

# Alpha Financial Experts

Expertise / Independence / Integrity



## 日本とデラウェア州の株式買取請求事件 －公正な価格に係る近年のトレンド

日米で共通する当事者間合意価格の重視、公正な手続きの検討に係る相違点

池谷誠（アルファフィナンシャルエキスパート株式会社）

2020年7月22日

## サマリー

わが国の会社法の下では、組織再編や事業譲渡等に反対する株主が会社に対し「公正な価格」で株式を買い取ることを請求する権利を認めており、一定期間内に協議がまとまらない場合には、裁判所における非訟事件手続きを通じて「公正な価格」が決定されることになる。本稿では、このような非訟事件の傾向を探るため、わが国と、米国デラウェア州の事件につき、まず申立件数の傾向を見たうえで、わが国（2007年から2019年までの期間における43件）とデラウェア州（2010年から2019年までの期間における37件）の決定文（判決文）の内容から、①当事者間の合意価格に対する裁判所決定価格のプレミアム、②公正な価格の評価アプローチの傾向、および③決定総額の傾向を統計的に分析した。これらの分析から、近年、わが国、デラウェア州ともに合併価格を重視する傾向が見られ、これが事件の件数やプレミアムの水準等にも影響を与えていることが明らかとなった。このような傾向は、わが国においては、一般的に公正と認められる手続があれば、合併価格を公正な価格として採用すべきとするジュピターテレコム事件の最高裁決定の影響が大きいと考えられるが、株式価値評価の妥当性を含む、組織再編に係る手続が実質的に公正かを検討するプロセスは、わが国とデラウェア州の間で違いが見られ、今後の裁判の傾向にも影響を与える可能性がある。<sup>1</sup>。

## 1 我が国とデラウェア州における事案のトレンド

### 1.1 申立件数の推移

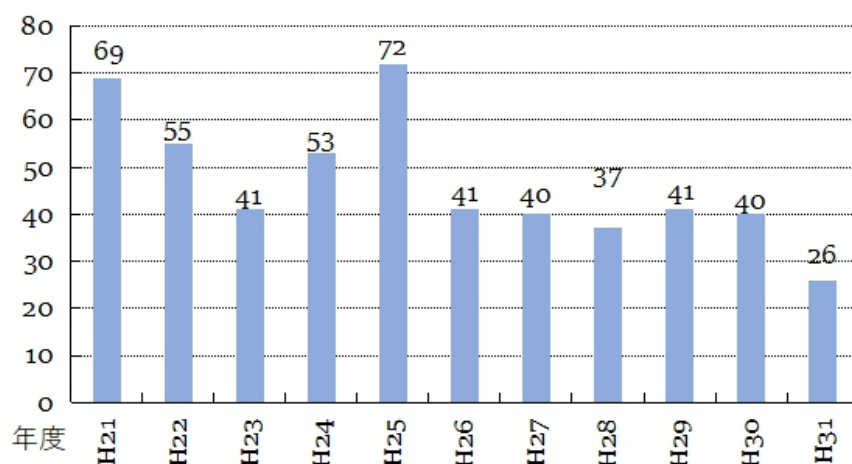
わが国の裁判所は申立件数等の統計値を定期的に公表していないが、岡本（2019）<sup>2</sup>によれば、東京地裁における株式価格決定事件（株式買取請求事件以外の株価決定申立事件も含む）の新受件数は、平成21年度以降、平成28年度を除き、年間40件以上の水準で推移しており、特に平成21年度と平成25年度は70件前後と申立件数が多かった。平成28年度以降の新受事件の中には、いわゆる二段階のキャッシュアウト取引の事案のうち、平成26年改正会社法により新設された制度、すなわち、公開買付けにより総株主の議決権の九割以上を取得した場

<sup>1</sup> 本稿は、池谷誠『係争事案における株式価値評価 日米の株式買取請求事件等のトレンドと考え方 第2版』（中央経済社、2020）、第1章および第2章を参照した。

<sup>2</sup> 岡本陽平「東京地裁における商事事件等の概況」商事法務 No.2209、28-44頁

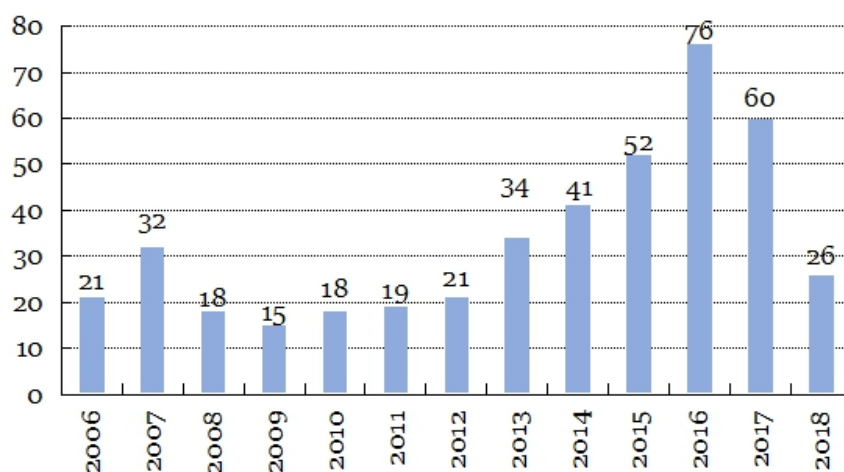
合に特別支配株主による株式等売渡請求制度を利用し、九割未満にとどまった場合には株式併合制度を利用して株式を全部取得するという枠組みによるものが含まれているという。

図表2 東京地裁における株式価格決定事件新受件数の推移



岡本（2019）による調査（H31.4.30時点）より筆者作成

図表3 デラウェア州衡平法裁判所における株式価格決定事件申立件数の推移



Cornerstone Research, “Appraisal Litigation in Delaware: Trends in Petitions and Opinions 2006-2018”, p4より一部抜粋

一方、図表は、Cornerstone Research による、デラウェア州における2006年から2018年までの株式買取価格決定申立（Appraisal Petition）の件数の推移を示している。これによると、2009年ころから件数は増加が続き、2016年にピーク（76件）に達した後、2017

年と2018年の2年間、急速に減少していることが明らかである。

2016年までの期間において申立件数が急増した背景には、アプレイザル・アービトレッジ（Appraisal Arbitrage）の存在がある。アプレイザル・アービトレッジとは、合併に係る株主総会決議日以降株式を購入し、裁判においてより高い価格が決定されること、および法定金利（連邦準備銀行の公定歩合プラス5%）が認められることを期待して株式買取請求権に基づく申立てを行い、他の投資家にも同請求権の行使を呼びかける投資手法であり、ヘッジファンドやプライベートエクイティ等により利用されている<sup>3</sup>。これらファンドは、支配株主が価格を低く抑えるインセンティブを持つケースなど、組織再編における少数株主への対価が低すぎると評価した案件を選択して買取請求のアクションを起こす傾向がある<sup>4</sup>。2017年から2018年にかけて申立件数が減少しているのは、後述するような価格面のメリットが小さくなり、このようなアプレイザル・アービトレッジの手法が機能しにくくなったためである。

## 1.2 裁判所決定価格の合併価格に対するプレミアム

アプレイザル・アービトレッジの有無に関わらず、申立件数のトレンドは買取請求手続において、組織再編の当事者間で合意された価格（以下、「合併価格」という）よりも高い価格が期待できるかどうかによって影響を受ける。図表4は、2007年以降、何らかの決定が行われ、かつ決定文の入手が可能であったわが国における株式買取請求事件56件<sup>5</sup>のうち必要なデータが入手できなかったケースを除く43件について、一株当たりの決定価格の合併価格（多くのケースにおい

<sup>3</sup> In Re Appraisal of Ancestry.com Inc.事件[ In re Appraisal of Ancestry.com, Inc., C.A.8173-VCG, Jan. 5, 2015]においては、相手方のAncestry.comが、申立人であるMerion Capital, L.P.が申立の対象とする株式が、合併への賛成票が投じられたものではないことが立証されていないことを理由に申立が不適格であるとの判断を求めたところ、裁判所は受益株主（合併計画の承認に係る株主総会後に株式を取得したMerion Capital, L.P.）が、その取得した株式の元株主が合併に賛成票を投じていないことを立証する義務はないとして、Merion Capital, L.P.の申立人としての適格性を認め、アプレイザル・アービトレッジの手法の合法性が確認されることになった。

<sup>4</sup> アプレイザル・アービトレッジを最も積極的に活用するヘッジファンドの一つであるMerion Investment Managementの創設者兼CEOのAndrew Barrowayは、2014年4月13日付Wall Street Journalにおいて、大部分のディールは公正であり、同社が少なくとも30%以上過小評価されているような例外的案件（特にMBO案件）を対象としていると述べている。

<sup>5</sup> 原審と抗告審は決定文が入手できる場合は別個に扱う。

て、公開買付価格を意味する）に対するプレミアム<sup>6</sup>（法定金利を含まず）の比率の分布を時系列的に示したものである。

これによると、わが国においても多くの場合でプラスのプレミアムが得られており、上記43件中14件においてプレミアムがプラスであるが、28件においてはゼロという結果であった。なお、1件のみプレミアムがマイナスであった。この結果、プレミアムの平均値は3.8%にとどまっている。傾向的には2013年ころまでは合併価格と比べて比較的高い価格が決定されておりプレミアムが50%程度となるケースもあったが、近年ではほとんどのケースでゼロ、すなわち裁判所が公正な価格として合併価格を採用していることが明らかである。

デラウェア州のケースについても同様に、2010年から2019年までの期間における、公判を経て裁判所の決定までに至ったケース34件<sup>7</sup>のうち、32件の決定について、合併価格に対する裁判所決定価格のプレミアム（法定金利を含まず）を分析したところ図表5の通りとなった。全32件のうち44%に相当する14件においては、プラスのプレミアムとなっており、プレミアムの幅は最高で158%であった。平均値も16.7%であり、わが国と比べるとデラウェア州においては、合併価格よりも高い価格が公正な価格として認められる割合が高いといえる。しかし時系列的な観点からは、わが国と同様、近年になるとプレミアムがゼロのケースが多くなり、マイナスのケースも複数観察されている。このような状況は、アプレイザル・アービトレッジの手法が成立し難くなっており、したがって申立件数が減少傾向となっていることの影響といえる。

図表4 裁判所決定価格の合併価格に対するプレミアム（日本）

<sup>6</sup> プレミアム = (裁判所決定価格 ÷ 合併価格) - 1

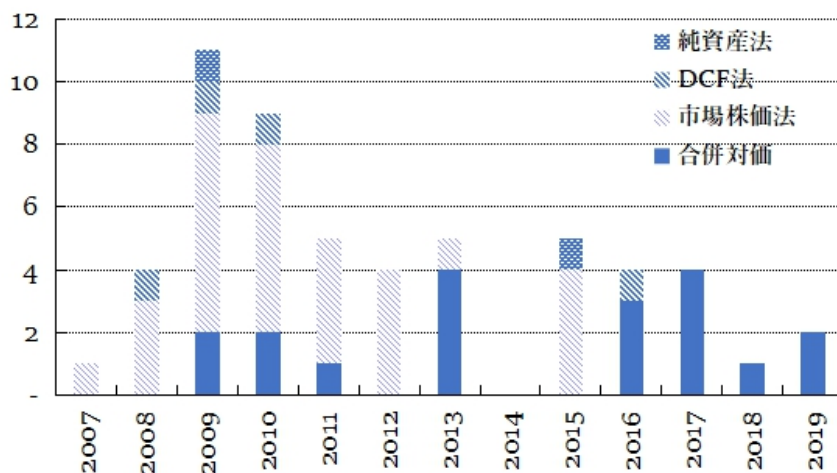
<sup>7</sup> 原審と抗告審は判決文が入手できる場合は別個に扱う。なお、デラウェア州の買取請求申立事件の申立件数は上記の通りであるが、同州においては（他の州と同様）、大部分のケースは裁判の途中で和解、あるいは取り下げられるため、判決・決定に至るケースは少ない。



裏一体であるが、2016年7月のジュピターテレコム事件に係る最高裁決定<sup>8</sup>以降、合併価格を重視する裁判所の考え方が近年明らかになったことと関係を有するといえる。

同様の分析をデラウェア州の事例についても行うと図表7のようになる。わが国と比べるとデラウェア州ではDCF法が採用される場合が多いものの、近年になってわが国同様、合併価格が採用される傾向が強くなっていること、2018年以降、かつては見られなかった市場株価法が採用されるケースがあることが明らかとなっている。永らく市場株価に対する不信ともいえる姿勢をもっていたデラウェア州裁判所が、市場価格が公正な価格の指標となりうることを認めたことは注目すべき傾向といえる。2018年のAruba事件において、衡平法裁判所は、近年初めて市場株価法に基づき公正な価格を決定したが、その背景には、上記Dell事件とDFC Global事件の最高裁判決において、効率的市場仮説に基づく市場価格の優越性が認められたことが、Aruba事件決定の下敷きとなっている。

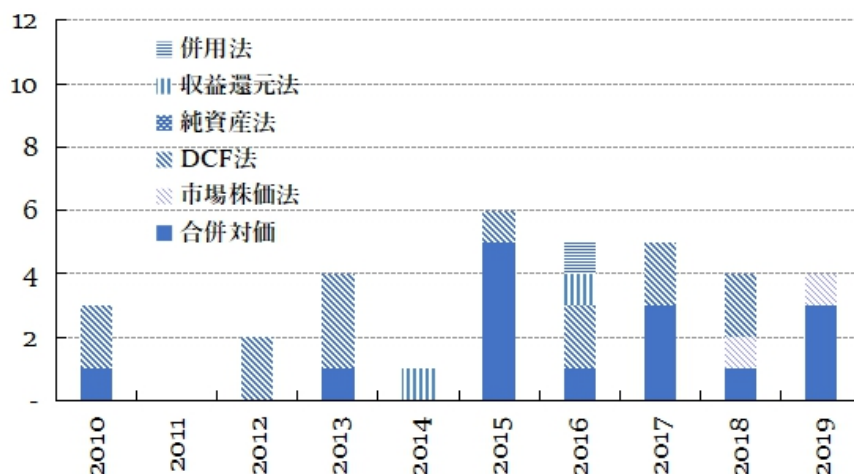
図表6 裁判所が採用した主たる評価アプローチ（日本）



決定文等に基づき筆者作成

<sup>8</sup> 最高決平成28年7月1日金商1507号19頁[株式買取価格決定に対する抗告事件]

図表7 裁判所が採用した主たる評価アプローチ（デラウェア州）



判決文等に基づき筆者作成

### 1.3 決定総額の比較

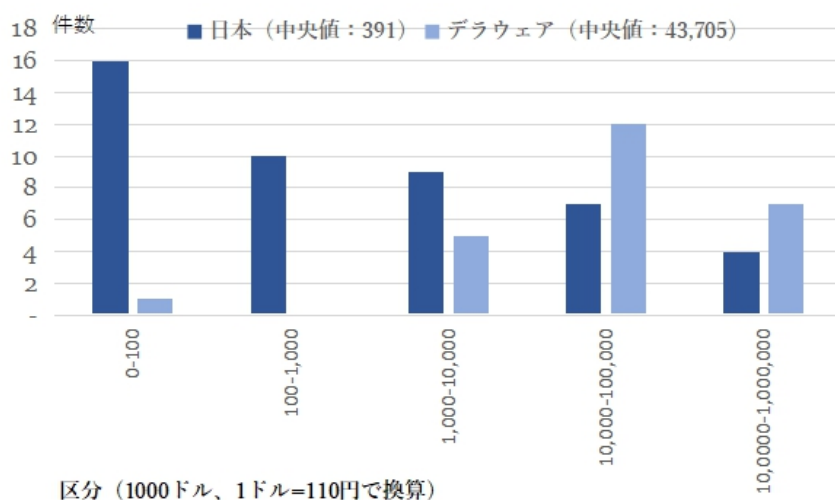
次に、日米における株式買取請求事件で扱われる金額の水準を比較するため、図表8において、わが国の事例については上記54件のうちデータ入手が可能であった46件、デラウェア州の事例については上記34件のうち25件につき、決定総額、すなわち裁判所決定価格に申立株数を乗じた金額の分布を比較した（比較にあたっては、為替レートとして1ドル=110円を適用した。以下同。）。これによると、わが国事例の多くが10万ドル（1100万円）以下の金額であるのに対し、デラウェア州では1000万ドル（11億円）以上の事例が大部分を占める。なお、わが国の事例の中央値が39万1000ドルであるのに対し、デラウェア州では4370万5000ドルであった。決定総額が最高額であったのは、わが国においては楽天対TBS事件<sup>9</sup>（約489億円）、デラウェア州においては、Merion Capital, L.P. et al., v. 3M Cogent, Inc.事件<sup>10</sup>（約9.63億ドル）であった。

<sup>9</sup> 東京地決平成22年3月5日金商1339号44頁[楽天対TBS株式買取価格決定申立事件]

<sup>10</sup> Merion Capital, L.P. et al., v. 3M Cogent, Inc., C.A. 6247-VCP (Del. Ch. 2013)



図表 8 日本・デラウェア州における決定総額の比較



決定文・判決文等に基づき筆者作成

## 2 今後の展望

上記のとおり、わが国、およびデラウェア州の株式買取請求事件を分析して、まず注意を引くのは、近年、どちらの法域においても合併価格を重視する傾向があるという共通点である。そして、その背後には、わが国、デラウェア州いずれにおいても、M&A や組織再編の手続が公正であれば、当事者間で合意された価格は公正であるという考え方に基づく最高裁の決定（わが国においては、ジュピターテレコム事件、デラウェア州においては、Dell 事件や DFC Global 事件等の最高裁決定）がある。一方、わが国とデラウェア州の間では、相違点もある。

わが国の裁判例においては、ジュピターテレコム事件の最高裁決定が言う「一般に公正と認められる手続」が具体的にどのようなものを指すのかにつき、必ずしも詳細が示されていない。最近の事例においても、例えば、ウライ株式会社の MBO に係る事件<sup>11</sup>において、裁判所は、独立委員会や第三者算定機関が本件株式の価値や本件公開買付価格について、合理性が認められる算定方法（DCF 法および市場株価法）によ検討を行っていることをもって、公正な手続が実質的に行われたことの理由の一つとしている。この他、公開買付価格が第三者算定機関法による価格算定結果のレンジの範囲内にあることをもって一般に公

<sup>11</sup> 京都地決平成 29 年 6 月 9 日金商 1541 号 43 頁[株式買取価格決定申立事件]

正と認められる手続が実質的に行われているとする事例<sup>12</sup>も複数がある。これらを背景として、ジュピターテレコム事件の以上上記最高裁決定以降、一部には、独立委員会や第三者評価機関などの形式が整えば公正な手続が認められ、株式価値評価上の論点は重要でなくなるといった理解もある。

一方、デラウェア州の裁判所では、Golden Telecom 事件<sup>13</sup>の最高裁決定において、取引プロセスが完全に公正であったとしても、結論的、推定的に合併価格を採用することを求めることは、公正な価格を決定する責任を不適切に裁判所から当事者に移転することであり、法の規定に反する、との考え方を明らかにしており、上記 Dell 事件や DFC Global 事件の最高裁判決においても、Golden Telecom 事件の考え方を踏襲し、結局は合併価格を採用したものの、公正な手続が実質的に機能しているか、M&A 市場が効率的か、あるいは DCF 法や市場株価法など他の手法による評価と比べ合併価格が優れているといえるかなどについて、厳密な議論が行われている。

わが国においては、経産省が 2019 年 6 月に公表した「公正な M&A の在り方に関する指針－企業価値の向上と株主利益の確保に向けて－」において、実質的な手続の公正性につき、一定の指針が示された。上記指針によれば、公正な手続が実質的に機能しているかについての判断ポイントとして、合併価格の基礎となる、株式価値算定の妥当性についての項目も含まれる。例えば、独立委員会の役割として、株式価値算定の内容と、その前提とされた財務予測や前提条件等の合理性の確認が適切に行われているか、等の検討も求められる。そうすると、手続の公正性についての議論のうちの一部は、結局のところ、事業計画の実現可能性や作成経緯、DCF 法における割引率の計算根拠や、類似会社比較法における類似会社の選定理由など、株式価値評価の合理性を問うものとなる。今後、わが国の裁判所や訴訟当事者が上記指針を参考とすることになれば、わが国においても、合併価格を決定する際に当事者が取得した第三者評価機関の評価の妥当性を含む、価格形成のプロセスについて踏み込んだ議論が進み、公正な価格をめぐる裁判所の判断も、より多様なものとなることが予想される。

以上

<sup>12</sup> 大阪地決平成 29 年 1 月 18 日金商 1520 号 56 頁[株式取得価格決定申立事件]、静岡地決平成 28 年 10 月 7 日ウエストロー・ジャパン[株式価格決定申立事件]など。

<sup>13</sup> Golden Telecom, Inc. v. Global GT LP, 11 A.3d at 217.

## 著者紹介

池谷誠 | アルファフィナンシャルエキスパート株式会社マネージングディレクター

池谷誠は、損害算定や価値評価の専門家として、資本市場や M&A、ビジネス契約、知財、税務に係る訴訟など、国内外の多くの訴訟や国際仲裁において専門家証言や意見書作成、関連する助言業務を提供したほか、独禁法や証券法、移転価格税制等に係る規制当局への対応を支援するためのコンサルティングサービスを提供した経験を有しています。現職就任前は、デロイト トーマツ ファイナンシャル アドバイザリー合同会社 バリュエーション・モデリング・エコノミクス部門のマネージングディレクターとして係争支援およびエコノミクスプラクティスを統括、また、アリックスパートナーズおよび NERA Economic Consulting において同様の業務に従事しました。上智大学経済学部卒、コロンビア大学国際関係学修士（国際金融・ビジネス専攻）。

本稿についてのお問合せは著者 [mikyea@alphafinex.com](mailto:mikyea@alphafinex.com) までご連絡ください。

## アルファフィナンシャルエキスパート株式会社について

アルファフィナンシャルエキスパート株式会社は、高度な専門的スキルと経験（**expertise**）、独立性（**independence**）、プロフェッショナルとしての誠実さ（**integrity**）に基づく専門的サービスを通じて、訴訟や係争、規制対応、ステークホルダーとの交渉など、公正性が求められる事案の解決に貢献することを目的とするわが国初のエキスパートファームです。業務の概要等はホームページ（<https://alphafinex.com>）ご参照ください。

## アルファフィナンシャルエキスパート株式会社

〒104-0061 東京都中央区銀座 1-15-4 銀座一丁目ビル 7F  
050-3556-5669  
<https://alphafinex.com>