

Japan Corporate / M&A Newsletter

楽天・TBS株式買取価格決定申立事件

東京地裁は、本年3月5日、株式会社東京放送ホールディングス（「TBS」）がテレビ放送事業等とその完全子会社に承継させるために行った吸収分割（「本件吸収分割」）に際し、当該吸収分割に反対した楽天株式会社（「楽天」）がその保有するTBS株式の買い取りを求めた事件につき、楽天の平均取得価格である約3100円を大幅に下回る1294円を買取価格とする決定を行った（「本決定」）。本決定は、株式買取価格決定に関する従前の裁判例を踏襲しつつも、買取価格の判断基準について新たな視点を追加したものであり、その判断の枠組みは、今後の実務にも少なからぬ影響力を及ぼし得ると考えられる。

【執筆担当:高橋玄】

本決定は、従前の最高裁判例を踏襲し、株式買取価格の決定が裁判所の合理的な裁量に委ねられているとするのが相当であるとした上で、吸収分割株式会社の株主による株式買取請求に係る「公正な価格」は、吸収分割の効力発生日を基準とし、吸収分割がなければ株式が有していたであろう客観的価値、又は吸収分割によるシナジーを適切に反映した同社株式の客観的価値を基礎として算定すべきであると判示した。さらに、本件吸収分割のように単に吸収分割株式会社の事業を完全子会社に承継させるような態様の場合には基本的にシナジーを生じることではないものの、当該吸収分割が、他の組織再編行為や組織上の行為等と連動して行われ、当事会社の株式の実質的な価値が変動する可能性がある場合、それらに連動して行われる行為による影響も考慮に入れて、「公正な価格」を算定すべきであるとした。

本件では、TBS が認定放送持株会社に移行したことにより、100分の33を超える割合の議決権を保有する大株主による当該割合を超える部分の議決権行使が制限され得るという事情があったため、当該組織法上の行為をもって、TBS 株式の実質的な価値が変動したかどうかを検討された。具体的には、改正放送法の成立日と TBS が認定放送持株会社へ移行することを公表した日のそれぞれを基準として、TBS 株式の株価と TOPIX の変動の相関性についての分析が行われたが、結論としては、本件吸収分割により TBS の企業価値又はその株主価値が毀損されていないことが認定された。このような分析手法は、協和発酵・キリン事件等でも用いられており、今後の裁判においても踏襲される可能性があると思われる。また、楽天は、認定放送持株会社への移行により他社との事業提携によるシナジー効果の実現可能性が低下したという事情を株式市場が評価したことで TBS の市場株価が下落したという主張を行ったが、本決定はそれを否定した。

以上のとおり、本件吸収分割による株式等の価値の毀損又はシナジーの発生がいずれも認められないことから、本決定は、効力発生日を基準日とし、本件吸収分割がなければ TBS 株式が有していたであろう客観的価値を価値算定の基礎とすべきとした。また、本決定は、価値算定にあたり、本件吸収分割の効力発生日にできるだけ近接した期間ないし時点の市場株価を参照

するのが原則であるとしつつ、偶然的要素による株価の変動を排除するため、効力発生日前1ヶ月間の株価の終値による出来高加重平均値をもって算定した価格が「公正な価格」と認められると判示した。この点、一部の有力な学説は、「本件吸収分割がなければTBS株式が有していたであろう客観的価値」を基準とする場合、決議時点を基準日とし、計画公表時点（又はその前の一定期間の平均）として、その後の市場全体の変動等も考慮し、回帰分析の手法により価格を算定する方法を提唱していたが、本決定はそのような基準を採用せず、近年の他の東京地裁の決定で採用されている「効力発生日前1ヶ月間の株価の終値による出来高加重平均値」という基準を採用しており、今後の同種の事件における判断への影響も注目される。

また、本決定では、TBSが楽天との交渉過程において、効力発生日前1ヶ月間の株価の終値による出来高加重平均値である1255円を超える1294円を提示していたことから、その経緯が重視され、最終的に1294円が買取価格として相当であると決定されたが、この点は非訟事件における当事者主義的な運用の現れと評価することが可能である。さらに、楽天の主張した、TBSとの間の資本提携を通じた事業提携により生じたであろうシナジーや支配権プレミアムについては、その根拠を見出せないとして、いずれも買取価格の決定にあたり考慮することはできないとの判断がなされた。

本決定は、組織再編行為に関連して行われた株式買取価格決定に関する従前の裁判例の判断の枠組みを逸脱したものではないと考えられるが、以上のとおり、①問題となっている組織再編行為が、他の組織再編行為や組織上の行為等と連動して行われ、当事会社の株式の実質的な価値が変動する可能性がある場合には、当該連動して行われる行為による影響も考慮に入れるべきことが示されたこと、②株式等の価値の毀損がなく、シナジーが生じたとも認められない場合には、組織再編行為がなければ株式が有していたであろう客観的価値が価値算定の基礎となることが明確にされたこと、③「公正な価格」の算定基準日が効力発生日であるとされ、価格算定の方法として基準日前1ヶ月間の市場価格の加重平均値が採用されたこと、及び④価格決定における当事者主義的な運用等に関して重要な示唆がされたことが特筆すべき点といえよう。これらの基準や判断方法が、今後の同種裁判において採用されるかどうかは一義的に明らかではないが、株式買取価格の決定に関する裁判例が十分に積み重なっているとはいえない現状に照らせば、本決定は、重要な先例的意義を有する裁判例であろう。なお、本決定に対して、楽天は本年3月12日付けで即時抗告を行っており、今後の上級審の判断も大いに注目されるところである。

本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の高橋玄 (gen.takahashi@amt-law.com) までご連絡なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

Corporate / M&A Newsletter 担当

増田健一、渡邊剛、江崎滋恒、近藤純一、小館浩樹、檀柔正、山神理、十市崇

〒106-6036 東京都港区六本木1丁目6番1号 泉ガーデンタワー

<http://www.amt-law.com/>

本ニュースレターの配信の停止をご希望の場合には、大変お手数ですが、ctg-newsletter@amt-law.comまで、配信停止とご記載の上ご連絡頂けると幸いです。

© Anderson Mori & Tomotsune 2010