

BVCJ Report Vol.36

2011年6月29日

株式買取価格決定訴訟におけるマーケット・モデルによるイベント分析の採用事例

平成22年10月19日、東京高裁は、インテリジェンス株式買取価格決定申し立て事件抗告審において、マーケット・モデルによるイベント分析に基づいて算定された株式の「ナカリセバ価格」を採用する決定を下した(平成22年(ラ)第798号)。従来の判例では、裁判所は、株式交換公表後の株価下落を株式交換による株主価値の毀損とそれ以外の要因による株価下落を合理的に区分することは不可能であるとし、株式交換公表後の株価の下落全てを株式交換による株主価値の毀損とみなすことにより、株式交換公表前の時価を基準に株式買い取り価格を決定する考え方をとることが多かった。しかし、本件の場合、東京高裁はそのような考え方を取らず、株式交換公表後の株価の下落内容を統計的分析により株式交換による株主価値の毀損とそれ以外の一般的要因による株価下落とに区別し、株式交換による株主価値の毀損のみを算定し補填する考え方を採用した。

本件は、ジャスダック上場会社であるUSEN(4842)が2008年9月、当時40%保有連結子会社で同じくジャスダック上場会社であったインテリジェンス(4757(当時)、現在は上場廃止)を完全子会社化するため株式交換を行った際、交換比率に不満のある反対株主が買取請求権を行使し、その価格の決定を裁判所に申し立てた事件であった。

本件では、株式交換によりインテリジェンスの株主価値が毀損されたと認定され、株式交換がなければ形成されていたであろう価格、すなわち、いわゆる「ナカリセバ価格」により買取価格を決定するものとされた。その際、争点となったのが、「ナカリセバ価格」の算定方法である。

この点、株主は、株式交換の公表により株主価値が毀損されたため、「ナカリセバ価格」は、株式交換公表前6ヶ月間(2008年1月4日から同年7月1日まで)の終値の平均とすべきであると主張した。

これに対し、会社は、2008年1月以降の株価は、いわゆるサブプライムローン問題に起因するマクロ経済の悪化や、インテリジェンスの属する人材派遣業界全体の業績不振等の市場一般の要因により下落が続いていることから、「ナカリセバ価格」は、いわゆるマーケット・モデルによるイベント分析(注)に基づき、ジャスダック平均株価の価格変動とインテリジェンス株価の価格変動との回帰分析を行い、株式交換公表後の株価変動を市場一般の要因に起因する部分と株式分割による株主価値の毀損による部分に分解し、市場株価に対して後者のみを補填する価格とすべきであると主張した。

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ピバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

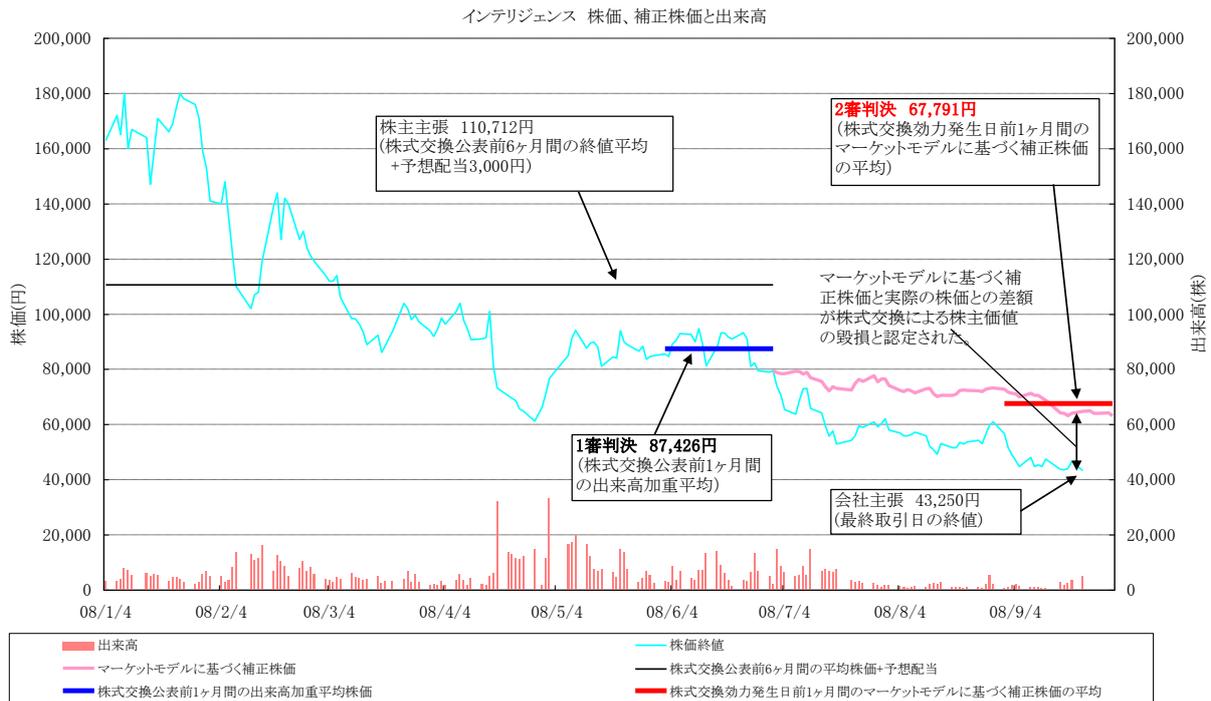
※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

(注) あるイベント(情報開示)によって、対象株式の株式価格が変動したとき、その変動のうちどの程度が市場の一般的価格変動要因によるもので、どの程度がイベントに起因するものかを定量的に分析する手法をイベント分析といい、イベント分析に用いられる標準的な手順として、回帰分析を用いて対象となる株式の価格と市場及び業界の各インデックスの変動等との相関関係を求め、この結果に基づいて一般的価格変動要因である市場及び業界のインデックスの変動から対象株式の変動を予測するモデルを構築する手法がとられる。この手法を「マーケット・モデル」という。

この点、1 審では、裁判所は会社側が提出した第三者によるマーケット・モデルを用いたイベント分析に基づく補正株価は信頼性を欠くとして退け、株式交換公表前 1 ヶ月間の株価終値の出来高加重平均をもって「ナカリセバ価格」と決定した。この結論は、類似事件における一般的な判例を踏襲したものであった。

一方、2 審においては、裁判所は株式交換公表前の株価を参照すると買い取り価格が「ナカリセバ価格」よりも過大となるおそれがあるとするとともに、会社側が 1 審で提出した第三者による補正株価算定に加えて新たに 2 審で提出した別個の第三者による補正株価の算定資料を検討した結果、当該補正株価は科学的根拠のある算定結果であり、信頼性に足りるものとして「ナカリセバ価格」の決定に織り込まれることとなった(図表参照)。

(図表 株主・会社の主張と一審・二審の各判決)



(出所: Bloomberg及び判例資料に基づきピバルコ・ジャパン作成)

この結果、買取価格は 1 審の 87,426 円から 67,791 円に引き下げられている。

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ピバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) BVCJ All Rights Reserved.

株式評価の理論的観点からは、より合理性の高い評価方法が裁判で認められた画期的な事例といえるだろう。これをきっかけに、今後の評価実務においてこうしたイベント分析の採用が増加していく可能性があると考えられる。

以上

(文責 公認会計士・日本証券アナリスト協会検定会員 安室 保宏)

-
- ※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。
 - ※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) BVOCJ All Rights Reserved.