の最高裁決定は、これらの下級審の判断を覆した。最高裁は、「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場合には、公開買付けに係る買付け等の価格は、多数株主等と少数株主の利害が適切に調整された結果が反映されたものと言うべきである」から、「その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、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がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。」と判断した。さらに、「公開買付けに係る買付け等の価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているといえることができる」として、「裁判所が公開買付け公表後の事情を考慮した補正をするなどして改めて株式の取得価格を算定することは、「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」と述べている。要するに、最高裁は、公開買付けの手続きが公正と認められる限り、その後のスクィーズアウトの際の価格も特段の事情がない限り公開買付価格と同額とすべきであると判断したものと言えよう。

加えて、最高裁は、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場合の例として、「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど、多数株主等と少数株主との利益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が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けにかか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場合」を挙げているように思われる。

これまでは、公開買付け後の全部取得条項付種類株式を用いたスクィーズアウトに関して、レックス・ホールディングス東京高裁決定(平成 20 年 9 月 12 日。最高裁決定平成 21 年 5 月 29 日により是認された。)など、裁判所が公開買付け価格を上回る全部取得条項付種類株式の取得価格を決定する事案が少なからず見られた。本件

の最高裁決定は、特段の事情がない限り、公正と認められる手続きにより進められた公開買付けの買付価格と同額でのスクイーズアウトを是認するものであり、実務的にはスクイーズアウトないし完全子会社化に必要な総額の予見可能性が高まるものであるから、完全子会社化を伴うM&Aを後押しする効果はあろう。但し、本件の最高裁決定の考え方に依拠しても、例えば、公開買付けを開始する前に行われた業績の下方修正のプレス・リリースの適切性が問題とされたレックス・ホールディングスのような事案では、公開買付けの手続が公正とは認められないとの理由で公開買付け価格より高い取得価格を裁判所が裁量により決定する可能性はなお残っているように思われる。また、平成 26 年会社法改正により、現金によるスクイーズアウトの手法として、特別支配株主の株式等売渡請求の制度が創設され、株式併合の制度が整備されたが、本件最高裁決定の考え方は、公開買付け後にこれらの手法を用いてスクイーズアウトが行われた場合、具体的には、特別支配株主の株式等売渡請求に対する売買価格決定の申立て(会社法 179 条の 8)、株式併合に対する株式買取請求(会社法 182 条の 4)にも妥当するものと考えられる。

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下のとおりです。
弁護士 増田 健一(kenichi.masuda@amt-law.com)
弁護士 行村 洋一郎(yoichiro.yukimura@amt-law.com)
 - 本ニュースレターの配信又はその停止をご希望の場合には、お手数ですが、ctg-newsletter@amt-law.comまでご連絡下さいますようお願いいたします。
 - 本ニュースレターのバックナンバーは、<http://www.amt-law.com/bulletins1.html>にてご覧いただけます。