

2011年5月1日
弁護士 松本 祐樹

テーマ：株式買取請求に係る買取価格の算定基準時及び算定方法
(楽天対TBS株式買取価格決定申立事件)

上場親会社（Y社）が吸収分割により完全子会社に事業を承継させた際、親会社の株主（X社）から株式買取請求権が行使されたが、買取価格が合意できず、裁判所に価格決定が申立てられた事案において、最高裁は、組織再編においてシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合、原則として、買取価格は、株式買取請求がされた日における当該組織再編を承認する決議がなければ当該株式が有したであろう価格（「ナカリセバ価格」）をいい、同日の市場価格終値をもって当該価格を算定すると判断しました（H23.4.19決定 最高裁 HP）。

（事実関係）

H20.12.16：Y社は、臨時株主総会において、吸収分割により平成21年4月1日をもってテレビ放送事業等に関して有する権利義務を完全子会社であるA社に承継させることを決議した（本件吸収分割）。本件吸収分割は改正放送法（平成21年4月1日施行）に基づく認定放送持株会社に移行するためのものである（認定放送持株会社では特定の株主の議決権が総議決権の33%を超えると、33%を超える部分の議決権が認められない（放送法52条の35））。

H21.3.31：X社は、Y社に対して株式買取請求権を行使。

H21.5.1：本件吸収分割の効力発生日から30日以内に協議が調わなかったため、Y社は、裁判所に対し、株式買取価格決定の申立てを行い、1株当たりの買取価格は、株式買取請求権の行使日（平成21年3月31日）の市場株価終値1294円を超えるものではないと主張。

H21.5.14：X社も、裁判所に対し、株式買取価格決定の申立てを行い、1株当たりの買取価格は、改正放送法成立日の前日（平成19年12月20日）から6カ月間のY社の市場株価終値平均である3155円に、X社とY社の間の資本提携により生じたであろうシナジー価格785円を加えた、3940円であると主張した。

第1審（東京地裁 H22.3.5 決定）は、本件吸収分割の効力発生日前1カ月の1株当たり終値平均である1255円を「公正な価格」としてよいが、Y社が協議及び本件手続において1294円を提示していた経緯を考慮し、買取価格を1294円と決定した。これに対し、原審（東京高裁 H22.7.7 決定）は、買取価格を株式買取請求期間の満了日（平成21年3月31日）の1株当たり市場価格終値である1294円と判断し、理由は異なるが第1審の結論を支持した。

（判断）

本件吸収分割はY社の完全子会社であるA社に対するものであり、A社はY社に対し何ら対価を交付しないものであることから、シナジー（組織再編による相乗効果）を生じるものでも企業価値や株主価値を毀損するものでもないところ、最高裁は、①吸収合併等（吸収合併、吸収分割及び株式交換）によりシナジーが生じない場合には増加した企業価値の適切な分配を考慮する余地はないこと及び②株式買取請求権が行使されれば、その時点で法律上当然に反対株主と会社の間には売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じることからすれば、「反対株主がした株式買取請求に係る「公正な価格」は、原則として、当該株式買取請求がされた日におけるナカリセバ価格をいうものと解するのが相当である」と判示した。

その上で、基準時における「ナカリセバ価格」の算定方法について、市場株価が企業の客観的価値を反映していないことをうかがわせる事情がなければ、その算定における基礎資料として市場株価を用いるこ

とには合理性があり、「吸収合併等により企業価値が増加も毀損もしないため、当該吸収合併等が消滅株式会社等の株式の価値に変動をもたらすものではなかったときは、その市場株価は当該吸収合併等による影響を受けるものではなかったとみることができるから、株式買取請求がされた日のナカリセバ価格を算定するに当たって参照すべき市場株価として、同日における市場株価やこれに近接する一定期間の市場株価の平均値を用いることも、当該事案に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量の範囲内にあるものというべきである」とした。

そして、結論として、本件は買取請求の日をもって価格を算定することが相当ではないことをうかがわせる事情はないとして、「買取請求の日である平成21年3月31日の東京証券取引所における相手方（注：Y社）の株式の終値（1株当たり1294円）をもって、本件株式の「公正な価格」であるとした原審の判断は、結論において是認することができる」と判示し、原審の結論を支持した。

（解 説）

吸収合併等が行われる場合、これを決定する株主総会に先立ち吸収合併等に反対する旨を会社に通知し、かつ株主総会において反対した株主は、会社に対し自己の有する株式を「公正な価格」で買い取ることを請求することができます（会社法785条1項）。そして、吸収合併等の効力発生日から30日以内に価格についての協議が調わない場合、株主又は会社は裁判所に買取価格の決定を申し立てることができます（会社法786条2項）。

このような株式買取請求権が定められた趣旨は、会社組織の基礎に本質的変更をもたらす吸収合併等を株主総会の多数決により可能とする反面で、反対株主に会社からの退出の機会を与えるとともに退出を選択した株主に吸収合併等がされなかったとした場合と経済的に同等の状況を確保すること、さらに吸収合併等によりシナジーが生ずる場合には反対株主に対してもこれを適切に分配し得るものとするにより、反対株主の利益を一定の範囲で保障することにあります。

同様の株式買取請求権は、吸収合併等の他に一定の定款変更や事業譲渡等にも認められていますが、会社法は、株式買取請求権につき、買取価格にシナジーを織り込むことを意図した改正を行っています。そして、近時は組織再編やMBO等におけるスクイズアウトに伴い株式買取請求権の行使が活発化していることから、「公正価格」の算定は、実務上重要な論点となるとともに、これに関する注目すべき裁判例が相次いでいます。

この「公正な価格」の算定は、裁判所の合理的な裁量に委ねられますが、組織再編等が行われなかったと仮定した場合の株式が有していたであろう価格（「ナカリセバ価格」と、組織再編等によって生じたシナジーを適正に分配した価格のいずれか高い方が「公正な価格」となるという考え方が有力です。また、上場会社における「公正な価格」の算定に当たっては、判例・通説において、原則として市場価格を基礎として算定すべきことで一致しています。

しかしながら、「公正な価格」の算定にあたって、いつの時点での価格を（基準時）、どのような情報を基礎として算定を行うか（算定方法）については、組織再編等の方法やシナジーの有無による場合分けも含め、裁判例・学説上の見解が分かれています。

本決定は、この点に関し、上場会社におけるシナジーの生じない完全子会社に対する吸収分割において、基準時を株式買取請求権の行使日、算定方法を同日における市場株価終値とする算定例を示すものです。

シナジーを生じるものでも企業価値や株主価値を毀損するものでもない一定の組織再編における上場株式の評価につき、このような明快な基準が示されたことは、当事者の予測可能性を高めることになり、実務において重要な意義を有するものです。

以上