

Seiwa Meitetsu Legal-map

完全子会社化に向けた TOB

子会社株式の評価にまでモノ言う子会社の外国人株主

～アベノミクスと JCOM・東宝不動産事例～

1 はじめに

日本経済は、長引く不況に苦しんできましたが、安倍政権の誕生以降、円安が進行し、株価は上昇しています。2013年3月8日の東京株式市場では日経平均株価の終値が、1万2283円62銭となり、リーマン・ショック直前の2008年9月12日の終値1万2214円を4年半ぶりに上回りました。

また、2013年5月7日の東京株式市場では日経平均終値が1万4180円24銭となり、全前日の終値に比べ486円(3.55%)上昇し、1日の上げ幅は、その時点までを基準として2013年最大です。

この株価上昇の背景には、海外資金の日本への流入があり、その勢いが増してきています。2013年4月には、ついに、世界全体に占める日本株の売買シェアが、過去10年で最高値を記録することになりました。外国人株主は日本企業に大きく注目しているといえます。

このように、日本が海外資本の投資先として大きく注目され、再度資金が大量に流入するようになると、モノ言う外国人株主の活動もまた活発化します。実際に、日本企業が、組織再編を行う場面において、株式の評価をめぐるモノ言う外国人株主との難交渉に直面する状況が増加しています。

本稿では、子会社株式の評価をめぐる、日本企業とモノ言う外国人株主との交渉の舞台となった株式公開買い付け(以下、「TOB」といいます)および株式の価格算定方法について概観し、いかなる対応がこれから求められてくるのかについて考察します。

2 子会社株式の評価に対して影響を与える外国人株主

それでは、モノ言う外国人株主が話題となった直近の事例を2つ取り上げ、概観します。

(1) JCOM社のTOB事案

KDDI と住友商事は、共同買収により国内最大のケーブルテレビ会社 JCOM 社を完全子会社化するため、両社の共同出資会社を利用した TOB を行いました。

両社は、2012 年 10 月 24 日、JCOM 社を完全子会社化することを決めました。その時点で設定した TOB 価格は 1 株 11 万円でした。

しかし、その後の 2012 年 12 月半ばにおける安倍政権の誕生と引き続く株価の上昇により、JCOM 社の一部の外国人株主らが、当初設定した TOB 価格に不満を表明したことを一つの起因として、両社は、2013 年 2 月 26 日に JCOM 社の TOB 価格を 11 万円から約 12%引き上げ 12 万 3 千円とする旨公表し、その翌日、TOB を開始しました。

これに対し、JCOM 社の少数株主である米ニューバーガー・バーマン・グループなど海外の投資会社 4 社が、12%の引き上げでは JCOM 社の株式の評価として「極めて不十分」として、更なる TOB 価格引き上げを求めましたが、両社はこれに応じず、当該 TOB は 2013 年 4 月 10 日をもって終了しました。このように両社が設定した JCOM 社の TOB 価格への外国人株主の反対の影響もあり、両社は当初の予定を割り込む株式数しか取得できませんでした。

また、今後の完全子会社化の過程で後述の全部取得条項種類株式発行のための定款変更等を行うことを予定してありますが、その際に、TOB に応じなかった株主が、株式買取請求権を行使したり、裁判所に株式価格決定の申し立てをする可能性が依然として残っています。TOB 価格に対する不服を発端として、株式買取請求権が行使される経緯、株式価格決定の申し立て手続へ至る経緯については、「3 TOB と株式買取請求

権・株式価格決定の申立て」の項にて説明します。

(2) 東宝不動産の TOB 事案

東宝が子会社である東宝不動産を完全子会社化しようとして TOB を実施した際にも、東宝不動産の外国人株主が TOB 価格に反対し影響を与えました。

すなわち、東宝は東宝不動産の株式の市場価格にプレミアムを付けて TOB 価格を設定しましたが、これに対し、東宝不動産の株主である米プロスペクト・アセット・マネジメント・インクは、「TOB 価格には、不動産価格の上昇による不動産価値の反映が全くされていない。」として株式の評価に不満を示し、当該 TOB 価格への反対を表明しました。そのうえで、TOB 期間中に東宝不動産の株式を買い増し、他の株主にも TOB に応募しないよう求め、既に応募している場合はこれを解除するよう呼びかけました。

このような外国人株主の動きもあって、TOB を経ても、東宝不動産に対する東宝の保有比率は約 59%から約 77%までの上昇にとどまり、円滑な完全子会社化を狙った東宝の思惑は外れた格好となりました。

3 TOB と株式買取請求権・株式価格決定の申立て

以上の事例は、完全子会社化を行う前提として実施された TOB に対して、モノ言う外国人株主が、TOB 価格が低すぎるとして、子会社株式の評価に不満を示し反対意見を表明したというものでした。このように、子会社株式の評価に影響を与える外国人株主の存在がクローズアップされる契機となった TOB と株式買取請求権・株式価格決定の申立てについて、検討してみたいと思

ます。

(1) TOB とは

TOB とは、Take Over Bid の略で、「公開買い付け」を意味します。公開買い付けとは、公開買付者が、不特定多数の株主に対して、公告により株券等の買付け等の申込み又は売付け等の申込みの勧誘を行い、その上で株式市場外で株券等の買い付け等を行うことをいいます。

TOB における買付価格、すなわち TOB 価格は買付者が設定することになります。このように買付価格は一方的に定められるものでありながら、株主は、その価格に不服がある場合でも、TOB 手続の中で株式買取請求や株式価格決定の申立てを行えるものではありません。

TOB はあくまで公開買付者が株主に対して株式等売るように勧誘するだけなので、株主は売買を強制されません。株主は、TOB 価格に不服があるならば、その場合には TOB に応じなければよいのであって、直ちに株式買取を請求する権利や株式価格決定の申立て権を有するものではないのです。

(2) 株式買取請求権・株式価格決定の申立てについて

ア TOB と株式買取請求権・株式価格決定の申立て

では、なぜ TOB を発端として、株式買取請求および株式価格決定の申立が行われ、「公正な」買取価格というものが議論となるのでしょうか。その理由は TOB を「何のために」行うのか、という点にあります。

公開買付者は、株式の買い増しにより単に議決権保有割合を高めることだけを目指しているのではなく、その後に完全子会社

化を企図している場合があります。このような完全子会社化に反対する株主は、後述のとおり、当該完全子会社化に向けた定款変更等を決議する株主総会において反対の議決権行使をすることで、株式買取請求権を行使したり(会社法 116 条 1 項 2 号参照)、株式価格決定の申立てを行うことができます(会社法 172 条 1 項)。

そこで、株主は、TOB 価格に不服がある場合には、TOB に応じないうえで、定款変更等に反対し、株式買取請求権を行使したり、株式価格決定の申立てをするという選択肢をとることができます。以下、詳述します。

イ 完全子会社化について

それでは、具体的に前述の 2 つの事例について、株式買取請求権はどのように行使され、株式価格決定の申立ては行われるのでしょうか。

当該事例は、いずれも既に議決権の大半を有する支配株主が、対象会社を完全子会社化しようとした事案です。このような場合に、子会社を完全子会社化するために用いられる手法には、株式交換や株式併合を用いた方法もありますが、本稿では、実務上定着した手法である全部取得条項付種類株式を利用した完全子会社化について概説します¹。

(ア) 全部取得条項付種類株式を利用した完全子会社化

- ① まず、TOB を実施し発行済株式の全ての買付けを目指します。

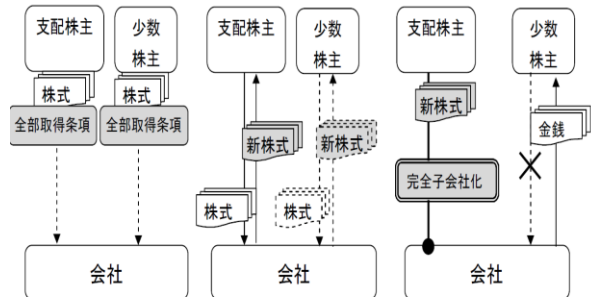
¹ 平成 23 年 12 月に公表された「会社法制の見直しに関する中間試案」において、株式併合の改正が検討されています。この改正によれば、株式併合による完全子会社化がより行いやすくなりますので、改正後は株式併合による完全子会社事例が増加すると予想されます。

- ② ①の TOB で発行済株式の全てを取得できなかった場合、株主総会において、全部取得条項付種類株式発行のための定款変更(会社法 309 条 2 項 11 号、466 条)を決議します。発行済株式の内容を全部取得条項付株式にする定款変更決議を株主総会(会社法 309 条 2 項 11 号、108 条 1 項 7 号)と種類株主総会(会社法 111 条 2 項、324 条 2 項 1 号)で決議します。全部取得条項付種類株式の取得を株主総会で決議します(会社法 309 条 2 項 3 号、171 条 1 項 1 号)。
- なお、いずれも特別決議となります。

全部取得条項付種類株式とは、株主総会の特別決議により、会社がその株式の全部を買い取ることができる株式をいいます。

- ③ 全部取得条項付種類株式の取得決議の結果、会社は一旦すべての株式を取得し、株式取得の対価として別の新株式を交付します。この際、支配株主以外の株式保有割合が一定割合以下の株主に交付される新株式は、1 株未満となるように比率を設定します。これによって 1 株未満の株主には新株式に代えて金銭が交付されることとなります。その結果、支配株主以外の株主は金銭を対価に株式を手放すこととなり、完全子会社化が実現します。

- I 普通株式を全部取得条項付株式にする定款変更を行います。これによって、会社はすべての株式を取得することができるようになります。
- II 会社は株式取得の対価として別の新株式を交付します。ただし、支配株主以外の株主に交付される新株式は 1 株未満となるように比率が設定されています。
- III 1 株未満の株主には新株式に代えて金銭が交付されます。少数株主は株式を失い、支配株主による完全子会社化が実現します。



(イ) 完全子会社化と株式買取請求権・株式価格決定の申立て

完全子会社化を行う場合、TOB の時点で、通常、支配株主は TOB 後に完全子会社化を行うことを予告し、強制取得される前にプレミアムの付けられた TOB 価格による買い付けに応じるよう迫ることになります。

これに対し、TOB 価格に不服がある株主は、②の全部取得条項付種類株式発行のための定款変更決議に反対したうえで、株式買取請求権を行使します(会社法 116 条 1 項 2 号)。

また、TOB 価格に不服がある株主は、全部取得条項付種類株式の取得決議に反対したうえで、裁判所に対し株式価格決定の申立てを行うこともできます(会社法 172 条 1 項)。

株式買取請求における買取価格は「公正な価格」であることが求められており(116 条 1 項柱書)、全部取得条項付種類株式の取得価格も、裁判例上「公正な価格」であることが求められています²。

² MBO(マネジメント・バイアウト;脚注 4 参照)における裁判例として、レックス・ホールディング

会社としては、TOB 価格が「公正な価格」であると主張することが一般的であるため、株式価格決定の裁判においては、TOB 価格が、「公正な価格」であったかが問題となり争われることとなります。

4 株価算定方法について

(1) 「公正な価格」の算定方法

それでは、具体的に株式の「公正な価格」をどのように算定すればいいのでしょうか。

会社の株式価値を評価する方法には、いくつかの評価アプローチがあり、それぞれの各評価アプローチにおいて、いくつかの評価法があります。以下では主要な評価アプローチについて簡単に説明します³。

ア インカム・アプローチ

インカム・アプローチとは、評価対象会社から期待される利益ないしキャッシュ・フローに基づいて価値を評価する方法をいいます。

この方法は、将来の収益獲得能力や各企業固有の性質を株価評価に適切に反映させる点で優れています。完全子会社化によるシナジー効果に着目する場合、企業の将来の収益力を評価結果に反映することができるインカム・アプローチが合理的です。

ただし、フリー・キャッシュ・フロー法などを前提とすると、事業計画等の将来情報については会社の裁量的判断に委ねざるを得ないため、客観性の担保が困難といえます。

グス事件（東京高決平 20・9・12 金判 1301 号 28 頁）

³ 以下の算定方法の説明は、日本公認会計士協会経営研究調査会研究報告第 32 号「企業価値評価ガイドライン」（平成 19 年 5 月 16 日）によります。

イ マーケット・アプローチ

上場している同業他社や、評価対象会社で行われた類似取引事例など、類似する会社、事業、ないし取引事例と比較することによって相対的な価値を評価する方法をマーケット・アプローチといいます。

上場会社の場合は、市場価格が存在することから、マーケット・アプローチの典型的な手法である市場株価法を基準の一つとするのが一般的です。

この方法は、市場での取引環境を反映しやすく、市場という客観的事実に基づく方法であるがゆえに客観性に優れているといえますが、評価対象会社が比較会社と異なる成長段階にある場合や、類似の上場会社がないような場合には、株価の算定が困難になるというデメリットがあります。

ウ ネットセット・アプローチ

ネットセット・アプローチとは、主として評価対象会社の貸借対照表記載の純資産に着目して価値を評価する方法をいいます。

この方法においては、帳簿作成が適正であれば客観性に優れた株価算定が可能になりますが、一時点の純資産に基づいた価値評価が前提となるため、のれん等が適正に計上されていない場合には将来の収益能力反映や市場での取引環境の反映が難しくなります。

(2) 評価アプローチの使い方

株価算定のための各評価アプローチは、異なった特質を有しています。そこで、評価目的、対象会社の状況などに応じて、それぞれの評価結果を比較検討しながら、総合評価により株価を算定することが一般的です。

完全子会社化を目指して TOB を行う場合、

市場株価法に加えて、DCF 法等も採用し、それぞれ算定結果を基礎に、対象者の TOB への賛同の可否、TOB の成否の見通し、過去に行われた当該 TOB と同種の TOB において TOB 価格決定の際に付与されたプレミアムの実例等を総合的に勘案して、TOB 価格を決定する例が多いです。今回取り上げた 2 つの事例も、同様です。

(3) 裁判例

全部取得条項付種類株式の取得価格の申立てに関しては、レックス・ホールディングス事件があります。同事件は、MBO⁴（マネジメント・バイアウト）に関するものですが、最高裁は、当該 TOB 発表前の 6 カ月間の平均株価に 20% を上乘せした価格を取得価格とした原審決定を是認しています（最決平成 21・5・29）。また、取得価格は、取得日における客観的価値に加えて、強制的取得により失われる今後の株価上昇に対する期待権を考慮することが相当であるとの補足意見があります。

組織再編に関する事例ではありますが、最高裁は、株主が買取を請求した株式の「公正な価格」の基準日は買取請求権の行使日であるとしています（TBS 事件；最三決平成 23・4・19、テクモ事件；最二決平成 24・2・29）。

(4) 株式価格決定申立事件関連の法改正

株価算定のためには高度な専門的知識が必要であるため、従前の株式価格決定裁判においては鑑定手続が必要となることが少

なくありませんでした。

それにもかかわらず、その実施には数百万円程度の費用が必要になるのが一般的であり、その費用負担を嫌った当事者が鑑定の実施に難色を示すことで、株式価格決定申立事件の審理が長期化している等の問題が指摘されていました。

この点について、2013 年 1 月 1 日から新しい非訟事件手続法および非訟事件手続規則が施行されました。これにより、裁判所が新たに設けられた専門委員制度（専門委員には公認会計士、税理士、および不動産鑑定士等がこれにあたります。）を利用することで、専門的な知見を補完した株価算定を簡便に実現することが可能となります。この専門委員制度の利用について、鑑定のような高額な費用は発生しません。

従来に代わって専門委員が積極的に利用されることで、当事者の費用負担が軽減され、審理が迅速化することが期待されています。

(5) 事例の分析について

今回取り上げた 2 つの事例では、モノ言う外国人株主が、子会社株式の評価に不満を示したことも影響して、KDDI と住友商事や東宝は、従前であれば滞りなく進むはずの完全子会社化手続において、TOB で予定していた株式保有比率に達することができず思わぬ躓きを見せました。

では、これらの事例ではどのような点を外国人株主に追及されたのでしょうか。株価算定方法の観点から再考します。

ア JCOM 社の TOB 事案

KDDI と住友商事は、2012 年の 10 月半ば、JCOM 社の TOB 価格を、その時点での株価の市場価格をもとに一度定めていました。

⁴ 現在の経営者が資金を出資し、事業の継続を前提として対象会社の株式を購入すること（企業価値研究会：平成 19 年 8 月 2 日付 MBO 報告書）

ところが、当初の予定より TOB 実施が滞っている間に、2012 年 12 月半ばに安部政権が誕生して以降、急激な円安化および株価上昇が進行しました。

これを受けて、外国人株主ら一部の株主が、KDDI と住友商事に対し、JCOM 社の TOB 価格が低すぎるとして不満を表明したため、両社は 2013 年の 2 月末に JCOM 社の TOB 価格を引き上げますが、その引き上げ幅と株価の上昇トレンドとの関係を市場に説得的に示すことができず、株価の上昇トレンドや同業他社の株価と比較すればなお不当に安値であるとして、外国人株主のさらなる反発を受けることになってしまいました。

イ 東宝不動産の TOB 事案

東宝不動産の親会社である東宝は、その時点の株式の市場価格をもとに東宝不動産の TOB 価格を算定しました。

ところが、その算定結果は、東宝不動産の保有する不動産について、折からの景気回復による不動産価格上昇により大きな含み益が生じているという事情が反映されていませんでした。

東宝は、「不動産価格上昇を反映した TOB 価格を設定すべき」とする外国人株主の批判をうけ、これに対し十分な反論ができなかったため当初の買付予定を下回る保有比率という結果になってしまいました。

ウ 小括

本稿で取り上げた 2 つの事例については、KDDI と住友商事や東宝の設定した TOB 価格算定の理由付けが、他の計算方法によって算定された株価と比べても、なお説得性があるといえるかという点についてしっかりとした理論武装ができていなかったため、モノ言う外国人株主によって、その隙を突

かれたとあってよいでしょう。外国人株主はメディアを通してこれら株価算定方法の不備を公表しながら、ハードな交渉を迫っています。

日本企業の業績改善期待が進むなか、組織再編がより活発に行われていくことが予想されます。その際には、本稿であげた 2 つの事例のような事態に陥らないよう、株価算定方法と根拠を吟味し、また他の株価算定方法の視点からの批判に対してもしっかりと理論武装したうえで、リリースの際にはその点を丁寧に説明して、隙を与えないことが肝要です。

5 外国人株主の新たな動き

日本の株式市場では、円安効果による企業業績の改善期待と、株高の進行により株式取引が活発化し、外国人株主も非常に強気な動きを見せています。このような現象の中で、外国人株主の存在感が再び大きくなってきているといえるでしょう。

外国人株主の行動に注目が集まるのは、もちろんこれが初めてではありません。例えば、スティーブル・パートナーズを始めとしたアクティヴィスト系ファンドが日本企業の株式を投資先に含んだ結果、日本企業に対し、株主提案等を用いて盛んに意見表明したことは、いわゆる「モノ言う外国人株主」の台頭として話題になりました。

これに対して、近時、外国人株主は、上場子会社が完全子会社化される際に、株式買取請求等を行うことによってリターンを得ようという新たな動きを見せています。

株式を一定数保有し、経営に口出しすることで経営改革を求め株価の上昇によるリターンを指向した従前の動きとくらべ、今回の動きは、TOB の価格の引き上げを働き

かけたり、会社法上の制度を利用して会社に直接取得株式を買い取らせるという点で、いままでよりも直接的に、しかも短期の間にマネーを獲得しようとしている点が特徴です。

日本経済が堅調な回復路線にあると期待される中、海外マネーの流入が加速しているため、モノ言う外国人株主の行動に留意が必要でしょう。本稿で取り上げた **TOB** の事例で言及した、従前より更に直接的で短期的な利益を求めモノ言う外国人株主の動きについて、より一層の注意と対策が求められるといえます。

以上

(※本稿は、渡邊顯、村瀬幸子、平井貴之、渡邊寛人が研究した結果を報告するものがあります。)