

Japan Corporate / M&A Newsletter

レックス・ホールディングス事件最高裁決定

最高裁判所は平成21年5月29日、レックス・ホールディングスのマネージメント・バイアウト（「MBO」）に際して全部取得条項付種類株式を利用して行われたスクイズ・アウトについて、株主が取得価格を争った事件（「本件」）において、レックス・ホールディングスが行った特別抗告及び抗告を棄却し（「本決定」）、取得価格を33万6966円とした東京高等裁判所の決定（「原決定」）が確定した（本決定には田原睦夫裁判官の補足意見（「本補足意見」）がある。）。本決定は取得価格について具体的な判示をしておらず、公開買付けが公表された前日の6ヶ月前から同公表日の前日までの市場株価の終値の平均値に20%を加算した価格を取得価格とした原決定が維持されたことになるが、本決定が全てのMBOにおいて原決定の算式を使用する必要があると判示しているわけではない。本補足意見は原決定の判断に裁量の逸脱は認められないとするに止まること、また本件は公開買付けの開始直前に業績の下方修正が行われたという特殊性を有することから、本決定の射程距離については今後さらなる議論が必要であろうと思われる。

【執筆担当：十市 崇】

最高裁判所は平成21年5月29日、合併前の旧レックス・ホールディングスのMBOに際して全部取得条項付種類株式を利用して行われたスクイズ・アウトについて、株主が取得価格を争った事件において、合併後のレックス・ホールディングスが行った特別抗告及び抗告を棄却し、東京高等裁判所が平成20年9月12日に取得価格を33万6696円とした原決定が確定した。本件は、全部取得条項付種類株式の取得価格がMBOのスクイズ・アウトに際して問題となり、最高裁判所が初めて判断を行った事件として今後の実務に対しても影響を与えることになろう。本決定は、合併後のレックス・ホールディングスが行った特別抗告について原決定に憲法違反がないこと、また抗告について原決定に判例違反がないことを理由にそれぞれ棄却しているのみであり、取得価格について直接判断は示していないが、田原睦夫裁判官の補足意見があり、その内容が注目される。

本補足意見は、取得価格の意味について、株式買取請求権と同様に「公正な価格」であるとしつつ、これを算定する上での考慮要素は必ずしも株式買取請求権と一致するとは限らず、①MBOが行われなかったならば株主が享受し得る価値と、②MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分とを、合算して算定すべきものと解することが相当であるとした。また本補足意見は、経済産業省の委嘱による企業価値研究会が平成19年8月2日に公表した「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する報告書」を参照した上で、MBOに際しては、経営陣が株主との間において利益相反的状态となり得ること及びMBOに積極的ではない株主に対して強圧的な効果を生じかねないことから、反対株主を含む全株主に対して透明性の確保された手続が執られることが要請されていることを指摘し、取得価格の決定に際しては、当該MBOにおいて上記透明性が確保されているか否かも踏まえる必要があるとしている。

その上で本補足意見は、平成 18 年に行われた証券取引法(当時)の公開買付規制に関する改正(「平成 18 年改正」)のうち、MBO に関係する部分の一部に言及し、本件は平成 18 年改正の施行日直前の事案であり、平成 18 年改正の適用はないものの、第三者の評価書等が開示されなかったことを指摘している。また、本補足意見は本件の MBO に際し、公開買付者のプレスリリースや合併前の旧レックス・ホールディングスの株主に対するお知らせに、公開買付けに応じない株主が株式買取請求権を行使し価格決定の申立てを行っても、裁判所がこれを認めるか否か明らかではない旨や公開買付けに応じない株主は必要手続について自らの責任で確認し判断されたい旨が記載されていた点について、強圧的な効果に該当しかねない表現であると指摘している。本補足意見は以上を踏まえた上で、本件における公開買付けが公表された前日の 6 ヶ月前から同公表日の前日までの市場株価の終値の平均値をもって、価格決定の申立ての対象である本件株式の価値とするとともに、強制取得の対象となる株主に付加して支払われるべき価値部分として、本件株式の価値に 20%を加算して取得価格とした原決定について、肯認することができ裁量の逸脱等は認められないと指摘している。

本補足意見は原決定を全面的に支持し、また MBO における透明性の確保に関し、①第三者の評価書の開示及び②強圧性の観点から新たな見解を示している。このうち①については、本補足意見も指摘するように、本件は平成 18 年改正施行前の事案であるとともに、平成 18 年改正施行後も、第三者の評価書は存在する場合に開示が必要とされているに過ぎないものの、今後は第三者の評価書の開示の有無が取得価格に対して影響し得るということにも留意をする必要があると思われる。また②についても、本補足意見が指摘している記載文言は、公開買付けの後にスクイーズ・アウトが行われる場合に、実務上記載されることもある文言と類似した文言であるとともに、本補足意見の「強圧的な効果」に関する議論は、強圧性が議論されることの多い部分買付けを伴う二段階買収とは異なる文脈で行われているとも思われるものの、今後はこのような文言を記載する場合、株主に対して強圧的な効果を有することにならないか検討することが必要となろう。本補足意見は、スクイーズ・アウトを伴う MBO に係る価格決定に際し考慮すべき要素を挙げており、今後の実務にとって参考になろう。

本決定は取得価格について具体的な判示をしておらず、公開買付けが公表された前日の 6 ヶ月前から同公表日の前日までの市場株価の終値の平均値に 20%を加算した価格を取得価格とした原決定が維持されたことになるが、本決定が全ての MBO において原決定の算式を使用する必要があると判示しているわけではない。本補足意見はいくつかの重要な指摘はあるものの、原決定の判断に裁量の逸脱は認められないとするに止まるとともに、本件は公開買付けの開始直前に業績の下方修正が行われたという特殊性を有する。したがって、取得価格の算定方法に関し、本決定の射程距離は必ずしも明らかではなく、この点については今後さらなる議論が必要であろうと思われる。

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、当事務所のパートナー弁護士である十市 崇(takashi.toichi@amt-law.com)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。

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

Corporate / M&A Newsletter 担当

増田健一、渡邊剛、江崎滋恒、近藤純一、小館浩樹、檀柔正、山神理、十市崇

〒106-6036 東京都港区六本木1丁目6番1号 泉ガーデンタワー

<http://www.andersonmoritomotsune.com/>

本ニュースレターの配信の停止をご希望の場合には、大変お手数ですが、ctg-newsletter@amt-law.comまで、配信停止とご記載の上ご連絡頂けると幸いです。

© Anderson Mori & Tomotsune 2009