

Japan Corporate / M&A Newsletter

サンスター事件大阪高裁決定

大阪高等裁判所は平成21年9月1日、サンスター株式会社(「相手方」)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ーズ・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、株主の即時抗告を認容し、取得価格を原決定の1株650円から840円に変更した(「本決定」)。本決定はレックス・ホールディングス事件東京高裁決定(「レックス高裁決定」)や同事件の最高裁決定の田原睦夫裁判官補足意見(「レックス最高裁補足意見」)の影響が認められる一方、より踏み込んだ判断を行っている点と評価し得る点もある。相手方は最高裁に抗告した旨が報道されているが、最高裁の判断が注目される。

【執筆担当:青柳良則】

大阪高等裁判所は平成21年9月1日、サンスター株式会社の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ーズ・アウトについて、株主が取得価格を争った事件において、株主の即時抗告を認容し、全部取得条項付種類株式の取得価格を原決定の1株650円から840円に変更した。本件は同年5月29日に最高裁決定の出たレックス・ホールディングス事件に次いで、全部取得条項付種類株式の取得価格がMBOのスクイーズ・アウトに関して争われた事案である。本件の内容にはレックス高裁決定及びレックス最高裁補足意見の影響も認められ、同事件と併せて今後のMBOの実務や同種の紛争事案の判断に影響を与えることになろう。なお、サンスター側は最高裁に抗告した旨が報道されており、今後の最高裁の判断が注目される。

(1) 客観的価値について

本決定は、会社法172条1項に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格の決定について、当該株式の取得日における「公正な価格」をもってその取得価格とすべきとして、レックス高裁決定やレックス最高裁補足意見を踏襲した。また、「公正な価格」は市場価格(株価)を基準として決定されるべきであるとする点もレックス高裁決定と同様である。上場廃止直後のスクイーズ・アウトにおいては、他の企業価値の評価方法ではなく、市場価格を基準とすべきとしている点は妥当であると思われる。問題はどの時点の市場価格を基準とするかであるが、本決定は、公開買付け公表後の株価は、その買付価格に束縛されて形成されたものであるとして除外している。また、本決定は、平成18年10月に相手方が公表した業績の下方修正について、株価の「安値誘導」を画策する工作の一つではないかと疑われるとした上で、経営者側がMBOに際して自己の利益を最大化するため、対抗的公開買付けを仕掛けられない範囲で、自社の株価をできる限り安値に誘導するよう作為を行うことは「見やすい道理」であるとして、MBOの準備を開始したと考えられる時期から、公開買付けを公表した時点までの期間における株価については、特段の事情がない限り、原則として、企業価値を把握する指標として排除すべきであるとした。具体的には、公開買付け公表1年前から株価が下落していること、また公開買付けの行われた平成19年3月期の業績がその前年度から大きく落ち込み、本件が実施されることで回復が見込まれるというのも不自然であること等を指摘して、公正な価格を算定するための基準と

なる株価は、公開買付けを発表した1年前の株価に近似する700円であるとした。当該判断は、レックス高裁決定が公開買付け公表前の業績の下方修正に関するプレスリリースの問題点を指摘しつつ、当該プレスリリース後の期間も含めた公開買付け公表6か月前からの市場価格の平均値を基準としたことと比較しても、さらに一步踏み込んだ判断であると言える。

(2) プレミアムについて

本決定は、「公正な価格」は株式の客観的価値に加え、一定のプレミアムを考慮すべきとしており、レックス高裁決定を踏襲している(なお本決定はプレミアムの内容を、①経営者側が支配権を手に入れるために支払う支配プレミアムと、②株主が投資機会や投資の流動性を奪われる対価として支払われるスクイーズアウトプレミアムと説明しており、説明の仕方は異なるが、レックス高裁決定やレックス最高裁補足意見と概ね同趣旨と考えられる)。また、本決定はプレミアムの算定にあたり、MBO実施の際に作成される株価算定についての評価書を基礎として算定すべきとしつつも、免責文言等が存在していることや、サンスターが取得し、裁判所のほかには公表しない約束の下にその写しを提供した非公開の評価書(公開買付け者が取得したものではないため、証券取引法(当時)上の開示対象ではない)は、その基礎となるべき資料について必ずしも信用を措くことができないとして、プレミアムの算定に用いることはできないとした。その上で本決定は、2005年から2007年のTOBのプレミアムの平均値が20%前後であることや本件の公開買付けのプレミアムが20%であったことから、プレミアムを結果として株価算定鑑定書が提出されなかったレックス高裁決定と同じ20%とした点も注目される。

(3) その他

本決定は、レックス最高裁補足意見が「強圧的な効果」に該当しかねないとした文言とほぼ同様の文言(公開買付けに応じない株主は、その後の必要手続等に関しては、自らの責任において弁護士等に確認し、判断されたい旨等)が株主に対する通知書に記載されていたことについて、「強圧的な効果」に該当しかねないとしている(なお、本件では、決定文からは詳細は明らかではないが、全部取得条項付種類株式の対価として、当初の公開買付け届出書等の開示内容から変更して、一定数未満の株式しか保有しない株主のみから現金で取得できる取得条項付株式を用いたようであり、当該変更により、現実に反対株主に当初予定しなかったみなし配当課税の不利益が課されたことも指摘されている)。今後はMBOに際し、公開買付け届出書等の記載については、強圧性の観点からより一層、慎重な考慮が必要になると考えられる。また、対抗的なTOBが実施されようとしていたことが、多数の株主が本件公開買付けに応じたとはいえ、その価格が公正な価格であることを承認した上のことであることにならないことの根拠として言及されている点や、株主が公開買付けの公表後に相手方の株式を取得したことをもってその救済が否定されるわけではない旨を指摘している点も注目される。

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、当事務所の青柳良則(yoshinori.aoyagi@amt-law.com)までご遠慮なくご連絡下さいませよう、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、小舘浩樹、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.amt-law.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、配信停止のご記載の上ご連絡頂けると幸いです。

© Anderson Mori & Tomotsune 2009