

October 26, 2009
Volume 6

文責：

弁護士 関口 智弘
パートナー
norihiro.sekiguchi@bakernet.com



弁護士 折原 康貴
アソシエイト
yasutaka.oriyara@bakernet.com



サンスター事件大阪高裁決定にみる株式買取価格の検討・実務上の問題点 - サンスター事件大阪地裁決定・レックス事件最高裁決定（東京高裁決定）との比較

はじめに

近時、少数株主の締め出し（スクイズ・アウト）を伴う、いわゆる MBO 案件において、株主と会社の間で、株式の買取（取得）価格が争われるケースが増えている。直近の注目すべきケースとして、サンスター取得価格決定申立事件に関する大阪高等裁判所の決定が本年 9 月 1 日に出されている。本件は現在特別抗告により最高裁に係属中であり、最高裁の判断が待たれるところであるが、本レターでは、スクイズ・アウトの文脈における株式の買取（取得）価格をどのように決定すべきか、サンスター事件の大阪地裁決定、及び株式の買取（取得）価格の決定に関するレックス事件の最高裁決定と比較しながら論じることとする。

事案の概要

サンスター事件

サンスター事件は、サンスター株式会社（以下、「サンスター」）の経営陣による公開買付け及び全部取得条項付種類株式を利用したいわゆる MBO（経営陣による、金融投資家等と共同して対象企業株式を買収する取引）案件¹に際し、サンスターの株主がスクイズ・アウトの一環として、その株式を買い取られるにあたり、会社法 172 条 1 項に基づいてその所有するサンスター発行にかかる全部

東京青山・青木・狛法律事務所
ペーカー&マッケンジー外国法事務弁護士事務所
（外国法共同事業）

東京都千代田区永田町 2 丁目 13 番 10 号
ブルデンシャルタワー
Tel + 81 3 5157 2700
Fax + 81 3 5157 2900
www.taalo-bakernet.com
www.bakernet.com

©2009 Baker & McKenzie
All right reserved.

¹ サンスター株式の公開買付けに関する公開買付け届出書（平成 19 年 2 月 17 日付）においては、公開買付けの公表においてはサンスター従業員持株会がサンスターの株式の継続保有を決議したことにより、MBEO（経営陣と従業員とが一体になって、金融投資家等と共同し手企業を買収する取引）としての性格をも有することになるとして

取得条項付種類株式の取得価格の決定を求めた事案である。事案の概要は以下のとおりである。

平成 19 年 2 月 14 日にスイス法人 Sunster SA²の 100%子会社である SSA 株式会社（以下、「SSA」）が、買付価格を 650 円としてサンスターに対する公開買付け（以下、「サンスター公開買付け」）を実施する旨を公表し、最終的に間接所有分も含めて、サンスターの発行済普通株式の約 87%を取得した。これに先立ち、サンスターは、平成 18 年 11 月 10 日に業績の下方修正を発表していた（以下、「本件下方修正」）。サンスター公開買付け後、サンスターは、平成 19 年 6 月 25 日に定時株主総会において、発行済普通株式の全部を全部取得条項付株式に変更した上で、全部取得条項付株式のすべてを取得し、全部取得条項付株式 1 株と引き換えに 450 万株未満の株式を保有する株主から 1 株当たり 650 円の金銭を対価として取得できる旨を定めた取得条項付株式（以下、「本件取得条項付株式」）1 株を交付することについて定款変更決議を行い、同年 8 月 1 日をもって、全部取得条項付株式のすべてを取得した。全部取得条項が付される前のサンスターの普通株式は平成 19 年 7 月 26 日に上場廃止となっている。これに対し、会社法 172 条 1 項に基づき、定時株主総会で決議に反対したサンスターの少数株主が、大阪地方裁判所（以下、「大阪地裁」）に対して、全部取得条項付株式の取得価格の決定を申し立てた。サンスターは、取得価格はサンスター公開買付けの買付価格と同額の 1 株当たり 650 円を上回ることはない、と主張した。

第一審である大阪地裁は、平成 20 年 9 月 11 日、サンスター発行に係る全部取得条項付株式の取得価格を 1 株当たり 650 円と決定した（以下、「サンスター大阪地裁決定」）。これに対し、抗告審である大阪高等裁判所（以下、「大阪高裁」）は、平成 21 年 9 月 1 日、取得価格を 1 株当たり 840 円と決定した（以下、「サンスター大阪高裁決定」）。

サンスター大阪高裁決定に対して、サンスターより平成 21 年 9 月 1 日に許可抗告の申立がなされ、平成 21 年 9 月 28 日に大阪高裁により許可抗告不許可の決定が行われ、その後平成 21 年 10 月 5 日に、大阪高裁の許可抗告不許可決定に対する特別抗告が行われ、現在は最高裁判所（以下、「最高裁」）にて係属している³。

レックス事件

レックス事件は、株式会社 AP8（以下、「AP8」）に吸収合併された株式会社レックス・ホールディングス（以下、「レックス」）の株主が、レックスの MBO に際し、スクイーズアウトの一貫としてその株式を買い取られるに当たり、会社法 172 条 1 項に基づいて、所有する旧レックス発行に係る全部取得条項付種類株式の取得価格の決定を求めた訴訟である。

² 代表者はサンスターの代表取締役会長であるとされている。

³ サンスター大阪高裁決定に対しては、サンスターより特別抗告が行われているが、サンスター側は平成 21 年 9 月 24 日付で特別抗告申立を取り下げている。

第一審である東京地方裁判所（以下、「東京地裁」）は、平成 19 年 12 月 19 日、レックス発行に係る全部取得条項付種類株式の取得価格を 1 株当たり 23 万円と決定した。これに対し、抗告審である東京高等裁判所（以下、「東京高裁」）は、平成 20 年 9 月 12 日、取得価格を 1 株当たり 33 万 6966 円と決定した。平成 21 年 5 月 29 日、最高裁判所第三小法廷は、かかる東京高裁の決定（以下、「レックス東京高裁決定」）を不服とした会社側の抗告を棄却する決定をし、これにより会社提示額より約 10 万円高い 1 株当たり 33 万 6966 円の取得価格を認めたレックス東京高裁決定が確定した（以下、「レックス最高裁決定」）。最高裁が会社法に基づく株式の取得価格について判断を示し、かつ会社提示の買取（取得）価格を上回る価格を示した初めてのケースである。

サンスター事件決定とレックス最高裁決定のポイント比較

サンスター事件及びレックス事件では、いずれも上場会社を対象としたいわゆる MBO 案件において、公開買付け後に全部取得条項付種類株式を用いて少数株主のスクイーズ・アウトを行うという二段階のストラクチャーが選択され、公開買付けの公表から約 3 ヶ月前に業績の下方修正の適時開示が行われているという点において共通している。

サンスター大阪地裁決定は、レックス最高裁決定における判断内容を概ね踏襲していると思われるのに対し、サンスター大阪高裁決定では、上記のような共通の事実関係が多く存在する中、判断内容の論理構造はサンスター大阪地裁決定及びレックス最高裁決定と大きく異なっているように思われる。サンスター大阪高裁決定、サンスター大阪地裁決定及びレックス最高裁決定の判断内容のポイントを比較すると次の表のようにまとめることができる。

	サンスター大阪高裁決定	サンスター大阪地裁決定	レックス最高裁決定
取得価格の算定方法	「取得日における客観的な時価」＋ 「株式を取得される株主にも分配すべき利益」	「取得日における客観的な時価」＋ 「株式を取得される株主にも分配すべき利益」	「取得日における客観的な価値」＋ 「強制的取得によって失われる今後の株価の上昇に対する期待を評価した価額」
算定方法	市場価格を基準	市場価格を基準	市場価格を基準
取得日における客観的な価値（算定期間）	TOB 開始後の株価に加えて、MBO 準備開始後の株価も排除する 基準となる株価は「公開買付を公表した 1 年前の株価に近似する 700 円」	TOB 開始前 6 ヶ月平均株価 MBO 準備期間の株価を排除しない	TOB 開始前 6 ヶ月平均株価 MBO 準備期間の株価を排除しない
プレミアム	20%	20%	20%
裁判所の決定価格	840 円（公開買付価格は 650 円）	650 円（公開買付価格と同一）	33 万 6966 円（公開買付価格は 23 万円）
業績の下	公開買付け公表の約	公開買付け公表の約	公開買付け公表の約

方修正時期	3ヶ月前	3ヶ月前	3ヶ月前
公開買付けにおける広範な株主の支持を重視するか？	重視しない	重視しない	重視しない

サンスター大阪高裁決定の判断内容

以下では、サンスター大阪高裁決定においてポイントとなる判断内容について、レックス最高裁決定を概ね踏襲していると思われるサンスター大阪地裁決定と比較しながら論じることとする。

取得価格の算定方法

まず、サンスター大阪高裁決定においては、全部取得条項付株式の取得価格の算定の方法としては、少数株主側の主張する DCF 法による算定方法によらず、「上場会社においては、意図的な人為操作などが無い限り」「その当時の市場価格を基準」に定めるべきであると、市場価格の決定については、その時々々の事情により変動するものであるため、「継続的な一定期間の平均値を算定するなどして、評価の精度を高める」必要があるとしている。この点については、サンスター大阪地裁決定及びレックス最高裁決定と異なるものではない。

しかし、算定期間としては、公開買付け開始後の株価に加えて、MBO の準備開始後の株価をも排除している。具体的には、公開買付けを公表した平成 19 年 2 月 14 日から上場廃止日である同年 7 月 26 日までの株価については、公開買付けの公表後においては、「それ以降の株価は、その買取価格に束縛されて形成されたものであり、その当時の相手方の株式について客観的な価値を体現しているとはいいがたい」と判断している。また、「MBO を計画する経営者」は、「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」ため、「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、特段の事情のない限り、原則として、企業価値を把握する指標として排除すべきものと思料される。」と判断している。その上で、基準となる株価については、公開買付けを発表した 1 年前（平成 18 年 2 月頃）の株価に近似する 700 円であると判断している。このように、全部取得条項付株式の取得日である平成 19 年 8 月 1 日とは相当離れた時期の株価を基準としているが、これについては、①MBO 準備開始後の株価を排除すること、②純利益（株価）が安い年を狙い撃ちにした疑いがあること、③株価は公開買付け開始時まで下落していること、及び④純利益の推移が不自然であることといった事情があるため、相当離れた時期の株価を基準とすることもやむをえないと判断している。

これに対して、原決定であるサンスター大阪地裁決定では、平成 19 年 2 月 14 日以前の市場株価は SSA による公開買付けの影響を受けていないため、特段の事情のない限り、株式の時価の算定基準として適切であり、ある程度の期間の市場株価を持って基準とするこ

とが相当であるとして、公開買付け公表の日である平成19年2月14日までの過去6ヶ月間の終値の単純平均値をもってその基準とするのを相当と認め、特段の事情は存在しないと判断を行っている。この「公開買付け公表日までの過去6ヶ月間の株価の平均値」という枠組みはレックス最高裁決定でも同様であり、サンスター大阪地裁決定は判断の枠組みを踏襲していると考えられる。

上記のサンスター大阪高裁の判断について言えば、まず、上記①のMBO準備開始後の株価を排除するとしている点については、事実認定として、サンスターによるMBOの準備開始の時期の認定は行われていないにもかかわらず、公開買付け発表の1年前の株価を基準とすると判断がなされており、「1年前」とする根拠は何ら示されていない点は疑問である。また、継続的な一定期間の平均値などを利用するとの判断をしておきながら、具体的な一定の期間を明示することなく、「1年前の株価に近似する700円」を相当とするとしている点についても、その判断の根拠は不明確であるといえよう。

次に、②の純利益（株価）が安い年を狙い撃ちにした疑いがあるという点について、サンスター大阪高裁決定は、平成18年11月10日に行われた業績の下方修正が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判断している。これに対して、サンスター大阪地裁決定では、業績の下方修正はサンスターが上場する大阪証券取引所の適時開示規則2条1項4号で適時開示を行うことが義務付けられていることから、業績の下方修正の発表は市場株価を適切に形成するための適時開示に過ぎず、実際に下方修正により市場株価に大きな変動があったということはできないとしている。この点、サンスター大阪高裁決定の決定文においては、業績下方修正が株価の安値誘導となったとの事実認定に関する根拠は何ら明示されておらず、疑問が残る。

③の株価の下落については、サンスターの株価は公開買付け公表の約1年前である平成18年1月25日から同年2月13日までは700円から799円の間を保ち、その後は下落して公開買付けの公表日である平成19年2月14日までは500円台から600円台の間を上下している。サンスター大阪高裁決定では、これをもって公開買付け公表の1年前の株価を基準とすることの理由の一つとしている。これに対し、サンスター大阪地裁決定では、市場価格が下落したことは後から言う結果論に過ぎないとしている。サンスター大阪高裁決定の判断の前提には、上述のように「業績下方修正が株価の安値誘導を画策する工作の一つ」という価値判断が先にあることから、作為的に下落した株価の経緯を取得価格の算定根拠として採用することは適切ではないという理論構成と思われる。もっとも、そもそも業績の下方修正が株価の安値誘導であったという事実認定自体について明瞭な判断根拠が示されていないため、この点についても疑問がある。

④の純利益の推移については、サンスター大阪高裁決定では公開買付けを公表した平成19年3月期に前年度から大きく収益力が落ち込み、MBOが実施されることで回復が見込まれるに至ったというのも不自然であると判断している。これに対し、サンスター大阪地裁決定では、将来の利益についても、後からの結果論であると判断

されている。この点、本件で問題となっている全部取得条項付株式の取得価格を算定するにあたり、取得日より後に発生した平成20年3月期以降の収益回復という事実を斟酌することがそもそも適切であるか、甚だ疑問である。

プレミアム

サンスター大阪高裁決定においては、このプレミアムの算定の基礎として、サンスター側の算定の参考資料である評価書が非開示であることから、同評価書を分析してプレミアムを算定することはできないため、これに基づくプレミアム評価は信頼できず、プレミアムは合理的な資料により裁判所が合理的に決定するべきとしている。そして、具体的に平成18年1月以降に実施された他のMBO事例41件のプレミアムは、中央値が20%前後、平均値が20%台の半ばであること、平成17年から平成19年の公開買付けのプレミアムの平均値が20%であること、本件でSSAが公開買付けで付したプレミアムも約20%であることから、結論として取得価格を算定する際のプレミアムも20%であるとしている。これに対し、サンスター大阪地裁決定及びレックス最高裁決定ともにプレミアムは20%として取得価格の算定を行っている。

いずれの決定でも、審理の対象となっているMBOとほぼ同時期に実施された類似事例を参考にしてプレミアムの適正値が判断されているが、当事者が適正なプレミアムを算定するために必要十分な判断根拠を提示しない限り、適正なプレミアムの算定について専門知識・技術を持たない裁判所としては、かかる判断手法に依拠せざるを得ないと思われる。

公開買付価格が広範な株主の支持を得たとの主張

サンスター大阪高裁決定において、サンスターは、公開買付けに対し全株式の87%の株主が賛同し、広範な株主の支持を得たことにより、公正な価格であることを主張しているが、大阪高裁はかかる主張を否定している。すなわち、サンスター側の算定の参考資料である評価書が非開示であるために信用できないこと、公開買付け開始に関する株主への通知書において、企業価値研究会のいわゆるMBO報告書⁴における「強圧的な効果」に該当しかねない表現（公開買付けに応じない株主については、端株しか受け取れない場合があり、公開買付価格と異なる価格にて売却される可能性があること、株式買取請求権を行使したとしても裁判所が認めない可能性があること、裁判所が定める価格が公開買付価格と異なる可能性があること、といった記載）が用いられていること（実際に配当停止、スクイズ・アウトの方式の変更によるみなし配当所得による課税といった不利益が課されている。）、対抗的な公開買付けが実施されようとしていたこと、といった理由により、大阪高裁はサンスター側の主張を否定している。これに対し、サンスター大阪地裁決定においては、広範な株主の支持を得たことが、取得価格が公正な価格で

⁴ 経済産業省の委嘱により企業価値研究会が作成した平成19年8月2日付「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」（以下、「MBO報告書」という。）をいう。

あることの根拠となることを肯定してはいないものの、サンスター大阪高裁でサンスターの主張を否定する根拠となった事実についても検討がなされている。すなわち、大阪地裁は、株主が応募を検討するにあたり課税上の問題から自由な意思決定ができなかったということはできず、対抗的な公開買付けについても検討主体も検討内容も具体性を欠き、実際に対抗的な公開買付けが提案されたという事実も認定できないと判断している。

公開買付価格が広範な株主の支持を得たことについては、レックス事件でも問題となり、東京地裁決定ではかかる主張が肯定されたものの、東京高裁決定では否定され、最高裁で維持されるに至っている。サンスター大阪地裁決定でも、この点の議論は否定されているが、広範な株主の支持を得たことによって直ちに公開買付価格と同額による取得が正当化されるとすれば、そもそも法が株式買取請求権を設けた趣旨が没却されてしまうため、かかる判断は妥当と思われる。サンスター大阪高裁決定は、さらに踏み込んで、①評価書が非開示であること、②公開買付け開始に関する株主への通知書において「強圧的な効果」に該当しかねない表現が用いられていることなどを理由に、公開買付価格によるスクイーズ・アウトを消極的に評価している。この点、①については、対象会社が取得した株価に関する評価書等については、MBOにおける公開買付者が取得した評価書等と異なり、金商法上は開示が要求されないものであるが、このように法令上開示が義務付けられていない文書が公表されていないことを根拠として、当該文書の信用性を否定するという判断には、甚だ疑問がある。また、②については、大阪高裁が指摘する表現には、平成18年に金商法上の公開買付規制が改正されて以降、上場会社を対象としたMBO案件における開示書類において実務上広範に用いられてきた表現が多々含まれているが、大阪高裁はかかる従前の実務について消極的な見解を示したものと考えられる。もっとも、これらの表現は、応募しない株主に対する不利益の告知ではあるものの、当該公開買付けに応募するべきか否かの判断に際してのリスク判断に資する面も否定できず、金商法が志向する投資家への情報開示という側面では、むしろ一定の合理性があるようにも思われる。

実務上の問題点・留意事項

現在、本件は許可抗告の不許可決定に対する特別抗告中であり、最高裁において審理中であるため、最高裁による判断が待たれるところであるが、サンスター大阪高裁決定の判断内容について以下の点については実務上も問題となる可能性があり、MBOを検討するに当たっては留意が必要となる。

MBOの準備時期の株価を排除

上述のとおり、サンスター大阪高裁決定においては、MBOの準備期間における経営陣の会社の事業への取り組み方について、MBOにおいて自己の利益を最大化するために安値誘導を行うのは当然であるとして、取得価格の算定のための期間として、公開買付け公表後取得時までのみならず、MBOの準備期間における株価も算定期間から排除している。MBOの準備期間を算定期間から排除するのであれば、MBOの準備がいつから始まったかという事実認定を行った上で、当該期間を排除するというのが合理的であると思われるところ、サンスター大阪高裁決定ではそのような事実認定はなされていない。

こうした大阪高裁の事実認定の手法については、上記のように疑問なしとしないものの、最高裁の判断によっては、今後非上場化型のMBOを実施する際には、スクイーズ・アウト価格の算定からMBOの準備開始後における株価が排除されることを前提にしたMBO取引の組成が求められる可能性がある。

株価下落後におけるMBOの実施への影響

サンスター事件は、株価下落期におけるMBOが問題となっているが、サンスター大阪高裁決定では、取得価格の算定は下落前の株価を基準にすべきことを示唆していると思われるところ、公開買付け公表前の「1年前」という基準の設定根拠は決定文において必ずしも明らかではない。そのため、株価下落後においてMBOを実施した場合、仮にMBO準備期間を取得価格の算定期間から排除して考えるにしても、やはりいつの株価を基準にすべきかについては不明確であるといわざるを得ない。かかる判断内容は、MBOの実施を企図する側に対して十分な予見可能性を提供するものではなく、この点についての最高裁の判断が注目される。いずれにせよ、株価下落後におけるMBOを検討する際には、取得価格の算定期間については、サンスター事件の最高裁における決定に留意して慎重に決定する必要があると考えられる。

応募しない株主への不利益の告知

上記のように、サンスター大阪高裁決定では、公開買付けに関する株主への通知書において、公開買付けに応じない株主に対する不利益の告知にわたる表現について、MBO報告書における「強圧的な効果」に該当しかねないと判断している。この点は、レックス事件最高裁決定の田原睦夫裁判官による補足意見でも言及されており、サンスター大阪高裁決定で列挙された上記の事由に加えて、反対株

主が必要となる手続は自らの責任で判断すべきこと、といった表現も「強圧的な効果」を持つことになる可能性があるとしている。

この点、問題となった表現は、従来非上場化型 MBO 案件の開示実務上広く用いられてきたものであるが、サンスター大阪高裁決定に加えて、レックス事件最高裁の補足意見においても「強圧的な効果」に該当しかねない表現であると指摘されている以上、今後同様の事案でのプレスリリース等では、株主に対して不利益が生じる可能性があることについての説明は行わずに、淡々と公開買付けの後にはスクイズ・アウトが予定されている事実のみ記載するなど、「強圧的な効果」と認定されないよう、表現に細心の注意を払う必要がある。

以 上

本ニュースレターは、一般的な情報をご紹介する目的で作成しており、個別の案件についての法的助言を提供するものではありません。また、本ニュースレターは執筆担当者の個人的見解であり、当事務所（東京青山・青木・粕法律事務所 ベーカー&マッケンジー外国法事務弁護士事務所（外国法共同事業））の意見を代表するものではありません。個別の案件につきましてご質問がございましたら、当事務所の担当者にお問い合わせください。なお、本ニュースレターの内容の正確性については万全を尽くしておりますが、万が一誤りがあった場合であっても、本ニュースレターに依拠したことにより発生した結果について、当事務所は一切責任を負うものではありません。

東京青山・青木・粕法律事務所 ベーカー&マッケンジー外国法事務弁護士事務所（外国法共同事業）は、各国に所在するオフィスをメンバーファームとするスイス法上の組織体であるベーカー&マッケンジー インターナショナルのメンバーファームです。専門的知識に基づくサービスを提供する組織体において共通して使用されている用語例に従い、「パートナー」とは、法律事務所におけるパートナーである者またはこれと同等の者を指します。同じく、「オフィス」とは、かかるいずれかの法律事務所のオフィスを指します。