



平成23年(ヒ)第90号 株式取得価格決定申立事件

副本直送

申立人 山口三尊

相手方 カルチュア・コンビニエンス・クラブ株式会社

### 準備書面(1)

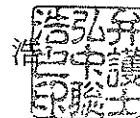
平成23年12月26日

大阪地方裁判所 第4民事部 非訟係 御中

相手方代理人弁護士 太田



同 弘中 聡



同 白杵 弘



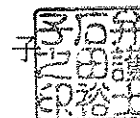
同 赤堀 志



(本件連絡担当)

相手方代理人太田洋復代理人弁護士

石田 裕 子



## 目 次

|    |  |    |
|----|--|----|
| 第1 | はじめに .....   | 3  |
| 第2 | 申立人はマジョリティ・オブ・マイノリティの考え方を著しく誤解していること .....   | 3  |
| 第3 | 申立人が主張するレックスのMBOにおけるPBRの値は不適切であり、本件公開買付価格を基準としたPBRの値はレックス、サンスター及びサイバードにおけるPBRの値と比較しても十分に高いといえること ..... | 6  |
| 1  | PBRの値は株式公開買付けの公表日前における（1株当たり）純資産額を基準に計算されたものが用いられるべきであること .....  | 6  |
| 2  | 申立人が主張するレックスのPBRの値は、株式公開買付けの公表日後の1株当たり純資産額を用いて算出した不適切なものであること .....                                    | 10 |
| 第4 | 会社法改正の議論においても公表後取得株主を保護すべきでないと考えられていること .....  | 11 |
| 第5 | 申立人の求釈明に対する回答 .....  | 11 |
| 第6 | 申立人第2準備書面（第二～九）に対する認否 .....  | 13 |
| 第7 | まとめ .....  | 14 |

## 第1 はじめに

相手方は、本準備書面において、申立人第2準備書面の主張に対する反論を行う。

相手方は、申立人第2準備書面の主張に対して逐一反論することはしないが、反論を省略した申立人の主張の内容を認めるものではない。

なお、特段の断りがない限り、用語の定義は、相手方の従前の主張書面の例による。

## 第2 申立人はマジョリティ・オブ・マイノリティの考え方を著しく誤解していること

申立人は、MBOには強圧性があり、別件のレックス、サンスター及びサイバードのMBOでも利害関係のない株主の86.8～88.58パーセントの株主が株式公開買付けに応じているから、本件においても、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する株主が株式公開買付けに応じたことをもって本件公開買付価格及び本件全部取得価格は正当化できない旨主張する（申立人第2準備書面2頁）。即ち、申立人は、単にマジョリティ・オブ・マイノリティに相当する株主が応募し、株式公開買付けが成立したという結果をもって、相手方が本件公開買付価格及び本件全部取得価格を正当化しているかのように述べる。しかしながら、申立人のこのような主張は、相手方が主張する「マジョリティ・オブ・マイノリティ」の考え方を著しく誤解していることに基づくものである。

即ち、MBOにおける第二段階目の取引における価格（株式公開買付けを経た後に実施される、現金株式交換や全部取得条項付種類株式等を用いたスクィーズ・アウト手続における取引価格）が、第一段階目の公開買付価格を下回る可能性がある

と、対象会社の株主は、株式公開買付けに応じるように圧力を受けるおそれがある。そこで、このような「強圧性」を防止するためには、MBOにおける第二段階目の取引価格が公開買付価格を下回らないようにし、且つ、これを株式公開買付け関連書類等において明らかにしておく必要がある。その上で、非利害関係株主の過半数の支持が得られない場合はMBOないし株式公開買付けが実行されないということを予め株主に告知しておけば、株主はMBOに応じるか否かを強圧性のない状況で自由に判断できることになる。このような状況の下で過半数の非利害関係株主が応募し、株式公開買付けが成立した場合には、当該株主は公開買付価格を含む取引条件に納得した取引に「任意に」応じたといえるから、当該株式公開買付けは買収者と対象会社の株主間における「独立当事者間取引」と評価され、その場合の公開買付価格が「公正な価格」と決定されるべきこととなる（答弁書14～17頁）。

このように、強圧性を排除する措置を執った上で非利害関係株主過半数応募要件を本件公開買付けの成立条件として設定することこそが、マジョリティ・オブ・マイノリティ・コンディションと呼ばれるものであり（乙27・田中亘「MBOにおける『公正な価格』」金融・商事判例1282号（平20）20～21頁（特に（注2）とこれに対応する本文）、乙63・石綿学「MBOに関する指針の意義と実務対応」旬刊商事法務1813号（平19）12頁参照）、単に非利害関係株主の過半数が「結果的に」応募したことが、MBOにおける利益相反防止措置・公正性担保措置として意味を持つわけではない。

このような仕組みは、MBOにおける利益相反防止措置・公正性担保措置として、本邦のMBO実務上最も先進的な手続であり、中東正文名古屋大学教授も、「組織再編行為などに構造的な利益相反が存する場合に、利益相反の契機を失わせる仕組みが実務でも考案され、実践されつつある」実務動向の一例として本件MBOを取り上げ、「たとえば、カルチュア・コンビニエンス・クラブのMBOにおいては、公開買付者は、『買付け等の価格の公正性を担保するための

措置及び利益相反を回避するための措置等……の措置』として、『マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する買付け予定数の下限の設定』を行った」と言及しているところである（乙64・中東正文「IV 企業結合」旬刊商事法務1940号（平23）37頁参照。なお、乙65・谷口達哉「ゴーイングプライベート型買収に関する近時の傾向と分析」MARR2011年7月号37頁以下は、本件MBOにおいて、第三者委員会（独立委員会）が買収者との交渉権限を付与されたことや、当該第三者委員会が独自に株式の第三者算定機関を選定するなど、先進的な利益相反防止措置・公正性担保措置が執られていることを紹介しており、本件MBOにおける利益相反防止措置・公正性担保措置が実務家からも高く評価されていることが窺える。）。

申立人は、前記のとおり、別件のレックス、サンスター及びサイバードのMBOでも利害関係のない株主の86.8～88.58パーセントの株主が「結果的に」株式公開買付けに応じているから、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する株主が株式公開買付けに応じたことをもって本件公開買付価格及び本件全部取得価格は正当化できない旨主張する（申立人第2準備書面2頁）。しかしながら、レックス、サンスター及びサイバードの各MBOにおける株式公開買付けにおいては、「結果として」非利害関係株主の過半数の応募があったものの、公開買付届出書においては単に買付予定の株式数（の下限）が記載されているのみであり、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する株主の応募が株式公開買付け成立の「条件」である旨が明記されていなかった。この点、本件公開買付けにおいては、関連書類において「マジョリティ・オブ・マイノリティ」又は「非利害関係株主過半数応募要件」といった用語が意識的に用いられ、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する株主の応募が株式公開買付け成立の「条件」であることを株主に対してより明確且つ分かりやすく説明されていたものである。従って、別件のレックス、サンスター及びサイバードのMBOは、本件公開買付けとは本質的に異

なっており、申立人の主張は失当である。

なお、申立人は、レックス、サンスター及びサイバードの各MBOにおける株式公開買付けについて、MBOに利害関係を有しない株主の株式公開買付けへの応募率等を示している（申立人第2準備書面2頁の一覧表参照）。しかしながら、申立人によるこのような整理においては、例えば、サンスターの記載欄においては「応募」株式数（2845万0050株）を「非利害関係株主」が有する株式数（3269万1430株）で除しても、表において「非利害関係株主応募率」として記載された「86.8%」にはならないなど（実際には、約87.03%（少数点第3位を四捨五入）となる。）、その内容は杜撰なものであることが窺えるから、かかる一覧表は本件における判断の前提とすることはできない。

**第3 申立人が主張するレックスのMBOにおけるPBRの値は不適切であり、本件公開買付価格を基準としたPBRの値はレックス、サンスター及びサイバードにおけるPBRの値と比較しても十分に高いといえること**

**1 PBRの値は株式公開買付けの公表日前における（1株当たり）純資産額を基準に計算されたものが用いられるべきであること**

PBR（株価純資産倍率）の値は、対象会社の株価がその清算価値と比較して高いか低いかを判断するために用いられる投資指標である。この指標は、公開買付価格が、対象会社の（理論的な）清算価値と比較して十分に高いか否かを分析し（特に、対象会社株式の市場価格が対象会社株式の1株当たり純資産価格を割り込んでいる場合、即ち、市場価格を基準としたPBRの値が1.0未満である場合には、このような分析が必要となる。）、当該公開買付けに応募するか否かを判断するためにも用いられている。従って、PBRのこのような用いられ方からすれ

ば、公開買付価格を基準としたPBRの値は、株式公開買付けの公表日以前（少なくとも公開買付期間の末日前）の対象会社の財務データに基づいて計算されたものが用いられる必要がある。

この点、相手方が乙40として提出した近時のMBO・完全子会社化事例における公開買付価格を基準としたPBRの値は、いずれも各株式公開買付けの公表日以前に開示された有価証券報告書に記載の1株当たり純資産額を基に計算したものである。また、株式公開買付けの公表日以前に開示された財務データに基づいて計算した、レックス、サンスター及びサイバードの各MBOにおける公開買付価格を基準としたPBRの値は以下の【表】のとおりである。

なお、申立人は、レックスにおけるPBRの値のみを殊更に本件公開買付価格を基準としたPBRの値の比較対象としているが（下記2のとおり、これも不適切な財務データに基づいて計算したものである。）、以下の【表】のとおり、レックスと同様に、最高裁判所で公開買付価格を上回る取得価格の決定がなされたサンスター及びサイバードにおける各PBRの値は、いずれも本件公開買付価格を基準としたPBRの値（2.57倍）を遙かに下回るものであり、本件公開買付価格が、これらのMBOにおける公開買付価格又は「公正な価格」と比較しても十分に高い価格（株主にとって有利な価格）であったことは明らかである。

【表】 レックス・サンスター・サイバードの各 MBO における PBR 値の分析

|                                 | レックス                   | サンスター                 | サイバード                    |
|---------------------------------|------------------------|-----------------------|--------------------------|
| 決算期                             | 12月決算                  | 3月決算                  | 3月決算                     |
| 株式公開買付けの公表日                     | 平18.11.10              | 平19.2.14              | 平19.10.31                |
| 1株当たりの公開買付価格                    | 230,000円               | 650円                  | 60,000円                  |
| 地裁決定に係る<br>「公正な価格」              | 230,000円               | 650円                  | 60,000円                  |
| 高裁・最高裁決定に係る<br>「公正な価格」          | 336,966円               | 840円                  | 61,360円                  |
| 有価証券報告書                         | 乙66                    | 乙67                   | 乙68                      |
| 株式公開買付けの公表日から遡った直近の有価証券報告書提出日   | 平18.3.31               | 平18.6.27              | 平19.6.29                 |
| 1株当たり純資産額(※2)                   | 平17.12末<br>180,585.19円 | 平18.3末<br>638.32円     | 平19.3末<br>50,311.16円     |
| 公開買付価格を基準としたPBR                 | 1.27倍                  | 1.02倍                 | <b>1.19倍</b>             |
| 地裁決定に係る<br>「公正な価格」を基準としたPBR     | 1.27倍                  | 1.02倍                 | <b>1.19倍</b>             |
| 高裁・最高裁決定に係る<br>「公正な価格」を基準としたPBR | 1.87倍                  | 1.32倍                 | <b>1.22倍</b>             |
| 半期報告書                           | 乙69                    | 乙70                   | 乙71                      |
| 株式公開買付けの公表日から遡った直近の半期報告書提出日     | 平18.9.28               | 平18.12.26             | 平18.12.25                |
| 1株当たり純資産額(※2)                   | 平18.6末<br>100,073.65円  | 平18.9末<br>643.07円(※3) | 平18.9末<br>47,791.86円(※3) |
| 公開買付価格を基準としたPBR                 | <b>2.30倍</b>           | <b>1.01倍</b>          | 1.26倍                    |
| 地裁決定に係る<br>「公正な価格」を基準としたPBR     | <b>2.30倍</b>           | <b>1.01倍</b>          | 1.26倍                    |
| 高裁・最高裁決定に係る<br>「公正な価格」を基準としたPBR | <b>3.37倍</b>           | <b>1.31倍</b>          | 1.28倍                    |
| 参考情報                            | 乙72                    |                       | 乙73                      |
| 公開買付期間中の<br>決算情報の提出日            | 平18.11.24              | 該当なし                  | 平19.11.22                |
| 1株当たり純資産額(※2)                   | 平18.9末<br>98,635.99円   |                       | 平19.9末<br>52,287.57円     |
| 公開買付価格を基準としたPBR                 | 2.33倍                  |                       | 1.15倍                    |
| 地裁決定に係る<br>「公正な価格」を基準としたPBR     | 2.33倍                  |                       | 1.15倍                    |
| 高裁・最高裁決定に係る<br>「公正な価格」を基準としたPBR | 3.42倍                  |                       | 1.17倍                    |

※1 背景が黄色の数値は、各 MBO における株式公開買付けの公表日から遡った最も直近において公表された 1 株当たりの純資産額（四半期決算短信記載の数値を基にしたものを除き、監査済みの数値）を基に計算した PBR 値を指す。



- ※2 各 PBR の計算は、相手方の平成 23 年 9 月 22 日付け答弁書 37 頁の記載に基づき、公開買付価格又は「公正な価格」に関する裁判所の決定価格を対象会社の株価と看做し、それを 1 株当たりの株主資本（簿価純資産）の額（但し、**株式公開買付けの公表日から遡った直近事業年度末又は直近（四）半期末**に係るもの。）で除する方法による（乙 66・レックス平成 17 年 12 月期有価証券報告書（抜粋）、乙 67・サンスター平成 18 年 3 月期有価証券報告書（抜粋）、乙 68・サイバード平成 19 年 3 月期有価証券報告書（抜粋）、乙 69・レックス平成 19 年 3 月期半期報告書（抜粋）、乙 70・サンスター平成 19 年 3 月期個別中間財務諸表の概要（抜粋）、乙 71・サイバード平成 19 年 3 月期個別中間財務諸表の概要（抜粋）、乙 72・レックス平成 18 年 12 月期第 3 四半期財務・業績の概況（連結）（抜粋）、乙 73・サイバード平成 20 年 3 月期中間決算短信（抜粋））。なお、申立人第 2 準備書面 7 頁において申立人が主張しているレックスにおける PBR の値は、株式公開買付けの公表日から遡った直近事業年度末の純資産額ではなく、**株式公開買付けの公表「後」の直近事業年度末**の純資産額を計算の基礎としている。
- ※3 半期報告書における 1 株当たり純資産額に関して、サンスター及びサイバードについては、中間連結財務諸表を作成し、連結ベースでの 1 株当たり純資産額を開示していることを理由に、半期報告書において単体ベースでの 1 株当たり純資産額の記載を省略しているため、サンスターについては平成 18 年 11 月 10 日付け「平成 19 年 3 月期個別中間財務諸表の概要」に記載の値を、サイバードについては平成 18 年 11 月 22 日付け「平成 19 年 3 月期個別中間財務諸表の概要」に記載の値を記載した（乙 70・サンスター平成 19 年 3 月期個別中間財務諸表の概要（抜粋）、乙 71・サイバード平成 19 年 3 月期個別中間財務諸表の概要（抜粋））。

## 2 申立人が主張するレックスのPBRの値は、株式公開買付けの公表日後の1株当たり純資産額を用いて算出した不適切なものであること

申立人は、レックスのMBOにおける公開買付価格及び当該MBOに関して最高裁判所が決定した「公正な価格」を基準としたPBRの値を引き合いに出して、本件公開買付価格を基準としたPBRの値が低いことを主張しようとしている（申立人第2準備書面7頁）。しかしながら、ここで用いられている1株当たり純資産額は、株式公開買付け終了後の事業年度末の値であるところ、前記1において述べたPBRの有する意味に鑑みれば、株式公開買付け終了後の対象会社の財務データに基づいて計算したPBRの値と本件公開買付価格を基準としたPBRの値とを比較することは無意味である。そもそも、レックスの場合、株式公開買付けに先立つ平成18年8月21日、株式公開買付けを実施する旨の公表当日である同年11月10日、及び、当該公開買付け終了後の平成19年2月26日の3回に亘って特別損失の発生等を理由とする業績下方修正を行っているものであり、このような下方修正を経た後の平成18年12月期における同社の財務諸表（甲28参照）をベースに公開買付価格を基準とするPBRを算出すれば、それが高めにるのは至極当然である。従って、本件公開買付価格及び本件全部取得価格が「公正な価格」か否かの検討に当たって、申立人が第2準備書面において主張する、レックスのMBOの事案における公開買付価格を基準としたPBRの値は考慮すべきではない。

因みに、申立人は、レックスの連結ベースでの1株当たり純資産額に基づいたPBRについても主張している（申立人第2準備書面7頁）。しかしながら、PBRは、本来的且つ実務的に単体ベースでの1株当たり純資産額に基づいて計算されるものであり、この点でも、申立人が主張するレックスのMBOの事案における公開買付価格を基準としたPBRの値は考慮すべきではない。

#### 第4 会社法改正の議論においても公表後取得株主を保護すべきでないと考えられていること

現在、法制審議会会社法制部会（以下「**会社法制部会**」という。）において、会社法の改正に向けた検討がなされており、この中で、組織再編の公表後に新たに株式を取得した株主に対して、株式買取請求権の行使を認めるべきか否かという点についても議論がなされている。この点に関しては、株式買取請求権の濫用や、機会主義的な投機行動を抑制すべきという観点から、これを否定する主張が有力に展開されている（乙74・会社法制部会第7回議事録（抜粋））。

そして、組織再編の公表後に株式を取得した株主については株式買取請求権の行使を認めるべきではないという有力な議論を踏まえれば、組織再編に際しての反対株主の株式買取請求制度と同様に、株主による投下資本の回収を保障し、取得価格に不満を持つ株主を経済的に救済することを趣旨とする全部取得条項付種類株式の取得価格の決定に際しても、公表後取得株主が経済的な保護を受ける理由はなく、少なくとも、公表後取得株主の取得（購入）価格は会社法172条1項の「取得の価格」の上限を画すると解すべきである（答弁書45頁）。

#### 第5 申立人の求釈明に対する回答

相手方は、申立人の求釈明（申立人第2準備書面1～2頁）に対し、以下のとおり回答する。

まず、申立人は、乙31（プルータスによる相手方の株式価値算定結果）、乙32（KPMGによる相手方の株式価値算定結果）及び乙34（GCAによる相手方の株式価値算定結果）に加え、相手方の株式価値の算定根拠の分かる評価書の開示を求めている（申立人第2準備書面1～2頁）。

しかしながら、相手方は、乙31、32及び34の評価書を既に証拠として提出

済みである。これらの評価書は、一般に定評のある独立した株式価値算定の専門会社（答弁書18～20頁。プルータス、KPMG及びGCAの業務内容については乙75～77を参照。）が責任をもって株式価値評価を行った結果を記載したものであるから、本件審理における資料としてはこれで十分である。

また、申立人が開示を求めている文書は、相手方の事業上重要な情報が大量に記載されているものを指す。仮に相手方がこれを申立人に開示した場合、申立人がこれを第三者に開示・交付し、あるいは自らが当事者となっている他の裁判において使用する現実的な危険性が存する。実際、申立人は、別件のカネボウ事件において申立人が当該事件の相手方から開示を受けた株価評価書を、恐らく相手方の許可なく、本件において甲18（みずほ証券作成のカネボウの株価評価書）として証拠提出している。また、申立人は、当該事件の株式鑑定評価意見書を、申立人が管理・運営するホームページに、恐らく当該事件の担当裁判部や相手方の許可なく掲載している（乙78・カネボウ個人株主の権利を守る会ホームページ、乙79・株式鑑定評価意見書）。

申立人が、相手方から開示を受けた評価書を第三者に開示・交付しないと誓約しても、申立人は弁護士でなく、懲戒申立ての可能性によって誓約を遵守することを事実上期待することはできない。誓約違反があった場合に申立人に刑事罰を問うことも困難である。また、誓約違反があった場合に相手方が被ることになる損害は事後的な金銭賠償では到底回復できない。しかも、インターネット等による現代における不特定多数者に対する情報の伝播・拡散の速度からすると、事業上重要な情報が相手方に無断で一旦第三者に開示されてしまえば、これを元の状態に回復することは事実上不可能である。

事案によっては、価格決定申立事件の審理においてこのような資料の開示を相手方に命ずることが適切なこともあるであろうが、少なくとも本件においては、相手方が上記のような多大なリスクを負ってまで、相手方の株式価値の算定根拠が分かる評価書の開示をする必要はないと考える。

なお、付言すれば、仮に、相手方がこのような評価書を開示しなかったことが本件手続において相手方に不利に勘案されるとすれば、それは、実質的に、相手方に理由なく上記のような不利益を強制的に甘受させるものであり、許されない。

その他の求釈明事項については、本件の争点とは本質的な関係を欠き、本件の審理のためにこれ以上の回答は必要ないと考える。

## 第6 申立人第2準備書面(第二～九)に対する認否

- 1 第二については否認、不知又は争う。
- 2 第三については争う。
- 3 第四, 1については否認又は争う。
- 4 第四, 2については争う。
- 5 第四, 3については、松木伸男氏が本件の独立委員会の委員であったこと、MKSパートナーズの代表取締役であったこと、1株当たり162円でカネボウに対する株式公開買付けが行われたこと、反対株主の株式買取請求における株式買取価格決定申立事件において裁判所が1株当たり360円との決定をしたことは認め、その余は否認又は争う。
- 6 第四, 4については争う。
- 7 第五については否認又は争う。
- 8 第六については否認又は争う。
- 9 第七のうち、乙40記載の相手方を除く65社について、公開買付価格が、第三者がDCF法に基づいて算定した株価レンジの範囲内であるか又はこれを上回っていること、乙40記載の相手方を除く65社のうち64社が株式公開買付けへの応募推奨をしていることについては認め、その余は否認又は争う。
- 10 第八, 1については、甲26に「『公正な価格』は…同一となると解される」との記載があることは認め、その余は否認又は争う。この点について他の

見解が有力なことは、答弁書44～46頁において説明したとおりである。

- 1.1 第八, 2乃至5については否認又は争う。
- 1.2 第九については争う。

## 第7 まとめ

以上のとおり、本件公開買付けにおいては、マジョリティ・オブ・マイノリティに相当する株主の応募を本件公開買付けの成立条件として設定し、これを株主に知らしめた上で実際にその条件が満たされたことから、本件公開買付けは相手方とその株主間における「独立当事者間取引」であり、また、本件公開買付け価格は十分なプレミアムを加算され、更に、過去に類例を見ない最高度の利益相反防止・公正性担保措置が執られていたのであるから、本件公開買付け価格である1株当たり600円をもって、相手方の全部取得条項付普通株式の取得に際しての「公正な価格」であると決されなければならない。

以上