

CORPORATE NEWSLETTER

2016年7月号 (Vol.16)

—M&A—

ジュピターテレコム事件 最高裁決定 — 二段階買収案件の価格決定について最高裁の初判断 —

I. はじめに

II. 事案の概要

III. 決定内容の概要

IV. 実務上留意すべきポイント

森・濱田松本法律事務所

弁護士 桑原 聡子

TEL. 03 5223 7725

satoko.kuwabara@mhmjapan.com

弁護士 関口 健一

TEL. 03 6266 8562

kenichi.sekiguchi@mhmjapan.com

弁護士 河島 勇太

TEL. 03 6266 8734

yuta.kawashima@mhmjapan.com

I. はじめに

最高裁第一小法廷は、平成 28 年 7 月 1 日、日本最大手のケーブルテレビ会社で、JASDAQ 上場企業であった株式会社ジュピターテレコム（以下「ジュピターテレコム」といいます。）の公開買付けと全部取得条項付種類株式を用いた二段階の取引による非公開化に係る株式取得価格決定申立事件に関し、少数株主側の主張を一部認めた東京地裁及び東京高裁の決定を覆し、公開買付価格が適正であるとするジュピターテレコム側の主張を全面的に認める決定（以下「本決定」といいます。）を下しました。

本決定は、構造的な利益相反のある二段階の取引による非公開化取引においても、意思決定過程の恣意性を排除し、公正な手続が採られた場合には、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いう最高裁の初判断を示した点において、今後の M&A 実務に重要な影響を与える決定といえますので、本決定の概要、本決定を踏まえた実務上の留意点等について、ご報告いたします。

なお、当事務所は、公開買付けの検討段階からジュピターテレコム側で本件に関与しており、価格決定の裁判手続においてもジュピターテレコムの代理人を務めております。

II. 事案の概要

- ① 住友商事株式会社（以下「住友商事」といいます。）及び KDDI 株式会社（以下「KDDI」といいます。）は、ジュピターテレコムの総株主の議決権の 70% 以上を直接又は間接に保有していたところ、平成 24 年 10 月 24 日、公開買付け及び全部取得条項付種類株式の取得を用いた二段階の取引（以下「本件取引」とい

CORPORATE NEWSLETTER

ます。)により同社を非公開化する旨、並びに、公開買付価格は1株当たり11万円とする予定である旨等を公表しました。但し、本件取引に際しては、国内外の競争法に基づき必要な手続等を行う必要があったことから、この時点では、公開買付けの開始時期は未定とされていました。

- ② 住友商事及びKDDIは、平成25年1月9日、ジュピターテレコムに対し、中国競争法に係る審査の状況を踏まえ、早ければ平成25年2月上旬にも公開買付けを開始したい旨を連絡しました。ところが、この間に政権交代があり、いわゆるアベノミクスの影響などから、公開買付け実施予定の公表後に、市場全体の株価が上昇傾向を示しており、また、一部の株主からは、公開買付価格の引き上げを求める意見も寄せられていました。そのため、当事者間の交渉により、公開買付価格を11万円から12万3,000円へと引き上げることが決定されました。
- ③ 平成25年2月26日、住友商事及びKDDIは、公開買付期間を平成25年2月27日から4月10日、公開買付価格を1株当たり12万3,000円とする公開買付け(以下「本件公開買付け」といいます。)を行う旨を公表しました。また、ジュピターテレコムは本件公開買付けに賛同し、本件公開買付けに対する応募を推奨する旨の意見を表明しました。
- ④ 本件公開買付けに際して、ジュピターテレコムにおいては、手続の公正性を確保するため、以下のような手続が行われました。
 - (i) 利害関係を有しない弁護士や企業価値評価の専門家である有識者により構成される第三者委員会の設置及び同委員会からの答申書の取得
 - (ii) 独立した財務アドバイザーである三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社からの株式価値算定書及びフェアネス・オピニオンの取得
 - (iii) 独立した法務アドバイザーである当事務所からの法的助言の取得
 - (iv) 利害関係を有しない取締役全員の承認及び監査役全員の異議なき旨の意の取得
- ⑤ 本件公開買付けは、住友商事及びKDDI以外の少数株主が保有していたジュピターテレコム株式180万1,954株の約66.6%(119万9,716株)という多数の株主の賛同を得て成立しました(この結果、本件公開買付け後における買付者らの株券等所有割合は91.23%になりました)。
- ⑥ ジュピターテレコムは、平成25年6月28日開催の臨時株主総会及び種類株主総会において、全部取得条項付種類株式の取得等に係る決議を行い、同社は、平成25年8月2日(以下「本件取得日」といいます。)をもって非公開化されました。
- ⑦ 本件取引に際しては、住友商事及びKDDIによる公表に先立ち、平成24年10月20日に報道機関によるいわゆる憶測報道(以下「本件報道」といいます。)がなされていましたが、本件報道の前日(平成24年10月19日)のJASDAQ指数が51.98、日経平均株価が9,002円68銭、東証株価指数が754.39であったの

CORPORATE NEWSLETTER

に対し、本件取得日（平成 25 年 8 月 2 日）の JASDAQ 指数は 90.92（約 74.9% 上昇）、日経平均株価は 1 万 4,466 円 16 銭（約 60.7% 上昇）、東証株価指数は 1,196.17（約 58.6% 上昇）と、いずれも上昇していました。

Ⅲ. 決定内容の概要

本件においては、上記のとおり、本件取得日までの間に市場株価が上昇傾向を示していたことから、取得価格の算定に際して、かかる市場全体の株価の動向を考慮した補正を行う必要があるか否かが、主な争点となりました。

1. 第一審決定（東京地決平成 27 年 3 月 4 日金融・商事判例 1465 号 42 頁）

本件の第一審で、東京地裁は、レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件最高裁決定（最決平成 21 年 5 月 29 日金融・商事判例 1326 号 35 頁）の田原睦夫裁判官の補足意見で示され、その後の多くの下級審裁判例において採り入れられた定式に従い、本件において裁判所が定めるべき公正な価格については、①取得日における当該株式の客観的価値（本件取引が行われなかったならば株主が享受し得る価値）に加え、②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（本件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部分）を考慮するのが相当であるとししました。

そのうえで、①については、上記のとおり、市場株価が上昇傾向を示していたことから、本件報道の前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、当事者が提出した回帰分析（市場インデックスとジュピターテレコム株式の過去の値動きの相関関係を分析し、本件報道や本件取引の公表がなければ、本件取得日現在ジュピターテレコム株式の市場株価がいくらになっていたかを推計したもの）の結果を踏まえ、本件取得日における本件株式の客観的価値は 10 万 4,165 円と認めるのが相当であるとししました。

また、②については、本件取引は基本的には株主の受けるべき利益が損なわれることのないように公正な手続を通じて行われたということができ、本件公開買付け開始当時においては、公開買付け価格である 12 万 3,000 円は適切な増加価値分配価格を織り込んだものであったとする一方、上記のとおり、本件取得日における本件株式の客観的価値について補正が必要であることを踏まえると、当該公開買付け価格をそのまま採用することは困難であり、本件における増加価値分配価格は、上記①の客観的価値に対して 25%と認めるのが相当であるとししました。

この結果、東京地裁は、本件株式の公正な価格は 13 万 206 円（10 万 4,165 円×125%）

CORPORATE NEWSLETTER

とするのが相当であるとの決定を行いました。

2. 抗告審決定（東京高決平成 27 年 10 月 14 日判例集未掲載）

東京高裁は、基本的に東京地裁の判断を是認し、本件株式の取得価格は 13 万 206 円とするのが相当であるとの結論を維持しました。

3. 最高裁決定（最決平成 28 年 7 月 1 日裁判所ウェブサイト）

これに対して、最高裁は、本件のような多数株主による非公開化であって、多数株主又は対象会社（以下「多数株主等」といいます。）と少数株主との間に利益相反関係が存在する場合であっても、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間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株式も公開買付価格と同額で取得する旨が明示されているなど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、その後に公開買付価格と同額で全部取得条項付種類株式の取得が行われた場合には、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、取得価格は、公開買付価格と同額とするのが相当であるとの判断を下し、手続の公正性が認められる本件では、公開買付価格と同額の 12 万 3,000 円が公正な価格であると判断しました。

最高裁は、株式市況の変動を考慮することについても、意思決定過程の恣意性が排除され、一般に公正と認められる手続が採られたのであれば、公開買付価格は多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであり、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うえで定められているということができるとして、回帰分析による補正後の株価を考慮することは、原則として、裁判所の合理的な裁量を逸脱するものとしています。

なお、同決定については、小池裕裁判官の補足意見が付されています。

IV. 本決定の意義・実務上留意すべきポイント

M&A の際に株式買取請求や価格決定の申立てがなされた場合の「公正な価格」を巡る紛争は、会社法施行以降、急増しており、独立当事者間の組織再編取引については、最高裁の判断も示されていましたが（最決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁）、本件のように、構造的な利益相反のある二段階取引において、裁判所が「公正な価格」をどのように判断するかについては、これまで最高裁の実質的な判断が示されたことはありませんでした。本決定は、構造的な利益相反のある二段階取引であっても、意思決定過程の恣意性を排除し、一般に公正と認められる手続を採れば、当事者が定めた価格

CORPORATE NEWSLETTER

を尊重することを明らかにした最高裁の初判断であり、実務上も重要な意義を有するものといえます。

また、二段階の非公開化取引に関するこれまでの価格決定事件においては、レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件最高裁決定の田原睦夫裁判官の補足意見において示された定式に従い、①取得日における当該株式の客観的価値に、②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を加味するものが多く見られました。本件の第一審決定及び抗告審決定も、このような定式に基づき、事後的な株式市況の変動を理由に①を補正したため、手続の公正さを認めつつも、結果として、公開買付価格よりも高額の価格を取得価格と認めることになりました。しかし、このように、公開買付け開始後に生じた株式市況の変動という外部的要因が考慮されるとなると、買付者は、公開買付け開始時点では当該買収に必要な資金額を確定できないこととなるため、資金調達等に支障が生じ、当該 M&A 取引自体を断念せざるを得なくなるなど、正当な目的に基づく健全な M&A 取引が阻害されるおそれが懸念されていました。本決定は、そのような外部的要因による株価の補正を明確に否定し、M&A を行う取引当事者の予測可能性を向上させる点においても、実務上重要な意義を有するものといえます。

なお、本決定の射程は、昨年 of 会社法改正により可能となった株式等売渡請求又は株式併合を利用したスクイーズアウト等にも広く及ぶものと考えられますが、如何なる手続を行えば手続の公正性が認められるのか、また、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とは具体的にどのようなものか、といった点は、本決定からは必ずしも明らかでなく、引き続き同種の事案における裁判所の認定には注意が必要です。

また、過去の裁判例のうち、手続の公正さや情報開示に問題があるとされた事案では、裁判所が結果的に公開買付価格よりも高額の取得価格を認めるケースも散見されましたが、このような事案では、今後も裁判所がその裁量により公正な価格を決定することになると思われます。したがって、M&A を行う取引当事者としては、本決定の趣旨も踏まえ、より一層手続の公正性を担保するように努めることが期待されます。

(当事務所に関するお問い合わせ)
森・濱田松本法律事務所 広報担当
mhm_info@mhmjapan.com
03-6212-8330
www.mhmjapan.com