２０１６年度

青山学院大学審査学位論文

指導教員　　土橋　正　教授

# 上場会社組織再編または企業買収にかかる会社法株式価格決定裁判における「公正な価格」および「公正な取得価格」の統一的算定手法

# Unified Valuation Methods of the "Fair Stock Price" and "Fair Cash-Out Price" for the Shareholders' Appraisal Remedy in the Mergers and Acquisitions of the Listed Company

青山学院大学大学院

法学研究科

ビジネス法務専攻

石塚　明人

# 目次

**序章**.....6
**第１節 問題の所在**.....6
**第２節 研究方法と先行研究との関係**.....7
**第３節 本論文の構成及び概要**.....9
**第４節 脚注および表記等**.....10
**第１章 株式買取請求・価格決定における学説と判例**.....12
**第１節 価格決定における問題点**.....12
**第２節 株式買取請求権制度の概要と機能**.....14
**第１款 株式買取請求権**.....14
第１目 制度概要と手続.....14
第２目 制度趣旨と「公正な価格」.....14
第３目 スクリーニング機能とチェック機能.....16
第４目 株式買取請求権制度への批判的見解.....17
**第２款 デラウェア州法における株式買取請求制度**.....18
第１目 市場取引の例外規定.....19
第２目 「市場取引の例外規定」の例外規定.....20
第３目 マイノリティ・ディスカウントの問題.....21
第４目 シナジーの分配と公正な価格.....22
第５目 小括.....23
**第３節 「公正な価格」と「シナジー分配価格」の学説および判例**.....23
**第１款 平成 17 年改正会社法におけるシナジー分配の立法**.....24
**第２款 シナジー分配が必要か不要かの議論と分配方法**.....25
第１目 シナジー分配必要説.....25
第２目 シナジー分配不要説.....26
第３目 シナジーの分配方法における学説と判例.....27
**第４節 「公正な価格」決定過程に関する判例と学説**.....28
**第１款 学説と判例**.....28
**第２款 近時の学説と最高裁決定**.....31
**第３款 企業価値または株主価値棄損有無の判定方法**.....33
第１目 企業価値または株主価値毀損有無における判定枠組み.....34
第２目 市場株価による棄損有無を判定した判例.....35
第３目 四事件における裁判所の判定と検証との比較.....37
**第２章 「ナカリセバ価格」算出のための株価補正：「回帰分析的手法」**.....39
**第１節 事前と事後の二つの「ナカリセバ価格」**.....39
**第２節 「事前のナカリセバ価格」と市場株価**.....40
**第１款 学説と判例（市場株価を参照した「ナカリセバ価格」）**.....40
**第２款 株式取得価格決定における「客観的価値」の算定（判例）**.....41
第１目 「公正な取得価格」と「客観的価値」の関係.....41

第２目 「客観的価値」の算定方法による判例の分類 ..... 42
**第３款 近時の判例における「客観的価値」の意味** ..... 44
**第３節 「事後のナカリセバ価格」と補正株価** ..... 44
**第１款 学説と判例（補正株価を参照した「ナカリセバ価格」）** ..... 45
**第２款 「ナカリセバ価格」算定のための「回帰分析的手法」による具体的方法** ..... 46
**第３款 インテリジェンス事件高裁決定で採用された回帰モデル** ..... 48
第１目 回帰モデルと回帰式の概要 ..... 48
第２目 回帰分析による推定過程 ..... 49
第３目 「異常」データ除外のためのダミー変数の問題点 ..... 52
第４目 定数項 $\alpha$ の有無に関するモデル選択の問題点 ..... 53
**第４節 株式取得価格決定における補正株価の利用およびその他算出における注意点** ..... 55
**第１款 株式取得価格決定の裁判で採用された回帰モデルと回帰分析** ..... 55
第１目 近時の判例と学説 ..... 55
第２目 裁判所から採用された回帰モデルの分類 ..... 56
第３目 ジュピターテレコム事件の回帰モデルに関する問題点 ..... 58
第４目 補正株価の予測期間と決定係数（インテリジェンス事件との比較） ..... 60
第５目 二変数の重回帰モデルの問題（東宝不動産事件との比較） ..... 62
**第２款 補正株価算出の注意点（公表前の市場株価急騰の例）** ..... 63
第１目 公表日前後の急騰と急落に関連した実証研究 ..... 64
第２目 北辰電機事件における公表日前後の株価の動き ..... 67
第３目 北辰電機事件における「ナカリセバ価格」の検討 ..... 68
**第３款 企業法学説における統計的手法または回帰分析の議論** ..... 69
**第５節 小括（「ナカリセバ価格」のまとめ）** ..... 71
**第３章 「シナジー分配価格」算出のための株価補正：「シナジー価格補正」** ..... 73
**第１節 事前と事後の「シナジー分配価格」** ..... 73
**第２節 「事前のシナジー分配価格」と株価算定方法** ..... 75
**第１款 株式価値評価方法（企業価値評価ガイドライン）** ..... 75
**第２款 株式価値評価例（日本興亜損保事件）** ..... 77
第１目 事件の概要 ..... 77
第２目 東京地判平成 23 年 9 月 29 日における「株式移転比率レンジ表」 ..... 78
第３目 株式価値評価における経営判断尊重の流れ ..... 80
**第３款 非上場会社の価格決定裁判における評価方式と主要判例** ..... 82
第１目 市場株価法以外の株式価値評価の利用 ..... 82
第２目 非上場会社の価格決定裁判における主要判例 ..... 83
第３目 非上場会社の株式価値評価の問題点 ..... 85
**第３節 「事後のシナジー分配価格」と市場株価（終値と VWAP）の利用** ..... 86
**第１款 学説と判例（市場株価を参照した価格決定）** ..... 86
第１目 市場株価の利用に対する学説と判例の見解 ..... 86
第２目 市場株価の利用に対する最高裁決定の補足意見 ..... 88
**第２款 市場株価（終値と VWAP）を参照した平均株価の算定方法** ..... 89

第 1 目 株価平均に関連した学説 ..... 89
第 2 目 株価を平均することの裁判所の裁量 ..... 91
第 3 目 参照する市場株価（終値または VWAP）の選択 ..... 93
第 4 目 平均方法（単純平均または出来高加重平均）の選択 ..... 95
**第 3 款 平均株価算定方法と判例における採用状況** ..... 96
第 1 目 「公正な価格」算定のための算定方法の分類 ..... 96
第 2 目 算定方法における学説の批判と VWAP の提案 ..... 97
第 3 目 平均株価計算方法の定式化 ..... 99
第 4 目 平均株価間の近似関係 ..... 102
第 5 目 判例（市場株価を参照した「シナジー分配価格」） ..... 104
**第 4 款 小括** ..... 106
**第 4 節 「事後のシナジー分配価格」と補正株価の利用** ..... 108
**第 1 款 効率的市場仮説と無裁定価格の理論** ..... 108
第 1 目 効率的市場仮説と市場の効率性 ..... 108
第 2 目 無裁定価格の理論 ..... 111
第 3 目 会社法学説との関係 ..... 113
**第 2 款 補正株価を利用した「シナジー分配価格」の理論** ..... 114
第 1 目 公正なシナジー分配を担保するための「シナジー価格補正」の導入 ..... 115
第 2 目 「無裁定価格補正」（「シナジー価格補正」）の特色 ..... 116
**第 3 款 補正株価（「シナジー補正価格」）の算定方法** ..... 119
第 1 目 「シナジー補正価格」の定式（テクモ事件を例に） ..... 120
第 2 目 「シナジー価格補正」における「厳密法」と「簡便法」の比較 ..... 124
第 3 目 「厳密法」と「簡便法」の事案毎の使い分け ..... 125
第 4 目 先行研究における四分類カテゴリーの特徴 ..... 128
**第 4 款 小括** ..... 130
**第 4 章 株式買取請求における「公正な価格」算出のための「二基準間の選択的行使」** ..... 132
**第 1 節 「二基準間の選択的行使」に関連した学説と理論** ..... 132
**第 1 款 企業価値の増加・不増加の判定の問題** ..... 132
**第 2 款 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の価格決定** ..... 134
第 1 目 学説の議論と批判 ..... 134
第 2 目 「公正な価格」の決定の手順 ..... 135
**第 3 款 「公正な価格」に含まれるオプションの性質** ..... 138
第 1 目 学説の議論と批判 ..... 138
第 2 目 「公正な価格」とオプションの株式買取請求日におけるペイオフ ..... 138
**第 2 節 判例を用いた事例研究Ⅰ（株式対価の一段階買収による組織再編の事例）** ..... 140
**第 1 款 国土総合建設事件（独立当事者間取引における「シナジー分配価格」の事例）** ..... 141
第 1 目 国土総合建設事件の概要 ..... 141
第 2 目 大阪地決平成 20 年 11 月 13 日の概要 ..... 142
第 3 目 国土総合建設と佐伯建設の市場株価比率の推移 ..... 143
第 4 目 「シナジー分配価格」の補正株価と「公正な価格」の検討 ..... 145

**第２款 テクモ事件（独立当事者間取引における「シナジー分配価格」の事例）** ..... 147
第１目 テクモ事件の概要 ..... 147
第２目 テクモとコーエーの市場株価比率の推移 ..... 148
第３目 「シナジー分配価格」の補正株価と「公正な価格」の検討 ..... 150
**第３款 インテリジェンス事件（完全子会社化における「ナカリセバ価格」の事例）** ..... 153
第１目 インテリジェンス事件の概要 ..... 154
第２目 インテリジェンスと USEN の市場株価比率の推移 ..... 156
第３目 「シナジー分配価格」の補正株価と「公正な価格」の検討 ..... 158
第４目 小括と検討 ..... 161
**第３節 判例を用いた事例研究Ⅱ（株式対価の二段階買収による完全子会社化の事例）** ..... 162
**第１款 日興コーディアルグループ事件** ..... 165
第１目 事件の概要 ..... 165
第２目 東京地決平成 21 年 3 月 31 日の概要 ..... 166
第３目 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の再検討 ..... 168
**第２款 パナソニック電工事件** ..... 171
第１目 事件の概要 ..... 171
第２目 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日の概要 ..... 173
第３目 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の再検討 ..... 174
**第３款 三洋電機事件** ..... 176
第１目 事件の概要 ..... 176
第２目 大阪地決平成 24 年 4 月 27 日の概要 ..... 177
第３目 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の再検討 ..... 178
**第４款 ダイワボウ情報システム事件** ..... 180
第１目 事件の概要 ..... 180
第２目 大阪地決平成 22 年 3 月 30 日の概要 ..... 181
第３目 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の再検討 ..... 182
**第５款　小括** ..... 183
**第５章 株式取得価格決定における「公正な取得価格」への統一的適用** ..... 186
**第１節　二段階買収における「公正な価格」と「公正な取得価格」の決定** ..... 186
**第１款 二段階買収における価格決定の特徴** ..... 186
**第２款 株式取得価格決定と「公正な取得価格」** ..... 188
**第３款 学説の議論** ..... 189
第１目 「公正な価格」と「公正な取得価格」の統一的取扱い ..... 189
第２目 二段階買収における「強圧性」と「フリーライド」の問題 ..... 190
第３目 二段階買収における「一連の取引性」の問題 ..... 192
**第２節 「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の定式化と理論的検討** ..... 193
**第１款 「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の決定** ..... 194
第１目 「公正な取得価格」の定式化 ..... 194
第２目 「公正な取得価格」に組み込まれたオプション ..... 196
第３目 オプション価値と「客観的価値」または「プレミアム」との関係 ..... 198

**第２款 「公正な取得価格」とオプションの関係**.....199
第１目 算定基準日（全部取得日）におけるペイオフ.....199
第２目 プレミアム率とオプション価値のトレードオフ.....201
第３目 オプションに対する批判.....202
**第３節　判例を用いた事例研究Ⅲ（現金対価の二段階買収による完全子会社化の事例）**.....204
**第１款 松尾橋梁株式買取価格決定申立事件**.....206
第１目 事件の概要.....206
第２目 大阪地決平成 23 年 1 月 28 日の概要.....207
第３目 「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の再検討.....208
**第２款 ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件**.....211
第１目 事件の概要.....211
第２目 東京地決平成 27 年 3 月 4 日と東京高決平成 27 年 10 月 14 日の概要.....212
第３目 「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の再検討.....214
**第３款 東宝不動産株式取得価格決定申立事件**.....216
第１目 事件の概要.....216
第２目 東京地決平成 27 年 3 月 25 日の概要.....217
第３目 「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の再検討.....218
**第４款 小括（現金対価の三事件）と検討事項**.....221
第１目 三事件の検証結果のまとめ.....221
第２目 マーケット・モデルの選択問題.....222
第３目 価格決定において「事後の事情」を考慮すべきか.....223
**第６章 結論と検討課題**..... **エラー! ブックマークが定義されていません。**
**第１節 全体の総括**.....225
**第２節 結論**.....226
**第１款 「公正な価格」と「公正な取得価格」の分類**.....226
第１目 決定価格の分類.....226
第２目 旧商法と会社法における価格決定の分類.....227
第３目 判例と学説の循環構造の解明.....228
**第２款 価格決定裁判における統一的価格決定のための算定式**.....229
第１目 「公正な価格」または「公正な取得価格」の定式化.....229
第２目 「公正な取得価格」に組み込まれたオプション.....231
第３目 予測可能性と強圧性・少数株主保護とのトレードオフ.....231
**第３款 提言**.....232
**第３節 検討課題**.....233
**第１款 MBO（経営者による自社の買収）に範囲を広げた統一的適用**.....233
**第２款 会社法学における統計的手法の利用とトレードオフの関係**.....234
**第３款 「二基準間の選択的行使」における経済学的な裏付けの強化**.....235
**第４款 隣接諸科学と定量的分析という方法論**.....236
**第５款 おわりに**.....237

# 序章

本論文は、上場会社の組織再編または企業買収（企業買収等）にかかる会社法上の株式買取請求・価格決定および株式取得価格決定の裁判において最大の争点となる「公正な価格」または「公正な取得価格」の統一的な算定方法を提案するものである。そして、この算定方法を実際の判例に当てはめた算定価格と裁判所の決定価格とを比較するなどの検証を経たうえで、同算定方法が株式買取請求権制度における少数株主保護と企業買収等を行う会社側の予測可能性とのバランスをとる重要な役割を果たす可能性を提示する。

## 第 1 節 問題の所在

我が国を代表するいわゆる大企業の不適切会計や法令違反といった問題が連日のように各種メディアで報道されている昨今の状況のなかで、近年の会社法裁判における裁判所、特に最高裁判所の裁判は、会社経営者の経営判断を尊重し、企業買収等を行う会社側に対して予測可能性を重視する判断をする傾向があるように思われる。つまり、連日報道される企業不祥事などに対して、一般社会では大企業に対する不信感が強まる中で、より大企業の経営判断原則あるいは予測可能性への要請を尊重するというような、あたかも真逆の方向にあるような裁判所の判断が最高裁判所をはじめ下級審裁判所において散見される。例えば本論文の研究対象でもある組織再編に対する株式買取請求・株式価格決定では「公正な価格」（会社法 785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 項）が、全部取得条項付種類株式の全部取得における価格決定（同 172 条 1 項）では「公正な取得価格」が、会社法上の株式価格決定裁判における最大の争点となるが、近時の株式取得価格決定の裁判においては問題のある価格決定がなされている。

特に 2016 年においては、本論文で中心的な研究対象となる、いわゆる二段階買収における完全子会社化の企業買収に関連した価格決定裁判において、重要判例といわれる最一小決平成 28 年 7 月 1 日（資料版商事法務 389 号 58 頁）が出された。それは「一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。」とするものである。つまり、企業買収等の一連の取引の手続が公正であれば、買収する側の会社の経営判断を尊重し、公正な手続を経て算定された価格（公開買付価格）が公正な価格（「公正な取得価格」）になるという決定内容である。この最高裁決定は、学会はもとより、会社法実務あるいは資本市場の参加者等広範囲な関係者に対しても大きな影響を与えている。しかしながら、本論文では、この最高裁決定に対して、第一に、企業買収する会社の予測可能性を優先したことにより少数株主に対しては強圧性を与え、株式買取請求権の制度趣旨の一つである少数株主保護が棄損される可能性があること、第二に、企業価値の増加・不増加の判定をしていないのに何故か「シナジー分配価格」の公正性のみが判断され、「ナカリセバ価格」という旧商法から続く会社法上の重要概念が完全に欠落していることを指摘する。

そもそも、企業買収等を行う側の会社（買収会社）における予測可能性と他方の買収される側の会社（被買収会社）の少数株主保護の間には明らかにトレードオフの関係やゼロサムの関係があるというのが、株式価格決定裁判の本質である。例えば、株主から株式買取請求を受けた会社にとっては株式の買入れのための資金負担が生じるため、その負担を軽減できるよう可能な限り買取価格を安価に抑制したいと考え、他方で反対株主は自身の有する株式をより高値で売却したいと考える。つまり、価格決定裁判における価格決定には、両当事者の金銭的利害が直接的に対立するという構造になっており、一方の利益が他方の不利益というようなゼロサムの関係がある。そのような性質の価格決定裁判には、会社法上の法形式の異なる二つの裁判類型（株式取得価格決定事件と株式買取請求・価格決定事件）があり、学説と判例ではそれぞれ基本となる公正な価格の解釈が同一であるべきという見解や判例があるにもかかわらず、実際の価格算定の実務ではそれぞれ異なる判断枠組みの価格算定が採用されている。少なくとも少数株主保護という点で解釈が同一であるべき価格が、企業買収等の対価が株式か現金かという違いや法形式の違いで整合性がない価格算定の裁判実務が定着したことが、先の最高裁決定が出された原因の一つなのである。

本論文では、そのような株式か現金かといった買収対価の違い、あるいは株式取得価格決定事件と株式買取請求・価格決定事件といった法形式の違いに起因する不整合を解消するために、「二基準間の選択的行使」による算定方法を、それぞれ「公正な価格」と「公正な取得価格」の価格決定裁判において統一的に適用することを提案する。この「二基準間の選択的行使」は、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい価格をもって決定価格とする算定方法である。この算定方法には構造的に金融オプションが内在することになるため批判もあるが、本論文では、このオプション性と少数株主保護との関連を検討し、企業買収等をする会社側の予測可能性を重視する近時の裁判所の価格決定から、少数株主保護という株式買取請求権の制度趣旨をより重視する方向に調整することの可能性について検討した上で提言をする。

**第 2 節 研究方法と先行研究との関係**

本論文における研究対象の範囲は、上場会社間の組織再編行為または企業買収において株式買取請求権制度で用意された株式価格決定における学説と判例を基礎として、主に価格算定という技術的な点を研究の対象とする。株式買取請求権制度はアメリカ法を母法として導入されたことから、日本法の制度趣旨にもアメリカ法と共通する部分はある。しかし、特に上場会社の価格決定における価格算定においては、日本法は市場株価を重視しまた企業買収等におけるシナジー分配を考慮する価格を導入するなど、アメリカ法にはない独自の進展を遂げたといえる。他方、アメリカ法においては市場取引の例外規定があり、原則として上場会社への株式買取請求を認めないという制度上の大きな相違がある。そのためアメリカ法との比較という観点では、特に株式買取請求権の制度趣旨や非上場会社の株式価値評価といった技術的な点における違いについて若干の分析はあるが、その点を除けば比較可能な点はあまり多くない。本論文では比較法による分析よりも、近年我が国で急速に増加している上場会社への株式価格決定裁判の判例研究を中心に添え、価格決定における定

性的な解釈を基礎としつつ、市場株価や財務数値等を用いた定量的な分析を駆使し、判例を多面的な観点から分類・整理し、その背後に隠された理論や法則を探求することに多くの労力を費やした。

研究の方法論の一つとして、会社法に隣接する諸科学、特にファイナンス理論、計量経済学および経済学の知見を適時活用するように努めた。経済学では特に一物一価の法則、ファイナンス理論では無裁定価格、デリバティブ（オプション）や株式価値評価の理論、計量経済学では回帰分析といった定量分析ツールを活用した。特に、本論文で重要な「シナジー分配価格」の補正価格を算定するために、経済学の一物一価の法則やファイナンス理論における無裁定価格の理論を活用すべきと提案しており、本論文においてはこれらの法則と理論は最も重要である。しかし、本論文における研究の方法論として、経済学やファイナンス理論といった会社法の隣接諸科学の知見を活用してはいるが、それらの抽象的な理論を出発点として法現象を演繹的に当てはめるのではなく、あくまで会社法学における学説や判例の解釈を基礎として、紛争解決に必要となる判例研究または事例研究を出発点としている点で方法論が異なる。つまり、そこで積み上げられた多くの判例や事例を基礎として、その背後に隠された理論を発見するといった帰納的な方法論となっており、その上で、独自に提案するモデルが経済学やファイナンス理論（特にデリバティブ理論）からどう説明できるのかという理論的な検証を可能な範囲で試みている。会社法関係の書籍にも例えば「数理法務」、「数理法務のすすめ」または「数字でわかる会社法」といった書名で、条文や判例の文言解釈が中心となる伝統的な法学研究を補強するようなアプローチを採用して解説する基本書も出版されており、それらの書籍が示す有用な方法論については適時参考にした。

会社法学の研究において、先に触れた隣接諸科学あるいは「法と経済学」や「法の経済分析」と呼ばれる学問分野において、統計的手法による計量経済モデルや数理モデルなどが使用されることが多い。実際、近年の会社法裁判においても統計的手法が裁判所から採用されているが、これらはあくまで個別事案の紛争解決を目的とするものである。それは法学研究で一般的に個別事件に対する事例研究（あるいは法学研究では判例研究）を採用することが多いことと類似するが、使用される統計モデルには、経済学やファイナンス理論の実証分析で要求されるロバストネス（頑健性）があるものではないことに注意が必要である。よって、多数の複数事例（サンプルあるいはデータ）を対象とする経済学やファイナンス理論の実証分析で使用される統計的手法あるいは計量経済モデルとは、その性質や目的が異なる。従って、同じ統計的手法でも、例えばモデル選択における基準や方法論が異なることになり、違和感を持たれる隣接諸科学の実証分析専門家には特に注意を喚起したい。

先行研究との関係では、株式買取請求権制度の包括的な日本法およびアメリカ法との比較法研究として、飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』商事法務（2013 年）がある。また、統計的手法による実証分析を法学研究者が解説したものとして、森田果『実証分析入門データから「因果関係」を読み解く作法』日本評論社（2014 年）がある。同書においては、本論文でも取り上げている判例やそこで採用された回帰分析の手法などを具体的に法学者の視点で紹介しており、本論文における研究に大いに参考になった。旧商法から平成 17 年改正会社法後におい

ても、企業買収等に関連した価格決定の判例は多く出ており、またそれに関連した判例評釈や論評なども数多く報告されており、株式買取請求権制度に対象を広げれば、関連した判例および先行研究は多く存在する。本論文では、それら学術論文を中心に、法曹実務の専門家による論文や判例評釈なども先行研究として引用した。本論文で採用した研究の方法論や論文への提示方法（図表やグラフ）の形式には独自性があると自負する。しかし、そのような法学研究における実証分析を組み合わせた学術論文としてのスタイルは、森田果「会社訴訟における統計的手法の利用―テクモ株式買取請求事件を題材に―」商事法務 1910 号（2010 年）という先駆的な研究から大きな影響を受け、本論文においても直接的にも間接的にもその研究の方法論を踏襲している。

**第 3 節 本論文の構成及び概要**

本論文は、上場会社間の組織再編または企業買収にかかる会社法上の株式価格決定裁判を対象として、最大の争点となる「公正な価格」および「公正な取得価格」の統一的な算定手法を提案する。研究の対象は、上場会社同士の組織再編または完全子会社化にかかる価格決定事件を対象としている。本論文は、序論（本章）を含む全 7 章で構成されている。章立ては以下のようになる。

序章
第 1 章 株式買取請求・価格決定事件における学説と判例
第 2 章 「ナカリセバ価格」算出のための株価補正：「回帰分析的手法」
第 3 章 「シナジー分配価格」算出のための株価補正：「シナジー価格補正」
第 4 章 株式買取請求における「公正な価格」算出のための「二基準間の選択的行使」
第 5 章 株式取得価格決定における「公正な取得価格」への統一的適用
第 6 章 結論と検討課題

第 1 章では、株式買取請求・価格決定事件における株式買取請求権制度の全体像を概観する。つまり、「公正な価格」には、旧商法から続く「ナカリセバ価格」と会社法で導入された「シナジー分配価格」の二種類があることを示し、価格決定における具体的な問題の所在を明らかにした。そして、第 2 章では「ナカリセバ価格」、第 3 章では「シナジー分配価格」をそれぞれ検討し、両価格をそれぞれ事前と事後に分類した上で、事後の場合の補正株価（それぞれ「回帰分析的手法」と「シナジー価格補正」）を詳細に検討した。第 4 章では、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい方を「公正な価格」とするという「二基準間の選択的行使」による価格算定を提案し、株式を対価とする組織再編にかかる株式買取請求・価格決定の具体的事件に当てはめ検証した。その上で、第 5 章ではこの算定方法を現金対価の二段階買収による完全子会社化の価格決定事件にも当てはめ、株式対価の場合（第 4 章）と統一的な適用が可能かどうかを実際の判例に当てはめて検証した。本論文は、株式買取請求・価格決定と全部取得にかかる株式取得価格決定を含めて統一的に取り扱い、企業買収等の対価が現金か株式かによらず同一の価格算定方法を適用すべきと提案する。これに対して、何れの場合にも価格決定の申立てをする反対株主に対してオプションを与えることになり、オプションの濫用、すなわち株式買取請求権の濫用を懸念する見解もあるが、オプシ

ョン価値は大きくないことからそれが杞憂にすぎないことを示した。最後に、第 6 章では第 1 章から第 5 章までの論文全体から明らかになった重要な論点についてまとめた上で結論とし、さらに本論文では解決できなかった今後取り組むべき検討課題を示した。本論文は、「二基準間の選択的行使」による算定方法に内在するオプション性こそが株式買取請求権の制度趣旨である少数株主保護の本質であり、また株式買取請求権という権利の経済的な価値を徴表するものであると主張し結論とする。

本論文では事例研究を多く採用したが、それらを大きく三類型の判例群に分類し、数字を用いた事例研究を紹介した。まず第 4 章第 2 節で「判例を用いた事例研究Ⅰ（株式対価の一段階買収による組織再編の事例）」および同章第 3 節「判例を用いた事例研究Ⅱ（株式対価の二段階買収による完全子会社化の事例）」、さらに第 5 章第 3 節で「判例を用いた事例研究Ⅲ（現金対価の二段階買収による完全子会社化の事例）」を配置した。すなわち、第 4 章では株式対価の組織再編で公開買付けを先行させないタイプ（「一段階買収」）と先行させるいわゆる二段階買収についてそれぞれ検討し、第 5 章では現金対価の二段階買収にかかる価格決定事件の判例を検討した。これらは、平成 17 年改正会社法施行後の判例集に登載された主要な判例が中心になるが、特に事例研究を参照したい場合は上記の該当する箇所に当たられたい。

**第 4 節 脚注および表記等**

（1）脚注について

脚注番号については、各章で改めた。したがって、「前掲注」表記は、同じ章の注番号に対応したものである。

（2）図表について

本論文においては、企業買収等のスキーム（仕組み）や価格決定に関連した会社法上の複雑な概念の理解を助けるために可能な限り、グラフや表（本論文では両者をまとめて「図表」とした。）で補足的に提示した。図表に関しては、基本的に著者自身が作成したものや著者自身の著作物からの引用がほとんどであり、それらに関しては原則として出所を省略しているが適宜図表下の注意書きや脚注等にその旨を記した。

（3）分析や図表作成に使用した金融関連データについて

個別事件に関連した情報は、例えば裁判所の決定価格などは判例集に登載された判決あるいは決定から、個別の会社に関連した上場株式の市場株価関連データや財務関連データなどは情報提供サービス会社のデータや有価証券報告書といった情報開示書類等から入手し、それらを利用して図表作成のために適時利用した。特に、本論文で多用されている市場株価等を用いた分析においては、TOPIX、日経平均株価、JASDAQ INDEX および個別銘柄株価（終値などの四本値、出来高および売買代金）等の日次データは、特に断りのない限り全て日経メディアマーケティング株式会社が提

供するデータベースサービス（「日経テレコン」）の日経 NEEDS-Financial QUEST より入手している。

# 第 1 章 株式買取請求・価格決定における学説と判例

## 第 1 節 価格決定における問題点

近年、我が国の経済社会においては、いわゆる M&A（Mergers and Acquisitions）と言われる会社法における吸収合併（会社法 2 条 27 号）や株式交換（同 2 条 31 号）等の組織再編（会社法第 5 編に規定）あるいは全部取得条項付種類株式（同 108 条 1 項 7 号）を用いた現金対価による企業買収（以下「企業買収等」という。）が増えている。特に、金融商品取引法（以下「金商法」という。）で規定される公開買付け[1]（金商法 27 条の 2 第 6 項）を先行させた、いわゆる二段階買収による企業買収等の当事会社が取引所金融商品市場（同法 2 条 17 項）に株式を上場する会社（以下「上場会社」という。）の間で行われる事案では、取引金額やステークホルダー（株主、債権者、従業員または取引先等）の規模も大きいため、経済社会に与える影響は大きい。さらに、注目すべきは、企業買収等によって、支配株主による完全子会社化や経営者による自社の買収であるマネージメント・バイアウト（以下「MBO」という。）[2]など当該上場会社の多くの少数株主が保有する株式を現金対価で取得し（以下「全部取得」または「キャッシュアウト」という。）あるいは買収会社株式への交換がなされる事案が近年増加していることである。それに伴い、会社法の組織再編に関連した株式買取価格決定の申立て（会社法 786 条 2 項、798 条 2 項、807 条 2 項）および全部取得条項付種類株式の取得価格に対する株式取得価格決定の申立て（同 172 条 1 項）等（以下「価格決定裁判」という。）が近年増加しており、最高裁に係属中の事件や最高裁決定が出された事件も増えている[3]。

これらの価格決定裁判において、最大の争点となるのは、企業買収等の対価における公正な価格である。組織再編に反対する株主の株式買取請求にかかる株式買取価格決定の申立ての裁判（以下「株式買取請求・価格決定」ともいう。）における価格については、会社法は「公正な価格」（同 785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 項）とするのみで具体的な算定については規定しておらず、解釈に委ねられている。また、全部取得にかかる株式取得価格決定事件においても、判例は価格については株式買取価格決定事件の「公正な価格」と同様に解釈しており、MBO に関連した事案ではある

---

[1] 「公開買付け」とは、不特定かつ多数の者に対し、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、取引所金融商品市場外で株券等の買付け等を行うことをいう（金商法 27 条の 2 第 6 項）。

[2] 経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続確保のための経営者による企業買収（MBO）に関する指針」（2007 年 9 月 4 日）4-5 頁では、「MBO とは、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をいう。」と定義し、「実際には、現在の経営者以外の出資者（投資ファンド等）が個々の案件に応じて様々な形で関与する等、MBO の形態も一様ではなく、その内容により利益相反性にも程度の差が生じ得る。」としている。本論文では、親会社による子会社の完全子会社化の事案を扱うことになり、MBO そのものの事案を事例研究の対象として扱うことはない。経済産業省の指針を本論文では、「MBO 指針」と呼ぶものとする。

[3] 例えば、最三小決平成 21 年 5 月 29 日金融・商事判例 1326 号 35 頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕、最三小決平成 22 年 2 月 23 日資料版商事法務 312 号 123 頁〔サンスター株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕、最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕、最三小決平成 23 年 4 月 26 日金融・商事判例 1367 号 16 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕および最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕などがある。

が、裁判所は会社法 172 条 1 項の「取得価格」とは当該株式の取得日（同 171 条 1 項 3 号、173 条 1 項）における公正な価格（以下「公正な取得価格」という。）であり、それは全部取得条項付種類株式の取得日における当該株式の客観的価値（以下「客観的価値」という。）に加えて、強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価額をも考慮すると判示している[4]。すなわち「公正な取得価格」は、①「客観的価値」と株価上昇に対する期待としての②「増加価値分配額」（以下「プレミアム」ともいう。）の二つからなるというのが裁判実務として定着している。このように、株式対価の組織再編行為に対する株式買取請求・価格決定では「公正な価格」とし、全部取得条項付種類株式の全部取得の株式取得価格決定では「公正な取得価格」が価格決定裁判における最大の争点となり、会社法上の法形式の異なる二つの裁判類型において、実際の価格算定の実務ではそれぞれ異なる枠組みの価格算定が採用されていることになる。

この点については、全部取得条項付種類株式の取得であろうと組織再編であろうと締め出される少数株主の状況に変わりはなく、少数株主の締め出しにおける株主保護については、株式買取請求と全部取得などのように法形式にとらわれず、できるだけ統一的な対応がなされる必要があるという見解がある[5]。実際このように「公正な価格」と「公正な取得価格」の解釈が同一であるべきにもかかわらず、両者間に整合性がない価格算定の裁判実務が定着し、近時の下級審の株式取得価格決定の裁判では不適当な価格決定がなされ[6]、その最高裁決定においては少数株主保護に欠ける価格決定が行われた可能性の高い事件もある[7]。

本論文では、そのような価格算定における不整合を解消するために、企業買収等の対価が株式か現金かによらず公正な価格の解釈を共有する二つの価格、すなわち「公正な価格」と「公正な取得価格」について同一の統一的算定方法を提案し、それを過去あるいは現在も係属中の価格決定事件に適用して価格算定をして、実際の裁判所の決定価格と比較し整合性を検証する。

---

[4] 東京高決平成 20 年 9 月 12 日金融・商事判例 1301 号 28 頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。また、最三小決平成 21 年 5 月 29 日・前掲注 3）35 頁は、この原決定の判断を是認した。また同決定における田原睦夫裁判官の補足意見（以下「田原補足意見」という。）によれば、「公正な取得価格」とは、①MBO が行われていなかったならば株主が享受し得る価値と②MBO の実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分の合計であるという。原決定における表現とは若干異なるが、算定の枠組みは基本的に同じである。

[5] 山下友信「第 4 款　全部取得条項付種類株式の取得」山下友信編『会社法コンメンタール第4巻　株式(2)』（商事法務, 2009）109 頁、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔中〕―『公正な価格』の算定における裁判所の役割―」商事法務 1876 号（2009）4 頁、田中亘「第 9 章　企業の買収・結合・再編」伊藤靖史＝大杉謙一＝田中亘＝松井秀征著『会社法・第 3 版』（有斐閣, 2015）406-407 頁参照。

[6] 近時の株式取得価格決定における下級審判例としては、東京地決平成 27 年 3 月 4 日金融・商事判例 1465 号 42 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 27 年 10 月 14 日資料版商事法務 389 号 63 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件高裁決定〕、東京地決平成 27 年 3 月 25 日金融・商事判例 1467 号 34 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件地裁決定〕および東京高決平成 28 年 3 月 28 日金融・商事判例 1491 号 32 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件高裁決定〕がある。なお、前者を「ジュピターテレコム事件」および後者を「東宝不動産事件」と呼ぶものとする。

[7] 最一小決平成 28 年 7 月 1 日資料版商事法務 389 号 58 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕。

## 第 2 節 株式買取請求権制度の概要と機能

### 第 1 款 株式買取請求権

#### 第 1 目 制度概要と手続

株式買取請求権とは、組織再編など会社の重要な決定事項に対して反対する株主（以下「反対株主」という。）[8]がその保有する株式を会社に対して「公正な価格」で買い取るように請求できる権利である（会社法 785 条、797 条、806 条）。本論文では、全部取得条項付種類株式の取得価格に対する価格決定申立（同法 172 条 1 項）の権利を含めて「株式買取請求権」と呼ぶ。株式の買取請求をする株主は、株主総会に先立って組織再編に反対する旨を会社に対し通知し、かつ、株主総会において組織再編に反対する必要がある（会社法 785 条 2 項 1 号ロ）。反対株主が株式買取請求権を行使する場合には、効力発生日の 20 日前の日から効力発生日の前日までの間に、その株式買取請求に係る株式の数（種類株式発行会社にあっては、株式の種類及び種類ごとの数）を明らかにしなければならない（同 785 条 5 項、797 条 5 項）。なお、新設合併、新設分割および株式移転といった新設型組織再編の場合は、通知（同 806 条 3 項）と公告（同 806 条 4 項）の日から 20 日以内に同様の請求をしなければならない（同 806 条 5 項）。株式買取請求をした反対株主と会社との間で、効力発生日から 30 日以内に協議が調わないときは、その期間の満了の日後 30 日以内に、裁判所に対し、価格決定の申立てをすることができる（同 786 条 2 項、798 条 2 項、807 条 2 項）。裁判所は「公正な価格」（同 785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 項）を決定するが、この「公正な価格」の算定については、条文に明文の規定がないため、裁判所が裁量で買取価格を決定することになる[9]。

#### 第 2 目 制度趣旨と「公正な価格」

株式買取請求権制度における平成 17 年改正前商法（以下「旧商法」という。）と同改正後の会社法（平成 17 年 7 月 26 日法律第 86 号、以下「平成 17 年改正会社法」という。）との大きな変更点は、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（旧商法 408 条ノ 3 第 1 項、以下「ナカリセバ価格」という。）から「公正な価格」（会社法 785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 項）に文言が変

---

[8] 本論文は、株式買取請求権を行使する反対株主（会社法 785 条 2 項 1 号ロ等）以外にも、全部取得条項付種類株式の取得（全部取得）に対して価格決定申立（会社法 172 条 1 項）をする株主をも含む広義の意味で反対株主という。

[9] 最一小決昭和 48 年 3 月 1 日民集 27 巻 2 号 161 頁〔前田製菓株式買取価格決定申請事件最高裁決定〕。この決定によれば、「法が価格決定の基準について格別規定していないことからすると、法は価格決定を裁判所の裁量に委ねているものと解することができる。」と判示した。さらに近時の最高裁決定においても、最一小決平成 27 年 3 月 26 日民集 69 巻 2 号 365 頁〔セイコーフレッシュフーズ株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕は、「会社法 786 条 2 項に基づき株式の価格の決定の申立てを受けた裁判所は、吸収合併等に反対する株主に対し株式買取請求権が付与された趣旨に従い、その合理的な裁量によって公正な価格を形成すべきものであるところ（最高裁平成 22 年（許）第 30 号同 23 年 4 月 19 日第三小法廷決定・民集 65 巻 3 号 1311 頁参照）．．．」と判示するように、あたかも決まり文句のように繰り返し引用される。また全部取得条項種類株式の全部取得に関連した株式取得価格決定事件である、東京地決平成 19 年 12 月 19 日金融・商事判例 1283 号 22 頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件地裁決定は、「会社法172条1項が取得価格の判断基準について格別規定していないことからすると、法は、価格決定を裁判所の裁量に委ねているものと解することができる。」と判示しており、「公正な価格」と「公正な取得価格」の双方で価格決定が裁判所の裁量に委ねられていることを明確にした。

更されたことである。平成 17 年改正会社法における「公正な価格」の意義は、組織再編が行われなければ存在したであろう価格だけではなく、組織再編によって生じるシナジーをも株主に対する配分に含める（以下「シナジー分配価格」という。）こととされている[10]。

株式買取請求権は、支配株主あるいは多数株主の重大な決定に対して反対する少数株主の投下資本回収という経済的利益を認めたアメリカ州会社法に倣って導入された制度である[11]。株式買取請求権制度の性格については、従来からの見解である株主に対して投下資本回収を保証するものであるとする見解や[12]、経営者や多数派株主の行う決定に対するチェック機能の側面に着目する見解があり[13]、後者の見解が増えつつある[14]。後者の見解の中では、支配株主の忠実義務を意識して株式買取請求権を位置づけるという見解が典型であり[15]、またそのような見解が最近の日本の学説の通説となっている[16]。この見解によれば、株式買取請求権の制度趣旨は、多数株主の忠実義務違反に基づく損害の填補を認めるもので、反対株主の立場からは、資本多数決によって企業価値が毀損されたのでそれにより被った損害の填補を求めることになる[17]。さらに、株式買取請求権を①「部分清算」と②「損害補填」の二つからなると理論づけ[18]、②「損害補填」においては「ナカリセバ」事例と「シナジー分配」事例で補填すべき損害の種類と価格算定の作業内容が異なるという主張もあり[19]、さらに株式買取請求権について、スクリーニング機能を基本としつつ、利益相反の要素の解

---

[10] 相澤哲編著『一問一答　新・会社法』(商事法務, 2005)221 頁、江頭憲治郎「『会社法制の現代化に関する要綱案』の解説〔Ⅴ〕」商事法務 1725 号(2005)9 頁参照。藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎=藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論（上）』(商事法務, 2007)282 頁の表現によれば、前者が①企業再編がなされなかった場合の経済状態の保証機能のほか、②企業再編によるシナジーの再分配機能が付加されたという。

[11] 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整（1）」法学協会雑誌 98 巻 6 号(1981)55 頁参照。

[12] 最一小決昭和 48 年 3 月 1 日・前掲注 9)161 頁〔前田製菓株式買取価格決定申請事件最高裁決定〕。

[13] 木俣由美「株式買取請求権の現代的意義と少数株主の保護（1）」法学論叢 141 巻 4 号(1997)31 頁は、株式買取請求権の存在意義がアメリカ法においてチェック機能という観点で再評価されていると指摘する。また、野田耕志「株式買取請求権の利用局面の再検討――アメリカ法における最近の理論状況について――」法学 64 巻 4 号(2000)500 頁は、株式買取請求権が会社の経営をチェックする機能を有することを Eisenberg が主張して以来、その観点で株式買取請求権の新たな役割について深く論じられたという。Eisenberg は、”A final problem with eliminating appraisal rights in publicly held corporations is that in such corporations the appraisal right not only serves the function of permitting shareholders to withdraw under certain circumstances at a fair price, but also serves as a check on management.” (Eisenberg, The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking, 57 Cal. L. Rev. 1, (1969) 84) として、反対株主に対して公正な価格による投下資本の回収という機能以外に、株式買取請求権には経営のチェック機能があるから、制度を廃止することには問題があると主張する。

[14] 藤田・前掲注 10)276 頁参照。

[15] 神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準――アメリカ法」江頭憲治郎編『八十年代商事法の諸相――鴻常夫先生還暦記念』(有斐閣, 1985)331 頁参照。

[16] 飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』(商事法務, 2013)15 頁参照。

[17] 神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号(2009)5 頁参照。

[18] 神田秀樹『会社法・第 18 版』(弘文堂, 2016)365 頁は、「資本多数決で決定された組織再編行為が実施されることはそれとして認め、①（それを前提として）反対株主の退出を保障し、反対株主が有する企業価値の持分割合相当分を退出価格とするとともに（ここでは『部分清算』と呼ぶ）、②比ゆ的な表現になるが、多数株主の忠実義務に基づく損害ないし不利益（以下、『損害』と呼ぶ）の補填を認めるものであるとでも表現したほうがベターである。①はつねに認められ、②は『損害』が認定できれば認められる。」という見解を主張する。

[19] 神田・前掲注 18)365-366 頁は、二通りある「公正な価格」の決定事例を「ナカリセバ」事例（「類型Ⅰ」）と「比率不公正」事例（「類型Ⅱ」）と呼び、「シナジー分配」事例では、企業価値は増加したが、組織再編比率が不公正なため発生したシナジーの分配が不公正で、シナジーをもらい足りない当事会社株主にとっては「比率不公

消措置の動機付け機能の視点をも基本に捉え、一定の場合にのみ支配株主の忠実義務違反責任の代替機能をも取り込むとして、少数株主保護の範囲を限定する見解もある[20]。

「シナジー分配価格」を導入した平成 17 年改正会社法では、株式買取請求権制度の存在意義そのものに関わる本質的なものである。旧商法学説では株主の地位に大きな影響を与える重要な決定が行われた場合の投下資本の回収という側面を重視した説明が前面に出ていたが、平成 17 年改正会社法のもとでの株式買取請求権は、あるべき組織再編を想定してそれから逸脱した場合に反対株主に救済を与えるという性格があり、会社から離脱する自由の保障にとどまらない機能が与えられたと解釈されている[21]。つまり、平成 17 年改正会社法における株式買取請求権制度には、投下資本の回収という側面だけでなく、経営者あるいは多数株主の行う決定に対するチェック機能の側面が着目される[22]。

### 第 3 目 スクリーニング機能とチェック機能

株式買取請求権の機能には、①忠実義務違反責任代替機能、②利益相反の要素の解消措置動機づけ機能、③スクリーニング（選別）機能、④公開買付けの強圧性の解消機能という四つが考えられる[23]。①から③については、取締役や支配株主が不当な行動をしなくなるようにするというチェック機能があると従来から指摘されていたが、更に分析して、公開買付の強圧性を解消する機能を株式買取請求権に求めたのが④の機能であるとする見解もある[24]。③スクリーニング（選別）機能とは、会社から現金が流出することになる株式買取請求権を多くの株主が行使するような非効率的な組織再編を行われなくする機能をいう[25]。本論文では、この③スクリーニング（選別）機能とそれ以外のチェック機能についてそれぞれを検討する。

昭和 25 年改正以後の旧商法における株式買取請求権制度では、株価下落によって損害を被った少数株主の保護やスクリーニング機能を重視していたことから、「ナカリセバ価格」による保護が中心となっていた。確かに組織再編等の公表において株価が下落した場合には、合併等の情報が事前に市場に漏れた可能性が高く、その情報による思惑的な取引が横行し、公表日直前に急騰した株価が公表日に大きく下落した合併などがある[26]。当時の制度では、市場株価の下落を引き越しやすい合併や事業譲渡について、それに対する少数株主保護として、「ナカリセバ価格」が特に重要視

---

正類型（類型Ⅱ）」になると定義する。

[20] 飯田・前掲注 16）328 頁参照。

[21] 藤田・前掲注 10）276 頁参照。

[22] 藤田・前掲注 10）276 頁参照。

[23] 飯田・前掲注 16）38-39 頁参照。

[24] 飯田・前掲注 16）33 頁参照。

[25] 飯田・前掲注 16）38 頁参照。さらに、スクリーニング機能は、組織再編行為に係る株式買取請求権における中心的機能であり、企業再編により利益を受ける株主の利益よりも不利益を受ける株主のそれを超える場合のみに当該組織再編が行われるようにする機能であり、これが株式買取請求権の構造の基礎にあるという（同 316 頁参照）。

[26] 拙稿「公表日前に市場株価が急騰した合併に対する株式買取価格決定申請事件における市場株価または補正株価の利用」ソフトロー研究 26 号（2016）1-69 頁において、旧商法時代の三つの株式買取価格決定申請事件を検討している。三つの事例に共通するのは、合併の公表日前の市場株価の急騰と公表日後の急落が顕著に観察されていることである。

されており、合併から生じるシナジーの利益というプラス面への反対株主の公正な参加という視点は見られなかった[27]。また、反対株主による株式買取請求権の行使は会社財産の社外流出を伴うという意味で、会社経営陣やその背後にある多数派株主を慎重に行動させ、横暴を抑制する効果（抑制機能）も期待できる[28]。

本論文は、特に上場会社の組織再編行為に関しては資本市場による「チェック機能」を重視する。詳しくは後章で検討するが、組織再編が公表された後のあるべき株式の市場株価の上下限値で挟まれた価格帯、すなわち具体的には、「シナジー分配価格」（第 2 章）と「ナカリセバ価格」（第 3 章）で挟まれた価格帯から逸脱した市場株価の価格形成になっていないかという事後的なチェックを「二基準間の選択的行使」の算定方法（詳しくは第 4 章と第 5 章参照）によって間接的に行う。具体的には、組織再編公表後の市場株価の価格形成について以下の二点をチェックすることになる。

①市場指数等から大きく下方に乖離または逸脱した価格形成となっていないか

②公正とされる組織再編比率が市場株価比率から乖離した価格形成となっていないか

ここで①は「ナカリセバ価格」、②は「シナジー分配価格」に対応するが、両価格の何れか大きい方を「公正な価格」または「公正な取得価格」とする「二基準間の選択的行使」の算定方法を本論文は提案するが、この算定方法に二点のチェックが組み込まれている。その際に「ナカリセバ価格」が両方の価格に対して下限値を与えるという役割を果たすと考えて「セーフティーネット機能」という新たな機能を提言する。本論文がとらえる資本市場による「チェック機能」では、組織再編等の計画などが公表された後の市場株価の価格形成に問題がないかを検討し、問題がある場合には補正株価（第 2 章と第 3 章参照）による修正によって間接的に市場株価の変動をチェックし補正することになる。

**第 4 目 株式買取請求権制度への批判的見解**

株式買取請求権制度については、旧商法における立法当初から、①多数決原理と矛盾する、②投下資本の回収は株式譲渡によればよく株価下落によるリスクは株主自身が負担すべきである、③株主に出資払戻しを認めることになり資本維持原則に反する、また自己株式取得の原則的禁止にも反し資本維持原則に反する、④買取株式の評価が困難である、⑤濫用されるおそれがある、といった制度そのものに対する批判があった[29]。近時の価格決定裁判の増加傾向から、「⑤濫用されるおそれがある」ということに対する懸念は強まっている。詳細は後述するが、株式買取請求権に付随するオプション性から、少数株主は組織再編の内容に関係なくとりあえず株主総会の承認決議に反対しておくという機会主義的行動から、最悪の場合には企業価値を増加させ会社にとっても社会全体にとっても有益な企業買収等の取引が株主総会で否決されてしまう可能性があることを懸念する見

[27] 飯田・前掲注 16）140 頁参照。
[28] 木俣由美「反対株主の株式買取請求権」ジュリスト増刊 新・法律学の争点シリーズ 5（2009）38 頁参照。
[29] 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整（1）」法学協会雑誌 98 巻 6 号(1981)811 頁参照。なお、株式買取請求権を廃止すべきという意見として、日本商工会議所経済政策委員会「株式買取請求制度廃止要望意見」商事法務研究 238 号（1962）22 頁等がある。

解がある[30]。私見であるが、株式買取請求権の実質はこのオプション性にあり、少数株主保護という制度趣旨から存在を否定されるべきものではなく、むしろ不可欠なものである。もちろん、それが濫用されないような制度設計や法形成も必要である。

旧商法では、「ナカリセバ価格」だけの算定方法であったものが、平成 17 年改正会社法によって「シナジー分配価格」が導入されると、公正なシナジー分配という算定方法による新たな自由度が追加され、結果的には裁判所における価格決定の裁量が広がり、これによって株式買取請求制度の趣旨である少数株主保護の範囲が拡張され、より制度として効果あるものに近づいたと評価できる。しかし、それでもなお、学説には依然として慎重な見解もある[31]。また日本における株式買取請求権制度に対して、シナジー分配価格を認めるという日本法の現状は他の救済手段の不在を補うだけの仕組みになっておらず今後もなる見込みは低いとする見解など[32]、その存在意義に悲観的な見解もある[33]。そのような見解のもとでは、そもそもシナジー分配をより公正に担保するために本論文で提案している「シナジー補正価格」（第 3 章参照）という考え方にも限界があるように思われる。実際、将来的には、支配株主等の行為義務や責任、対象会社取締役の行為義務や責任ルールを立法論・解釈論によって明確にするなどして利益相反的な行為の問題に対応する一方で、株式買取請求権制度ではシナジーの公正な分配を保障せず、旧商法における「ナカリセバ価格」によるスクリーニング機能に限定すべきとする主張もある[34]。

### 第 2 款 デラウェア州法における株式買取請求制度

日本の株式買取請求権の母法であるアメリカにおける株式買取請求権の規定に関しては、デラウェア州一般会社法（Delaware General Corporation Law：以下「デラウェア州法」という。）と模範会社法（Model Business Corporation Act）は、同じルールを採用している[35]。特に、デラウェア州

---

[30] 田中亘「第 8 章 総括に代えて――企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務――企業再編のすべて』(商事法務, 2014)221-222 頁参照。

[31] 飯田秀総「Ⅵ 株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能：会社法・金商法における株式市場価格の意義と機能の探求（日本私法学会シンポジウム資料）」商事法務 2076 号(2015)44 頁では、組織再編やキャッシュ・アウトが行われるとこととなった対象会社の少数株主の保護については、過小なエンフォースメントへの対応が過剰なエンフォースメントになる恐れがあることを指摘する。他方で、松中学「組織再編における株式買取請求権と公正な価格」法学教室 362 号(2010)39 頁は、保有株数の少ない株主にとっては、株式買取請求権制度の利用は裁判費用などの負担から過小なエンフォースメントになりやすいことを指摘する。この見解の違いは、頭数では多数のいわゆる零細株主に対するエンフォースメントと少数派ではあるが大規模な資金を機動的かつ裁量的に投入できる投資ファンド等に対するそれが異なることから来るものであろう。すなわち、同じ少数株主でも個々に享受できる保護の度合が異なるから、零細株主には適正なレベルの少数株主保護であっても、それが投資ファンドにとっては過保護になり、制度趣旨とは異なる利用がなされる弊害の可能性も否定できない。

[32] 飯田・前掲注 16)192 頁。

[33] 白井正和「第8章 友好的買収・組織再編と株式買取請求権」田中亘編著『数字でわかる会社法』(有斐閣, 2013)220 頁は、株式買取請求権の行使が株主の救済手段として優れているわけではなく、企業買収の場面において他の救済手段が機能不全に陥っている可能性があるから、「株式買取請求権以外の救済手段を充実させるという観点の議論も、今後は必要かもしれない。」と指摘する。さらに、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』(商事法務, 2013)477 頁以下は、裁判所による買収対象会社の取締役の行為の差止めを通じた規律付けの仕組みを模索している。

[34] 飯田・前掲注 16)348 頁参照。

[35] 飯田・前掲注 16)96 頁注(1)参照。

法が注目されるのは、同法のアメリカ会社法における影響力の大きさや企業買収に関連した判例の蓄積から、デラウェア州だけを対象とするだけでも、株式買取請求権のみならず支配株主の忠実義務に関する状況をも含めて総合的に考察することが容易だからである[36]。

我が国の株式買取請求権制度がアメリカ法に倣っていることから、基本的な手続の構造は日本法とデラウェア州法あるいはアメリカの他州の会社法は概ね共通である[37]。大きな違いを挙げるとすれば、第一に、「市場除外ルール[38]（market out exception rule）」または「市場性株式の適用除外[39]（market exception）」（以下「市場取引の例外規定[40]」という。）であり、第二に、価格算定の考慮要素としてシナジーを除外することの二つである。後者のシナジーを除外する価格決定については後述し、ここでは市場取引の例外規定を検討する。

**第 1 目 市場取引の例外規定**

アメリカにおいては株式買取請求権が会社にもたらす有害性が懸念され、その存在意義や必要性について議論され、株式市場で投下資本を回収できる上場会社の株主に対しては株式買取請求を認めないとする「市場性株式の適用除外（market exception）」が立法化された[41]。模範事業会社法においても、デラウェア州法と同様に市場性株式の例外が認められているが[42]、デラウェア州法との違いは、「市場性株式の例外」のそのまた例外の内容にある[43]。また、市場取引の例外規定の採用は州により異なり、アメリカ法律協会（ALI）の「コーポレート・ガバナンスの原理」[44]（ALI Principles of Corporate Governance：以下「ALI 原理」という。）は、この市場取引の例外規定のルールを採用していない[45]。それは、市場が常に公正かつ効率的に働き、株式の市場価格が市場における有用な情報を正確に反映するという、いわゆる効率的市場仮説（Efficient Market Hypothesis : EMH）を否定し、市場の投機的性格を重視する立場に立つからである[46]。また、ALI 原理では、市場価格と公正な価格とが必ずしも同義でないことを懸念し、多くの理由のために経営者が保有している全ての情報が株式市場に反映されることはありえないから、効率的市場仮説が成り立たたないことを論拠としている[47]。このように、株式買取請求あるいは関係する判例においては、アメリカと日本における市場株価に対する規定あるいは裁判所の考え方が異なっている。

---

[36] 飯田・前掲注 16）41−42 頁参照。
[37] 飯田・前掲注 16）99 頁参照。
[38] 木俣・前掲注 13）41 頁は、「市場除外ルール」の論拠は、会社の基礎的変更が生じるような取引があったとしても、市場があるならば株式を市場で売り、会社から退出すればすむとし、このルールが正しいとするなら、公開会社における株式買取請求権を発生の範囲を考えるまでもないという。
[39] 野田・前掲注 13）490 頁注（5）。
[40] 飯田・前掲注 16）104 頁における用語に従った。
[41] 野田・前掲注 13）490 頁注（5）。
[42] Model Bus. Corp. Act §13.02(b)(1) (2011).
[43] 飯田・前掲注 16）105 頁注（29）参照。
[44] 吉田直『競争的コーポレート・ガバナンスと会社法』（中央経済社, 2001）3 頁は、「コーポレート・ガバナンスの諸原則」あるいは単に「諸原則」と呼ぶ。
[45] 木俣・前掲注 13）41 頁参照。
[46] 木俣・前掲注 13）41−42 頁参照。
[47] 野田・前掲注 13）505 頁参照。

現在の株式市場などの金融市場におけるインフラが世界の最先端を行くアメリカにおいて、市場経済が高度に発達しているにも関わらず、市場株価における価格発見機能が裁判所（デラウェア州）によって信頼されていないのは驚きである。このように、日米の裁判所における「市場観」の違いが、株式買取請求における「公正な価格」の公正価値評価の算定手法の違い（市場株価を信用するかしないか）となって表れている。アメリカの裁判所の場合には、連邦裁判所はセミ・ストロング型の効率的資本市場仮説にある程度好意的であるが、デラウェア州裁判所は上場株式の市場価格がその客観的価値と一致しているとは考えず、上場株式についても鑑定を用いた「取引相場のない株式等」の評価手法によって評価を行う例が多いことも指摘されている[48]。

このように、デラウェア州の裁判所の市場株価が会社の内在的価値を完全に反映していないという考え方は、株式買取請求権についてのみならず、Unocal 判決[49]や Revlon 判決[50]にある買収防衛策等の企業買収における取締役の義務に関する判例法理にも共通している。デラウェア州の判例法理は、市場株価は企業の内在的価値とは異なり得るという考え方を企業買収の局面で一貫して前提としている[51]。

### 第 2 目　「市場取引の例外規定」の例外規定

「市場取引の例外規定」[52]にはなお例外規定があって、消滅会社の株主が受け取る対価が現金の場合[53]や子会社株式の 90%以上を保有する親会社が子会社と合併する略式合併（Short-form merger）の場合[54]においては、消滅会社あるいは子会社の株主には株式買取請求権が認められる[55]。上場会社に対する株式買取請求であるから、買取価格の算定の基礎資料として、市場株価が使用できそうであるが、デラウェア州の判例においては、市場株価が買取価格の算定に用いられることはほとんどない[56]。買取価格の公正な価格において市場株価のみに依拠してよいかが争点となった判例としてデデラウェア州衡平法裁判所の 1934 年の Chicago Corp. v. Munds 事件[57]がある。同事件では、買取価格を市場株価のみに依拠して算定してよいか、それとも資産価値（asset value）のみに依拠すべきかが争点となったが、同判決は、市場株価も資産価値も適切な考慮要素ではあるものの、それだけで価格算定することはできないとした[58]。

---

[48] 江頭憲治郎『株式会社法・第 6 版』(有斐閣, 2015) 21 頁注 (11)、江頭憲治郎「裁判における株価の算定―日米比較をまじえて―」司法研修所論集 122 号 (2012) 36 頁参照。
[49] Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).
[50] Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).
[51] 飯田・前掲注 16) 180-181 頁参照。
[52] Del. Code Ann. tit. 8, §262(b) (1) (2016). 株式買取請求権がない条件として原文では、"listed on a national securities exchange"とあり、国内の株式市場に上場している会社を意味する。
[53] Del. Code Ann. tit. 8, §262(b) (2) (2016).
[54] Del. Code Ann. tit. 8, §262(b) (3) (2016).
[55] 飯田・前掲注 16) 104-105 頁参照。
[56] 飯田・前掲注 16) 140 頁参照。
[57] Chicago Corp. v. Munds, 172 A. 452 (Del. Ch. 1934).
[58] 飯田・前掲注 16) 106-107 頁参照。

### 第３目 マイノリティ・ディスカウントの問題

資本関係にある親子会社間の親会社は、支配株式をさらに取得するために市場株価（少数株主間の取引価格）より高い対価を支払うが、この市場株価に対して上乗せされる額を「支配権プレミアム」と呼び、市場株価はそれだけディスカウント（「マイノリティ・ディスカウント」）されていると指摘する見解がある[59]。支配権プレミアムはマイノリティ・ディスカウントと表裏の関係にあるといえる。上場会社の株式の市場株価にはマイノリティ・ディスカウントが反映されているため、類似会社比準法で株式の価値を算定する場合に他の上場会社の市場株価を参照するときは、デラウェア州ではマイノリティ・ディスカウントを修正する作業が行われる[60]。デラウェア州の裁判所において市場株価が採用されない理由は、Emerging Communications, Inc.事件[61]における衡平法裁判所が、公正な価格の算定で市場株価が使用できないのはマイノリティ・ディスカウントが反映されているからであると明示したことにある[62]。同裁判所は、デラウェア州の過去の判例では、市場株価は必ずしも公正な価格の指標であるとは限らないこと、経営者が割安なタイミングを狙っていたこと、重要な情報が公表されていなかったことという事情を挙げている[63]。デラウェア州の判例法でマイノリティ・ディスカウントの修正が問題となるのは、主に類似会社比準法が用いられる場合であり、当事者の主張内容にも依存するが修正が行われることが多く、また他方で上場会社の株式の評価が問題になる場合に市場株価にはマイノリティ・ディスカウントが反映されていると認める判例も存在する[64]。

他方で、日本では市場株価にマイノリティ・ディスカウントが反映されているからこれを修正すべきという問題が意識されたことはほとんどないが、マイノリティ・ディスカウントに対する日米の見方の違いは市場に対する見方にかかわる会社法の基本的な問題を含み、DCF 法や類似会社比準法の是非といったテクニックの問題にとどまらない[65]。日本法においても、マイノリティ・ディスカウントをどう考えるかは、株式買取請求権のコンセプトが実際の算定において実現されるのかという問題提起になる[66]。しかしながら、確かに概念的にはマイノリティ・ディスカウントが存在しても、これが実際の市場株価に織り込まれているとする根拠があるかは疑問であり、マイノリティ・ディスカウントを理由に価格決定等の裁判において市場株価が使用できないとする理由にはならないと思われる。

---

[59] 江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」吉原和志＝山本哲生編『関俊彦先生古稀記念・変革期の企業法』（商事法務, 2011）117 頁は、「支配権プレミアム」と「マイノリティ・ディスカウント」は表裏の関係にあり同額であると説明する。

[60] 飯田・前掲注 16）134 頁参照。

[61] In re Emerging Communications, Inc., Shareholders Litigation, C.A. No. 16415, 2004 WL 1305745 (Del. Ch. May 3, 2004, Revised June 4, 2004).

[62] *Id.* At *23. 飯田・前掲注 16）140 頁参照。

[63] *Id.* At *23. 飯田・前掲注 16）140-141 頁参照。

[64] 飯田・前掲注 16）141 頁参照。ここでは、具体的な判例を挙げていないのであるが、市場株価はマイノリティ・ディスカウントされていると認められ、算定においてそれを考慮した判例としては、Kleinwort Benson Ltd. v. Silgan Corp., Civ. A. No. 11107, 1995 WL 376911 (Del. Ch. June 15, 1995)、Emerging Communications, Inc.事件および Borruso v. Commc'ns Telesys. Int'l, 753 A.2d 451 (Del. Ch. 1999). など（同 134-142 頁参照）。

[65] 飯田・前掲注 16）174-175 頁参照。

[66] 飯田・前掲注 16）177 頁参照。

### 第４目 シナジーの分配と公正な価格

デラウェア州法 262 条（h）項は株式買取請求における買取価格について、公正価値の決定においては関連するすべての要因（all relevant factors）を勘案しなければならないと規定しつつも[67]、吸収合併または新設合併の完遂や期待から生じる価値の全ての要素を除外した株式の公正価値であると規定する[68]。この条文の解釈が争われたことは従来ほとんどなかったが、Weinberger v. UOP, Inc.事件[69]における 1983 年 2 月に出されたデラウェア州最高裁判所の判決（以下「Weinberger 判決」という。）を契機として、その状況は変っている[70]。同判決は、親子会社間の交付金合併による少数株主のスクイーズ・アウトに関する事件において、公正価格に関する株式評価手法としてこれまで裁判所において標準的に採用されてきたデラウェア・ブロック・メソッドを否定し、割引キャッシュ・フロー分析（ＤＣＦ法）を採用し、現代的な株式評価慣行を判決に取り入れることで、従来のデラウェア州判例理論を変更した[71]。Weinberger 判決の後の判例として、Global GT LP v. Golden Telecom, Inc.事件[72]は、企業買収等から生じると期待されるシナジーやその他の価値は除外しなければならないことを明確にし、その際にシナジーの分配を容認する Weinberger 判決を引用せず、その後の判例も株式買取請求における公正な価格からシナジーの考慮を排除するように解釈・運用してきた[73]。

さらに、Union Illinois 1995 Investment Ltd. Partnership 事件[74]では、合併価格からシナジーを明示的に取り除いて買取価格と決定された[75]。その他、シナジーの要素が除外された買取価格が決定された事件として、独立当事者間取引における現金合併の事件である Highfields Capital, Ltd. v. AXA Financial Inc.事件[76]や親子会社間の現金合併の事件である Montgomery Cellular Holdings Co. v. Dobler 事件[77]がある。後者の事件は支配株主による子会社の少数株主の締出しにかかる事件であるが、親子会社間の合併で、支配株主（親会社）と少数株主との利益が対立する局面であってもシナジー分配が禁止されているというルールが維持されており、日本の株式買取請求権制度で議論さ

---

[67] Del. Code Ann. tit. 8, §262(h) (2016). 原文は、" In determining such fair value, the Court shall take into account all relevant factors."である。

[68] Del. Code Ann. tit. 8, §262(h) (2016). 原文は、" the fair value of the shares exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation"である。

[69] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

[70] 飯田・前掲注 16）112 頁参照。

[71] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d at 712-713. 酒井太郎「デラウェア・ブロック・メソッドの凋落と株式買取請求権の変容――米国の株式評価理論と買取請求権――」一橋論叢 112 巻 1 号（1994）124 頁参照。

[72] Global GT LP v. Golden Telecom, Inc., 993 A.2d 497 (Del. Ch. 2010). 同事件は、最高裁で是認された。(Golden Telecom, Inc. v. Global GT LP, 11 A.3d 214 (Del. 2010))。

[73] 飯田・前掲注 16）117 頁参照。

[74] Union Illinois 1995 Investment Ltd. Partnership v. Union Financial Group, Ltd., 847 A.2d 340 (Del. Ch. 2003).

[75] *Id.* at 354, n27. 具体的には、合併対価が 1 株当たり 9.40 ドルであるところ、シナジー分の 13％を控除し、四捨五入した 8.20 ドルが公正な価格と認められたが、最終的には 8.74 ドルが買取価格として決定された。

[76] Highfields Capital, Ltd. v. AXA Financial Inc., 939 A.2d 34 (Del. Ch. 2007).

[77] Montgomery Cellular Holdings Co. v. Dobler, 880 A.2d 206, 221 (Del. 2005).

れているような、子会社株主はその意思とは関係なく締め出されるということの公正さを考慮してシナジーを買取価格に含めるべきだという議論はない[78]。

### 第 5 目 小括

アメリカ法では、デラウェア州法と模範会社法が市場取引の例外規定を定め上場会社の株式買取請求は認めない点が日本法と大きく異なる。さらに、この市場取引の例外規定にはさらに例外規定が置かれており、上場会社への株式買取請求が認められる場合があるが、その内容は両法で異なる。そして、そのよう場合でもデラウェア州の裁判所では公正な価格として市場株価を参照することはなく、上場会社への株式買取請求にかかる価格決定が市場株価に大きく依拠する我が国の裁判所とは全く異なる運用となっている。マイノリティ・ディスカウントについては、デラウェア州の判例では主に類似会社比準法で考慮される場合もあるが、日本の判例では争点にならない。

企業買収等において発生するシナジーの分配については、アメリカ法ではシナジー分配が否定されているが、これも平成 17 年改正後の会社法でシナジー分配が導入された日本法との大きな違いである。さらにデラウェア州の判例法理では、独立当事者間取引の場合はもちろんのこと、利益相反の要素がある局面であってもシナジーを除外しなければならないという判断は一貫しており、日本法における立法や判例とは対照的である[79]。つまり、株式買取請求における価格算定では、アメリカ法ではシナジー分配がなされないから、「ナカリセバ価格」のみを算定することになる。

アメリカでは、上場会社株式の価格決定でも、主に両当事会社からの株式評価（DCF 法などの）の鑑定に依拠した裁判になるが、日本では裁判所は市場株価を基礎として価格決定する傾向があり、アメリカ法とは異なる価格算定方法の判例が蓄積されている。日本法における価格算定は、特に市場株価を参照する「シナジー分配価格」や補正株価による「ナカリセバ価格」など、独自の進化をしている。上場会社における「公正な価格」の算定において、技術的な点に限定すればアメリカとの比較の余地はあまりない。非上場会社への株式買取請求における公正な価格の算定においては市場株価が参照できないことから、特に株式評価における鑑定の内容をアメリカ法と比較することは有益であるが、本論文では非上場会社に関連する価格決定事件は対象外としているので、後章で展開するような価格算定に関しての技術的な論点については、アメリカ法と比較はしていない。

## 第 3 節 「公正な価格」と「シナジー分配価格」の学説および判例

平成 17 年改正会社法によって「シナジー分配価格」が「ナカリセバ価格」に加えて導入されたことから、より少数株主保護が強化されたが[80]、学説の通説的な見解も、従属会社の少数株主の保護のために株式買取請求権においてシナジーを分配することがなぜ必要なのかという疑問に答え

---

[78] 飯田・前掲注 16）128 頁参照。
[79] 飯田・前掲注 16）152 頁参照。
[80] 飯田・前掲注 16）16 頁は、「株式買取請求を支配株主の利益相反的な合併等の行為からの少数株主救済手段として位置付ける議論と、シナジーの分配が不公正である場合の救済を株式買取請求で行うべきだという江頭説の議論とを総合すると、平成 17 年改正の理論的な根拠を読み取ることができる。」と指摘する。

ているわけではなく、それが必要であるという前提で議論を組み立てているに過ぎないとの指摘もある[81]。しかし、シナジー分配についてはアメリカ法にはない日本独自の制度であり、それを導入する上で十分な理論的な裏付けもなく「シナジー分配価格」が導入されたことには学説の批判がある。

### 第 1 款 平成 17 年改正会社法におけるシナジー分配の立法

平成 17 年改正会社法における「公正な価格」の意義は、組織再編が行われていなければ存在したであろう価格だけではなく、組織再編行為によって生じるシナジーをも株主に対する配分に含めることとされている。このシナジー分配に関しては旧商法学説から展開されていた理論であり、支配・従属関係にある会社同士の現金合併の場合に株式買取請求権でシナジーの分配を認めるべきとする立法論を展開した学説[82]が、株式買取請求権におけるシナジーの分配という改正の理論的な根拠とされた[83]。このように、改正後の会社法においても「公正な価格」に新設された「シナジー分配価格」と旧商法からの「ナカリセバ価格」が併存しているのが、通説的な見解である[84]。

平成 17 年改正会社法での組織再編における対価の柔軟化によって吸収合併や株式交換などの対価として現金を用いることが可能となったが、対価が存続会社株式の場合には、シナジー分配あるいは組織再編比率が公正であれば、少なくともセミ・ストロング型の効率的市場において形成された市場株価を媒介として、公正なシナジー分配が可能となる。他方で、現金対価の企業買収の場合においては、対価の額によっては、買収会社側がシナジーをすべて独占できるという懸念があり[85]、この懸念を解釈論に反映させるとすれば、支配・従属関係が存在する会社同士の現金合併の場合にのみシナジー適切分配価格を適用すればよく、独立当事者間取引などのように少数株主に対する不公正という問題が生じない場合にはナカリセバ価格で良いという解釈になる[86]。このような考え方に従って立法された平成 17 年改正会社法における株式買取請求権制度においては、現金対価の場合に限らず、株式が対価となる株式交換などの組織再編の場合においても「シナジー分配価格」が適用されるが、何れにしても不利益を被った少数株主を救済するという目的の実現手段として、公正か否かという問題は残されたままシナジー分配を株式買取請求権において認めるとする平成 17 年改正が行われた[87]。

---

[81] 飯田・前掲注 16)23 頁参照。
[82] 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』(有斐閣, 2001)289 頁(注 35)は、具体的な規定案として、旧商法 408 条ノ 3 第 1 項中の「承認ノ決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」の後に、シナジー分配に関する文言として、「ニ合併カラ生ズルコトガ合理的ニ見込マレル利益ヲ加ヘタル価格」と追加するように改正することが考えられると主張していた。
[83] 飯田・前掲注 16)16-17 頁は、不利益を被った少数株主を救済するという目的の実現手段として、シナジー分配を認めるということが公正かどうかという問題は残ったままであるという。
[84] 藤田・前掲注 10)282-283 頁、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室 304 号(2006)80 頁、神田・前掲注 17)4 頁、江頭・前掲注 48)872-873 頁参照。
[85] 飯田・前掲注 16)13 頁参照。
[86] 飯田・前掲注 16)19 頁参照。
[87] 飯田・前掲注 16)18 頁参照。

この問題については深く立ち入らないが、本論文の分析においてはシナジーを分配するという前提に立ち、あくまで公正な組織再編比率が市場株価に織り込まれていれば、一応は市場原理により公正なシナジー分配が実現されたと推定する。しかし、組織再編比率という重要な情報が市場株価（比率）に十分織り込み切れていない場合は、織り込まれるよう補正すべきということになる。

### 第 2 款 シナジー分配が必要か不要かの議論と分配方法

平成 17 年改正会社法においては、シナジー分配をすることの理論的根拠がないまま株式買取請求権に導入する立法がなされた。どのような論拠で株式買取請求における「公正な価格」においてシナジー分配する必要があるのか、またどのように分配するのが公正といえるのかについて、以下では学説や判例の見解を検討する。

#### 第 1 目 シナジー分配必要説

合併等の組織再編において両当事会社の株主へのシナジー分配について、学説はシナジー分配必要説とシナジー分配不要説に分かれる。シナジー分配必要説の論者は、従属会社の少数株主は、支配会社が合併等の企業買収等を決定したことにより意思に関わらず従属会社の株主としての地位を失うことになるから、その合併から生ずるシナジーを支配会社に独占させるのは従属会社少数株主にとり不公正であり、支配・従属会社の合併比率の公正に関しては、従属会社少数株主に対する合併シナジーの公正な配分を要するとする[88]。シナジー分配が必要となるのは支配・従属会社の関係にある従属会社の少数株主保護という範囲となるが、一方で独立当事者間の合併において合併比率がいかに定められるかは「経営判断の原則」の範囲内の問題であるから、裁判所の介入は原則として無用であるとする見解もある[89]。

シナジー分配必要説における、合併から生ずるシナジーを支配会社に独占させるのは従属会社少数株主にとり不公正であるという主張は、①従属会社の少数株主が自ら退出を選択していないこと、②多数派がシナジーを独占することの二つの条件がある[90]。ここで①は少数株主の意思によらずに株主としての地位を強制的に喪失させられることが問題であり、②ではシナジーという利益の分配のあり方が支配株主の意見だけで決められると、支配株主に有利な分配がなされる可能性があり不公正であることが、通説的な解釈に影響を与えている[91]。この見解は特に現金対価の企業買収等を問題とするが、少数株主にとっては対価が現金か株式かに関わらず締め出されることには変わりはなく、公正なシナジー分配の確保という点でも同様に考えるべきであり、平成 17 年改正会社

---

[88] 江頭・前掲注 82）272 頁参照。
[89] 江頭・前掲注 82）288 頁参照。
[90] 柳明昌「株式買取請求権制度における『公正な価格』の意義――シナジー分配の問題を中心として――」青柳幸一編『融合する法律学（上）』（信山社, 2006）357 頁。
[91] 飯田・前掲注 16）24 頁参照。他の有力なシナジー分配必要説の理論付けとしては、神田・前掲注 15）355 頁は、「株式買取請求権制度は忠実義務理論の中に位置づけて理解されるべきではないかと考えている。」とする。

法の株式買取請求権による「シナジー分配価格」は、組織再編の対価が存続会社の株式であると否とにかかわらず適用されるという解釈となる[92]。

さらに日本では、取締役や支配株主の忠実義務違反を理由にした差止めや損害賠償責任は認められにくく、他の法的手段による救済の有効性が小さいから、株式買取請求権においてシナジー分配を認めることにより事後的な介入を強化しようとする見解もある[93]。デラウェア州法のように差止めや取締役への責任追及が可能な制度となっていれば、企業買収等をする側に対して公正性を担保するような動機づけのメカニズムが働くことになる。平成 26 年改正会社法（平成 26 年法律第 90 号）で組織再編全般に対して差止請求権制度の明文規定が新設されてはいるが、依然として株式買取請求権でシナジー分配を行うことにより少数株主の救済を強化するというのが日本法の状況である[94]。

**第 2 目 シナジー分配不要説**

株式買取請求において、シナジー分配に反対する学説も存在する。その論拠は、支配株主が享受しうる経済的利益の中には支配株主が独占してもよいものと少数株主にも分配すべきものがあり、シナジーについては支配株主の正当な企業家利益として認知してよいものであり少数株主の合理的期待の範囲に含まれていない部分であるから、少数株主への分配は不要であるという点にある[95]。また、会社を退出しようとする者が退出と同時に将来期待される利益の分け前に与かることは、エストッペルに反するという見解もある[96]。

また、リスクの観点から、現金を対価とする企業買収等の場合においては、合併あるいは買収後の会社からはシナジーを享受することができないとしても、逆に合併後の不利益（合併後の経営の失敗など）によるマイナスのシナジーの影響を受けない（リスクから解放される）から、裁判所が価格算定に介入し公正とされるシナジー分配をする必要があるのかという指摘もある[97]。さらに、スクリーニング機能にはシナジー分配という概念はなく、非効率的な企業再編を事前に防止する機能があり、株式買取請求権はスクリーニング機能を果たす「ナカリセバ価格」に戻すのが理論的には望ましく、「公正な価格」に原則としてシナジーを含めるべきではないとの主張もある[98]。

これらの分配不要説に対して理論的に克服するような議論がないまま、平成 17 年改正では分配必要説に従って立法された[99]。実際、日本においては「シナジー分配価格」として市場株価を参照して算定する判例が多いが、市場株価にはマイノリティ・ディスカウントが含まれていて、それに

---

92 飯田・前掲注 16）24 頁参照。
93 藤田・前掲注 10）284 頁参照。
94 飯田・前掲注 16）192 頁参照。
95 宍戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」岩原紳作編『竹内昭夫先生還暦・記念論文集 現代企業法の展開』(有斐閣, 1990）421-430 頁参照。
96 木俣・前掲注 13）42 頁参照。
97 飯田・前掲注 16）25 頁参照。
98 飯田・前掲注 16）319、348-349 頁参照。
99 飯田・前掲注 16）18 頁は、理論的な克服がなきまま立法されたことに対して、明示的に批判をしてはいない。

対する認識が裁判所にない中で、株式買取請求権にシナジー分配を導入したとしても、差止めや損害賠償請求など他の救済手段を補うだけの仕組みにならないという強い批判がある[100]。

### 第３目 シナジーの分配方法における学説と判例

仮にシナジー分配が必要であるとしても、問題となるのはどのように分配するかということである。シナジーを測定することができたとしても、それをどのように分配すべきかという理論は明らかでない[101]。学説には、企業再編前の企業価値に応じた分配を行うというように、企業価値を基準とする見解[102]やそれ以外にもシナジーの分配を経済学のゲーム理論によって分析したところ１対１で分配するのが良いという見解[103]があるが、それに対しては現実的でないとして反対する見解もある[104]。一方で判例としては、MBO に関連した価格決定事件であるが、大阪地決平成 24 年 4 月 13 日[105]は、「ＭＢＯの実施によって増大が期待される価値」をシナジーに相当するものとし、原則として、買収者と反対株主に対し、それぞれ１対１の割合により分配するのが相当であると、配分比率までも明確に判示した。このように１：１という分配比率は分かりやすく公正なようにも見えるが、本論文は事前の企業価値に応じた分配をすべきという見解に近い立場をとり、企業価値から負債等を差引いた株主価値に応じた分配が行われた状態をシナジーが適正に分配された状態であるとする。実際に算定する場合には、株主価値の代理変数として株式時価総額を使用するが、それは市場株価に発行済株式総数をかけたものであり容易に算出可能という利点があるからである。

どのように公正なシナジー分配をするかという問題以前に、そもそも分配すべき原資となるシナジーの総額をどのように計測するかも問題となる。「シナジー分配価格」あるいは「シナジー適正分配価格」の算出については、そもそも実際の事件に当てはめる裁判規範としてはおよそ機能しないのではないかという疑問は残るという批判もある[106]。その理由は、「適正な企業価値増加分」を求めるためには、当該組織再編の効果だけを抽出し、当該組織再編によりどれだけ企業価値を増加したかを定量的に算出しなければならないが、企業価値の増減が多種多様な要因によって生じる以

---

[100] 飯田・前掲注 16）192 頁参照。

[101] 飯田秀総「企業再編・企業買収における株式買取請求・取得価格決定の申立て――株式の評価」法学教室 384 号（2012）31 頁参照。

[102] 藤田・前掲注 10）290 頁参照。同論文中の設例では、企業価値あるいは株主価値に応じた分配状態としては、同論文中の「表 7」と「表 8」の結果に該当しており、表 7 の数値から算出される 1 株当たりの株主価値の絶対収益率は A 社と B 社ともに 15.38%（＝15.38 円／100 円）となって等しくなっている。

[103] 田中亘「MBO における『公正な価格』」金融・商事判例 1282 号（2008）21 頁参照。実際に同交渉ゲームを検証したが、二つのプレーヤーで取引の余剰が「1 対 1」になるのは、両プレーヤーの「我慢強さ」を示す時間選好が同じで、かつ割引因子が1という現実的でない仮定を置いた場合に限られるという結果になった。これが正しければ、現実的でないという反対説をゲーム理論的にも裏付けることになろう。

[104] 藤田・前掲注 10）298 頁注（60）参照。

[105] 大阪地決平成 24 年 4 月 13 日金融・商事判例 1391 号 52 頁〔カルチュア・コンビニエンス・クラブ株式取得価格決定申立事件地裁決定〕。以下「CCC事件」という。

[106] 弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定〔上〕」商事法務 1967 号（2012）6-7 頁参照。また、飯田・前掲注 101）30-31 頁も、増加した企業価値の分配について決定づけるための理論は明らかでないと指摘する。

上、算出が容易に行うことが難しいからである[107]。また、テクモ事件最高裁決定[108]（最二小決平成24年2月29日）の補足意見においても、「将来のキャッシュ・フローは未来の不確実な事象に基づく不確実な数字であるから、正確な企業価値を直接に測定することは不可能である。企業再編でシナジー効果が生ずる場合の客観的な企業価値の増加分については一層そのようにいえるだろう。そうすると、企業価値の増加分を分配した理論的な株式の価格等は、いずれも直ちには算出し得ないことになる。」としている。このように、学説にも判例にもシナジー分配の難しさはつまるところ企業価値（の増加）を測定することの難しさに起因するとしており、シナジーの計測可能性に関しては技術的な問題点が存在するという共通の認識がある。

## 第4節 「公正な価格」決定過程に関する判例と学説

### 第1款 学説と判例

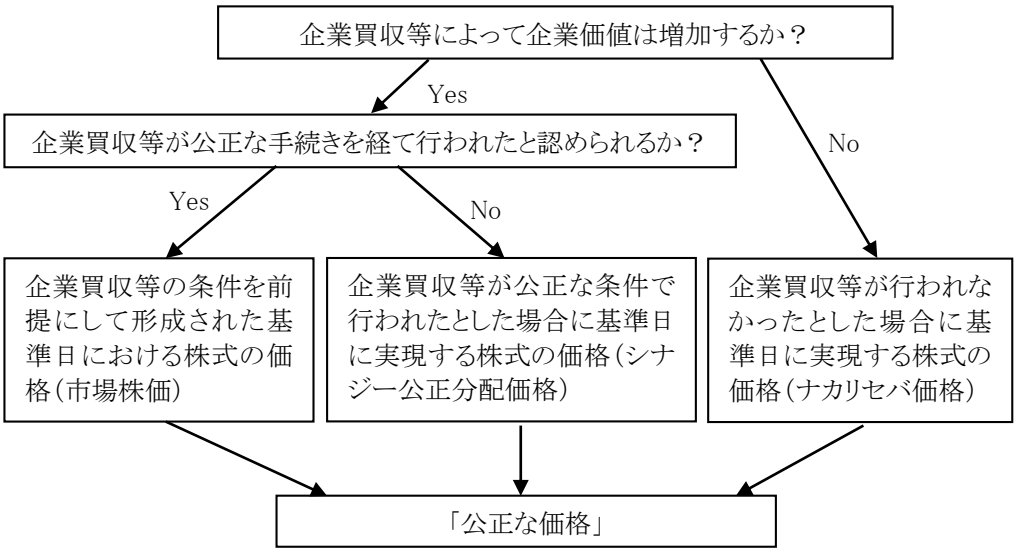
株式買取価格決定における最高裁決定においては、「公正な価格」として「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れを採用するかについては企業価値の増加・不増加によって判断する。組織再編行為自体により当該当事会社の企業価値が毀損された場合、あるいはシナジー効果その他の「企業価値の増加が生じない場合」には、株式買取請求における「公正な価格」は「ナカリセバ価格」となる[109]。反対に、その「企業価値の増加が生じない場合」以外の場合には、組織再編の比率が公正な場合に株式が有する価格である「シナジー分配価格」が「公正な価格」になる[110]。つまり、二つの価格から企業価値の増加・不増加、すなわちシナジー発生の有無を基準として「公正な価格」を判定する。

シナジーが発生し「シナジー分配価格」が問題となる事件では、組織再編比率の公正性が判断されるが、企業買収等の手続が公正であれば、企業買収等を前提として形成された算定基準日（株式買取請求日）における市場株価が採用される。最二小決平成24年2月29日は、独立当事者間の組織再編（株式移転）における組織再編比率（株式移転比率）の公正性について明確にしており、「相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとみるのが相当である。」として、公正な株式移転比率等の条件が市場株価に織込まれていることから、それを参照し決定価格とした。

---

[107] 弥永・前掲注106）6-7頁参照。
[108] 最二小決平成24年2月29日・前掲注3）1792頁〔テクモ事件最高裁決定〕。
[109] 最三小決平成23年4月19日・前掲注3）1311頁〔楽天対TBS事件最高裁決定〕。
[110] 最二小決平成24年2月29日・前掲注3）1784頁〔テクモ事件最高裁決定〕。

図表 1-1 「公正な価格」決定のためのフローチャート[111]（最高裁判例）




注：企業価値が増加するが公正な手続を経ていない場合（中央の処理）について、最高裁判所の判例はない。また、「シナジー分配価格」では、市場株価が参照されている。

さらに、組織再編によって企業価値が増加し、その増加価値であるシナジーの分配が問題となる事案では、「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」との何れか大きい方を「公正な価格」とする見解がある[112]。この見解は、株式買取請求権には二重の機能（シナジー分配と「ナカリセバ価格」が果たす機能）があるとし、その二つの機能における異なる算定基準の選択的行使が可能であるとし、この「異なる算定基準の選択的行使」には株主に自己の行動の前提とは異なる主張を許すことになるという懸念もあるが、企業再編の承認決議の際にどのような理由により組織再編に反対したかを示させる仕組みを置いていない以上、反対の理由に応じて買取価格の算定方法を変えるという解決をとることはできないとする[113]。また、下級審判例ではあるが「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」との何れか大きい方を「公正な価格」とし、その論拠として、株式買取請求をする株主は「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れかを主張したか不明な場合は、両価格の何れか高い額をもって「公正な価格」とすると価格決定したものもある[114]。

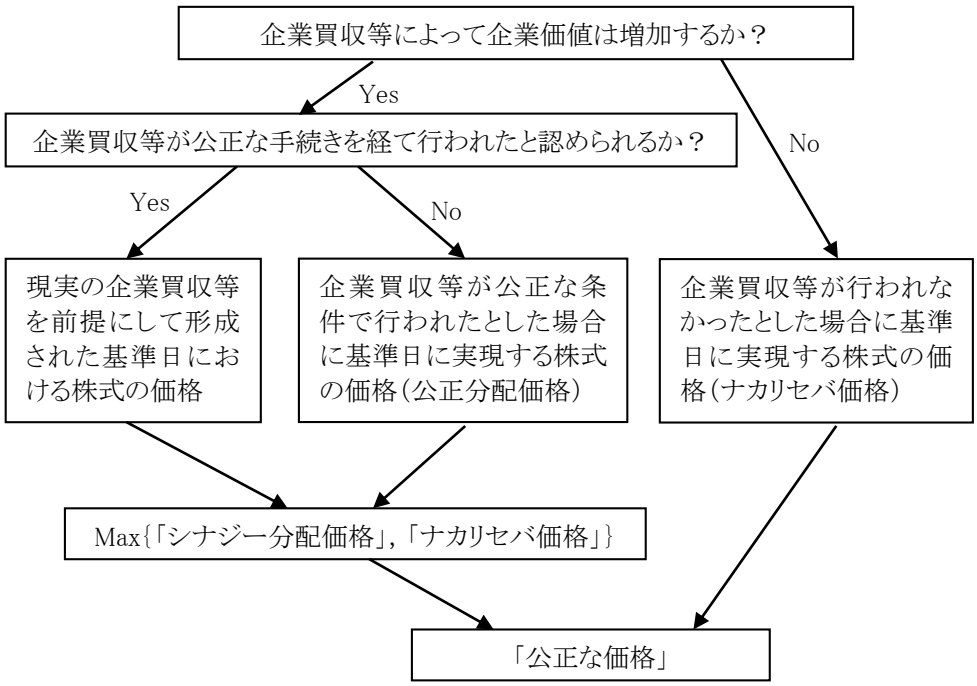
「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」との何れか大きい方を採用するとする説は、あくまで企業価値が増加（シナジーが発生）したことを前提として、何れか大きい方を採用するので、「シナジー分配価格」が選択される可能性は高い。しかし、企業価値が増加してシナジーが発生するにも関わらず、一方当事会社の株主価値が発生したシナジー以上に増加してしまうと、他方当事会社の株主価値は不増加ないしは毀損されることも理論的には考えられ[115]、このような場合には「シナ

---

111 田中・前掲注 30）237 頁に掲載されている「図表 1-8-1」を参考にし内容を加筆および修正して掲載した。
112 弥永真生「株式移転における株式買取価格決定」ジュリスト 1465 号（2014）105 頁、田中・前掲注 84）80 頁、神田・前掲注 17）4 頁、江頭・前掲注 48）871-872 頁、弥永真生『リーガルマインド会社法・第 14 版』（有斐閣，2015）382 頁、藤田・前掲注 10）283 頁等参照。
113 藤田・前掲注 10）283 頁参照。
114 大阪地決平成 20 年 11 月 13 日金融・商事判例 1339 号 56 頁〔国土総合建設株式買取価格決定申立事件地裁決定〕。
115 石綿学「テクモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討〔上〕－株式買取請求権制度における『公正な価

ジー分配価格」が「ナカリセバ価格」を下回る場合もあるので、何れか大きい方を採用することによって「ナカリセバ価格」による保護が受けられることになる[116]。この点が先の最高裁決定の判定方法と異なる点であり、本論文の第 4 章と第 5 章で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法はこの学説からの示唆によるものであるが、「公正な価格」だけではなく、株式取得価格決定における「公正な取得価格」をも含むように統一的に適用するものである。

図表 1-2 「公正な価格」決定のためのフローチャート[117]（従来の学説）




注：従来の学説として、特定の学説を採用したのではなく、おおよその最大公約数的に学説をまとめた場合に、考えられるフローチャートを提示した。最高裁判例と異なるのは、最後の「公正な価格」の決定で、二つの価格の何れか大きい方を採用する部分である。

もっとも、この何れか大きい方を採用するとする説に対しては、否定的な見解もいくつかある。その一つは、判例の多くが採用したように、あくまで企業価値毀損の有無（あるいはシナジー発生の有無）によって二基準の何れかが決定されるべきであるという見解である[118]。この論拠としては、シナジー分配が問題となる場合には「ナカリセバ価格」を算定してもその価格は市場株価を下回ることになり、その場合の「ナカリセバ価格」の算定は組織再編行為によるシナジーの発生を確認するものでしかないことをあげる[119]。つまり、理論的には、何れか大きい方を選ぶまでもないという

格』の判断枠組みー」商事法務 1967 号(2012)19 頁では、企業価値が増加しながら株主価値が不増加という場合に「ナカリセバ価格」を保証すべきではないかという問題を提起している。

116 藤田・前掲注 10)285 頁注(38)参照。

117 田中・前掲注 30)237 頁に掲載されている「図表 1-8-1」を参考にし内容を加筆および修正して掲載した。

118 鳥山恭一「株式の買取請求と強制取得における『公正な価格』」山本爲三郎編『企業法の法理』(慶応義塾大学出版会, 2012)90-91 頁参照。また、石丸将利「判解：楽天対 TBS 事件」『最高裁判所判例解説民事篇〈平成 23 年度 上〉』(法曹会, 2014)339 頁においても、二基準間の選択については、客観的な状況に従って決せられるべき問題であるということから何れか大きいほうを選択するという解釈は採用しがたいとする。

119 鳥山・前掲注 118)90-91 頁参照。

論拠で反対するが、これはあくまで裁判所が正確に企業価値毀損の有無を判定できることが前提条件となる。

その他の否定的な見解としては、株主が合理的な根拠なくただ合併対価の引上げの可能性のみを求めて請求を行うようなときは権利濫用として排斥されることもあり得るという見解もある[120]。さらに、何れか大きい方を選択できるということは、反対株主に対して金融オプション（コールオプション）を与えることになり、組織再編の内容に関係なく少数株主が株主総会決議に反対する誘因が働く恐れがあり、最悪の場合は、企業価値を増加させ会社にとっても社会全体にとっても有益な企業買収等が株主総会で否決されてしまう可能性があることを懸念する見解もある[121]。このように判例の多くが採用したように、あくまで企業価値毀損の有無（あるいはシナジー発生の有無）という客観的な状況に従って何れかが決せられるべき問題で、何れか大きい方を選択するという見解は採用しがたいという批判は根強い[122]。

### 第 2 款 近時の学説と最高裁決定

近時の学説では、二段階買収による全部取得の価格決定事件においては、公開買付けを含めた企業買収等の一連の手続が公正と認められる場合は、裁判所は公開買付価格を尊重してこれを取得価格とすべきで、逆に不公正と評価される場合に限り公正とされる価格を算定すべきとするものがあり[123]、その逆に企業買収等における一連の手続が公正と認められない場合には、テクモ事件最高裁決定で判示された「公正な価格」の決定枠組み、つまり企業価値の増加・不増加を判定した上で、「ナカリセバ価格」またはシナジーの「公正分配価格」の何れかを算定すべきとするものがある[124]。これら一連の手続を重視する学説は、最初の段階で企業再編における一連の手続が公正と判断される場合においては、「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」の何れかを判定するための企業価値の増加・不増加を判定せずに「公正な価格」（あるいは「公正な取得価格」）を算定できるとする[125]。もっとも、一連の手続が不公正な場合は、企業価値の増加・不増加の判定作業が必要となるが、この判定は、二段階買収における一連の取引全体において判断する[126]（図表 1-3）。独立当事者間の組織再編において公正な手続で実施された場合には企業価値の増加を推定するという見解は以前からあるが[127]、企業価値の増加の有無と組織再編条件の公正さの評価は違うという見解もあり、そ

---

120 新商事判例便覧 2919「吸収合併消滅会社の株主による株式買取価格決定の申立てに対し、合併がなかったならば有していた価格と、合併による企業価値の増加を適切に反映した価格の、いずれか高いほうを『公正な価格』とすべきと判断された事例」商事法務 1902 号 61 頁参照。

121 田中・前掲注 30）221-222 頁参照。

122 石丸・前掲注 118）339 頁参照。

123 田中亘「補正に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格の決定事例――東宝不動産事件」ジュリスト 1489 号（2016）112 頁、飯田・前掲注 31）43 頁、加藤・前掲注 5）4 頁、白井正和「MBO における全部取得条項付種類株式の取得価格の算定」ジュリスト 1455 号（2013）116-119 頁等参照。

124 田中・前掲注 30）234-237 頁参照。

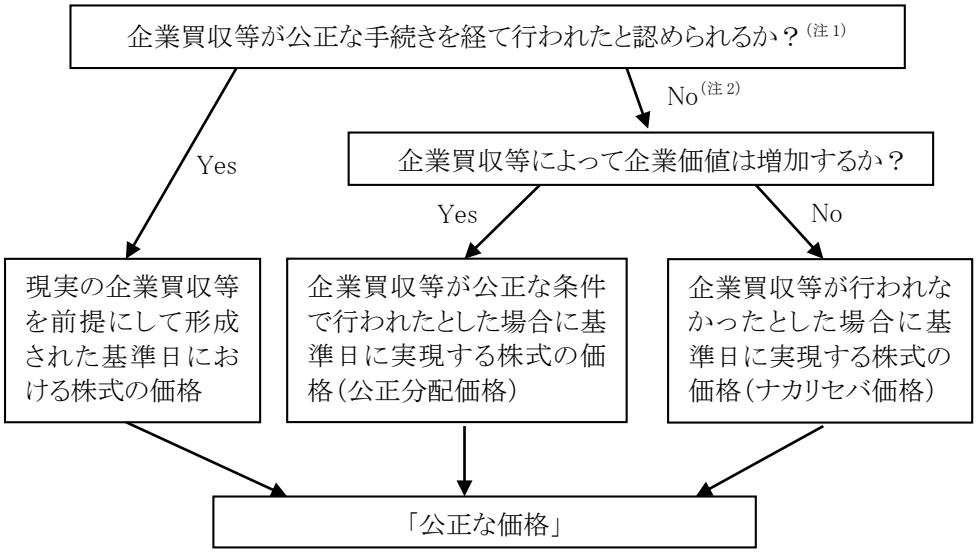
125 田中・前掲注 123）113 頁、田中・前掲注 30）234-237 頁参照。

126 田中・前掲注 5）408-409 頁参照。

127 石綿学「テクモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討〔下〕－株式買取請求権制度における『公正な価格』の判断枠組み－」商事法務 1968 号（2012）17 頁参照。

の論拠としては、企業価値の増加は市場株価等を使用してある程度は定量化可能であるからとされるが[128]、実際に可能かどうかという技術的な点も含めて検討の余地がある（第3款で検討する）。

図表 1-3 「公正な価格」決定のためのフローチャート（近時の学説と判例）[129]




（注1） 公正な手続を経て行われたかどうかの審査の程度は、独立当事者間取引と非独立当事者間取引とで異なる（非独立当事者間取引のほうが、手続の公正さについて立ち入った審査を行う）。
（注2） 公正な手続を経たと認められるものの、株主の判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がある場合を含む。

これらの見解を採用するように、現金対価の二段階買収にかかる株式取得価格決定である最一小決平成28年7月1日[130]（ジュピターテレコム事件最高裁決定）は、「一般に公正と認められる手続が実質的に行われ、多数株主等と少数株主との利害が適切に調整され、株式の買付価格が公正に定められたものと認められる場合には、裁判所は、独立当事者間の取引の場合と同様に、原則としてこのような手続を通じて定められた価格（取引条件）を尊重すべきものであると考えられる。」と判示する。ここで「独立当事者間の取引の場合」とは親子関係など資本関係がない両当事会社間における組織再編の取引のことであり、このような考え方についてはテクモ事件最高裁決定で既に判示されていたが、ジュピターテレコム事件最高裁決定は、独立当事者間でない資本関係のある親子会社間の取引であっても手続的な公正性が確保されていれば当事者間で合意された取引価格を尊重するという点を明確にした点で重要である。

さらに、同最高裁決定は「取引の基礎とした事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情のない限り、当該買付け等の価格をもって取得価格とすべきものであると解するのが相当である。」として、「特段の事情のない限り」との条件もつけているが、具体的にどのような事情があるかは議論の余地がある。また、最高裁は「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株

[128] 飯田・前掲注 101）30-31 頁は、企業価値の増加が評価できたとしても、その増加した企業価値の分配について決定づけるための理論は明らかでないと付言する。
[129] 田中・前掲注30）237頁（図表1-8-1）を若干修正して掲載した。他の学説として、飯田・前掲注31）42-45頁。
[130] 最一小決平成28年7月1日・前掲注7）58頁。

主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。」とも判示する。しかし、このように単に「第三者委員会や専門家の意見を聴く」といった外形的な基準で公開買付価格が多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された判断するというのはあまりに形式的である。

このように、近時の最高裁決定は、一連の取引において手続が公正であると裁判所が判断した場合には公開買付価格を「公正な取得価格」と判断するのみで、価格の実質的な妥当性に介入せずに、企業買収等を行う側の経営判断や予測可能性を尊重する内容となっている。しかし、企業買収等をする側の予測可能性が高まることは、逆に買収される会社の株主側にも価格決定の申立てにおける裁判所の決定価格の「予測可能性」を高めることになり、多くの場合で価格決定の申立てを躊躇することにならないか懸念される。

### 第 3 款 企業価値または株主価値棄損有無の判定方法

従来の学説や最高裁決定によれば、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れを「公正な価格」とするかは、企業価値の増加・不増加の判定によることになる。この判定は特に「公正な価格」に影響を与える以上、裁判においては重要な争点の一つとなる。近時の株式買取価格決定申立事件の判例では、組織再編の計画を公表した日等から効力発生日あるいは上場廃止直前日等までの期間における株式買取請求を受ける上場会社の市場株価と市場指数の収益率[131]（リターン）の相対比較をした定量的な資料を判断材料の一つとして、企業価値または株主価値毀損の有無を判断する事件がみられる。特にテクモ株式買取価格決定申立事件[132]においては、テクモの市場株価による定量的分析が判断材料の一つとなったが、地裁決定と（差戻前）高裁決定では、企業価値または株主価値が毀損されたと判示したところ、最高裁決定では企業価値には言及せずに株主価値は毀損されていないと判断し、差戻審高裁決定では企業価値と株主価値の両方が毀損されていないとする異なった判断がなされている。特に差戻審高裁決定、地裁決定および高裁決定（差戻前）とも、市場株価を使用した定量的な証拠資料を重視したようであるが、市場株価の観測起点日（イベント日）の違いから異なった結論になった。

---

[131] 本論文の分析において、日次の収益率(リターン)または累積収益率は、配当や株主優待などのインカムゲインを含まない、日次の市場株価や市場インデックス(市場指数)の変動率のみを用いて算出した。

[132] 東京地決平成 22 年 3 月 31 日金融・商事判例 1344 号 36 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 23 年 3 月 1 日金融・商事判例 1388 号 24 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件高裁決定〕、最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3)1784 頁〔テクモ事件最高裁決定〕、東京高決平成 25 年 2 月 28 日判例タイムズ 1393 号(2013)239 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件差戻審高裁決定〕。

### 第 1 目 企業価値または株主価値毀損有無における判定枠組み

裁判では企業価値または株主価値毀損の有無を判断するためには、市場株価の変動を用いた分析資料が重要な判断要素となっていることから、その判定方法について検討する。このためには、大きく以下の二つに議論を切り分ける必要がある。

Ⅰ. 判定のための定量的な評価尺度

Ⅱ. 評価尺度を用いた判定の枠組み

まずⅠの定量的な評価尺度であるが、判例で採用しているのは市場株価や市場指数における計測すべき任意の二時点間における収益率（累積収益率）である。評価尺度の詳細についてはここで触れないが、評価尺度には様々なものがあり、中には理論的で精緻であるが、簡便なものと比較して計算に手間がかかるうえに結果が変わらない場合もあり、本論文では簡便な累積収益率を採用し分析作業を行う[133]。次に、Ⅱの評価枠組みであるが、これまでの判例と学説の議論を総合して、企業価値または株主価値の毀損有無の判定を行うための判定枠組みを整理する[134]。この判定枠組みには、「①企業価値毀損の有無の判定」、「②株主価値毀損の有無の判定」および「③シナジー適正分配の判定」の三種類あり、また最終的な判定結果のカテゴリーは 5 種類になる[135]（図表 1-4）。

判定の流れとしては、「①企業価値毀損の有無の判定」では両当事会社の企業価値合計（時価総額合計で代替する）をもとに、企業価値が増加したと判定する場合には「③シナジー適正分配の判定」を行い、不増加と判定する場合には「②株主価値毀損の有無の判定」を行うというように、二段階の判定過程を経てⅠからⅤまでの合計 5 種類のカテゴリーに分類する（図表 1-4）。次に、「②株主価値毀損の有無の判定」では当事会社の株主価値の変動額を市場株価の変動から推定する。市場株価は市場全体の動きと連動するから、市場全体に対してどれだけ当該市場株価が変動したかを観察することになる。当事会社毎に市場株価を使用して判定することができるので、両当事会社の時価総額合計を使用する「①企業価値毀損の有無の判定」の場合よりも簡易に判定できる。

---

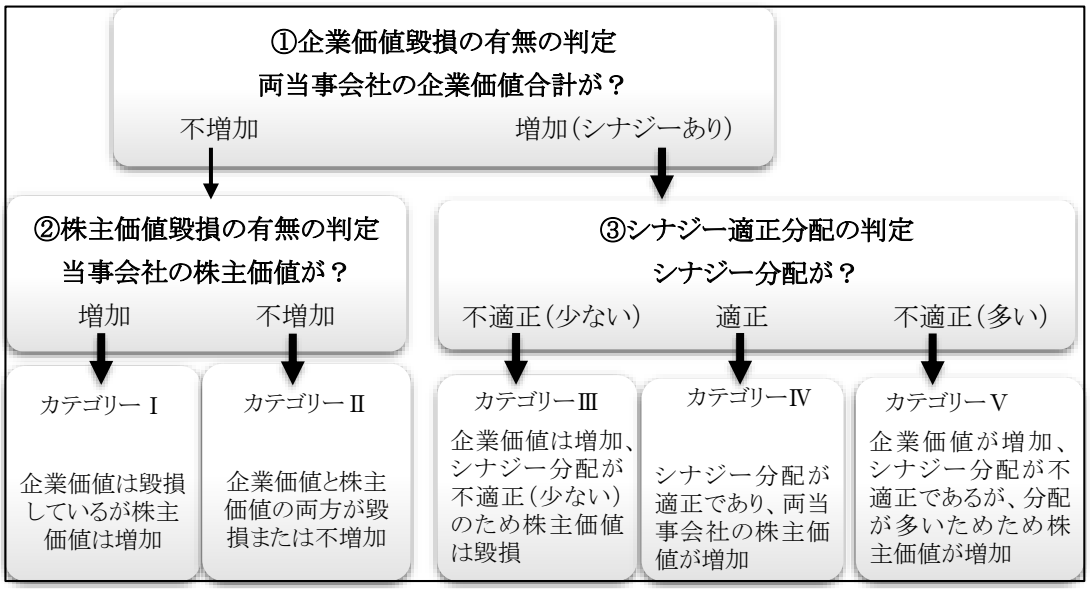
133 拙稿「テクモ株式買取価格決定申立事件における企業価値または株主価値毀損有無の判定のための定量的分析」ソフトロー研究 21 号(2013)1-60 頁では、判定のための評価指標としてファイナンスの実証分析等で利用される累積異常収益率(CAR)を採用しているが、個別銘柄ごとのマーケット・モデルの推定において検討すべき課題があるため、本論文では簡便に算出が可能な累積収益率(CR)を採用した。分析対象となる事案にも依存しようが、結論は大きく変わるものではないようである。

134 拙稿(ソフトロー研究 21 号)・前掲注 133)10 頁の「図表 2-2」と枠組みは同じである。

135 石綿・前掲注 115)18-20 頁では、「ナカリセバ価格とシナジー反映価格の適用場面の区分」ということで定性的な分析が中心ではあるが、その考えは本論文における判定枠組みでも部分的に取り入れられている。

また、藤田・前掲注 10)270-274 頁は、吸収合併における事前事後の当事会社の企業価値の変化を設例 1(企業価値が毀損する合併)と設例 2(企業価値が増大する合併)に分け、評価指標としては一株当たりの株主価値の絶対額(絶対株価)を使用し分析している。本論文の枠組みでは累積収益率 CR を用いることが前提となる点が大きく異なる。

図表 1-4　企業価値または株主価値毀損の有無における判定枠組みの例




最後に「③シナジー適正分配の判定」では、企業価値の増加額がどのように分配されたかに大きな影響を与える合併比率、株式交換比率あるいは株式移転比率といった組織再編比率の公正さが問題となる。これまでの判例では組織再編比率が不公正であるためシナジー分配が不公正とされ、それを公正とされる組織再編比率に変更するという判例はない。テクモ事件最高裁決定やその他下級審決定では、シナジーの適正分配が問題となる場合については、主に組織再編に対する株主総会の決議や独立当事者間取引のように手続的な公正さといった定性的な面を重視して分配の適正性を判断する[136]。このように、組織再編比率の公正さは裁判所の法的評価によるところが大きく定量的な判定には適さない。

**第 2 目 市場株価による棄損有無を判定した判例**

これまでの株式買取請求・価格決定事件では、企業価値や株主価値の毀損の有無を判定するには、上場会社の場合であれば組織再編の公表日等から効力発生日等の間の期間（6 か月以内程度）の当該上場会社の市場株価と市場指数（日経平均株価や TOPIX など）の累積収益率における相対比較（相対収益率）による手法を採用している。必ずしも市場株価等を用いた定量的分析による資料のみによって、企業価値または株主価値の毀損の有無が判断できるわけではないが、いくつかの価格決定事件は、単に本論文の企業価値または株主価値の毀損の有無を判定するための判定枠組み（図表 1-4）の中の「②株主価値の毀損の有無」だけを判定したにすぎない。つまり、決定の中には組織再編の他方当事会社の市場株価について触れられた記述はなく、どの判例も正確には「①企業価値の毀損の有無」については何も判定していない[137]。

---

[136] シナジー分配が問題となった事案としては、テクモ事件以外にも、ダブルクリック事件（東京地決平成 22 年 3 月 30 日金融・商事判例 1370 号 19 頁）などがあり、両判例とも公正な組織再編比率によってシナジー分配が適正になされたとして、市場株価を直接に参照した価格決定となっている。

[137] 本章で紹介する定量的評価による証拠資料が参照された三つの判例においては、当該事案が「ナカリセバ価格」か「シナジー分配価格」の何れが問題となる事案になるのかの判定は不可能のはずである。もっとも、「企

テクモ事件を含めた主な四つの株式買取請求・価格決定において、参照された市場指数（日経平均株価または TOPIX）やイベント日（公表日）の種類、さらに企業価値または株主価値の毀損の有無（以下「毀損の有無」という。）をまとめると図表 1-5 のようになる。これらの価格決定事件では、イベント日から取引最終日又は組織再編効力発生日までの期間の累積収益率（絶対収益率）を算出し、同期間における市場指数の累積収益率と相対比較（相対収益率）して毀損の有無を判定するための一資料とするが、これに対しては、定量的な手法自体としては簡便で分かり易いが、あまりに表面的すぎるという学説からの批判もある[138]。

図表 1-5 株式買取価格決定申立事件における企業価値または株主価値の毀損有無の判定

| 事件名 | | 日経平均 | TOPIX | 株価観察期間の起点日（イベント日） | 毀損の有無（判例） |
|---|---|---|---|---|---|
| テクモ事件[139] | 地裁、高裁（差戻前） | ○ | × | 株式移転比率公表日 | 有 |
| | 最高裁 | | | | 無[140] |
| | 差戻審高裁 | ○ | × | 株式移転計画公表の前日等 | 無 |
| インテリジェンス事件[141] | | ○ | ○ | 株式交換の計画公表日 | 有 |
| 協和発酵キリン事件[142] | | ○ | ○ | 企業再編の報道日 | 無 |
| 楽天対 TBS 事件[143] | | × | ○ | 吸収分割公表日<br>改正放送法成立前日 | 無 |

注：○があるものは裁判で参照された市場指数、×は参照されていないものであることを示す。

これら四つの株式買取価格決定事件において、毀損の有無の判定に使用した市場指数は日経平均株価か TOPIX の何れかであり、インテリジェンス事件と協和発酵キリン事件のように両方を参照する場合もある（後掲図表 1-6）。もっとも市場指数の選択では、毀損の有無の判定における結果に違いは生じないが、テクモ事件においては、参照された市場指数が日経平均株価単独であった点に若干の違和感がある。何故なら、TOPIX 単独あるいは TOPIX と日経平均の両方で比較するのが標準的であると思われるが、テクモ事件では日経平均だけを参照しているからである。同様なこと

業価値または株主価値毀損の有無」といった場合は、企業価値か株主価値の何れかが毀損した場合を意味していると解釈できるので、結論的には誤りとは言えない場合もある。

138 藤田友敬「裁判過程における実証分析の利用：株式買取請求事件を素材に」ソフトロー研究 20 号(2012)10 頁は、「問題の会社の株式の市場価格から企業価値の毀損を読み取ろうとする際に、裁判所が具体的に行っている作業は、あまりに表面的な観察にとどまっていることが多く、さらには方法論的には誤ったものすら含まれている。」と批判しており、さらにイベント・スタディの手法によって克服できる面もあると主張する。

139 東京地決平成 22 年 3 月 31 日・前掲注 132)36 頁、東京高決平成 23 年 3 月 1 日・前掲注 132)24 頁、最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3)1784 頁、東京高決平成 25 年 2 月 28 日・前掲注 132)239 頁。

140 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3)1784 頁〔テクモ事件最高裁決定〕は、明示的に企業価値毀損の有無を判定してはいないが、シナジー適正分配価格が問題とされていることから、当然に企業価値の増加が前提とされている。よって、決定内容から総合的に判断すると、ここでは企業価値または株主価値の毀損は無いとして、判定を「無」とした。

141 東京地決平成 22 年 3 月 29 日金融・商事判例 1354 号 28 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 22 年 10 月 19 日金融・商事判例 1354 号 14 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件高裁決定〕、最三小決平成 23 年 4 月 26 日・前掲注 3)16 頁。

142 東京地決平成 21 年 4 月 17 日金融・商事判例 1320 号 31 頁（事件①）、同号 41 頁（事件②）〔協和発酵キリン株式買取価格決定申立事件地裁決定〕。

143 東京地決平成 22 年 3 月 5 日金融・商事判例 1339 号 49 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 22 年 7 月 7 日金融・商事判例 1346 号 14 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件高裁決定〕、最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 3)1311 頁。

はインテリジェンス事件の場合にもあてはまり、JASDAQ 市場に上場していたインテリジェンスの場合には、JASDAQ 指数が含まれず TOPIX と日経平均の両方で比較されている点が特徴的である。

### 第 3 目 四事件における裁判所の判定と検証との比較

先に提示した四つの株式買取請求・価格決定事件は全て、米国で発生したいわゆるサブプライム問題やリーマン・ショックを発端とする世界市場の混乱による株式市場全体の暴落の影響を受けた時期の前後であって、どの事件でも市場株価の累積（絶対）収益率がマイナスとなっている[144]（図表 1-6)。そのため、単純に市場株価の下落状況だけをみれば、少なくとも企業価値または株主価値の何れかが毀損したと単純に判断しても間違いではないように見える。しかし、同時期には市場指数も全てのケースで下落しているため、裁判所が相対収益率あるいは超過収益率、つまり市場指数収益率との相対比較で毀損有無を判定した点は評価できる。特に、インテリジェンス株価の累積収益率は、計測期間（営業日数）が 57 日と短期間にもかかわらず、-45.6%もの大きな下落率となる（図表 1-6)。他方で TOPIX や日経平均株価などは約 10%の下落となり、インテリジェンスの市場株価は市場指数と比較して大きく下落し、相対収益率が大きなマイナスであるから、企業価値または株主価値が毀損したと裁判所から判定されている[145]（図表 1-6)。

図表 1-6 毀損有無の判断をした価格決定事件における市場株価等の収益率や判定結果等

| ／事案 | | インテリジェンス事件（地・高裁） | テクモ事件（地裁・高裁） | テクモ事件（差戻審高裁） | 協和発酵キリン事件（地裁） | 楽天対 TBS 事件（地裁） | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ① 観察起点日（イベント日または公表日） | | 株式交換の計画公表日 | 株式移転比率公表日 | **経営統合の公表日等** | 企業再編報道日前日 | 吸収分割公表日 | 改正放送法成立前日 |
| ② 観察最終日 | | 取引最終日 | | | 効力発生日 | | |
| ③ ①と②間の営業日数 | | 57 日 | 83 日 | 132 日 | 109 日 | 133 日 | 310 日 |
| ④絶対収益率 | 市場株価 | **−45.6%** | −24.6% | −29.6% | −18.5% | **−24.3%** | −44.2% |
| | TOPIX | **−11.5%** | **−2.03%** | −31.9% | −23.9% | **−33.4%** | −45.5% |
| | 日経平均 | −10.2% | +1.81% | −32.5% | −26.0% | −32.4% | −44.4% |
| ⑤相対収益率 | **(対 TOPIX)** | **−34.1%** | −22.6% | **+2.32%** | +5.4% | **+9.1%** | +1.3% |
| | (対日経平均) | −35.4% | **−26.4%** | **+2.91%** | +7.5% | +8.1% | +0.2% |
| ⑥毀損有無の判定(本論文) | | 有 | 有 | 無 | 無 | 無 | 無 |
| ⑦裁判所の判定 | | **有** | **有** | 無 | 無 | 無 | 無 |
| (比較用市場指数) | | TOPIX 日経平均 | 日経平均 | 日経平均 | TOPIX 日経平均 | TOPIX | TOPIX |

注: 相対収益率における、「⑤相対収益率」の(対 TOPIX)は、「④絶対収益率」の市場株価の収益率から TOPIX の収益率を引くことにより算出し、(対日経平均)についても同様である。また、「⑥毀損有無の判定(本論文)」では、「⑦裁判所の判定」とは別に本論文で独自に判定した結果である。それは、単に「⑤相対収益率」(対 TOPIX と対日経平均)の数値がマイナスの場合を「有」とし、プラスの場合を「無」と機械的に判定した。また、楽天対 TBS 事件では TBS の市場株価に対する分析結果である。

[144] 保有株式の価格が大幅に下落したからこそ、株主にとり株式買取請求を行うインセンティブがあるともいえる。

[145] 神田秀樹「会社法における株式の公正な価格の決定」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編『会社・金融・法〔下巻〕』(商事法務, 2013)154 頁は、「インテリジェンス社事件は、インテリジェンス社がその親会社である U 社との間で株式交換をした事例であり、むしろ類型Ⅱにおける毀損の有無が問題となりうる事例であったといえなくはない」とし、同事件は企業価値が増加しシナジー分配が問題となる事例であったと指摘する。

これら四つの株式買取請求・価格決定事件においては、インテリジェンス事件とテクモ事件下級審（地裁と高裁）の決定を含む二つの事案で企業価値または株主価値の毀損かあったと判定され、それ以外の裁判では、毀損はないと判定された[146]。これら全ての事件では、観察起点日から取引最終日または組織再編効力発生日までの期間の累積収益率を算出し、同期間における市場指数の累積収益率と単純に比較して毀損の有無を判定している（図表 1-6「⑦裁判所の判定」）。本論文の検証（「⑥毀損有無の判定（本論文）」）は、単純に「⑤相対収益率」符号によって毀損の有無を機械的に判定しているが、これは裁判所の判定である「⑦裁判所の判定」とすべての事件で結果が一致する（図表 1-6）。

ここで興味深いのは、テクモ事件の地裁と高裁（差戻前）における「①観察起点日」のみが、経営統合計画発表後の統合条件（株式移転比率）が公表された日であり、他が企業買収等の公表日であることである。株式市場が効率的であるという前提に立てば、組織再編比率が発表された時点では両当事会社の市場株価は既に経営統合によるシナジーが織り込まれており、少なくとも企業価値の毀損の有無を判定することはできない。テクモ事件差戻審高裁決定では、テクモ事件以外の三事件で採用されたと同様に、組織再編比率の公表日後ではなく企業買収等の計画や組織再編を公表した日または前日を観察起点日[147]として選択したことにより、これら価格決定事件間において整合的な定量分析の方法となっており、またこれを基に裁判所が決定したことは大いに評価できよう。

---

[146] 神田秀樹「金融・経済取引における損害賠償法理等のあり方」司法研修所論集 123 号（2013）53-54 頁は、テクモ事件について「差戻し後の高裁決定は、インテリジェンス社事件と異なり、類型Ⅰにおける毀損はないと認定したように読めますが、類型Ⅰか類型Ⅱかに関して最高裁決定とずれている感があると思います。」と指摘する。本論文は、テクモ事件最高裁決定が企業価値毀損の有無の判断を明示的にせずに、類型Ⅱの毀損の有無を判断したところ、差戻審高裁決定では、企業価値毀損の有無を明確に判断してから、類型Ⅱにおける毀損の有無を判断した点について裁判所を高く評価する。

[147] 「経営統合等の計画を公表した日または前日」とは、本論文で取り扱う事件であれば、「株式交換の計画公表日」（インテリジェンス事件）、「経営統合の公表日等」（テクモ事件）、「企業再編報道日前日」（協和発酵キリン事件）、「吸収分割公表日」（楽天対 TBS 事件）のように呼び方は事件によって異なる（図表 1-6）。要は、将来行われる組織再編の計画等が初めて公表（報道も含む）された日や前日以前であれば、当該組織再編の計画という情報が全く市場株価に織り込まれていないと考えられる起点となる日を意味する。よって、組織再編の計画が既に公表された後に公表される組織再編比率などの付随的な情報の公表日とは大きく性質が異なる。理論的には、企業価値の毀損の有無は、「経営統合等の計画を公表した日または前日」を起点日とすべきであり、株主価値の毀損の有無は、組織再編比率（株式交換比率、株式移転比率あるいは合併比率など）の公表日を起点日とすべきである。

## 第２章 「ナカリセバ価格」算出のための株価補正：「回帰分析的手法」

「ナカリセバ価格」は「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」（旧商法 408 条ノ 3 第 1 項）であり、旧商法からの解釈として、「公正ナル価格」を算定するための基準日（以下「算定基準日」という。）は承認の「決議」があった日であって、会社法においても同様である[1]。しかし、会社法の株式買取請求・価格決定において、「ナカリセバ価格」の算定基準日は株主総会における承認決議がなされた日ではなく、反対株主から株式買取請求があった日（株式買取請求日）であるというのが最高裁決定で明確にされた[2]。本論文は、組織再編の計画や基本合意あるいは組織再編に公開買付けが先行する企業買収等（いわゆる二段階買収）では公開買付けといった重要事項が公表された日（以下「公表日」という。）を基準に「事前」と「事後」に切り分け「ナカリセバ価格」の算定を検討するが、特に算定基準日は事後に属するから、「事後」の「ナカリセバ価格」が重要になる。

### 第１節 事前と事後の二つの「ナカリセバ価格」

組織再編や公開買付けの公表日後には上場会社の市場株価は大きく変動するので、株式買取請求・価格決定の裁判で市場株価を基礎として価格決定をする場合は、特に公表日の前後をそれぞれ事前と事後に分けることが重要な意味を持つことになる。本論文は、「ナカリセバ価格」の算定において公表日を基準として「事前」と「事後」に切り分け、前者を「事前のナカリセバ価格」、後者を「事後のナカリセバ価格」と区別して議論する。本章（第２章）でこの二つの「ナカリセバ価格」についてそれぞれ検討する際には可能な限り明示的に事前と事後を区別するが、特に断りがないときは、単に「ナカリセバ価格」という場合は、補正をした「事後のナカリセバ価格」を意味し、同様に株式取得価格決定における「客観的価値」の場合は「事前のナカリセバ価格」を意味する。

学説でも判例でも「事前のナカリセバ価格」である「客観的価値」が単に「ナカリセバ価格」と呼ばれることもあるが、本論文では、それと補正株価を使用して算出される「事後のナカリセバ価格」とは明確に区別する。旧商法における株式買取価格決定申請事件や会社法の一部の株式買取価格決定申立事件においては、「事前のナカリセバ価格」すなわち公表日以前の市場株価の平均値をもって「ナカリセバ価格」とした判例もあり、それとの関連で「客観的価値」においても事前の市場株価を参照し算定されるから「ナカリセバ価格」と呼ぶと推測されるが、これは混乱を招きミスリーディングである。

---

[1] 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論（上）』（商事法務, 2007）292 頁参照。

[2] 株式買取請求かかる価格決定の裁判では、「公正な価格」の算定基準日は、株式買取請求日とする最高裁決定としては、最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕、最三小決平成 23 年 4 月 26 日金融・商事判例 1367 号 16 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕、最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕がある。

算定方法については後述するが、「事前のナカリセバ価格」を算定するためには公表日以前の複数の市場株価を参照し、他方で「事後のナカリセバ価格」では公表日後の補正株価を算定した上で算定基準日のそれを参照するという大きな違いがある。ここで後者の補正株価は、組織再編の公表前の「事前」の市場株価を基準（起点）としつつも、公表日後の市場全体の株価変動等を考慮するように補正した株価である。よって、この補正株価の算定には株価の「補正」に伴う技術的な問題点があり、議論が多い。本章（第２章）では、事前の市場株価による「事前のナカリセバ価格」の算定を第２節で、事後の補正株価による「事後のナカリセバ価格」については第３節で検討する。

## 第２節　「事前のナカリセバ価格」と市場株価

本節では「事前のナカリセバ価格」を算定するために事前の市場株価を使用する場合として、株式買取請求・価格決定における「ナカリセバ価格」の算定や全部取得条項付種類株式の取得（以下「全部取得」という。）にかかる株式取得価格決定で算定される「客観的価値」を中心に検討する。

### 第１款 学説と判例（市場株価を参照した「ナカリセバ価格」）

従来から、特に旧商法においては、株式買取請求・価格決定の裁判で市場株価が参照できる場合には市場株価を算定の基礎として利用することを支持する見解があった[3]。上場会社株式について市場価格を基準とするのは、市場の情報効率性を原則として信頼するという積極的な理由によるか、あるいは企業価値について他により信頼できるデータがないという消極的理由によるかはともかく、市場価格が企業価値を反映するという考え方を前提としているからである[4]。旧商法時代の判例は市場株価を単なる一要素として価格決定する判例[5]から市場株価を基礎として価格決定する方向に動いてきた[6]。「事前のナカリセバ価格」については旧商法時代の判例で、承認決議日を基準日としつつも、実際の価格算定においては、公表日以前の市場株価を参照して「事前のナカリセバ価格」を算定した判例もある[7]。

---

[3] 関俊彦『株式評価論』(商事法務研究会, 1983)259 頁、宍戸善一「合併公表後に株式を取得した者も株式買取を請求できるか――株価が上昇した場合の買取価格」ジュリスト 938 号(1989)79 頁、上柳克郎『会社法・手形法論集』(有斐閣, 1980)230 頁、大隅健一郎＝今井宏『会社法論　上巻　第３版』(有斐閣, 1991)503 頁、藤田友敬「株式会社の企業金融(2)　Law and Economics　会社法(第７回)」法学教室 265 号(2002)76 頁、弥永真生「合併発表後に取得した株式の買取価格」江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選(別冊ジュリスト 180 号)』(有斐閣, 2006)191 頁。

[4] 藤田・前掲注 3)76 頁参照。

[5] 横浜地決昭和 47 年１月 21 日判例時報 666 号 91 頁〔和泉製菓株式買取価額決定申請事件地裁決定〕、東京地決昭和 46 年４月 19 日下民集 22 巻 3・4 号 446 頁〔北日本製紙株式買取価格決定申請事件地裁決定〕、東京高決昭和 47 年４月 15 日判例タイムズ 279 号 338 頁〔北日本製紙株式買取価格決定申請事件高裁決定〕、最一小決昭和 48 年３月１日民集 27 巻２号 161 頁〔前田製菓株式買取価格決定申請事件最高裁決定〕。

[6] 弥永・前掲注 3)190 頁参照。

[7] 東京地決昭和 58 年２月 10 日判例時報 1068 号 110 頁〔科研製薬株式買取価格決定申請事件地裁決定〕、東京地決昭和 58 年 10 月 11 日下民集 34 巻 9-12 号 968 頁〔北辰電機株式買取価格決定申請事件地裁決定〕、東京高決昭和 58 年 12 月 14 日判例タイムズ 525 号 285 頁〔北辰電機株式買取価格決定申請事件高裁決定〕、東京地決昭和 60 年 11 月 21 日判例時報 1174 号 144 頁〔住友軽金属株式買取価格決定申請事件地裁決定〕。

平成 17 年改正直後の株式買取価格決定申立事件においても、一部下級審の価格決定で、公表日以前の市場株価を参照した「事前のナカリセバ価格」が採用されている[8]。このうち東京地決平成 22 年 3 月 29 日と東京地決平成 22 年 3 月 31 日では、公表日以前の 1 か月間の市場株価終値が参照され出来高加重平均による平均株価が決定価格として採用された。なお、東京高決平成 23 年 3 月 1 日で裁判所は「株式移転自体により当該当事会社の企業価値が毀損されたり、又は、株式移転の条件（株式移転比率等）が同社の株主にとって不利であるために、株主価値が毀損されたり、株式移転から生じるシナジーが適正に分配されていないことなどを窺わせる特段の事情」があるとして、「公正な価格」は、「ナカリセバ価格」によるとした。ここでは、「ナカリセバ価格」は、株式移転比率が公表された日前 1 か月の市場株価を平均して算定されているが、これは正確には本論文でいうところの「事前のナカリセバ価格」ではない。さらに、この決定に対しては、そもそも「ナカリセバ価格」の適用を誤った決定である[9]とする批判がある。しかし、その後の最高裁決定は、「ナカリセバ価格」の決定においては、公表日後の算定基準日における市場株価または補正株価（組織再編の公表前の市場株価を参照して補正）を参照するとし[10]、これにより「事後のナカリセバ価格」が採用された。つまり、判例においては「ナカリセバ価格」の算定は「事前のナカリセバ価格」から「事後のナカリセバ価格」へと大きく変更されたことになる。

### 第 2 款 株式取得価格決定における「客観的価値」の算定（判例）

#### 第 1 目 「公正な取得価格」と「客観的価値」の関係

株式取得価格決定申立事件において、裁判所は「公正な取得価格」を決定するに際して、取得日における当該株式の客観的価値（以下「客観的価値」という。）に加えて、強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価額をも考慮すると判示した[11]。すなわち「公正な取得価格」は、①「客観的価値」と株価上昇に対する期待としての②「増加価値分配額」（「プレミアム」）の二つを足し合わせた以下の定式となる。

---

[8] 東京地決平成 22 年 3 月 29 日金融・商事判例 1354 号 28 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、東京地決平成 22 年 3 月 31 日金融・商事判例 1344 号 36 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 23 年 3 月 1 日金融・商事判例 1388 号 24 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件高裁決定〕。

[9] 江頭憲治郎「上場会社における株式買取請求の『公正な価格』」金融・商事判例 1353 号(2010)2 頁参照。

[10] 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 2)1311 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕、最三小決平成 23 年 4 月 26 日・前掲注 2)1367 号 16 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕。

[11] 東京高決平成 20 年 9 月 12 日金融・商事判例 1301 号 28 頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。また、最三小決平成 21 年 5 月 29 日金融・商事判例 1326 号 35 頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕。では、この原決定の判断を是認している。さらに、同決定における田原睦夫裁判官の補足意見によれば「公正な取得価格」とは、①MBO が行われていなかったならば株主が享受し得る価値と②MBO の実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分の合計であるという。原決定における表現とは若干異なるが、算定の枠組みは基本的に同じである。

なお、MBO の事案については、「シナジー分配価格」という表現はミスリーディングとなる場合がある。先の、田原補足意見では、シナジー効果に相当する部分を「MBO の実施によって増大が期待される価値」と呼んでいるが、これを適切に分配した価格を含めて、本論文では「シナジー分配価格」という用語を使用することもある。

「公正な取得価格」＝①「客観的価値」＋②「増加価値分配額」(「プレミアム」)

この「公正な取得価格」の算定の基本的枠組みは、その後の同種の価格決定事件であるサンスター事件[12]、サイバード事件[13]およびオープンループ事件[14]、松尾橋梁事件[15]、カルチュア・コンビニエンス・クラブ事件[16]（以下「CCC 事件」という。)、コージツ事件[17]、ホリプロ事件[18]、セレブリックス事件[19]、グッドマンジャパン事件[20]、エース交易事件[21]およびニッシン債権回収事件[22]等の株式取得価格決定の裁判でも採用された。これらは全て上場会社の MBO に関連した価格決定事件であるが、「客観的価値」を算出するために市場株価を参照している点で共通する。具体的にどのような計算方法を採用したかは事件に依って異なるが、「客観的価値」を算定するために市場株価を参照し平均する具体的な算定方法について、以下で四種類の計算方法に分類する（具体的な算定方法は第 3 章第 3 節第 2 款を参照)。

**第 2 目　「客観的価値」の算定方法による判例の分類**

平均するために参照する市場株価の種類としては、「終値」か「VWAP」の二種類があり[23]、一定期間における複数日の市場株価を平均する方法として「単純平均」か「出来高加重平均」の二種類があるので、その選択の組合せでとして「①終値の単純平均」、「②終値の出来高加重平均」、「③VWAP の単純平均」および「④VWAP の出来高加重平均」の合計四種類の計算方法があり、上

---

[12] 大阪地決平成 20 年 9 月 11 日金融・商事判例 1326 号 27 頁、大阪高決平成 21 年 9 月 1 日金融・商事判例 1326 号 20 頁、最三小決平成 22 年 2 月 23 日資料版商事法務 312 号 123 頁。

[13] 東京地決平成 21 年 9 月 18 日金融・商事判例 1329 号 45 頁、東京高決平成 22 年 10 月 27 日資料版商事法務 322 号 174 頁。

[14] 札幌地決平成 22 年 4 月 28 日金融・商事判例 1353 号 58 頁、札幌高決平成 22 年9月 16 日金融・商事判例 1353 号 64 頁。

[15] 大阪地決平成 23 年 1 月 28 日金融・商事判例 1390 号 38 頁、大阪高決平成 24 年 1 月 31 日金融・商事判例 1390 号 32 頁。

[16] 大阪地決平成 24 年 4 月 13 日金融・商事判例 1391 号 52 頁。

[17] 東京地決平成 25 年 1 月 30 日（平成 24 年(ヒ)第 97 号、同 98 号、同 111 号）（判例集未登載)、東京高決平成 25 年 3 月 14 日（平成 25 年(ラ)第 352 号）（判例集未登載)。評釈としては、阿南剛「コージツ事件東京高裁決定の検討」商事法務 1998 号(2013)53 頁がある。

[18] 東京地決平成 25 年3月 14 日金融・商事判例 1429 号 48 頁、東京高決平成 25 年 10 月8日金融・商事判例 1429 号 56 頁。

[19] 東京地決平成 25 年 9 月 17 日金融・商事判例 1427 号 54 頁、資料版商事法務 355 号 23 頁。株主側が抗告するも、東京高決平成 25 年 11 月 8 日商事法務 2015 号(2013)48 頁（判例集未登載）で棄却されている。。

[20] 東京地決平成 25 年7月 31 日資料版商事法務 358 号 148 頁。

[21] 東京地決平成 25 年 11 月 6 日金融・商事判例 1431 号 52 頁。

[22] 東京地決平成 25 年 7 月 16 日（平成 25 年(ヒ)2 号、判例集未登載)、東京高決平成 25 年 10 月 31 日（平成 25 年(ラ)1642 号、判例集未登載)。

[23] VWAP（Volume Weighted Average Price）とは、日本取引所グループ（JPX）のホームページ(http://www.jpx.co.jp/glossary/ha/360.html)によれば、当日の東京証券取引所のオークション市場で成立した価格を価格毎の売買高で加重平均した価格(売買高加重平均価格)であるという。さらに、VWAP は、より取引実態に近い平均的な約定値段として、主に機関投資家の執行価格の目標値として用いられ、東京証券取引所においては、ToSTNeT において執行することが可能であるという。この定義から、VWAP は終値と同じように「日次」の市場株価であることに注意が必要である。

記各事件をこれによって分類する。また、平均するために市場株価を参照する期間（計算期間）は事件に依って 1 か月から 6 か月の期間とばらつきがある（図表 2-1）。

図表 2-1　市場株価を参照した「客観的価値」の計算方法による判例の分類

| 平均方法＼市場株価 | | | 参照する日次の市場株価 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 終値 | VWAP |
| 平均株価計算方法 | 単純平均 | 期間＼ | ①終値の単純平均 | ③VWAP の単純平均 |
| | | 1 か月 | レックス事件地裁決定[24]、CCC 事件[25]、ニッシン債権回収事件[26]、オープンループ事件[27] | |
| | | 3 か月 | | エース交易事件[28] |
| | | 6 か月 | レックス事件（高裁）[29]、サンスター事件[30] | |
| | 出来高加重平均 | 期間＼ | ②終値の出来高加重平均 | ④VWAP の出来高加重平均 |
| | | 1 か月 | サイバード事件[31]、ホリプロ事件[32]、松尾橋梁事件[33] | オープンループ事件[34] |
| | | 3 か月 | コージツ事件[35] | |
| | | 6 か月 | グッドマンジャパン事件[36] | |

これまでの MBO 等に係る価格決定裁判においては、「客観的価値」を計算する場合の市場株価の参照期間が 1 か月という判例が多いが、中には 6 か月と長い期間もある（図表 2-1）。同種の価格決定事件間との整合性を取るという観点では、市場株価を参照する場合は 1 か月で統一するのが妥当であると思われが、理論的に妥当な計算期間が存在するかどうかは今後の検討課題である。次に「客観的価値」の計算法については、参照する市場株価の種類は終値が大半であり、中には VWAP が採用された判例もある（図表 2-1 の「③VWAP の単純平均」と「④VWAP の出来高加重平均」[37]参照）。平均株価の算定では、単純平均と出来高加重平均が同じ程度で採用されている。なお、第 3 章で詳細に検討するが、株式買取請求・取価格決定における「公正な価格」の算定では、反対株主による株式買取請求日における単日の市場株価を原則としつつ、複数日における市場株価の平均を計算する場合には例外はあるがほとんどの事件で 1 か月が採用されている（第 3 章図表 3-10）。

---

[24] 地裁決定では、公開買付け前 1 か月間の終値の単純平均（202,000 円）、高裁決定では公開買付け前 6 か月間の終値の単純平均（280,805 円）。

[25] 地裁決定では、公開買付け公表前1か月間の終値の単純平均（469 円）。

[26] 公開買付け公表前日以前1か月間の終値の単純平均（452 円）。

[27] 公開買付け公表前1か月間の終値の単純平均（2,409 円）と VWAP の出来高加重平均（2,347 円）。

[28] 市場株価として VWAP を参照しているのは確かだが、平均の計算方法として、公開買付け公表前 3 か月間の単純平均値を使用している可能性が高い。しかし、裁判所が採用した計算結果 246 円と本論文での計算結果（250.4 円）は一致していない。

[29] 地裁決定では、公開買付け前 1 か月間の終値の単純平均（202,000 円）、高裁決定では公開買付け前 6 か月間の終値の単純平均（280,805 円）。

[30] 地裁決定では、公開買付け発表日前日以前の 6 か月間の終値の単純平均（548 円）。

[31] 地裁と高裁決定とも、公開買付け公表前1か月間の終値の出来高加重平均（51,133 円）。

[32] 地裁と高裁決定とも、公開買付け公表日以前1か月間の終値の出来高加重平均値（89 円）の 10%増し（98 円）。

[33] 地裁と高裁決定とも、公開買付け公表前1か月間の終値の出来高加重平均値（627 円）。

[34] 公開買付け公表前1か月間の終値の単純平均（2,409 円）と VWAP の出来高加重平均（2,347 円）。

[35] 地裁と高裁決定とも、公開買付け公表前 3 か月間の終値の出来高加重平均（116 円）。

[36] 地裁決定では、非公開化手続公表前 6 か月間の終値の出来高加重平均（60,475 円）。

[37] 浜田道代＝稲葉威雄＝久保利英明編集『会社訴訟―訴訟・非訟・仮処分（専門訴訟講座）』（民事法研究会, 2013）627 頁（水野信次・西本強著）86 頁は、オープンループ事件（札幌地決平成 22 年 4 月 28 日・前掲注 14））58 頁で、「④VWAP の出来高加重平均」（2,347 円）が「①終値の単純平均」（2,409 円）と共に裁判所から認定されたという。

### 第３款 近時の判例における「客観的価値」の意味

「事前のナカリセバ価格」として市場株価を参照して算定される「客観的価値」から、公開買付価格または全部取得価格（「シナジー分配価格」）に含まれる「プレミアム」が算定される。株式取得価格決定において、この「客観的価値」には「プレミアム」を計測するための便宜的な「評価の基準点」という意味しかないという見解が有力であり、これまでの株式取得価格決定事件で裁判所が行ってきた作業の実態が公開買付けの公表時点でのプレミアムが十分であるか、そのプロセスに注目して審査していると指摘される[38]。近時の判例には、学説が指摘するように、プレミアムを計測するため便宜的な評価尺度として市場株価による「客観的価値」を利用しているものもある。例えば、東宝不動産事件高裁決定[39]では、「当事者は、主としてＤＣＦ法に依拠して、その評価レンジの範囲内における交渉によって、増加価値分配部分を含むものとして取引条件たる公開買付価格を決定しており、市場価格との差をもってプレミアムと称しているに過ぎないから、...」として、「プレミアム」はあくまで一つの評価尺度でしかなく、「プレミアム」によって公開買付価格が決定されるものではないことを明確に判示し、これまでの株式取得価格決定の裁判における、

「公正な取得価格」＝「客観的価値」＋プレミアム

という定式の役割あるいは位置づけの解釈を明確にした。株式取得価格決定における「客観的価値」があくまでプレミアムを計測するための共通の評価尺度であるならば、なおのことその算定方法という技術的な点については共通化すべきである。詳細な議論は第３章で行うが、特に市場株価を参照する場合は終値ではなく VWAP で統一すべきであり、平均値の算定方法は出来高加重平均によるべきである[40]。

## 第３節 「事後のナカリセバ価格」と補正株価

前節では「事前のナカリセバ価格」を検討したが、本節では組織再編の公表日以後の価格として算定される「事後のナカリセバ価格」について特に株価補正という技術的な論点を取り扱うものとする。

---

[38] 飯田秀総「Ⅵ 株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能：会社法・金商法における株式市場価格の意義と機能の探求（日本私法学会シンポジウム資料）」商事法務 2076 号（2015)43 頁参照。同様の見解として、阿南剛「スクイーズアウト型の組織再編における対価の適正性」神田秀樹＝武井一浩編『実務に効く Ｍ＆Ａ・組織再編判例精選（ジュリスト増刊）』（有斐閣, 2013）186 頁参照。

[39] 東京高決平成 28 年 3 月 28 日金融・商事判例 1491 号 32 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。

[40] その点について考察した論稿として、拙稿「全部取得条項付種類株式の取得に係る価格決定裁判における『客観的価値』算出のための市場株価（終値と VWAP）の利用」青山社会科学紀要 43 巻 1 号（2014）69-106 頁があり、具体的な算定方法として、1 か月間の VWAP を出来高加重したもの（単に「1か月の VWAP」と呼ばれる場合が多い。）を統一的に算定し、プレミアムの妥当性を判断すべきであると主張し、さらに事案によって市場株価を参照するための期間を変えるべきではないと主張する。

### 第１款 学説と判例（補正株価を参照した「ナカリセバ価格」）

株式買取請求・価格決定の事件における「公正な価格」の算定基準日は株式買取請求日であるが、これは組織再編の計画等が公表された日（公表日）から数か月後（3 か月から 9 か月程度）になる場合が多い。組織再編の公表日前の市場株価の平均値をもって「事前のナカリセバ価格」とすると、それは固定額として確定し公表日以後算定基準日まで変動しないが、公表日後における期間において少なくとも市場全体の株価変動（例えば TOPIX や JASDAQ 指数などの変動）の影響は受ける。この点については、従来から「公正な価格」の算定基準日がどの時点になるかによって株式買取請求権を行使する株主がプットオプションあるいはそれと同等の経済効果を無償で入手できる可能性について指摘されている。株式買取請求をする反対株主が、固定額である「事前のナカリセバ価格」が保障されるようなプット・オプションを無償で入手すると、組織再編の内容に関係なくとりあえず株主総会の承認決議に反対しておくという機会主義的行動がとれる可能性が指摘されており、特に株主総会に反対する株主が増えたときに株主総会決議が承認されなくなる可能性が懸念される[41]。この弊害をなくすためには、「公正な価格」の算定基準日を公表日後のより効力発生日に近い株式買取請求日における「事後のナカリセバ価格」を採用することになるが、その採用のためには請求日までの期間において株価補正が必要となる。

「事後のナカリセバ価格」を算定するためには、回帰モデルや市場指数変動率を用いた「回帰分析的手法」による株価補正を行うべきというのが通説的な見解である[42]。「ナカリセバ価格」を算出するためには、「合併が株式の市場価格に及ぼす影響を排除する必要性から、実務的には、合併計画公表直前の市場価格（計画が漏れていないことが条件となるが）を、その後の市場全体・業種全体の動向および当該会社の決算状況等、株価に変動を及ぼす要素をふまえ、回帰分析的手法を用いて修正するのが妥当である。」[43]という見解はこの代表的なものである。他方で、最三小決平成 23 年 4 月 19 日は、「ナカリセバ価格」の算定については、「上記公表等がされた後株式買取請求がされた日までの間に当該吸収合併等以外の市場の一般的な価格変動要因により、当該株式の市場株価が変動している場合に、これを踏まえて参照株価に補正を加えるなどして同日のナカリセバ価格を算定するについても、同様である。」として、「ナカリセバ価格」を算定するか否かについても、同様に裁判所の合理的な裁量に委ねられているとしている。

---

[41] 藤田・前掲注 1）294-295 頁参照。田中亘「『公正な価格』とは何か」法学教室 350 号（2009）65 頁参照。

[42] 弥永・前掲注 3）191 頁、江頭憲治郎『株式会社法・第 3 版』（有斐閣, 2009）768 頁、藤田・前掲注 1）293 頁、田中・前掲注 41）70 頁、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号（2009）12 頁。引用文中にある「修正」は本論文でいうところの「補正」に相当する。

[43] 弥永・前掲注 3）191 頁は、補正で考慮すべきこととして「市場全体・業種全体の動向および当該会社の決算状況等、株価に変動を及ぼす要素」と例示する。また別の表現として、松井秀征「楽天対 TBS 株式買取価格決定事件の検討」商事法務 1902 号（2010）12 頁は、会社による組織再編の計画を公表してから基準時までに、市場株価は当該組織再編以外の事情によっても変動しうるから、「公正な価格」の算定に当たって考慮し補正すべきとし、補正すべき要因として「当該組織再編以外の事情」と広く表現する。

### 第２款 「ナカリセバ価格」算定のための「回帰分析的手法」による具体的方法

学説における「回帰分析的手法」による「修正」とは本論文でいうところの「補正」に相当するが、その具体的な方法については、従来の学説においては具体的にはほとんど論じられていなかった[44]。学説においては、単純なマーケット・モデルを用いて株価を補正し「ナカリセバ価格」を算出する具体的な手法が提唱されている。その際の回帰式の説明変数については、市場または業界全体の相場の動向を示すインデックス（TOPIX や業種別株価指数など）を選択するという見解もあるが[45]、回帰モデルの説明変数としては、「当該株式の市場価格と相関関係が認められる指標」であって、必ずしも日経平均・TOPIX のような株価指標に限られないと広く柔軟にとらえる見解もある[46]。

マーケット・モデル（Market Model）は、一般的にはファイナンス理論の CAPM（Capital Asset Pricing Model：資本資産評価モデル）をベースとしたもので、単回帰モデルは、説明変数としてマーケット・ポートフォリオの収益率（TOPIX や JASDAQ INDEX などの市場指数（市場インデックス）の変動率で代用）だけを採用したタイプのモデルである[47]。ファイナンスにおける実証分析で標準的に使用されているイベント・スタディ（Event Study）という手法においては、CAPM 型のマーケット・モデルが使用されることはほとんどない[48]。前述したように、マーケット・モデルでは、説明変数としてマーケット・ポートフォリオ（例えば、TOPIX や JASDAQ 指数で代用）の収益率を使用するのが一般的であり、単回帰モデルの式は二つのパラメータをもった一次式で表される[49]。このマーケット・モデルのパラメータを推定するために最小二乗法（OLS）による回帰分析といった統計的手法が使用されることから、先に触れた学説において「回帰分析的手法」と表現されたと解釈できる。

この株価補正をするための「回帰分析的手法」で用いられるマーケット・モデルについて、本論文では独自に技術的な点を検討する[50]。回帰分析によって推定すべきマーケット・モデルの具体的な数式、すなわち回帰モデル式は以下の様な一次式で表すことができる。

$$y = \alpha + \beta \times x + \varepsilon \qquad (2\text{-}1)$$

---

44 田中・前掲注 41）70 頁参照。

45 田中亘「株式の買取・取得価格決定の意義と課題」MARR178 号（2009）11 頁参照。

46 江頭・前掲注 9）7 頁参照。

47 江頭憲治郎『株式会社法・第６版』（有斐閣, 2015）18-19 頁において、CAPM についての簡潔な解説がある。

48 John Y. Campbell＝Andrew W. Lo＝A. Craig Mackinlay 著（祝迫得夫ほか訳）『ファイナンスのための計量分析』（共立出版, 2003）162 頁参照。

49 回帰分析の対象を当該銘柄の市場株価（単位は円）を被説明変数とし、市場指数（ポイントまたは円）を説明変数とするような誤解を抱く読者もあるが、分析の基本は収益率（リターン）あるいは変動率であることに注意が必要である。よって、回帰分析の対象は被説明変数が市場株価の収益率（単位は％）で、説明変数は市場指数の収益率（単位は％）になる。なお、回帰分析等の統計的手法については本論文では行わないので、浅野晢＝中村二朗『計量経済学・第 2 版』（有斐閣, 2009）といった基本書を参考にする必要がある。

50 拙稿「楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件における株価補正のための『回帰分析的手法』の検討」ソフトロー研究 20 号（2012）95-135 頁では、株価補正のための「回帰分析的手法」についての具体的なモデル式の提案とその実証的な検証を行っている。本論文は、図表 2-2 にそのモデルタイプとモデル選択の枠組みを示しており、巻末の「付録 1」と「付録 2」で具体的に事案に当てはめた結果を提示する。

ここで、$\alpha$は定数項、$\beta$が傾きを表す回帰係数、さらに$\varepsilon$は誤差項である。また、説明変数xとしてはTOPIXやJASDAQ INDEX等の市場指数の日次収益率を用い、被説明変数yとしては当該企業の市場株価の日次収益率を用いる[51]。この$\alpha$と$\beta$の二つのパラメータ制約の組み合わせによって、回帰モデル式は大きく四つのタイプに分類（以下「モデル分類」という。）できる[52]（図表 2-2）。

図表 2-2 「回帰分析的手法」におけるマーケット・モデル式の4分類

| 定数項$\alpha$＼回帰係数$\beta$ | $H_1$:回帰係数$\beta \neq 1$ | $H_0$:回帰係数$\beta = 1$ |
|---|---|---|
| $H_1$:定数項$\alpha \neq 0$（定数項有） | **モデル1(回帰補正)**（標準的な回帰モデル）$y = \alpha + \beta \times x + \varepsilon$ | モデル3($\alpha$補正)（市場指数と定数項）$y = \alpha + x + \varepsilon$ |
| $H_0$:定数項$\alpha = 0$（定数項無） | **モデル2($\beta$回帰補正)**（定数項無の回帰モデル）$y = \beta \times x + \varepsilon$ | **モデル4(市場指数補正)**（市場指数による株価補正）$y = x + \varepsilon$ |

この四つのモデルタイプの選択（以下「モデル選択」という。）の方法が問題となる。本論文では、パラメータ推定のための回帰分析を必要としない最も簡便な「市場指数補正」（モデル４）を原則とすべきと提案する。ただし、回帰分析の結果、回帰モデルのパラメータ推定値が統計的に有意（有意水準は5%）な場合には、パラメータ制約を置かないこともできる。すなわち、$\alpha$と$\beta$の両パラメータを使用する標準的な回帰モデル（モデル１）による回帰分析を行い、両方のパラメータ推定値に対してそれぞれ仮説検定を行い自動的に該当する回帰モデルを選択する[53]（図表 2-2 の矢印）。その結果、原則的手法である市場指数補正（モデル４）が採択されるケースは意外と少なくないと思われるが[54]、統計的に有意でない誤差を含んだパラメータの推定値を持つ回帰式を使用するのであれば、市場指数そのものを用いる手法の方が、紛争解決という目的から考えても簡便で良いからである[55]。

---

[51] 本論文で用いる「収益率」は、日次の市場株価や市場指数等の価格を対数収益率によって計算し、また配当や株主優待などのインカムゲインを含まない日次の変動率（キャピタルゲイン）のみで計算した。

[52] 拙稿（ソフトロー研究 20 号）・前掲注 50）131-132 頁の一部を抜粋し、また文章を要約している。「回帰分析的手法」におけるマーケット・モデル式の4分類とモデル選択の方法論はあくまで、本論文独自の解釈に基づく分類であって学説で広く認知されているものではないことに注意が必要である。

[53] 単純に帰無仮説が棄却できる場合は、それぞれ定数項$\alpha \neq 0$または回帰係数$\beta \neq 1$とし（パラメータ制約は無）、棄却できない場合は帰無仮説を採択し、定数項$\alpha = 0$または回帰係数$\beta = 1$としてパラメータ制約をすることにする。なお、本論文においては$\alpha$と$\beta$の両仮説検定とも両側検定で有意水準は5%としている。

[54] 拙稿「『ナカリセバ価格』および『シナジー分配価格』を算出するための補正株価と二基準間の選択的行使による『公正な価格』の算出」ソフトロー研究 25 号（2015）48-50 頁の巻末「付録2」における「図表 A-1 株価補正のための『回帰分析的手法』の検証結果」のモデル選択結果によれば、インテリジェンス事件とテクモ事件における両当事会社４銘柄中３銘柄（インテリジェンス、USEN、テクモ）は、パラメータを使用しない市場指数補正（モデル4）を選択すべきという分析結果となる。

[55] 拙稿（ソフトロー研究 20 号）・前掲注 50）132 頁参照。裁判所は、統計的手法が必要とされない市場指数補正のモデル4で株価補正して「ナカリセバ価格」とするのを原則的手法とすべきである。定数項$\alpha$（$\neq 0$）あるいは回帰係数$\beta$（$\neq 1$）のようなパラメータ制約を置かない回帰モデルを使用したい当事者（それによって価格が有利に計算される場合が多いと思われるが）は、それら$\alpha$と$\beta$の推定値が統計的に有意であることを疎明すべきである。

### 第3款 インテリジェンス事件高裁決定で採用された回帰モデル

インテリジェンス事件（以下、本款では「本件」という。）の高裁決定（東京高決平成22年10月19日）[56]では、株式買取価格決定申立事件における「公正な価格」の決定で「事後のナカリセバ価格」を算定するために回帰分析を用いた株価補正が裁判所から認められた。公刊物に収録された判例としては回帰分析の手法を用いたものは見当たらないため、同決定は「公正な価格」の決定について新たな手法を認めるものとして実務上参考になると評価されている[57]。さらに同決定において裁判所は「回帰分析の手法は、一般的には科学的根拠に基づく合理的手法であるというべきであり（中略）回帰分析の手法を用いたジャスダック指数の変動率に基づく本件恒等式は抗告人株式の価格変動を予測するにつき高い信頼水準で統計学上も有意であると認められる...」と判示しており、「回帰分析的手法」が裁判所から一定の評価を得た注目すべき価格決定裁判である。これに対しては、「回帰分析的手法」による株価補正は学説で唱えられたものではあるが、裁判所が一方当事者の提出した回帰分析的手法につき科学的手法と判断したことが別の観点から問題視され[58]、また回帰モデルといった統計的手法における技術的な問題点も指摘された[59]。しかし、近時の研究報告によれば、本件では、「ナカリセバ価格」が認められていたが、仮に「シナジー分配価格」を採用するにしても市場株価の価格形成に問題があることが指摘されており、とても価格決定のために市場株価を参照できるものではなく、補正株価を使用した「ナカリセバ価格」が裁判所から採用されたことは別の観点から再評価されている[60]。

#### 第1目 回帰モデルと回帰式の概要

本件で採用された具体的な回帰モデル（以下「裁判所採用モデル」という。）を紹介する。前述したように回帰モデルは、説明変数 $x$ と被説明変数 $y$ の関係として、

$$y = \alpha + \beta \times x + \varepsilon \qquad (2\text{-}1)$$

---

[56] 東京高決平成22年10月19日金融・商事判例1354号14頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件高裁決定〕。なお、具体的な事件の概要はここでは省略するが、第4章第2節第3款第1目に事件の概要を記述している。

[57] 金融・商事判例1354号・前掲注56）17頁、若林茂雄ほか「新商事判例便覧No.620 2946 株式交換完全子会社の株主による株式買取請求における『公正な価格』の判断について、回帰分析の手法が用いられた事例」商事法務 1921 号（2011）57 頁参照。さらに、弥永真生「上場株式の買取価格」江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選・第2版（別冊ジュリスト205号）』（有斐閣, 2011）191頁は、インテリジェンス事件高裁決定について、「本決定は、回帰分析を用いて、このような補正を加えた最初の公表裁判例として意義を有する。」と評価する。

[58] 木俣由美「株式交換完全子会社の株主による株式買取請求に係る『公正な価格』――インテリジェンス株式買取価格決定申立事件」私法判例リマークス 43 号（2011）101 頁。もっとも、ジュピターテレコム事件では、複数の「回帰分析的手法」に関する主張や反論がなされたようであり、インテリジェンス事件の場合よりはマーケット・モデルの構造など踏み込んだ審理がなされたと推察される。

[59] 拙稿「インテリジェンス株式買取価格決定申立事件における計量経済モデルの利用」ソフトロー研究 19 号（2012）60-66 頁参照。

[60] 拙稿（ソフトロー研究25号）・前掲注54）35頁参照。インテリジェンス事件においては、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れが採用されるにしても、少なくとも非効率的な価格形成のなされた市場株価を参照しなかったという観点から、本論文では、補正株価による「ナカリセバ価格」を主張した会社側とそれを採用した裁判所の決定を高く評価する。

のような一次式で表すことができる。ここで、$\alpha$ は定数項または切片項、$\beta$ が傾きを表す回帰係数、さらに誤差項$\varepsilon$は当てはめ値と実現値の差である。裁判所採用モデルは、説明変数をジャスダック指数の日次収益率とし、被説明変数をインテリジェンス株価の日次収益率としたマーケット・モデルである。裁判所採用モデルにおいては、「異常」な変動をしたデータを取り除くためのダミー変数（以下「ダミー変数」という。）が導入されおり[61]、それを考慮すると回帰モデルは

$$y = \alpha + \beta \times x + \gamma \times dummy + \varepsilon \qquad (2\text{-}2)$$

のように表せる。ここで、$dummy$ はダミー変数であり、$\gamma$ は同変数の回帰係数である。さらに、複数のダミー変数が導入されている場合は、この回帰モデル式は、

$$y = \alpha + \beta \times x + \sum_{j=1}^{m} (\gamma_j \times dummy_j) + \varepsilon \qquad (2\text{-}3)$$

のようにやや複雑な形として表せる。ここで、$m$ はダミー変数の個数を表し、Σは添字 j に対して 1 から $m$ までの項を足すことを意味し、$m$ の値が大きいほど式は長くなる。さらに、$m$ が 1 のときは式(2-2）と同じになる。

本件で採用されたモデルのタイプは式(2-3）のタイプであるが、定数項$\alpha = 0$とし、ダミー変数を 24 個（$m = 24$）使用しており、同モデルの推定結果は、モデルの当てはまりを示す決定係数が 0.317 と自由度修正済み決定係数が 0.240 で、回帰係数$\beta$の推定値が 1.439 で、同数値の t 値が 5.79 である[62]。すなわち、回帰分析によって推定された回帰式は

$$y = 1.439 \times x \qquad (2\text{-}4)$$

のように表せる。これはジャスダック指数収益率（x）が 1 %変動すると、インテリジェンス株価の正常収益率（Normal Return）（y）が 1.439%（＝1%×1.439）変動することになり、これから正常収益率から逆算して将来の予測株価（補正株価）が算出される。

**第 2 目 回帰分析による推定過程**

本件で問題となる回帰モデルにおいて、分析対象期間を含む 2007 年 7 月 2 日から 2008 年 10 月 31 日におけるジャスダック指数とインテリジェンスの市場株価[63]の日次の時系列推移（図表 2-3）

---

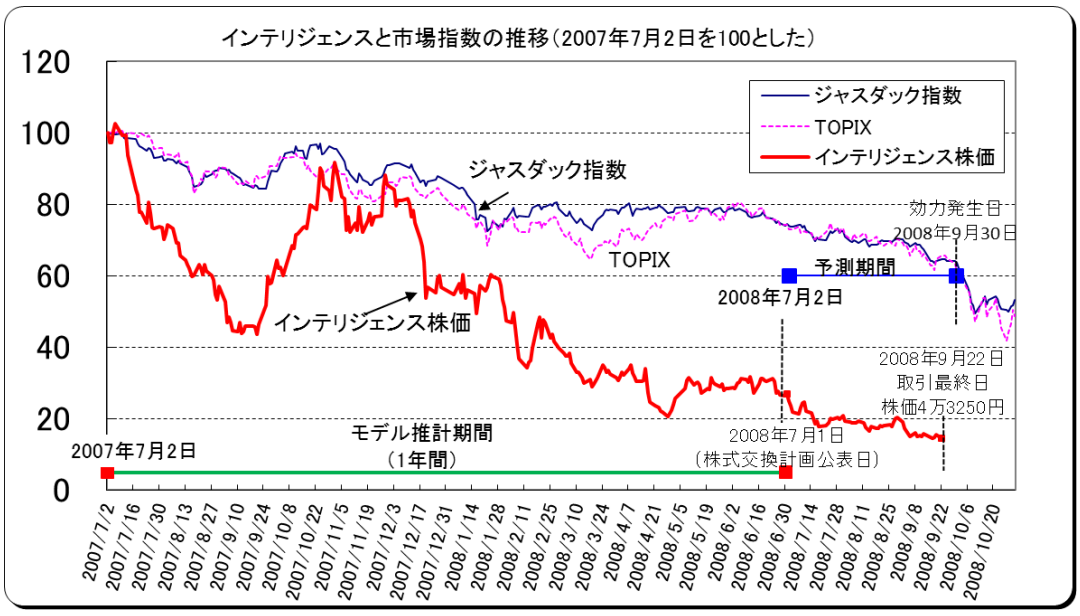
[61] 東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注 56）26-27 頁参照。

[62] 拙稿（ソフトロー研究 19 号）・前掲注 59）48 頁参照。回帰モデルのタイプについては、東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注 56）14 頁の中にも記述があり、さらに回帰分析によるパラメータの推定結果も部分的ではあるが決定文の中に提示されている。

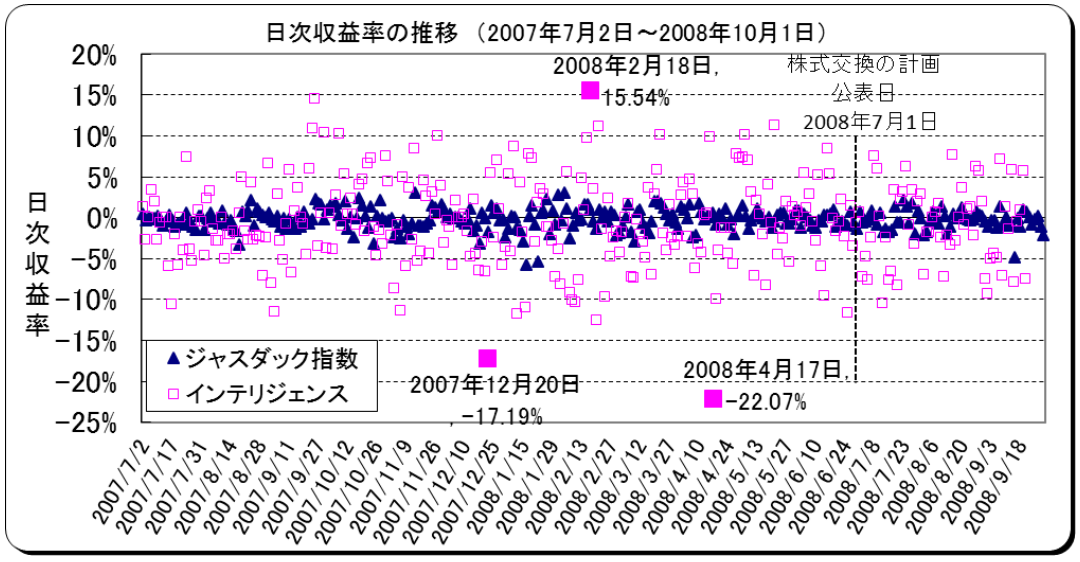
[63] 日次のジャスダック指数とインテリジェンス株価（本件株式価格）の両時系列データ（配当を含まない）は Yahoo!ファイナンスのホームページから入手した。

と両者の日次収益率（変動率）[64]の時系列推移（図表 2-4）を表すグラフを示した。2007 年 7 月 2 日から 2008 年 7 月 1 日の 1 年間（246 営業日）の期間が回帰モデルを推計するための期間である。さらに、その期間の翌日からの約 3 ヶ月間（61 営業日）の 2008 年 7 月 2 日～2008 年 9 月 29 日[65]の期間を予測株価の検証対象期間とする。

図表 2-3　インテリジェンス市場株価と市場指数等の推移および推定期間の設定




図表 2-4　ジャスダック指数とインテリジェンス株価の日次収益率の推移

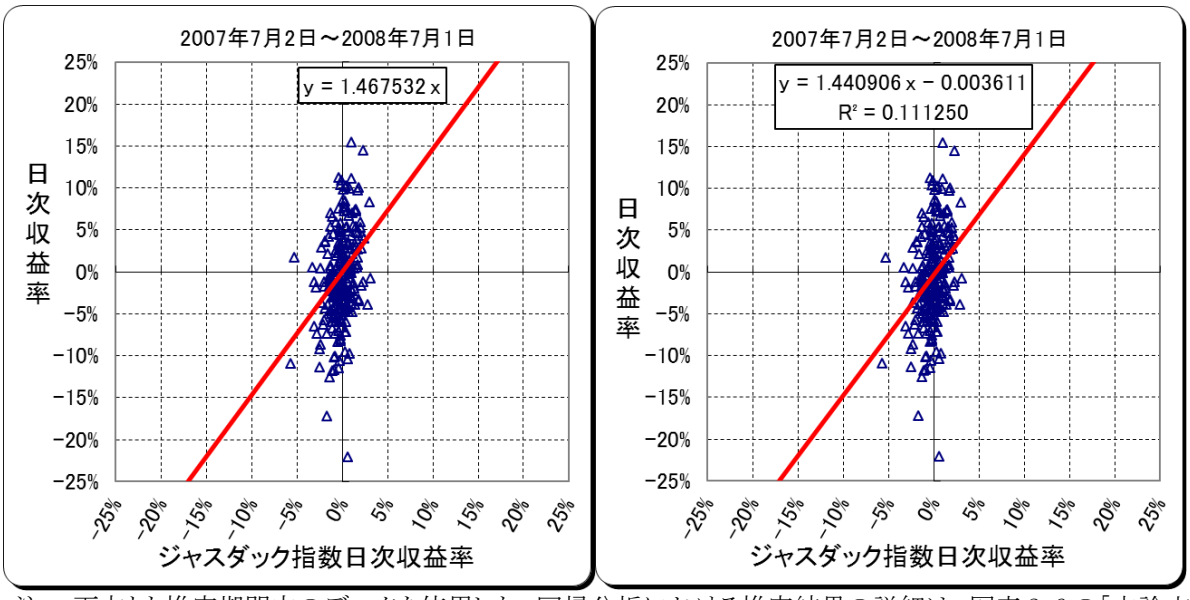



ここで、グラフ中でデータ日付を付して収益率を表示したデータは、特に異常な値動きをしたと考えられるデータである。さらに、同期間におけるジャスダック指数に対する本件株式価格の日次収益率を散布図で示す（図表 2-5）。

[64] 本論文で用いる「収益率」は、日次の市場株価や市場指数等の価格を対数収益率によって計算し、また配当や株主優待などのインカムゲインを含まない日次の変動率（キャピタルゲイン）のみで計算した。

[65] 2008 年 9 月 29 日は株式交換効力発生日（2008 年 9 月 30 日）の前日である。この日以前の 1 か月間の日次予測株価の単純平均値が本件高裁決定における「公正な価格」の算出値となる。

図表 2-5 ジャスダック指数とインテリジェンス株価の日次収益率における散布図




注： 両方とも推定期間内のデータを使用した。回帰分析における推定結果の詳細は、図表 2-6 の「本論文の検証用モデル」のそれぞれ「定数項 $\alpha \neq 0$」（左グラフ）と「定数項＝ $\alpha$」（右グラフ）に対応する。両グラフの回帰直線の違いは目視ではほとんどわからない。

裁判所採用モデルの回帰式では定数項 $\alpha$ はゼロとしたが、ここではあえて定数項がゼロでない場合（定数項 $\alpha \neq 0$）と定数項がゼロ（定数項 $\alpha = 0$）の場合の両方のモデルで検証を行う。以下に、実際に本論文で検証した回帰分析（以下「検証用モデル」という）と裁判所から採用された回帰モデル（以下「裁判所採用モデル」という。）の回帰分析における統計量を比較する（図表 2-6）。

図表 2-6 本論文の検証用モデルの検証結果と裁判所採用モデルとの比較表

| | **本論文の検証用モデル** | | **裁判所採用モデル** |
|---|---|---|---|
| 回帰モデルのタイプ | 単回帰モデル<br>（$y = \alpha + \beta \times x + \varepsilon$） | | ダミー変数付き<br>回帰モデル |
| 定数項の有無 | 定数項 $\alpha \neq 0$ | 定数項 $\alpha = 0$ | 定数項 $\alpha = 0$ |
| 決定係数 | 0.1113 | **0.1153** | **0.317** |
| 自由度修正済み決定係数 | 0.1076 | **0.1117** | **0.240** |
| 標準誤差 $\sigma_\varepsilon$ | 0.0516 | 0.0516 | 不明 |
| 定数項 $\alpha$ | −0.00361 | — | — |
| （定数項t値） | (**−1.0931**) | — | — |
| 回帰係数 $\beta$ | 1.4409*** | 1.4675*** | 1.439*** |
| （回帰係数t値） | (**5.5266**) | (**5.6512**) | (5.79) |
| 株式交換効力発生日前日の予測株価 | 51,595 円 | 64,053 円 | 64,325 円 |

注： *** は 1%、** は 5%、* は 10%の水準で有意であることを示す。「裁判所採用モデル」の推定値は、決定書からの引用である。決定書に記載のない項目は、「不明」とした。

ここで定数項 $\alpha \neq 0$ の場合、回帰係数 $\beta$ の t 値は 5 以上と高いが、定数項 $\alpha$ の t 値が-1.0931 で P 値が 27.54% となっており、5%の有意水準（t 値は-1.97）、さらに 10%の有意水準（t 値は-1.65）においても統計的に有意とはいえない。つまり、定数項 $\alpha = 0$ という帰無仮説は、たとえ有意水準が 10%であっても棄却できない[66]。さらに、決定係数と自由度修正済み決定係数をみると、

[66] 本件高裁の決定書からは、$\alpha = 0$を帰無仮説とする仮説検定の記述は無く、帰無仮説が棄却できないという

定数項$\alpha=0$の場合が定数項$\alpha\neq0$の場合と比較して、二つの数値とも大きな値となる。そのため、定数項$\alpha=0$の場合の方が回帰モデルとしてのあてはまりが定数項$\alpha\neq0$の場合よりも良いと結論できそうにみえる[67]。しかし、実は両者の決定係数と自由度修正済み決定係数の計算方法あるいは計算式が異なる場合があり[68]、単純に両者の数値を比較することには問題がある。また、決定係数で比較した場合、定数項$\alpha=0$の本検証用モデルにおいて、同数値は 0.1153 であり、裁判所採用モデルでの 0.317 とは大きな差がある。それは、銘柄固有のイベントがあり「異常」な変動があった日を推定データから取り除くためのダミー変数を本論文検証用モデルにおいては使用しないのに対して、裁判所採用モデルでは 24 変数も使用しているためである[69]。

**第 3 目　「異常」データ除外のためのダミー変数の問題点**

本論文の検証用モデルと裁判所採用のモデルを比較検証したが、その過程で判明した技術的な問題点を挙げると、

①「異常」データを取り除くためのダミー変数の使用

② 定数項$\alpha$の有無に関するモデル選択における判断

の二点になる[70]。まず①の問題点を検討すると、裁判所採用モデルはデータ総数 246 個の約 10%に相当する 24 個のデータを「異常」データとしてダミー変数に設定し、推定のためのデータから除外するが、そのような回帰分析の手法について問題がないかを検討する必要がある。次に②の問題点を検討すると、本件高裁決定の決定文において、定数項の有無におけるモデル選択の理由に誤認を惹起する不適切な記述がある（第 4 目参照）。さらに、定数項の有無は予測株価（補正株価）とそれによって算出される「ナカリセバ価格」に大きな影響を与えることから、一層問題は深刻であり、その取扱いに注意が必要となる。以上の二点を以下で検討する。

最初に「①異常値データを取り除くためのダミー変数の使用」であるが、これには議論がある。既に述べたように、24 個の「異常」データがダミー変数に設定されているが、それは 1 年間のデータの中であるから、1 カ月あたり 2 個、あるいは 10 営業日毎に 1 個の割合で「固有のイベント」があったことになる。インテリジェンスの株式のようにジャスダック市場という新興市場の上場銘柄とはいえ、これだけの頻度でデータを統計的分析から除外しなければならないことは「異常」である。常日頃の発行企業の情報開示等のＩＲ（Investor Relations）活動などに何らかの問題があり、

---

理由で定数項$\alpha$のない回帰モデルを採用したとの記述は見当たらない。

[67] 東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注 56）14 頁には、決定係数、自由度修正済み決定係数、回帰係数$\beta$のt値の大小でモデルのあてはまりや統計的有意性を判断し、モデルを決定する際の判断材料としていたとも読める記述がある。

[68] 拙稿（ソフトロー研究 19 号）・前掲注 59）69-72 頁にある巻末の「付録 1」と「付録 2」で、それぞれで異なる決定係数の定式化がなされており違いがわかる。

[69] 田畑俊治「平成 22 年（ラ許）第 281 号 各株式買取価格決定に対する抗告許可申立事件　抗告許可申立理由書」（2010）（http://4757inte.on.coocan.jp/koukoku_kyoka_riyu.pdf）43 頁参照。田畑弁護士は、計 24 日分を、ダミー変数を用いることで推定対象データから除外したという。

[70] 拙稿（ソフトロー研究 19 号）・前掲注 59）60 頁参照。本論文の記述は、同拙稿（60-65 頁）を基にしている。

その結果株式市場における価格形成に問題があるとするならば、そもそもそのような株式銘柄に対してマーケット・モデルを採用する前提を欠いているのではないかとも思われる。

このような「異常」とされるデータを除外するためのダミー変数の利用に対しては、様々な見解が示されている。肯定的な見解は、「そもそものマーケット・モデルの目的が『通常』のリターンを予測するためであるとの前提に立っている。そのため、対象株式のリターンと市場インデックスのリターンとの間の相関関係を求める際に使用するデータに、対象株式の固有の要因により変動している期間のデータが入っていれば、本来求めたい『通常』の相関関係が得られなくなる。」[71]とする。確かに、ダミー変数を導入することに限らず、理論的には回帰モデルに対して t 値が 1 を超える変数を追加することにより、その回帰モデルの決定係数を上昇させることができる[72]。しかし、ダミー変数の導入によって、定数項や回帰係数などの他のパラメータ推定値が変化するから、ダミー変数の選定が客観的な基準でなされないと、どうしても恣意性を疑われかねない。以上から、ダミー変数の導入には、回帰モデルのあてはまりの向上という利点がある反面、その設定方法や設定方針には恣意性を疑われぬよう細心の注意が必要である。

他方、ダミー変数の導入に否定的な見解は、「統計的に有意」という結論を導きたければ、株価が市場インデックスから乖離して変動する取引日をできるだけ多く除外していけばいくほど、自らの望む結論が導かれると懸念する[73]。さらに、ダミー変数を用いることは、モデルの説明力（決定係数）を不必要に重視し、その結果として逆に、裁判所が必要としているのとは異なる反事実（counterfactual）の構築を目指そうとすると評価できるから、望ましくない手法であると主張する[74]。つまり、事前の株価（収益率）データを除外することは、本論文で議論する「ナカリセバ価格」に関する解釈からは誤った手法であるといえよう。

**第 4 目 定数項$\alpha$の有無に関するモデル選択の問題点**

標準的な単回帰モデルには、回帰係数$\beta$と定数項$\alpha$のパラメータがあるが、本論文で検討するマーケット・モデルの構築においては、特に定数項$\alpha$の推定値の大小によって、さらに予測期間が長期になるほど、予測株価（補正株価）が大きく影響され、その結果「公正な価格」の算定結果にも影響を与える。それは、本件の場合のように株式交換の計画公表日から株式交換効力発生日までの期間が 3 ヶ月と他の類似の事件（例えば、本論文の第 4 章や第 5 章で取り扱う他事件など）と比較

---

[71] 池谷誠「テクモ株式買取請求事件における経済分析上の論点」ビジネス法務 2011.4 号 52 頁。

[72] W.H.Greene 著（斯波恒正ほか訳）『計量経済分析 I 改訂新版』（エコノミスト社, 2003）306 頁参照。

[73] 森田果「会社訴訟における統計的手法の利用―テクモ株式買取請求事件を題材に―」商事法務 1910 号（2010）9頁参照。また、標準的な手法を導入した場合では統計的に有意にならないものを、①標準的とされる手法とは異なる推定ウインドウの設定、②「異常」データを取り除くダミー変数の導入という事例から統計的手法における「興味深い教訓」として紹介されている（同 4-17 頁）。拙稿「テクモ株式買取価格決定申立事件における回帰モデル利用上の留意点」青山ローフォーラム 3 巻 2 号（2014）1-37 頁は、テクモ事件を題材として、この点に関連したマーケット・モデル開発の手法を解説した。

[74] 森田果「あえて言おう、カスであると！――会社訴訟・証券訴訟で利用されるマーケットモデルはどこまでロバストなのか？」江頭憲治郎先生古稀記念論文集（所収予定原稿, 2016）15 頁参照。ここで、反事実とは「仮に、特定のイベント（＝組織再編や虚偽開示など）が存在していなかったとしたならば、どのような株価が成立しただろうか？」（同 12 頁）と定義されており、これは本論文でいうところの事後の「ナカリセバ価格」に該当する。

してけして長くないが、本件では特に他の事件よりも定数項αの推定値が大きいため[75]、定数項の有無が算定価格に与える影響が大きいことが検証されている[76]。

以上の理由から、回帰モデルにおける定数項αの有無の選択には慎重な判断が必要とされるが[77]、前述したように本件の高裁決定では、定数項の無いモデルが採用されている。同決定文において、回帰モデルの選択理由について次のような記述がある。

> 「インデックスの選択については、TOPIX、ジャスダック指数、人材紹介・派遣業界指数... を選択し、これをそれぞれ単独及び複数の組み合わせ、ダミー変数を用いるものと用いないもの、さらに、恒等式のα値（定数項）を含むものと含まないものなど複数のモデルを設けてこれを検討し、結果的に、ジャスダック指数の変動率を説明変数として用い（ダミー変数を用いる。）、かつ、α値（定数項）を含まないものが、最も決定係数及びｔ値が高く（決定係数は 0.317、なお、一定の調整を加えた決定係数は 0.240 である。また、ｔ値は 5.79 である。）、その恒等式は「ｙ＝1.439×ｘ（ジャスダック指数の変動率）」（以下「本件恒等式」という。）であった（これは、ジャスダック指数が１％変動すると、抗告人株式価格は 1.439%変動することを意味する。）。」

同決定は、①説明変数（インデックス）の選択、②ダミー変数の有無、③定数項αの有無の組み合わせで複数のモデルを構築し、決定係数とｔ値[78]の二つの評価指標でモデル選択をしたように解釈できる。この決定の文面から判断する限りでは、③定数項αの有無に関するモデル選択においても、両評価指標を用いたモデル選択を認定したようである。前述したように、実は定数項の有無は、単にα＝0というパラメータ制約という点にとどまらず、回帰モデルの構造自体を変えてしまう。そのため、決定係数、自由度修正済み決定係数（一定の調整を加えた決定係数）、回帰係数のｔ値等を算出するための計算式が違ったものになる場合があり[79]、他の条件が同一であったとしても、両者を比較してあてはまりや統計的有意性を判断することはできない。以上から、本件高裁決定における文面において、定数項の有無におけるモデル選択の理由には不適切な記述があるといえる。

---

[75] あくまで一例であるが、後掲図表 2-9 で、ジュピターテレコムとの回帰分析による比較があるように、定数項αの推定値はインテリジェンスで-0.361％、他方のジュピターテレコムは-0.0042％となり、おおよそインテリジェンスの数値がジュピターテレコムと比較し 90 倍と大きい値となる。

[76] 拙稿（ソフトロー研究 19 号）・前掲注 59）57-58 頁参照。

[77] 池谷誠「わが国訴訟における回帰分析の利用と課題――近時の事案を振り返って――」商事法務 2110 号（2016）32-33 頁においては、ジュピターテレコム事件に関するものではあるが、予測期間が長い場合には、定数項を有するモデルの合理性を検証し、場合によっては定数項がないタイプのモデルを選択し、その後の複数の定数項なしモデルの中から優れたモデルを選択すべきと主張している。定数項の推定値の大小あるいは有無という問題とは別に、予測期間との兼ね合いで予測株価あるいは補正株価の累積誤差に影響することになると思われる。

[78] ジャスダック指数の変動率を説明変数とした回帰係数のt値のことである。

[79] 拙稿（ソフトロー研究 19 号）・前掲注 59）（巻末の「付録 1」と「付録 2」）において、定数項の有無の違いで、二種類の計算手法があることを提示している。そうすると、一般的に分析に使用する統計パッケージ・ソフトウェアによって採用する決定係数の計算式が異なる場合がある。本論文における回帰分析における決定係数や自由度修正済み決定係数については、同拙稿の巻末の「付録 1」と「付録 2」で示した計算式を使用しており、また会社側提出意見書の本件回帰モデルにおける回帰分析においても同様の計算式を使用しているものと推定される（同拙稿「付録 3」参照）。

## 第４節 株式取得価格決定における補正株価の利用およびその他算出における注意点

前節では株式買取請求・価格決定事件における「ナカリセバ価格」を決定するための補正株価について、「回帰分析的手法」の利用に関連した論点についてインテリジェンス事件高裁決定を題材として検討した。本節では、全部取得にかかる株式取得価格決定事件における補正株価を算出するための回帰モデルや回帰分析についての論点を検討する。さらに、株式取得価格決定事件に限定されるわけではないが、旧商法時代における株式買取請求・価格決定申請事件で、公表日前後の市場株価の変動があった事件について、「回帰分析的手法」の利用に関連した論点を検討する。

### 第１款 株式取得価格決定の裁判で採用された回帰モデルと回帰分析

「ナカリセバ価格」を算定するための「回帰分析的手法」がインテリジェンス事件で採用されたが、この補正株価を使用した価格決定の射程が現金対価の企業買収あるいは全部取得に関連した株式取得価格決定申立事件にまで及ぶかが問題となる。すなわち、「公正な取得価格」を算定するための「客観的価値」を公開買付けの公表日後の株式市場全体の変動を考慮して補正してよいか、あるいは補正できるのかが問題となる。本款においては、補正株価を算定するための具体的な回帰モデルに関連した近時の株式取得価格決定事件を題材として検討する。

#### 第１目 近時の判例と学説

完全子会社化にかかる株式取得価格決定申立事件[80]において、全部取得日における補正株価（「回帰分析的手法」による）を参照し「客観的価値」を算定し採用した下級審決定が注目される。これらの事件においては、本来ならば「事前のナカリセバ価格」（「客観的価値」）を算定すべきところを、補正株価による「事後のナカリセバ価格」を採用し「客観的価値」を算定する。確かに、「客観的価値」については、少なくともマーケット・モデルによる回帰分析を用いて算定する等、経済学に基づく分析結果を科学的証拠として裁判過程で積極的に利用し、会社と株主の双方に目配りしたバランスのとれた運用とする必要があるとする見解があり[81]、結果的には近時の下級審決定でその見解が採用されたことになる。他方で、現金対価の企業買収等（キャッシュアウト）の場合に補正を行うことには株主の投機を許すことを懸念する見解[82]や、公開買付価格の公正性については、公開買付けの公表日以前の事情のみを考慮すべきで、公表日以後の後発的な事情を考慮すべきではな

---

[80] 東京地決平成 27 年 3 月 25 日金融・商事判例 1467 号 34 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件地裁決定〕、東京地決平成 27 年 3 月 4 日金融・商事判例 1465 号 42 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 27 年 10 月 14 日資料版商事法務 389 号 63 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。

[81] 吉村一男「MBOと少数株主利益――MBOにおける少数株主は十分に補償されているか」企業会計 62 巻 10 号(2010)91 頁参照。

[82] 飯田・前掲注 38)44 頁参照。

いとの見解も有力である[83]。そして、東宝不動産事件高裁決定[84]やジュピターテレコム事件最高裁決定[85]もこれと同様な立場をとり、原審を棄却しまたは破棄している。先の下級審決定では、算定のための基準日が異なる「シナジー分配価格」に対して「ナカリセバ価格」を算定するための補正株価を使用したことが大きな誤りであり、異なる二つの価格の基準日は切り分けて考慮されるべきである[86]。つまり、公表日における事前と事後の切り分けという観点が東宝不動産事件とジュピターテレコム事件の両事件において特に重要である[87]。

**第 2 目 裁判所から採用された回帰モデルの分類**

上場子会社を完全子会社化するために全部取得条項付種類株式を用いた株式取得に反対する株主から株式取得価格決定申立がなされた裁判で、「客観的価値」を補正するために「回帰分析的手法」がジュピターテレコム事件[88]（地裁と高裁）と東宝不動産事件[89]（地裁）で認められた。これにより、株式買取請求にかかる株式買取価格決定申立事件で問題となる「ナカリセバ価格」だけではなく、株式取得価格決定事件における「客観的価値」にも補正株価が適用できることが下級審の段階で示されたことになる。この下級審決定を題材として、そこで採用された「回帰分析的手法」による価格決定につき、マーケット・モデル（回帰モデル）と回帰分析について以下で検討する。

まずは、株価補正のための「回帰分析的手法」で用いられる回帰モデル（マーケット・モデル）についてやや技術的な点を検討する[90]。前述した式（2-1）では、一次式で表せる単回帰モデル式であり、以下のようになる。

$$y = \alpha + \beta \times x + \varepsilon \qquad (2\text{-}1)$$

---

[83] 田中亘「補正に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格の決定事例――東宝不動産事件」ジュリスト 1489 号(2016)113 頁、藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける公正な対価――最決平 28･7･1 と公開買付後の市場動向を勘案した『補正』の可否」資料版商事法務 388 号(2016)54 頁参照。

[84] 東京高決平成 28 年 3 月 28 日･前掲注 39)32 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。

[85] 最一小決平成 28 年 7 月 1 日資料版商事法務 389 号 58 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕。

[86] 詳細な議論は、拙稿「ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件における補正株価算定のための『回帰分析的手法』の利用」青山社会科学紀要 44 巻 1 号(2015)15-52 頁または拙稿「東宝不動産株式取得価格決定申立事件における補正株価算定のための『回帰分析的手法』と『公正な取得価格』の探究」青山社会科学紀要 44 巻 2 号(2016)1-38 頁にある。

[87] 拙稿(青山社会科学紀要 44 巻 2 号)･前掲注 86)32-34 頁は、東宝不動産事件とジュピターテレコム事件において、「公正な取得価格」を算定するうえで「客観的価値」にプレミアムを加算することについては、プレミアムのダブルカウントという理論的な欠点があり、これは事前と事後の価格を混同したことによるものであると指摘する。

[88] 東京地決平成 27 年 3 月 4 日･前掲注 80)42 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 27 年 10 月 14 日･前掲注 80)63 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。

[89] 東京地決平成 27 年 3 月 25 日･前掲注 80)34 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件地裁決定〕。

[90] インテリジェンス事件高裁決定における「ナカリセバ価格」の算出や「回帰分析的手法」の利用における理論的な検証と問題点に関しての学術研究としては、拙稿(ソフトロー研究 19 号)･前掲注 59)57-58 頁や拙稿「株式買取価格決定申立事件における『ナカリセバ価格』算出のための株価補正の注意点」青山社会科学紀要 41 巻 1 号(2012)155-188 頁に詳細な記述がある。これらは「回帰分析的手法」における本論文と同様の枠組みを利用して分析し、補正株価の検討を行っている。さらに、拙稿(ソフトロー研究 20 号)･95-135 頁では、株価補正のための「回帰分析的手法」についての具体的なモデルの提案とその実証的な検証が行われている。

ここで、説明変数 x としては、TOPIX や JASDAQ INDEX 等の市場指数の日次収益率を用い、被説明変数 y としては当該企業の市場株価の日次収益率を用いている。また $\alpha$ は定数項または切片項、$\beta$ が傾きを表す回帰係数、さらに $\varepsilon$ は誤差項であり、これらのパラメータを市場データから推定する統計的手法が回帰分析である。さらに、このマーケット・モデルに業種業界全体の株価変動要因を取り込むために説明変数を追加した重回帰モデルは以下のように表すことができる。

$$y = \alpha + \beta_1 \times x_1 + \beta_2 \times x_2 + \varepsilon \qquad (2\text{-}5)$$

ここで、二つある説明変数を $x_1$ と $x_2$ として区別し、それに対応する回帰係数をそれぞれ $\beta_1$ と $\beta_2$ とした。説明変数の数や種類が異なるタイプの回帰モデル式が、これまでの価格決定裁判において実際に採用されているが[91]、それらは定数項 $\alpha$ の有無および説明変数が一変数（単回帰モデル）か二変数（重回帰モデル）かの二つの違いで分類できる（図表 2-7）。一般的には、パラメータ制約のない（定数項 $\alpha$ がある）のが標準的な回帰モデルである。

図表 2-7　価格決定裁判（三事件）で採用された回帰モデルの分類

| 定数項 $\alpha$ ＼モデル | **単回帰モデル** 回帰係数 $\beta \neq 0$ | **重回帰モデル** 回帰係数 $\beta_1 \neq 0$、$\beta_2 \neq 0$ |
|---|---|---|
| 定数項 $\alpha \neq 0$ （定数項有） | **モデル1**（回帰補正） $y = \alpha + \beta \times x + \varepsilon$ （判例：**ジュピターテレコム事件**） | **モデル1'**（重回帰補正） $y = \alpha + \beta_1 \times x_1 + \beta_2 \times x_2 + \varepsilon$ （判例：**東宝不動産事件**） |
| 定数項 $\alpha = 0$ （定数項無） | **モデル2**（$\beta$ 回帰補正） $y = \beta \times x + \varepsilon$ （判例：**インテリジェンス事件**） | **モデル2'**（$\beta$ 重回帰補正） $\boldsymbol{y = \beta_1 \times x_1 + \beta_2 \times x_2 + \varepsilon}$ （判例：見当たらない） |

ジュピターテレコム事件では、「モデル 1（回帰補正）」の回帰式、つまり標準的なタイプのモデルが裁判所から採用された。東宝不動産事件では、説明変数が二変数の重回帰モデルが採用されたが、これは「モデル 1'（重回帰補正）」と分類される（図表 2-7）。インテリジェンス事件高裁決定では、定数項がない単回帰モデル（定数項 $\alpha = 0$）というパラメータ制約を置いたモデル「モデル 2（$\beta$ 回帰補正）」）が採用された[92]。また、インテリジェンス事件のモデルでは説明変数としてジャスダック指数の収益率がそのまま採用されたが、ジュピターテレコム事件ではジャスダック指数の主要構成銘柄でもあるジュピターテレコム自体の市場株価変動を取り除くように修正したジャスダック指数（以下「修正ジャスダック指数」という。）の収益率が採用されたところが特徴的である[93]。

---

[91] ジュピターテレコム事件と東宝不動産事件の二事件は株式取得価格決定申立（会社法 172 条 1 項）の裁判で「客観的価値」を算出するために「回帰分析的手法」が使用された。他方、インテリジェンス事件高裁決定は会社法の組織再編（株式交換）に関連した株式買取価格決定申立事件（会社法 786 条 2 項）では、「回帰分析的手法」を使用して「ナカリセバ価格」（補正株価）が算出され、その平均をもって「公正な価格」とした。つまり、同じ「回帰分析的手法」を使用するにも、裁判類型により算定すべき価格の概念が異なることに注意が必要である。

[92] 東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注 56）14 頁（インテリジェンス事件高裁決定）で採用された回帰式は「$y = 1.439 \times x$」となっており、定数項が無いモデルである。

[93] 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注 80）59-60 頁参照。

### 第 3 目 ジュピターテレコム事件の回帰モデルに関する問題点

以下では、先に分類した回帰モデル（マーケット・モデル）について、やや技術的な点に関する議論と問題点を検討する[94]。まずジュピターテレコム事件（以下、本目では「本件」という。）では、①説明変数の選択（市場指数選択またはその修正の有無など）、②裁判所のモデル選択の論点、③補正株価の予測期間と決定係数（モデルの当てはまり）の関係についての問題点の三つが指摘できる[95]。③の予測期間と決定係数の関係についての問題点については、第 4 目で検討し、ここでは①説明変数の選択と②裁判所のモデル選択の論点について検討する。

最初に、①説明変数の選択（市場指数選択あるいはその修正の有無など）であるが、これについては、本件で採用された回帰モデルの説明変数として、修正のないジャスダック指数収益率を使用するのか、それともジュピターテレコムの影響を取り除いた「修正ジャスダック指数」の収益率を使用すべきかが問題となる。後者で修正すべき論拠は、ジュピターテレコムのジャスダック指数に占める株式時価ウェイトがおよそ 6%から 7%と大きく、市場指数の変動に大きな影響を与えるため、それを取り除く必要があるからである。これにより、回帰モデルの決定係数が 0.027 と大きく低下することになるが、「予測」するという目的からすれば理論的な処置である。しかし、「ナカリセバ価格」を算出するための補正目的からすると、分析対象銘柄そのものを市場指数から除外（「ナカリセバ」）する方法が妥当かは疑問である。「ナカリセバ価格」の解釈を本件に適用すれば、当該企業または銘柄自体が存在することを前提として、公開買付けとその後の全部取得がナカリセバ形成されたであろう価格であるから、当該銘柄を含んだ修正のないジャスダック指数を使用すべきである[96]。裁判所が採用した単回帰モデル（以下「モデルⅠ」という。）は、このような「ナカリセバ価格」に関する判例や学説の解釈と整合しないように思われる[97]。以上、結論としては、裁判所で採用されたモデルは会社法学説における解釈上の誤りを含んでいる可能性があるため、本論文の第

---

[94] 既に、インテリジェンス事件高裁決定における「ナカリセバ価格」の算出や「回帰分析的手法」の利用における理論的な検証と問題点に関しての学術研究が公表されている。例えば、拙稿（ソフトロー研究 19 号）・前掲注 59）57-58 頁や拙稿（青山社会科学紀要 41 巻 1 号）・前掲注 90）155-188 頁などがある。これらは「回帰分析的手法」の同様の枠組みを利用して分析し、補正株価の検討も行っている。さらに、拙稿（ソフトロー研究 20 号）・95-135 頁では、株価補正のための「回帰分析的手法」の具体的なモデルの提案とその実証的な検証が行われている。

[95] 拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 1 号）・前掲注 86）44 頁参照。

[96] 森田・前掲注 74）12 頁は、株式買取請求や虚偽開示に関連してマーケット・モデルを構築する場合は、「仮に、特定のイベント（＝組織再編や虚偽開示など）が存在していなかったとしたならば、どのような株価が成立しただろうか？」という反事実（counterfactual）を構築するのが目的であるという。本件における反事実は、「仮に、公開買付けがなかったとしたら、どのような株価が成立しただろうか？」ということになる。しかし、修正ジャスダック指数を使用したモデルⅠでは、先の反事実に、「仮に、ジュピターテレコムがジャスダック市場に上場していなかったとしたら、どのような株価が成立しただろうか？」という反事実が追加されるが、これは明らかに誤った反事実の構築である。

[97] もっとも当該銘柄の影響を取り除いた市場指数を使用したモデルⅠにも利用価値がないわけではない。用途は不明であるが、ジュピターテレコム株式が上場廃止した後の予測株価を推定するためには、モデルⅠが理論的である。なぜなら、補正期間（予測期間Ⅱ）では、当該銘柄上場廃止に伴い市場指数には当該銘柄が組み込まれていないから、推定期間においても当該銘柄が存在しない状態にジャスダック指数の収益率を修正したものを使用するのが理論的だからである（図表 4-1）。

5 章における事例研究では、その欠点を排除したより簡便な検証用モデル（以下「モデルⅡ」という。）を「ナカリセバ価格」算定のために使用する[98]。

図表 2-8 ジュピターテレコム事件における各種回帰モデルの特色

| ＼モデル | モデルⅠ<br>（裁判所採用モデル） | **モデルⅡ<br>（検証用モデル）** | モデルⅢ<br>（裁判所不採用モデル） |
|---|---|---|---|
| 説明変数 | 修正ジャスダック指数の日次収益率 | （無修正）ジャスダック指数の日次収益率 | |
| 回帰モデル | 単回帰モデル | | 重回帰モデル |
| 特色 | 修正ジャスダック指数を採用した。 | 分析作業の手間がかからない。 | 二変数の一つとして業種インデックス（自作）を使用した。 |
| 長所 | **指数から対象銘柄の株価変動の影響を排除し、理論的ではある。** | 簡便で分かりやすい。 | 理論的には業種業界の変動要因をモデルに取り込める。 |
| 短所 | 自由度調整済み決定係数が 0.027 と小さい。説明変数作成に手間がかかる。「ナカリセバ価格」の解釈に誤りがある。 | **無修正指数には対象銘柄自体の株価変動の影響を受ける。** | **多重共線性の懸念**あり。また**定数項の推定値が異様に大きく**、予測株価への影響が大きい。 |

次に、②裁判所のモデル選択の問題であるが、本件で裁判所が採用したモデルⅠに対して、不採用としたモデル（以下「モデルⅢ」という。）については、その理由として、ジャスダック指数とジュピターテレコム市場株価との相関関係、業界インデックスが個別的事情で大きく変動したこと、データを除外するためのダミー変数に効果が認められないことなどが挙げられている[99]。この二者択一の消去法であればこのモデル選択の裁判所の判断は間違ってはいないが[100]、先にふれたようにモデルⅠは「ナカリセバ価格」に関する会社法学説の解釈と整合的かという問題があり、自由度調整済み決定係数が 0.027 と非常に小さいことが問題である。このような当てはまりが悪い回帰モデ

[98] 拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 1 号）・前掲注 86）48-50 頁参照。モデルⅡは修正しないジャスダック指数収益率を説明変数とする単回帰モデルである。裁判所から採用されたモデルⅠの単回帰モデルでは自由度修正済み決定係数が約 0.027 と小さな値であり、このような当てはまりの悪いモデルを用いて約 9 ヶ月もの期間（191 営業日）の予測株価（補正株価）を算出して意味があるのかという問題がある。さらに、ジュピターテレコムの株価変動を取り除くように修正された修正ジャスダック指数には、理論的な意味はあると思うが、これまでの判例の解釈や会社法学説の議論に照らすと致命的な誤りがある。同拙稿は、同事案に妥当な回帰モデルにおけるモデル選択について議論しているが、裁判所が採用したものを使用すべきではないと結論付ける。

[99] 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注 80）60 頁は、「ダミー変数を用いることが、推定期間中の他の取引日との関係で、市場全体の株価の動向が本件株式に与える影響を検討するために適切な選択であったことを認めるに足りる十分な証拠があるとはいえない。」として、裁判所はモデルⅢで導入されたダミー変数の効果を否定する。このように、いわゆる「異常」とされるデータを取り除くためのダミー変数の利用については学説からの批判もある。森田・前掲注 73）9 頁では、イベント・スタディにおける回帰分析に関しての議論ではあるが、①「統計的に有意」という結論が出やすく、かつ、②その度合いを恣意的にコントロールできる余地が大きい、という二点のデメリットが指摘されている。

[100] 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注 80）60 頁は、モデルⅠの選択理由として、裁判所は「そのほかにより適切なマーケットモデルは見当たらず、合理性のある本件取得日における株価の予測方法は提示されていない以上、上記マーケットモデルを採用することは、決定係数が低いことを考慮しても、裁判所に委ねられた合理的な裁量の範囲にあるというべきである。」とする。どうやら積極的な理由でモデルⅠが採用されたよりも、モデルⅢは不適当なので消去法的にモデルⅠが「合理的な裁量」で「選択」されたようである。森田果「証券発行市場での虚偽記載に基づく損害賠償請求訴訟における統計的手法の利用とその限界」東北ローレビュー3 号（2016）30 頁は、「両当事者から対立する内容の統計的手法に基づく分析が提出された場合において、裁判官に対し、いずれかより『適切』な分析と言えるのかの判断を迫ることは、かなり酷な仕事を押しつけることになろう。」というが、同事案にも当てはまる見解である。

ルによって「回帰分析的手法」を適用してよいかということが別に問題となるが、この点についてはさらなる深化が期待される[101]。

ここで問題として提起したいことは、裁判所から不採用となった重回帰モデル（モデルⅢ）について、そもそもこのような回帰モデルが紛争解決のためとはいえ裁判所に提出されてしまうことである。モデルⅢについては、本件における審理の過程で双方の専門家からモデルに関する主張や反論など様々なやり取りがあったと推測される。その中で同モデルの最大の欠点は、効果が少ないと推測される業界インデックスの日次収益率を説明変数に利用し、その結果モデルに多重共線性の症状が現れてしまった可能性があることにある[102]。モデルの巧拙に関して正確な判断材料が限られてはいるが、おそらくは0.1%という異様に大きい回帰定数項の推定値（ただし推定したところ0.05%から 0.06%ほどの数値を四捨五入して表記している可能性がある）により力強い上昇トレンドを予測株価（補正株価）に与えることになり[103]、結果として「客観的価値」が高めに算出された可能性がある。株主側としてはより高い「客観的価値」が算出されるモデルⅢを主張するインセンティブはあるが、仮に多重共線性や偏回帰係数の推定値が統計的に有意ではない可能性がありながら、より有利な価格を算定したのであれば問題である[104]。

**第4目 補正株価の予測期間と決定係数（インテリジェンス事件との比較）**

インテリジェンス事件では、ジャスダック指数の収益率を説明変数とし、定数項が無いタイプの回帰モデル（$y=\beta\times x+\varepsilon$）が裁判所によって認められた。ジュピターテレコム事件（以下、本目では「本件」という。）では、ジュピターテレコム株式もジャスダック市場に上場する取引銘柄であり、価格決定で採用された回帰モデルでは説明変数がジャスダック指数（修正されているが）の収益率であるという点で共通する。ここで両事件における回帰分析の結果を比較すると、ジュピターテレコムの自由度調整済み決定係数（モデルⅠで 0.027、モデルⅡで 0.095）が低いことがわかる（図表2-9）。

---

[101] 藤田・前掲注 83）49 頁注(5)は、決定係数の低いモデルで「補正」を行ってよいのかという問題提起をしている。また、池谷・前掲注 77）32 頁も、予測期間が長くかつ決定係数の低いマーケット・モデルを利用することの意味を問う必要があると指摘する。

[102] 浅野＝中村・前掲注 49）116-117 頁は、一般に多重共線性が存在する場合において、次の6つの症状を挙げる。それらは、係数の標準誤差が大きくなること（症状1）、係数が理論から予想される値とは大きく離れること（症状2）、個別係数のゼロ仮説は棄却されにくいこと（症状3）、t値が小さくなること（症状4）、個別係数のt値は小さくても決定係数は大きな値となること（症状5）およびデータのわずかな変動、観測期間の変更などにより係数が大きく変化すること（症状6）である。本論文における、モデルⅢでは症状2、症状3および症状4に該当する可能性があると推測される。

[103] 池谷・前掲注 77）33 頁は、「合理的な根拠がなければ、公正な価格の基礎となる客観的価値の過大評価につながる可能性がある。」として、定数項の推定値の大小が予測株価に影響を与えるという。

[104] 森田・前掲注 100）30 頁は、モデルの性質として「統計的分析結果の部分的開示は、統計学的に『誤っている』とは言えなくとも、『不適切』または『不誠実』である可能性がある」というが、どのような場合が「不適切」で、どのような場合が「不誠実」であるか明確にしていない。

図表 2-9　事案別回帰分析の検証結果における比較表[105]

| | **ジュピターテレコム** | | インテリジェンス(参考) | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 推定期間 | 2011 年 10 月 20 日～<br>2012 年 10 月 19 日 | | 2007 年 7 月 2 日～<br>2008 年 7 月 1 日 | | |
| 推定用データ日数 | 249 日 | | 246 日 | | |
| 予測期間日数 | 191 日 | | 61 日 | | |
| 定数項αの有無 | 有 | | 有 | 無 | |
| ダミー変数(除外データ) | 無 | | | | **有** |
| 説明変数(収益率) | 修正ジャスダック指数 | ジャスダック指数収益率 | | | |
| モデルの種類 | **裁判所採用モデル** | 本論文での検証結果 | | | **裁判所採用モデル** |
| モデルタイプ(本論文での) | **モデルⅠ** | **モデルⅡ** | モデル a | モデルb | モデルc |
| 決定係数$R^2$ | **不明** | **0.0986** | **0.1113** | 0.1153 | **0.317** |
| 自由度調整済み決定係数 | **0.027** | 0.0950 | 0.1076 | 0.1117 | 0.240 |
| 標準誤差$\sigma_\varepsilon$ | 不明 | 1.38% | 5.158% | 5.160% | 不明 |
| 定数項α | 0.005% | −0.0042% | **−0.361%** | ― | ― |
| (同t値) | **不明** | (−0.048) | **(−1.093)** | | |
| 回帰係数β | **0.3819*** ** | **0.7091*** ** | 1.4409*** | 1.4675*** | 1.439*** |
| (同t値) | 不明 | (5.198) | (5.527) | (5.651) | (5.79) |

注: *** は 1%、** は 5%、* は 10%の水準で有意であることを示す。インテリジェンス事件での「裁判所採用モデル」の回帰モデルは、「異常」なデータを取り除くためのダミー変数が導入されたモデルであるため、決定係数または自由度調整済み決定係数が大きな値となっている。

インテリジェンスの場合、ダミー変数を使用したモデル c（「裁判所採用モデル」）では 0.240 と比較的高い値であるが、ダミー変数を使用しないタイプのモデルでは 0.1076（モデル a）または 0.1117（モデル b）と決して高い値ではない。モデル推定の条件が同じモデル間で比較すると、決定係数はジュピターテレコムの 0.0950（モデルⅡ）とインテリジェンスの 0.1076（モデル a）となり、両事案間でモデルとデータのあてはまりは同程度となる（図表 2-9)。しかし、公表日から算定基準日までの予測期間（補正期間）はインテリジェンスの 61 営業日に対して、ジュピターテレコムでは 191 営業日と約 3 倍の長さとなり、それに伴い予測株価（補正株価）の予測誤差も拡大するから、少なくともモデルのあてはまりに関してはインテリジェンスの場合よりも妥当なものが求められる。

次に両者で対照的なのは回帰係数βの推定値の大きさである。インテリジェンスは約 1.44～1.47 で、ジュピターテレコムは 0.3819（モデルⅠ）または 0.7091（モデルⅡ）とインテリジェンスと比較すると約 1.0 の差がある（図表 2-9)。インテリジェンス事件の対象となる時期は、リーマン・ショック前後の下落相場局面にあり、高いβ推定値は予測株価の下落を増幅する効果があり、逆にジュピターテレコムの場合は、いわゆるアベノミクスの経済政策と日銀の金融緩和政策による上昇相場局面にあり、低いβ推定値は予測株価の上昇を減衰させる効果がある。

[105] ジュピターテレコムの数値は、東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注 80)60 頁の数式にある数値を参照した。また、インテリジェンス事件における本論文の分析結果等(モデルa、モデルbおよびモデルc)は、拙稿(ソフトロー研究 19 号)・前掲注 59)53-58 頁の図表にある検証結果や数値を中心に用いて作成した。

さらに興味深いのは、回帰定数項の推定値の大きさである。インテリジェンスの場合は、予測期間（61 営業日）が短いにもかかわらず、定数項の推定値が-0.361％と大きく、同期間の累積で－22.0％（＝－0.361％×61）となり予測株価への影響を無視できない。もっとも、実際に裁判所から採用された回帰モデル（モデル c）は定数項が無いモデルであり、その影響はない。一方、ジュピターテレコムでは、定数項の推定値はモデルⅠで 0.005％、モデルⅡで-0.0042％と絶対値で比較するとインテリジェンスの場合のおよそ 100 分の 1 程度であり、予測期間（191 営業日）が長くてもモデルⅠの累積収益率で 0.96％（＝0.005％×191 日）と 1％にも満たず予測株価に対する影響は小さい。

最後に両事案を別の観点で比較すると、インテリジェンス事件の決定との比較から、本件の決定書内容では裁判所が採用した回帰モデルについての仕様や推定結果の記述が不足しており、裁判所に提出された専門家による各モデルを正確に再現した検証ができなかった。インテリジェンス事件高裁決定の決定書には、モデルの概要がわかるよう推定されたパラメータや t 値などの情報が丁寧に盛り込まれており、モデルを再現するための検証作業に役立ったが、本件の決定文では、回帰モデルの仕様や分析結果に関しては不正確あるいは情報が不十分な記述が散見される。特に本件では、複数の回帰モデル間の選択に関して重要な争点も含まれており、いささか技術的な内容になるが決定にはより正確で詳細な記述をすることが裁判所に望まれる。

### 第 5 目 二変数の重回帰モデルの問題（東宝不動産事件との比較）

市場株価の補正においては、学説では「回帰分析的手法」を用いて「市場全体・業界全体」の動向等、株価に変動を及ぼす要素を踏まえて修正するのが妥当であるとする見解があるが[106]、ここで市場全体はともかく業界全体に関連する株価変動要因をどのように考慮し補正するかが問題となる。その補正方法は、マーケット・モデル（単回帰モデル）に対してさらに業種別株価指数の収益率のような業種や業界に関連する変動要因を説明するファクター（説明変数）を追加導入するか[107]、業種別株価指数の収益率だけを説明変数とする単回帰モデルを導入するかの[108]何れかになろう。しかしながら、当該企業の業種が明確であるか否か、さらにその業種における適切な業種指数が存在するか否かが問題となる[109]。特に東宝不動産事件では、裁判所が採用した重回帰モデルの説明変数の一つとして業種指数（東証業種指数）を採用しており、重要な論点である。それと重回帰モデル

---

106 弥永・前掲注 3）191 頁。

107 東宝不動産事件では、市場指数と業種指数の収益率の二つの変数を持つ重回帰モデルが裁判所から採用された。つまり、一変数のマーケット・モデルに業種に関連したファクターが追加されたことを意味する。

108 田中・前掲注 45）11 頁参照。

109 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注 80）60 頁（ジュピターテレコム事件地裁決定）によれば、株主側のモデルで使用された「業界インデックス」について、「日本電信電話株式会社、株式会社NTTドコモ、ソフトバンク株式会社、株式会社スカパーJSATホールディングス及び株式会社WOWOWの各株式の市場株価を取引量で加重平均することにより作成した指標をいう。」と裁判所は株主側の証拠資料を引用している。これは情報通信業における既成の業種インデックスではなく、独自の定義に基づいた「自作」の「業界インデックス」であると推測する。東京証券取引所などが公表している 33 種類の業種指数のような既成の業種指数がそのまま使用に耐えうる場合はともかく、そうでない場合は様々な工夫と努力がなされていることを意味する。

(二変数のモデル）では単回帰モデルにない多重共線性という計量経済学的な問題が生じる可能性があることにも注意が必要である[110]。

東宝不動産事件地裁決定[111]では、二変数の重回帰モデルを用いた株価補正が裁判所から採用された。ここで採用されたモデルは回帰定数項のあるモデル１であるが、特に重回帰モデルの場合は「モデル１’（重回帰補正)」と呼び区別する（図表 2-7)。また、この重回帰モデルでは、説明変数としては、TOPIX の収益率以外に、不動産業界の市場インデックスの収益率が二つ目の説明変数として採用されたという点が特徴的である。これは、申立人側が二変数の重回帰モデルを主張したのであるが、それに対して会社側は二変数を採用することによって生じ得る多重共線性の問題を指摘し、その懸念が全くない単回帰モデルを採用すべきと反論したところ、裁判所はその懸念がないという判断をした[112]。これについては、申立人専門家の反論を審査し最終的には同モデルが採用されたということになろう[113]。多重共線性はあくまで一例であるが、専門的な論点において両当事者から主張や反論等があり裁判所がそれに立ち入って判断したことになる[114]。

### 第２款 補正株価算出の注意点（公表前の市場株価急騰の例）

前述したように「事後のナカリセバ価格」を算定するための株価補正について、「合併計画公表直前の市場価格（計画が漏れていないことが条件となるが)」を「回帰分析的手法」を用いて補正するのが妥当とする見解がある[115]。ここで注意すべきは、「回帰分析的手法」を適用する起点となる日を合併計画公表直前の市場価格としつつも「計画が漏れていないことが条件となるが」と条件を付していることである。この見解は、合併の計画が洩れていた場合に、その漏れた情報が既に公表日前から市場株価に織り込まれている可能性を懸念する[116]。これは合併の公表日前に市場株価の高騰があれば、「計画が漏れた」と推測され、当該株価が高騰する前まで遡った日を起点として「ナカリセバ価格」を算出すべきと解釈できる[117]。旧商法の時代における吸収合併に関連した株式買取

---

[110] 浅野＝中村・前掲注 49)116-117 頁では、一般に多重共線性が存在する場合において、次の6つの症状を挙げている。症状1は係数の標準誤差が大きくなること、症状2は係数が理論から予想される値とは大きく離れること、症状3は個別係数のゼロ仮説は棄却されにくいこと、症状4はt値が小さくなること、症状5は個別係数のt値は小さくても決定係数は大きな値となること、最後の症状6はデータのわずかな変動、観測期間の変更などにより係数が大きく変化することが挙げられている。

[111] 東京地決平成 27 年 3 月 25 日・前掲注 80)34 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件地裁決定〕。

[112] 東京地決平成 27 年 3 月 25 日・前掲注 80)34 頁では、「多重共線性の問題についても、本件モデルの合理性を否定するに足るものとは解されない。」として会社側の主張を退けている。

[113] 池谷・前掲注 77)29-30 頁は、東宝不動産事件地裁決定で裁判所から採用された回帰モデルに関連して、多重共線性についての概念や対処方法等の説明をしており、実際に地裁の審理過程で会社側から多重共線性についての指摘を受けたという。

[114] ジュピターテレコム事件では、両当事者からと思われる複数のマーケット・モデルが主張されており、モデル選択は裁判所の判断で行われている。インテリジェンス事件においては、一方当事者からの提出されたものが実際になされた多重共線性への反論と同一の内容であるかどうかは不明である。

[115] 弥永・前掲注 3)191 頁参照。

[116] 弥永真生「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」商事法務 1867 号(2009)11 頁参照。

[117] 弥永・前掲注 91)11 頁は、「当該行為の影響を受けていないと考えられる時点の現実の株価を材料として、その後の市場全体・業界全体の動向および当該会社の業績等の(絶対額および相対的)推移を踏まえて、回帰分析的手法を用いて基準時に、当該行為がなければ『有スベカリシ』価格を算定することが適当であると考えられる。」とする。実際問題として「当該行為の影響を受けていないと考えられる時点」をどのように判定するかが問

価格決定申請（商法 408 条ノ 3 第 2 項）で裁判所が価格決定のために市場株価を参照し始めた頃の先駆けとなる、北辰電機事件[118]、科研製薬事件[119]および住友軽金属事件[120]においては、合併の公表前に市場株価が急騰し公表後に急落するという価格変動が観察された[121]。この公表日前後における価格形成をもって、合併の計画が市場に漏れたか否かかの事実関係は確認できないが、三つの事件と同時期の合併事例を対象とした実証研究から、以下のように同様の価格形成が確認されている。

**第 1 目 公表日前後の急騰と急落に関連した実証研究**

上場会社の組織再編あるいは M&A に関連してイベント・スタディによる実証研究が、米国における 1980 年代以降のファイナンスの実証研究の分野で行われている[122]。しかし、同年代において我が国では、①上場会社同士による M&A のサンプルが少ないこと、②イベント・スタディが要求する市場の効率性（セミストロングフォーム型）が十分でないという理由から、日本企業を対象とした研究はほとんど行われていなかった[123]。この点については、1990 年代まではインサイダー取引規制や適時情報開示ルールの未整備という問題があり、このことが我が国におけるイベント・スタディによる実証研究に対する評価を著しく低いものとした主因であるとも指摘されている[124]。

ファイナンス分野の研究ではあるが、そのようなイベント・スタディによる実証研究には適さない日本の株式市場における M&A の企業価値創造効果を検証するために市場株価を用いた実証研

---

題となるが、本論文では一つの方法として、市場株価と出来高の変動を観察しておおよその起点日を決定する。

[118] 東京地決昭和 58 年 10 月 11 日・前掲注 7）968 頁〔北辰電機株式買取価格決定申請事件地裁決定〕、東京高決昭和 58 年 12 月 14 日・前掲注 7）285 頁〔北辰電機株式買取価格決定申請事件高裁決定〕。

[119] 東京地決昭和 58 年 2 月 10 日・前掲注 7）110 頁〔科研製薬株式買取価格決定申請事件地裁決定〕。

[120] 東京地決昭和 60 年 11 月 21 日・前掲注 7）144 頁〔住友軽金属株式買取価格決定申請事件地裁決定〕。

[121] 拙稿「公表日前に市場株価が急騰した合併に対する株式買取価格決定申請事件における市場株価または補正株価の利用」ソフトロー研究 26 号（2016）1-69 頁において、先の三つの株式買取価格決定申請事件を検討している。三つの事例に共通するのは、合併の公表日前の市場株価の急騰と公表日後の急落が顕著に観察されていることであるが、同拙稿においては、そのような事案においては、具体的な「ナカリセバ価格」を算定する上での考慮要素を検討している。

[122] 例えば、Peter Dodd, Merger proposals, management discretion and stockholder wealth, Journal of Financial Economics Vol.8, No.2, (Jun., 1980), pp.105-137. や Arthur J. Keown and John M. Pinkerton, Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation, The Journal of Finance Vol.36, No.4 (Sep., 1981), pp.855-869. 等が、伊藤邦雄「会社テークオーバーによる企業価値創造効果の日米比較」一橋論叢 101 巻 5 号（1989）705 頁で挙げられている。

[123] 松尾弘之＝山本健「日本の M&A―イベント・スタディによる実証研究―」経済経営研究 26 巻 6 号（2006）11 頁参照。さらに同論文は、イベント・スタディが要求する市場の効率性とは、企業価値に重大な影響を及ぼすと考えられる情報が初めて外部に公開されるときに、その瞬間において株価はその情報を価格プロセスの中に織り込むという形でプラスなりマイナスなりの反応が示されると定義する。しかし、日本における当事の市場環境においては、①インサイダー取引が野放しであったり、②マスコミによるスクープ報道が無秩序に行われ事前情報に基づく売買が行われたり、③取引コストや情報コストが高いことによって株価に情報が織り込まれるまでの時間がかかるということから、イベント・スタディに必要なセミ・ストロング型の市場効率性に問題があったと同論文は指摘する。

[124] 松尾＝山本・前掲注 123）11 頁参照。さらに、1990 年代後半には、インターネットの発展や「タイムリー・ディスクロージャー・ルール」の制度の導入もあり、それ以後の M&A の株価効果を測定するためのイベント・スタディが可能となるほどのセミ・ストロング型の市場効率性が担保されたと同論文は指摘する。

究の論文が公表された[125]（以下「伊藤論文」という。）。伊藤論文は、1971 年から 1987 年に我が国で行われた合併の中から、買収会社と被買収会社の両当事会社がともに日本の株式市場に上場した会社で、公表日が特定できた 29 件の合併事案をサンプルとしたイベント・スタディを行っている[126]。伊藤論文の実証分析は、「公表日」を合併等が日本経済新聞紙に公表された日（以下「イベント日」という。）を 0 日とし、また合併の当事会社として買収会社の 28 社と被買収会社の 31 社を対象とした[127]（図表 2-10）。

図表 2-10　合併案件サンプル（一部を抜粋）における両当事会社名

| 合併公表日 | 買収企業 | 被買収企業 | 合併比率・備考等 | |
|---|---|---|---|---|
| 1978 年 10 月 4 日 | 王子製紙 | 日本パルプ工業 | | |
| 1981 年 4 月 1 日 | 日本ミネチュアベアリング | 東京螺子製作所 | 1.5：1 | |
| | | 新中央工業 | 1.7：1 | |
| | | 新興通信工業 | 1.7：1 | |
| | | 大阪車輪製造 | 2.1：1 | |
| 1982 年 1 月 23 日 | トヨタ自動車工業 | トヨタ自動車販売 | 1：0.75 | |
| 1982 年 4 月 21 日 | 住友重機械工業 | 日特金属工業 | 1：1.5 | |
| **1982 年 4 月 22 日** | **科研化学（科研製薬）** | **科研薬化工** | **1：1** | 判例 |
| **1982 年 9 月 1 日** | **横河電機製作所** | **北辰電機製作所** | **1：0.35** | あり |
| 1983 年 4 月 1 日 | 京セラ | ヤシカ | 13：1 | |
| 1983 年 7 月 27 日 | 東京三洋電機 | 三洋自動販売機 | 1：0.75 | |
| 1984 年 1 月 19 日 | 赤井電機 | 赤井商事 | 1：0.5 | |
| 1984 年 4 月 7 日 | トヤマキカイ | 日平産業 | 1：0.8 | |

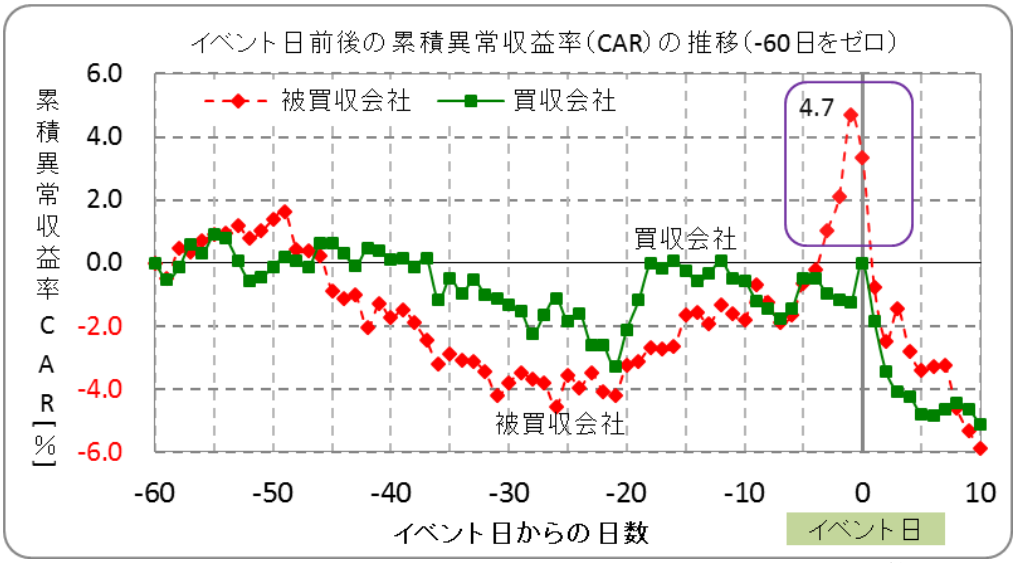
注：買収会社（28 社）には科研化学（科研製薬）と横河電機が、被買収会社（31 社）には科研薬化工と北辰電機が含まれている。本論文で取扱う二事案の合併があった 1982 年には上場会社同士の合併が 4 件あり、他の年と比較して多い。合併事案 29 件の中には、上場会社同士の事案ではないので、本論文で取扱っている住友軽金属による非上場子会社の合併は含まれていない。

伊藤論文におけるイベント・スタディにおいては、簡単なマーケット・モデルを使用して算出した AR（異常収益率）または CAR（累積異常収益率）を指標として、イベント日を挟んだ CAR の推移が提示されている[128]。先行研究における米国市場での結果では、公表後に情報が速やかに織り込まれた後は株価の変動がないが[129]、他方、日本の場合は既に重要情報の公表日に向かって急速に株価が上昇し（特に被買収会社または消滅会社）、公表日後においては買収会社と被買収会社の両当事会社の CAR がそろって下落している[130]（図表 2-11）。この CAR の変動をそのまま解釈する

[125] 伊藤・前掲注 122）686-706 頁は、「本研究の副次的効果として、そうした情報効果を点検することによって、わが国で現在問題とされているインサイダー取引に関する何らかの実証的示唆を得ることが期待される。」とも指摘する。
[126] 伊藤・前掲注 122）694 頁参照。
[127] 伊藤・前掲注 122）695 頁にある「表 2　サンプルの企業名と合併公表日」に掲載されているサンプル企業名リスト（29 件の合併事案）からの一部分を抜粋し掲載した。リストでは買収会社（存続会社）が 28 件となる理由が不明なのだが、恐らく「東京三洋電機」と「三洋電機」の両会社はそれぞれ別件で買収会社にもなっており、それをまとめて 1 社としたのではないかと推測した。この伊藤論文の 29 件よりも、松尾＝山本・前掲注 123）11 頁の実証分析で使用したサンプル数の方が多いことになる。また、本論文の図表 2-4 の事案における合併比率の数値は、田中秀明「上場会社の合併に関する実態調査の概要〔上〕」商事法務 1111 号（1987）21-20 頁から引用した。
[128] 伊藤・前掲注 122）696-697 頁参照。
[129] 伊藤・前掲注 122）690-691 頁参照。
[130] 伊藤・前掲注 122）697-699 頁参照。

と、合併が公表された後においては CAR が下落したことは、当該企業合併があたかも企業価値または株主価値を毀損するものであったと推認されてしまうことになる。

図表 2-11　1971 年から 1987 年の合併における両当事会社株価 CAR の推移




注:　CAR は伊藤論文「表 3」(696 頁)の AR(異常収益率)の数値を-60 日から累積し算出した。イベント日を当該合併が日本経済新聞に公表された日とし、それを 0 日とした. 伊藤論文(697 頁)の「図 4」では、投資収益率データは公表日をはさんで-120 日から+30 日までの比較的長い期間の推移が提示されるが、ここでは AR の数値が引用できる-60 日(CAR=0.0%)から+10 日までの期間において計算した CAR の推移を提示した。

伊藤論文は、この合併公表日前後の被買収会社の CAR の推移から、仮に－20 日から発表日までの CAR の動きがインサイダー取引に基づくものであるとすると、我が国における合併が被買収会社の株主に与える影響は無視しえないという[131]。さらに買収会社と特に被買収会社については、合併公表日後数日間に CAR が下落し続けているから（図表 2-11)、平均的に、合併はむしろ被買収会社にとって買収会社との間にシナジーを生むどころか、逆に企業価値を損なうもの(逆シナジー)と一般に予想されるという[132]。公表日前の数日間における CAR の上昇が全てインサイダー取引によるものかどうかは断定できないが、何れにしてもこの合併公表日前の市場株価急騰と公表日後の急落から価格形成が歪められたと推測できる。合併公表日後 10 日間は CAR が下げ止まらず、特に被買収会社は顕著な株価下落を示している（図表 2-11)。

さらに、伊藤論文における合併公表日前後における CAR の日米比較分析から、米国では発表日後に CAR がほとんど変動しないが、日本では発表日後も CAR が下落を続けており、わが国の証券市場の非効率性を示唆するものと同論文は結論付ける[133]。この市場の非効率性が原因で合併による株価効果が適切に市場株価に反映されずに、公表前に上昇した以上に公表後に急落して、あたかも多くの事案で企業価値が毀損したと評価されるおそれがある[134]。以上から、このような公表日前

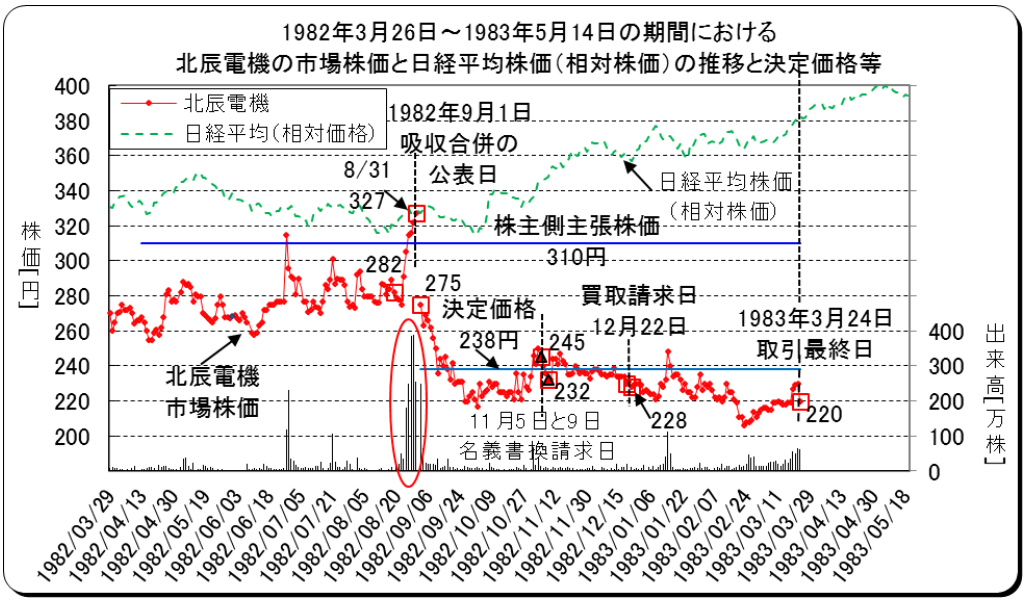
[131] 伊藤・前掲注 122)701-702 頁参照。
[132] 伊藤・前掲注 122)702 頁参照。
[133] 伊藤・前掲注 122)702 頁。
[134] 拙稿(ソフトロー研究 26 号)・前掲注 121)64-65 頁の巻末の付録 2 において、北辰電機事件と科研製薬事件の二つの事例における、公表日前後の累積超過収益率の推移を提示している。北辰電機の場合は、企業価値または株主価値が毀損したような動きとなる。これは、伊藤論文における被買収会社の CAR の推移(図表 2-

後の市場株価の動きを示すような企業買収等に関連した価格決定裁判において、特に「ナカリセバ価格」を算定する場合には、起点日の選択について注意が必要となる[135]。

### 第 2 目 北辰電機事件における公表日前後の株価の動き

東京証券取引所第一部上場の株式会社北辰電機製作所（以下「北辰電機」という。）を合併の消滅会社とし、東京証券取引所第一部上場の横河電機株式会社（商号変更後は株式会社横河北辰電機製作所、以下「横河電機」、「被申請人」または「会社側」という。）を存続会社とした合併に関する株主総会決議に反対した北辰電機の株主（以下「株主側」または「申請人」という。）らが、有していた北辰電機に係る普通株式 10,000 株の株式買取価格の決定を求めたのが北辰電機事件[136]（以下、本節では「本件」という。）である。本件合併は、独立当事者間のいわゆる対等合併と呼ばれるものであり、合併の消滅会社に対して反対株主による株式買取請求がなされた事案でもある。すなわち、「③独立当事者間の消滅会社」（第 3 章第 4 節第 3 款の図表 3-17）に分類される事案になる。

図表 2-12　北辰電機市場株価の日次推移と裁判所決定価格等




注：「日経平均株価（相対株価）」は、合併について公表された 1982 年 9 月 1 日の前日における北辰電機の終値 327 円と同一になるように前後の日経平均株価を相対化し、その推移を提示したものである。

本件の反対株主（申請人）は、1 株につき 310 円による買取価格を主張した。東京地決昭和 58 年 2 月 10 日は、本件合併計画の公表後に株式を取得した株主には、買取価格を決定するにあたっ

---

11）と類似する。

[135] 江頭・前掲注 47）20 頁は、「明らかにセミ・ストロング型の効率的資本市場仮説の前提からの逸脱が認められる状況にある上場株式の評価を行う裁判所は、その時点の市場価格をいたずらに尊重することなく、市場が正常な状態であった時点の市場価格を基準とする．．．」として、市場株価を参照して上場株式の評価を行う場合の注意点を指摘する。もっとも、ここでは未熟な投資家による「狼狽売り」や品薄になった少量の株式が実態価値と乖離した高値で売買される事態などを例示しており、インサイダー取引等の不公正な取引による価格形成の歪みを指摘したものではない。しかし、未公表の情報がインサイダー取引を通じて市場株価に織り込まれることは、あきらかにセミ・ストロング型の効率的資本市場仮説に反する現象であるから、その時点の市場価格をいたずらに尊重すべきでない。よって、公表日前に市場株価が急騰した場合の「ナカリセバ価格」を算定するための起点となる日付については、市場が正常な状態であった時点の市場価格を基準にすべきである。

[136] 東京地決昭和 58 年 10 月 11 日・前掲注 7）968 頁、東京高決昭和 58 年 12 月 14 日・前掲注 7）285 頁。

ては、商法 408 条ノ 3 第 1 項の規定は直ちに適用されず、合併を前提として形成される市場価格によるべきとし、また取得時の価格を超えないとした。その上で、申請人が名義書換請求をした 1982 年 11 月 5 日と同月 9 日の市場株価（終値）は、それぞれ 245 円と 232 円であり、その平均値である 238 円（円未満切捨て）を決定価格とした。この決定を不満として株主側は抗告したが、東京高決昭和 58 年 12 月 14 日は原審の決定を支持し、抗告棄却とした。

北辰電機の市場株価は合併公表日の数営業日前から急騰し、合併公表日後には急落した（図表 2-12)。合併公表後の同時期に日経平均株価（相対価格）は上昇傾向にあったのとは対照的に、北辰電機の市場株価は大きく下落し、同社の企業価値または株主価値が毀損したかのように見える。さらに、この市場株価と出来高の動きも不自然であり、合併公表日前から急激に出来高が増えていることからすると（図表 2-12)、合併に関する情報が事前に漏れていたと推察される。これは同時期の科研製薬事件の場合においても、同様な市場株価の動きが観察されている[137]。先の伊藤論文で述べられていたように、両事案がサンプルとして含まれるイベント・スタディによる実証研究の結果から、インサイダー取引等その他の不公正な取引による影響が疑われる[138]。

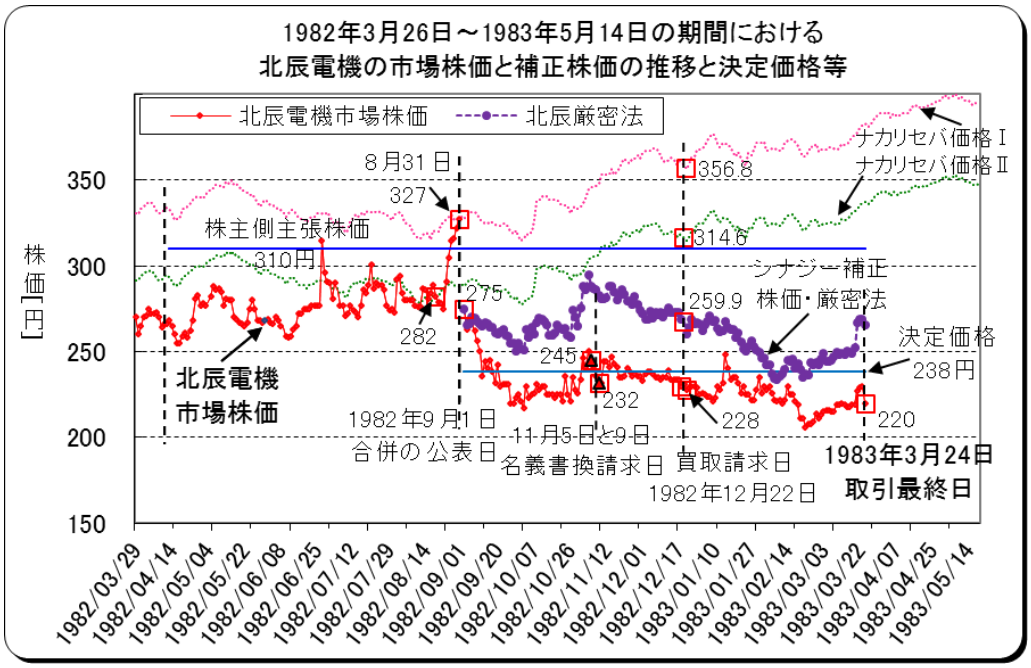
**第 3 目 北辰電機事件における「ナカリセバ価格」の検討**

北辰電機における市場株価の価格形成には問題がある。急騰の原因について断定的な判断はできないが、原因に依っては裁判所の価格決定の判断に影響を与える可能性もある。また合併等の計画が漏れていた場合、それが株価形成に影響を与える可能性があるから、価格決定の申立てがなされた場合にどの時点から株価に反映されていたと考えられるかは、裁判所が、当該会社、当該会社が属する業界および株式市場全体の株価の動向ならびにマスコミ等による報道などを踏まえて認定することになると指摘されている[139]。つまり、合併等の計画が漏れた時点の認定については裁判所の裁量ということになるが、どこまで遡った起点日を選択するかで「ナカリセバ価格」の算定値に影響する。「ナカリセバ価格」を算定する場合には、起点日を市場株価の急騰前に持ってくることが急騰の影響を除外した補正株価を算出でき、妥当である。本件では特に、合併公表日の数日前から出来高を急激に伴った北辰電機株の急騰があるから（図表 2-13)、合併公表日の直前日においては「計画が漏れていないこと」という「回帰分析的手法」を利用するための前提条件を欠いている。このように、本件では補正株価による「ナカリセバ価格」を算定する場合には、特に算定の起点日を単に公表日にするのではなく市場株価が急騰する前の時点に移すなどの配慮が必要になる。

---

137 拙稿(ソフトロー研究 26 号)・前掲注 121)1-69 頁参照。
138 伊藤・前掲注 122)686-706 頁参照。
139 弥永・前掲注 116)11 頁参照。また、どこまで遡って「ナカリセバ価格」を算定するための起点日と認定するかは裁判所の裁量になる。

図表 2-13　北辰電機の市場株価と二つの「ナカリセバ価格」の推移




注：公表日の 1982 年 9 月 1 日には市場株価がないため、8 月 31 日(327 円)から 9 月 2 日(275 円)に市場株価が大きく乖離しているかのように見えることに注意が必要である。

ここで、1982 年 9 月 1 日（合併および合併比率の公表日）の前営業日（8 月 31 日）（以下「起点日Ⅰ」という。）と市場株価や出来高が急騰する前の 2008 年 8 月 19 日（以下「起点日Ⅱ」という。）の二つの起点日を基準として、市場指数（日経平均株価）を単純に当てはめた二種類の「ナカリセバ価格」を算定しその価格推移を示す（図表 2-13)。「ナカリセバ価格Ⅰ」は起点日Ⅰにおいて、北辰電機の終値 327 円と同一になるように日経平均株価を相対化した数値である。他方の「ナカリセバ価格Ⅱ」は起点日Ⅱの北辰電機株価の終値 282 円と同一にした。株式買取請求日（2008 年 12 月 22 日）における価格は、それぞれ 356.8 円と 314.6 円となっており（図表 2-13)、両者の差額は 42.2 円で比率にすると 11.8%となる。市場株価が急騰する前までたどった「ナカリセバ価格Ⅱ」(314.6 円）を参照すべきであり、公表日を起点とする通常の算定方法による「ナカリセバ価格Ⅱ」(356.8 円）では過大評価となる。以上から、公表日前後で市場株価の異常な急騰と急落があった場合は、「ナカリセバ価格」を算定するための起点日を市場株価急騰前までに遡らせて算定するのが妥当である。

### 第 3 款 企業法学説における統計的手法または回帰分析の議論

これまで本章（第 2 章）においては、価格決定裁判における「ナカリセバ価格」算定のための統計的手法に関連する議論をした。以前から統計的手法の利用が会社法以外の法領域での利用可能性も議論されており、ここでは、その点に関して簡単に触れる。いわゆる企業法分野としては、会社法、金融商品取引法（以下「金商法」という。）および独占禁止法（以下「独禁法」あるいは「競争法」という。）といった、いわゆるビジネス・ロー（Business Law）と呼ばれる法分野がある。企業法分野における統計的手法について、経済法の分野ではデータの収集やモデルの設定の仕方などの点で理論的にも技術的にも難しい点が多くあるが、会社法（金融商品取引法）の分野では、上場会

社については株価という比較的入手しやすいデータが存在することから、統計的な分析的手法の活用が相対的に容易であるという見解がある[140]。既に会社法においては、裁判所から「事後のナカリセバ価格」を補正するために回帰分析の手法が採用されているが、後述するようにそれ以前においても企業法分野において類似の手法の利用可能性が議論になっている。

例えば、企業法学においてイベント・スタディ[141]という統計的手法が企業法学にどのように適用可能かについて米国の研究を中心にまとめた論文がある[142]。同論文は企業法学の研究者は企業の生理状態ないし動態を定性・定量的に記述するすべを持たないがために、当座的なものの提示にとどまり、定着するか分からない諸外国制度の移植を試みようとしていると批判する[143]。さらに同論文は、米国での経験と議論を通じて、効率的資本市場仮説の検証のために用いられたイベント・スタディという手法が現代の法律学の方法を大きく変えた事実を明らかにするとともに、効率的市場の実在をめぐって蓄積された疑問と反証が、イベント・スタディを利用した法律学の研究手法の有効性に今日再考を促しつつあると指摘するが[144]、同時に、イベント・スタディによりもたらされる知見を法律学上の議論に生かす際には、イベント・スタディの抱える、効率的資本市場仮説を含む理論上・方法上の限界を踏まえたうえで、批判的な態度で臨むべきとする[145]。近時の学説においては、例えば株式買取請求・価格決定の事件において、統計的な手法の採用も主張されており[146]、日本の裁判実務でも紛争解決のための利用が議論されている[147]。

また、別の見解としては、公害訴訟における疫学的証明を除けば、日本においては独占禁止法違反行為に関する損害賠償請求訴訟のみならず、訴訟全般にわたって回帰分析が利用されている状況にはないとされてきた[148]。それは法分野に関わらず、恐らく共通する問題点として、裁判所に統計的手法を理解するための素養が不足していることがある。あるいは、統計的手法による証拠資料を

---

140 森田・前掲注 73)4 頁。

141 ファイナンス実証分析で多用されているイベント・スタディについては、John Y. Campbell＝Andrew W. Lo＝A. Craig Mackinlay 著・前掲注 48)154-187 頁を参照。

142 酒井太郎「企業法学における統計学的分析手法――イベント・スタディ――」一橋論叢 133 巻 4 号(2005) 72-94 頁は、企業法学の対象とする実定法領域が商法、証券取引法、独占禁止法、労働関係法など幅広い範囲に及ぶとしており、イベント・スタディの利用は、証券法学と会社法学への応用を中心に検討されていると指摘する。

143 酒井・前掲注 142)72 頁参照。

144 酒井・前掲注 142)72-94 頁参照。

145 酒井・前掲注 142)83 頁参照。また、吉田直『競争的コーポレート・ガバナンスと会社法』(中央経済社, 2001) 113-117 頁は、イベント・スタディが日本の株式市場自体の効率性の問題や株式市場はその時々の景気動向に影響を受けることから、経済学のアメリカン・スタンダードを無批判に日本へ導入することは妥当でないという。

146 藤田友敬「裁判過程における実証分析の利用：株式買取請求事件を素材に」ソフトロー研究 20 号(2012)5-21 頁は、我が国における裁判過程にイベント・スタディといった統計的手法について、適用可能な場面ではその利用を提唱する。また、松中学「裁判過程における実証分析の利用：藤田報告に対するコメント」ソフトロー研究 20 号(2012)23-27 頁も、統計的手法の利用における問題点を指摘しつつ、会社法等における裁判過程での統計的手法の利用について肯定的な見解である。

147 森田・前掲注 73)15 頁注(3)。池谷・前掲注 71)49-57 頁は、テクモ事件の地裁での審理において、会社側と株主側の双方から統計的手法に関連した意見書が裁判所に提出されたという。

148 本城昇「回帰分析による独占禁止法違反行為損害賠償請求訴訟における損害額の算定(下)」公正取引 491 号(1991)72 頁参照。

提示する専門家鑑定人においては、「通常人」[149]である裁判官に、専門的内容を理解させることができる能力や努力が不足していたのかもしれない。例えば、科学裁判のような専門訴訟においては科学技術等に関する専門家の鑑定が提出される場合もあるが、その際に、裁判官に専門的知識を要求することができないために鑑定が行われているのに、出てきた鑑定意見を正しく理解し評価するためにはそれだけの専門知識を必要とするという、いわゆる「科学鑑定のジレンマ」という問題に行き着くことになる[150]。

最後に、会社法分野で有力に主張されていた「回帰分析的手法」すなわち統計的手法による株価算定手法が裁判所から認められたこともあり、今後は金商法や独禁法等の他の企業法分野においても同様に適用する可能性があり、さらに裁判所からも認められる可能性がある。法律学と隣接する社会科学の一つである統計学の知見を利用して、現実には存在しない価格や金額を推計する算定理論の精緻化・具体化がわが国にも必要となると従前から主張されていた[151]。しかし、この予言は、少なくとも会社法分野では既に実現している。今後も、裁判における統計的手法の活用が会社法やそれ以外の企業法領域にも広がることが期待される[152]。

### 第 5 節 小括（「ナカリセバ価格」のまとめ）

旧商法で「公正ナル価格」として裁判所から採用された「事前のナカリセバ価格」は、公表日前の事前の市場株価を参照して算定されるが、これは会社法の裁判でもほとんど採用されていない。ただし、近時の株式取得価格決定における「公正な取得価格」の妥当性（特にプレミアム率の高低）を判断するための評価基準として「客観的価値」が算定されるが、これは、「事前のナカリセバ価格」と同様の算定方法である。具体的な算定方法については次章（第 3 章）で詳細に検討し、本章（第 2 章）ではほとんど触れていないが、参照する市場株価は VWAP を使用し、参照した複数日の株価の平均方法は出来高加重平均を使用すべきである。この市場株価を参照して平均株価を算定する場合には、算定方法といった技術的な論点においては裁判所の裁量はないというのが本論文の結論である。ただし、算定期間の問題があるが、これも多くの事案で採用されている 1 か月を標準とすべきである。以上から、あくまで評価尺度として参照される「客観的価値」（あるいは「事前のナカリセバ価格」）の算定については、1 か月の「VWAP の出来高加重平均」を採用すべきである。

---

[149] 最二小判昭和 50 年 10 月 24 日民集 29 巻 9 号 1417 頁〔ルンバール・ショック事件最高裁判決〕では、「訴訟上の因果関係の立証は、一点の疑義も許されない自然科学的証明ではなく、経験則に照らして全証拠を総合検討し、特定の事実が特定の結果発生を招来した関係を是認しうる高度の蓋然性を証明することであり、その判定は、通常人が疑を差し挟まない程度に真実性の確信を持ちうるものであることを必要とし、かつ、それで足りるものである。」と判示している。本文中の「通常人」とは、この判決における通常人から引用している。

[150] 中野貞一郎「科学裁判と鑑定」日本学士院紀要 63 巻 3 号(2009)181 頁参照。

[151] 藪口康夫「独禁法違反損害賠償請求訴訟における損害額の算定と証明」岩手大学人文社会科学部紀要 69 号(2001)104 頁参照。

[152] 森田果「放射能汚染による損害賠償におけるヘドニック・アプローチ（上）／（下）」NBL965 号(2011)28-37 頁、966 号(2011)69-76 頁は、将来的には福島第一原子力発電所事故による放射能汚染を原因とする損害賠償請求訴訟が国や東京電力を相手に多数提訴されることが予想されることから、放射能汚染についての損害賠償額算定のための統計的手法として「ヘドニック・アプローチ」による算定を提案し、「算定された損害額は、地価下落という財産的損害としてのみならず、人格的利益の侵害という非財産的損害の代理変数としても活用できよう」と提唱し、客観的で納得性のある損害賠償額の算定が行われることが期待されるとする。

近時のＭＢＯ等にかかる会社法価格決定事件の判例からも「回帰分析的手法」による「事後のナカリセバ価格」が重要である。本章（第 2 章）第 3 節では、特に補正株価が採用された事例研究と補正のための回帰モデルといった技術的な問題点を詳細に検討した。詳細は第 5 章で触れるが、「公正な価格」や「公正な取得価格」を算定するための「二基準間の選択的行使」による価格決定によれば、企業価値の増加・不増加に関わらず「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の両方とも算定される。特に、「ナカリセバ価格」については、企業買収等の公表日以後、すなわち「事後のナカリセバ価格」を常に算定する。事前の場合とは異なり、事後の場合は公表日後における株価補正が必要となるから、事案ごとに使用すべき「回帰分析的手法」を検討する必要がある。近時の価格決定裁判においては、裁判所からも複数のタイプのマーケット・モデルが採用されているが、事案ごとに最適なものを探求し選択すべきである。しかし、マーケット・モデルについては訴訟経済と予測可能性から、単純なマーケット・モデル（単回帰モデル）を採用するなど、モデルの精緻化よりもむしろ簡便さを追求すべきと考える。

# 第 3 章 「シナジー分配価格」算出のための株価補正：「シナジー価格補正」

本章では平成 17 年改正会社法によって導入された「シナジー分配価格」についての理論や学説、さらには「シナジー分配価格」を採用した判例を分析した上で、本論文で独自に考案した補正株価について詳細に説明し、具体的な事案に当てはめて算定方法を提示する。

## 第 1 節 事前と事後の「シナジー分配価格」

「シナジー分配価格」においても、前章で検討した「ナカリセバ価格」と同様に企業買収等あるいは組織再編の計画が公表された日（公表日）を基準として事前と事後で切り分ける必要がある。「事前のシナジー分配価格」は、会計数値とファイナンス理論を用いた株式価値評価の諸手法により、公表日以前に入手可能な情報を基礎として算定される。つまり、公表日前までに当事会社が既に公表した開示情報や経営者のみが入手可能な会社の内部情報をも含めて、「事前のシナジー分配価格」が算定される。これらの算定結果は企業買収等における当事会社間の交渉における契約条件等で考慮されることになる。さらに、反対株主による価格決定裁判においては、第三者評価機関による株式価値評価書が両当事会社から価格算定根拠の証拠資料として提出され、手続の公正性や価格の妥当性などを裁判所が判断する材料となる。

第 2 節でふれるが、この「事前のシナジー分配価格」の算定においては、理論的には、公表日以後の株式市場全体の価格変動など事後に発生した事情すなわち後発事象が入り込む余地はない。このことは、事前の段階で当事会社等が最善の経営努力を払い公正な手続によって株式価値を評価し、さらに当事会社間で合意された買収価格（公開買付価格）を尊重すべきという近時の最高裁決定とも整合する[1]。しかし、これには企業買収等をする側にとっては予測可能性が増すという利点があるが、その一方で株式買取請求権制度における少数株主保護という制度趣旨の観点では不十分である。

他方で、「事後のシナジー分配価格」は、「事前のシナジー分配価格」の場合とは異なり、公表日後においても、例えば株式市場全体の変動など事後の事情を考慮した価格となる。もっとも、「事後」とはいえ公表日後の長期間（あるいは未来永劫）における事情を考慮することは買収会社側に許容不能なリスクを課すことになり不適当であり、ここでの「事後」が示す期間とは、企業買収等の当事会社の株主が不安定な状態におかれる企業買収等の公表日後から算定基準日（株式買取請求日あるいは全部取得日）までの期間（以下「事後の期間」という。）までと定義する。この事後の期間は、公開買付けが成立する前であったり、企業買収等に必要な株主総会の承認前であったり、あるいは株式対価の組織再編の場合であれば組織再編比率という重要な条件が決定されていない期間等も含むなど、反対株主あるいは少数株主の地位が不安定な期間である。そして、このような不安定な状態に意図せず置かれた少数株主の保護という制度趣旨からも、この期間に限定して、事後

[1] 最一小決平成 28 年 7 月 1 日資料版商事法務 389 号 58 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕と東京高決平成 28 年 3 月 28 日金融・商事判例 1491 号 32 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。

の事情を考慮して補正した「シナジー分配価格」を採用すべきである。これは「事後のナカリセバ価格」を補正することと、算定手法は異なるが同様の考え方である。

図表 3-1 事前と事後の「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」

<table>
<tr><td rowspan="2">事前・事後<br>＼ 価格</td><td colspan="3">「公正な価格」または「公正な取得価格」<br>(①「ナカリセバ価格」と②「シナジー分配価格」の何れか大きい方)</td></tr>
<tr><td rowspan="2">①「ナカリセバ価格」</td><td colspan="2">②「シナジー分配価格」</td></tr>
<tr><td>株式買取価格決定<br>「公正な価格」<br>(株式が対価の場合)</td><td>株式取得価格決定<br>「公正な取得価格」<br>(現金が対価の場合)</td></tr>
<tr><td>事前</td><td rowspan="2">「客観的価値」<br>(固定価格)</td><td colspan="2">「客観的価値」+「シナジー分配」<br>(または公開買付価格)(固定価格)</td></tr>
<tr><td rowspan="2">事後</td><td colspan="2">市場株価(変動価格)</td></tr>
<tr><td>「回帰分析的手法」<br>(補正株価、変動価格)</td><td>「シナジー補正価格」<br>(補正株価、変動価格)</td><td>全部取得価格<br>(固定価格)</td></tr>
</table>

注: ②「シナジー分配価格」における補正株価は、株式対価の場合は公正な組織再編比率が織り込まれるように補正した株価(「シナジー補正価格」)は対価株式の市場株価と連動する変動価格である。他方の現金対価の場合は、市場株価を補正した価格(補正株価)が全部取得価格(またはそれと同額の公開買付価格)と考えることに注意が必要である。

詳細は本章第 3 節でふれるが、「シナジー分配価格」を算定する場合には、市場株価を参照する方法が一般的であり、株式対価の組織再編に対する価格決定裁判で、裁判所から「シナジー分配価格」の決定のために多用されている。これに対して、本論文で提案する補正株価を算定する方法は、公正なシナジー分配を担保するための組織再編比率が両当事会社の市場株価に織り込まれるように補正した補正株価（以下「シナジー補正価格」という。）を用いるものである。すなわち、本論文では生の市場株価を参照して決定価格とすべきではなく、「シナジー補正価格」を原則的に使用すべきであると提案する。よって、本論文では価格決定裁判に関連して単に「シナジー分配価格」という場合には、特に断りがない限り、「事後のシナジー分配価格」は、「シナジー補正価格」を意味するものとする。

近時の学説では、企業買収等における取引の一連の手続が公正であれば、株式を対価とする場合は市場株価を、現金を対価とする場合は公開買付価格を公正な価格とすべきという見解が有力である[2]。しかし、ここでの「公正な価格」とは、本論文での定義では「公正な価格」と「公正な取得価格」の両方が含まれるが、これはあくまで「シナジー分配価格」の議論によるべきである。そして、「シナジー分配価格」として理論的に整合した価格算定であれば、株式対価の場合も現金対価の場合の両方とも市場株価を採用すべきである[3]。もっとも、現金対価による全部取得の場合において

[2] 飯田秀総「VI 株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能:会社法・金商法における株式市場価格の意義と機能の探求(日本私法学会シンポジウム資料)」商事法務 2076 号(2015)43 頁、田中亘「補正に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格の決定事例――東宝不動産事件」ジュリスト 1489 号(2016)113 頁参照。ここで、本文中にある「公正な価格」には鍵かっこ(「」)がなく、株式買取請求・価格決定における「公正な価格」だけではなく、全部取得における「公正な取得価格」の両方の意味が含まれていると解釈できる。

[3] 飯田・前掲注 2)44 頁は、手続が公正に行われた取引であれば、その価格が市場価格に反映されるので、算定基準日における市場価格(二段階買収ならば公開買付価格)を公正な価格とするのがテクモ事件最高裁決定(最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕)とも整合的で妥当であるという。あくまで、現金対価と株式対価の両方の場合とも、市場株価を基礎とすべきで、公開買付価格はあくまで市場株価の代替という位置づけとしている。

は、取得日前には上場廃止に伴い市場取引が廃止されるので、取得日時点における市場株価を参照することができない。また株式対価の場合であっても、株式買取請求日が上場廃止日以後であれば、参照できる市場株価は存在しない。現金対価の場合に、取得日において公開買付価格と同額の取得価格（全部取得価格）で全部取得されるのであれば、全部取得価格が「公正な取得価格」ということの理屈付けは可能であろう。これに対して、株式対価の場合は、本論文で提案する補正株価を採用することで対処可能な場合が多い。繰り返しになるが、本論文では「シナジー分配価格」としては生の市場株価を採用せず、原則は補正株価を採用すべきと提案する。つまり、株式対価の場合は「シナジー補正価格」で、現金対価の場合は補正株価としての全部取得価格を採用することになる。

## 第 2 節 「事前のシナジー分配価格」と株価算定方法

「事前のシナジー分配価格」を算定するためには、企業買収等における両当事会社の株価算定が必要となる。株価算定の方法としては、日本公認会計士協会の「企業価値ガイドライン」[4]が企業価値評価における標準となっている。同ガイドラインの評価アプローチの体系では、企業価値評価のアプローチをインカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチの三つに分類し[5]、これらのアプローチごとに、具体的な算定手法が複数考案されているが、以下ではこれを概観したうえで、実際の裁判実務でどのように運用されているかを検討する。なお、理論的には、株式価値算定によってシナジー分配額を見積もることができれば、「シナジー分配価格」だけでなく「ナカリセバ価格」も算定できることになる。

### 第 1 款 株式価値評価方法（企業価値評価ガイドライン）

インカム・アプローチは、株式評価の対象となる会社から将来生み出されると期待される利益や収益あるいはキャッシュ・フロー（Cash Flow）に基づいて、それを適切な割引率を用いて現在価値を算定して、株式価値を評価する方法である。一般的に評価対象会社独自の収益性等を基に価値を測定することから、評価対象会社が持つ固有の価値を示すという利点がある一方で、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対する恣意性の排除が難しく、客観性が問題となるケースもあることが多い[6]。この評価方法には、現在価値に割引かれるべき将来予想されるキャッシュ・フローによって、例えば、ディスカウント・キャッシュフロー法（DCF 法）、収益還元法あるいは配当還元法といったものがあり（図表 3-2）、DCF 法ではフリー・キャッシュ・フローを、収益還元法では財務会計上の利益を、配当還元法については株主が受け取る配当金を現在価値に割引くことによって株式価値が算定される。これらの手法は、将来の予想されるキャッシュ・フローが予測期間において確定していることを前提するが、実際の企業経営には外部環

---

[4] 日本公認会計士協会「企業価値評価ガイドライン（平成 25 年 7 月 3 日改正）」経営研究調査会研究報告第 32 号（2013）1-164 頁参照。

[5] 日本公認会計士協会・前掲注 4）6 頁は、コスト・アプローチに関しては、特に時価純資産法といった評価法とイメージが合致しにくいことから、それに代えてネットアセット・アプローチという呼称を採用したという。

[6] 日本公認会計士協会・前掲注 4）26 頁参照。

境に応じて柔軟性がある。このような柔軟性に付随するオプションの価値は、利益やキャッシュ・フローを適切に予測すれば推定される事業価値または株主価値に含まれるはずであるから、可能な場合にはリアルオプションそのものの価値の評価を検討するべきである[7]。

図表 3-2 企業価値ガイドラインにおける株価評価のアプローチと評価手法[8]

| 対象 | アプローチ | 評価手法 | 方式 |
|---|---|---|---|
| 主に非上場会社 | ①インカム・アプローチ（収益方式） | DCF法 | 将来の営業フリー・キャッシュ・フローの期待値を加重平均資本コストで割り引いた現在価値の合計を計算する。ここで、営業フリー・キャッシュ・フローは、税引後営業利益に減価償却費を加え、投資支出を控除し、さらに運転資本増加（減少）額を控除（加算）することによって計算される。 |
| | | 収益還元法 | 会計上の純利益を一定の割引率で割り引くことによって株主価値を計算する。純利益を割り引く際の割引率を株主資本コストとすると、一般には、配当還元法やフリー・キャッシュ・フロー法で計算される価値とは矛盾する計算結果となる。 |
| | | 配当還元法 | 株主への直接的な現金支払いである配当金に基づいて株主価値を評価する。この方法においては、株主における直接的な現金の受取額である配当金の期待値を割り引くことによって株主価値が直接に計算される。 |
| | ②ネットアセット・アプローチ（純資産方式） | 簿価純資産法 | 簿価純資産法は、会計上の純資産額に基づいて一株当たり純資産の額を計算する方法である。会計上の帳簿価額を基礎とした計算であるので、客観性に優れているが、各資産の時価は簿価と乖離することが多いため、簿価純資産法をそのまま企業価値の評価に使用することは少ないと考えられる。 |
| | | 時価純資産法（修正簿価純資産法） | 時価純資産法とは、貸借対照表の資産負債を時価で評価しなおして純資産額を算出し、一株当たりの時価純資産額をもって株主価値とする方法である。すべての資産負債を時価評価するのは実務的に困難なことから土地や有価証券等の主要資産の含み損益のみを時価評価することが多いので、修正簿価純資産法と呼ぶこともある。 |
| 主に上場会社 | ③マーケット・アプローチ（比準方式） | **市場株価法** | 市場株価法とは、証券取引所や店頭登録市場に上場している会社の市場価格を基準に評価する方法である。マーケット・アプローチの典型的な評価法であり、株式取引の相場価格そのものを基準に評価を行う。市場相場のある上場企業同士の合併比率や株式交換比率の算定に利用される。 |
| | | 類似上場会社法 | 類似上場会社法とは、上場会社の市場株価と比較して非上場会社の株式を評価する方法である。倍率法、乗数法とも言われる。 |
| | | 類似取引法 | 類似取引比準方式 |
| | | | 取引事例価額方式・・評価対象会社の株式について過去に売買がある場合に、その取引価額を基に株式の評価をする方法である。 |

次に、マーケット・アプローチには、市場株価法、類似上場会社法および類似取引法といった手法がある（図表 3-2）。上場会社の場合は、市場株価法のように市場株価を参照して株式価値評価を行うことになる。この市場株価法を使用した株式評価方法の実務では、市場株価を参照して平均株価を算定することになるが、その場合には市場株価終値の単純平均による算定方法が主流である[9]。

[7] 日本公認会計士協会・前掲注 4）31 頁は、この手法は金融オプションの評価技法を実物投資に応用するリアルオプションという算定手法である。しかし、確かに理論的ではあると思われるが、様々な前提条件やパラメータが介在するから、実際の算定は技術的な難しさがあると予想される。

[8] 日本公認会計士協会・前掲注 4）31-47 頁の内容を編集をして表を作成した。

[9] 白井正和＝仁科秀隆＝岡俊子『M&Aにおける第三者委員会の理論と実務』（商事法務，2015）273-274 頁は、市場株価法において、公表日以前の複数日の市場株価の単純平均が実務では多く採用されており、理論的には終値の出来高加重平均する方法や VWAP を単純平均する方法が考えられるが、実務上、両者はほとんど使われていないとする。これまでの株式買取価格決定事件で、「終値の出来高加重平均値」が裁判実務では

市場株価が使用できない非上場会社の場合には、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を類似する同業他社、事業、あるいは相対での取引事例と比較することによって、相対的な価値評価により評価対象会社の株式価値を算定する。この特色としては、市場株価を直接的にも間接的にも使用するから客観性という点では優れているといえるが、他方で、比較対象の他企業とは異なる成長ステージにあるようなケースやそもそも類似する上場会社がないようなケースでは評価が困難で、評価対象となっている会社固有の性質を反映させられないケースもあるという欠点もある[10]。

最後に、ネットアセット・アプローチは、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、その一株あたりの価値を評価する方法であり、簿価純資産法と時価純資産法（修正簿価純資産法）の二つがある。前者は簿価の純資産価値を算定し、後者は貸借対照表の資産等を時価評価したうえで修正された純資産価値から算定される。特に簿価純資産法では、財務会計上の会計ルールに基づいて作成され一般に公表されている貸借対照表の数値を基礎として算定されるので、客観性という点で優れている[11]。そして、最終的には、総合的な株式価値評価により、先に提示した三つのアプローチの各評価手法から複数の評価方法を使用し、上記の様々な算定方式のうち、会社の特性に応じて各方式を併用する手法がとられる場合が多い。すなわち評価対象会社をインカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチのそれぞれの視点から把握し、それぞれの評価結果を比較・検討しながら最終的に総合評価するのが実務上一般的である[12]。

### 第 2 款 株式価値評価例（日本興亜損保事件）

具体的な裁判の中で実際にどのような株式価値の算定書の提示が行われたか具体例を提示する。特に、対価が他社株式の場合では、その対価価値の公正性を判断する場合においては、株式の絶対的な価格よりも、むしろ対価の株数をあらわす組織再編比率といった相対的な価格が重要になる場合の方が多い。以下は、特に株式移転比率の公正性が問題となった日本興亜損保損害賠償請求事件[13]（以下「日本興亜損保事件）という。）である。同事件は、組織再編比率の公正性が重要な争点の一つとなった、会社法 429 条 1 項に基づく取締役に対する損害賠償請求訴訟である。

#### 第 1 目 事件の概要

株式会社損害保険ジャパン（以下「損保ジャパン」という。）と日本興亜損保株式会社（以下「日本興亜損保」、「日本興亜」または「興亜損保」という。）は、経営統合を行うために、共同株式移転

---

標準的な手法として採用されているようであるが（後掲図表 3-10）、株式価値評価の実務ではほとんど使用されていないことのギャップが興味深いといえる。

[10] 日本公認会計士協会・前掲注 4）26 頁参照。

[11] 日本公認会計士協会・前掲注 4）45 頁参照。

[12] 日本公認会計士協会・前掲注 4）29-30 頁参照。

[13] 東京地判平成 23 年 9 月 29 日判例時報 2138 号 134 頁〔日本興亜損保損害賠償請求事件地裁判決〕、東京高判平成 24 年 6 月 28 日（平成 23 年（ネ）第 7288 号、判例集未登載）〔日本興亜損保損害賠償請求事件高裁判決〕。

により 2010 年 4 月に共同持株会社の NKSJ ホールディングス（以下「NKSJ」という。）を設立し、株式移転完全子会社となる日本興亜損保の株主には、1 株に対して株式移転設立完全親会社となる NKSJ の株式 0.9 株が割当てられたが、その株式移転比率が不公正であったことにより損害を受けたとして、2010 年 7 月 12 日に日本興亜株主が日本興亜代表取締役（当時 NKSJ 代表取締役）に対して会社法 429 条 1 項に基づく損害賠償請求訴訟を東京地裁に提訴した。東京地裁判決（東京地判平成 23 年 9 月 29 日）は旧株主である原告の請求を棄却としたので原告側が控訴したが、東京高裁判決（東京高判平成 24 年 6 月 28 日）においても控訴人の請求は棄却された。

### 第 2 目 東京地判平成 23 年 9 月 29 日における「株式移転比率レンジ表」

この事件においては、原告は、近時の組織再編に関連した株式買取価格決定申立事件においては、上場会社株式の価値評価で市場株価を使用することが裁判実務として定着していることを論拠として、株式移転比率の算定方法としては市場株価法に依るべきと主張した。証券会社 5 社が行った株式移転比率の算定には、市場株価法、類似上場会社比較法、DDM 法および貢献度分析が使用されている（図表 3-3）。東京地判平成 23 年 9 月 29 日は、別紙の裁判資料である「株式移転比率レンジ表」[14]に示すように、日本興亜損保と損保ジャパンが合意した株式移転比率（1：0.9）は、5 社の評価機関が算定した各評価法による評価レンジの範囲内にあるか、むしろ同レンジよりも日本興亜損保に有利な内容であったと判断した。算定結果によると、評価レンジは 0.685（下限値の平均値）から 1.207（上限値の平均値）であり、中間値の平均値は 0.946 である（図表 3-3）。

同判決では、次の五つの事実認定を行っている。〈1〉興亜損保は、損保ジャパンの財務状況等を慎重に調査するため、自社および損保ジャパンのいずれとも関係のない独立した第三者機関であるＰＷＣに対し、株式移転比率の算定とは別に損保ジャパンの財務デューデリジェンスを独立して行わせた、〈2〉財務デューデリジェンスは、金融保証保険のリスクに焦点を当て、損失予想の算定を含む通常以上に念入りなものであった、〈3〉興亜損保は、これを踏まえ、自社および損保ジャパンのいずれとも関係のない独立した第三者機関であるメリルリンチおよび三菱ＵＦＪ証券が行った株式移転比率の算定結果を参考にしながら、双方の財務や資産の状況、将来の見通し等の要因を総合的に勘案し、損保ジャパンとの間で、協議・交渉を重ねた上で株式移転比率について合意した、〈4〉合意された株式移転比率は、証券会社 5 社がそれぞれ別個に市場株価法、類似上場会社比較法、DCF（DDM）法等で算定した評価レンジの範囲内にあるか、むしろ同レンジよりも興亜損保に有利なもので、その中間値の平均値（0.946）とほぼ等しい、〈5〉上記株式移転比率に対しては、メリルリンチおよび三菱ＵＦＪ証券から、興亜損保の普通株主にとって財務的な見地から妥当である旨の意見が表明された。同判決は、「独立した第三者機関」による株式移転比率の評価を信用したということになろう。

---

[14] 東京地判平成 23 年 9 月 29 日・前掲注 13）141 頁の「別紙　株式移転比率レンジ表」を基に表のレイアウトなど若干の表示上の修正を行った。ここで DDM 法は「配当割引モデル分析法」とし、また DCF 法は「ディスカウンテッド・キャッシュ・フロー法」としている。

図表 3-3 評価機関別の株式移転比率の評価レンジ

| | 評価機関 | 分析法 | 株式移転比率レンジ | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | 下限 | 上限 | 中間値 |
| 損保ジャパン | 野村証券 | 市場株価法 | **0.85** | **0.92** | 0.885 |
| | | 類似上場会社比較法 | 0.53 | 0.69 | **0.61** |
| | | DDM 法 | 0.74 | 1.05 | 0.895 |
| | | 貢献度分析 | 0.54 | 1.26 | 0.9 |
| | みずほ証券 | 市場株価法 | **0.851** | **0.942** | 0.8965 |
| | | 類似上場会社比較法 | 0.485 | 0.927 | 0.706 |
| | | DDM 法 | 0.453 | 1.02 | 0.7365 |
| | ゴールドマン・サックス | 市場株価法 | **0.77** | **1.57** | 1.17 |
| | | 類似上場会社比較法 | 0.53 | 2.74 | **1.635** |
| | | DDM 法 | 0.51 | 1.24 | 0.875 |
| 日本興亜損保 | メリルリンチ | 市場株価法(基準日 H21.7.24) | 0.85 | 1.01 | 0.93 |
| | | 市場株価法(基準日 H21.3.11) | 1.01 | 1.44 | 1.225 |
| | | 類似上場会社比較法 | 0.62 | 0.96 | 0.79 |
| | | DCF 法 | 0.72 | 1.29 | 1.005 |
| | 三菱 UFJ 証券 | 市場株価法(基準日 H21.7.24) | **0.773** | 1.121 | 0.947 |
| | | 市場株価法(基準日 H21.3.11) | **0.613** | **1.571** | 1.092 |
| | | 類似上場会社比較法 | 0.71 | 0.862 | 0.786 |
| | | DDM 法 | 0.773 | 1.114 | 0.9435 |
| 総平均 | | | **0.685** | **1.207** | **0.946** |

出所: 東京地判平成 23 年 9 月 29 日の決定書の中の「別紙 株式移転比率レンジ表」の形式を若干修正して掲載した。

しかし、同判決に対しては、「独立した第三者機関」といっても、ファイナンシャルアドバイザーとして日常的に接触のある金融機関が、算定を依頼した会社と利害関係がなく真に独立している第三者機関と言えるか疑問を呈する見解があり[15]、日本興亜損保が自社のファイナンシャルアドバイザーに株式移転比率の算定も依頼した点について、その妥当性について外観的な独立性の観点から検討が必要であると指摘している。さらに、「判断過程が重要視されればされるほど、調査依頼先の必要性（法律や会計問題等に対する専門家の知見の活用)、調査依頼先の外観（特別利害関係）を有していない中立的第三者の選定、調査依頼先の複数化などが経営判断原則の適用の有無を判断する上で重要となることに留意すべきである。」[16]、「意見表明を依頼する会社経営者としては、慎重にその依頼先を検討すべきであり、経営判断原則の判断過程の合理性の審査基準としても、これは重要な点であるとしている。」[17]との指摘があり、調査依頼先の選定における判断過程には、より一層の注意が必要である。

なお、同判決は、株式移転比率を決定する際に、市場株価法以外の評価法による株式評価額を勘案することを否定すべき事情はないと明確に判示した。しかし、株価算定においては、市場株価法以外のどの手法においても基本となるデータ、例えば DCF 法における将来キャッシュ・フローやターミナル・バリューなどには、一般的に経営者の予想や仮定または見積もりといった主観的判断要素が多く入り込んでいる。このことは「株式移転比率レンジ表」において、算定評価する証券会

[15] 高橋均「株式移転比率の合意と取締役の善管注意義務」ジュリスト 1450 号(2013)106 頁参照。
[16] 高橋・前掲注 15)107 頁。
[17] 高橋・前掲注 15)107 頁。

社によってあるいは評価手法や参照データの設定によって評価レンジが異なっていることからも明らかである[18]（図表 3-3)。最も客観的である市場データを用いた市場株価法においても、評価する証券会社によっては算定のための設定が異なり、結果として算定された株式移転比率の評価レンジに違いが生じている（図表 3-3)。評価手法における標準化や規格化が今後必要である[19]。

### 第 3 目 株式価値評価における経営判断尊重の流れ

東京地判平成 23 年 9 月 29 日においては、「株式移転比率に関する合意の任務に当たる取締役の判断が善管注意義務に違反するというためには、その判断の前提となった事実を認識する過程における情報収集やその分析に誤りがあるか、あるいは、その意思決定の過程や内容に企業経営者として明らかに不合理な点があることを要するものというべきである。」という判断基準（経営判断原則）も示されている[20]。この事件以後、株式価値が関連する会社法訴訟においても、経営判断の重視という流れが続くことになるが、近時の会社法裁判における最高裁判例では、株式評価における価格算定の実質を審査するよりもむしろ組織再編にかかる一連の手続の公正性から価格自体の公正性を推定する傾向があり、手続的な公正性あるいは取締役の経営判断を尊重する傾向がみられる[21]。例えば、非上場会社の新株発行における発行価額が旧商法 280 条ノ 2 第 2 項（平成 17 年法律第 87 号による改正前）の「特ニ有利ナル発行価額」に当たるとして提訴された株主代表訴訟（同法 267 条）の事件（損害賠償請求事件）である（アートネイチャー株主代表訴訟事件[22])。同事件の

---

[18] 「類似上場会社比較法」による分析手法では、野村証券の上限値が 0.69（中間値で 0.61）でゴールドマン・サックスが 2.74（中間値で 1.635）となる。各社独自の「ノウハウ」や算定担当者の算定手法における若干の「こだわり」に基づく評価がなされていると思われるが、このような「専門家」による評価においてこれだけの差があると、非専門家からは、このような評価手法自体の正当性に疑念を生じることも仕方がないと思われる。これに対して本件高裁判決では、「証券会社は、それぞれ独自のノウハウや手法、更には情報をもとに評価を行ったものであるところ、この種の株式の評価は、前提となる考慮要素や資料等が複雑ないし多岐にわたり、また、不確定要素が加わることから、もともと一定額で算出することが困難であり、ある程度の幅をもって算出されることが避けられない上、評価者の違いによって一定程度の乖離を生じることもやむを得ない面があって、これを直ちに不合理ということはできない。」と判示しており、「株式移転評価レンジ表」の各評価会社の評価レンジは「相当な範囲」にとどまっているとしている。

[19] 経営者は数ある証券会社から、自らの望む比率を得るために、オピニオン・ショッピングすることも理論的には可能である。また選定された証券会社においても報酬を受けている当該企業に不利な数値は出しづらいことも予想される。第三者機関の評価に基づいて、組織再編比率を決定した場合は、経営判断の原則で守られるということは、経営者には「第三者」の企業が評価した数値の範囲内であれば、どのような意思決定をしても免責されるということであろう。

[20] 荒達也「相互に資本関係のない当事者間で組織再編を行う場合の取締役の義務」岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選・第 3 版（別冊ジュリスト 229 号）』（有斐閣, 2016）226 頁。白井正和「友好的買収の場面における取締役に対する規律」（商事法務, 2013）488-489 頁は、独立当事者間の友好的組織再編であっても、取締役と株主との間には潜在的な利益相反があると指摘する。

[21] 例えば、最一小判平成 27 年 2 月 19 日民事判例集 69 巻 1 号 51 頁〔アートネイチャー株主代表訴訟事件最高裁判決〕、最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注 1）58 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕などがあり、それぞれ紛争類型は異なるが株式評価価格が問題となる事案であっても、その算定の実質に踏み込まず、事案によって法的な手続内容は異なるが、それらが公正と判断されれば、株式評価額も公正であると推定し、当事会社あるいは取締役の経営判断を尊重する傾向がみられるようである。

[22] 東京地判平成 24 年 3 月 15 日金融・商事判例 1414 号 15 頁〔アートネイチャー株主代表訴訟事件地裁判決〕、東京高判平成 25 年 1 月 30 日金融・商事判例 1414 号 8 頁 15 頁〔アートネイチャー株主代表訴訟事件高裁判決〕、最一小判平成 27 年 2 月 19 日・前掲注 21）51 頁〔アートネイチャー株主代表訴訟事件最高裁判決〕。

最高裁判決（最一小判平成 27 年 2 月 19 日）では、「非上場会社の株価の算定については、簿価純資産法、時価純資産法、配当還元法、収益還元法、ＤＣＦ法、類似会社比準法など様々な評価手法が存在しているのであって、どのような場合にどの評価手法を用いるべきかについて明確な判断基準が確立されているというわけではない。また、個々の評価手法においても、将来の収益、フリーキャッシュフロー等の予測値や、還元率、割引率等の数値、類似会社の範囲など、ある程度の幅のある判断要素が含まれていることが少なくない。」として、非上場会社における株価算定の困難さを指摘し、それを前提として、「非上場会社が株主以外の者に新株を発行するに際し、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行価額が決定されていたといえる場合には、その発行価額は、特別の事情のない限り、『特ニ有利ナル発行価額』には当たらないと解するのが相当である。」として、株主側の請求を棄却した。その論拠は、「取締役会が、新株発行当時、客観的資料に基づく一応合理的な算定方法によって発行価額を決定していたにもかかわらず、裁判所が、事後的に、他の評価手法を用いたり、異なる予測値等を採用したりするなどして、改めて株価の算定を行った上、その算定結果と現実の発行価額とを比較して『特ニ有利ナル発行価額』に当たるか否かを判断するのは、取締役らの予測可能性を害することともなり、相当ではないというべきである。」という点にある。すなわち、同判決は会社あるいは取締役の予測可能性と経営判断を尊重する傾向を明確にしており、様々な株式評価手法の内容や中身をいくら議論したところで裁判所はその内容に踏み込まないということである。

さらに、本論文第 5 章の事例研究で紹介する株式取得価格決定事件であるジュピターテレコム事件最高裁決定[23]においては、「回帰分析的手法」による株価補正を採用した原々審を維持した原審の価格決定を破棄して自判した。そこでは、「一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。」と判示している。なお、小池裕裁判官の補足意見では、「株式価格の形成には多元的な要因が関わることから、種々の価格算定方式が存する。そのため、株式価格の算定の公正さを確保するための手続等が講じられた場合にも、将来的な価格変動の見通し、組織再編等に伴う増加価値等の評価を考慮した株式価格について一義的な結論を得ることは困難であり、一定の選択の幅の中で関係当事者、株主の経済取引的な判断に委ねられる面が存するといわざるを得ない。」[24]として、関係当事者等の経済取引的な判断を尊重する最高裁の方向性を示している。このように、一連の取引における手続が公正であれば株式価値評価の内容も公正であると推定することになり、手続的公正性の内容がより検討されるべきことになる[25]。

---

[23] 最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注 1）58 頁〔ジュピターテレコム事件最高裁決定〕。

[24] 最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注 1）60 頁。

[25] 類似事案の東宝不動産事件においては、株式評価の問題として、対象会社は不動産会社であることから、保有する不動産が一般に公正で妥当とされる会計基準に準拠して評価されていると推測できる。田中・前掲注 2）113 頁は、「不動産の時価は基本的にその収益性を反映して決まるものであるから、当該時価を基礎とする時価

旧商法時代における価格決定裁判では、最高裁判所は、「法が価格決定の基準について格別規定していないことからすると、法は価格決定を裁判所の裁量に委ねているものと解することができる。」[26]と判示しており、平成 17 年改正会社法についても、「会社法 786 条 2 項に基づき株式の価格の決定の申立てを受けた裁判所は、吸収合併等に反対する株主に対し株式買取請求権が付与された趣旨に従い、その合理的な裁量によって公正な価格を形成すべきものであるところ...」[27]というような決まり文句を繰り返し示して「裁判所の合理的な裁量」を強調する。しかし、近時（2016 年 11 月現在）の株式取得価格決定裁判における最高裁決定においては、裁判所が裁量権の行使に当たり、関係当事者等の経済取引的な判断を尊重しており、「最高裁はむしろ、当事者が決定した株式の価格への裁判所の介入を抑制する姿勢を示した。」[28]という学説からの興味深い指摘がある。

### 第 3 款 非上場会社の価格決定裁判における評価方式と主要判例

#### 第 1 目 市場株価法以外の株式価値評価の利用

1960 年代あるいは 70 年代の旧商法時代において、市場株価は裁判所からは採用されていない。例えば、上場会社にかかる株式買取価格決定申請（旧商法 408 条ノ 3 第 2 項）であっても、市場株価を参照しない株式価値評価によって価格決定された事案として和泉製菓事件[29]と北日本製紙事件[30]がある。和泉製菓事件では、存続会社の市場株価を補正した株価（本論文でいう「シナジー補正株価」（「簡便法」））や資本還元方式を加味する方式が採用され、北日本製紙事件では、上場株式の買取価格決定につき非上場株式の価格の算定方式（類似業種比準方式）を採用されている。もっとも、和泉製菓事件において、裁判所は、「株式の市場価格は最も利害関係を有する多数の売手と買手の実際的判断から生み出された信頼すべきものであって、十分な取引量をもって確立された市場であるかぎり、その市場価格が株式の重要な一つの評価基準であることは否定できない。」とも示しており、一応は市場株価を信頼していたようにも思われる。

非上場会社においては、市場株価が参照できないため、株式価値評価に市場株価法が使用できないので、それ以外の方法を使用せざるを得ないことになる。非上場会社の価格決定裁判については、特に譲渡制限株式にかかる売買価格決定申立（会社法 144 条 2 項）に関する旧商法時代をも含めた過去の下級審判例は多い。そこでは、市場株価という客観的な資料が使用できないことから、その

---

純資産法に基づく株価評価と比べ、DCF 法による株価評価が著しく下回っている場合、後者の評価の基礎とされたキャッシュ・フロー予測の合理性に疑義を呈しうる。本件では、裁判所はこうした点を含め、手続の公正さについてより慎重に検討するべきだったのではないか。」と疑問を投げかけている。つまり、裁判所は、同事件に関して単に手続的な公正性だけを論拠とすることはできないと思われる。

[26] 最一小決昭和 48 年 3 月 1 日民集 27 巻 2 号 161 頁〔前田製菓株式買取価格決定申請事件最高裁決定〕。

[27] 最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕。

[28] 鳥山恭一「二段階の企業再編における株式の公正な価格　株式会社ジュピターテレコム事件〈最新判例演習室／商法〉」法学セミナー741 号(2016)113 頁。

[29] 横浜地決昭和 47 年 1 月 21 日判例時報 666 号 91 頁〔和泉製菓株式買取価額決定申請事件地裁決定〕。

[30] 東京地決昭和 46 年 4 月 19 日下民集 22 巻 3・4 号 446 頁〔北日本製紙株式買取価格決定申請事件地裁決定〕、東京高決昭和 47 年 4 月 15 日判例タイムズ 279 号 338 頁〔北日本製紙株式買取価格決定申請事件高裁決定〕。

株式価格の評価内容または算定内容に踏み込んで価格決定される。すなわち、非上場会社の場合は、当然であるが直接的に参照できる市場株価が存在しないため、価格算定は複数の株式価値評価方法を使用することになる。もっとも、市場株価が直接利用できないとはいえ、マーケット・アプローチにおける類似上場会社比較法など、他の類似同業他社の上場株式の市場株価を参照することによって間接的に市場株価を利用することも可能である。その場合、企業買収等の公表日以後（事後）の補正も理論的には可能になるが、それ以外の評価方法においては、基本的には「事前のシナジー分配価格」の算定がなされる。

### 第 2 目 非上場会社の価格決定裁判における主要判例

図表 3-4 は、これまでの非上場会社の価格決定裁判における評価方法についてまとめたものである[31]。先に触れた企業価値ガイドラインでは各種の株式評価方式が示されているが、評価対象をインカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネットアセット・アプローチのそれぞれの視点から把握し、それぞれの評価結果を比較・検討しながら最終的に総合評価するのが実務上一般的である[32]。また、各評価アプローチには具体的に様々な評価法があり、それらの単独または複数の評価法を採用して評価対象会社の株式価値を評価することになるが、その場合の総合評価としては、「単独方式」、「併用方式（重複幅併用方式）」および「折衷方式」がある[33]。単独方式は、評価アプローチの中から特定の評価法を単独で適用して価値評価を行う方法であり、併用方式（重複幅併用方式）は複数の評価法を適用し一定の幅をもって算出されたそれぞれの評価結果の重複等を考慮しながら評価結果を導く方法、折衷方式は複数の評価法を適用しそれぞれの評価結果に一定の折衷割合を適用して加重平均値から評価結果を導く方法である[34]。

---

[31] セイコーフレッシュフーズ事件は、吸収合併に係る会社法 786 条 2 項に基づく買取価格決定申立の事案であり、カネボウ事件（東京地決平成 20 年 3 月 14 日・後掲注 39）8 頁と東京高決平成 22 年 5 月 24 日・後掲注 39）12 頁）は、営業譲渡に係る平成17年改正前商法（旧商法）245 条ノ 2 に基づく株式買取価格決定申立事件である。それ以外の非上場会社に関連する事例は、すべて譲渡制限株式の売買価格決定申立（旧商法 204 条ノ4第1項または会社法 144 条 2 項）の判例である。

[32] 日本公認会計士協会・前掲注 4）29 頁参照。

[33] 日本公認会計士協会・前掲注 4）6 頁参照。なお、同ガイドラインは、三つの総合評価方式を、「単独法」、「併用法（重複幅併用法）」および「折衷法」と呼ぶ。

[34] 日本公認会計士協会・前掲注 4）6 頁参照。

図表 3-4 非上場会社の株式価値評価に関連した主な判例

| 事件名 | 株式評価方式と総合評価 |
|---|---|
| ①大阪高決平成元年 3 月 28 日[35] | 譲渡制限株式の売買価格決定において、配当還元方式を採用して 2,754 円と価格決定した原審に対し、さらにゴードン・モデルを適用して 4,687 円と決定した。(**単独方式**) |
| ②東京高決平成 2 年 6 月 15 日[36] | 譲渡制限株式の売買価格決定において、配当還元方式と時価純資産価額方式とを 7:3 の割合で併用した。**(折衷方式)** |
| ③千葉地決平成 3 年 9 月 26 日[37] | 譲渡制限株式の売買価格決定において、配当還元方式と時価(再調達価額)純資産価額方式による株式価格の平均値とした。**(折衷方式)** |
| ④札幌地決平成 16 年 4 月 12 日と札幌高決平成 17 年 4 月 26 日[38] | 譲渡制限株式の売買価格決定において、配当還元方式、(再調達時価)純資産方式、収益還元方式、1:1:2 の割合で併用した。**(折衷方式)** |
| ⑤東京地決平成 20 年 3 月 14 日と東京高決平成 22 年 5 月 24 日〔カネボウ株式買取価格決定申立事件〕[39] | 営業譲渡に反対した株主が旧商法 245 条ノ 2 にいう「公正ナル価格」の株式買取価格の決定を求めた事件で、DCF 法を採用した。(**単独方式**) |
| ⑥東京地決平成 20 年 1 月 22 日と東京高決平成 20 年 4 月 4 日〔日本テレネット対デジタルアドベンチャー事件〕[40] | ベンチャー企業における譲渡制限株式の買取価格決定において、収益還元方式を採用し、その際、資本還元率を 10%とした。(**単独方式**) |
| ⑦広島地決平成 21 年 4 月 22 日[41]〔ミカサ事件〕 | 譲渡制限株式の売買価格決定において、DCF方式とゴードン・モデル方式を 1:1 で加重平均した価格を採用した。**(折衷方式)** |
| ⑧福岡高決平成 21 年 5 月 15 日[42]〔ホスピカ事件〕 | 譲渡制限株式の売買価格決定において、DCF方式と純資産価額法を 3:7 で併用した。**(折衷方式)** |
| ⑨大阪地決平成 25 年 1 月 31 日[43] | 譲渡制限株式の売買価格決定において、収益還元法を 80%、配当還元法を 20%の割合で加重平均した。**(折衷方式)** |
| ⑩札幌地決平成 26 年 6 月 23 日〔セイコーフレッシュフーズ事件〕[44] | 吸収合併に反対した株主が会社法 786 条 2 項に基づき、買取価格決定の申立てをした事件で、収益還元法を採用した。(**単独方式**) |
| ⑪東京地決平成 26 年 9 月 26 日[45]〔東京都観光汽船事件〕 | 譲渡制限株式の売買価格決定において、DCF法、純資産法、配当還元法を加重平均し、売手と買手の評価方式をそれぞれ 1:1で併用した。**(折衷方式)** |

[35] 大阪高決平成元年 3 月 28 日金融・商事判例 825 号 18 頁〔株式売買価格決定に対する即時抗告事件高裁決定〕、江頭憲治郎「譲渡制限株式の評価」江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選(別冊ジュリスト 180 号)』(有斐閣, 2006)42 頁。

[36] 東京高決平成 2 年 6 月 15 日金融・商事判例 853 号 30 頁。

[37] 千葉地決平成 3 年 9 月 26 日判例時報 1412 号 140 頁。

[38] 札幌地決平成 16 年 4 月 12 日判例タイムズ 1216 号 274 頁〔株式売買価格決定申立事件地裁決定〕と札幌高決平成 17 年 4 月 26 日判例タイムズ 1216 号 272 頁〔株式価格決定に対する抗告事件高裁決定〕。

[39] 東京地決平成 20 年3月 14 日金融・商事判例 1289 号8頁〔カネボウ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕と東京高決平成 22 年5月 24 日金融・商事判例 1345 号 12 頁〔カネボウ株式買取価格決定申立事件高裁決定〕。

[40] 東京地決平成 20 年 1 月 22 日金融・商事判例 1295 号 55 頁と東京高決平成 20 年 4 月 4 日金融・商事判例 1295 号 49 頁。

[41] 広島地決平成 21 年 4 月 22 日金融・商事判例 1320 号 49 頁〔ミカサ株式売買価格決定申立事件地裁決定〕。

[42] 福岡高決平成 21 年 5 月 15 日金融・商事判例 1320 号 20 頁〔ホスピカ株式売買価格決定申立事件高裁決定〕。

[43] 大阪地決平成 25 年 1 月 31 日金融・商事判例 1417 号 51 頁〔株式売買価格決定申立事件地裁決定〕。

[44] 札幌地決平成 26 年 6 月 23 日金融・商事判例 1466 号 15 頁、札幌高決平成 26 年 9 月 25 日金融・商事判例 1466 号 14 頁、最一小決平成 27 年 3 月 26 日民集 69 巻 2 号 365 頁。

[45] 東京地決平成 26 年 9 月 26 日金融・商事判例 1463 号 44 頁。

| | |
|---|---|
| ⑫大阪地決平成 27 年 7 月 16 日[46]<br>〔トーフレ株式売買価格申立事件〕 | 譲渡制限株式の売買価格決定において、資産管理会社は保有株式の時価を基準とした時価純資産法（**単独方式**）を、事業会社については将来予測される配当額を現在の価値に引き直す配当還元法を採用した。（**単独方式**） |

**第 3 目 非上場会社の株式価値評価の問題点**

非上場会社の株式価値評価においては、上場会社の場合のように、市場株価法といった単独で採用できるほど決定的な方法が存在するわけではない。そうすると、単独方式よりも、会社の特性に応じて各方式を併用する方式（併用方式）や折衷方式を用いることになる。主な下級審判例を概観する限りでは、単独方式以外では折衷方式が多いようである（図表 3-4）。その際、DCF 法（インカム・アプローチ）と純資産法（アセット・アプローチ）というように異なる評価アプローチ間の評価方式を組み合わせることが多い（図表 3-4）。単独方式にしても折衷方式にしても、株式価値評価方式では、全体的にＤＣＦ法が多く採用される傾向にある（図表 3-4）。折衷方式にみられるような複数の方式を使用することについては、「一つ一つが信頼に値しない数値を複数よせ集めると信頼できる数値が算出されるわけではないことも疑いない」[47]との有力な批判もある。しかし、現在のところ単独で使用できるだけの決定的な評価方式がない以上、複数の評価手法を組み合わせる方式が現実的ではないかと思われる。

このような評価手法は、アメリカの裁判所における株式買取請求に関連した価格決定方法として有名なデラウェア・ブロック・メソッド（Delaware Block Method）に類似した手法である。これは、1950 年、Tri-Continental Corp. v. Battye 事件[48]において、デラウェア州最高裁判所の判決（以下「Tri-Continental 判決」という。）で採用された株式買取請求権上の株式評価方法である。Tri-Continental 判決は、株式価値を形成すると考えられるすべての要素が評価を行う者の視野におさめられなければならず、単一の価値指標が株式全体の価値を体現することはないとする[49]。複数の価値要素を加重平均して株式価格を算定する評価方法が、その後の法廷で取り上げるにあたり Tri-Continental 判決が拠り所とされ、他にも簡便かつ明快であるという利点を有していたことから、このデラウェア・ブロック・メソッドによる株式評価は米国において一時隆盛を誇った[50]。しかし、その後、デラウェア州最高裁判所は、有名な Weinberger 判決[51]においてデラウェア・ブロック・メソッドを否定している。とはいえ、日本の裁判所では、非上場会社の株式評価においてはデラウェア・ブロック・メソッドのような折衷方式を採用する傾向が今後も続くのではないかと思われる。

---

[46] 大阪地決平成 27 年 7 月 16 日金融・商事判例 1478 号 26 頁〔トーフレ株式売買価格決定申立事件地裁決定〕。

[47] 江頭・前掲注 35）43 頁。

[48] Tri-Continental Corp. v. Battye, 74 A.2d 71 (Del. 1950).

[49] *Id.* at 72. 酒井太郎「デラウェア・ブロック・メソッドの凋落と株式買取請求権の変容――米国の株式評価理論と買取請求権――」一橋論叢 112 巻 1 号（1994）112 頁参照。同論文では、デラウェア・ブロック・メソッドについて多くの欠点が指摘されており、同メソッドが評価方法として不適格であることの議論が紹介されている（同 118-122 頁）。

[50] 酒井・前掲注 49）112-113 頁参照。

[51] Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

もっとも、近時の会社法訴訟における最一小判平成 27 年 2 月 19 日[52]では、非上場会社においても経営者の予測可能性や経営判断を尊重し、裁判所は価格算定の内容にまで踏み込まないと解釈できる判断が示されている[53]。対象となる裁判類型が異なるので一概には比較できないが、非上場会社の株式価値評価が争点となる裁判において評価内容も重要であるとしても、近時の裁判所では手続的な公正性が重視される傾向にあると思われる。しかし、資本市場からのチェック機能が働く上場会社であれば、ある程度手続的な公正性による株式価値評価の公正性の推定を働かしてもよいのであろうが、非上場会社にまでその射程を拡大してよいのか議論の余地がある。

### 第 3 節 「事後のシナジー分配価格」と市場株価（終値と VWAP）の利用

テクモ事件最高裁決定[54]においては「シナジー分配価格」が「公正な価格」となる場合の算定基準日が株式買取請求日であると判示しており、これは企業買収等が公表された後の事情（事後の事情）、例えば株式市場全体あるいは当事会社の市場株価の変動が価格算定に考慮される可能性があることを意味する。公表日前（事前）の市場株価とは異なり、公表された企業買収等の計画に破談等のリスクが低いと市場参加者が判断しているような場合には、完全ではないにしても市場が発見したシナジー効果が両当事会社の公表日後の市場株価に反映される。

このように株式買取請求・価格決定において「シナジー分配価格」をもって「公正な価格」とする場合は、市場株価を参照することが裁判実務で定着している。この場合、「シナジー分配価格」という場合は、本論文で分類するところの「事後のシナジー分配価格」である（図表 3-1②「シナジー分配価格」を参照）。ところで「事後のシナジー分配価格」は市場株価という事後の事情を織り込んだ価格が参照されるが、本論文では市場株価は原則参照しないので、それとは別に、事後の事情で最も重要な情報である組織再編比率が適切に織り込まれるよう補正した株価を提案する。この本節（第 3 節）はそのための理論や具体的な算定方法を提示し、個別具体的な事案に当てはめて検討する。

#### 第 1 款 学説と判例（市場株価を参照した価格決定）

##### 第 1 目 市場株価の利用に対する学説と判例の見解

平成 17 年改正会社法の施行後における、上場会社の組織再編に関連した株式買取価格決定申立（会社法 786 条 2 項、798 条 2 項、807 条 2 項）の裁判では、大半の事案で市場株価が参照され決定価格の基礎とされている[55]。また学説においても、市場株価を算定の基礎とする見解が有力とな

---

[52] 最一小判平成 27 年 2 月 19 日・前掲注 21）51 頁〔アートネイチャー株主代表訴訟事件最高裁判決〕。

[53] 上場会社の MBO に関連した株式取得価格決定の事案ではあるが、下級審においても同様の傾向があるようである。例えば、静岡地決平成 27 年 1 月 30 日商事法務 2063 号 95 頁（判例集未登載）〔メガネトップ株式取得価格決定申立事件地裁決定〕は、裁判所はあくまで利害関係参加人における様々な手続が公正に行われていたということ認定し、公開買付価格（1,400 円）の同額をもって決定価格とした。その基礎となった株式算定評価書の内容には、踏み込まず専門評価機関に依頼して作成させたという手続を重視し、算定結果も公正であると推定した。

[54] 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3）1784 頁〔テクモ事件最高裁決定〕。

[55] 逆に、市場株価を参照しないで価格決定された判例は、判例集に登載された株式買取価格決定申立事件と

っている[56]。特に改正後に導入された「シナジー分配価格」については、ほとんど全ての価格決定裁判で市場株価が参照され価格決定されたが、それについて裁判所は市場株価を信用しすぎであるという学説からの有力な批判が生じている[57]。さらに、デラウェア州の裁判所とは異なり、日本の裁判所のように市場価格についてマイノリティ・ディスカウントの修正を施すことをしない運用では、シナジーの反映をも目的とした平成 17 年改正およびその後の通説的な解釈の目的とするコンセプトが、バリュエーションの次元ではそもそも実現できていないのではないかという問題も指摘されている[58]。もっとも裁判所が市場株価を参照するのは、それを絶対視をしているわけでもなく、市場株価が簡易な証拠方法として最大限活用されているに過ぎないとし、手続が公正なケースでは「請求棄却的」な機能を果たす[59]とする見解がむしろ現状を上手く表現している。この見解においては、実質的には、上場会社には買取請求を認めないというアメリカ法における市場性株式の例外（market out）と同様であるから、market out 機能と呼んでもよいとし[60]、組織再編によって企業価値が増加し、かつその増加価値の分配が公正に行われている場合には、反対株主への実質的な救済を否定し、いわば請求棄却的な効果を持つとしている[61]。

これまでの下級審判例や最高裁判例においても、裁判所は明示的に市場の効率性については言及していないが、その内容から部分的ではあるが市場の効率性を前提にしているような決定もみられる[62]。例えば、最三小決平成 23 年 4 月 19 日（楽天対 TBS 事件最高裁決定）[63]は、「株式が上場さ

---

しては二事件だけしか見当たらない。それらは、東京高決平成 22 年 10 月 19 日金融・商事判例 1354 号 14 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件高裁決定〕と東京地決平成 21 年 3 月 31 日金融・商事判例 1315 号 26 頁〔日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕であり、前者は「回帰分析的手法」による補正株価で、後者は固定価格（公開買付価格）を参照し価格決定をした。

[56] 岡田昌浩「少数株主締め出しと株式取得の対価の公正性の確保」川浜昇ほか編『森本滋先生還暦記念――企業法の課題と展望』（商事法務, 2009）101 頁、田中亘「『公正な価格』とは何か」法学教室 350 号(2009)67 頁、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号（2009)11 頁参照。

[57] 江頭憲治郎『株式会社法・第6版』（有斐閣, 2015）21 頁注（11）では、最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 27）1311 頁（楽天対 TBS 事件最高裁決定）の市場株価を重視した価格決定の内容を受けて、「意識的か否かはともかく、日本の裁判所は、上場株式の評価に関して、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説のきわめて強固な信奉者である」と批判する。また、飯田秀総「企業再編・企業買収における株式買取請求・取得価格決定の申立て――株式の評価」法学教室 384 号（2012）34 頁注(26)では、「株価はしばしばファンダメンタルから乖離することを考慮すると、効率的市場仮説が原則として成立しているという仮定をおくことが許されるのかには疑問の余地がある。」としており、市場の効率性に対しては疑問を呈している。さらに、長畑周史「（判例研究）株式買取請求における『公正な価格』」法学研究 84 巻 4 号（2011）107 頁は、最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 27）1311 頁（楽天対 TBS 事件最高裁決定）に対して、「買取請求行使時期によって各株主の買取価格が異なる取り扱いをすることは、買取価格の算定において市場価格を基礎とすることを重視しすぎた考え方であるように思われる。」というように市場株価の採用には慎重な意見である。

[58] 飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務, 2013）346 頁参照。

[59] 飯田・前掲注 2）44 頁参照。さらに、裁判所が市場株価を参照する別の理由として、「日本の裁判所は、市場価格が最も容易に入手可能な信用性の高い証拠だから活用しているにすぎず、特定のファイナンス理論を前提とする意図はないのかもしれない。」（同 37 頁）とも指摘する。

[60] 飯田・前掲注 2）47 頁注（40）参照。

[61] 飯田・前掲注 2）42 頁参照。

[62] 横浜地裁相模原支決平成 21 年 3 月 27 日金融・商事判例 1341 号 35 頁〔ノジマ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕。最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3)1790 頁は、「株式が上場されている場合、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い限り、『公正な価格』を算定するに当たって、その基礎資料として市場株価を用いることには合理性があるといえる。」として、積極的な評価をしている。

[63] 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 27）1311 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕。

れている場合、一般に、市場株価には、当該企業の資産内容、財務状況、収益力、将来の業績見通しなどが考慮された当該企業の客観的価値が、投資家の評価を通して反映されているということができるから、反対株主が株式買取請求をした日のナカリセバ価格を算定するに当たっては、それ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あれば格別、そうでなければ、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、合理性が認められる。」とする。これについては、学説では「市場株価企業価値反映説」と呼ぶ見解もあるが、特に平成 17 年改正以降の株式買取請求・価格決定や全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立事件において、本決定の文言と同様のフレーズによって繰り返し下級審で示されていた[64]。このように、価格決定裁判において裁判所は市場株価に依存するのに対して、学説はそれに批判的である。

**第 2 目 市場株価の利用に対する最高裁決定の補足意見**

上場会社の株式については、市場によって形成された市場株価を基礎として買取価格を算定し、具体的な計算方法については、一定期間における市場株価の平均価格をもって「公正な価格」とする判例が多い[65]（後掲図表 3 -10 参照）。この市場株価を参照して価格決定することの積極的な理由としては、ノジマ事件の横浜地裁相模原支決平成 21 年 3 月 27 日[66]は、「上場会社においては、その株主は、市場価格を前提として投資行動を行っている以上、市場価格を基準とすることは株主にとっても基本的に公正というべきであるから、株式価格は、価格操作を目的とする不正な手段等通常の形態における取引以外の要因によって影響されたと認められる特別な事由がない限り、市場によって形成された市場価格によるのが最も適切である。」として、市場株価を基礎として価格決定することに積極的な姿勢を示している。さらに、テクモ事件の最二小決平成 24 年 2 月 29 日[67]では、「株式が上場されている場合、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い限り、『公正な価格』を算定するに当たって、その基礎資料として市場株価を用いることには合理性があるといえる。」として、積極的な評価をした。また同最高裁決定の須藤裁判官の補足意見では、「それはさしたる困難を伴わず、かつ、高額な鑑定費用も要さず迅速な買取価格の決定に資するから、方法において適切であるということになる。」として、訴訟経済という別の観点でも評価しているが、いずれにしても、おおよそ市場株価に対する裁判所の信頼性と利便性への評価は高いといえよう。

他方、同最高裁決定における補足意見によれば、「市場株価は、相当の長い期間を通して観察すれば企業の客観的価値を忠実に反映するものであるとしても、市場ないしは投資家は、企業の経営状況や事業の見通し等について必ずしも十分に正確な情報を有しているわけではなく（情報の非対称性）、さまざまな思惑で行動したり、偶発的要素が生ずることなどの事由により、その評価（市

---

[64] 飯田秀総「最高裁判所民事判例研究（民集 65 巻 3 号）」法学協会雑誌 130 巻 12 号（2013）290 頁参照。
[65] 東京地決昭和 58 年 2 月 10 日判例時報 1068 号 110 頁〔科研製薬株式買取価格決定申請事件地裁決定〕によれば、一定期間における平均価格をとる理由は、「市場価格が企業の実質的価値と投機的部分を不可分的に包含しているため」であるからとする。
[66] 横浜地裁相模原支決平成 21 年 3 月 27 日・前掲注 62）35 頁〔ノジマ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕。
[67] 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3）1784 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕。

場株価）は変動するとされている。特に、市場株価が企業の客観的価値を反映してないことをうかがわせる事情が認められる場合には、もはや市場株価を『公正な価格』を形成するに当たって基礎資料として用いることはできない。さらに、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あるとまではいえないとしても、市場株価の前記の特質からすれば、特定の時点の市場株価は企業の客観的価値を反映した価格と乖離しているのではないかと疑わしめるような場合もある。したがって、『公正な価格』の形成に当たって市場株価を基礎資料として用いるとしても、十分に慎重であるべきであり、市場株価はある程度の幅をもって捉えられることが必要であるとも思われる」[68]として、市場株価の利用に対しては慎重であるべきとしている。

この補足意見を総合すると市場価格が採用できるのは、「企業の客観的価値を反映してないことをうかがわせる事情」がないことが要件となっている。この「事情」が何であるかについては、学説では、①市場株価が操作されていたこと、②市場株価の情報効率性がないことの二つをあげる見解もある[69]。しかし、いずれの基準に依るにしろ、客観的で定量的な基準が示されていないから裁判所の裁量的な判断に依ることになろうが、何らかの定量的な基準についても検討が必要である。

### 第 2 款 市場株価（終値と VWAP）を参照した平均株価の算定方法

以下のように、近時の「シナジー分配価格」が採用された価格決定裁判では、市場株価（終値と VWAP）を参照してその平均（単純平均または出来高加重平均）を算定し決定価格としている。平均株価の組み合わせはとしては四種類あり、どの算定方法が価格決定において採用されるべきか、いささか技術的な議論になるが、学説と判例を中心に検討する。

#### 第 1 目 株価平均に関連した学説

近時の最高裁決定等において市場株価が重視される傾向があることについては、学説から懸念が示されている。日本の現在の裁判実務が効率的資本市場仮説を信頼し過ぎであり、現実の市場株価の「物神崇拝」という状況があるのではないかとの見解[70]や、株価はしばしばファンダメンタルから乖離することを考慮すると効率的市場仮説が原則として成立しているという仮定をおくことが許されるのかには疑問の余地があるとする見解など[71]、市場株価に価格決定裁判で使用に耐えうる市場の効率性があるかということに疑問が呈されている。その根底には、市場株価にはマイノリティ・ディスカウントが含まれているという考え方があり[72]、特に市場の価格効率性について懸念が持たれていることからも、市場株価の信頼性に疑念を持つ慎重意見は根強い。

---

[68] 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3)1793 頁。
[69] 吉村一男「反対株主の株式買取請求権と上場株式の『公正な価格』(下)」ビジネス法務 2013.12 号(2013)114 頁参照。
[70] 江頭憲治郎「裁判における株価の算定―日米比較をまじえて―」司法研修所論集 122 号(2012)60 頁参照。
[71] 飯田・前掲注 57)34 頁注(26)参照。
[72] 飯田・前掲注 58)182-192 頁参照。江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」『関俊彦先生古稀――変革期の企業法』(商事法務, 2011)117、124 頁等。

もっとも、裁判所においても、市場が効率的であるという前提に一応は立ちつつも、完全には信用していないようにもみえる。何故なら、株式買取価格決定申立事件においては、特定日における単日の市場株価（終値）を単独で参照するのではなく、一定期間における市場株価の平均価格をもって「公正な価格」とする判例が多いからである。その論拠としては、市場価格が企業の実質的価値と投機的部分を不可分的に包含しているためであるとされている[73]。また、株式買取価格決定における最高裁決定でも株式買取請求日における単数日の市場株価を参照するか、あるいは一定期間における複数日の市場株価の平均を採用するかは「裁判所の合理的な裁量の範囲内」であるとするなど[74]、慎重な判断をしたことにも市場株価への信用の度合いが表れているように思われる。

そこで市場株価を採用する際に、ある特定の単日の市場株価（終値や VWAP など）を参照するか、それとも一定期間の平均株価を採用するかが問題となる。ここで、市場株価を基礎とする場合であっても、どの時点の市場株価を基礎とするのかという算定基準日の問題と、算定基準日の一時点の市場株価（単日の市場株価）をとるのか、それとも一定の期間の平均をとるのかといった算出方法の問題がある。この一定期間の市場株価の平均をとることについては、株価の一時的な変動要因を排除し、当該会社の客観的な企業価値を適正に反映する価格を求めるために、基準日から過去にさかのぼって一定期間（たとえば一か月）の平均値をとることも、事案の妥当な解決のための実際上の処理として考えられる[75]として肯定的な見解があるが、一方で、基準時の市場株価が株式の客観的価値を反映していないという具体的な根拠が示されない限り、基準時の市場価格そのものを用いるほうが望ましい[76]との消極的な見解もある。さらに後者の見解の論拠は、一定期間の市場株価の平均をとるという裁判実務が定着した場合、反対株主は、買取請求期間の末日に、現在の時価と当該平均株価とを比較して買取請求するかどうか決めることができるというオプションを得ることになり、株主が組織再編に反対する誘因は過剰になる[77]とする。これは、組織再編自体には反対しない株主も、オプションを得るためだけに意に反して組織再編に反対する誘因があり、反対株主による株式買取請求権制度の濫用が懸念されることを論拠としている。

このように議論はあるが、複数日の市場株価の平均値を算定するのが裁判実務としては定着していることから、以下ではこれを前提として議論する。これまでの上場会社に関連した株式買取価格決定事件における価格決定においては、一定期間における市場株価の平均値における算出方法については事件毎に異なっており、計算方法によっては理論的な意味付けが不明なものがあるなどの批判がある[78]。さらに近時の下級審判例には、市場株価における「出来高加重平均の平均値」という

---

[73] 東京地決昭和 58 年 2 月 10 日・前掲注 65）110、111 頁〔科研製薬株式買取価格決定申請事件地裁決定〕。
[74] 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 27）1318 頁、最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3）1785 頁。
[75] 神田・前掲注 56）11 頁。
[76] 田中・前掲注 56）67 頁注(30)。
[77] 田中・前掲注 56）67 頁注(30)。
[78] 弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定〔上〕」商事法務 1967 号(2012)10 頁注(1)は、「終値に出来高を乗じて得た数値の意味内容は説明不可能であり、終値の出来高加重平均は何を表しているといえるのかはまったく明らかではない。」と批判する。後述するが、仮に VWAP に出来高を乗じると、同日における市場取引の売買代金になるから数値の意味内容は明解である。しかし、終値に出来高を乗じたものは、少なくとも売買代金の近似値になるがそれ以外の意味はないと思われる。

ように、市場株価として日次の VWAP（決定では「出来高加重平均」と呼んでいる。）を採用した点では理論的であり評価できるが、それを異なる複数日で単純平均してしまうような風変わりな平均株価の計算方法を採用したものもある[79]。私見としては、「公正な価格」の決定は直接的に当事者の経済的利害に絡むので、両紛争当事者の納得性が重要となり、少なくとも平均株価の計算方法などのように技術的な点については、もはや裁判所の裁量とはせずに、経済的に意味を持った理論的で整合性のある標準的な手法を裁判実務で定着させるべきである。

**第 2 目 株価を平均することの裁判所の裁量**

楽天対 TBS 事件最高裁決定[80]における意見では、地方裁判所や高等裁判所には、「個別の事案ごとにあるべき『公正な価格』を探求し、その決定例の積み重ねの中で自ずから『公正な価格』の意味内容が明らかになっていくという道」が期待されるとしており、市場株価を参照して平均株価を算定する場合にどのような計算方法を採用するかは、下級審裁判所の裁量に委ねられていると解釈できる。さらに、同決定は、「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。」と判示する。またテクモ事件最高裁決定[81]は、「公正な価格」を算出するに際して、「ナカリセバ価格」においても「シナジー適正分配価格」に適用する場合においても算定基準日である株式買取請求日における市場株価ないしは補正株価を採用するとしたが、単日の市場株価を採用するか近接した一定期間の市場株価の平均値を採用するかは「裁判所の合理的な裁量の範囲内」であるとする。つまり、「公正な価格」を算出するための「ナカリセバ価格」にも「シナジー適正分配価格」においても、市場株価を用いる場合は、株式買取請求日における単日の市場株価を用いるかあ

---

[79] パナソニック電工事件地裁決定（大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・後掲注 118）139 頁）は、会社側は買取請求日単日の VWAP（870 円）を主張したところ、裁判所は買取請求日以前の複数日の市場株価を平均すべきと判断し、VWAP の単純平均値（決定文では「出来高加重平均の平均値」と呼ぶ。）による株価算定による価格を決定した。すなわち、この平均株価を算出するための変則的な計算方法は、当事者（会社側）からの VWAP を採用すべしとする主張をくみ取りつつも、裁判所の判断で一定期間における複数日の単純平均をしたことで、結果的に適用されたと推測される。今後同様の計算手法を採用してしまう判例も出る可能性もある点が懸念される。

また同様にして「VWAP の単純平均値」が採用された珍しい事案としては、株式買取請求に関連した事件ではないが、東京地決平成 25 年 11 月 6 日金融・商事判例 1431 号 52 頁〔エース交易株式取得価格決定申立事件地裁決定〕がある。同決定では、全部取得条項付種類株式の取得価格における公正な取得価格を算出するための客観的価値の計算方法としては、利害関係参加人（エース交易）の主張に基づき、エース交易株式における「市場株価の平均値を VWAP を用いて算出」とし、その結果 246 円としている。この決定文の記述から、算定方法を具体的に特定することは難しい。拙稿「全部取得条項付種類株式の取得に係る価格決定裁判における『客観的価値』算出のための市場株価（終値と VWAP）の利用」青山社会科学紀要 43 巻 1 号（2014）69-106 頁における検証では、「客観的価値」の算定方法が VWAP（その取引日に市場で実際に成立した価格を価格ごとの売買高で加重平均する方法）を 3 か月間で「単純平均」する計算方法を用いていると推測している。

[80] 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 27）1311 頁。那須裁判官の意見は、「会社法 785 条1項が定める「公正な価格」の決定については、通常の権利義務の存否を争う訴訟とは異なり、基本的に地方裁判所及び高等裁判所の裁量に委ねられるべきものである。」としている。

[81] 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3）1784 頁。

るいは一定期間における複数日の市場株価平均を採用するかは、「裁判所の合理的な裁量の範囲内」であるとされている。

以下では、実際に市場株価を利用して買取価格を決定する場合に利用される平均株価の計算方法について検討する。これまで下級審を中心とした株式買取価格決定事件において「裁量の範囲内」で様々な平均株価の計算方法が採用されている（後掲図表 3-10）。しかし、一部の判例で採用されている「出来高加重平均」においても、複数日の市場株価を平均するために適用する場合もあり、単日の市場株価の一種である VWAP を意味する場合[82]もあって、用語の定義が混乱している。

そこで本論文において、この混乱を回避するため平均株価の算定手法や用語などを整理したうえ議論を進めるものとする。まず VWAP の計算方法では、より多くの売買が行われた価格帯に出来高加重されるようになっているため、当該日の市場株価としては終値を用いるよりも、理論的には日中の売買取引の状況が反映されていることになる。この VWAP は、例えば、株式を売買する機関投資家と証券会社との相対取引で VWAP による価格で売買取引がなされることがあるように、経済的に意味を持った価格である。また、終値が市場の終了間際に一部の市場参加者によって形成された取引価格であり、時には一時的な需給の歪みや投機的な売買行動によって大きく変動する場合があるのに対して、VWAP では 1 営業日に取引が成立した約定価格の出来高加重平均であるため投機的売買の影響を受けにくく、また終値よりは同日の市場株価として経済実態を反映しており、より公正な価格といえる。

このことから、ある特定の算定基準日における市場株価（補正株価は除く）を参照して平均株価を計算する場合における裁判所の裁量をまとめると以下の三点になる[83]。

Ⅰ．参照する市場株価の種類（終値か VWAP か）の選択

---

[82] 日次の「VWAP」は、1 営業日に取引が成立した全ての約定価格（売買取引価格）毎の出来高で重み付けした平均価格として算出される。あるいは VWAP は、1営業日における 1 株当たりの平均約定価格という経済的意味を持っており、同日の売買代金[円]を同日の出来高[株数]で割ることによって簡単に計算できる。すなわち、VWAP[円]＝売買代金[円]／出来高[株数]と表すことができる。

[83] 裁判所の裁量として考えられるものとして、本論文では三つ取り上げ検討する。それ以外の四つ目として平均株価を算出する場合に何営業日分または何か月分の市場株価を参照するかということも問題になり得るが。これまで一定期間における市場株価の平均を計算して「公正な価格」を決定した、多数の下級審判例では、1 か月としており、あたかも裁判実務として定着しているようである。もっとも、太田洋「テクモ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討（下）」商事法務 1908 号（2010）52 頁は、「有価証券市場の株価形成機能がかつてに比べて飛躍的に向上していることを踏まえれば、株価参照期間を 10 日間程度とすることや、株式買取請求期間である 20 日間とすることも、十分に考え得るように思われる。. . . 今後の組織再編行為を行うとする上場企業にとっての予測可能性も重要と解されるので、裁判例が株価参照期間を（特段の事情なき限り）1 カ月とすることで統一されるのであれば、それはそれとして妥当といえよう。」と指摘し、特に参照期間を問題とはしていない。

また、企業会計基準委員会「金融商品に関する会計基準（企業会計基準第 10 号）」（平成 20 年3月 10 日最終改正）の第 76 項では、「その他有価証券は直ちに売却することを目的としているものではないことに鑑みると、その他有価証券に付すべき時価に市場における短期的な価格変動を反映させることは必ずしも求められないと考えられることから、期末前1か月の市場価格の平均に基づいて算定された価額をもって期末の時価とする方法を継続して適用することも認められると考えられる。」としており、その他有価証券の時価評価においては「期末前1か月の市場価格の平均に基づいて算定された価額」が継続適用を条件に認められている。さらに、日本公認会計士協会「金融商品会計に関する実務指針（会計制度委員会報告第 14 号）」（平成 23 年3月 29 日最終改正）の第 75 項によれば、「期末前1か月の市場価格の平均」とは、「原則として期末日以前1か月の各日の終値又は気配値の単純平均値」としている。

Ⅱ．平均方法（単純平均か出来高加重平均か）の選択

Ⅲ．平均期間（1 か月、3 カ月、6 カ月、又はそれ以外か）の選択

結論を先にいえば、本論文では、平均株価の算出方法としては、Ⅰで VWAP を、Ⅱで出来高加重平均を選択する「VWAP の出来高加重平均」の計算方法によるべきであると提案する[84]。よって、裁判所の裁量として、ⅠとⅡはなく、Ⅲの平均期間をどうするかだけが問題となる。組織再編における株式買取請求・価格決定では、「公正な価格」を計算するために市場株価を参照し、平均株価を算出する場合は 1 か月とするのが裁判実務として定着しているようである[85]。しかし、MBO 等価格決定裁判における近時の下級審決定において「客観的価値」を計算する場合は、1 か月、3 か月又は 6 か月など事案に依って異なっている（図表 2-1）。この平均する期間については、「客観的価値」に大きな影響を与えることから争点にもなり、また市場環境にもよるが結果的に裁判所の裁量も大きい場合もある。しかし、どの平均期間を採用すべきかについては、株式買取価格決定事件における「公正な価格」を算定するのに 1 か月間の市場株価を参照する場合が多いことから、それとの整合性という観点で原則 1 か月が良いと考える。もっとも、様々な議論がありうるが、最適な計算期間は存在するのか、存在するとしたら何カ月かという点については今後の検討課題である。

**第 3 目 参照する市場株価（終値または VWAP）の選択**

「公正な価格」の決定で参照する日次株価として、市場株価の「終値」と「VWAP」の選択が問題となるので、以下では両者の違いについて検討する[86]（図表 3-5）。終値は大引けの板寄せ（オークション方式）で形成された価格であり、市場参加者の人為的あるいは市場環境による偶然の要因

---

[84] 拙稿「株式買取価格決定において市場株価（終値と VWAP）を参照した『公正な価格』を算出するための数字による分析」ソフトロー研究 23 号（2014）33-103 頁では、株式買取価格決定における「公正な価格」の計算方法といった技術的な点に関しては、裁判所の裁量とはせずに、市場株価を平均する場合は「④VWAP の出来高加重平均」を使用し、単日の市場株価では VWAP を採用すべきと提案している。それと同様に、株式取得価格決定の「客観的価値」の計算においても同様である。

[85] 太田洋「日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討」商事法務 1869 号（2009）52 頁は、「有価証券市場の株価形成機能がかつてに比べて飛躍的に向上していることを踏まえれば、株価参照期間を 10 日間程度とすることや、株式買取請求期間である 20 日間とすることも、十分に考え得るように思われる。. . . 今後の組織再編行為を行うとする上場企業にとっての予測可能性も重要と解されるので、裁判例が株価参照期間を（特段の事情なき限り）1 カ月とすることで統一されるのであれば、それはそれとして妥当といえよう。」として、特に参照期間については問題としてない。

[86] 日本取引所グループの東京証券取引所日報（http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/daily/）の「株式相場表」において、東証上場の全ての個別銘柄における 1 営業日の四本値、売買高、売買代金とともに、「売買高加重平均価格 VWAP」が相場表の項目として標準的に掲載されている。すなわち、市場価格を代表する終値と共に VWAP は東証から毎営業日、日報として正式に公表されており数値の指標性や信頼性には問題がない。

また本論文では、VWAP はあくまで 1 営業日における出来高加重平均であり、市場取引における終値とともに市場株価の一つとして位置付けるものとする。また、複数日における平均株価の計算方法である「出来高加重平均」と区別するために VWAP としているので、複数日の市場株価を出来高加重平均したものは VWAP とは呼ばないことに注意が必要である。一般的に、VWAP という場合は、日次の市場株価を意味するし、あるいは「1 か月 VWAP」と呼ばれる場合は、本論文で定義する、「④VWAP の出来高加重平均」による1か月間の計算方法であるとする。さらに大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・後掲注 118）139 頁では、株式買取価格の計算として、「出来高加重平均の平均値」（本論文では「③VWAP の単純平均」）が使用されており、折角計算した VWAP を単純平均してしまうこともあり非常に紛らわしいため、「④VWAP の出来高加重平均」と明確に区別する必要がある。

によって価格が動く場合があるというのが欠点であるのに対して、VWAP は出来高加重平均であるから売買状況を反映しており、また人為的な価格の操作は終値の場合と比較して難しいと考えられる[87]。

図表 3-5 市場株価における終値と VWAP の特色

| | 長所 | 短所 | 特色 |
|---|---|---|---|
| 終値 | 一般的に参照される市場株価を代表する株価である。馴染みがあり、データの取得が容易。 | 市場が引けたときの 1 時点の価格であり、偶然的要素を含みやすく、日中の動きと大きく乖離する場合もある。 | 財務会計上、期末日の単日終値は上場株式の時価評価に利用されている[88]。 |
| VWAP | 1営業日における平均の約定価格という経済的意味を持ち、売買取引の実態を反映している。終値よりは偶然的要素の影響を受けにくい。 | 一般的には、馴染みが薄い。算出には計算(売買代金/出来高)が必要である。 | 相対の株式売買契約で VWAP が利用されるなど、金融取引として定着している。 |

一般的に、証券会社と機関投資家等との間で「VWAP ギャランティー取引」[89]が行われており、それは VWAP を取引価格とした相対の売買取引で法的には、売買契約に基づくものである。この場合、証券会社は経済的には流動性の供給者（Liquidity Provider）としての機能を果たす。これと同様に、反対株主から株式買取請求を受ける発行会社も、「法律上当然に会社と株主との間に売買契約が成立したのと同様の法律関係を生ずる」[90]ことから同様に考えて、発行会社は株式買取請求をした株主に対して流動性供給の経済的機能を果たすことになる。さらに、株式買取請求を受けた発行会社は買取請求の拒否はできず、会社法上の財源規制（会社法 461 条 1 項）も及ばないことからも、株式買取請求権制度には、結果として発行会社と株式買取請求株主との相対取引による株式市場外での流動性供給という経済的機能があるともいえる[91]。よって、株式買取請求においても、

[87] 終値は「大引け」という当該営業日の取引最終時点で、板寄せにより売買注文数が均衡したところで決定される価格である。一方、VWAP の場合はザラ場中の売買約定価格が基礎となっており、その価格は売り注文(Ask)と買い注文(bit)のどちらかの側の価格になるから、ザラ場中で成り行き注文がどちらか一方に偏る場合は、VWAP の値は市場流動性の影響(マーケット・インパクト)の影響を受けることになる。さらに VWAP でも、ザラ場中任意の時点で、ある特定の株価において大量のクロス取引を行い、その価格に過剰な出来高加重をかけることにより、ある程度は VWAP の価格操作も理論的には可能である。

[88] 企業会計基準委員会・前掲注 83)の第 54 項は、「時価とは公正な評価額をいい、市場において形成されている取引価格、気配又は指標その他の相場(市場価格)に基づく価額」であるとする。さらに、日本公認会計士協会・前掲注 83)の第 60 項によれば、市場価格に基づく金融資産の評価は、取引所に上場されている金融資産(同実務指針第 48 項)を時価評価する場合は、公表されている取引価格の終値を優先適用し、終値がなければ気配値を適用するとしている。

[89] 日本証券アナリスト協会編(新井富雄＝大場昭義監修)『証券分析・投資運用 用語辞典』(ときわ総合サービス, 2012)249 頁は、VWAP を基準にした価格で行う取引のことを「VWAP ギャランティー取引」と呼ぶ。さらに VWAP ギャランティー取引は、証券会社が相手方となって取引を成立させるので、取引量が比較的大きいときは、成行き注文によるマーケット・インパクトや指値注文による売買不成立のリスクをヘッジすることが可能であるとしている。

[90] 最一小決昭和 48 年 3 月 1 日・前掲注 26)161 頁〔前田製菓株式買取価格決定申請事件最高裁決定〕。

[91] 藤田友敬「裁判過程における実証分析の利用:株式買取請求事件を素材に」ソフトロー研究 20 号(2012)6 頁は、「請求時の時価による買取りは、株主が自由に株式を売ることができる限りあまり意味がないが、問題の株式に市場性がない、保有株式数が多すぎ売却により値崩れを起こすなどといった理由から、時価による換金に制約がある場合には、それを保証する機能を果たすことになる。」と主張する。この見解から、株式買取請求権制度において「時価による換金」を保証する会社には、流動性供給の機能があると読み取れる。また、弥永真生「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」商事法務 1867 号(2009)10 頁は、反対株主が「大きな割合の株式を有している場合には、当該株主にとっては、証券市場における売却によって退出することは経済的に不

買取請求株主（機関投資家の場合も多い）との相対での売買取引と考えれば、VWAP ギャランティー取引との類似性からも、VWAP を基礎とした価格決定が経済的実態としても十分意味があると思われる。

### 第 4 目 平均方法（単純平均または出来高加重平均）の選択

平均株価を算出する手法としては、「単純平均」と「出来高加重平均」の二種類がある。単純平均は、市場株価だけを基礎として、平均対象期間内において、市場株価の合計を同期間内の営業日数で割って計算するという日常一般的に用いられている算出方法である。他方、出来高加重平均は、市場株価以外にも出来高（売買取引が成立した株数）を加重した平均株価の算出方法であるから、出来高の多い価格帯がより多く加重される平均価格の計算方法となる。その点からも、単純平均は計算期間内に出来高が毎日一定という仮定を置いた出来高加重平均の一種とも言えよう。よって、日々の出来高を伴った大きな株価変動があるような市場環境では、どの計算方法を採用するかによって計算結果に大きな差が生じるが、その逆に日々の出来高と株価変動が小さい場合には両方の計算方法の結果にあまり差がないことになる[92]。

図表 3-6　平均株価の計算方法における単純平均と出来高加重平均の特色

| | 長所 | 短所 | 特色 |
|---|---|---|---|
| 単純平均 | 計算が単純で分かりやすい。 | 市場の売買状況など経済的実態を反映できない。 | 市場株価だけで計算ができる。 |
| 出来高加重平均 | 平均期間における売買取引状況など経済的実態を反映できる。 | 算出するためには、出来高のデータが必要になり、計算にも手間がかかる[93]。 | 近時の下級審判例で標準的に採用されている。 |

なお、東日本大震災による市場の暴落後にセリング・クライマックスを迎えた後に急反発するようなＶ字回復局面においては、底値を付けた日の出来高が突出して多いという傾向がある。そのため出来高加重平均では平均期間内において低い株価に相対的に大きなウエイトが掛かり、出来高加重平均による平均株価が低くなる傾向がある。しかし、これが仮に投機的として、その影響を減じ

---

合理であり、株式買取請求権が最も適切な退出の手段であるということが考えられる」という。この見解から、株式買取請求権を行使した反対株主からは「最も適切な退出の手段」としての流動性供給が期待されていると思われる。これに対して田中・前掲注 56）69 頁は、株主が過剰に組織再編に反対し株式買取請求権が過剰に行使されるという弊害を否定できないとし、「すぐに売却できないほどの大量の株式を保有することはその株主自身の投資判断によるもの」であり、「当該株主自身の投資判断に伴うリスクから当該株主を保護すべきいわれはない。」として、会社による流動性供給の機能に対しては否定的な見解である。

92　例えば、平均株価を算出するために参照する市場株価が東日本大震災後の市場全体の株価変動の影響を受けた時期と重なったという特殊な事情があった事案においては、参照する市場株価の期間や平均株価の算出方法の選択で、計算結果に若干の差が生じるようである（拙稿（ソフトロー研究 23 号）・前掲注 84）33-103 頁の第 4 章で取扱う事例を参照）。大よその傾向としては、一定期間で市場株価を平均する場合は、終値かVWAPかの日次市場株価における選択では、一般的に計算結果にあまり影響はない。しかし、市場株価平均を算出するための計算方法である、単純平均か出来高加重平均かの違いで、市場環境にも依るが無視できない差が生じる傾向がある。

93　十市崇＝副田達也「M&A と組織再編（10）反対株主による株式買取請求権（下）」商事法務 1903 号（2010）47 頁注釈(169)において、VWAP 等の計算において、「とりわけ株主側が当該情報をどのように入手し、検証するかなどの問題が生じると思われる。」という見解が示されている。データさえ取得できれば VWAP や平均株価等の計算自体は難しくないが、VWAP を計算するための日次の出来高データと特に売買代金のデータをどうやって入手するかは実務的な問題としてあり得るように思われる。

るためだけに単純平均を採用するのであれば、その平均株価は経済的実態を反映しているとはいえず問題がある。出来高加重平均（特に VWAP による）こそが多くの投資家による売買行動を経済的に反映させた公正な平均株価の算定方法である。

### 第 3 款 平均株価算定方法と判例における採用状況

以下では、株式買取請求・価格決定の事案において、市場株価を参照して決定価格とする場合にどのような算定方法がこれまでの判例で採用されたかを分析するが、その前に、理論的に考えられる平均株価の算定方法を検討し、各判例をそれぞれの算定方法毎に分類した上で、その特色や問題点を検討する。

#### 第 1 目 「公正な価格」算定のための算定方法の分類

これまでの株式買取価格決定事件の判例から、ある特定の算定基準日における市場株価（補正株価は除く）を参照して「公正な価格」を決定する場合の平均株価の計算方法における裁判所の裁量をまとめると、以下の 3 点になる。先の裁判所の裁量（第 2 款第 2 目参照）とは若干異なることに注意が必要である。

Ⅰ．参照する市場株価の日数（単数日と複数日の選択）

Ⅱ．参照する市場株価の種類（終値と VWAP の選択）

Ⅲ．平均方法（単純平均と出来高加重平均の選択）

ここで、Ⅰの「参照する市場株価の日数」で、「単数日」の場合は算定基準日の市場株価を参照するだけで計算は不要であるが、「複数日」の市場株価を参照する場合には、Ⅲの「平均方法」が問題となる。最も簡便な場合として、Ⅰで「単数日」の市場株価が参照される場合にはⅡの「参照する市場株価の種類」で「終値」か「VWAP」の選択が問題となり、二種類の方法がある。一方、Ⅰで「複数日」を選択する場合は、Ⅱで「終値」か「VWAP」かの選択とⅢで「単純平均」か「出来高加重平均」かの組合せで合計四種類の平均株価の計算方法に分類できる。そうするとⅠからⅢまでの裁判所の裁量の組合せで、複数日の場合は四種類で、単数日の場合の二種類の合計六種類に分けられる。それらは、①終値の単純平均（判例）、②終値の出来高加重平均（判例）、③VWAP の単純平均（判例）、④VWAP の出来高加重平均（判例・学説）、⑤算定基準日の終値（判例）、⑥算定基準日の VWAP（学説）であるが、以下それぞれの特色をまとめた（図表 3-7）。

図表 3-7　市場株価を用いた「公正な価格」の算出方法の特徴

| 平均方法＼市場データ | | Ⅱ.参照する日次の市場株価 | |
|---|---|---|---|
| | | 終値 | VWAP |
| Ⅲ.平均株価計算方法 | 単純平均 | ①終値の単純平均(判例)<br>データ取得と計算は簡易で、直感的に分かり易い。しかし、経済的な意味が不明である。 | ③VWAP の単純平均(判例)<br>VWAP を使用する点で理論的ではあるが、それを単純平均することによって理論的ではなくなっている。 |
| | 出来高加重平均 | ②終値の出来高加重平均(判例)<br>単純平均よりは市場の実態を反映した平均株価の算出が可能となるが、理論的には意味不明と学説からの批判もある[94]。東京地裁民事第 8 部による価格決定では、採用実績が多い。 | **④VWAP の出来高加重平均(判例・学説)**<br>学説で主張されている[95]。最も理論的でありながら計算は単純である(後掲「平均株価計算方法の定式化」を参照)。本論文においては、標準的な手法として提案する。 |
| 単日株価 | | ⑤算定基準日の終値(判例)<br>最も簡易な方法であるが、価格が動きやすい欠点がある。 | **⑥算定基準日の VWAP(学説)**<br>1 営業日中の市況を反映した株価で、終値よりは安定性がある[96]。 |

①から⑥までの「公正な価格」の決定方法あるいは計算方法では、参照する市場株価として VWAP を利用する「④VWAP の出来高加重平均」と「⑥算定基準日の VWAP」が学説で主張されているが、現在のところ株式買取価格決定事件における判例は確認できていない。しかし、「⑥算定基準日の VWAP」以外は全て裁判所から採用されており（後掲図表 3-10 参照)、市場株価としてはほとんどが終値を基礎とした価格決定がなされている。例外的に、「③VWAP の単純平均」が近年下級審で採用されており、複数日における VWAP の単純平均という理論的ではない計算方法ではあるが、参照された市場株価が終値ではなく VWAP を採用した点で一定の評価はできる[97]。

そもそも市場株価を単純平均する算定方法については、決して理論的ではないのだが、意味がわかりやすく計算も簡便であるという利点がある。実際、「①終値の単純平均（判例)」や「③VWAP の単純平均（判例)」については、両方とも裁判所から採用された実績はある。しかし、①ともかくとして、③の算定方法は絶対に採用すべきではない。折角日中の売買における出来高加重平均で VWAP を算定しておきながら、その複数日における VWAP を単純平均するというのでは理論的には何ら意味がないし、むしろ誤った算定方法である。複数日にわたる VWAP においても出来高加重平均することが理論的であり、かつ計算も単純化され、また経済的な意味を持つのである。

### 第 2 目 算定方法における学説の批判と VWAP の提案

複数日における市場株価を参照した平均株価の算定方法という技術的な点に関して、学説の議論や批判がある。結論を先にいえば、本論文では、参照する市場株価として VWAP を利用する「④

---

94 弥永・前掲注 78)10 頁注(1)参照。

95 弥永真生「反対株主による株式買取請求と買取価格決定」ジュリスト 1399 号(2010)113 頁、太田・前掲注 83)52 頁、浜田道代＝稲葉威雄＝久保利英明編集『会社訴訟―訴訟・非訟・仮処分（専門訴訟講座)』(民事法研究会, 2013)627 頁(水野信次・西本強著)。

96 弥永・前掲注 95)113 頁、太田・前掲注 83)52 頁。

97 前述したが、大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・後掲注 118)139 頁(パナソニック電工事件地裁決定)では、株式買取価格決定事件において、VWAP(決定では「出来高加重平均」と呼んでいる)を参照した初めての判例である可能性が高い。ただし、VWAP を主張したのは当事者である会社側であり、裁判所が独自の判断で終値よりも VWAP を選択したものではないと思われる。

VWAP の出来高加重平均」か「⑥算定基準日の VWAP」を推奨するが、その論拠については以下の学説の議論が基礎となっている。

最初に、「②終値の出来高加重平均」（判例）は、これまであまり疑問視されずに裁判所からも認められていた平均株価の計算方法である。東京地裁民事第 8 部では株式買取請求・価格決定における標準的な算定方法として共有されており（後掲図表 3-10 参照）、このような技術的な部分に関して裁判所の裁量を入れず標準的に採用をした点では高く評価できる。しかし、この「②終値の出来高加重平均」については、理論的な意味内容が不明であるとの学説からの批判がある[98]。さらに、この「②終値の出来高加重平均」という計算方法については、ある期間における株価の出来高加重平均値の「近似値」にすぎず、ある期間における株価の出来高加重平均値を把握できないのであればともかく、把握できる場合にそのような「近似値」を用いることの説得力は乏しいとする批判もある[99]。これは、「④VWAP の出来高加重平均」が計算できるのであれば用いるべきであるとしつつ、データ（出来高と売買代金）が取得できないことによって VWAP が計算できない事情があれば、「近似値」として「②終値の出来高加重平均」を使用するのも仕方がないとも解釈できる。実際本論文で提示した計算結果の範囲内で見てみると、「②終値の出来高加重平均」と「④VWAP の出来高加重平均」との間には他の計算方法での結果と比較してあまり差がないことが確認できる。しかし逆にいえば、データさえ取得できるのであれば、本論文における「④VWAP の出来高加重平均」（引用文中では「ある期間における株価の出来高加重平均」としている。）を使用すべきであって、ここであえて「近似値」としての「②終値の出来高加重平均」を使用することの説得力はない。さらに補足すると、後述する「第 3 目　平均株価計算方法の定式化」に式で示したように、「④VWAP の出来高加重平均」のほうが「②終値の出来高加重平均」よりも計算は格段に簡易であるから、より「④VWAP の出来高加重平均」を利用することに説得力がある。

次に、「④VWAP の出来高加重平均」には、「②終値の出来高加重平均」への批判から、その代替として採用されるべきという見解がある[100]。つまり、ある一定期間における市場株価の平均を算出するために出来高加重平均を使用するのであれば、（日次）市場株価として、終値ではなく VWAP を使用すべきとする。この主張を受けさらに、株式市場における偶発的な要素の除去という目的を実現するために出来高加重平均という考え方を採用するために、終値の出来高加重平均価格ではなく、証券取引所で成立した売買価格を当該成立した売買価格ごとの出来高で加重平均した数値（「売買高加重平均価格：VWAP」）を用いるのが首尾一貫しており、終値が偶発的事情によって左右されやすい問題を解消できるとする同様の見解もある[101]。さらに、出来高加重平均することにより、実際の市場における取引実態に近づけて価格を算定するのであれば、終値の出来高加重平均値を用

---

98 弥永・前掲注 78）10 頁注（1）参照。
99 弥永・前掲注 78）10 頁注（1）参照。
100 弥永・前掲注 95）113 頁は、「確かに、終値の単純平均値よりは『終値による出来高加重平均値』は、一見、合理的にも見えるが、終値に出来高を乗じて得られる数値は取引高ではないのであるから、出来高加重平均値を採るのであれば取引所で成立した価格を価格ごとの出来高で加重平均した数値（売買高加重平均［VWAP］）を用いなければ首尾一貫しない。」と指摘する。
101 太田・前掲注 85）52 頁参照。

いるよりは、取引価格ごとに出来高で加重平均する VWAP の方が優れているとする見解がある[102]。このように学説においても実務においても、「④VWAP の出来高加重平均」を支持する見解が見られるが、本論文においては、これを標準的に採用すべきと提言する[103]。なお、判例としてはダブルクリック事件[104]において、「④VWAP の出来高加重平均」が裁判所によって採用されている。しかし、これは会社側が主張する上限値を採用したものであり、その算定で「④VWAP の出来高加重平均」が結果として使用されていたものであって[105]、裁判所がこの算定方法を優れたものと認識して積極的に採用したものではない。

最後に、「⑤算定基準日の終値（判例）」であるが、終値が偶然的な事情によって左右されやすく、少なくとも「アノマリー」が認められるから、終値による出来高加重平均では平均値を用いる意義を大きく減殺させるという批判[106]から、必ずしも終値を選択するか VWAP を選択するかという議論はしていないが、単日の市場株価としての終値には偶然的な事情によって左右されやすいとしているので、文脈から判断して終値よりは VWAP が好ましいと推測できる。そうすると、「⑥算定基準日の VWAP（学説）」が最も妥当であり、また当事者が VWAP を疎明するのであれば、裁判所が終値の出来高加重平均価格に代えて VWAP を採用する可能性もある[107]とする肯定的な見解もある。ここでも、市場株価を平均する場合の議論ではあるが、単日の市場株価においても、終値か VWAP かの選択としては VWAP を選択すべきことになる。

### 第 3 目 平均株価計算方法の定式化

二種類ある市場株価（終値と VWAP）とそれらを平均するための二種類の計算方法（単純平均と出来高加重平均）の組合せで、四種類の平均株価があることについては前述したが（図表 3-7）、以下その四種類の計算式と計算方法を示した上で、理論的に整理する。

---

[102] 水野＝西本・前掲注 95）627 頁参照。

[103] 裁判所からは認められていないが、「④VWAP の出来高加重平均」を用いた価格算定（他の算定方法とも併用してはいるが）をした証拠資料が提出された事案がある。東京高決平成 23 年 3 月 1 日・後掲注 120）24、25 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件高裁決定〕において、原決定の「第2　事案の概要」への補正で、原決定7頁 24 行目末尾への追加事項として、「同期間のVWAP（Volume Weighted Average Price。出来高加重平均）は1株 864 円であり、終値のみに基づく出来高加重平均は1株 867 円である。」という記述や「ナカリセバ価格を、本件株式移転の公表前1箇月間の市場価格の平均値をもって算定するとしても、市場が混乱していた平成 20 年 10 月を除外し、同年 11 月 4 日から同月 18 日までの期間の平均値によるべきであり、同期間のテクモ株式の終値の平均は1株 812 円であり、VWAP に基づく出来高加重平均は1株 819 円であり、終値のみに基づく出来高加重平均は1株 823 円である。」という記述がある。これらは、株主側の証拠資料によるものであるが、「①終値の単純平均」、「②終値の出来高加重平均」および「④VWAP の出来高加重平均」の三種類の平均株価の計算方法を併用している。

[104] 東京地決平成 23 年 3 月 30 日・後掲注 127）19 頁〔ダブルクリック株式買取価格決定申立事件地裁決定〕。

[105] 拙稿「『シナジー分配価格』が採用された株式買取価格決定事件における補正株価と『公正な価格』の算定」青山ローフォーラム 4 巻 1 号（2015）59 頁注（45）参照。東京地決平成 23 年 3 月 30 日・後掲注 127）19 頁（ダブルクリック事件地裁決定）は、算定方法を「本件株式交換公表の翌日から最終売買日まで（平成 22 年 1 月 26 日から同年 3 月 23 日まで）の出来高加重平均値を上回らない」と表現し、この文言からでは終値とVWAPの何れを参照したか不明である。本論文の検算から算定方法が「VWAP の出来高加重平均」であると判明した。

[106] 弥永・前掲注 95）113 頁。

[107] 太田・前掲注 83）52 頁参照。

最初に、市場株価としては終値と VWAP があるが、終値は市場データをそのまま使用できるのに対して、通常 VWAP は市場データとして存在しない場合が多く、出来高と売買代金から計算する必要がある。日次の VWAP は、1 営業日に取引が成立した全ての約定価格（売買取引価格）ごとの出来高で重み付けし、その約定価格を出来高加重平均して算出する。よって、VWAP は 1 営業日における 1 株当たりの平均約定価格という経済的意味を持っており[108]、同日の売買代金[円]を同日の出来高[株数]で割ることによって日次の市場データで計算することができる。すなわち、

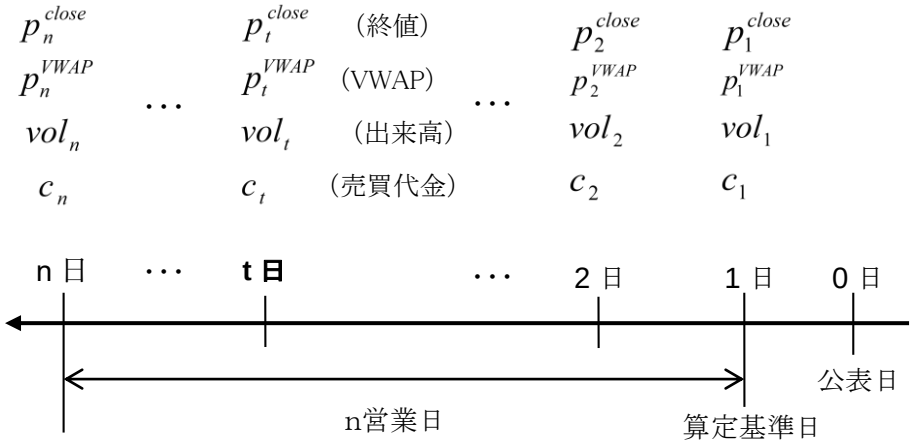
VWAP[円]＝売買代金[円]／出来高[株数]　　(3-1)

と表すことができる。ここで t 営業日における出来高[株数]を $vol_t$ 、売買代金[円]を $c_t$ 、さらに t 営業日の VWAP[円]を $p_t^{VWAP}$ と定義すると、以下のような計算式として表せる。

$$p_t^{VWAP} = \frac{c_t}{vol_t} \qquad (3\text{-}2)$$

次に、複数日の市場株価の平均値の計算方法を示す。まず、算定基準日[109]を起点とした n 営業日を計算期間とする平均株価を検討する。使用されるデータセットには、合計 n 個の時系列データが含まれることになる[110]（図表 3-8）。

図表 3-8　公表日を基準とした時間軸および変数の定義




[108] VWAP の計算では、より多くの売買が行われた価格帯に出来高加重されるようになっているため、当該日の取引終了時点の約定価格である終値を用いるよりも、理論的には日中の売買取引の実態が反映されており、より公正な価格といえる。

[109] 株式買取価格決定事件であれば、反対株主による株式買取請求があった日（株式買取請求日）であり、株式取得価格決定事件の場合では、公開買付けやその後のキャッシュアウトの予定を公表した日又はその前日等を算定基準日とする。平均株価を計算する場合に、参照の起点となる日を意味しており、MBO の場合は、公開買付けの公表日当日であったり、あるいは前日であったりするなど事案に依って異なっている。

[110] 平均株価を計算する場合、判例の多くは 1 か月間の平均を採用しているが、算定基準日の違いによって、1 か月間の市場営業日数が異なる。一般的に、東京証券取引所など日本の証券取引所では、休日と祝日は休みになるため、算定基準日によっては営業日数が多くなったり少なくなったりするが、1 か月間は大よそ 20 営業日前後になる。

最初に、「①終値の単純平均」では、分子が n 営業日間の終値 $p_t^{close}$ を合計し、それを単純に n で割るだけであり、その計算値を $\overline{p}_1$ と表すと以下の式で表せる。

$$\overline{p}_1 = \frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n} p_t^{close} \tag{3-3}$$

ここで式(3-3)の中に、総和を表すΣ記号が入っているが、これは終値 $p_t^{close}$ を 1 営業日から n 営業日までの「合計」を計算することを意味する。この式(3-3)から「①終値の単純平均」が計算できるが、四種類の計算方法の中で最も単純であり、データセットも終値の時系列データの 1 種類だけで計算が可能となっている。同様に「③VWAP の単純平均」では、式（3-2）で定義された VWAP を単純平均した $\overline{p}_3$ は、式（3-4）のように表せるが、ここで売買代金 $c_t$ と出来高 $vol_t$ の二種類の日次データセットが必要になることがわかる。

$$\overline{p}_3 = \frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n} p_t^{VWAP} = \frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n}\left(\frac{c_t}{vol_t}\right) \tag{3-4}$$

次に、出来高加重平均を使用する「②終値の出来高加重平均」は、終値に同日の出来高をかけ合わせたものを期間中で総和をとり、それを同じ期間中の総出来高で割ることによって算出する。単純平均よりは計算が複雑となるが、より出来高の大きな日の株価に出来高加重という重み（ウエイト）がつくことによって、より市場における取引実態を反映させた平均株価の算出が可能になる。「②終値の出来高加重平均」の $\overline{p}_2$ については終値 $p_t^{close}$ のデータ以外にも、同日の出来高 $vol_t$ というデータセットが必要となり、計算式も若干複雑になるが以下のように表すことができる。

$$\overline{p}_2 = \frac{\sum_{t=1}^{n}\left(p_t^{close}\times vol_t\right)}{\sum_{t=1}^{n} vol_t} = \frac{\sum_{t=1}^{n}\left(p_t^{close}\times vol_t\right)}{V_n} = \sum_{t=1}^{n}\left(p_t^{close}\times w_t\right) \tag{3-5}$$

ここで計算式の分母において、n 日間の出来高の合計を $V_n$ と表しており、さらに $w_t$ は出来高加重（ウエイト[%]）を表す係数であり $w_t = vol_t / V_n$ と定義した。先に提示した「①終値の単純平均」と「③VWAP の単純平均」のような単純平均の場合よりも計算はやや複雑となり、また「②終値の出来高加重平均」の $\overline{p}_2$ を計算するために必要なデータセットは、終値 $p_t^{close}$ と出来高 $vol_t$ の二種類となる。

最後に、「④VWAP の出来高加重平均」は、「②終値の出来高加重平均」と同様に出来高加重平均を使用するから、式（3-5）で終値（$p_t^{close}$）の代わりに VWAP（$p_t^{VWAP}$）とすると、

$$\bar{p}_4 = \sum_{t=1}^{n}\left(p_t^{\mathrm{VWAP}} \times w_t\right) \tag{3-6}$$

と表すことができる。ここで $w_t$ は出来高加重（ウエイト[%]）を表す係数であり、$w_t = vol_t / V_n$ と定義され、これを式（3-6）へ代入すると、

$$\bar{p}_4 = \sum_{t=1}^{n}\left(p_t^{VWAP} \times \frac{vol_t}{V_n}\right) = \frac{\sum_{t=1}^{n}\left(p_t^{VWAP} \times vol_t\right)}{V_n} = \frac{\sum_{t=1}^{n}\left(p_t^{VWAP} \times vol_t\right)}{\sum_{t=1}^{n} vol_t} \tag{3-7}$$

のように表せる。これは日次の VWAP に同日の出来高をかけ合わせたものを期間中（n 営業日）で総和をとり、それを同じ期間中の出来高の総和で割ることによって計算できることを意味する。ここで、先に示した VWAP の定義式 $p_t^{VWAP} = c_t / vol_t$ を上の式（3-7）に代入すると、

$$\bar{p}_4 = \frac{\sum_{t=1}^{n}\left(\frac{c_t}{vol_t} \times vol_t\right)}{\sum_{t=1}^{n} vol_t} = \frac{\sum_{t=1}^{n} c_t}{\sum_{t=1}^{n} vol_t} = \frac{C_n}{V_n} \tag{3-8}$$

となり、分子から出来高 $vol_t$ が消えることになる。ここで、$V_n$ は先に定義したように、n 日間の出来高の合計であり、$C_n$ は n 日間の売買代金の合計を表すものとする。最終的に「④VWAP の出来高加重平均」は、

$$\bar{p}_4 = \frac{C_n}{V_n} = \frac{\text{n 日間の売買代金の合計}}{\text{n 日間の出来高の合計}} \tag{3-9}$$

と表すことができ、終値を出来高加重平均した式（3-5）の「②終値の出来高加重平均」よりも計算は大幅に簡略化される。

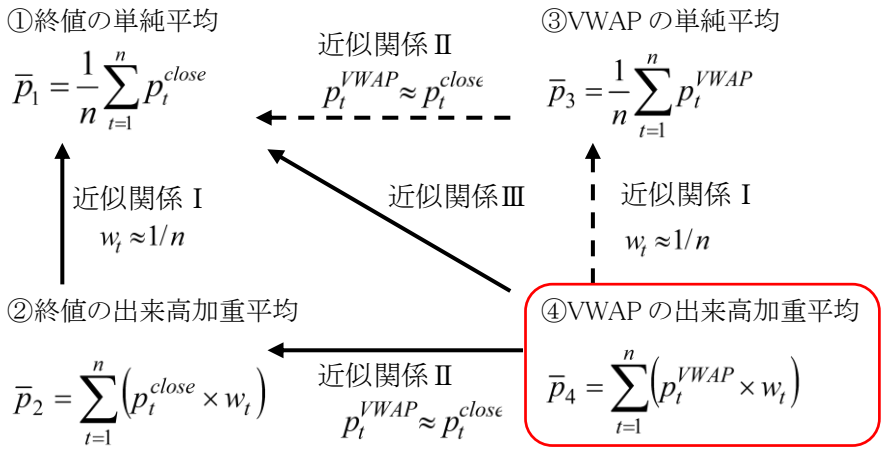
**第 4 目 平均株価間の近似関係**

近時の判例でも、参照する市場株価として終値ではなく VWAP が採用されたり、あるいは、「II. 平均方法の選択」で、単純平均か出来高加重平均かが問題となるものも見られる[111]。四種類の計算方法の選択については、市場環境が平時の場合には四種類の計算方法であまり数値は大きく違わな

[111] 東京地決平成 25 年7月 31 日資料版商事法務 358 号 148 頁〔グッドマンジャパン株式取得価格決定申立事件地裁決定〕。

いため、問題にならない。結論を先に示せば、市場株価を平均する期間において、日中の株価変動が小さくかつ日次の出来高がほぼ一定値で推移した場合には、四種類の計算方法の間で近似関係（図表 3-9）が使えるため、計算結果にあまり差が生じないことになる[112]。

図表 3-9　四種類の計算方法における近似関係




この近似関係には三種類あり、それらを近似関係Ⅰ、近似関係Ⅱおよび近似関係Ⅲというが、最も理論的な計算方法である「④VWAP の出来高加重平均」は、他の三種類の計算方法と近似関係Ⅰ、近似関係Ⅱおよび近似関係Ⅲによる近似の関係にある。近似関係Ⅱでは、計算期間中においてVWAP が終値とほぼ等しい場合（$p_t^{VWAP} \approx p_t^{close}$）には、「④VWAP の出来高加重平均」は「②終値の出来高加重平均」と近似することを意味する。近似関係Ⅰは出来高加重がほぼ一定の場合（$w_t \approx 1/n$）、「②終値の出来高加重平均」は「①終値の単純平均」に近似することを意味する。「①終値の単純平均」は、これ以上近似するものがなく、最も簡便な方法であることを意味する。近似関係Ⅲは、近似関係Ⅰと近似関係Ⅱの両方の近似の条件を満たした場合に、「④VWAP の出来高加重平均」は「①終値の単純平均」に近似することを意味する。

近似関係Ⅰは日々の出来高 $vol_t$ の増減が小さい場合、すなわち出来高が一定で推移するような場合に成り立つ近似関係である。仮に、毎営業日の出来高が期間中一定値の $vol_c$ とした場合、すなわち $vol_t = vol_c$ とすると、n 営業日間の出来高合計は、この一定値を n 倍するから、$V_n = n \times vol_c$ となり、これら二つの式を出来高加重の式である $w_t = vol_t / V_n$ へ代入すると、$w_t = vol_c / (n \times vol_c) = 1/n$ となる。この $w_t$ を「②終値の出来高加重平均」の計算式（図表 3-9 の $\bar{p}_2$）へ代入すると「①終値の単純平均」を計算するための計算式（図表 3-9 の $\bar{p}_1$）と同じになり、$\bar{p}_2 = \bar{p}_1$ となることがわかる。すなわち、一定期間において出来高がほぼ一定値で推移した場合は、「①終値の単純平均」と「②

[112] 例えば、東京地決平成 25 年3月 14 日金融・商事判例 1429 号 48 頁〔ホリプロ株式取得価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 25 年 10 月8日金融・商事判例 1429 号 56 頁〔ホリプロ株式取得価格決定申立事件高裁決定〕がある。

終値の出来高加重平均」の計算結果が近い値になることを意味する。いわば「平時」の相場環境であれば、日次の出来高に大きな変動がない場合（$w_t \approx 1/n$）が多いので、$\bar{p}_2 \approx \bar{p}_1$ という関係になると考えられる[113]。

近似関係Ⅱは当該日における日中の株価変動が小さいため、結果的に終値が日中の約定価格の平均値である VWAP とほとんど差がない場合、すなわち $p_t^{VWAP} \approx p_t^{close}$ の場合には、当該期間における「②終値の出来高加重平均」の計算結果が「④VWAP の出来高加重平均」とほぼ等しくなること、すなわち $\bar{p}_4 \approx \bar{p}_2$ となる関係を示している[114]。$p_t^{VWAP} \approx p_t^{close}$ の場合に $\bar{p}_4 \approx \bar{p}_2$ となるのは、単純に「④VWAP の出来高加重平均」の計算式（図表 3-9 の $\bar{p}_4$）と「②終値の出来高加重平均」の計算式（図表 3-9 の $\bar{p}_2$）を見比べることにより確認できる。

以上から、近似関係Ⅰと近似関係Ⅱの両方に該当する場合が近似関係Ⅲになる（図表 3-9）。すなわち、近似関係Ⅲは市場株価を平均する期間において、日中の株価変動が小さく、かつ日次の出来高がほぼ一定値で推移した場合には、「①終値の単純平均」と「④VWAP の出来高加重平均」の計算結果に違いが生じない（$\bar{p}_4 \approx \bar{p}_1$）ことを意味する。

**第 5 目 判例（市場株価を参照した「シナジー分配価格」）**

近年の主要な株式買取価格決定事件に市場株価を参照して「公正な価格」が決定された判例（判例集に登載されたもの）を計算方法別に 6 分類する（図表 3-10）。現在までのところ「⑥算定基準日の VWAP」は当事者からの主張で使用されてはいるが、裁判所の決定価格の算定方法として採用された例は見当たらない[115]。

---

[113] 水野信次＝西本強『ゴーイング・プライベート(非公開化)のすべて』(商事法務, 2010) 85-86 頁では、平均株価の計算方法について具体的な設例を用いて解説しており、平均株価計算方法の違いによって生じる計算結果の違いを数字でわかるように解説している。この数字による設例から、「算定期間の各取引日に売買が成立した価格を取引の出来高で加重平均することにより出来高加重平均値（VWAP）を求める方法」、すなわち本論文でいうところの「④VWAP の出来高加重平均」による方法が取引の実態に近いとして推奨し、一方で「②終値の出来高加重平均」による方法では、取引の実体から乖離した数値であるという。なお、「①終値の単純平均」といった最も簡便な手法の利用も全く否定するものではなく、一つの「割り切り」であるとしている。

[114] 弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定〔上〕」商事法務 1967 号(2012) 10 頁注(1)は、(本論文で「②終値の出来高加重平均」と分類している計算方法について)「好意的にみても、ある期間における株価の出来高加重平均値の『近似値』にすぎず、ある期間における株価の出来高加重平均値を把握できないのであればともかく、把握できる場合には、そのような『近似値』を用いることの説得力は乏しいのではないかと思われる。」と指摘する。つまり、これは本論文での「近似関係Ⅱ」(図表 3-9) のことを指摘している。

[115] 札幌地決平成 22 年 4 月 28 日金融・商事判例 1353 号 58 頁〔オープンループ株式取得価格決定申立事件地裁決定〕は、株式買取価格決定事件ではなく株式取得価格決定事件であるが、「公正な取得価格」を算出するための「客観的価値」を算出する方法として、「④VWAP の出来高加重平均」が「①終値の単純平均」と共に採用された。同決定で「④VWAP の出来高加重平均」による平均株価の算定方法の優位性を裁判所が良く理解した上で、積極的な理由から認定したかは不明である。

図表 3-10　市場株価を用いた「公正な価格」の計算方法による判例の分類

| | | 参照する日次の市場株価 | |
|---|---|---|---|
| | | 終値 | VWAP |
| 平均株価計算方法 | 単純平均 | ①終値の単純平均(判例)<br>三洋電機事件決定[116]、インテリジェンス事件高裁決定[117](ただし補正株価の単純平均) | ③VWAP の単純平均(判例)<br>パナソニック電工事件決定[118] |
| | 出来高加重平均 | ②終値の出来高加重平均(判例)<br>テクモ事件地裁決定[119]と高裁決定[120]、インテリジェンス事件地裁決定[121]、協和発酵キリン事件[122]、楽天対 TBS 事件地裁決定[123]、ダイワボウ情報システム事件[124]、保安工業事件[125]、J-REIT 投資口買取価格決事件[126]。 | **④VWAP の出来高加重平均(学説)**<br>ダブルクリック事件[127]、それ以外は現在のところ見当たらない。主張レベルではテクモ事件許可抗告審[128]における会社側の主張価格。 |
| 単日株価 | | ⑤算定基準日の終値(判例)<br>国土総合建設事件[129]、三共生興事件決定[130]、ノジマ事件地裁決定[131]、ノジマ事件高裁決定[132]、楽天対 TBS 事件高裁決定[133]、テクモ事件差戻審高裁決定[134]、インテリジェンス事件最高裁決定[135]、楽天対 TBS 事件最高裁決定[136]。 | ⑥算定基準日の VWAP(学説)<br>判例は、現在のところ見当たらない。主張レベルでは、パナソニック電工事件(決定は③に分類)における会社側主張価格。 |

過去の下級審（東京地方裁判所民事第８部）を中心とした価格決定事件では、「②終値の出来高加重平均」を採用した事案が多く、あたかも裁判実務で定着しているかのようである。しかし、前述したように、この数値の持つ経済的な意味が不明であるとの学説からの批判もあり、また本論文は、「②終値の出来高加重平均」よりは、経済的意味があり計算が簡便な「④VWAP の出来高加重

116 大阪地決平成 24 年 4 月 27 日判例時報 2172 号 123 頁。
117 東京高決平成 22 年 10 月 19 日金融・商事判例 1354 号 14 頁。
118 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日(大阪地裁平成 23 年(ヒ)第 72 号)判例時報 2152 号 139 頁。
119 東京地決平成 22 年 3 月 31 日金融・商事判例 1344 号 36 頁。
120 東京高決平成 23 年 3 月 1 日金融・商事判例 1388 号 24 頁。
121 東京地決平成 22 年 3 月 29 日金融・商事判例 1354 号 28 頁。
122 東京地決平成 21 年 4 月 17 日金融・商事判例 1320 号 31 頁。
123 東京地決平成 22 年 3 月 5 日金融・商事判例 1339 号 49 頁。
124 大阪地決平成 22 年 3 月 30 日資料版商事法務 314 号 31 頁。同決定は、申立人(反対株主)が株式を購入した日以降(7 営業日間)の市場株価(終値)の出来高加重平均を採用した。
125 東京地決平成 22 年 11 月 15 日金融・商事判例 1357 号 32 頁。
126 東京地決平成 24 年 2 月 20 日金融・商事判例 1387 号 32 頁。
127 東京地決平成 23 年 3 月 30 日金融・商事判例 1370 号 19 頁。同決定は、株式交換公表の翌日から効力発生日に最も近い最終売買日の間の VWAP による出来高加重平均値を採用した。
128 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3)1784 頁。
129 大阪地決平成 20 年 11 月 13 日金融・商事判例 1339 号 56 頁。同決定は、市場取引における最終取引日の終値を採用した。
130 神戸地決平成 21 年 3 月 16 日金融・商事判例 1320 号 59 頁。同決定は、買取請求日の終値を参照した。
131 横浜地裁相模原支決平成 21 年 3 月 27 日・前掲注 62)35 頁。同決定は、買取請求日の終値を参照した。
132 東京高決平成 21 年 7 月 17 日金融・商事判例 1341 号 31 頁。同決定は、原決定(横浜地裁相模原支決平成 21 年 3 月 27 日・前掲注 62)35 頁)と同じ買取請求日の終値を採用した。
133 東京高決平成 22 年 7 月 7 日金融・商事判例 1346 号 14 頁。
134 東京高決平成 25 年 2 月 28 日判例タイムズ 1393 号(2013)239 頁。
135 最三小決平成 23 年 4 月 26 日金融・商事判例 1367 号 16 頁。補足意見において、株式買取請求書等から推定される各買取請求日における補正株価(予測株価)が提示されている。同決定は原審である、東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注 117)14 頁における算定基準日(効力発生日の前日)と補正株価を 1 か月単純平均する部分に関して裁判所の裁量を超えるとして、破棄差戻しとしている。
136 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 27)1311 頁。

平均」を採用すべきと提案する[137]。次に、「⑤算定基準日の終値」も判例が多く、「公正な価格」の算定基準日が株式買取請求権行使日であるとする最高裁決定もあり[138]、今後は増加の傾向にあると思われる。しかし、前述したように、単日の終値は投機的な要因で変動しやすいので、本論文ではVWAP を採用すべきと考える。

パナソニック電工事件と三洋電機事件の価格決定[139]で採用された「単純平均」という平均株価の算出方法（図表 3-10 の①と③）は、参照する市場株価の種類がそれぞれ終値か VWAP かの違いはあるが、判例を分類してみるとある意味変則的な計算方法であるといえよう[140]。また、パナソニック電工事件決定の場合は、これまでの裁判実務で標準的に参照されてきた終値ではなく VWAP を市場株価として採用した点で珍しいものである[141]。同事件では、会社側主張で株式買取請求日における単日の VWAP（終値ではなく）を参照すべきとした点でも注目に値するが（図表 3-10⑥）、裁判所からは複数日の VWAP を単純平均した価格が採用された。前述したように「④VWAP の出来高加重平均」は学説で主張されており[142]、最も理論的な計算方法であるが、裁判所からの採用実績は現在のところこの 1 事例しか見当たらない[143]。

### 第 4 款 小括

株式買取価格決定事件における「公正な価格」の決定で市場株価を参照する場合、算定基準日をいつにするかという問題と、単日の株価を採用するべきかそれとも一定期間における平均株価を採

---

137 平均株価算出方法の選択に関しては、「裁判所の合理的な裁量の範囲内」にあると思われるが、理論的には四種類ある方法の中で当該手法を「合理的な裁量」によって選択したのであれば、その選択理由を説明する必要があるように思われる。

138 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 27）1311 頁〔楽天対 TBS 事件最高裁決定〕、最三小決平成 23 年 4 月 26 日・前掲注 135）16 頁〔インテリジェンス事件最高裁決定〕および最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3）1784 頁〔テクモ事件最高裁決定〕。

139 両事件とも大阪地方裁判所第 4 民事部の決定であり、また同じ 3 名の裁判官による審理が行われた。「公正な価格」が決定されるまでの判断枠組みに類似点が多く、両決定書も所々共通している。同一のグループ企業間の組織再編であるということから、両事案間での整合性のある決定枠組みが得られるべきである。しかしながら、市場株価の「単純平均」という株価平均の計算方法は共通しているが、採用した市場株価が両事件で一方が終値で他方が VWAP と異なっている（図表 3-10 参照）。これは後述するように、それぞれの事件における会社側が、それぞれ終値と VWAP を参照した価格を主張し、裁判所から採用されたためである。

140 他に「①終値の単純平均」に分類した判例として東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注 117）14 頁（インテリジェンス事件高裁決定）があるが、これは市場株価の終値ではなく回帰モデルから計算された補正株価を 1 か月間単純平均している。この回帰モデルを推定するための回帰分析では市場株価として終値が用いられており、また推定された回帰式で算出される正常収益率は、終値ベースで計算されたジャスダック指数収益率を用いているので、これから算出される補正株価も間接的ではあるが、市場指数の終値を参照していると考えられる。また、この場合も他の下級審決定にならって平均株価の算出方法として出来高加重平均を採用すべきと思われるが、補正株価は実際に市場で売買されたわけではないので出来高データがないことが一つの理由として挙げられよう。もっとも当該銘柄の出来高データを代用する方法も考えられるが手間がかかる割にあまり理論的ではないし、仮に計算結果に大きな差が生じないような場合には、むしろ補正株価に関しては単純平均を採用するのが適切である。

141 他にも終値ではなく VWAP を参照した事例として、MBO の事案であるが東京地決平成 25 年 11 月 6 日・前掲注 79）52 頁（エース交易事件地裁決定）。

142 VWAP の導入に肯定的な学説は、前述したように弥永・前掲注 95）113 頁、太田・前掲注 85）52 頁、水野＝西本・前掲注 95）627 頁である。

143 他には、東京地決平成 23 年 3 月 30 日・前掲注 127）19 頁〔ダブルクリック株式買取価格決定申立事件地裁決定〕で VWAP の出来高加重平均が採用された。

用するべきかという問題については、個別に裁判所の裁量とするのではなく、セットで議論することが必要である。株式買取請求権行使時説を採用するのであれば、単日の市場株価を採用すべきであり、その際「⑤算定基準日の終値」よりも「⑥算定基準日の VWAP」を採用すべきである。単日の市場株価の採用を避け一定期間における複数日の株価平均値を採用するのであれば、算定基準日が同一になる株式買取請求期間満了時説等を採用すべきと思われる。その際の平均株価の計算方法としては学説でも主張されている「④VWAP の出来高加重平均」を標準的な手法とすべきである。平均株価の計算方法といった技術的な点についてまでも、裁判所の「合理的な裁量」に委ねるのではなく、経済的に意味のある市場の取引実態を反映した理論的な方法として VWAP を標準的な手法とすべきであって、裁判所においては、その「標準的な手法」から逸脱した平均株価等の計算手法を選択する場合はその理由を明示し、「裁量」が合理的であることを示すべきである。

図表 3-11　市場株価を参照して「公正な価格」を算出する方法の検討

<table>
<tr><td colspan="2" rowspan="2">平均方法＼市場データ</td><td colspan="2">参照する日次の市場株価</td></tr>
<tr><td>終値</td><td>VWAP</td></tr>
<tr><td rowspan="2">平均株価計算方法</td><td>単純平均</td><td>①終値の単純平均(判例)<br>　使用すべきではない。ただし、市場株価ではなく、補正株価の場合はむしろ単純平均の方が良い。</td><td>③VWAP の単純平均(判例)<br>　選択肢としてありえない。使用すべきではない。データセットが揃っていれば、④を使用すべきである。</td></tr>
<tr><td>出来高加重平均</td><td>②終値の出来高加重平均(判例)<br>　経済的な意味説明が不明と学説からの批判がある。④の近似値としての用途もあるが推奨できない。</td><td>④VWAP の出来高加重平均(学説)<br>　学説の主張もあり、標準的な手法として裁判実務で採用されるべきである。</td></tr>
<tr><td colspan="2">単日株価</td><td>⑤算定基準日の終値(判例)<br>　採用するべきではない。ただし、市場株価を補正する場合は、市場指数が終値ベースなので、結果的に終値ベースの補正株価になる。</td><td>⑥算定基準日の VWAP(学説)<br>　学説は、複数の買取請求日が存在する場合、単日の市場株価として VWAP を採用すべきと提案する。</td></tr>
</table>

株式買取価格という紛争当事者の経済的利害が直接的に絡む事案においては、両当事者からは納得性と予測可能性のある決定価格や決定理由が求められていると思われる。しかし、予測可能性があることが逆に、株式買取請求株主による株価操作の可能性が懸念されるところであり、より株価操作が困難な、あるいは裁判所が気にする「偶然的要素による株価の変動の影響」を受けにくい方策が求められる。そのことからも、学説で主張されているように、少なくとも参照する市場株価の選択においては、終値でなく VWAP を利用すべきである。

なお、株式買取価格決定申立事件以外の裁判でも、例えば全部取得条項付種類株式に関連した株式取得価格決定事件があり、その際に公正な取得価格を算出するための「客観的価値」において市場株価を参照した平均株価が採用されているが、算定方法といった技術的な点において、本論文での議論は活用できる。また、価格決定裁判以外にも、株主が被った「損害」の補填という観点で、「理論的に一貫した考え方」[144]が必要であると学説で主張されている。金融商品取引法 21 条の 2 第

[144] 神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」法曹時報 62 巻 3 号(2011)636 頁は、「近時裁判例が増大しつつある有価証券報告書の虚偽記載等に関する損害賠償請求や会社法上の組織再編行為における反対株主の株式買取請求等、すべての場合について、理論的に一貫した考え方をとることが求められるように思われる。」という。本論文も、少なくとも株価平均の計算方法といった技術的なものについては、すべての場合で「理論

3項による損害額の推定規定における損害額算定については、市場株価の平均額を使用することが明文で規定されている[145]。これらの場面においても、本論文で平均株価の算定方法として提案する「④VWAPの出来高加重平均」を使用すべきと考えられるが、詳細の議論に関しては拙稿を参照されたい[146]。

## 第4節 「事後のシナジー分配価格」と補正株価の利用

前節では、企業買収等の公表日後における「生の」市場株価（終値または VWAP）を参照して「シナジー分配価格」を算定する手法を、これまでの価格決定における判例を中心に検討した。「シナジー分配価格」を算定する場合は、多くの価格決定で参照された市場株価を使用するのではなく、原則として補正株価を使用すべきであり、本節では、まず市場株価に関する市場の効率性に関連した基礎的な理論から、市場株価を補正した補正株価の理論と算定方法への展開を提示し、そのうえで、事案の特徴に応じた補正株価の算定方法とその適用から補正株価による「シナジー分配価格」の算定方法について検討する。

### 第1款 効率的市場仮説と無裁定価格の理論

#### 第1目 効率的市場仮説と市場の効率性

ファイナンス理論あるいは金融経済学の理論によれば、不確実性のもとで資本市場が完全市場であるための条件は、①完全競争、②摩擦がないこと、③投資家の合理的行動、④情報の効率性の四つがあり、資本市場がこの意味で完全であれば、市場における価格形成は資源配分の「効率性（Allocational Efficiency）」を満たすとされている[147]。「④情報の効率性」（情報の生産、伝達には一切のコストがかからず、かつ情報は発生と同時にすべての市場参加者に一斉に伝達される。）という条件が仮に満たされていたとしても、資本取引のコストがかかり、ある情報を利用して得られる利益が取引コストを上回らない限り、売買は行われず、情報は価格に反映されない[148]。また、「②摩擦がないこと」とは、自由な市場で規制や制約のない自由な取引が可能で、かつ証券の売買単位はいかなる大きさに分割することも可能であり、取引コストはかからない、すなわち「取引の効率

---

的に一貫した考え方」を取るべきと主張する。

[145] 金融商品取引法21条の2第3項は、まず当該虚偽記載等の事実の公表がされた日を公表日として、公表日前1年以内に当該有価証券を取得し、当該公表日において引き続き当該有価証券を所有する者は、当該公表日前1カ月間の当該有価証券の市場価額（市場価額がないときは、処分推定価額）の平均額から当該公表日後1カ月間の当該有価証券の市場価額の平均額を控除した額を、当該書類の虚偽記載等により生じた損害の額とすることができるという規定である。

[146] 拙稿「企業法裁判における紛争解決のための市場株価（終値と VWAP）の利用」青山ローフォーラム 3 巻 1 号（2014）53-88 頁において、反対株主の株式買取請求事件以外にも、有価証券報告書の虚偽記載等に関する損害賠償請求事件や会社法上の全部取得条項付種類株式を活用したMBO（経営者による自社の買収）に関連した株式取得価格決定事件において、市場株価を参照して損害額や「公正な取得価格」を算定する場合は、本論文で主張するようにVWAPや複数日の株価を平均する場合はVWAPの出来高加重平均を採用することにより、少なくとも平均株価の算定方法といった技術的な点においては、理論的に一貫した考え方をとるべきであると主張している。

[147] 若杉敬明『企業財務』（東京大学出版会, 1988）51 頁は、不確実性を考慮に入れているので、投資家の効用最大化の代わりに、期待効用最大化（投資家の合理的行動）が要件とされているとする。

[148] 若杉・前掲注 147）54 頁参照。

性（Operational Efficiency）」（以下「取引効率性」という。）を満たすことを意味しており、取引効率性は情報効率性の必要条件である[149]。一般に資本市場での予想形成に関して、関連情報が有効に利用され、価格がその発生した利用可能な情報をすべて即座に反映しうるような市場を「効率的市場（Efficient Market）」と定義し、完全市場と効率的市場は区別して考えられている[150]。

市場価格は常に利用可能な情報を完全に反映しているから、利用可能な情報を利用して裁定機会を見つけ出すことはできないというのが効率的市場仮説（Efficient Markets Hypothesis : EMH）であるが、それによれば市場の効率性は弱い効率性（ウィーク型）、ある程度強い効率性（セミストロング型）、強い効率性（ストロング型）の三種類に分類される[151]。これらは、過去の市場価格（株価）、企業の公開情報、あるいは企業の内部情報といった異なる種類の情報が市場株価に織り込まれる正確さや速さを示しており市場の情報効率性（informational efficiency）と呼ばれるのに対して、情報が市場株価に正確に織り込まれている度合いを測るのが価格効率性（price efficiency）である[152]。会社法学説においても、市場の効率性を①価格効率性と②情報効率性の二種類に分けて議論する場合が多いようである[153]。近時の上場企業がからむ裁判において、株式の価格決定裁判や証券訴訟における損害賠償請求事件等多くのケースで市場株価が参照される場合があるが、それは、上記の二種類の市場効率性を前提とした裁判所の判断があると考えられる[154]。

アメリカ法の判例理論である「市場に対する詐欺理論（fraud-on-the-market theory）」では、原告が市場価格で証券を買っている限り原告は間接的に虚偽記載を信頼したことになるという「革新的な法理論」によって、証券訴訟において原告側が裁判上の救済を得やすくなったが、これは効率的市場仮説がもたらした直接的な成果である[155]。他方で、「効率的市場仮説の母国であるアメリカ

---

[149] 若杉・前掲注 147）54 頁参照。

[150] 若杉・前掲注 147）53 頁参照。

[151] Eugene F. Fama, “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, (May, 1970), pp.383-417. Eugene F. Fama, “Efficient Capital Markets: II”, Journal of Finance, Vol. 46, No. 5 (Dec., 1991), pp.1575-1617.

[152] 小林孝雄「市場の効率性:ファーマから 35 年」証券アナリストジャーナル 2006 年 10 月号 62 頁によれば、「市場の効率性」は、資源配分の効率性と価格効率性の両方を意味する言葉であるが、ファイナンスで市場の効率性というときは、「市場の価格効率性」のことを指し、さらに特定の情報に注目して、証券価格がその情報を織り込むスピードやその正確さを問うときは「市場の情報効率性」と呼ぶとする。

[153] 岩原紳作「証券市場の効率性とその法的意義」貝塚啓明編『金融資本市場の変貌と国家』（東洋経済新報社, 1999）99-100 頁参照。さらに、米国における実証性への理論的な批判に関連して、「効率的資本市場仮説の実証性に対する疑問が、実証方法の再検討や効率的資本市場仮説に代わる理論の構築へと向かっている」と指摘されており、具体的に①ランダム性の再検討、②カオス理論、③ノイズ理論、④多元的期待アプローチが挙げられている（同 106-107 頁参照）。

[154] 湯原心一「証券市場の効率性の分類とその会社法・証券法事案への応用（2）」早稲田大学法研論集 145 号（2013）325 頁は、日本の裁判所が効率的市場仮説自体に言及したことはなく、「新株発行や株式買取請求権の文脈で市場価格が参照される場合、裁判所は、基礎的価値に関する効率性を前提としているように思われ、情報効率性に言及する裁判例が存在しない」とする。ここで「基礎的価値に関する効率性」とは市場の価格効率性のことであるが、会社法の価格決定裁判ではこの基礎的価値が問題とされることになる。一方で、湯原心一「証券市場の効率性の分類とその会社法・証券法事案への応用（3・完）」早稲田大学法研論集 146 号（2013）225 頁は、虚偽記載に基づく損害賠償責任に関連し市場に対する詐欺理論を用いる場合は、「市場の効率性は、価格への影響の有無という意味で情報効率性のみが求められ、基礎的価値に関する効率性は、必ずしも必要ないと考えられる」とする。つまり、法域や紛争類型の違いによって重視される効率性の種類（価格効率性または情報効率性）が異なると思われる。

[155] ハウェル・ジャクソンほか著、神田秀樹＝草野耕一訳『数理法務概論 -- Analytical Methods for Lawyers』

の会社法・証取法を参照すると、少なくとも判例法は効率的資本市場仮説を『正しい』理論として受容しているというよりも、投資家保護という政策判断を実行するため、必要に応じて、かつ必要な範囲で、説明原理として利用しているに過ぎない」[156]と指摘する学説もある。さらに米国における証券訴訟において、市場の効率性が争われる場合には、裁判所が学術文献における効率性の定義を採用し、その効率的な資本市場に関する仮説が争いの対象となっている市場株価に該当するか否かを事実審で行うため多くの専門家を招聘することになるとの批判がある[157]。

株式の価格決定裁判では、直接的に市場株価を参照することは、一応は市場の価格効率性を前提としていると考えられ、市場株価の利用方法としては簡便で分かりやすい。注目すべきは、近時の株式買取価格決定裁判において、市場株価の情報効率性に着目した活用がされていることである。組織再編において株式買取請求を受けた当事会社の企業価値または株主価値に毀損が有るかないかを、当事会社の市場株価と市場指数（TOPIX など）それぞれの収益率の比較という簡便な方法を採用した判例もある[158]。この方法は、市場株価の価格自体を評価尺度とするのではなく、市場株価が組織再編における計画等の公表という情報（イベントともいう）にどの程度反応したかについてその収益率（あるいは変動率）を尺度とするように、市場株価を間接的に利用する点に特色がある（詳細については第 1 章第 4 節第 3 款第 3 目を参照）。

さらに株式市場の効率性に関連して、市場株価にはその公正な株式移転比率も織り込まれ得る。そうすると、このような場合の市場株価は、シナジー効果等による企業価値増加分の公正な分配を反映した価格といえる。したがって、このような場合に、裁判所が株式の『公正な価格』を形成するに当たって、市場株価を基礎資料として参照することは十分に合理的なことといえるとする最高裁の補足意見もある[159]。このうち重要な点は、「市場株価にはその公正な株式移転比率も織り込まれ得る」とした点であり、これは同最高裁の法廷意見とも重なるが、市場の情報効率性を大前提とした考え方である点が重要である。しかし、この点に関しては、一種の「セミ・ストロング型」の

---

(有斐閣, 2014)226 頁参照。

156 神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討〔Ⅰ〕」商事法務 1866 号(2009)5 頁。さらに、神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討〔Ⅳ〕」商事法務 1869 号(2009)48 頁は、「EMH 理論の真意が株価に当該株式の経済的価値が反映されていると解する理論であるとすれば、最高裁はせいぜい情報効率性を認める程度にしか EMH 理論を肯定していない」あるいは「不実表示によって損害をこうむった投資家の救済を考えるに当たり、株価が株式の経済価値を反映しているかどうかを問うことは投資家保護にとって無関係ということになろう」と指摘しており、これから判断するところでは、裁判所が価格効率性までは認めていないと思われる。

157 梅津昭彦「『市場に対する詐欺理論』における効率的市場要件」商事法務 1780 号(2006)50 頁参照。さらに、「重要な問題は、金融理論家が理解しているようなものとして市場が効率的であるか否かではなく、市場が『市場に対する詐欺理論』による推定のために効率的であるか否かである。」とする。ファイナンス実証分析における市場効率性に関する研究と、「市場に対する詐欺理論」といった判例法理を主張するための、裁判の証拠として活用される市場効率性の検証や分析は、目的と内容がそもそも異なるということかと思われる。

158 東京地決平成 21 年 4 月 17 日・前掲注 122)31 頁、41 頁〔協和発酵キリン株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、東京地決平成 22 年 3 月 29 日・前掲注 121)28 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、東京地決平成 22 年 3 月 5 日・前掲注 123)49 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、東京地決平成 22 年 3 月 31 日・前掲注 119)36 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕。

159 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3)1793 頁(須藤裁判官の補足意見)。

効率的市場仮説の認識を示しており、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説は仮説にすぎないから、限界を認識すべきであるという見解もある[160]。

**第 2 目 無裁定価格の理論**

市場が情報効率的であれば、組織再編比率が公表された後その比率は程度の差こそあれ市場株価の比率（存続会社株価と消滅会社株価の比率）に織り込まれる。裁判所から公正と判断された組織再編比率によって、理論的には公正なシナジー分配が実現される。よって、市場株価（の比率）にその組織再編比率が十分に織り込まれていない場合は、公正なシナジー分配の結果が市場株価に織り込まれていないことになる。その場合には、市場株価を参照して「シナジー分配価格」または「公正な価格」とすべきではなく、市場株価を補正すべきである。何故なら公正な組織再編比率が織り込まれるよう算定された補正株価こそが織り込み切れていない市場株価よりも公正であるからである。この補正株価を算定するためには、市場株価の比率が組織再編比率に対して等しくなるよう、すなわち一物一価の法則（Law of One Price）[161]を実現するような無裁定価格（以下「理論株価」あるいは「補正株価」ともいう。）を採用すべきと提案する。補正株価としては「ナカリセバ価格」があるが、それと明確に区別するために、本論文では、特に「シナジー分配価格」の補正株価を「シナジー補正株価」と呼ぶがこの価格を算定するための補正を「シナジー価格補正」という。

ここで何故、一物一価あるいは無裁定価格が重要かということが問題となる。それは一物一価の法則が資産価格の行き着く先を定めるルールだとすれば、裁定（アービトラージ）は価格をその行き着く先へ導く行為であり、効率的な金融市場では無裁定価格が基準になるからである[162]。本論文で提案する無裁定補正（「シナジー価格補正」）については、（公正とされる）組織再編比率を所与として、それに対する無裁定価格を効率性の基準とする。つまり、市場効率性（特に情報効率性）について定量的な議論をする場合には、まず実際の市場価格と算出した補正株価（無裁定価格）を比較することにより、市場の価格形成に歪みが無いかという基準で効率性を検証する[163]。

ここで重要になるのが無裁定価格理論（Non-Arbitrage Pricing Theory）である。無裁定の状態はフリーランチが無い状態（No-Free-Lunch）とも言われるが、この理論は市場は効率的で裁定機

---

160 江頭・前掲注 70）59 頁参照。さらに、江頭・前掲注 57）21 頁注（11）は、最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 27）1311 頁（楽天対 TBS 事件最高裁決定）の市場株価を重視した価格決定の内容を受けて、「意識的か否かはともかく、日本の裁判所は、上場株式の評価に関して、セミ・ストロング型の効率的資本市場仮説のきわめて強固な信奉者である」という。

161 草野耕一『金融課税法講義・補訂版』（商事法務, 2010）85-87 頁によれば、一物一価は、市場において同一の価格を有することとし、この原理は裁定の論法によって証明できるとする。

162 ランダール・S・ビリングスレイ著望月衛訳『アービトラージ入門 裁定理論からマーケットが見える』（日経 BP 社, 2007）16 頁参照。

163 田中亘「数字で『わかる』とはどういうことか」田中亘編著『数字でわかる会社法』（有斐閣, 2013）11 頁は、「効率性が、法制度を評価するための唯一の基準であるという見方は受け入れられなくても、法制度を評価するさまざまな判断要素のうちの1つになりうるという見方を受け入れる限り、効率性を基準にした規範的な分析には一定の意義が認められるはずである。」という。また、榊素寛＝飯田秀総「第 2 章 会社関係者間の利害を調整するルールとは～会社法～」柳川隆＝高橋裕＝大内伸哉編『エコノリーガル・スタディーズのすすめ――社会を見通す法学と経済学の複眼思考』（有斐閣, 2014）82 頁は、「会社法に関するルールを理解するに当たっては、公正の観点と効率性の観点の両方から分析することによって、より深い理解が可能になる。」とする。

会は存在しないという前提のもとで導かれる証券価格理論のことである。市場の効率性が高い市場においては、裁定利益（フリーランチ）を獲得できる機会（裁定機会）が存在する場合には、投資家の裁定取引によって割安な証券の価格上昇が瞬時に起こり裁定機会は消滅する[164]。裁定取引の機会がないことは、価格が均衡にあることを（需要と供給が一致していることと整合的である）意味し、逆に裁定機会があるということは不均衡（資産価格に歪みがある）であることを意味する[165]。さらに、無裁定価格は資産価格間の構造を決める基準の働きをしており、①市場データのない新金融商品の価格評価、②流動性が低く価格データがない資産価格の推定、③無裁定価格と市場価格を比較することにより資産価格の歪みを探ることができるといった三つの有用な機能を持っている[166]。

このような無裁定価格が市場で実現するためには、裁定機会を発見し実際に裁定取引を行うアービトラージャー（Arbitrageurs）または裁定取引業者の存在が必要であり、それは相対的価格の情報によって取引する情報トレーダーとして相対価格の情報を入手して、その情報に基づく裁定取引によるインパクトによって価格を無裁定価格へと収斂させ、結果的に一物一価の法則を実現させる[167]。このアービトラージャーの持つ価格是正機能がモディリアーニ＝ミラーの定理（MM 理論、Modigliani-Miller Theorem）やオプション理論の前提となっていることから、裁定取引という概念は、現代ファイナンス理論成立の屋代骨を支えている[168]。しかし、マーケットにおいては通常の場合には一物一価の法則は成立するものの、価格発見機能を持つアービトラージャーの行動が制約されることで、ミスプライスが発生する[169]。

日本の株式市場についても、上場会社の組織再編に関連して組織再編比率が当事会社の上場株式に完全に織り込み切れていないことがファイナンス学者から指摘されている[170]。大きな裁定機会が存在するときには裁定取引が集中することで逆日歩（品貸料）[171]が付くことにより空売りのコストが増大し、空売りが困難になることによって合併比率に基づく理論株価と市場株価とのスプレッドが縮小しない状況が起こり得る[172]。これは「裁定取引の限界（Limits of Arbitrage）」とも呼ばれて

---

164 日本証券アナリスト協会・前掲注 89）280 頁参照。
165 ランダール・前掲注 162）16 頁参照。
166 ランダール・前掲注 162）12 頁参照。
167 ラリー・ハリス著、濱田隆道＝小野里光博＝山岡博士訳＝宇佐美洋監訳『市場と取引―実務家のためのマーケット・マイクロストラクチャー〈上〉』（東洋経済新報社, 2006）551 頁参照。
168 岡田克彦『伝統的ファイナンスから行動ファイナンスへ―ファイナンス研究の新しいフロンティア』（関西学院大学出版会, 2010）80 頁参照。
169 岡田・前掲注 162）93 頁参照。
170 井上光太郎＝加藤英明『M&A と株価』（東洋経済新報社, 2006）155-183 頁の「第 7 章　合併比率と株価：合併アービトラージ取引の分析」を参照。
171 東京証券取引所（東証）ホームページの「統計資料」（http://www.tse.or.jp/market/data/margin/）に、「品貸料」の説明があるが、それによると「貸借取引において、貸株残高が融資残高を超過して株不足が発生した場合、証券金融会社は、その不足株数を入札形式で証券会社または生損保等の機関投資家から調達しますが、その入札により決定された料率を品貸料といいます。品貸料がついた銘柄について、制度信用取引を行っている全ての売り顧客は当該金額を支払わなければならず、また全ての買い顧客は当該金額を受け取ることができます。」とする。すなわち、信用取引における売り方のコストであり、これは貸借市場における需給関係で発生するものだから、将来いくら発生するか、あるいはしないかについて事前には不明であることに注意が必要である。
172 井上光太郎「第 6 章　合併比率で一儲け?」加藤英明著『天気と株価の不思議な関係―行動ファイナンスで

おり[173]、例えば、制度信用取引を活用した空売りを含むロング＆ショート（買いと売りの両建て）の裁定ポジションを構築した段階であっても、裁定利益は確定しない。それは、空売りによって発生するポジションが解消されるまでの将来の逆日歩の合計値（取引コスト）が事前には確定しないからである[174]。裁定ポジションを構築した段階では、裁定利益は確定しないのであるから、それは純粋な意味での裁定取引とはいえず、ポジションの解消でその取引の損益が確定するときに、将来の貸借市場における需給状況によっては、それまでの逆日歩発生の状況から、利益どころか損失さえ生じる可能性がある。すなわち、制度信用取引による空売りを使用した「裁定取引」では、裁定機会が存在するか否かの判定が事前には不可能であるから、そもそも厳密な意味での裁定取引は不可能といえる。それよりも、ショート・ポジション（売り）となるべき割高な現物株式を既に保有する株主はそれを売却し、売却代金で割安な他方当事会社株を買うという、いわゆるリバランス（銘柄の組み換え取引）による裁定機会が存在する可能性がある[175]。

**第 3 目 会社法学説との関係**

会社法の新株予約権発行差止事件や新株予約権付社債における有利発行の該当性が争点となった事件に関連して発行会社の上場株式を原資産とする株式オプションの公正価値評価が争点となった裁判で、ブラック＝ショールズモデル（Black–Scholes model）が利用された事案がある[176]。同モデルに依って立つファイナンス理論の一つである無裁定価格の理論が重要な前提となっているから[177]、既に会社法裁判においても、間接的ではあるが裁判所から無裁定価格の理論が認められた

---

市場を読み解く』（東洋経済新報社, 2004）167-169 頁。

[173] 井上・前掲注 172）169 頁は、「裁定取引の限界」とは、何らかの要因で裁定取引がスプレッドを解消できない状況を意味するとし、その具体例として日本における二つの信託銀行の合併のケースで逆日歩による空売り制約から、理論株価と市場株価の間にスプレッドがあっても必ずしも「フリーランチ」の機会があったわけではない事例を紹介している。

[174] George M.Constantinides＝Milton Harris＝Ren M.Stulz 編、加藤英明監訳『金融経済学ハンドブック (2)金融市場と資産価格』（丸善, 2006）1130 頁注(5)（木元伸行訳「18 章行動ファイナンスサーベイ」）は、「借株料」のような期間ごとにかかる取引コストの存在は、アービトラージャーを期限のリスクという別の種類のリスクにさらすことにもなる。これは、ミスプライシングの消失に時間がかかり、利益が取引コストの累積で浸食されるリスクのことである。」とする。

[175] 拙稿「株式買取価格決定における市場株価を参照した『シナジー分配価格』を無裁定価格で補正するための数理分析」ソフトロー研究 24 号（2014）45-47 頁の「付録 2」（巻末）にテクモ事件を題材として、裁定取引の機会があるかないかのチェック方法を具体的な数値例を挙げている。

[176] 新株予約権の公正価値を評価するために、ブラック＝ショールズ式が採用された判例としては、札幌地決平成 18 年 12 月 13 日金融・商事判例 1259 号 14 頁〔第 1 次オープンループ事件地裁決定〕、札幌地決平成 20 年 11 月 11 日金融・商事判例 1307 号 44 頁〔第 2 次オープンループ事件地裁決定〕、名古屋地決平成 20 年 11 月 19 日金融・商事判例 1309 号 20 頁〔丸八証券事件地裁決定〕、東京地決平成 18 年 1 月 17 日商事法務 1756 号 56 頁〔TRN コーポレーション事件地裁決定〕などがある。なお、ブラック＝ショールズモデルについては、Fischer Black, Myron Scholes. “The Pricing of Options and Corporate Liabilities.”, The Journal of Political Economy, Vol. 81, Issue 3 (May - Jun., 1973), pp.637- 654. が原論文となる。

[177] 会社法の新株予約権発行差止事件等の判例や学説等で、オプション価格の公正価値を評価する際にブラック＝ショールズモデルが裁判所から採用されている。このオプション価格評価モデルには、いくつかの前提条件があるが、その中でも重要なものの一つとして無裁の条件がある。つまり、ブラック＝ショールズモデルを媒介として、間接的ではあるが無裁定価格の理論が判例と学説ともに支持されているといえるであろう。

ともいえ、本論文で提案する無裁定価格の理論に基づいた株価補正についても十分に許容可能であろう。

会社法学説では、従来から株式買取請求権に関連したフリーランチ問題、すなわち「公正な価格」の基準日をいつにするかによって株式買取請求権行使株主がプットオプションあるいはそれと同等の経済効果を無償で入手できる可能性について指摘されており、具体的には株主総会に反対する株主に対して無償でオプションを与えてしまうことから、制度趣旨とは異なる株式買取請求権行使の「濫用」の可能性が懸念されてきた[178]。前述したように、効率的な金融市場では無裁定価格が標準的な状態であり、そこから逸脱し価格が歪んだ資産が存在する状態では、裁定取引により価格は適正な水準に戻るため、結果として裁定取引またはその実行者であるアービトラージャーは一物一価の法則を促進し資産価格に秩序をもたらす[179]。よって、裁定取引自体は、経済合理的な行動であり、むしろ市場に流動性を供給する重要な役割を担うから、市場効率性の観点からは当該取引が合法である限りはむしろ促進されるべきである。問題なのは、そのような裁定機会を生み出し、放置するような制度設計や裁判所の法形成であると思われる。このようにフリーランチを与えない、すなわち市場に裁定機会があってはならないという考えは、株式買取請求権制度での議論を踏まえれば、一部の会社法学者（あるいは法と経済学者）から、先のプットオプションの議論にもあるように既に指摘されていたことでもある。それはさらに、上場会社または上場株式、さらに資本市場を規制する金融商品取引法などの諸制度にもその射程は及ぶものである。

### 第 2 款 補正株価を利用した「シナジー分配価格」の理論

テクモ事件最高裁決定は、「株式移転計画に定められた株式移転比率が公正なものと認められる場合には、株式移転比率が公表された後における市場株価は、特段の事情がない限り、公正な株式移転比率により株式移転がされることを織り込んだ上で形成されている」と判示した。これは市場の情報効率性を前提にして、「公正な株式移転比率」が市場株価に織り込まれることによって、シナジー適正分配の結果が市場株価に織り込まれたと推定するものである。しかし、実際観察される株式買取請求日における両当事会社の市場株価（VWAP）の比率（0.854）からは、裁判所が公正であると認定した株式移転比率の数値（0.9）は織り込みきれておらず[180]。公正な株式移転比率を前

---

[178] 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論（上）』（商事法務, 2007）294-295 頁、田中・前掲注 56）65 頁。さらに、飯田・前掲注 64）284 頁は、「平成 17 年改正によってシナジー分配価格が導入されたことによってオプションの行使価格が高くなったこと、および株式買取請求権の行使期間が長期間にわたる可能性があることという二点において、従来よりも（プット）オプションとしての価値が高くなっており、不当な投機の機会を与えることにならないかを慎重に考える必要がある」という。

[179] ランダール・前掲注 162）34 頁参照。

[180] 拙稿（青山ローフォーラム 3 巻 1 号）・前掲注 146）53-88 頁において、反対株主の株式買取請求事件以外にも、有価証券報告書の虚偽記載等に関する損害賠償請求事件や会社法上の全部取得条項付種類株式を活用した MBO（経営者による自社の買収）に関連した株式取得価格決定事件において、市場株価を参照して損害額や公正な取得価格を算定する場合は、本論文で主張するように VWAP や複数日の株価を平均する場合は VWAP の出来高加重平均を採用することにより、すべての場合について理論的に一貫した考え方をとるべきであると主張している。

提としたシナジー分配が市場株価に対して適正に反映しきれていないことになる。少なくとも最高裁が公正であるとした株式移転比率を担保するのであれば、市場株価をそのまま採用するのではなく、株式移転比率（組織再編比率）と市場株価を補正した後の株価比率が同一、すなわち一物一価になるような株価補正を行う必要がある。

### 第 1 目 公正なシナジー分配を担保するための「シナジー価格補正」の導入

既に、本論文の第 2 章において触れたように、市場株価を補正して「ナカリセバ価格」を算出するために「回帰分析的手法」が学説で主張され、裁判でも採用された事例があるが、今のところ「シナジー分配価格」のための株価補正に関して学説の議論は見当たらない。本論文ではそのための数理手法の一つとして、「無裁定価格補正」（または「シナジー価格補正」）を提案する。これは、ファイナンス理論における無裁定価格を効率性の基準とし、かつパラメータ推定などの統計的推論を必要とせず簡便に計算できる算定手法である。

公正なシナジー分配を担保するための公正な組織再編比率が市場株価に適切に織り込み切れていない場合には、そのような市場株価を直接参照すべきではない。本章（第 3 章）第 3 節第 1 款で紹介した学説で触れたような市場株価を採用することの「請求棄却的機能」[181]という裁判所の消極的な判断という文脈であえて使用する場合は別として、そうでない場合には、裁判所は市場株価の代わりに公正な組織再編比率が適正に織り込まれるよう補正した「シナジー補正価格」を導入すべきである。これは公正とされる組織再編比率と組織再編における両当事会社の市場株価比率が等しくなる、すなわち一物一価の法則が担保されるように、無裁定の条件を基準として株価を補正（「シナジー価格補正」）するものである[182]。公正とされる組織再編比率が織り込まれた補正株価こそが、織り込みきれていない市場株価よりも公正である。よって会社法で導入された「シナジー分配価格」の制度趣旨に沿う算定をするためには、公正なシナジー分配が実現されるように計算された「シナジー補正価格」を採用する必要がある[183]。

これまでに判例集に登載された株式買取請求に絡む主要な事案を観察すると、当事会社の市場株価には公表された組織再編比率が織り込み切れていないか、あるいは織り込まれるまでに相当な時間を要するという事例が散見される[184]。そのように公正なシナジー分配が十分に織り込み切れてい

---

[181] 飯田・前掲注 2）42 頁。

[182] 拙稿（ソフトロー研究 24 号）・前掲注 175）1-49 頁参照。なお、本論文では「シナジー価格補正」と「無裁定価格補正」は同じものとして扱う。

[183] ここで「公正なシナジー分配」とは、あくまで両当事会社の市場株価に織り込まれたと推定されるシナジーの価値の範囲内で、両当事会社間で公正に分配することを意味している。よって、当該組織再編によって生み出されるとされる真のシナジー効果については、その全てが市場株価に織り込まれているわけではない。あくまで市場がシナジー効果を発見しそれを評価したものが市場株価に織り込まれており、そのシナジー価値の範囲内で、公正とされる組織再編比率によって分配し直して補正したものが、本論文でいうところの「シナジー補正価格」になることに注意が必要である。

[184] 拙稿（ソフトロー研究 24 号）・前掲注 175）25-28 頁ではテクモ事件が、拙稿「『ナカリセバ価格』および『シナジー分配価格』を算出するための補正株価と二基準間の選択的行使による『公正な価格』の算出」ソフトロー研究 25 号（2015）29-30 頁ではインテリジェンス事件の事例がある。

ない市場株価を参照し「シナジー分配価格」としてよいかが問題となる[185]。理論的には、組織再編によって生じるシナジーが当事会社の株主間に公正に分配されるかどうかは、合併比率や株式交換比率等の組織再編比率が公正であるか否かに依存する[186]。組織再編比率の公正性は裁判所の判断に依ることになるが、その組織再編比率が公正であったとしても、それが実際に市場株価に織り込まれているかは別の問題となる。織り込まれていると判断できる場合には市場株価を参照して価格算定しても問題ないが、そうでない場合には公正な組織再編比率が織り込まれるような補正をすべきである。

**第 2 目　「無裁定価格補正」(「シナジー価格補正」) の特色**

市場株価を参照して価格決定することに対して、会社法学説の中には、株価を利用して公正な価格を算定することは、株価が観測可能なものである点で他の方法と比べると安価であるとしながら、株価を利用する方法にはさまざまな問題点があり、それらの問題点を少しでも改善する工夫が求められるとする見解がある[187]。ここで、「問題点」とは何か、そして現在までに考えられている改善と工夫の方法について今一度ここで検討するが、その前にまず、株式買取価格決定事件におけるある特定の算定基準日の市場株価を参照した「公正な価格」を決定する場合の裁判所の裁量をまとめると、以下の四つになる[188]。

①. 市場株価（終値または VWAP）[189]を参照するか否か

②. ①の市場株価を株価補正するか否か

③. ①あるいは②の株価（市場株価または補正株価）を平均するか否か[190]

④. ③で株価を平均する場合は、どの計算方法を選択するか

本論文では、②の株価補正についてのみ検討する。学説や判例の解釈として、複数日にわたる（日次の）市場株価を平均することも「補正」の一種であるとする見解があるが[191]、それは②における

---

185　江頭・前掲注 57）20-21 頁は、市場株価が非効率的に形成されている場合は、そのような市場株価に依拠せず、市場が正常であった時点の市場株価を基準とするか、あるいは裁判所独自のリターン予測とリスク評価を行ったうえで、取引相場のない株式の価格評価をするための DCF 法など他の評価方法（同 16-18 頁）を使用すべきと指摘する。

186　鳥山恭一「株式の買取請求と強制取得における『公正な価格』」山本爲三郎編『企業法の法理』（慶応義塾大学出版会, 2012）87 頁は、買収対価が買収会社の株式である組織再編の場合は、シナジーの経済価値はその有する株式の経済価値として享受できるので、当事会社の株主間でシナジーが適正に分配されているか否かは、吸収合併または株式交換における株式の交換比率が公正なものか否かの問題に帰着すると指摘する。

187　神田秀樹「会社法における株式の公正な価格の決定」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編『会社・金融・法〔下巻〕』（商事法務, 2013）155 頁参照。

188　拙稿（ソフトロー研究 23 号）・前掲注 84）40 頁では、②の市場株価を補正するか否かについての裁量は除いているため、①、②および④の三つの裁量からなっている。

189　神田・前掲注 187）145 頁は、「株価という場合、問題となる日の終値を採用すべきか、それ以外の数値を採用すべきかという問題があり、検討を要する問題である」と指摘する。

190　田中・前掲注 56）67 頁注（30）は、市場株価の平均をもって「公正な価格」とすることは、慎重な配慮が必要であるとしつつ、「もしも市場株価の変動が一時的な要因によるものではなく、会社の企業価値に関する新たな情報を反映したものであるとすれば、変動以前の（新たな情報を反映しない）時期の市場価格との平均をとることはかえって不正確な処理になる。」と批判する。

191　飯田・前掲注 64）292 頁の記述から推測すれば、「株価を補正」することには、一定期間の株価の平均値（平均株価）を用いることも含むと解釈できる。

株価補正ではなく、③において複数の株価を平均するか否かの問題である。何れにしても、③において市場株価ではなく補正株価を平均する場合については注意深く検討する必要がある[192]。何故なら、複数日の補正株価を平均するということは、いわば補正を 2 回行うようなものであり株式市場の相場状況によっては問題が生じることが学説で指摘されているためである[193]。

本論文の第 2 章で検討した「ナカリセバ価格」が問題となる事案については組織再編等以外の市場の一般的な価格変動要因を取り除くために、参照した市場株価に補正を行うことについては裁判所の裁量とするのが最高裁判例である[194]。一方、「シナジー分配価格」に関しての補正について学説の議論は見当たらないが、①公表された組織再編比率が明らかに市場株価に織り込まれていない場合や、②シナジーの分配が不適正であると裁判所が判断し、裁量で公正な組織再編比率を変更し、その組織再編比率に基づいて株価を算定しなおす場合など、二つの場合において市場株価の補正（または②では再計算）が必要と考えられる。そのための算定手法として、組織再編比率における一物一価の法則を担保するような無裁定の条件を満たす価格を基準とした「無裁定価格補正」によって市場株価を補正することを本論文は提案するものである。

「回帰分析的手法」は、CAPM（資本資産評価モデル）を理論的な背景として、マーケット・モデルの説明変数となるマーケット・ポートフォリオが市場効率的であることを前提に[195]、市場全体（正常収益率から計算された補正株価）の変動と比較して大きく下方へ乖離した市場株価を市場全体の変動を基礎としたマーケット・モデルを使用し株価補正をする方法である。すなわち、市場効率的なマーケット・ポートフォリオ（市場）との相関関係（回帰係数$\beta$の推定値）を基礎として、あるいは TOPIX 等の市場指数を代理変数とした市場全体の株価変動との相対的な変動を基礎とし

---

192 「ナカリセバ価格」を算出するための「回帰分析的手法」による補正株価を複数日で単純平均した判例として、東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注 117）14 頁（インテリジェンス事件高裁決定）がある。一方、「シナジー分配価格」の補正株価については、そもそも理論的に平均をしてよいかについては検討の余地がある。

193 森田果『実証分析入門 データから「因果関係」を読み解く作法』（日本評論社, 2014）71 頁注(8)は、インテリジェンス事件高裁決定（東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注 117）14 頁）で株式買取請求権行使可能期間内にリーマン・ショック（2008 年 9 月 15 日米国時間）があり、日本の株式市場も大きな株価下落という影響を受けたと指摘する。少なくとも裁判所としては市場全体の株価動向を反映させるために会社側の主張する回帰分析的手法を認めたにもかかわらず、その補正株価をリーマン・ショック前の数日間の補正株価が含まれるように、1 か月（単純）平均したことに対して、「裁判所がそもそも回帰モデルによる補正を活用しようとした動機と実際に採用した方針との間にズレがあり、一貫性に欠く。」と批判する。平均することについては、裁判所は「投機的思惑等の偶発的要素の影響を排除したい」とあるが、そもそも市場インデックスで補正した補正株価の平均値を算出する必要があるかは疑問である。

194 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 27）1317-1318 頁では、「ナカリセバ価格」の算定については、「上記公表等がされた後株式買取請求がされた日までの間に当該吸収合併等以外の市場の一般的な価格変動要因により、当該株式の市場株価が変動している場合に、これを踏まえて参照株価に補正を加えるなどして同日のナカリセバ価格を算定するについても」、「裁判所の合理的な裁量」に委ねられていると判示しており株価を補正することについては肯定的な見解を取っている。

195 CAPM 型のマーケット・モデルでは、マーケット・ポートフォリオの市場効率性が前提となってはいるが、池谷誠「経済分析を用いた因果関係と損害の立証」第一東京弁護士会編著『事例研究　証券訴訟　不実開示の法的責任』（清文社, 2011）194 頁は、「経済学的には市場全体が完全に効率的、あるいは完全に非効率的であると断言することは不可能であり、市場全体が完全に効率的でないという前提の下、個別株式の効率性を論ずることのみが可能だからである。」としており、実務的にはマーケット・ポートフォリオの市場効率性が問題とされることはないようである。

つつ当該株価の異時点間における株価水準を補正することになる。よって、他方当事会社の市場株価との相対的な関係は考慮されない。

図表 3-12 「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」における二種類の株価補正

| ＼補正方法 | | 株価補正の方法・目的 | |
|---|---|---|---|
| | | 「回帰分析的手法」<br>(「**ナカリセバ価格**」の算出) | **「無裁定価格補正」**<br>(「**シナジー分配価格**」の補正) |
| 特色<br>(理論) | | 同一銘柄の**異時点間**の補正。<br>マーケット・ポートフォリオとの相関関係を重視し、CAPM 型マーケット・モデルを使用するため、統計的推論が**必要**である。 | 同一時点の**異銘柄間**の補正。<br>他方当事会社株価との相対関係(組織再編比率等)を重視し、無裁定価格を効率性の基準として使用。統計的推論が**不要**である。 |
| 参照する日次の市場株価 | 終値 | 価格決定事件で裁判所から採用された補正株価は終値ベースで算出されている[196]。 | 市場の取引効率性や情報効率性の毀損を補正するが終値よりも VWAP ベースの補正が理論的である。本章第 4 節第 3 款の事例研究(テクモ事件)を参照。 |
| | VWAP | 補正で参照される市場指数は終値ベースであるため検討対象外。 | |

一方、本論文で提案する「無裁定価格補正」は、組織再編における組織再編比率といった重大な情報を市場株価に織り込ませるように、株式買取請求日というある特定の一時点において組織再編の両当事会社の株価を同時に補正するものであり、公正とされる組織再編比率によるシナジー分配が適正に両当事会社の補正後の株価に反映されるように市場株価比率という相対的な株価水準の補正を基本とする点で「回帰分析的手法」による株価補正とは目的と機能が異なる。しかし、「無裁定価格補正」が「回帰分析的手法」と比べて優れている点は、マーケット・モデルを構築するためのパラメータ推定といった統計的推論[197]の入り込む余地が原理的にないということである。なぜなら、無裁定条件による価格付けのパラダイムの本質として、最小化されなければならない「誤差項」が存在しないため、これに対応する統計的変動をどう扱うかを考える必要がないからである[198]。すなわち、本論文の事例研究でも提示するように、パラメータ推定が伴うような統計的推論が無裁定補正には全く必要がないという優れた性質を持っている。

---

[196] 東京高決平成 22 年 10 月 19 日・前掲注 117)14 頁(インテリジェンス事件高裁決定)、東京地決平成 27 年 3 月 4 日金融・商事判例 1465 号 42 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件地裁決定〕、東京地決平成 27 年 3 月 25 日金融・商事判例 1467 号 34 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件地裁決定〕。

[197] 森田果「会社訴訟における統計的手法の利用―テクモ株式買取請求事件を題材に―」商事法務 1910 号(2010)8-9 頁では、実際の裁判において統計的手法を用いた意見書あるいは証拠資料が両当事者から提出されたとしているが、回帰分析におけるパラメータ推定等に関連して、裁判所に提出された証拠資料について問題点を指摘している。また、神田秀樹「金融・経済取引における損害賠償法理等のあり方」司法研修所論集 123 号(2013)52 頁では、インテリジェンス事件に関連して、マーケット・モデルを利用したナカリセバ価格の推測においてはさらに検証が必要であったとしており、そこで使用された統計的な推測について若干の懸念を示している。学説では、総論として統計的手法を使用することについては肯定的ではあるが、統計的推論あるいは推測統計の裁判過程での利用においては、若干の問題点が懸念されているようである。

[198] John Y. Campbell＝Andrew W. Lo＝A. Craig Mackinlay 著(祝迫得夫ほか訳)『ファイナンスのための計量分析』(共立出版, 2003)355-356 頁は、さらに「無裁定条件による価格付け」の対象は、ブラック＝ショールズモデルであるが、無裁定条件を使用したという意味で本論文における無裁定補正にも該当する。ただし、ブラック＝ショールズモデルの実際の利用においては、ボラティリティ等のパラメータ推定やモンテカルロシミュレーションを利用する場合などは統計的推論が必要になるとしている。

「無裁定価格補正」には、公正とされる組織再編比率が補正後株価の比率と一致させるという補正目的（以下「株価補正目的」という。）以外にも、組織再編比率が不公正であるためにシナジー分配が不公正であると裁判所が判断し、公正で妥当と判断する組織再編比率への変更を裁量によって決定した場合に、その組織再編比率に基づいて具体的に「公正な価格」を再計算するにあたって、無裁定価格を活用する（以下「株価再計算目的」という。）という用途がある。用途の違いはあれ、無裁定補正は、両当事会社の時価総額合計が補正の前後で変化しないよう考慮した補正株価（無裁定価格）を計算しそれを決定価格とすることから、理論的でありかつ公正な方法である[199]。

さらに、無裁定価格を使用した株価補正には副次的な効果として、株価操作による株価変動を減殺することが考えられる[200]。特に問題になるのは、テクモ事件のように株式買取請求日における単日の市場株価を参照して「公正な価格」とする場合では、市場における偶然的な要素で市場株価が大きく動く場合や株式買取請求株主自身による株価つり上げなどの投機的行動の誘発の可能性が懸念されている[201]。しかし、無裁定価格による株価補正を使用するという裁判実務が定着することによって、価格操作の努力が無駄となり価格操作を誘発しなくなるという利点も考えられる。仮に、株式買取請求の対象となる一方当事会社の市場株価を吊り上げることに成功したとしても、それによって市場株価比率が公表された組織再編比率から乖離してしまえばそれは株価補正によって補正され、吊り上げの効果が大きく減殺される。

### 第 3 款 補正株価（「シナジー補正価格」）の算定方法

「シナジー価格補正」には、他方当事会社の市場株価に株式交換比率や合併比率等の組織再編比率から得られる比率を乗じただけの計算方法（以下「簡便法」という。）と両当事会社の時価総額合計が補正の前後で変化しないよう考慮した計算方法（以下「厳密法」という。）の二通りがある[202]。「簡便法」は「厳密法」の近似という関係になるが、これらには一長一短あり、その使い分け

---

[199] 組織再編比率が公正か不公正かという認定は、あくまで裁判所の法的判断によるものであって、無裁定価格による補正は、組織再編比率が公正か不公正であるかに関係なく、あくまで公表された組織再編比率を所与として、無裁定の条件のもとで、「組織再編比率＝市場株価比率」となるように補正株価を計算するためのものである。よって、組織再編比率が公正であるという前提の下での無裁定価格による補正株価は公正であると推定されるが、不公正な組織再編比率で算出された補正株価は、依然として不公正なままであることに注意が必要である。松中学「株式の評価と手続」神作裕之ほか編『会社裁判にかかる理論の到達点』(商事法務, 2014) 520-521 頁は、「分配が不公正なときも、その企業再編の情報の公表後の株価は不公正な分配を反映したものとなるので、基準日の株価をそのまま用いるのは適切ではないことになろう。」と指摘する。つまり、これは補正の必要性までは言及していないが、市場株価をそのまま使用できないと解釈できる。

[200] 拙稿(ソフトロー研究 23 号)・前掲注 84) 78 頁は、「市場における偶然的要素による株価の変動」や株式買取請求株主自身が請求日を任意に決定できることから生ずる「株価操作」については、完全ではないが VWAP を参照するである程度防止が可能であるという。さらに、同拙稿は、テクモ株とコーエー株との間に、完全とまでいわないまでも価格裁定が働く限り、テクモ株を変動させるためには時価総額の大きいコーエー株も同時に変動させる必要があるから、無裁定補正を適用すれば、株価操作の影響をさらに減殺できるうえに、「株価操作」の事前の抑止効果は大きいという。

[201] 飯田・前掲注 64) 292 頁参照。また、関俊彦『株式評価論』(商事法務研究会, 1983) 259 頁は、「株式買取価格決定の局面では、会社側の操作しにくい株式評価方法であることが要求されるから、上場株式を市場価値基準だけで評価できるかどうかは、株価操作の難易度にも関係してくる。」と指摘する。

[202] 拙稿(ソフトロー研究 24 号)・前掲注 175) 41-44 頁参照。同拙稿の巻末「付録1」には「シナジー価格補正」(本論文では「無裁定価格補正」ともいう。)として、「厳密法」と「簡便法」の二つの定式化がなされている。

についても、どのような事案でどのような条件があれば、「厳密法」でなくとも「簡便法」でよいのかという検討は必要である。

### 第１目 「シナジー補正価格」の定式（テクモ事件を例に）

本論文では、無裁定価格を用いて株価を補正する方法を提案するが、計算方法については、「厳密法」と「簡便法」の二つがある。ここでは実際に補正株価を計算するための数式を「厳密法」と「簡便法」につきそれぞれ導出しテクモ事件を題材として具体的に数値による算定を行った[203]。補正株価とは公表された組織再編比率（株式移転比率）と補正した株価の比率が同一（一物一価）になるような関係式に基づいて計算される両当事会社の理論的な株価（無裁定価格）である。将来統合する予定の二つの当事会社間の市場株価比率が組織再編比率にさや寄せされ、市場が組織再編比率に関して情報効率的であるとすれば、市場株価と理論株価は等しくなる[204]。しかし、現実的には公表された組織再編比率が市場株価比率と完全に一致することはなく、市場株価≠理論株価となる。程度の問題になるが、公表された組織再編比率と市場株価比率が大きく乖離する場合、統合両当事会社の株式間で裁定取引が可能となるが、このような場合は特に市場株価の補正が必要である。そこで補正に必要な理論株価を算出するために、テクモ（T）とコーエー（K）の共同株式移転の事案を例として定式化する[205]。

計算方法は両当事会社の株式時価総額（市場株価×発行済株式数）の合計（式（3-11））を両当事会社株主に割当てられる統合新会社（株式移転設立完全親会社）の株式数の合計（式（3-10））で割ることにより、統合新会社の 1 株当たりの価値を算出し、当事会社毎の株式移転比率を乗じて、それぞれの理論株価を計算することになる。その定式化のために各種変数の定義をする（図表 3-13）。

図表 3-13 各当事会社と統合新会社に関連した各種変数の定義

| 変数や定数の種類＼関連する会社名 | テクモ | コーエー | 統合新会社 |
|---|---|---|---|
| ① 発行済株式総数（自己株式等控除後） | $N_T$ | $N_K$ | $N_{KT}$ |
| ② 株式移転比率（割当てられる統合新会社株数） | $\alpha_T$ | $\alpha_K$ | － |
| ③ 市場株価（補正前の株価） | $P_T$ | $P_K$ | － |
| ④ 補正株価（理論株価または無裁定価格） | $P^*_T$ | $P^*_K$ | $P^*_{KT}$ |

ここでは、統合新会社（株式移転設立完全親会社）の理論株価を$P^*_{KT}$とし[206]、株式移転設立完全子会社であるテクモとコーエーの市場株価をそれぞれ$P_T$と$P_K$、発行済株式数をそれぞれ$N_T$と$N$

[203] 拙稿（ソフトロー研究 21 号）・前掲注 69）54-56 頁[付録 3]においても「理論株価」を定式化している。この理論株価は本論文でいうところの補正株価（特に「厳密法」）とほぼ同じ意味で使用されており計算結果の数値は同じである。

[204] 市場株価比率と組織再編比率が等しいとき、理論株価（補正株価）は市場株価と一致することは、数式による証明が必要である。後掲する補正株価（「厳密法」）の定式（式（3-12）から式（3-14））を使用して証明できるがここでは省略する。

[205] テクモとコーエーによる株式移転を用いた経営統合の事例については、第 4 章第 2 節第 2 款で扱っており、概要等はそちらを参照。

[206] 数式中の変数表記の添え字はテクモの T、コーエーの K および統合新会社は KT としている。池谷誠「テクモ株式買取請求事件における経済分析上の論点」ビジネス法務 2011 年 4 月号 57 頁注(8)でテクモの理論株価を算出するための数式が提示されているが、その表記を参考にしている。

$_K$とする（図表 3-13）。その際、シナジーは分配が適正か不適正かは別として、株式移転完全子会社となる両当事会社の現時点の市場株価（$P_T$と$P_K$）に全て織り込まれていると仮定する[207]。そして株式移転比率をテクモとコーエーそれぞれ１：$\alpha_T$と１：$\alpha_K$とするが、これは当事会社株式一株に対して割り当てられる統合新会社の株式数を意味する。よって現時点で、この共同株式移転に必要とされる統合新会社の株式数$N_{KT}$は、

$$N_{KT} = \alpha_T N_T + \alpha_K N_K \tag{3-10}$$

となり、右辺第一項がテクモ株主に割り当てられる統合新会社の株式数であり、第二項がコーエーのそれに該当する。現時点での両完全子会社の時価総額合計$V_{KT}$は統合新会社の時価総額と等しいとすると、

$$V_{KT} = P_T N_T + P_K N_K = P^*_{KT} N_{KT} \tag{3-11}$$

のように表わせる[208]。ここで、$P^*_{KT}$は現時点における設立前の統合新会社の一株当たりの理論的な価値である。これはまた、両完全子会社の時価総額合計$V_{KT}$を統合新会社の株式発行株数$N_{KT}$で割ることによって算出することができる。すなわち式（3-10）と式（3-11）から、統合新会社の理論株価は以下のようになる。

$$P^*_{KT} = \frac{V_{KT}}{N_{KT}} = \frac{P_T N_T + P_K N_K}{\alpha_T N_T + \alpha_K N_K} \tag{3-12}$$

ここで、両当事会社の市場株価である$P_T$と$P_K$は、市場株価は上場が廃止されるまでは日次で変動するので、統合新会社の理論株価$P^*_{KT}$も日次で変動することになる。これに各当事会社の株式移転比率である$\alpha_T$と$\alpha_K$をそれぞれ乗じたものが、各当事会社の理論株価となる。統合新会社株式がテクモ株主には 0.9 株、コーエー株主には 1.0 株割り当てられるから、テクモとコーエーの理論株価をそれぞれ$P^*_T$と$P^*_K$とすると以下のようになる。

$$P^*_T = \alpha_T \times P^*_{KT} = 0.9 \times P^*_{KT} \tag{3-13}$$

---

[207] 仮にシナジー効果が市場株価に全く織り込まれていない場合は、別途シナジー効果による時価総額増分の公正価値を評価し、式(3-11)左辺の時価総額合計に別途追加する必要がある。田中亘「事例⑳ 『公正な価格』とは何か」伊藤靖史ほか『事例で考える会社法』(有斐閣, 2011)392 頁の注(21)の計算式では、シナジー効果による増分価値が変数として定義されている。

[208] 式(3-11)の定義式は、あくまで統合前の段階においても、テクモとコーエーの両方の市場株価(それぞれ$P_T$と$P_K$)に経営統合によって生じる全てのシナジーが、適正か否かは別として、分配され織り込まれていることを前提条件として成立すると考える。後述する「簡便法」による補正株価(補正株価②)の場合は、この恒等式が成り立たないことに注意が必要である。

$$P_K^* = \alpha_K \times P_{KT}^* = 1.0 \times P_{KT}^* \tag{3-14}$$

この二つの理論株価の比率Ｐ*Ｔ／Ｐ*Ｋを計算すると、

$$\frac{P_T^*}{P_K^*} = \frac{\alpha_T \times P_{KT}^*}{\alpha_K \times P_{KT}^*} = \frac{\alpha_T}{\alpha_K} = \frac{0.9}{1.0} = 0.9 \tag{3-15}$$

となり、本論文でいうところの組織再編比率（$\alpha_T$／$\alpha_K$）が 0.9 となることは容易に確認できる。また、株式移転比率に関しては、$\alpha_T$と$\alpha_K$のそれぞれに任意の数値を設定することが可能であるから、任意の組織再編比率（$\alpha_T$／$\alpha_K$）による補正株価（理論株価）を算出することが可能となる。

次に第二の理論株価算出の方法（以下「簡便法」という。）を検討する（図表 3-14）。これは、テクモの補正株価Ｐ*Ｔを計算するために、単にコーエーの市場株価Ｐ$_K$に組織再編比率（$\alpha_T$／$\alpha_K$）を掛けて算出する簡便な方法である。「簡便法」によるテクモとコーエーの補正株価は、それぞれ以下のように表すことができる。

$$P_T^* = \frac{\alpha_T}{\alpha_K} \times P_K = \frac{0.9}{1.0} \times P_K = 0.9 \times P_K \tag{3-16}$$

$$P_K^* = P_K \tag{3-17}$$

また統合新会社の理論株価を用いた株価補正も、「簡便法」を採用した場合も補正後の株価比率は 0.9 となる。すなわち、式（3-16）と式（3-17）を用いると、

$$\frac{P_T^*}{P_K^*} = \frac{0.9 \times P_K}{P_K} = 0.9 \tag{3-18}$$

となり、「簡便法」による株価補正後も公正とされている組織再編比率を担保することができる。

図表 3-14　二種類の補正株価（「厳密法」と「簡便法」）の計算式

| | 補正株価①（「厳密法」） | 補正株価②（「簡便法」） |
|---|---|---|
| テクモ補正株価: $P_T^*$ | $\alpha_T \times P_{KT}^* (= 0.9 \times P_{KT}^*)$ | $\alpha_T / \alpha_K \times P_K (= 0.9 \times P_K)$ |
| コーエー補正株価: $P_K^*$ | $\alpha_K \times P_{KT}^* (= 1.0 \times P_{KT}^*)$ | $P_K$ |
| 補正株価比率: $P_T^* / P_K^*$ | $\alpha_T / \alpha_K (= 0.9/1.0 = 0.9)$ | |
| 利用場面 | 裁判過程における株価補正 | ファイナンスの実証分析[209] |
| 長所 | 補正前後で時価総額合計を維持できる。つまり、式(3-11)の条件を満たし、理論的である。 | 計算が簡便で分かりやすい。 |
| 短所 | 両当事会社の発行済株式総数などの定数が必要になることや、計算に手間がかかる。 | 補正前後で時価総額合計あるいは分配されたシナジーの合計が変化する。つまり、式(3-11)の条件を満たさない。 |

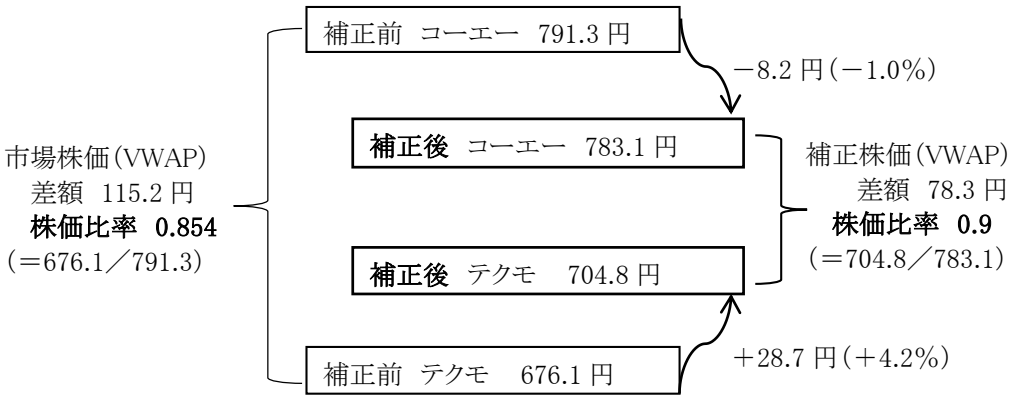
補正株価②を算出するための「簡便法」では、コーエーの株価を基準として、テクモの株価だけを補正する計算手法であり、具体的に式で表すと

[209] 井上＝加藤・前掲注 170）162 頁で、理論株価を算出するために利用されている。実証分析の様に多数銘柄から成る大量データを一律に処理する場合では、「簡便法」が便利である。

テクモ補正株価（「簡便法」）＝組織再編比率（0.9）×コーエー市場株価

となる[210]。この「簡便法」によるテクモの補正株価では、コーエーの市場株価は補正されないそのままの市場株価であるため、株価補正の前後で二社の時価総額合計が変化し、すなわち式（3-11）の関係は成立しない。他方の「厳密法」では二社の時価総額合計が変化しないように、一方の価格上昇分が他方の価格下落分で調整されるような仕組みになる（図表 3-15）。株価補正自体からシナジー効果が生み出されるわけではなく株価補正は単にシナジー分配を変更するにすぎないから、株価補正の前後で二社の時価総額合計が変化する「簡便法」は明らかに理論的ではない[211]。以上から、「簡便法」による補正株価②は、あくまで「厳密法」による補正株価①の近似値と割り切り、当然ながら両数値間には誤差が生じることを理解した上で使用することになる。

図表 3-15　市場株価と補正株価（「厳密法」）のイメージ図




注：株式買取請求日における VWAP ベースの市場株価を使用したが、その市場株価比率は 0.854 である。組織再編比率（0.9）とは乖離があり、これを補正すると補正株価比率が 0.90 となる。これにより、コーエーの株価は下方に補正され、テクモの株価は上方に修正されるように補正される。この場合は、「厳密法」（補正株価①、図表 3-14 参照）による株価補正を行っているので、テクモとコーエー両当事会社の時価総額合計は補正前後で変化しない。一方、補正株価②（「簡便法」）を使用した場合は、補正の前後で時価総額合計が変化することに注意が必要であるが、本論文第 4 章で紹介する二段階買収の事案では「簡便法」を使用して事例研究を行った。

テクモ事件についても、株式買取請求日における市場株価比率（0.854）と組織再編比率（0.9）に差がある。原因はともあれ、テクモ事件最高裁決定で公正であると判断された株式移転比率（組織再編比率は 0.9）が、実際の株式市場においては、その組織再編比率が市場株価に織り込み切れ

[210] 太田・前掲注 83）48 頁は、「統合の相手方会社の株価に組織再編比率を乗じて計算される理論株価に『さや寄せ』される現象はしばしばみられる」と指摘しており、これから理論株価の算出式は、「理論株価＝相手方会社の株価×組織再編比率」と表せる。これは本論文でいうところの「簡便法」を意味している。また、旧商法の価格決定事件であるが、横浜地決昭和 47 年 1 月 21 日・前掲注 29）91 頁〔和泉製菓株式買取価額決定申請事件地裁決定〕は、存続会社の市場株価に合併比率をかけた価格（「簡便法」）が一つの基準価格として考慮している。

[211] 式（3-11）については、統合する二社の時価総額合計が同時点における統合新会社を仮定した場合の時価総額と一致するという関係である。「簡便法」による株価補正では、この関係式が成立しない（証明は省略）ので、「簡便法」による株価補正の前後では、両当事会社の時価総額合計が変化する。しかし、市場株価比率と組織再編比率との乖離が小さい場合には、その時価総額合計の変動幅も小さいので（証明は省略）、「簡便法」による補正株価は近似として使用できると思われる。

ていない状態で、差戻審高裁決定（東京高決平成 25 年 2 月 28 日）では市場株価をそのまま参照し決定価格とされている。最高裁が公正であると判断した組織再編比率を担保するのであれば、市場株価をそのまま参照すべきではなく、組織再編比率と市場株価比率が一致するように市場株価を補正すべきである。その場合、「無裁定価格補正」を使用して計算すると、テクモの補正株価は VWAP ベースで 704.8 円となり、補正前の市場株価 676.1 円から 28.7 円（4.2%）価格が上がり、逆にコーエーの場合は、補正によって株価が下がるという計算結果になる（図表 3-15）。また、補正後の株価比率は 0.9（＝704.8／783.1）となる。

**第 2 目 「シナジー価格補正」における「厳密法」と「簡便法」の比較**

前述したように「シナジー補正価格」（「無裁定価格補正」）の計算方法については、「厳密法」と「簡便法」の二つがあるが、ここでは両者の特色を簡単に整理する（図表 3-16）。まず「厳密法」は組織再編の両当事会社の時価総額合計が株価補正の前後で変化しないよう考慮した算定方法で理論的であるが計算に手間がかかる欠点がある。他方の「簡便法」は対価となる存続会社株式の市場株価に、組織再編比率から得られる割当株式数を乗じただけで算出することができる。すなわち、「簡便法」の算式は

「シナジー補正価格」（「簡便法」）＝対価株式価格　×　割当株数

のように表すことができる。例えば、株式交換比率が 1：0.9 の場合、株式交換を受ける株主は保有株式の 1 株に対して、対価株式（1,000 円）が 0.9 株割り当てられることになる場合には、

「シナジー補正価格」（「簡便法」）＝1,000 円×0.9＝900 円

というように補正株価が簡単に計算できる。

図表 3-16　二つの「無裁定価格補正」（「シナジー価格補正」）と特色

| ＼ | 「厳密法」（原則） | **「簡便法」（例外）** |
|---|---|---|
| 補正の利用場面 | 共同株式移転や新設合併あるいは対等合併の場合で、両当事会社の時価総額に大きな差がない場合。 | 親子会社間の株式交換や吸収合併の場合等、買収会社と被買収会社の時価総額に大きな違いがある場合。または、買収会社が被買収会社の大半の株式を既に支配しているような場合。 |
| 特色 | 補正前後で、両当事会社の時価総額合計が不変であるから、理論的である。 | 計算が簡便で、「厳密法」の近似として利用可能。補正前後で時価総額が変化するのが欠点。 |
| 上場廃止後の補正 | 両当事会社の市場株価から時価総額（シナジー）を再分配するので、何れか一方の当事会社が上場廃止になった後は、算出できない。 | 吸収型組織再編場合、存続会社が上場会社であれば、消滅会社の上場株式が上場廃止になっても、その後は存続会社の市場株価を基礎として補正株価の算出は可能となる。 |
| 補正適用時の注意点 | 原則として「厳密法」を採用する。その際、存続会社と消滅会社の両方で同時に適用する。<br>存続会社･･･「厳密法」<br>消滅会社･･･「厳密法」 | 例外として、「簡便法」を採用する。その際、消滅会社側のみ補正し、存続会社は市場株価（VWAP）を採用する。<br>存続会社･･･市場株価（VWAP）<br>消滅会社･･･「簡便法」 |

株価補正には大きく二つの考慮要素がある。第一は、実際には組織再編比率と市場株価比率は完全に一致することはないから、ほとんどの事案で「シナジー価格補正」をしなければならないことになるが、どのような事案でどのような条件であれば、補正株価を使用せずとも市場株価を参照してよいのかを検討する必要がある。このために、組織再編比率と市場株価比率との間に裁定機会が存在するか否かをチェックすることになる[212]。

第二は、「シナジー価格補正」の計算方法として、両当事会社の時価総額合計が補正の前後で変化しないよう考慮した「厳密法」と他方当事会社の市場株価に組織再編比率を乗じただけの「簡便法」の二通りがあることである（図表 3-16)。数学的には「簡便法」は「厳密法」の近似という関係にあるが、これを事案ごとにどのように使い分けるかという点が問題となる。本論文では、原則として「厳密法」を採用すべきで、「厳密法」で不都合がある場合や「簡便法」に依らざるを得ない事情がある場合には、例外として「簡便法」でも良いという前提で検証作業を行っている。また、両当事会社間での時価総額の差が大きい場合や親会社の支配比率が高いような場合でも、存続会社側において「簡便法」、「厳密法」および市場株価の三者間の差が誤差の範囲で小さいと見なせる場合も、例外として計算が簡単な「簡便法」を採用してよいことになる[213]。後述するダイワボウ情報システム事件はまさにこのケースである。

「シナジー価格補正」における「厳密法」は、両当事会社の市場株価を同時に補正するが、「簡便法」の場合では何れか一方を基準として他方を補正することになる。形式上の組み合わせとしては、「簡便法」でも両当事会社の何れか一方を基準とすれば、二種類の計算方法があり得るが、消滅会社の市場株価を基準として存続会社の株価を「簡便法」で補正することは理論的ではないし、消滅会社が非上場会社の場合はそもそも不可能である。よって、本論文では「簡便法」を採用する場合は、存続会社は常に市場株価を参照し、消滅会社側だけ株価補正を行うことになる。つまり、消滅会社の場合は、「簡便法」と「厳密法」の何れかで補正株価を算出するが、存続会社の場合は「厳密法」のときだけ株価補正される。これは、言葉を換えれば消滅会社と存続会社の補正株価の計算方法においては、非対称的であるともいえよう。「シナジー分配価格」では両当事会社間での「分配」が問題となるので、「シナジー価格補正」についても、分配に矛盾や不整合が生じないよう常にペアあるいはセットで検討するよう注意が必要である（図表 3-16 最下段参照)。

**第 3 目　「厳密法」と「簡便法」の事案毎の使い分け**

前述したように、「シナジー価格補正」における「簡便法」は「厳密法」の近似という関係になるが、それぞれ一長一短あり、その使い分けについても、どのような事案でどのような条件であれば、「厳密法」でなくとも「簡便法」でよいのかという検討は必要である[214]。そのための切り口として、

---

[212] 拙稿（ソフトロー研究 24 号）・前掲注 175）45-47 頁（巻末の「付録 2」）では，市場が効率的かどうかという検証方法の一つとして裁定機会（フリーランチ）の有無を検証している。

[213] 「簡便法」による補正は，単に賛成株主が将来受ける存続会社の対価株式の時価評価をしているだけである。それと同額を株式買取請求株主に保証しても少数株主間の平等に反することにはならないという考え方もできる。

[214] 拙稿（青山ローフォーラム 4 巻 1 号）・前掲注 105）33-68 頁において、株式交換完全子会社および吸収合併消滅会社への株式買取請求の事案を検討している。当該組織再編が独立当事者間によるものか従属関係にあ

本論文では、「シナジー価格補正」をすべき株式買取請求の事案を大きく四種類に類型化し、それぞれの類型毎に該当する事案が「簡便法」または「厳密法」の何れを採用すべきかを分類した。この 4 類型は二つの切り口からなり、一つ目の切り口は、組織再編における両当事会社間の関係（以下「取引当事者間の関係」という。）であり、資本関係の有無で「独立当事者関係」か「親子等従属関係」の二つに分類する[215]。ここでは特に親子会社間のような資本従属的関係やいわゆる株式の持合いのような相互に資本関係の有無が重要な切り口とされている[216]。二つ目は組織再編において株式買取請求を受ける当事会社が存続株式会社等（会社法 794 条 1 項括弧書き、以下「存続会社」という。）であるか、あるいは消滅株式会社等（同法 782 条 1 項括弧書き、以下「消滅会社」という。）あるかで二つに分類する。この二つの切り口の組合せで合計四種類のカテゴリー①からカテゴリー④までに分類し検討する（図表 3-17）。

図表 3-17 「シナジー価格補正」に関連した先行研究における事案の分類

| ＼ | | 株式買取請求を受ける当事会社の種類 | |
|---|---|---|---|
| | | 存続会社（上場継続） | 消滅会社（上場廃止） |
| 組織再編の当事者間関係 | 独立当事者関係 | **①独立当事者間の存続**会社 | **③独立当事者間の消滅会社** |
| | | 原則、「厳密法」<br>**科研製薬事件**[217] | 原則、「厳密法」<br>**北辰電機事件**[218]、テクモ事件、国土総合建設事件、保安工業事件 |
| | | 例外、市場株価 | 例外、「簡便法」 |
| | 親子等従属関係 | **②親子等従属関係の存続会社** | **④親子等従属関係の消滅会社** |
| | | 原則、「厳密法」 | 原則、「厳密法」 |
| | | 例外、「簡便法」（市場株価）<br>**住友軽金属事件**[219]、三共生興事件、ノジマ事件、協和発酵キリン事件 | 例外、「簡便法」<br>日興コーディアルグループ事件、ダイワボウ情報システム事件、ダブルクリック事件、パナソニック電工事件、三洋電機事件、インテリジェンス事件 |

注： 太字の事件名は、平成 17 年改正前旧商法下における株式買取価格決定申請（旧商法 408 条ノ 3 第 2 項）の事件である。その他の事件とその脚注については、図表 3-10 を参照のこと。

---

る場合かで、「シナジー価格補正」を行うべきか否かの判断や「簡便法」と「厳密法」の使い分けについて事例研究を基に検討している。さらに同拙稿では個別事案ごとに検討の余地はあるとしつつも、親子会社間のような資本従属的関係やいわゆる「株式の持合い」のような相互に資本関係があるような場合、すなわち組織再編の当事会社間に独立当事者性がない事案で、その上被買収会社（子会社）の市場株価が買収会社（親会社）のそれに対してディスカウント（割安に放置）されている場合は、それを補正するために原則的には補正株価の上限価格を算出することになる「簡便法」を使用すべきとする。

[215] 原秀六『合併シナジー分配の法理』（中央経済社, 2000）29-68 頁においても、同様に 4 分類の切り口で分析を行っている。また近時の株式買取価格決定の裁判においも、特に合併比率や株式交換比率などの組織再編比率など組織再編における契約内容の公正性を判断する場合には、組織再編の両当事会社間の関係が重視される。その際に重視されるのが親子会社間のような従属的関係やいわゆる「株式の持合い」のような相互に資本関係があるような場合など、組織再編の当事会社間における独立当事者性があったかどうかが特に重要視されていたようである。

[216] 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣, 2001）31-42 頁は、会社間の取引の当事者関係を「支配・従属会社間」か「独立当事者間」の二つに分類している。それぞれの定義は省略するが、この分類はさらに資本関係以外の人的な支配関係も含まれており範囲が広いが、本論文は主に資本関係の有無だけに着目する。

[217] 東京地決昭和 58 年 2 月 10 日・前掲注 65）110 頁〔科研製薬株式買取価格決定申請事件地裁決定〕。

[218] 東京地決昭和 58 年 10 月 11 日下民集 34 巻 9-12 号 968 頁、東京高決昭和 58 年 12 月 14 日判例タイムズ 525 号 285 頁。

[219] 東京地決昭和 60 年 11 月 21 日判例時報 1174 号 144 頁〔住友軽金属株式買取価格決定申請事件地裁決定〕。

これまでの先行研究では四つの全てのカテゴリーに属する事件を検証した[220]（図表 3-17）。分類した判例は必ずしも判例集に登載された全ての事案を検証し尽くしたわけではないが、検証した範囲内でカテゴリー毎の株価補正における特徴が判明しつつある。現在までのところ「①独立当事者間の存続会社」に該当するカテゴリー①の判例は科研製薬事件以外見当たらない[221]。株式買取請求を受けた当事会社が存続会社の場合は五事件あるだけで、残り全ての事案は、消滅会社への株式買取請求・価格決定事件になる。当事会社が存続会社か消滅会社かにより、少数株主保護の度合は異なると考えられる。当事会社が上場会社の場合、消滅会社は組織再編の効力が発生する前に上場廃止になり、また傾向としては公正とされる組織再編比率を基準として、存続会社株価に対して消滅会社株価がディスカウントとなっているケースが多い[222]。仮にこのディスカウントの原因が、将来消滅会社に確実に起こり得る上場廃止を原因とする非流動性リスクを先取りしたことによるものであれば、子会社（消滅会社）株主に対する少数株主保護の必要性は高く、株価補正の重要性がより高まることになる[223]。これ以外にも、組織再編比率と市場株価比率とに乖離が生じる原因としては、例えば「裁定取引の限界」[224]または逆日歩（品貸料または貸株料）や売買手数料などの取引コ

---

[220] 科研製薬事件、北辰電機事件および住友軽金属事件は旧商法下における株式買取価格決定申請（商法 408 条ノ 3 第 2 項）の事件である。これら三つの事件については、拙稿「公表日前に市場株価が急騰した合併に対する株式買取価格決定申請事件における市場株価または補正株価の利用」ソフトロー研究 26 号（2016）1-69 頁においての分析結果を提示している。

[221] 科研製薬事件においては、科研化学と科研薬化工の両当事会社間において株式を持ち合っており正確には相互に資本関係がないとはいえないのだが、かといって親子従属関係にあったわけでもない。科研化学の有価証券報告書（1982 年 3 月 31 日）によれば、科研薬化工が科研化学株を 670,000 株（発行済株式総数の 2.72%）保有し、逆に科研化学が科研薬化工株を 2,220,765 株（推定した発行済株式総数の 7.04%）保有していた。本件では、独立当事者関係が問題となったわけではないが、ここでは持合いの度合が小さいと判断し、また他事案のような親子会社関係と区別する意味で独立当事者間関係と分類した。また、保安工業事件では、合併の両当事会社は互いに株式を持合う兄弟会社ということであるが、両会社の筆頭株主においては利益相反がなかったのか、そして裁判所が認定したように「相互に独立した当事会社」（独立当事者関係）にあったかの判断基準は今後の判例の蓄積と学説における議論の進展が期待される。

[222] 消滅会社の存続会社に対する市場株価のディスカウントが存在するのかについては、可能な限り類似事案をサンプルとした実証分析をする必要があろう。現在分析段階ではあるが、三洋電機事件とテクモ事件を除くすべての消滅会社への株式買取請求の事案について、組織再編比率公表日以後、存続会社の市場株価に対してディスカウントされていることを確認した。ディスカウントの度合は、事案によって差があるが、両当事会社の市場の流動性などの市場要因に影響を受けやすい傾向がある。

[223] この非流動性に関連した株価のディスカウントの問題については、非上場会社の株式買取請求にからむ事件ではあるが、非上場会社の株式には市場性がないことを理由とする減価（以下「非流動性ディスカウント」という。）に関連した最高裁判所からの興味深い判断が示された（最一小決平成 27 年 3 月 26 日・前掲注 44）365 頁〔セイコーフレッシュフーズ株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕）。同決定は、「非上場会社において会社法 785 条1項に基づく株式買取請求がされ、裁判所が収益還元法を用いて株式の買取価格を決定する場合に、非流動性ディスカウントを行うことはできないと解するのが相当である。」と明確に判示する。同事件は非上場会社における株価評価で「収益還元法」が関連した価格決定ではあるが、本論文における上場会社株式評価において、将来上場廃止となる株式の市場株価に織り込まれた非流動性にかかるディスカウントまで射程が及ぶかどうかは不明だが、射程が及ぶと仮定すれば、近い将来上場廃止または消滅する蓋然性の高い消滅会社において、上場廃止による流動性の低下が現在の市場株価に織り込まれたことによるディスカウントは修正されるべきである。

[224] リチャード・A・ブリーリー＝スチュワート・C・マイヤーズ＝フランクリン・アレン著『コーポレート・ファイナンス 第 10 版 上』（日経 BP 社, 2014）538-541 頁は、「裁定取引の限界（Limits of Arbitrage）」に関連して、「裁定戦略のリスクが期待収益を上回るのであれば、価格がラインを外れ続けていてもおかしくはない。」として、取引費用以外にも、裁定取引は現実的には、無リスクであることはめったになく、リスクに見合わない期待収益の機会が残ることも、裁定取引の限界の一つの要因になるとする。

ストなどが原因として考えられる[225]。しかし、乖離の原因がどうであれ公正とされる組織再編比率が市場株価に織り込まれていない状況には変わりはない以上、公正なシナジー分配が実現できるように株価補正すべきである。

以上から、「シナジー価格補正」における「厳密法」と「簡便法」をどのように使い分けるかの傾向がみえるが、補正の前後で両当事会社の時価総額合計が不変となる「厳密法」をカテゴリーによらず原則的な方法とするのが理論的である。しかし、例外的に「簡便法」を採用したほうが良い場合として三つの場合がある。第一は、両当事会社の市場株価比率と組織再編比率との乖離が誤差の範囲までさや寄せされているような場合である。このような事案では、存続会社の株価補正で「簡便法」、「厳密法」および市場株価の三つの値がほぼ同じとなるから補正せずとも市場株価を採用しても良く、それと整合させるように他方の消滅会社側は「簡便法」による株価補正を行うことになる。第二は、特に完全子会社化の事案に当てはまるが、親子会社関係のように両当事会社の時価総額に大きな差がある場合である。第三は、株式の買取請求日が消滅会社の上場廃止後にあった場合である。当然であるが上場廃止によって消滅会社側には参照できる市場株価は存在しないから、そもそも「厳密法」による補正株価を算出することができない。よって、上場が継続する存続会社側の市場株価を参照して算定する「簡便法」を採用せざるを得ないことになる。この第三の場合は、カテゴリーによらず条件が合致すれば、どの事案にも該当する可能性はある。また、第一と第二の場合は、両当事会社が親子関係にあり資本従属的な関係がある場合、すなわちカテゴリー②とカテゴリー④に該当する事案に多い。他方でカテゴリー①とカテゴリー③の場合のように独立当事者間の組織再編行為の場合は、原則通りに「厳密法」を使用するという事案が多い。

### 第 4 目 先行研究における四分類カテゴリーの特徴

以上のように、上場会社に対する株式買取価格決定申立事件あるいは株式買取申請事件を四つのカテゴリーに分類したが（図表 3-17)、カテゴリー毎の株価補正における特徴が判明する。まずカテゴリー②の「②親子等従属関係の存続会社」では親子会社間における組織再編で、存続会社への株式買取請求の事案である。組織再編後も上場が継続する存続会社に対して株式買取請求をする少数株主に、どの程度まで株式買取請求権で保護すべきかという点を再検討する必要がある[226]。特に、三共生興事件とノジマ事件は、簡易合併や略式合併の事案であり、どちらも組織再編における存続会社への会社財務あるいは将来のキャッシュ・フローへのインパクトは軽微である。このような事案では、仮に企業価値が毀損されそれが市場株価等に反映されたとしても、そもそも統計的に有意な変動として観測可能かどうかは疑問である。「シナジー価格補正」における原則は、「厳密法」であるが、その近似である「簡便法」による補正で十分な場合が多いと考えられる。そうすると存続

[225] 井上＝加藤・前掲注 170)155-183 頁の「第 7 章　合併比率と株価：合併アービトラージ取引の分析」を参照。
[226] 会社法の一部を改正する法律（平成 26 年法律第 90 号）および会社法の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律（平成 26 年法律第 91 号）（以下「平成 26 年会社法改正」という。）では、株式買取請求に関しては請求が認められる範囲が縮小された。いわゆる簡易組織再編（会社法 796 条 2 項）における存続株式会社等においては、反対株主には株式買取請求権が認められないことになっている（同法 797 条 1 項但し書）。つまり、カテゴリー②に分類されたノジマ事件や三共生興事件のようなケースが該当する。

会社は単に市場株価を参照するだけとなるが、その場合市場株価としては終値よりも VWAP を採用すべきことになる[227]。

カテゴリー③の「③独立当事者間の消滅会社」では、株式移転の事案であるテクモ事件（第 4 章第 2 節第 2 款を参照）があるが、両当事会社とも株式移転完全子会社で消滅会社であり、株式移転設立完全親会社が設立される前に上場廃止となる。つまり、他の事案のように両当事者間で存続会社と消滅会社の関係はなく、互いに独立な当事会社の関係にある。そのことから両会社株主間の平等が特に重要になるから、補正は原則のとおり「厳密法」に依るべきことになる[228]。例えば、国土総合建設事件（第 4 章第 2 節第 1 款を参照）では、存続会社と消滅会社の規模も同程度で、いわゆる対等合併のようなものであり、また両当事会社の市場株価比率と合併比率の乖離もあったことから「簡便法」では「厳密法」に対して誤差が大きいという検証結果となった（第 4 章第 2 節の図表 4-2-5 および図表 4-2-6）。独立当事者間の対等合併といっても、消滅会社の市場株価は合併比率を基準として、存続会社の市場株価に対してディスカウントされていることから補正の必要性は高く、原則のとおり「厳密法」による株価補正が良いという結論になった[229]。

カテゴリー④の「④親子等従属関係の消滅会社」はもっとも該当事案が多いカテゴリーとなっている。子会社における多数派株主（あるいは支配株主）でもある親会社による完全子会社化の事案でもあり、特に消滅会社の少数株主保護の必要性が高い事案であることやその他の理由により、「簡便法」（親会社で存続会社は市場株価を参照）を採用すべきという事案が多い[230]。このように独立当事者性がない事案で、さらに被買収会社（子会社で消滅会社）の市場株価が買収会社（親会社で存続会社）のそれに対してディスカウント（組織再編比率を基礎として割安）されている場合は、むしろ補正株価の上限価格を算定する「簡便法」を使用すべきともいえる[231]。さらに、このような

---

[227] 拙稿「存続株式会社等への株式買取請求における補正株価と『公正な価格』―ノジマ株式買取価格決定申立事件を題材に―」青山ビジネスロー・レビュー5 巻 1 号(2015)61-95 頁参照。他の事案として、三共生興事件や協和発酵キリン事件では、消滅会社側が非上場なのでそもそも「厳密法」による株価補正ができない事案であったから市場株価を参照する(「簡便法」)以外にないという事情もあった。

[228] 拙稿(ソフトロー研究 24 号)・前掲注 175)31-33 頁で、補正株価の検証をしている。

[229] 拙稿(青山ローフォーラム 4 巻 1 号)・前掲注 105)33-68 頁では、そもそも「厳密法」の検討をしておらず、「簡便法」と「厳密法」の選択という論点がなかった。同事案では当事会社(消滅会社の国土総合)の上場株式の日々の出来高が少なく、市場流動性という観点で価格形成に問題があった。国土総合を含む両当事会社の市場株価を使用する「厳密法」よりも、流動性の高い他方当事会社の市場株価を参照した「簡便法」の方が良いという結論になった。しかし、流動性の問題があるとはいえ、実質的に独立当事者間取引であった、国土総合建設の事案では、原則どおり「厳密法」が採用されるべきでと本論文では判断する。

[230] カテゴリー④の「④親子等従属関係の消滅会社」では三事案しかないが、同様に親子会社間の事案が含まれるカテゴリー②の「②親子等従属関係の存続会社」においても、「簡便法」を使用すべきという四事案の検証結果があることに注意が必要である。

[231] 拙稿(青山ローフォーラム 4 巻 1 号)・前掲注 105)33-68 頁、拙稿「完全子会社化における消滅株式会社等への株式買取請求における補正株価と『公正な価格』――ダイワボウ情報システム株式買取価格決定申立事件を題材に――」青山ローフォーラム 4 巻 2 号(2016)259-293 頁参照。ダブルクリック事件とダイワボウ情報システム事件では、親子会社間の事案であり、株式交換比率を基準として消滅会社(ダブルクリック)の市場株価が存続会社のそれに対してディスカウント(割安に放置)され、それを補正するためには補正株価の上限価格を算出することとなる「簡便法」を使用すべきという結論になった。特に、子会社であり消滅会社側の少数株主保護がより重視されるため「シナジー補正価格」の上限値となる「簡便法」による補正が必要である。これは組織再編の対価となる親会社株式(あるいは存続会社株式)を用いて時価評価をすることに等しい。株式買取請求権を行使せず買収対価となる株式(親会社株式)を受け取る消滅会社株主にとっては、保有する消滅会社株式の市場価格

カテゴリーの違いに由来する理由以外にも、例えばダブルクリック事件やダイワボウ情報システム事件（第 4 章第 3 節第 4 款を参照）のように、組織再編公表後における市場株価比率と組織再編比率との乖離が小さく、「簡便法」と「厳密法」における補正株価の誤差が小さいことや、株式買取請求日が上場廃止日後であったことも「簡便法」を採用すべき理由となっている[232]。

### 第 4 款 小括

テクモ事件最高裁決定（最二小決平成 24 年 2 月 29 日）は、株式移転比率（組織再編比率）が公正であるとしたが、実際の株式市場においては、公正とされる組織再編比率と市場株価比率との間に一物一価の法則が成立していないような株価形成が観察された。このように組織再編比率が実際の市場株価（市場株価比率）に織り込みきれていない場合には、「公正な価格」として市場株価をそのまま参照するべきではなく、公正とされる組織再編比率を織り込ませるような株価補正をすべきである。本論文で提案するこの無裁定価格による株価補正（「無裁定価格補正」または「シナジー価格補正」）には、「株価補正目的」と「株価再計算目的」の二種類の用途が考えられ、また市場株価として VWAP（あるいは終値でも良い。）を参照し、かつ補正の前後で両当事会社の時価総額合計が変動しないという特徴がある。また、株価再計算目的では、組織再編比率が不公正であるために裁判所によって新たに公正とされる組織再編比率が決定された場合、裁判所がその新たな組織再編比率をもとに「公正な価格」を再計算するという用途に使用する。現在のところ裁判所から、組織再編比率が不公正であるためにシナジー分配が不公正であると判断された事案は見当たらないが、将来的には可能性がないとは言えないであろう。このように「シナジー分配価格」にシナジー価格補正を組み合わせることによって、少なくとも裁判所から公正と判断された組織再編比率という情報が、補正株価の比率には織り込まれる。そのような予測可能性の下で、市場株価が形成されるのであれば、株式買取請求権制度には市場の情報効率性を向上させる機能を持つ可能性がある。さらに、会社法における法制度や法形成と資本市場との関係でいえば、可能な限り市場の価格

---

よりもむしろ、その対価株式となる親会社株式（存続会社株式）の市場価格が実質的な経済価値といえるからである。

[232] 拙稿（青山ローフォーラム 4 巻 1 号）・前掲注 105）33-68 頁、拙稿（青山ローフォーラム 4 巻 2 号）・前掲注 231）および拙稿「外国株式を対価とする株式交換における株式買取価格決定裁判で市場株価または補正株価を利用するための数理分析」青山社会科学紀要 43 巻 2 号（2015）80-81 頁参照。なお、日興コーディアル事件では完全子会社化のために、いわゆる三角株式交換が用いられたという特殊な事案でもあり、補正株価の算定には技術的に難しい部分が多くある。よって、「厳密法」による補正株価の算定は行っておらず「簡便法」のみを適用し、どちらが適切かという結論は明示的に提示してはいない。

形成を歪めない、少なくとも裁定機会（フリーランチ）を生み出さないような法制度の整備[233]や裁判所による適正な法形成が求められる[234]。

最後に、残された課題を提示する。前述したように、これまでの多くの組織再編の事案では、統合比率を基準として存続会社株式の方が割高で消滅会社が逆に割安になる傾向にある。そのような場合には、消滅会社側の補正株価は割安が解消されるので市場株価を上回る価格に補正される。ところが問題となるのは、その逆に組織再編比率を基準として消滅会社が存続会社に対して割高になった場合、それを補正してしまうと市場株価よりも低い価格になる可能性があることである。しかし、他方当事会社株主や当事会社の株式買取請求をしない株主との間の平等を考えるのであれば、補正株価が低くなってしまうのは致し方ないことであろう。要するに、組織再編に関連する他の属性の株主との平等という観点から補正をすることが広い範囲で見た株主の平等になろう。

---

[233] 中里実「税制改革の背景」税大論叢 40 周年記念論文集（平成 20 年 6 月 20 日）273-297 頁〔https://www.nta.go.jp/ntc/kenkyu/ronsou/40kinen/09/pdf/ronsou.pdf〕は、税制改革を行う際に、公平、中立、簡素といった租税原則をどの程度考慮するべきかという点に関して、「いかなる基準をとるにせよ、裁定取引を引き起こしにくい租税制度が必要である。」（同 297 頁）として、さらに「課税上の差異が存在する際に引き起こされる裁定取引」に関連しては、租税制度が複雑であればあるほど、裁定の機会は増加し、簡素な税制は裁定の機会を減少させ公平性・中立性にも資するから、裁定取引を引き起こしにくい租税制度の確立が重要であると指摘する（同 293 頁参照）。租税法制においては既に、裁定取引を起こしにくい、すなわち裁定機会を与えないということが法制度の重要な論点になっているようであるが、必ずしも税制度だけの問題ではなく、会社法制度においても、同様に資本市場との関わりとしては、裁定機会（フリーランチ）のない法制度の確立が重要である。

[234] 神田秀樹「会社法と裁判所による法形成」金融・商事判例 1331 号（2010）1 頁は、会社法の施行された前後の時期あたりから、上場会社に関する裁判が増加しており、これは上場会社についても会社法が使われる時代になり、また最高裁において原審判決が破棄される重要判例が目立つ近年の傾向については、「会社法の規定はその解釈・運用が意外にむずかしいということではないかと思われる。会社法の分野は、裁判所による適正な法形成が大いに期待される分野である。」と指摘する。さらに、市場の効率性との関連から、吉村・前掲注 69）121 頁は、市場の情報効率性が増すことにより、市場株価の信頼性が高まり、企業経営者には市場株価を意識した経営のインセンティブが与えられ投資者の信頼にも繋がるから、より裁判所による適正な法形成が期待されるとする。

## 第 4 章 株式買取請求における「公正な価格」算出のための「二基準間の選択的行使」

本論文の第 2 章では「ナカリセバ価格」を、第 3 章では「シナジー分配価格」をそれぞれ検討した。この第 4 章では、株式買取請求・価格決定における「公正な価格」を算定するために、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」のうち何れか大きい方を選択（以下「二基準間の選択的行使」という。）して決定価格とする算定方法を提案する。以下では、まず「二基準間の選択的行使」による価格決定に関連する学説の議論や判例を概観し、さらに算定方法に内在するオプションの性質を検討する。その上で、この「二基準間の選択的行使」による価格決定を株式を対価とする組織再編行為にかかる株式買取請求・価格決定の事件に当てはめ、「公正な価格」としての裁判所の決定価格と比較し検討する。事例研究の対象となる事案は、公開買付けの後に組織再編をした、いわゆる「二段階買収」と言われるものと、公開買付けをせずに組織再編をするもの（二段階買収と区別する意味から、以下「一段階買収」という。）に分けられる。そして、本論文は、一段階買収と二段階買収のそれぞれのタイプの事案に対して、「二基準間の選択的行使」による算定方法を統一的に適用することを提案する。

### 第 1 節 「二基準間の選択的行使」に関連した学説と理論

株式買取請求・価格決定における「公正な価格」には「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の二つがあるというのが通説である[1]。前述したように、この「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」のうち何れか大きい方を選択して「公正な価格」とするのが「二基準間の選択的行使」である。本節では、それに関連して判例と学説の議論およびその算定方法に内在するオプションの性質について検討する。

#### 第 1 款 企業価値の増加・不増加の判定の問題

最高裁決定は、組織再編行為自体により当該当事会社の企業価値が毀損された場合あるいはシナジー効果その他の企業価値の増加が生じない場合（以下「企業価値が不増加」という。）には「ナカリセバ価格」となり[2]、反対にその企業価値の増加が生じない場合以外の場合（以下「企業価値が増加」という。）には「シナジー分配価格」が「公正な価格」になるとしている[3]。

学説においても、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れが「公正な価格」になるかは、当該組織再編における企業価値の棄損の有無（あるいは増加か不増加か）の判定によるとする。すなわち、企業価値が毀損された場合には「ナカリセバ価格」が採用され、企業価値が増加した場

---

[1] 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論（上）』（商事法務, 2007）282-283 頁、田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室 304 号（2006）80 頁、神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号（2009）4 頁、江頭憲治郎『株式会社法・第 6 版』（有斐閣, 2014）872-873 頁参照。

[2] 最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕。

[3] 最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕。

合には、生じたシナジーが公正に分配された「シナジー分配価格」が採用されるとする[4]。しかし、当該組織再編において企業価値が増加したか不増加であったかは容易に決しがたい問題てあり、裁判所が企業価値の増加の有無という困難な判定を常に行うこととなれば、価格決定の予測は困難となって、組織再編を委縮させる危険があるとする批判がある[5]。

既に第 1 章第 4 節第 3 款で検討したように、企業価値毀損の有無の判定においては、上場会社の場合であれば市場株価を利用した定量的手法によってある程度までこれを推定することが可能であるが、決定的な方法論が存在するわけではない[6]。特に、裁判所が企業価値の増加・不増加を判定することには三つの批判がある。第一に、裁判実務からは最高裁自体が企業価値の増加あるいは不増加のための判断基準や具体的な判定方法を示していないことが問題視される[7]。第二に、具体的にどのように判定するかは技術的な点で難しいから[8]、裁判所が誤った判定をしてしまい、誤った価格決定をする可能性がある。第三に、そもそも理論的に不適切な場合がある。例えば、組織再編の両当事会社の企業価値合計が増加してシナジー効果が発生したにも関わらず、その増加分以上に一方の当事会社の企業価値が増加すれば、他方の当事会社の企業価値（または株主価値）が減少す

---

[4] 藤田・前掲注 1)282 頁参照。

[5] 田中亘「事例⑳ 『公正な価格』とは何か」伊藤靖史ほか『事例で考える会社法・第 2 版』(有斐閣, 2015)411-412 頁参照。さらに、独立当事者間の組織再編の場合は、裁判所は特段の事情がない限り、企業価値が増加し、かつ増加分を公正に分配するような条件で組織再編が行われたことを前提に「公正な価格」を決定してもよいのではないかとまで主張する(同 415 頁参照)。私見ではあるが、増加分(シナジー)の分配が公正であるかどうは裁判所の評価の問題であるにしても、企業価値の増加または不増加については、別の問題ではないかと考えられる。

[6] 組織再編における企業価値または株主価値毀損有無の判定について定量的な検討を行った論稿として、拙稿「テクモ株式買取価格決定申立事件における企業価値または株主価値毀損有無の判定のための定量的分析」ソフトロー研究 21 号(2013)1-60 頁や拙稿「市場株価を用いた企業価値または株主価値毀損有無の判定のための数値分析―テクモ株式買取価格決定申立事件を題材に―」青山ビジネスロー・レビュー4 巻 2 号(2015)1-42 頁がある。企業価値の棄損有無あるいは増加か不増加の判定について、市場株価を使用した定量的な判定方法は一応の目安にはなるが検討すべき課題は多い。

[7] 大井悠紀＝石川智也「18 株式対価型組織再編における株式買取請求権」神田秀樹＝武井一浩編『実務に効く M&A・組織再編判例精選(ジュリスト増刊)』(有斐閣, 2013)174 頁参照。さらに同論文は、株式買取価格決定申立事件における三つの最高裁判例によって解決されていない論点として「シナジーその他の企業価値の増加が生じない場合か否かの判断基準」を取り上げており、それによれば「いずれの最高裁判例も、組織再編によるシナジーその他の企業価値の増加が生じない場合か否かの判断基準は示しておらず、下級審の判断もこの点については区々であるために、実務が安定しているとはいいがたい状況にある。」(同 174 頁)と批判する。なお、東京高決平成 25 年 2 月 28 日判例タイムズ 1393 号 239 頁〔テクモ事件差戻審高裁決定〕において、裁判所は企業価値の増加を明確に判定している。

[8] 弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定〔上〕」商事法務 1967 号(2012)6-7 頁は、「『適正な企業価値増加分』を求めるためには、当該組織再編の効果だけを抽出し、当該組織再編によってどれだけ企業価値を増加したかを定量的に算出しなければならないが、企業価値の増減が多種多様な要因によって生じる以上、そのような算出が容易に行えるとは到底考えられないからである。」と指摘する。さらに、原秀六『合併シナジー分配の法理』(中央経済社, 2000)8 頁は、公正な合併比率の算定あるいはマイナスの合併シナジーの推計は困難であると述べ、そのような前提で理論が展開する。

る可能性がある[9]。裁判所が企業価値は増加したと判定し「シナジー分配価格」を採用しても、救済が必要な少数株主が存在する他方当事会社の株主価値が不増加となる場合もあり得るのである[10]。

以上から、企業価値の増加・不増加の判定自体に内在する問題点や批判を回避するために、本論文では企業価値の増加・不増加の判定は行わない。この判定をしないことにより、裁判の当事者の主張や疎明における負担が軽減され、裁判所においても審査が軽減されることになり、裁判実務における簡便性と訴訟経済に資することになる。

### 第２款 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の価格決定

#### 第１目 学説の議論と批判

従来から学説においては、組織再編によって企業価値が増加して、その増加価値であるシナジーの分配が問題となるような事案では、「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」との何れか大きい方を「公正な価格」とするのが通説的見解となっている[11]。本論文ではこの見解を「二基準間の選択的行使」と呼ぶ。これは「いずれか高い方」説と呼ばれる場合もあるが、組織再編に関する意思決定が行われた後の事情により、たまたま「ナカリセバ価格」が公正分配価格よりも高くなった場合に、反対株主が常に高い方の「ナカリセバ価格」を得られることは妥当でないとする批判的な見解がある[12]。一方で、組織再編において、全体としてシナジーが発生したか否かは問題ではなく、対象会社の株主の観点からすると正の利得（企業買収の文脈で言えば、対象会社のプレミアム）を享受することができるか否かが問題となる[13]として、「いずれか高い方」説を整合性があるとして支持する見解もある[14]。企業価値が増加してシナジーが発生するにも関わらず、一方当事会社の株主価値が発生したシナジー以上に増加してしまうと、他方当事会社の株主価値が不増加ないし毀損されることも理論的には考えられるから[15]、それを防ぐことも必要である。この点について、もし独

---

[9] 湯原心一「〔商事判例研究〕株式移転完全子会社の反対株主がした株式買取請求における「公正な価格」：最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件許可抗告審決定〕」早稲田法學 90 号(2015)122 頁は、「ナカリセバ価格」を補正して算定するような場合（本論文で採用する方法でもある）では、「組織再編によって、シナジー効果その他の企業価値の増加が生じるとしても、必ずしも、シナジー分配価格がナカリセバ価格を上回るとは限らない。」とし、さらに最二小決平成 24 年 2 月 29 日については、「本決定が用いる手法はナカリセバ価格又はシナジー分配価格のいずれか高い方という定式化とは矛盾するものであると言える」と批判する。

[10] 拙稿（ソフトロー研究 21 号）・前掲注 6）26 頁は、本論文における事例研究の対象でもあるテクモ事件では、コーエーの市場株価はテクモ株式や市場全体の価格変動と比較しても大きく下落する様子が観察できる。同事案では、企業価値が増加し、シナジー分配が公正であると裁判所は判断しているが、コーエーの市場株価からは株主価値が棄損したようにしか見えない。仮に、コーエーに対する株式買取請求の事案として「二基準間の選択的行使」による算定方法を適用すれば「ナカリセバ価格」が採用される可能性は高いだろう。

[11] 田中・前掲注1） 80 頁、江頭憲治郎『株式会社法・第6版』(有斐閣, 2015)872 頁、弥永真生『リーガルマインド会社法・第 14 版』(有斐閣, 2015)382 頁、藤田・前掲注 1)283 頁等参照。なお、藤田・前掲注 1)282-283 頁は、株式買取請求権には二重の機能があるとし、その二つの機能における「異なる算定基準の選択的行使」が可能であるという。

[12] 田中・前掲注 5)411 頁注(17)参照。他方で、湯原・前掲注 9)115-130 頁は、「いずれか高い方」説を支持する。

[13] 湯原心一『証券市場における情報開示の理論』(弘文堂, 2016)106 頁。

[14] 湯原・前掲注 13)106 頁参照。

[15] 石綿学「テクモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討〔上〕－株式買取請求権制度における『公正な価格』の判断枠組み－」商事法務 1967 号(2012)19 頁は、企業価値が増加しながら株主価値が不増加という場合

立の当事会社の株主総会において、正のシナジーを生じるが自社を積極的に害するような条件での企業価値が承認された場合に、そのような条件も公正な企業再編対価であると容認されるとすれば、この場合には「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナル価格」基準による救済が独自の意味を持ってくると同様に指摘する見解は以前からある[16]。仮に、企業価値が不増加（負のシナジー）であるにも関わらず、裁判所は企業価値が増加したと誤りかつ組織再編比率が公正であると判断した場合、この「シナジー分配価格」は分配された負のシナジー部分だけ「ナカリセバ価格」を下回ることになる。この場合には、何れか高い方の価格を採用する「二基準間の選択的行使」では、企業価値の増加・不増加に関係なく「ナカリセバ価格」が最低限保証されることになり、これは少数株主保護にとっては重要なセーフティーネットのような役割を果たすことになる。

もっとも、当初からこの学説は、「二基準間の選択的行使」が株主に自己の行動の前提とは異なる主張を許すことになり、反対株主に対して「いささか過剰な保護」を与える可能性があるとも懸念した上で、企業再編の承認決議の際にどのような理由により組織再編に反対したかを示させる仕組みを置いていない以上、反対の理由に応じて買取価格の算定方法を変えるという解決をとることはできないとして、仕方がないとする[17]。この点についてはより理論的な検討が必要となるが、先行研究においても、これまで裁判所の決定内容と概ね整合的な結果となる場合が報告されている[18]。また、後述する国土総合建設事件[19]（本章第２節第１款）においては、反対株主の株式買取請求が「ナカリセバ価格」か「シナジー分配価格」か明らかでないときは、株主に有利な方を選択すべきことが示されている。

**第２目 「公正な価格」の決定の手順**

これまでの議論から、「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」を決定するための手順は、以下に提示するように大きく二つに簡素化できる[20]。

Ⅰ　「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の二つの補正株価を算出する
Ⅱ　二つの価格のうち何れか大きい方を「公正な価格」とする

---

には、「ナカリセバ価格」を保証すべきではないかと問題提起する。

[16] 藤田・前掲注 1）285 頁注(38)参照。

[17] 藤田・前掲注 1）283 頁参照。また、金融・商事判例 1339 号 58 頁は、この選択的行使の解釈として「弁論主義の適用のない非訟事件の性格、申立人である株主の合理的期待、更には反対の理由の明示を求めていないという制度上の枠組み、買取価格の算定基準が株主ごとに異なる」ことを指摘する。

[18] 拙稿「『ナカリセバ価格』および『シナジー分配価格』を算出するための補正株価と二基準間の選択的行使による『公正な価格』の算出」ソフトロー研究 25 号(2015)1-55 頁は同様の手順で「二基準間の選択的行使」を「シナジー分配価格」の事案としてテクモ事件に、「ナカリセバ価格」の事案としてインテリジェンス事件に適用した事例研究を行っており、その結果は判例と整合的であった。

[19] 大阪地決平成 20 年 11 月 13 日金融・商事判例 1339 号 56 頁〔国土総合建設株式買取価格決定申立事件地裁決定〕では、株式買取請求をする株主は「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れを主張しているか不明な場合には、両価格のいずれか高い額をもって「公正な価格」とすると判示する。なお、同決定は、市場取引における最終取引日（効力発生日直近の日）の終値を決定価格として採用した。

[20] 拙稿（ソフトロー研究 25 号）・前掲注 18）14-16 頁参照。

ここでの「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」は、何れも生の市場株価は参照せず、算定基準日である株式買取請求日（反対株主ごとに異なる場合もある）における補正株価を算出することになる（それぞれの補正株価の算定方法については、「ナカリセバ価格」については第 3 章で、「シナジー分配価格」については第 4 章で詳細に議論している。）。最初に、Ⅰの手順で重要となるのは、「シナジー分配価格」の場合には補正株価として「シナジー補正価格」を算定することであり、これは公正とされる組織再編比率を織り込むように市場株価を補正することによって、シナジー分配の公正性を担保する。次に、手順のⅡにおいて、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」のうち何れか大きい方を「公正な価格」とするが、それは以下の関数式で表すことができる[21]。

「公正な価格」＝max（「ナカリセバ価格」,「シナジー分配価格」）　　(4-1)

もっとも、このⅠとⅡの手順の前に、企業価値または株主価値の毀損の有無の判定は行わないとしても、合併比率や株式交換比率等の組織再編比率における公正性の法的評価をすることは裁判所の重要な役割である。公正と評価される組織再編比率こそが公正なシナジー分配を担保するものであるが、裁判所が不公正と評価した場合には、公正と判断する組織再編比率（明示的に数値を提示できるのであれば）を独自に提示する必要がある。もっとも最高裁決定では両当事会社間の契約自由の原則や経営判断の原則を尊重する傾向があり[22]、大多数の事案で組織再編比率が公正であると判断しており、不公正であると判断したものは例外的である[23]。そのため、裁判所が公正と判断する組織再編比率となるように「シナジー分配価格」を独自に再計算した判例は現在のところ見当たらない。

本論文における、「公正な価格」の決定では企業価値の増加・不増加の判定をせずに常に「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の（補正株価）を算定するのが特色である。「シナジー分配価格」については、第 1 章第 4 節第 2 款「近時の学説と最高裁決定」で議論したのと同様に、企業買収等の手続が公正か否かで算定内容が異なる。裁判所が公正と判断した場合には、そのままの組織

---

[21] max 関数は、max(a,b)のとき変数 a と変数bの最大値、つまりこの場合 a か b の何れか大きいほうを選択すると定義される。

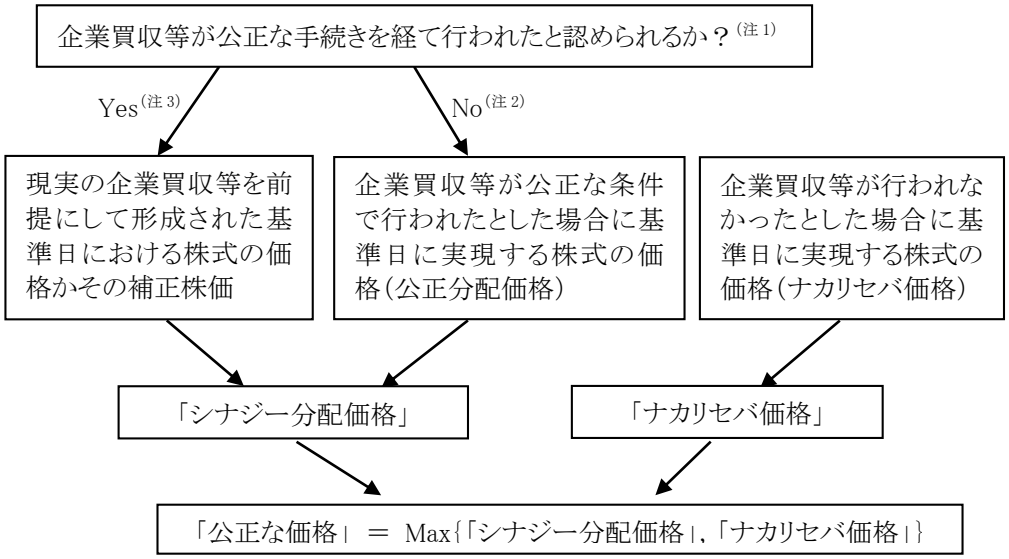
[22] 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3）1785 頁（テクモ事件最高裁決定）は、独立した当事者間の組織再編（株式移転）における組織再編比率（株式移転比率）の公正性について明確に判示する。また、同決定は、「相互に特別の資本関係がない会社間において、株主の判断の基礎となる情報が適切に開示された上で適法に株主総会で承認されるなど一般に公正と認められる手続により株式移転の効力が発生した場合には、当該株主総会における株主の合理的な判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がない限り、当該株式移転における株式移転比率は公正なものとみるのが相当である。」と判示する。

また、組織再編比率などの組織再編の条件における公正性をいつの時点で判断するべきかが問題となる。藤田・前掲注 1）293-294 頁は、組織再編の条件が確定するのが株主総会決議時であり、組織再編比率の公正さは、その時点における公正性を評価すべきという。そうすると、公正な組織再編比率が市場株価に織り込まれたか否かの判断も、組織再編比率の公正性が判定可能となる株主総会決議時以降になる。

[23] 組織再編比率が不公正であるとする判例は、東京高決平成 23 年 3 月 1 日金融・商事判例 1388 号 24 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件高裁決定〕以外見当たらない。ただし、当該決定では、裁判所が公正と判断する組織再編比率（株式移転比率）を提示せず、「ナカリセバ価格」（株式移転比率の公表日前 1 か月の市場株価終値の出来高加重平均）をもって「公正な価格」としている。

再編比率を基に「シナジー補正価格」を算定し、不公正と判断した場合には、裁判所が独自に算定した公正な組織再編比率を基に「シナジー補正価格」を算定することになる（図表 4-1-1）。他方の「ナカリセバ価格」については、企業買収等の手続が公正か否かに関係なく、「回帰分析的手法」により同一の補正株価を算定することになる。そして、「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」の補正株価をそれぞれ算定し、本論文で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法から、両価格の何れか大きい方をもって「公正な価格」とする（図表 4-1-1）。

図表 4-1-1 「公正な価格」決定のためのフローチャート[24]（「二基準間の選択的行使」）




（注1） 公正な手続を経て行われたかどうかの審査の程度は、独立当事者間取引と非独立当事者間取引とで異なる（非独立当事者間取引のほうが、手続の公正さについて立ち入った審査を行う）。

（注2） 公正な手続を経たと認められるものの、株主の判断が妨げられたと認めるに足りる特段の事情がある場合を含む。

（注3） 企業買収等が公正とされる場合、シナジーの公正分配価格については、対価が株式の場合は「シナジー補正価格」を採用し、対価が現金の場合は、公開買付価格を採用することになる。なお、「ナカリセバ価格」については対価によらず「回帰分析的手法」による補正株価を採用することになる。

（注4） なお、（注 1）および（注 2）は、第 1 章の「図表 1-5」のものと同じ内容。なお、（注 2）を補足すると、裁判所は公正な組織再編比率（対価株式の場合）か公正な公開買付価格（対価が現金の場合）について独自に算定する必要がある。

これによって、「ナカリセバ価格」は最低限の価格として保障されることになる。すなわち、企業価値が不増加となるような非効率的な組織再編や企業買収をさせないというスクリーニング機能を「ナカリセバ価格」が担保したうえで、さらに「シナジー分配価格」（「シナジー補正価格」）が算定される過程、特に経営者や多数派株主の行う決定に対する裁判所のチェック機能[25]という二つの機能が、この「二基準間の選択的行使」による算定方法には組み込まれることになる。このようにして、「二基準間の選択的行使」は、事後の事情が考慮された「ナカリセバ価格」によるスク

[24] 田中亘「第 8 章 総括に代えて――企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務――企業再編のすべて』（商事法務, 2014）237 頁（図表 1-8-1）を基礎として、本論文独自の内容を修正・加筆して掲載した。

[25] 藤田・前掲注 1）276 頁は、株式買取請求権制度の性格としては、従来から言われている、株主に対して投下資本回収を保証するもの以外にも、経営者や多数派株主の行う決定に対するチェック機能の側面に着目するものがあり後者の見解が増えつつあると指摘する。

リーニング機能を堅持しつつ、「シナジー分配価格」によって事前の手続的な公正性のチェック機能を付加するという二重の機能をもつものである[26]。

### 第3款 「公正な価格」に含まれるオプションの性質

#### 第1目 学説の議論と批判

「公正な価格」（本章（第4章））あるいは「公正な取得価格」（次章（第5章））を算定するために「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい方を採用するという「二基準間の選択的行使」には、（金融）オプションとしての性質が内在するため、反対株主による株式買取請求あるいは取得価格決定の制度における濫用への懸念がある。すなわち企業買収等に対する賛否とは無関係に、公表日から基準日までの株価変動を利用して利益を得る目的（投機目的）で株主総会に反対するインセンティブを株主に与え、その結果最悪の場合、企業価値を増加させ会社にとっても社会全体にとっても有益な企業買収等が株主総会で否決されてしまう可能性が指摘されている[27]。この点については、特に現金の社外流出を予定しない吸収合併や株式交換などの組織再編行為（対価が存続会社株式の場合）の方がより懸念される。さらに、平成17年改正会社法においてシナジー分配価格が導入されたことによってオプションの行使価格が高くなったことや株式買取請求権の行使期間が長期間にわたる可能性があることで、従来よりもオプションとしての価値が高くなっており、株主に不当な投機の機会を与えることにならないかという見解もある[28]。しかし、それは杞憂にすぎない。後述するように二段階買収において組織再編の前段階としての公開買付け公表日直後には選択的行使に内在するオプションの経済価値はほとんどゼロに近く、制度濫用を懸念するほど魅力的ではないからである。また、株式買取価格決定の申立てをする反対株主の主張価格は市場株価法以外の株価算定方法を根拠にする場合が多く[29]、市場株価あるいは補正株価よりもずっと高いのが一般的であるので、オプションを目当てとして濫用されることを懸念するほどのインセンティブは反対株主にとって少ないと思われる。本論文では、むしろ株式買取請求権あるいは取得価格決定申立の制度にこのオプション性を内在させることにより、少数株主保護という制度趣旨を実現できるものと肯定的に考える。

#### 第2目 「公正な価格」とオプションの株式買取請求日におけるペイオフ

前述したように、「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の算定では、株式買取請求日における「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」（市場株価あるいは「シナジー補正価格」）の何れか大きい方を採用する。それは既に式（4-1）で表しているが、

---

[26] スクリーニング機能とチェック機能については、第1章第2節第1款を参照。
[27] 田中・前掲注24）220頁参照。
[28] 飯田秀総「最高裁判所民事判例研究（民集65巻3号）」法学協会雑誌130巻12号（2013）284頁参照。
[29] 市場株価法以外の算定方法としては、例えば個人投資家等でも容易に数値を入手可能な簿価純資産法等がある。

「公正な価格」＝max（「ナカリセバ価格」,「シナジー分配価格」）　　(4-1)

と表すことができる。これは、「ナカリセバ価格」が「シナジー分配価格」（「シナジー補正価格」）よりも大きい場合には「ナカリセバ価格」が採用され、小さい場合には「シナジー分配価格」が採用されることを意味する。この式（4-1）は

「公正な価格」＝「ナカリセバ価格」＋
max（「シナジー分配価格」－「ナカリセバ価格」， 0）　　(4-2)

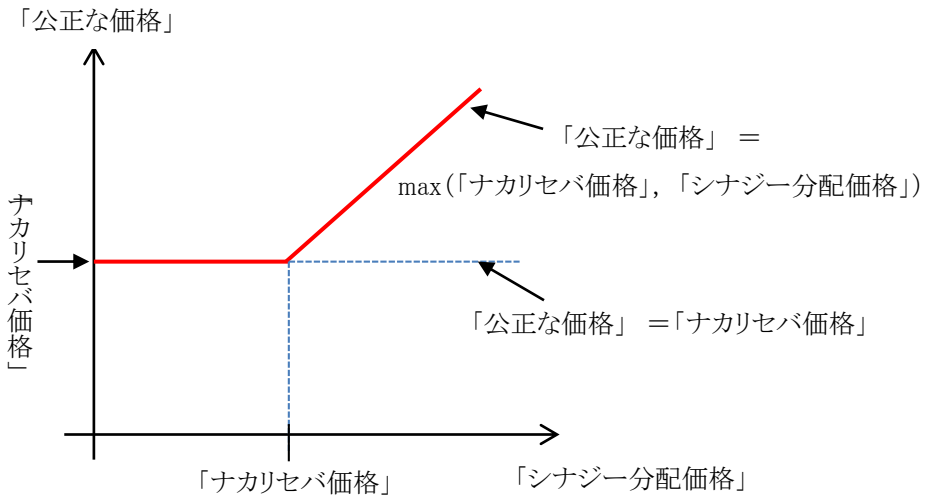
のように変形することもできる[30]。これは第一項の「ナカリセバ価格」に対して、第二項は「シナジー分配価格」を原資産、「ナカリセバ価格」を行使価格、さらに算定基準日（株式買取請求権行使日）[31]をオプション満期日とするコールオプションのペイオフを加算したものと同じであることを表しており、市場株価動向とは無関係に「ナカリセバ価格」（第一項）が保障された上に、さらにオプションのペイオフ（第二項）が付加されていることを意味している。この式の第二項は「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」の差額（シナジー分配部分）とゼロの何れか大きい方を選択することも意味しており、シナジーが正であれば株主はそのシナジー分配部分を享受し、逆にマイナスの場合は、ゼロを選択（オプションの放棄）できることを意味する[32]。この式（4-2）から、「公正な価格」は第一項の「ナカリセバ価格」を下限額として保障した上で、さらに第二項のオプションが合成または追加されたペイオフとなる（図表 4-1-2）。

[30] ジョン・ハル著三菱UFJ証券市場商品本部訳『フィナンシャルエンジニアリング―デリバティブ取引とリスク管理の総体系・第7版』（金融財政事情研究会, 2009）857 頁参照。また、変形に使用した公式は、max(a,b) = b + max(a−b,0) であるが、証明は省略する。

[31] 株式買取請求・価格決定における「公正な価格」の場合は株式買取請求日であり、請求日毎に満期日が異なることから、株式買取請求権行使可能な期間（組織再編の効力発生日の 20 日前から前日までの期間）においてはオプションの性質としてはアメリカタイプのオプションになる。

[32] オプション理論によれば、このようなペイオフを持つオプションは、エクスチェンジオプション（Exchange Option）と呼ばれるエキゾチック・オプションの一種であり、ブラック＝ショールズモデルが前提とする原資産の確率過程と無裁定条件から得られる偏微分方程式とペイオフの条件から、解析解（解析式）が得られる。詳細については、ジョン・ハル・前掲注 30）856−857 頁、958−960 頁を参照。また、エクスチェンジオプションの公正価値（プレミアム）については解析式が得られており、それについては、W.Margrabe, The Value of an Option to Exchange One Asset for Another, Journal of Finance, Vol.33, No.1, (March 1978), pp.177−186 を参照。

図表 4-1-2 「公正な価格」の株式買取請求日（オプション満期日）における反対株主のペイオフ




このように「二基準間の選択的行使」による算定方法が反対株主に対して「ナカリセバ価格」を保障するとはいっても、この「ナカリセバ価格」自体が株式市場全体に連動して変動する価格であり、公開買付価格のような固定額が保障されるわけではない。旧商法時代の株式買取価格決定申請事件や平成 17 年改正会社法後の株式買取請求・価格決定事件においては、「事前のナカリセバ価格」（公表前の市場株価の平均値など）が採用される事件も散見されたが[33]、そこでは組織再編の計画公表後（事後）においては「ナカリセバ価格」が固定額として確定するから、それが行使価格となり価値の高いオプションとして濫用が懸念される。しかし、この行使価格が「事後のナカリセバ価格」（補正株価による）のように市場全体の株価変動に連動するような変動額とすれば、市場株価とも相関性が高くなるためオプション価値は大きく減殺されることになり、濫用の懸念を小さくする効果がある。これが、「回帰分析的手法」による株価補正をした「事後のナカリセバ価格」を採用することの重要な論拠でもある。

**第 2 節 判例を用いた事例研究 I （株式対価の一段階買収による組織再編の事例）**

ここでは、「一段階買収」に対する株式買取請求・株式価格決定に関する三つの事件について、「二基準間の選択的行使」による算定方法を各事案に当てはめ、裁判所の実際の決定価格と比較し検討する。取り上げる事件は、「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」との何れか大きい方を「公正な価格」とした上で「シナジー分配価格」が裁判所から採用された国土総建設事件、「シナジー分配価格」が採用されたテクモ事件、「ナカリセバ価格」が採用されたインテリジェンス事件である。本論文での検証結果では、「二基準間の選択的行使」による算定方法と各事件における裁判所の決定内容は、数値が若干異なるものの整合的な結果となる。

[33] 例えば、東京地決昭和 58 年 2 月 10 日判例時報 1068 号 110 頁〔科研製薬株式買取価格決定申請事件地裁決定〕、東京地決昭和 60 年 11 月 21 日判例時報 1174 号 144 頁〔住友軽金属株式買取価格決定申請事件地裁決定〕、東京地決平成 22 年 3 月 31 日金融・商事判例 1344 号 36 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、東京地決平成 22 年 3 月 29 日金融・商事判例 1354 号 28 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件地裁決定〕。

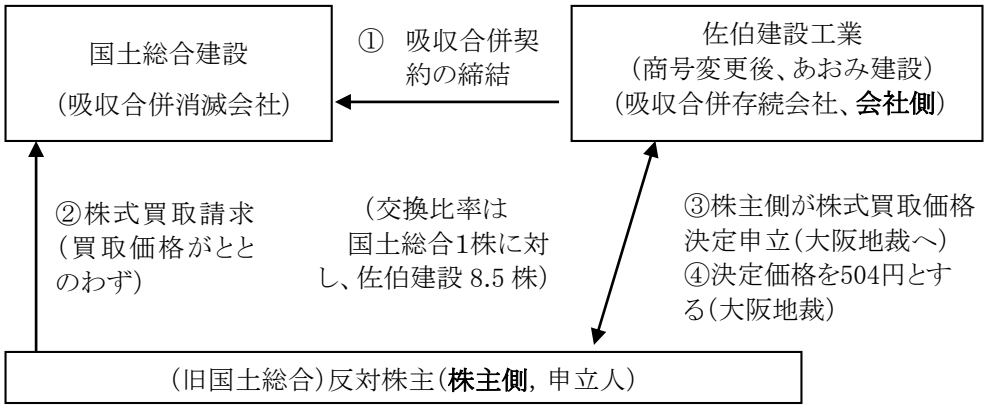
### 第 1 款 国土総合建設事件（独立当事者間取引における「シナジー分配価格」の事例）

国土総合建設株式買取価格決定申立事件[34]（以下、本款では「本件」という。）では、吸収合併の両当事会社は独立当事会社の関係にあったと認定され、「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」との何れか大きい方を「公正な価格」とした。事例である。下級審判例ではあるが、「二基準間の選択的行使」による価格決定がなされたリーディングケースである。

#### 第 1 目 国土総合建設事件の概要

東京と大阪の各証券取引所の一部市場に株式を上場していた佐伯建設工業株式会社（以下「佐伯建設」という。）とジャスダック証券取引所に株式を上場していた国土総合建設株式会社（以下「国土総合建設」という。）は、2008 年 4 月 1 日を効力発生日とし、佐伯建設を吸収合併存続会社、国土総合建設を吸収合併消滅会社とした吸収合併（以下「本件合併」という。）をした。本件は、これに対して、国土総合建設の株主であった申立人が国土総合建設に対し株式買取請求権を行使し、会社法 786 条 2 項に基づき裁判所に対し買取価格の決定の申立てをした事件である。なお、本件では、同条 1 項により、効力発生日後は吸収合併存続会社である佐伯建設が商号変更したあおみ建設株式会社（以下「あおみ建設」という。）が被申立人（会社側）となった。

図表 4-2-1　国土総合建設株式買取価格決定申立事件の概要図




本件合併においては、両当事会社間の経営統合に関する基本合意が締結され、2007 年 4 月 27 日（経営統合公表日）にその旨が開示された。その後、2007 年 11 月 15 日（合併比率公表日）に合併比率を含めた吸収合併契約が締結され、国土総合建設の普通株式 1 株に対してその後佐伯建設の普通株式を 8.5 株を割り当て交付することになった。2008 年 1 月 31 日に合併両当事会社の臨時株主総会がそれぞれ開催され、本件吸収合併契約を承認する特別決議が可決された。それに対して一部株主が反対し、2008 年 3 月 19 日に国土総合建設に反対株主は保有する普通株式 70,000 株の株式買取請求を行った。2008 年 3 月 25 日には、吸収合併消滅会社である国土総合建設のジャスダック証券取引所における上場株式の取引最終日を迎え、翌営業日には上場廃止となり、その 1 週間後の 2008 年 4 月 1 日（吸収合併効力発生日）に吸収合併の効力が発生し、吸収合併消滅会社の国土総

[34] 大阪地決平成 20 年 11 月 13 日・注 19）56 頁。

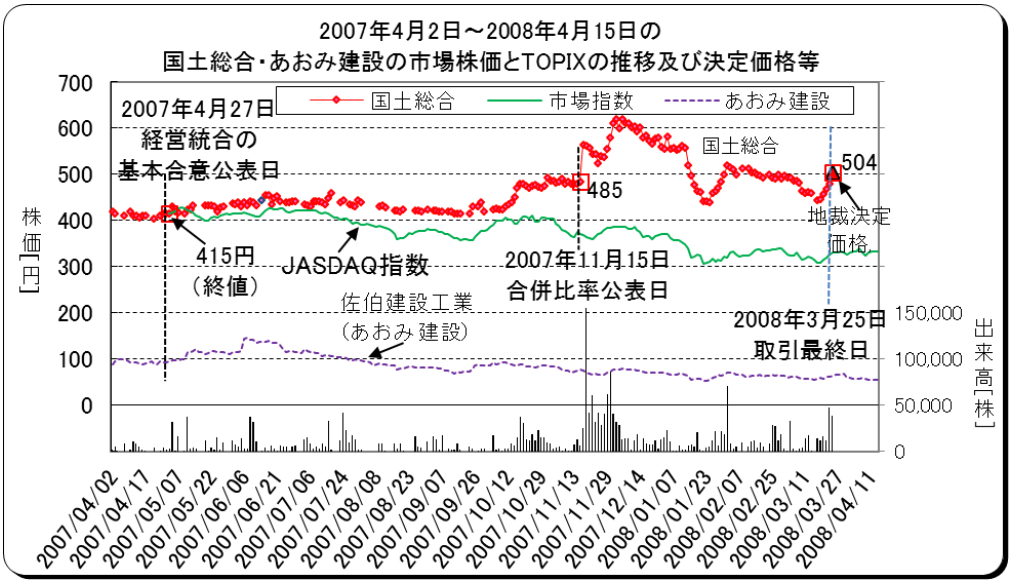
合建設は解散登記した。2008 年 5 月 23 日に、申立人（株主側）は、保有する普通株式のうちの 32,000 株について、大阪地裁に株式買取価格決定の申立てをした。

価格決定申立において、株主側は国土総合建設の 2008 年第 3 四半期における一株当たり純資産価額は 1,036 円、あるいは一株当たりの投下資本額である 859 円が最低限保障されるべきであると主張した。これに対して、会社側は国土総合建設の市場価格を基礎として、申立人が買取請求の意思表示をしたことによって申立人と国土総合建設との間で株式の売買契約が成立した 2008 年 3 月 19 日（株式買取請求日）の市場価格（終値）である 457 円が公正な価格であると主張した。

### 第 2 目 大阪地決平成 20 年 11 月 13 日の概要

大阪地決平成 20 年 11 月 13 日は、佐伯建設と国土総合建設は、互いに資本関係がなく相互に独立の当事会社であり、本件の合併における合併比率は適正であって、シナジー分配も適切であるとして、買取価格を、株式買取の効力が発生する会社法 786 条 5 項に定める日（効力発生日）の直近の市場取引における最終取引日（2008 年 3 月 25 日）の終値である 504 円と決定した。なお本件では、株式買取請求をする株主は「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れを主張しているか不明であり、このような場合には、両価格のいずれか高い額をもって「公正な価格」とするとしたが、その理由として、少なくとも特にいずれかの趣旨で買取りを求めることを明確にしない場合には、当該申立ての趣旨を双方の趣旨に沿って算出される公正な価格のうちいずれか高い方の価格による買取りを希望すると解するのが申立ての趣旨に合致するとした。

図表 4-2-2　国土総合建設と佐伯建設の市場株価の推移および地裁決定価格




注：国土総合建設はジャスダック市場に上場していたので、ベンチマークとしてジャスダック指数を提示した。その際、2007 年 4 月 27 日（経営統合の公表日）における国土総合建設の終値 415 円と同一になるようにジャスダック指数を相対化した推移を示した。ジャスダック指数と比較すると国土総合建設はそれを上回る推移となっている。なお、国土総合建設の市場株価には、営業日によって取引が成立しないため、終値の存在しない日も若干存在したので、グラフ推移が一部途切れたようになっている。

同決定は、合併承認日における旧国土の合併承認決議の影響を受けない株式の客観的交換価値として、市場株価の平均である 426 円と 443 円を「ナカリセバ価格」と認定した。他方の「シナジー

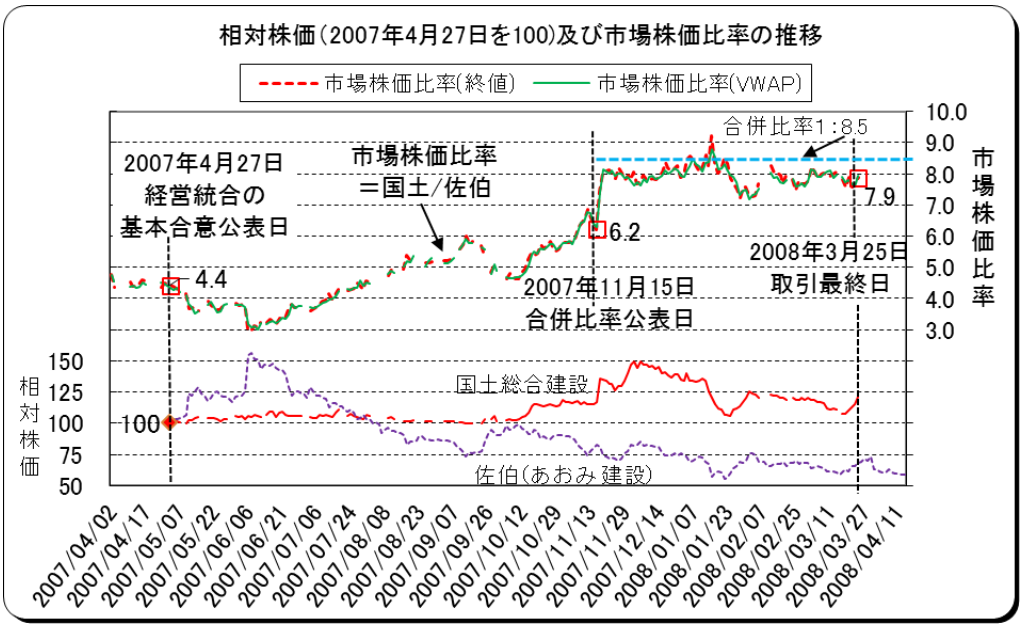
分配価格」については、本件合併における合併比率が不合理であって本件合併によって生じるシナジーの分配が不適切であるということはできないとした。つまり、一応は合併比率が公正であると判断し[35]、この公正な合併比率が市場株価に織り込まれたことを前提に、市場株価を参照して「シナジー分配価格」の 504 円と決定した。同決定は、当該合併が両当事会社における企業価値の増加・不増加を明示的には判定していないが、「二基準間の選択的行使」を採用する場合には企業価値の増加・不増加をを判定する必要はなく、「ナカリセバ価格」が「シナジー分配価格」よりも小さいときは企業価値が増加しており、大きいときは企業価値が不増加と判断されることになる。もっとも何れの価格にしても、国土総合建設の市場株価を基礎に価格決定されたことになるが、「ナカリセバ価格」については「回帰分析的手法」による補正株価の算定が必要であり、第 4 目にて具体的な算定をする。

**第 3 目 国土総合建設と佐伯建設の市場株価比率の推移**

同決定は、市場株価比率（＝国土総合建設／佐伯建設）と合併比率との関係について裁判所が事実認定した点で興味深い。合併比率公表前である 2007 年 11 月 14 日より以前の両当事会社株式の市場株価比率について、同決定は、「合併比率公表前 6 か月間では、旧佐伯 1 に対し、旧国土が 2.95 から 6.86 の範囲内で、公表前 3 か月間では、旧佐伯 1 に対し、旧国土が 4.62 から 6.86 の範囲内で推移していた（合併比率公表後である平成 19 年 11 月 16 日からは、当該合併比率に応じていわゆる鞘寄せがされる形で、旧国土の上場廃止日前日である平成 20 年 3 月 25 日まで、旧佐伯 1 に対し旧国土が 7.23 から 9.22 の範囲で推移していた。）。」として、市場株価比率（＝国土総合建設／佐伯建設）が合併比率（１：8.5）に「鞘寄せ」されるような推移をしたことにふれている。しかしながら、実際の市場株価比率の推移を注意深く観察すると、市場株価比率が公表された合併比率（１：8.5）の 8.5 を若干下回る 7.88、すなわち国土総合建設が割安・佐伯建設が割高の状態で国土総合建設株式は市場取引最終日（2008 年 3 月 25 日）を迎えており、裁判所が判断した「鞘寄せ」の状態も、やや不十分である（図表 4-2-3）。

[35] 合併比率が公正であることの理由として、裁判所は以下の三つを挙げている。第一に、佐伯建設と国土総合は、互いに資本関係がなく、このような意味において相互に独立の当事会社であったというべきであるから、合併比率の算出にあたっては両当事会社の交渉等を経た上で、契約自由の原則の下で決定されるものであって、その結果は資本多数決の帰結として尊重されるべきであること、第二に、国土総合および佐伯建設とも、独立の第三者から意見を聴取し、DCF 法をもとに算出された合併比率の範囲内であるとし、合併比率公表前の株価水準から見ると、本件合併の合併比率は特に国土総合の株主にとって一概に不利ともいえないこと、第三に。三つ目は、大多数の株主が合併および合併比率について積極的な反対はしなかったことを挙げている。

図表 4-2-3　国土総合建設と佐伯建設(あおみ建設)の相対株価と市場株価比率の推移




注:　合併比率が公表日された 2007 年 11 月 15 日以後、市場株価比率(＝国土総合建設／佐伯建設)は、合併比率の 8.5 に一応はさや寄せされるような傾向にあった。しかし、国土総合建設の取引最終日(2008 年 3 月 25 日)に近づいても、市場株価比率は合併比率 8.5 を下回るように推移し、取引最終日では 7.88 となって、若干の乖離を残したままとなった。なお、国土総合建設の市場株価には、営業日によっては取引が成立しないため、終値および VWAP が存在しない日も若干存在したので、市場株価比率と国土総合建設の相対株価のグラフの中に途切れたように見える部分が存在する。

図表 4-2-4　市場株価比率の基本統計量(合併比率公表日後～取引最終日)

| 市場株価 ＼ | 営業日数 | データ数 | 基本統計量 | | 合併比率 1:8.5 に対する乖離 |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | 平均 | 標準偏差 | |
| ① 終値ベース | 84 | 80 | 7.948 | 0.326 | −1.69 |
| ② VWAP ベース | 84 | 80 | 7.906 | 0.286 | −2.08 |

注:　営業日数(84 営業日)とデータ数(80 個)において 4 個分の違いが生じるのは、国土総合建設株式の市場取引がなく市場株価(終値や VWAP)が存在しないために、市場株価比率が計算不能になる場合を除いたためである。公表された合併比率が市場株価に織り込まれると考えられる期間、すなわち合併比率公表日の 2007 年 11 月 15 日の翌営業日の 16 日から国土総合建設の市場取引最終日の 2008 年 3 月 25 日までの市場株価データを使用し、同期間における市場株価比率の平均を計算した。また表中の「合併比率1:8.5 に対する乖離」は、市場株価比率の「平均値」から合併比率 8.5 を引いた値を「標準偏差」で割った値として算出した。この乖離の絶対値が大きいほど、合併比率と市場株価比率との乖離度合が大きく、観察期間中において合併比率が市場株価に織り込み切れていないことを意味する。本論文では、おおよそ乖離の絶対値が 2.0 以上の場合は織り込みが十分でないと判定する。

市場株価比率（＝国土総合建設／佐伯建設）の推移（図表 4-2-3）や合併比率との乖離の度合い（図表 4-2-4）から推測できるように、本件では、合併比率という市場株価に与える影響が大きい重要な情報が市場株価に織り込み切れていない。これには、国土総合建設あるいは佐伯建設の何れかに原因があるのか、それとも両方に原因があるのかの三通りが考えられる。まず国土総合建設に原因があるとすれば、市場取引における出来高が少ない（流動性が低い）ことにより価格形成に問題があったことが考えられる。合併比率公表日後から取引最終日までに、国土総合建設の市場取引の日次出来高がゼロだった日が 84 営業日中のうち 4 営業日あるのに対して、一方佐伯建設の市場取引は同営業日中において出来高がゼロの日はない。つまり、国土総合建設の上場株式の流動性が低いことにより、市場価格が佐伯建設株に対してディスカウントされた可能性がある。流動性に原因

があってもなくても、「シナジー分配価格」が問題となる事案においては、佐伯建設の市場株価に対してディスカウントされた国土総合建設の市場株価を直接参照すべきではなく、一応は公正とされる合併比率（1:8.5）による公正なシナジー分配を担保するために株価補正を行うべきである。

**第 4 目 「シナジー分配価格」の補正株価と「公正な価格」の検討**

本件においては、裁判所は取引最終日（2008 年 3 月 25 日）における市場株価終値 504 円を決定価格とした。一方、同日の「簡便法」による「シナジー補正価格」は 544.0 円（＝64 円×8.5)、「厳密法」では 525.6 円で市場株価（終値）の 504 円と比較して約 21.6 円（約 4.3%）ほど上回る価格となっている[36]。また、同日における「簡便法」と「厳密法」では、18.4 円（約 3.4%）の差となっており、差額は大きく無視できない（前述したように、本論文では「シナジー補正価格」においては「厳密法」を採用する。)。

図表 4-2-5 国土総合建設の市場株価、市場株価比率および補正株価等の値

| 日付 ＼ | 市場株価(終値)[円] | | 市場株価比率(①／②) | ③シナジー補正価格[円]（国土総合建設） | | ④ナカリセバ価格［円］ |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | ①国土総合建設 | ②佐伯建設 | | 「簡便法」(②×8.5) | 「厳密法」 | |
| **2008 年 3 月 19 日（株式買取請求日）** | **457** | 58 | **7.88** | **493.0** | **476.4** | **314.1** |
| 2008 年 3 月 21 日 | 469 | 62 | 7.57 | 527.0 | 500.3 | 320.4 |
| 2008 年 3 月 24 日 | 480 | 62 | 7.74 | 527.0 | 505.4 | 326.1 |
| **2008 年 3 月 25 日（取引最終日）** | **504(地裁決定)** | 64 | **7.88** | **544.0** | **525.6** | 330.2 |
| 2008 年 3 月 26 日 | 上場廃止 | 65 | － | 552.5 | － | 331.7 |
| 2008 年 3 月 27 日 | | 67 | － | 569.5 | － | 330.9 |
| 2008 年 3 月 28 日 | | 66 | － | 561.0 | － | 332.4 |
| 2008 年 3 月 31 日 | | 69 | － | 586.5 | － | 330.8 |
| 2008 年 4 月 1 日（合併効力発生日） | | 59 | － | 501.5 | － | 326.2 |

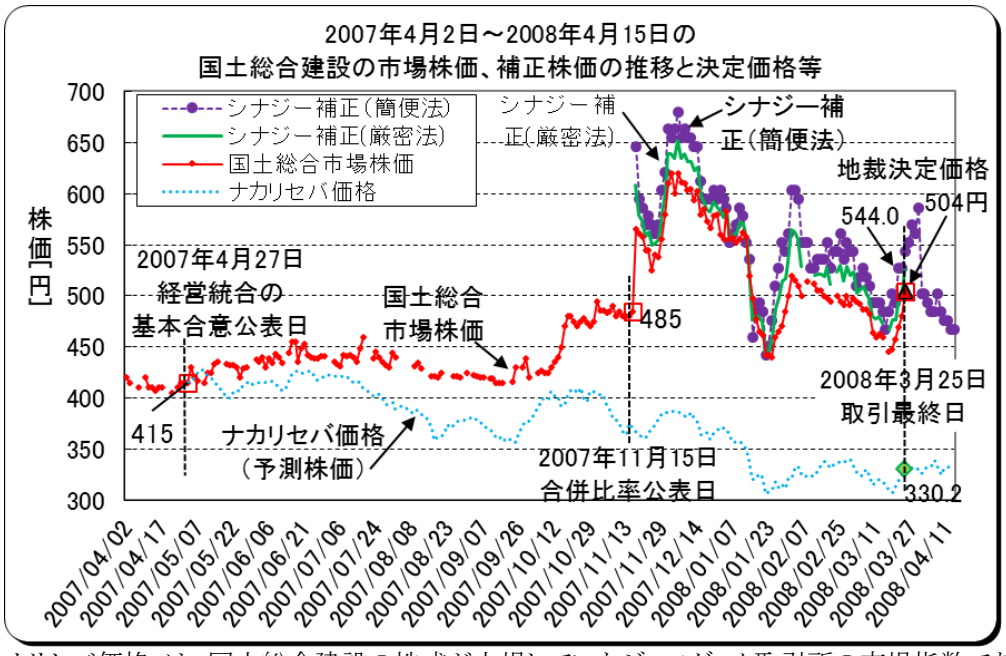
注：「④ナカリセバ価格」は、経営統合の公表日(2007 年 4 月 17 日)の終値 415 円を基準として、ジャスダック指数を相対化したものを補正株価とした。国土総合建設の上場廃止日(2008 年 3 月 26 日)以降は、当然であるが国土総合建設の市場株価がないので市場株価比率は計算できないが、「③シナジー補正価格」(「簡便法」)では引き続き算出することが可能である。

補正株価および市場株価の推移を観察すると（図表 4-2-6)、国土総合建設の市場株価は市場取引最終日である 2008 年 3 月 25 日までほぼ一貫して「ナカリセバ価格」（ジャスダック指数を単純に代用した）を上回って推移した。この「ナカリセバ価格」を上回る市場株価の推移は、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」（市場株価）の何れか大きい方の価格を選択して「シナジー分配価格」を採用した裁判所の決定と一応は整合的である。他方で、補正株価の推移をみると、合併比率が公表された 2007 年 11 月 15 日以後、市場取引最終日である 2008 年 3 月 25 日までの 5 か月程度の期間において、「シナジー補正価格」は市場株価に対して上方に若干乖離するような推移と

[36] 具体的な算定過程については、拙稿「国土総合建設株式買取価格決定申立事件における補正株価と二基準間の選択的行使による『公正な価格』の決定」青山社会科学紀要 45 巻 1 号(2016)30-35 頁の巻末にある「付録 1」(「簡便法」)と「付録 2」にある(「厳密法」)を参照。

なっている。もっとも、取引最終日にかけて「シナジー補正価格」と市場株価は、完全ではないが互いにさや寄せされるような価格推移が観察される（図表 4-2-6）。なお、国土総合建設の上場廃止後（2008 年 3 月 26 日以後）も、「簡便法」による補正株価は算出できることに注意が必要である。

図表 4-2-6　国土総合建設の市場株価と二つの補正株価の推移および決定価格等




注：「ナカリセバ価格」は、国土総合建設の株式が上場していたジャスダック取引所の市場指数であるジャスダック指数を単純に相対化して算出した。すなわち、2007 年 4 月 27 日における国土総合建設の市場株価（415 円）を起点日として、以後ジャスダック指数収益率と同じになるように相対化した。「ナカリセバ価格」は経営統合における契約の公表日（2007 年 4 月 27 日）から、また「シナジー補正価格」は合併比率が公表された日（2007 年 11 月 15 日）から算出することになる。つまり、グラフの開始時点が両補正株価で異なることに注意が必要である。

本件では、合併比率の公表日以後、おおよそ三つの価格は、以下の式

「ナカリセバ価格」＜　市場株価　＜　「シナジー補正価格」

で示される大小関係を維持しながら推移した様子が観察される（図表 4-2-6）。「二基準間の選択的行使」を適用すると「シナジー分配価格」が「ナカリセバ価格」よりも大きいので、「シナジー分配価格」が「公正な価格」として選択される。ここで「シナジー分配価格」は、市場株価あるいは補正株価の何れかを採用するにしても、企業価値毀損の有無またはシナジー発生の有無を判定せずに「公正な価格」と決定されているのが特色である。本論文では、「シナジー分配価格」を算定するために「シナジー価格補正」をするが、それには「簡便法」と「厳密法」と二つの算定手法があり、それぞれによる算定値の差額が無視できない場合には、より正確な「厳密法」による補正株価が採用され本件ではそれが「公正な価格」となる。

図表 4-2-7 国土総合建設事件における決定価格と本論文での検証結果

| ＼当事会社 | **国土総合建設**（消滅会社） | 佐伯建設（存続会社） |
|---|---|---|
| ①裁判所の決定価格 | 「シナジー分配価格」<br>取引最終日（2008 年 3 月 25 日）の市場株価（終値）**504 円** | 株式買取請求の当事会社ではないので決定価格はない。 |
| ②本論文での検証結果（結論価格） | 株式買取請求日（2008 年 3 月 19 日）の「厳密法」による「シナジー補正価格」 | |
| | **「厳密法」476.4 円**<br>**（参考:「簡便法」493.0 円）** | 「厳密法」56.1 円<br>（参考:「簡便法」58 円（終値）） |
| ③ 近時の判例の場合 | **株式買取請求日の市場株価終値 457 円** | |

注: 仮に佐伯建設側にも買取請求があった場合に算定される「公正な価格」も、国土総合建設と同様に補正株価（「厳密法」）としなければ整合性がとれないことになる。佐伯建設の「厳密法」補正株価は 56.1 円となっている。近時の判例で、例えばテクモ事件差戻審高裁決定（東京高決平成 25 年 2 月 28 日）などのように、株式買取請求日における市場株価（終値）を参照し決定価格としたが、「③近時の判例の場合」とは、それを本件に当てはめた場合を意味する。

本件においては株式買取請求日（2009 年 3 月 19 日）における国土総合建設の補正株価「厳密法」を参照すると 476.4 円となり、また同日における市場株価の終値は 457 円であるので（図表 4-2-5）、補正することによって約 4.2%市場株価に対して上積みされる。以上の検証結果を実際の決定価格と比較すると、それぞれ参照時点と算定方法が異なるので単純な比較はできないが、「①裁判所の決定価格」の 504 円と「②本論文での検証結果（結論価格）」の 476.4 円の価格差が約 27.6 円、率にして約 5.4%程度の差額がある（図表 4-2-7）。また、シナジー分配をしない「ナカリセバ価格」は、株式買取請求日において 314.1 円という価格となる（図表 4-2-5）。

### 第 2 款 テクモ事件（独立当事者間取引における「シナジー分配価格」の事例）

この事件は、組織再編行為の当事会社が互いに資本関係等がない独立当事者間取引の事案で、裁判所が企業価値が増加したとして「シナジー分配価格」を採用したテクモ株式買取価格決定申立事件[37]（以下、本款では「本件」という。）である。以下では、本件について、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい方を「公正な価格」とするという「二基準間の選択的行使」による価格算定方法の検証を行う。

#### 第 1 目 テクモ事件の概要

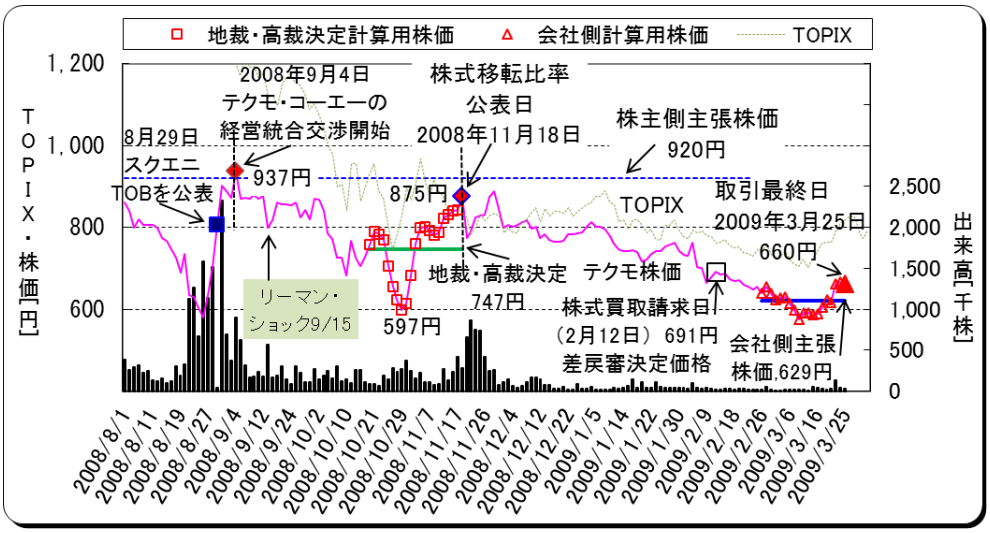
株式会社スクウェア・エニックスは、2008 年 8 月 29 日にテクモ株式会社（以下「テクモ」という。）に対し、1 株につき現金対価を 920 円（同月 28 日の終値に対し 30%強のプレミアムを付加した価格）として友好的公開買付（TOB）を発表した。これに対して、テクモは同年 9 月 4 日、株式会社コーエー（以下「コーエー」という。）との間で経営統合に向けた協議を開始すると発表し、11 月 18 日にはテクモとコーエー両当事会社の株式移転計画（株式移転比率を含む）が公表された。このようなテクモとコーエーによる共同株式移転によって設立される共同持株会社（コーエー

[37] 東京地決平成 22 年 3 月 31 日・前掲注 33）36 頁、東京高決平成 23 年 3 月 1 日・前掲注 23）24 頁、最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3）1785 頁、東京高決平成 25 年 2 月 28 日・前掲注 7）239 頁。

テクモホールディングス株式会社）を株式移転設立完全親会社とし、テクモとコーエーを株式移転完全子会社とする株式移転に対して、反対するテクモの株主が株式買取請求（会社法 806 条 1 項）をした。しかし、株式買取価格の決定について会社（テクモ）との間で協議が調わなかったことから、株式の買取価格の決定（同 807 条 2 項）を求めたのが本件である。本件における申立人（株主側）の主張価格は 920 円であり、相手方（会社側）は 620 円であった。

東京地決平成 22 年 3 月 31 日は、株式移転が当事会社の企業価値を毀損する効果（負のシナジー効果）を算定の基礎として適切に反映すべきとし、「公正な価格」は株式移転公表前の 1 か月間の市場株価（終値）による出来高加重平均値をもって算定した価格である 747 円とした。なお、取引最終日（2009 年 3 月 25 日）におけるテクモ市場株価は 660 円であり、株式買取請求日（2009 年 2 月 21 日）では 691 円であった（図表 4-2-8）。

図表 4-2-8　テクモ株価推移、決定価格および両当事者の主張価格等




東京高決平成 23 年 3 月 1 日は、企業価値または株主価値の毀損有無の判断については、株式移転比率公表以後、テクモ株式の株価が市場全般の動向と乖離し大幅に下落したと事実認定した上で、「本件株式移転比率に基づく本件株式移転により、テクモの企業価値又は株主価値が毀損された事情がうかがえることからも、本件株式移転比率は、本件経営統合によるシナジーを適切に反映したものとはいえないと判断する。」とした上で、「本件株式移転比率に基づく本件株式移転がなかったら有していたであろう客観的価格を基礎として算定するのが相当といえる。」として、地裁決定と同様の算出方法により買取価格は 1 株につき 747 円と定めた。

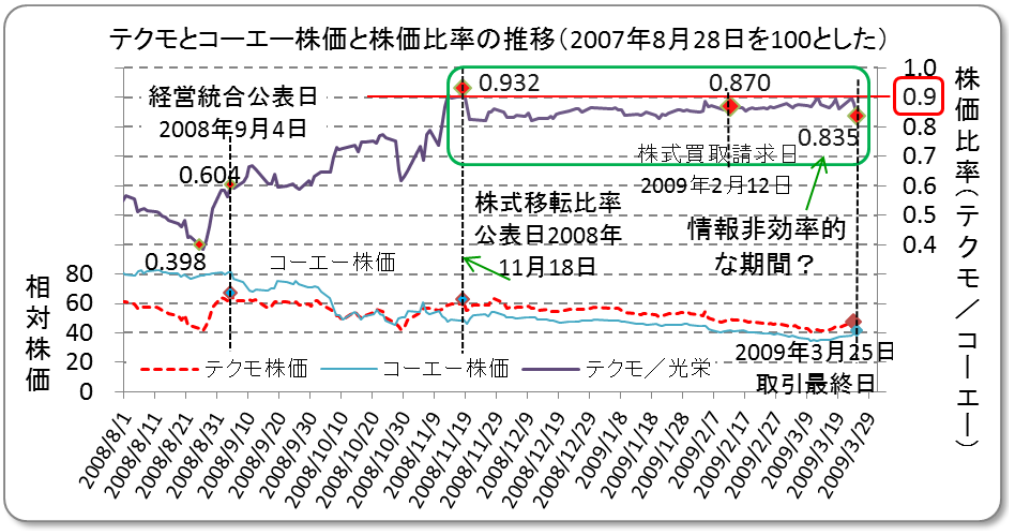
最二小決平成 24 年 2 月 29 日は、明示的に企業価値の増加があったとは判示していないが、「シナジー効果その他の企業価値の増加」が生じたことを前提に株式移転比率が公正であると判断し、原決定を破棄差戻し、これを受けた東京高決平成 25 年 2 月 28 日は、会社側が主張した株式買取請求日（2009 年 2 月 12 日）の終値（691 円）を決定価格とした。

### 第 2 目　テクモとコーエーの市場株価比率の推移

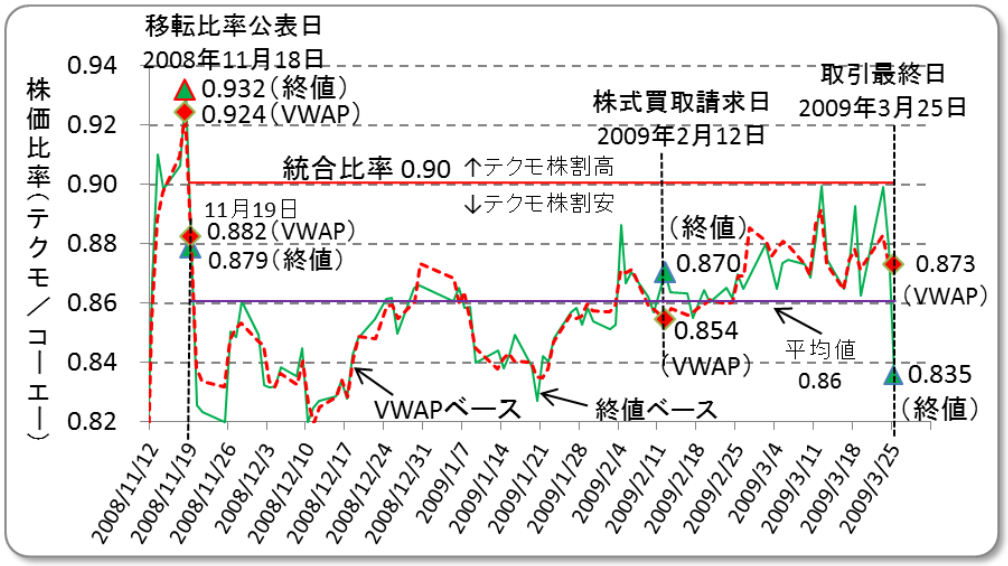
コーエーとの経営統合が発表された 2008 年 9 月 4 日においては、市場株価比率（＝テクモ株価／コーエー株価）は 0.604 であったが、同年 11 月 18 日の株式移転比率の公表直前の終値ベースで

は 0.932 まで上昇した。理論的には、その翌営業日からは株式移転比率（1:0.9）が市場株価比率に織り込まれ、市場株価比率は 0.9 にさや寄せされる動きになる。株式買取請求日（2009 年 2 月 12 日）以降では、取引最終日（2009 年 3 月 25 日）まで、0.9 を若干下回る推移となっており（図表 4-2-9 と図表 4-2-10）、組織再編比率がさや寄せしきれていない。市場株価比率が 0.9 を下回ることは、テクモ株式がコーエー株式に対して相対的に割安に価格形成されたことを意味する。よって、「シナジー価格補正」により、テクモ株は上昇し、コーエー株は下落するように補正される。

図表 4-2-9　相対株価（終値）および市場株価比率（終値ベース）の推移




図表 4-2-10　市場株価比率（テクモ／コーエー）の日次の推移




図表 4-2-11　市場株価比率の基本統計量（株式移転比率公表日後～取引最終日）

| 市場株価 ＼ | データ数 | 基本統計量 | | 組織再編比率 |
|---|---|---|---|---|
| | | 平均 | 標準偏差 | 0.90 に対する乖離 |
| ①　終値ベース | **83** | 0.855 | 0.01806 | **-2.60** |
| ①　VWAP ベース | 83 | **0.856** | 0.01692 | **-2.47** |

注：公表された株式移転比率が市場株価に織り込まれる期間である 2008 年 11 月 19 日から 2009 年 3 月 25 日までの市場株価データを使用し、同期間における市場株価比率の平均を計算した。また表中の「組織再編比率 0.90 に対する乖離」は、市場株価比率の平均から組織再編比率 0.9 を引いた値を標準偏差で割った値として算出した。この乖離の絶対値が大きいほど、組織再編比率と市場株価比率との乖離度合が大きく、組織再編比率が市場株価に織り込み切れていないことを意味する。

最二小決平成 24 年 2 月 29 日は、「株式移転計画に定められた株式移転比率が公正なものと認められる場合には、株式移転比率が公表された後における市場株価は、特段の事情がない限り、公正な株式移転比率により株式移転がされることを織り込んだ上で形成されている」と判示した。これはあたかも、「公正な株式移転比率」が市場株価に織り込まれるような市場の情報効率性を前提にしたかのようにみえる。しかし、前述したように、実際の市場株価（終値または VWAP）から計算された市場株価比率は公正とされている株式移転比率（0.9）から下方に乖離して推移している（図表 4-2-10）。すなわち、裁判所が公正であるとした株式移転比率が何らかの理由により実際の市場株価には適正に織り込まれておらず、公正な株式移転比率を前提としたシナジー分配が市場株価に適切に反映されきれていないことになる。少なくとも最高裁が公正であるとした株式移転比率を担保するのであれば、市場株価をそのまま採用するのではなく、株式移転比率と市場株価比率が同一、すなわち一物一価になるような無裁定な価格による補正が必要であると考えられる。

### 第 3 目 「シナジー分配価格」の補正株価と「公正な価格」の検討

本件のように「シナジー分配価格」が問題となる事案では、特に組織再編比率と補正後の株価比率が一致するような補正株価を検討する必要がある[38]。「シナジー価格補正」の「厳密法」と「簡便法」によるそれぞれの株式買取請求日における補正価格は、以下のとおりである[39]（図表 4-2-12）。

図表 4-2-12 テクモの補正株価：株式買取請求日（2009 年 2 月 12 日）における価格

| ベースとなる市場株価＼ | 市場株価［円］ | 補正株価［円］ | |
|---|---|---|---|
| | | 「厳密法」 | 「簡便法」 |
| 終値 | **691（差戻審決定価格）** | 709.8 | **714.6** |
| VWAP | **676.1** | **704.8** | 712.2 |
| 差異 | **14.9** | **5.0** | **2.4** |

本論文では市場株価と「簡便法」による補正株価の二つの値に挟まれた価格帯に、当該「シナジー分配価格」が存在すると考える。このテクモの事案であれば、組織再編比率が市場株価比率と乖離するため、市場株価を下限値とし、「簡便法」による補正株価を上限値とすることもできる。「簡便法」ではコーエーの株価はそのままでテクモの株価だけを補正することになるが、「厳密法」では希薄化の影響や補正前後での両当事会社の時価総額合計を不変に保つために、両当事会社の株価を同時に補正することになる。そのため、「厳密法」による補正株価は、理論的にはその上下限の株価に挟まれたレンジ内に位置することになる。すなわち、

---

[38] 拙稿「株式買取価格決定における市場株価を参照した『シナジー分配価格』を無裁定価格で補正するための数理分析」ソフトロー研究 24 号（2014）28-35 頁では、テクモ事件を題材として、株式買取請求日における「無裁定価格補正」を詳細に検証している。また、計算方法などの定式化や数理法務に関しては、同拙稿 43-44 頁（巻末の「付録 1」）に掲載されている。

[39] 拙稿（ソフトロー研究 24 号）・前掲注 38）33 頁参照。同事案において組織再編比率を基礎とした無裁定価格による補正をすることにより、少なくとも補正株価には組織再編比率（株式移転比率）という重要な情報が織り込まれたことになる。最高裁決定で公正と認定された株式移転比率（組織再編比率）の情報が反映されるように補正された株価は、情報が反映されていない生の市場株価よりはシナジー分配の観点からは、より公正ではないかと思われる。

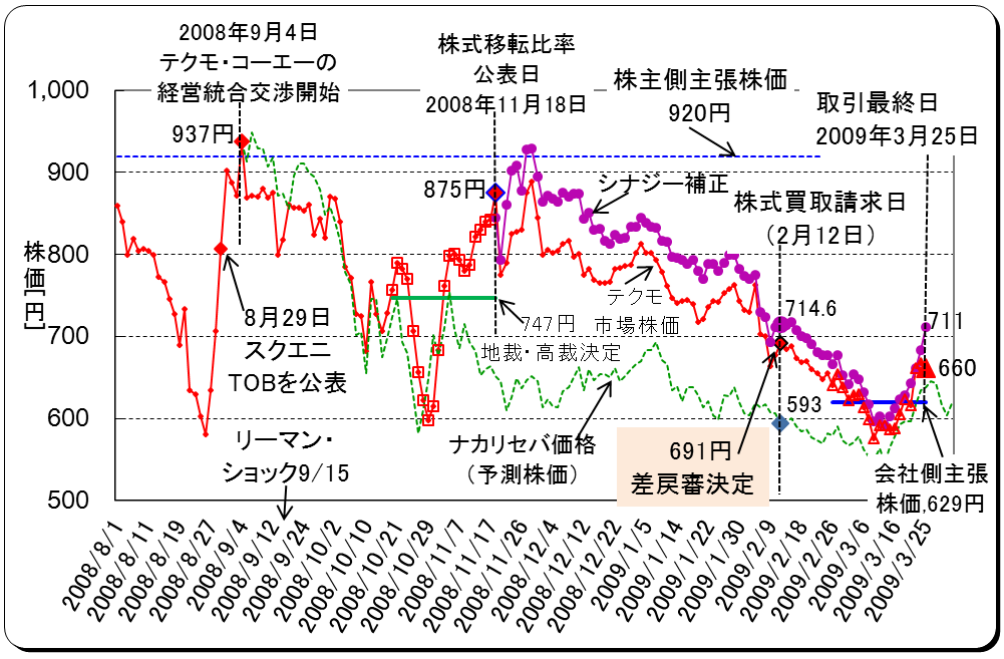
市場株価（終値）691 円　＜「厳密法」709.8　＜「簡便法」714.6 円

という関係を見ることができる（図表 4-2-12）。また、前述したが（第 3 章第 4 節第 3 款）、「簡便法」は「厳密法」と近似の関係にあり、組織再編比率が市場株価比率に織り込まれている場合、すなわち組織再編比率と市場株価比率が近い値である場合（組織再編比率≒市場株価比率）には、

補正株価「簡便法」　≒　補正株価「厳密法」　≒　市場株価

というように、三つの株価がほぼ同じになるという関係になる。このような場合に、そもそも補正が必要かが問題となるが、組織再編比率と市場株価比率が大きく乖離するような場合には、「簡便法」と「厳密法」による補正株価間の乖離には注意が必要となろう[40]。また、市場株価を直接参照する場合には VWAP の採用が推奨されるが、補正株価では、市場株価の場合と比べ終値と VWAP で大きな差はないので、本論文ではあえて終値ベースでの補正株価を算定する。さらに、「シナジー価格補正」としては「厳密法」が理論的ではあるが、ここではあえて「簡便法」を採用して、「シナジー補正価格」を算出する。

図表 4-2-13　テクモとコーエーの市場株価とテクモ補正株価の推移




注：経営統合が公表された 2008 年 9 月 4 日を起点日として「回帰分析的手法」の中の市場指数による補正株価（あるいは「予測株価」ともいう。）を「ナカリセバ価格」として算出した。「シナジー補正価格」として市場株価を「無裁定価格補正」（「簡便法」）した株価（＝コーエー株価×0.9）を採用した。これらの各種株価の推移をみると、株式移転比率が公表日（2008 年 11 月 18 日）以後、取引最終日に近づくに従いテクモの市場株価、「ナカリセバ価格」および「シナジー補正価格」が接近するような動きとなるところが興味深い。

[40] 多くの場合、「簡便法」で事足りると思われるが、「簡便法」と「厳密法」の使い分けが必要となる場合もありうる。それについては、前款（第 1 款）の国土総合建設事件で「厳密法」が採用されるべきという本論文の結論が一例として挙げられる。なお、補正対象となる市場株価において、終値ベースを採用するか VWAP ベースにするかが問題となり、「簡便法」と「厳密法」との差が小さくなる VWAP ベースが妥当であるが、本論文の検証では全て終値ベースで行っている。

本論文では、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい方を「公正な価格」とするが、テクモ事件では株式移転比率の公表日以後、

「ナカリセバ価格」　＜　市場株価　＜　「シナジー補正価格」

の大小関係を維持しながら推移した（図表 4-2-13）。差戻審高裁決定[41]では、株式買取請求日における市場株価（終値の 691 円）をもってシナジー分配価格としたが、シナジー補正株価（「簡便法」）は 714.6 円（終値ベースの補正）でそれを上回っている（図表 4-2-14）。「ナカリセバ価格」において補正株価を採用するか否かは裁判所の裁量とされており[42]、シナジーの適正分配が問題となる事案においても、市場株価を直接参照するか「シナジー補正価格」を採用するかも裁判所の裁量となろう。その際の考慮要素としては、両当事会社株式における市場株価比率が組織再編比率とどの程度乖離して推移したか、その乖離が生じた原因が例えば株価操縦などによるものか、あるいは市場が情報効率的であっても何らかの裁定取引の限界が存在することによるものかについて内容を精査する必要がある。

図表 4-2-14　テクモ市場株価、補正株価および「公正な価格」の値（終値ベース）

| 日付 ＼ | 市場株価（終値）[円] | | 市場株価比率（①／②） | ③シナジー補正価格 [円] | ④ナカリセバ価格 [円] | ⑤「公正な価格」[円]（③か④の大きい方） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | ①テクモ | ②コーエー | | | | |
| **2009 年 2 月 12 日**（株式買取請求日） | **691** | 794 | **0.870** | **714.6** | **593** | **714.6** |
| 2009 年 3 月 19 日 | 616 | 714 | 0.863 | 642.6 | 596 | 642.6 |
| 2009 年 3 月 23 日 | 661 | 735 | 0.899 | 661.5 | 617 | 661.5 |
| 2009 年 3 月 24 日 | 667 | 759 | 0.879 | 683.1 | 634 | 683.1 |
| 2009 年 3 月 25 日（取引最終日） | **660** | 790 | 0.835 | **711.0** | **638** | **711.0** |

注：「③シナジー補正株価」（「簡便法」）は、②コーエー株価×0.9（組織再編比率または株式移転比率の1:0.9 から）として計算した。「④ナカリセバ価格」は、単純に TOPIX 累積収益率によって補正した予測株価を利用した。2009 年 2 月 12 日の株式買取請求があった日では、「③シナジー補正価格」と「④ナカリセバ価格」では、100 円近くの差がある。どちらか大きいほうを採用すると、この場合「③シナジー補正価格」の 714.6 円が選択される。

実際テクモ事件がインテリジェンス事件と異なるのは、市場株価、「ナカリセバ価格」および「シナジー補正価格」の三つの価格間の大小関係である。テクモ事件は、市場株価が「ナカリセバ価格」と「シナジー補正価格」に挟まれた「帯」の中に存在するのが特色である（図表 4-2-13）。一方、インテリジェンス事件は、市場株価がこの「帯」から大きく下方に乖離するような価格形成となっている。また、テクモ事件では、市場取引最終日（2009 年 3 月 25 日）に近づくにしたがい、テクモの市場株価と補正株価（「シナジー補正価格」）は互いにさや寄せされるような価格推移となって

[41] 東京高決平成 25 年 2 月 28 日・前掲注 7）239 頁では、企業価値毀損有無の判断資料として市場株価を使用しているが、その観察起点日として、テクモとコーエーの経営統合の公表日（2008 年 9 月 4 日）としている。よって、本論文における「ナカリセバ価格」も同日を起点日（テクモ株価は終値で 937 円）として算出した。

[42] 最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 2）1311 頁。

いる（図表 4-2-13）。これは、市場株価比率が取引最終日に近づくに従い、組織再編比率の 0.9 に概ねさや寄せされるような動き（図表 4-2-10）となったことも一つの原因である。

とはいえ、テクモとコーエーにおける共同株式移転の事案では、市場取引最終日において、市場株価比率と組織再編比率とに乖離が残存した。しかし、前款（第 1 款）に示す国土総合建設の事案も同程度の乖離が残存しており、さらに次の第 3 款で紹介するインテリジェンス事件ほど顕著な乖離ではない。テクモ事件では、両当事会社とも東証一部上場企業で流動性もあり、価格形成が比較的情報効率的であったと推察できる。また、テクモ株に対して割高に価格形成がなされたコーエー株は貸借銘柄であったため、いわゆる個人投資家でも売りポジション構築のために信用売り（空売り）が一応は可能であった。もっとも、経営統合公表後において新規建玉制限や逆日歩などの取引コストがかかるという制約もあり、自由に空売りができるとは限らないが、制度信用取引における貸借銘柄であることは重要な考慮要素であると思われる。原因はどうであれ、裁判所が公正と判断した株式交換比率等が市場株価に折り込まれていないのであればそれを補正すべきであるが、その判断は最終的に裁判所の裁量に委ねられることになる。

### 第 3 款 インテリジェンス事件（完全子会社化における「ナカリセバ価格」の事例）

第 1 款と第 2 款の二つの事件は独立当事者間の組織再編行為（それぞれ株式交換と株式移転）に関するものであるが、本款では親会社による株式交換を用いた完全子会社化の事案であるインテリジェンス株式買取価格決定申立事件[43]（以下、本款では「本件」という。）を紹介する。同事件における裁判所の価格決定では「ナカリセバ価格」が採用され、特に高裁決定では「公正な価格」の算出において「回帰分析的手法」による株価補正が採用された[44]。しかし、近時の学説の中には、その価格決定における判断の妥当性に疑問を持ち、同事件はシナジー分配が問題とされるべきではなかったかという見解もある[45]。何れにしても、本論文の提案する「二基準間の選択的行使」による価格算定では「シナジー分配価格」を算出し、それと裁判所で採用された「ナカリセバ価格」との何れか大きい方を「公正な価格」とする。

---

[43] 東京地決平成 22 年 3 月 29 日・前掲注 33)28 頁、東京高決平成 22 年 10 月 19 日金融・商事判例 1354 号 14 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件高裁決定〕、最三小決平成 23 年 4 月 26 日金融・商事判例 1367 号 16 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕。

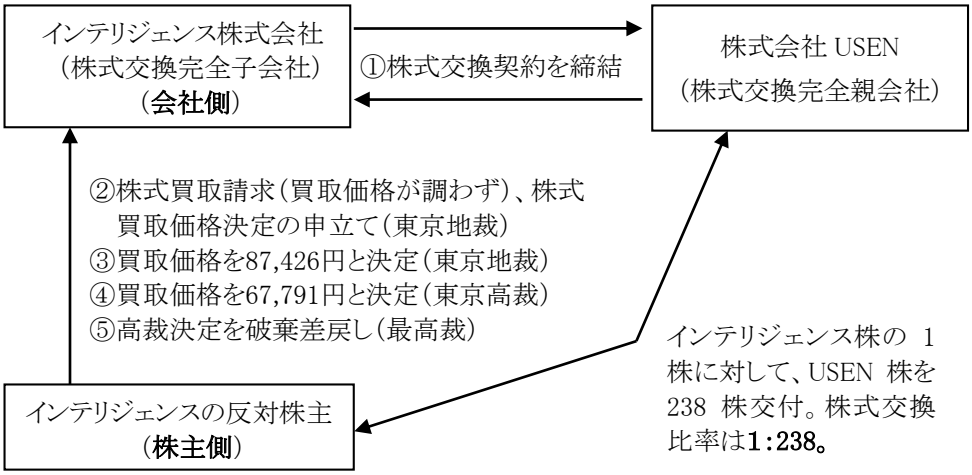
[44] インテリジェンス事件における「ナカリセバ価格」の算出や「回帰分析的手法」の利用における理論的な検証と問題点等に関しては、拙稿「インテリジェンス株式買取価格決定申立事件における計量経済モデルの利用」ソフトロー研究 19 号(2012)57-58 頁や拙稿「株式買取価格決定申立事件における『ナカリセバ価格』算出のための株価補正の注意点」青山社会科学紀要 41 巻 1 号(2012)155-188 頁を参照。これらは、「回帰分析的手法」の同様の枠組みを利用して分析し、補正株価の検討も行っている。さらに、拙稿「楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件における株価補正のための『回帰分析的手法』の検討」ソフトロー研究 20 号(2012)95-135 頁では、株価補正のための「回帰分析的手法」についての具体的なモデルの提案とその実証的な検証が行われている。

[45] 神田秀樹「会社法における株式の公正な価格の決定」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編『会社・金融・法〔下巻〕』(商事法務, 2013)154 頁参照。

**第１目 インテリジェンス事件の概要**

本件は、株式会社 USEN（以下「USEN」という。）を株式交換完全親会社とし、インテリジェンス株式会社（以下「インテリジェンス」という。）を株式交換完全子会社とする株式交換に反対したインテリジェンスの株主である申立人（以下「株主」または「株主側」という。）らがインテリジェンス社に対して保有株式を会社法 785 条 1 項にいう「公正な価格」で買い取ることを請求し、その買取価格の決定について会社との間で協議が調わなかったことから、同法 786 条 2 項に基づき、裁判所に保有株式の買取価格の決定を求めた事件である。なお、USEN は株式交換の時点で、インテリジェンスの株式を 157,541 株（発行済株式総数の 37.64%、総株主の議決権の 41.5%）を有する連結親会社であった。

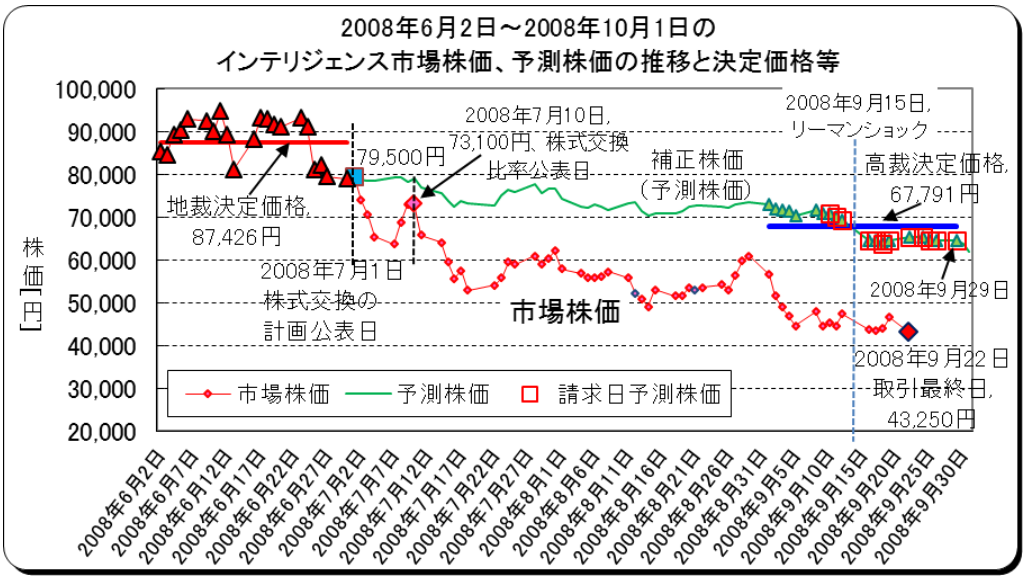
図表 4-2-15 インテリジェンス事件の概要図




2008 年 7 月 1 日にインテリジェンスと USEN との間の株式交換の計画が公表され、同年 7 月 10 日に株式交換契約が締結された。この契約では、株式交換比率は 1：238、すなわちインテリジェンスの株式 1 株に対して USEN の株式 238 株が引き渡されることになり、また効力発生日は 2008 年 9 月 30 日とされた。2008 年 8 月 28 日に両社の臨時株主総会で株式交換の承認決議がなされた後、JASDAQ 市場に上場していたインテリジェンス株式は、2008 年 9 月 22 日の最終売買日（終値は 43,250 円）を迎え翌営業日の 23 日に上場廃止となった。なお、株式買取請求権の行使期間は 2008 年 9 月 10 日から同年 9 月 29 日であり、同期間中の同年 9 月 15 日（米国時間）において、いわゆるリーマン・ショックが起きその影響で株式市場全体が大きく下落した（図表 4-2-16）。

東京地決平成 22 年 3 月 29 日は、「公正な価格」とは裁判所の裁量により、株式交換の効力発生日を基準として、株式交換がなければ同社株式が有していたであろう客観的価値または株式交換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るのが相当であるとし、株主側が主張した株式交換の計画公表日（2008 年 7 月 1 日）以前の 1 カ月間の市場株価の出来高加重平均による算出方法を採用し、会社側が主張する「回帰分析的手法」による算定を行うことを排し、 1 株あたりの買取価格を 87,426 円とした（図表 4-2-16）。

図表 4-2-16 インテリジェンス市場株価の推移と裁判所の決定価格等




注：株式交換の計画公表日（2008 年 7 月 1 日）の前後から株式交換の効力発生日である 2008 年 9 月 30 日までの 3 か月間、米国のサブプライム問題やリーマン・ショック（2008 年 9 月 15 日）などで、株式市場全体が下げ相場にあったことも影響して、インテリジェンスの市場株価もこの期間に大きく下げている。裁判では、市場全体の動きを表す JASDAQ 指数に連動するように計算された補正株価（予測株価）が「ナカリセバ価格」として採用されている。

これに対して、東京高決平成 22 年 10 月 19 日は、「公正な価格」とは、裁判所の裁量により、株式買取請求が確定的に効力を生ずる株式交換の効力発生日を基準として、株式交換がなければ同社株式が有していたであろう客観的価値または株式交換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るのが相当であるとし、会社側が主張する「回帰分析的手法」による算定を採用した。その結果、株式交換効力発生日前日（2008 年 9 月 29 日）以前の 1 か月間の予測株価の単純平均で計算し、 1 株あたりの買取価格を 67,791 円と決定した。

しかし、最三小決平成 23 年 4 月 26 日は、「公正な価格」の基準日を株式買取請求が行われた日であるとして[46]、株式交換の効力発生日を基準とした原決定を破棄し高裁に差戻した。同決定は、株式買取請求権行使日における「ナカリセバ価格」の算定について、株価補正による方法は「裁判所の合理的な裁量の範囲内にある」として是認した。また、回帰分析による株価補正の是非については直接触れられていないが、田原睦夫裁判官の補足意見は「なお、多数意見は、予測株価に係る原決定の認定の是非について触れたものではない。」としつつも、高裁決定で認定された回帰モデルを用いて計算された予測株価の各株式買取請求日ごとの価格を引用している。それによれば「公正な価格」の算定値は株式買取請求権の行使日によって異なり、行使日における予測株価からおおよそ 64,290 円（2008 年 9 月 25 日）～70,727 円（2008 年 9 月 10 日）の範囲[47]となっている（図

[46] 反対株主による「買取請求の日」を基準日として採用すべきとした先例としては、最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 2）1311 頁がある。

[47] 同最高裁の補足意見は、反対株主が株式買取請求をした日を「本件記録上、株式買取請求に係る意思表示が相手方に到達した日が明らかになっている抗告人と、不明な抗告人とがいるので、ここでは取り敢えず株式買取請求書ないし買取株主名簿に記載された日を記載する。ただし、株式買取請求期間前に同請求権を行使した者については、同期間の初日である平成 20 年 9 月 10 日に行使したものとみなしてよいと解される。」として、複数の買取請求日に対応する予測株価（高裁決定の決定書「別紙」の記載を参照）を引用している。

表 4-2-16 の請求日予測株価)。同時期における市場株価をみると、2008 年 9 月 22 日（市場取引最終日）の価格は 43,250 円となり、それに対して約 20,000 円程度上方への補正となっている。

本件では「ナカリセバ価格」の算出において回帰モデルを用いた「回帰分析的手法」が採用されたが、これについては少し安易に認めすぎたのではないかという批判がある[48]。確かに裁判所が採用した回帰モデルは、ダミー変数使用しないで推定したモデルの場合は、決定係数で示されるあてはまりの度合いが決して良いとは言えず（決定係数が低い)、本件では回帰分析による回帰式を使用することの意味が問われるところであり、実際にも、同回帰モデルでは回帰係数$\beta$の推定値においても、統計的に有意に$\beta = 1$とは異なるとは言えない結果となっている[49]。あくまで私見であるが、本件では市場指数（JASDAQ 指数）の収益率をそのまま使用した単純なモデルによって補正株価を算出することで十分ではないかと思われる。

### 第 2 目 インテリジェンスと USEN の市場株価比率の推移

本件の高裁決定で裁判所は、株式交換比率が客観的に合理的であることが疎明されたと判断したことから、本件の株式交換では、この客観的に合理的とされる株式交換比率によって、たとえ負のシナジー分配であっても公正な分配があったと推測できる。よって、株式交換比率が不公正であることによる株主価値の毀損は無いと裁判所が明確に判断していないとすれば、毀損があったのは企業価値のみであると推測できる[50]。これは「ナカリセバ価格」が問題とされた本件において、裁判所の決定内容と一応整合的になるが、厳密性に欠ける判断ではないかと思われる。そこでまず、裁判所が一応は公正と判断したと推測されるところの株式交換比率（1：238）がどの程度まで市場株価に織り込まれていたかを見る必要がある。すなわち、株式交換の計画および株式交換比率の公表日以降、この市場株価比率（＝インテリジェンス株価／USEN 株価）の推移がどの程度公表された株式交換比率にさや寄せされたかをチェックすることになる。

これから明らかなように、公表された株式交換比率を大きく下回るように市場株価比率が推移し（インテリジェンスが割安で、USEN が割高)、インテリジェンス株式の市場取引最終日（2008 年 9 月 22 日）を迎えている。株式交換比率公表日からその比率（1：238）にさや寄せされるような傾向が弱い[51]（図表 4-2-17)。つまり、株式交換比率の公表日（2008 年 7 月 10 日）以降の期間に

---

[48] 神田秀樹「金融・経済取引における損害賠償法理等のあり方」司法研修所論集 123 号(2013)50 頁。また理由は異なるが、木俣由美「株式交換完全子会社の株主による株式買取請求に係る『公正な価格』――インテリジェンス株式買取価格決定申立事件」私法判例リマークス 43 号(2011)101 頁は、「裁判所が一方当事者の提出した回帰分析的手法につき科学的手法と判断したのは早計であったと思われる。」と批判する。

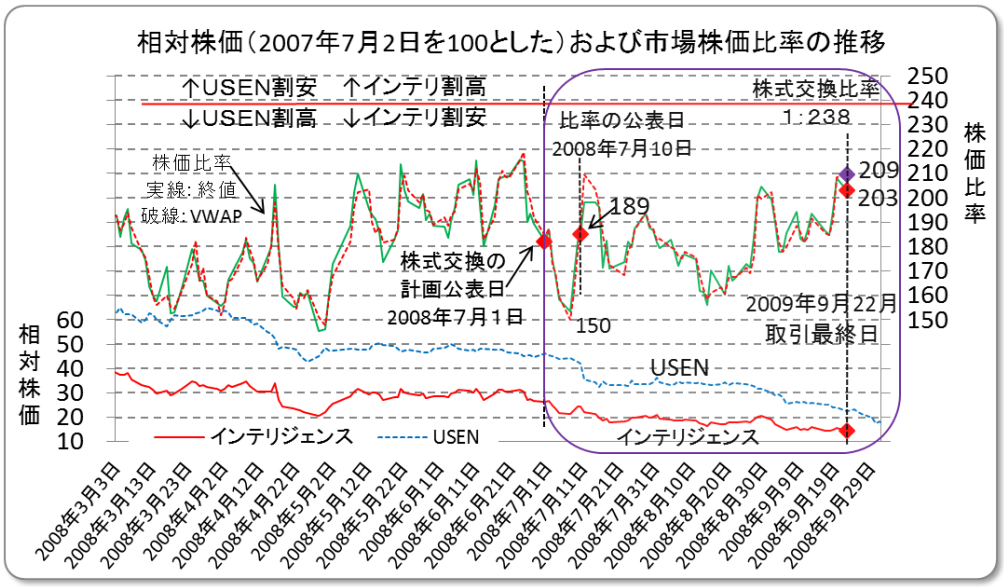
[49] 拙稿(ソフトロー研究 20 号)・前掲注 44)118-119 頁において、インテリジェンスの事案において「回帰分析的手法」を導入する場合、統計的推論の必要なマーケット・モデル(説明変数の一次式)によらず、単純に市場指数収益率(説明変数)だけを用いた補正でも十分であるとの分析結果(推定された係数における仮説検定の結果)が得られている。

[50] インテリジェンスのように株式買取請求を受けた当事会社の市場株価を観察しただけでは、単に株主価値の増加または不増加を推認しただけに過ぎない。株主価値が不増加であれば、その源となる企業価値も不増加である蓋然性が高いとしても、株主価値の増減を観察するだけでは企業価値が本当に毀損したかは依然として不明だからである。

[51] テクモとコーエーの事案(図表 4-2-9 または図表 4-2-10)と比較すると、インテリジェンスの場合は市場株価比率と組織再編比率の乖離が大きいことが分かる。また、補足であるがインテリジェンスの事案は株式交換であ

おいて、公表された株式交換比率という重要な情報が市場株価比率（＝インテリジェンス株価／USEN 株価）に織り込みきれていないことを意味する。インテリジェンス株式の市場取引最終日（2008 年 9 月 22 日）にかけて若干さや寄せの動きも見られるが、市場株価比率は株式交換比率（1：238）から大きく乖離して価格形成されている。つまり、同期間においては、常に USEN 株が割高（インテリジェンス株が割安）の状態で推移しており、インテリジェンス株の取引最終日においても、1：203 という市場株価比率となっており、1：238 とは依然大きな差がある（図表 4-2-17）。

図表 4-2-17　インテリジェンスの相対株価と市場株価比率の推移




図表 4-2-18　市場株価比率の基本統計量（株式移転比率公表日後～取引最終日）

| 市場株価　＼ | データ数 | 基本統計量 | | 組織再編比率 238 に対する乖離 |
|---|---|---|---|---|
| | | 平均 | 標準偏差 | |
| ②　終値ベース | 50 | 181.8 | 12.4 | **-4.52** |
| ③　VWAP ベース | 50 | 181.9 | 13.1 | **-4.29** |

注：公表された株式交換比率が市場株価に織り込まれる期間、すなわち株式交換比率公表日（2008 年 7 月 10 日）の翌日 11 日から 2009 年 9 月 22 日（取引最終日）までの市場株価データを使用し、同期間における市場株価比率の平均と標準偏差を計算した。また表中の「組織再編比率 238 に対する乖離」は、市場株価比率の平均から組織再編比率 238 を引いた値を標準偏差で割った値として算出した。この乖離の絶対値が大きいほど、株式交換比率と市場株価比率との乖離度合が大きく、株式交換比率が市場株価に織り込み切れていないことを意味する。テクモの場合（図表 4-2-11）と比較しても株式交換比率に対する乖離が大きいといえよう。

このように株式交換比率が市場株価に織り込み切れていないことの原因としては、市場から割高に評価されていた USEN 株式が空売りのできる貸借銘柄[52]ではなく、割高な USEN 株式の売りと

り、インテリジェンス株式が上場廃止になっても、USEN の株式は引き続き上場を継続した。テクモとコーエーの事案は株式移転の事案であり、両社とも株式移転完全子会社であるため、上場廃止となっている点に注意が必要である。

[52] 日本取引所グループ（JPX）ホームページの「用語集」に、「信用取引」の解説がある（http://www.jpx.co.jp/glossary/sa/232.html）。それによると、信用取引は、顧客が委託保証金（約定代金の一定比率）を証券会社に担保として預託し、買付資金または売付証券を当該証券会社から借りて売買を行い、所定の期限内に返済する取引だという。さらに同ホームページによれば、制度信用取引（品貸料及び弁済の期限が取引所規則により決定されている信用取引）において、証券取引所及び証券金融会社が定める貸借銘柄選定基準を満たした銘柄が「貸借銘柄」（株券の貸付けを受けることができる銘柄）として、一般の投資家においても、制度信用取引において「空売り」が可能となるという。また、一般に貸借銘柄でない（空売りができない）銘柄

割安なインテリジェンス株式の買いという裁定取引が制度信用取引ではできなかったことが最大の原因であろう[53]。よって、USEN の株主以外の第三者が USEN とインテリジェンス株式間の裁定取引を行うことは、一般の投資家にとっては困難であったといえよう[54]。つまり、本件において市場株価比率と株式交換比率に大きな差が生じたのは、いわゆる空売りの制約があり価格裁定が十分に機能しなかったことがその原因の一つと考えられる。空売りができない場合には、当該上場会社（買収会社）の市場株価は他方当事会社（被買収会社）の市場株価と比較して割高に維持されたままとなり、他方で裁定取引による買い需要がない被買収会社の上場株式が逆に割安になることが公正な状態といえるかは疑問である[55]。特に本件の場合のように、両当事会社が親子会社で資本関係があり独立当事者性がない事件であればなおさらである。

**第 3 目　「シナジー分配価格」の補正株価と「公正な価格」の検討**

株式交換比率という重要な情報が市場株価（比率）に織り込まれていない場合には、シナジーが適正に分配された価格として、生の市場株価を直接参照すべきではない。価格決定において裁判所は、少なくとも公正と判断した株式交換比率を担保するように、市場株価を補正すべきである。そこで、本件においても、補正後の株価比率と株式交換比率が同一となるよう「無裁定価格補正」の「簡便法」を採用した補正株価を以下に示した算式を用いて算出する[56]。

インテリジェンス補正株価 ＝ USEN 市場株価 × 238 株　　（「簡便法」の式）

これにより、補正後の補正株価比率（＝インテリジェンス補正株価／USEN 市場株価）は、株式交換比率の数値 238 と一致することは自明である。また、補正株価と USEN 市場株価の変動は完全に相関し、株式交換を受けるインテリジェンス株主にとっては、株式交換の効力発生日にインテ

---

は、「信用銘柄」と呼ばれ区別される。

[53] 当時、インテリジェンス株は貸借銘柄であったので空売りができるが、インテリジェンスの市場株価は USEN と比較して割安として評価されたので、裁定取引では「買い」のポジションとなるから、空売りができる貸借銘柄であることは、インテリジェンス株式にとっては全く関係がないことになる。

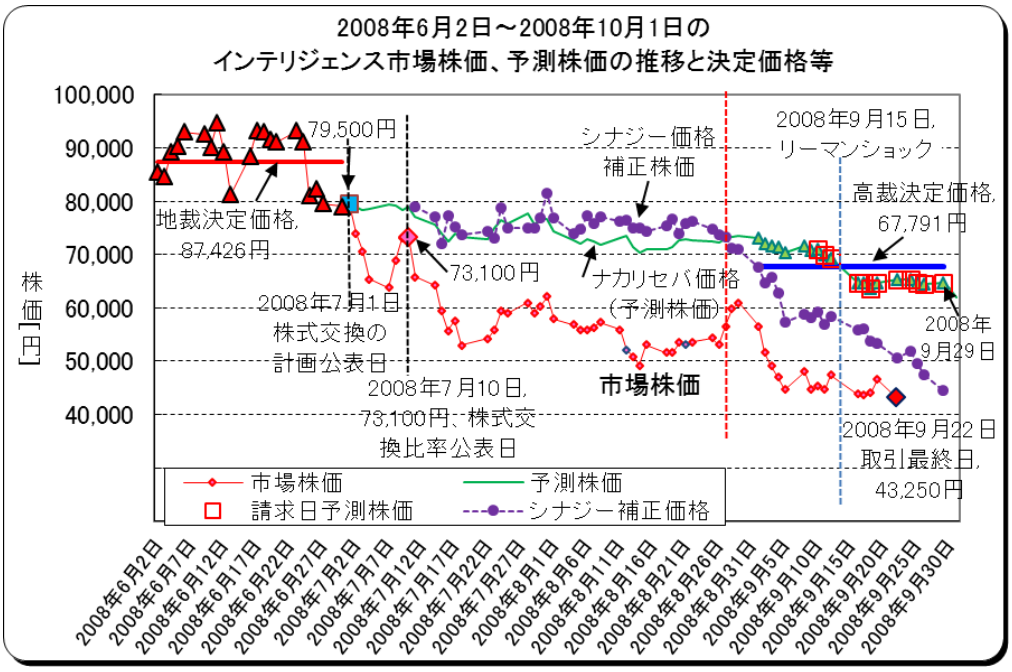
[54] 証券会社や投資ファンドなどプロの投資家であれば、貸借銘柄でなくとも大口の USEN 株主から株式を借りることは不可能ではない。また、一般の投資家が USEN 株式の空売りができなくとも、長期保有の USEN 株主であれば、株式交換に関係なく USEN の株を継続保有するわけであるから、それを売却して、その代金でインテリジェンス株を購入することによって、フリーランチの機会にありつくことが可能である。しかし、そもそも多くの USEN 株主は裁定機会があることを知らない可能性が高いと思われる。

[55] あくまで参考であるが、後掲するテクモ・コーエーの事案においては、テクモに対して割高に評価されていたコーエーは貸借銘柄であった。テクモとの共同株式移転という組織再編とそれに伴う上場廃止を予定している中では、新規の建玉制限や既存の売立て玉にも逆日歩が付きやすい相場環境であった。コーエー株が一応は空売り可能な貸借銘柄ではあったが、組織再編後に一般の投資家が裁定取引を行うことが可能であったかどうかは別の問題である。実際、株式移転比率が市場株価比率への織り込みが十分であったとはいえないが、少なくとも両銘柄の取引最終日にかけて市場株価比率は株式移転比率にさや寄せされるような動きとはなっていた（図表 4-2-9 または図表 4-2-10 参照）。

[56] 太田洋「テクモ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討（下）」商事法務 1908 号（2010）48 頁における「統合の相手方会社の株価に組織再編比率を乗じて計算される理論株価」を計算する式と同一である。理論株価と市場株価がさや寄せされることが前提となる考えであり、特に難解な理論を基にしているわけではない。

リジェンスの株式 1 株に対して USEN 株式が対価として 238 株を受け取ることの蓋然性は高い。よって、株式交換を受けるインテリジェンス株主にとり、実質的な価値はインテリジェンスの市場株価自体よりもむしろ USEN の株式 238 株相当（＝USEN 株価×238 株）の方が適切といえる。

図表 4-2-19 インテリジェンス株価等の推移と裁判所決定価格




注：「ナカリセバ価格」（予測株価）は、回帰式「正常収益率＝1.439×JASDAQ 指数収益率」によって算出された正常収益率を基礎として計算した。インテリジェンスの市場株価は、「シナジー補正株価」と「ナカリセバ価格」（予測株価）の両方から大きく下方に乖離した価格形成となっている点で特異な事案といえよう。特に、市場株価と「シナジー補正株価」の乖離は他事案と比較しても異常であり、市場株価は到底参照できるものではない。この場合、「シナジー補正株価」と「ナカリセバ価格」（予測株価）の何れか大きい方を採用すると、「ナカリセバ価格」（予測株価）が採用されることが明らかである。また、9 月 12 日と翌営業日の 16 日との間において、いわゆるリーマン・ショックが米国時間 9 月 15 日に起きており、同日前後の「ナカリセバ価格」（予測株価）には大きな価格差が観察できることに注意が必要である。

次に、「簡便法」の式を用いて「シナジー価格補正」による補正株価を算出し、それと裁判所によって実際に採用された回帰式を用いて算出した「ナカリセバ価格」および市場株価の推移を比較する（図表 4-2-19）。「ナカリセバ価格」は株式交換の計画公表日（2008 年 7 月 1 日）から、また「シナジー価格補正」による補正株価は株式交換比率が公表された日（2008 年 7 月 10 日）の翌営業日から算出する。算出の開始時点が両補正株価で異なることに注意が必要である。「ナカリセバ価格」（予測株価）と「シナジー価格補正」による補正株価（「シナジー分配価格」）の推移をみると、株式交換比率が公表された 2008 年 7 月 10 日以後、1 か月半程度の期間において両補正株価はほぼ同水準でかつ市場株価からは大きく上方に乖離して推移した（図表 4-2-19）。しかし、同年 8 月末ごろから USEN の市場株価が大きく下落したことから、USEN の市場株価に連動する「シナジー補正価格」も大きく下げ始めた。さらにリーマン・ショック（米国時間 9 月 15 日）後も市場全体と連動して「ナカリセバ価格」は大きく下落してはいるが、「シナジー補正価格」もそれ以上に大きく下落しており、「ナカリセバ価格」と「シナジー補正価格」の乖離が拡大する（図表 4-2-19）。これは同期間において、インテリジェンスと USEN の市場株価が株式市場全体（市場指数）

よりも大きく下げたことが原因である。もっとも、取引最終日にかけて、「シナジー補正価格」と市場株価は、全く完全ではないがいくぶんさや寄せされる価格推移が見られる。

図表 4-2-20 インテリジェンス市場株価、二つの補正株価、と「公正な価格」

| 日付 ＼ | 市場株価[円] | | 市場株価比率 | ③「シナジー補正株価」[円] | ④「ナカリセバ価格」・予測株価[円] | ⑤「公正な価格」[円]（③と④の何れか大きい方） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | ①インテリジェンス | ②USEN | (①／②) | | | |
| **2008 年 9 月 10 日** | 45,300 | 249 | 182 | 59,262 | 70,727 | 70,727 |
| **2008 年 9 月 11 日** | 44,700 | 239 | 187 | 56,882 | 69,775 | 69,775 |
| 2008 年 9 月 12 日 | 47,400 | 245 | 193 | 58,310 | 68,953 | 68,953 |
| 2008 年 9 月 15 日 | リーマン・ショック（米国時間、日本時間では東京市場は休場） | | | | | |
| **2008 年 9 月 16 日** | 43,800 | 235 | 186 | 55,930 | **64,343/64,333** | 64,343/64,333 |
| 2008 年 9 月 17 日 | 43,600 | 236 | 185 | 56,168 | 64,255 | 64,255 |
| 2008 年 9 月 18 日 | 44,000 | 226 | 195 | 53,788 | 63,297 | 63,297 |
| 2008 年 9 月 19 日 | 46,600 | 224 | 208 | 53,312 | 64,273 | 64,273 |
| **2008 年 9 月 22 日** | 43,250 | 213 | 203 | 50,694 | 64,920 | 64,920 |
| 2008 年 9 月 24 日 | 上場廃止 | 218 | － | 51,884 | 65,060 | 65,060 |
| **2008 年 9 月 25 日** | | 208 | | 49,504 | 64,290 | 64,290 |
| 2008 年 9 月 26 日 | | 199 | | 47,362 | 64,151 | 64,151 |
| 2008 年 9 月 29 日 | | 187 | | 44,506 | 64,325 | 64,325 |

注：「③シナジー補正株価」は、「②USEN」の市場株価×238（株式交換比率）として「簡便法」で計算した。「④ナカリセバ・予測株価」は、回帰式「正常収益率＝1.439×JASDAQ 指数収益率」によって算出された正常収益率を基礎として計算した。また、9 月 12 日と翌営業日の 16 日との間において、いわゆるリーマン・ショックが米国時間 9 月 15 日に起きており、同日前後の株価には大きな価格差がある。また、9 月 16 日付では、最高裁決定補足意見に二種類の予測株価が引用されているが、15 日に株式買取請求をした株主にかかる「④予測株価」は、64,343 円となっており、16 日に請求した株主は 64,333 円となるという。何れの予測株価とも、11 日の 69,775 円と比較すると、約 5,000 円（約 7%）もの大きな差額が生じたことになる。

上記グラフの推移（図表 4-2-19）からも数値（図表 4-2-20）からも明らかなように、反対株主による株式買取請求権の行使可能期間（2008 年 9 月 10 日～2008 年 9 月 29 日）においては、インテリジェンスの市場株価、「ナカリセバ価格」および「シナジー補正価格」の三つの関係は、

市場株価　＜　「シナジー補正価格」　＜　「ナカリセバ価格」

となり、市場株価は両方の補正株価よりも小さいことになるから、結論としては市場株価を採用するという選択は残されていない。「シナジー分配価格」として、この市場株価を採用するか補正株価（「シナジー補正価格」）を採用するかが問題となるが、インテリジェンスと USEN の市場株価比率が株式交換比率と大きく乖離したような場合（図表 4-2-17 または図表 4-2-18）には、市場株価を直接参照してはならず「シナジー補正価格」を採用することになる。そして、「二基準間の選択的行使」による算定方法を適用すれば、「ナカリセバ価格」は「シナジー補正価格」と比較して株式買取請求権行使の期間内においては高い価格で推移したから[57]、これを「公正な価格」とすれば、結局「ナカリセバ価格」を採用した裁判所の決定と整合的する。

[57] ただし、おおよそ 2008 年 7 月と 8 月の 2 か月の期間において、三つの価格は、
市場株価　＜「ナカリセバ価格」＜「シナジー補正価格」
の大小関係となることに注意が必要である（図表 4-2-19）。同年 9 月に入ってからは、「シナジー補正価格」と「ナ

**第 4 目 小括と検討**

本件では、裁判所は市場株価を株式市場全体の変動と比較し、それ以上に市場株価が下落したことをもって企業価値の毀損があると判定して「ナカリセバ価格」を採用した。それに対して、本件が企業価値の毀損の問題ではなく、株式交換比率が不公正であるためシナジーの再分配が問題になる事案ではなかったかという疑問を呈する見解がある[58]。実際のところ、インテリジェンス市場株価の下落には、当該組織再編以外の要因で市場全体の変動要因による変動（下落）も含まれていることから、企業価値の増減額および当該組織再編公表との因果関係が正確に見積もれない以上、この疑問は大いに検討する価値がある。

企業価値が毀損された可能性が高い場合は、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい方を「公正な価格」とすると、企業価値毀損（負のシナジー）が「シナジー分配価格」に反映されるから、多くの場合で、

「シナジー分配価格」　＜　「ナカリセバ価格」

という関係になる。他方、仮に企業価値が増加して、実はシナジー分配が問題となる事案であったとしても同様に、「ナカリセバ価格」はとりあえず算出すべきである。本件の場合は、株式交換比率と市場株価比率が大きく乖離したことから、少なくとも組織再編比率という重要な情報が市場価格に織り込み切れていないという点を見れば、インテリジェンスと USEN の価格形成が情報効率的でなかったといえる。前款のテクモ事件とは異なり、本件では USEN は貸借銘柄ではなかったので、制度信用取引を使用した裁定取引のための空売りができなかったことが大幅な乖離の一つの原因になったと推測できる。

そう考えると、そもそも本件では市場の情報効率性に問題のある市場株価を利用して企業価値または株主価値毀損の有無の判定を定量的に行うことなどは不可能なはずであり、ましてや「公正な価格」を算定するために市場株価を直接参照することはできないといえる。仮に、シナジー分配が問題とされる事件であり株式交換比率が公正であるとしても、多くの判例で採用されているように、「シナジー分配価格」として市場株価を参照せず補正株価（「シナジー補正価格」）を採用すべきである。本件は、企業価値の毀損が認められ「ナカリセバ価格」が問題となる事案である。裁判所は「公正な価格」として、「回帰分析的手法」を利用して算出された補正株価を採用したが[59]、少なくとも、生の市場株価を参照せずに補正株価を参照して価格決定したという点で、裁判所の判断

---

カリセバ価格」の大小関係が逆転したことになる。

[58] 神田・前掲注 45）154 頁は、「インテリジェンス社がその親会社である U 社との間で株式交換をした事例であり、むしろ類型Ⅱにおける毀損の有無が問題となりうる事例であったといえなくはない」と指摘する。ここで類型Ⅱとは「比率不公正類型」であるが、シナジー分配の公正さが問題となるとき組織再編比率が不公正であるために分配が不公正となり、その結果株主価値が毀損した場合の類型である。

[59] 神田・前掲注 48）53 頁は、インテリジェンス事件で高裁がマーケット・モデルを採用したのは画期的なことであると評価する。

は適切であったと考えられる[60]。また、裁判所から採用された同手法を主張した会社側にも、提案した回帰モデルには問題点はあるが、一定の評価が可能である。

本件で特徴的な点があるとしたら、本来ならば株主側が主張すべきである「回帰分析的手法」による株価補正の主張が予備的ではあるが会社側からなされたことである。仮に企業価値が毀損したことを認めて「ナカリセバ価格」を採用するにしても、株式交換の計画公表日以前の市場株価を参照すべきとする株主側の主張（「事前のナカリセバ価格」）に対して、会社側は反論として「回帰分析的手法」による補正株価（「事後のナカリセバ価格」）を主張したのであろう。何れにしても、ナカリセバ事例であっても、シナジー分配事例であっても、とりあえずは「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の両方を算定すべきである。特に、企業価値毀損の有無の判定が微妙な場合には無理にその有無を判定しようとせず、とりあえずは組織再編比率の公正性だけを判定した上で、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の両方の補正株価を算定し、何れか大きい方を「公正な価格」とするのがもっとも簡便で現実的である。

### 第 3 節 判例を用いた事例研究Ⅱ（株式対価の二段階買収による完全子会社化の事例）

本節では、二段階買収における第二段階目の取引として株式を対価とする組織再編に反対した株主からの株式買取請求にかかる株式買取価格決定申立の四事件の価格決定を検討する。全ての事件で第二段階目は株式交換が利用されているが、変動制か固定制かという株式交換比率決定方式の違い[61]、あるいは東京地裁民事第 8 部か大阪地裁第 4 民事部かといった裁判部署（あるいは裁判官）等の違いにより「公正な価格」の決定内容に差異が出た可能性がある[62]。その中でも、三洋電機事件[63]、パナソニック電工事件[64]およびダイワボウ情報システム事件[65]の三事件では、市場株価が参照

---

[60] 神田・前掲注 48）53 頁は、「回帰分析的手法」についてマーケット・モデルを採用したのは良いとしつつも、「当事者が提出した式にそのまま乗っかって結論を出すのではなく、もう少し検証するなりの方法はなかったのだろうか」と疑問を提起する。

[61] 一般的に、株式交換に用いられる株式交換比率の決定方法には、①固定制交換比率方式（Fixed Exchange Ratio）と、②変動制交換比率方式（Floating Exchange Ratio）の二種類がある。①固定制交換比率方式は契約締結時において、確定した株式交換比率（固定比率）が決定され、日本における組織再編では標準的な交換比率決定方式となっている。交換比率が固定されることによって、対価となる株式の市場変動を受けることになる。その逆に、②変動制交換比率方式は、交付する対価が固定額となるように、交付する株式の数を交換比率（変動比率）により調整する。さらに②変動制交換比率方式に、変動幅限定（カラー：Collar） が付いた、③変動幅限定付変動制交換比率方式(Collared Floating Exchange Ratio）がある。これは①固定制交換比率方式と②変動制交換比率方式の中間的な方式であり、変動制交換比率方式が適用される変動幅の上限は「キャップ（Cap）」、また下限は「フロア（Floor）」と呼ばれており、キャップとフロアの間がカラーである 。

[62] 松田了「大阪地裁商事事件における現況と課題」判例タイムズ 1381 号（2012）25 頁は、「公正な価格」の判断の基準日、基礎とされた市場価格、「ナカリセバ価格」や「シナジー分配（プレミアム割合）」の形成過程、さらに株式公開買付け（TOB）価格との関係についての判断に関連して、「一口に会社の組織再編といっても様々なパターンが考えられるし、反対株主の株式の取得時期や株式公開買付け（TOB）価格との関係など、理屈の面もさることながら、どこまでが裁判所の裁量の範囲といえるのか、さらなる議論の展開が望まれる」と指摘する。

[63] 大阪地決平成 24 年 4 月 27 日判例時報 2172 号 123 頁〔三洋電機株式買取価格決定申立事件地裁決定〕

[64] 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日（大阪地裁平成 23 年(ヒ)第 72 号）判例時報 2152 号 139 頁（以下「パナソニック電工①事件」という。）および大阪地決平成 24 年 2 月 10 日（大阪地裁平成 23 年(ヒ)第 53 号、同第 71 号）（判例集未登載）商事法務 1965 号 99-100 頁、大阪高決平成 24 年 5 月 30 日（平成 24 年(ラ)第 216 号、同第 316 号）（判例集未登載）商事法務 1968 号 52-53 頁（以下「パナソニック電工②事件」という）。

[65] 大阪地決平成 22 年 3 月 30 日資料版商事法務 314 号 31 頁〔ダイワボウ情報システム株式買取価格決定申

されその平均値をもって「公正な価格」とされた。それら算定価格は結果としてそれぞれの組織再編行為に先立つ公開買付けの価格を下回っている[66]（図表 4-3-1）。他方で、日興コーディアルグループ事件[67]（以下「日興 CG 事件」という。）だけは、市場株価は参照されず公開買付価格と同額の株式交換における基準価額（対価固定額）をもって「公正な価格」とされた。これは、現金対価の二段階買収による完全子会社化の事件のように、公開買付価格と同額かあるいはそれを上回る裁判所の価格決定がなされたことと類似する（第 5 章図表 5-3-1 参照）。

図表 4-3-1　株式対価の二段階買収の事案における公開買付価格と裁判所の決定価格等

| 二段階買収の事案　＼ | | 公開買付価格（第一段階） | 株式交換の「基準価格」または「取得価格」（第二段階） | 裁判所決定価格 | 市場株価終値（買取請求日または取引最終日） |
|---|---|---|---|---|---|
| 株式対価 | 日興 CG①事件 | 1,700 円 | 1,700 円 | 1,700 円 | 1,364 円 |
| | 日興 CG②事件 | | | | 上場廃止 |
| | パナソニック電工①事件 | 1,110 円 | なし（株式交換比率に応じて市場価格で変動するため） | 967 円 | 869 円 |
| | パナソニック電工②事件 | | | 1,004 円 | 892 円 |
| | 三洋電機事件 | 138 円 | | 117 円 | 116 円 |

株式対価の二段階買収では、対価株式が存続会社（または親会社）の株式であり、公開買付価格と組織再編比率が公正である場合には、それらが織り込まれるように対価株式の市場株価が公正に価格形成されていれば、少数株主が公開買付けに応じざるを得ないようにする強圧性の問題は生じないと思われる。他方で、少数株主が受け取る対価額が公開買付価格より低く設定されるような「強圧的な二段階買収」に対して、これを防止するためには、第二段階目の取引に対する反対株主の買取請求における「公正な価格」は、特段の事情がない限り公開買付価格を下回ることはないと解する見解もある[68]。しかし、この見解をとる判例は日興 CG 事件だけであって、むしろ例外的であり、当時は株式市場全体が下落傾向にあった時期とも重なったことから、他の事件では公開買付価格を下回る価格決定が相次いでなされている（図表 4-3-1）。例えば、三洋電機事件とパナソニック電工事件では、反対株主が株式買取請求した日を算定基準日として、同日の市場価格（終値または VWAP）を参照して算定した「公正な価格」を決定価格としており、必ずしも公開買付価格と同額が保障されていたわけではない。これは一段階買収の事件ではあるが、株式買取請求日における市

立事件地裁決定〕。

[66] 株式が対価の組織再編行為にかかる価格決定裁判の場合は、別の見方をするならば、公開買付けの後に市場株価が上昇しているような場合には、株主の不満はないが、問題となるのは市場株価が公開買付価格を下回った後で、株式交換や吸収合併がなされた場合である。反対株主によって株式買取請求権が行使され価格決定の裁判にまで持ち込まれる場合は、ほとんどの場合、組織再編行為の効力が発生する近辺で、市場株価が下落しているケースが本論文で扱う事案の中にも多いとも言えよう。

[67] 東京地決平成 21 年 3 月 31 日（平成 20 年（ヒ）第 109 号、第 104 号、第 111 号）金融・商事判例 1315 号 26 頁（以下「日興 CG①事件」という。）、東京地決平成 21 年 3 月 31 日（平成 20 年（ヒ）第 112 号）金融・商事判例 1315 号 26 頁（以下「日興 CG②事件」という。）。

[68] 相澤哲編著『一問一答　新・会社法』（商事法務，2005）221-222 頁は、「上場株式の『公正な価格』は、合併時の時価を基本とするが、たとえば、合併直前に消滅会社の株式について公開買付けが行われ、その公開買付けが成功した後、株価が下落したというような場合には、合併によるシナジーの評価は公開買付価格に反映され、公開買付後に株価が下落したのは公開買付をした者による支配プレミアムの取得の影響によるものと考えられるので、通常、『公正な価格』が公開買付価格を下回ることはないものと考えられる」と指摘するように、立案担当者も同様の見解を取っていた。

場株価を参照して決定価格とすべきとしたテクモ事件最高裁決定[69]とも整合的である。シナジー分配が問題となる株式対価の二段階買収の事件で市場株価を参照しない日興 CG 事件地裁決定は、平成 17 年改正会社法の制定後に判例集に登載された初の価格決定事件であるが、その後に決定が出された他事件の決定内容と整合的でない。

本節（第 3 節）では、四つの事件の全ての検証作業において、「シナジー分配価格」については「シナジー価格補正」（ただし「簡便法」による。）[70]による価格算定を行い、「ナカリセバ価格」の算定では市場指数（TOPIX 等）を単純に当てはめるだけの簡便な方法（モデル）を統一的に採用した[71]。これにより、両価格とも事件に関わらず同一の算定方法を採用して比較検証できることから整合性が担保される。前節（第 2 節）では一段階買収の事例研究をしたが、本節の二段階買収にかかる事件でも、「ナカリセバ価格」の補正株価算定はもちろんのこと、「シナジー補正価格」の場合も「簡便法」を使用すれば、基本的には一段階買収の場合と整合的に算定できる。つまり、組織再編比率から得られる比率を他方当事会社（存続会社）株式の市場株価に単純にかけるだけで算定が可能となる。ただし、重要な点を再度整理すると、①「事前のシナジー分配価格」である公開買付価格が公正であること、②公開買付けの公表日後（事後）に決定される組織再編比率が公正であること、③公開買付価格と組織再編比率がどの程度まで市場株価（比率）に織り込まれているかの三点である。二段階買収の場合は二段階で公正性が裁判所により判断されるから[72]、それを前提にして「シナジー補正価格」（「簡便法」）が算定される。

なお、「シナジー価格補正」における「簡便法」は「厳密法」と近似の関係にあるが、特に完全子会社化の事案においては、両当事会社が親子会社間で従属的関係にあり、両会社の時価総額の差が大きく、さらに親会社による公開買付け後においては支配比率が例えば 80%あるいは 90%となるような場合には、近似関係から「簡便法」は「厳密法」との算定値の差は小さくなる。誤差の許容範囲内で組織再編比率が市場株価に織り込まれている場合は、補正の計算は必要なく市場株価を参照してもよい場合もあるが、それはむしろ例外であり、原則は補正のための計算をすべきである。また補正株価算定のために、存続会社株式の市場株価を参照する際には、終値よりは価格の安定し

---

[69] 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 3）1785 頁は、反対株主が発行会社に対して株式買取請求権を行使した日の市場株価を「公正な価格」とすべきとし、抗告審決定を破棄し、高裁に差し戻した。

[70] 拙稿「完全子会社化における消滅株式会社等への株式買取請求における補正株価と『公正な価格』――ダイワボウ情報システム株式買取価格決定申立事件を題材に――」青山ローフォーラム 4 巻 2 号（2016）291 頁では、ダイワボウ情報システム事件から、おおよその傾向としては消滅会社への株式買取請求で、親会社による完全子会社化の事案であれば、「簡便法」でも良いと考察をしている。よって、本論文で取り扱う二段階買収の四事案の全てについても「簡便法」を適用するが、これは全ての事案で算定手法を統一するという利点もある。

[71] これは、TOPIX 収益率を説明変数xとする一次式のマーケット・モデル（$y=\beta\times x+\alpha$）において、回帰係数$\beta=1$および回帰定数項$\alpha=0$というパラメータ制約をおいた場合に相当する。理論的には、$\alpha$と$\beta$のパラメータを最小二乗法により推定すべきではあるが、一般的に推定結果は誤差を含むものであり、またデータの設定などで分析者によっては推定結果も変わる場合もあるので、四事案では、パラメータ推定を行わず中立的なパラメータ制約（$\beta=1$および$\alpha=0$）を置いたモデルで代用する場合があることに注意が必要である。

[72] 例えば、対価が存続会社の株式の二段階買収の事案である大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・前掲注 64）139 頁（パナソニック電工事件地裁決定）や大阪地決平成 24 年 4 月 27 日・前掲注 63）123 頁（三洋電機事件地裁決定）では、株式交換比率の公正性を判断する場合においては、シナジー分配が公正とされる公開買付価格が算定の基礎とされていることが重要な判断要素の一つとなっていた。

たVWAPを参照するのが好ましいが、終値の方が裁判所の価格決定で参照されることが多いので、本論文の検証でも終値ベースで算定を行っている。

### 第1款 日興コーディアルグループ事件

本款では親会社による完全子会社化のために、二段階買収の二段階目にいわゆる三角株式交換が行われた日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件[73]（以下、本款では「本件」という。）を最初に検討する。なお、本件では、株式買取請求をした株主が異なる「日興CG事件①」と「日興CG事件②」の二つの決定がある。また、本件は米国におけるサブプライム問題による米国株式市場の低迷の時期と重なっていることに注意が必要である。

#### 第1目 事件の概要

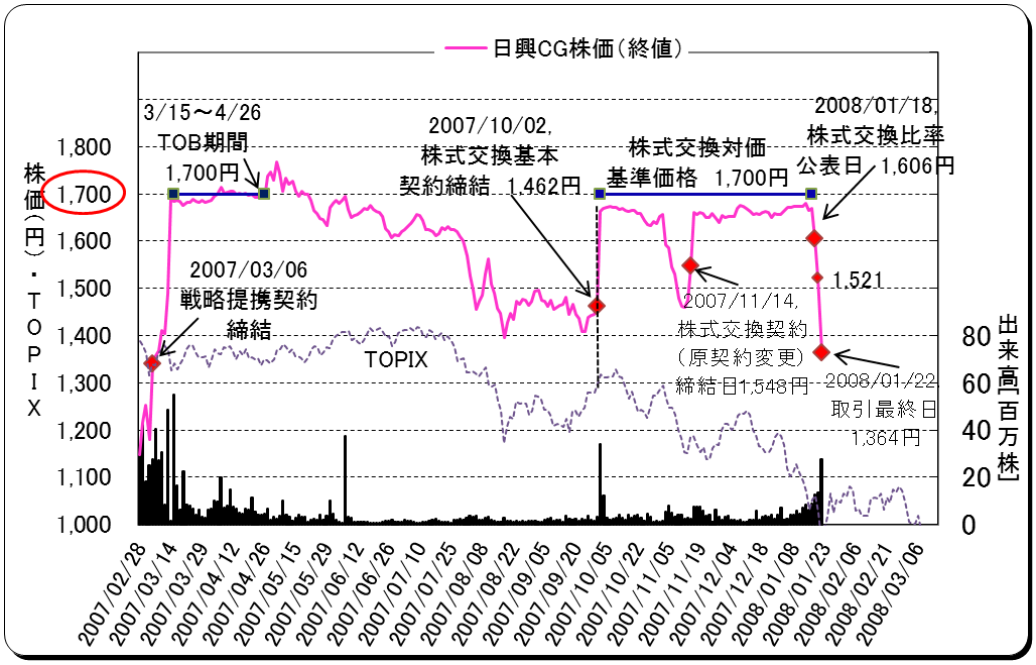
日興コーディアルグループ（以下「日興CG」という。）は、2007年3月6日にシティグループとの間で業務・資本提携を含む包括的戦略提携契約を締結した。シティグループは、この包括的戦略提携契約に基づき、日興CGの株式全ての取得を目指して公開買付けを行うこととし、2007年3月15日から同年4月26日までの間、日興CGの普通株式1株当たり1,700円の買付価格により公開買付けを実施した。その後もシティグループは、日興CG株式を買い増し、2007年10月2日時点において発行済株式総数の約67.2%（議決権割合約68%）を保有するに至った。

日興CGは2007年10月2日、米国シティグループの日本法人である完全子会社のシティグループ・ジャパン・ホールディングス株式会社（以下「CJH」という。）およびシティグループとの間で、シティグループの普通株式を対価として、日興CGをCJHの株式交換完全子会社とする株式交換についての基本契約を締結した。日興CGは2007年10月31日に基本契約に基づきCJHとの間で株式交換に係る株式交換契約（原契約）を締結し、その後2007年11月14日に原契約を変更する株式交換契約を締結し、2007年12月19日開催の臨時株主総会において株式交換契約の承認決議がなされた。

---

[73] 東京地決平成21年3月31日・前掲注67)26頁。前述したように、同決定では、東京地裁平成20年(ヒ)第109号、同第104号および同第111号に関する決定と東京地裁平成20年(ヒ)第112号に関する決定の二つがある。なお、事例研究としては、拙稿「外国株式を対価とする株式交換における株式買取価格決定裁判で市場株価または補正株価を利用するための数理分析」青山社会科学紀要43巻2号(2015)49-83頁があるが、本件に関連する記述は同拙稿に基づいている。

図表 4-3-2　日興 CG の市場株価の推移と基準価格等




注：戦略提携契約が公表された 2007 年 3 月 6 日における日興 CG の終値 1,340 円となるように TOPIX を相対化し、その相対株価の推移を提示した。日興 CG の市場株価は、公開買付けの公表以後、市場取引最終日までの間、TOPIX を上回る推移となった。

2008 年 1 月 18 日には、日興 CG 株式の 1 株に対してシティグループ株式を 0.602 株割り当てるとする株式交換比率（1：0.602）が発表され、日興 CG 株式は、東証、大証および名証において上場廃止（取引最終日は 2008 年 1 月 22 日）となり、株式交換契約は 2008 年 1 月 29 日に効力が生じた。臨時株主総会において株式交換の決議に反対した複数の株主は、2008 年 1 月 22 日（以下「買取請求日①」という。）と 2008 年 1 月 28 日（以下「買取請求日②」という。）において、日興 CG に対し株式買取請求をしたが、価格について協議が調わず、日興 CG は 2008 年 3 月 27 日に裁判所に対して株式買取価格決定の申立てをした。日興 CG 側の主張は、株式交換条件が決定された 2007 年 10 月 2 日において日興 CG 株式の「公正な価格」であった 1,700 円から同株式の客観的価値の減少分である約 25.42%を減じた 1,268 円が、「公正な価格」の最大値であるというものであり[74]、一方株主側は、公開買付価格である 1 株当たり 1,700 円を下回ることはないと主張した[75]。

### 第 2 目　東京地決平成 21 年 3 月 31 日の概要

東京地決平成 21 年 3 月 31 日は、「株式買取請求に係る『公正な価格』も上記相乗効果（シナジー）を適正に反映したものである必要があるというべきである」とし、「株式交換の前に、その前提として、株式交換完全子会社となる会社の株式について公開買付けが行われた場合において、当該公開買付けにおける株式の公開買付価格と、当該株式交換における株式交換比率の算定の際の株

[74] 会社側（日興 CG 側）は、裁判所への株式買取価格決定の申立てに先立ち、反対株主からの株式買取請求に対して、1株当たり 1,650 円で買い取る旨を同株主に対して提示した。その算定根拠としては、株式交換契約締結日の翌日である 2007 年 11 月 15 日から日興 CG 株式の市場取引最終日である 2008 年 1 月 22 日までの間の市場価格における「取引高加重平均価格の平均値」（VWAP の単純平均）と同額であるとしている。

[75] 東京地決平成 21 年 3 月 31 日・前掲注 67）26 頁の日興 CG 事件①での反対株主の主張価格は 1 株当たり 2,840.29 円であり、事件②での主張価格は公開買付価格である1株当たり 1,700 円を下回らないとしている。

式交換完全子会社株式の基準価格が同じ価格とされている場合には、当該価格は、その効力発生時において当該株式交換から生ずる相乗効果（シナジー）を織り込んだものとして設定されたものと推認するのが相当である。」とし、さらに、「当該公開買付けが実施され、当該株式交換における株式交換比率算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が決定された後に、株式交換完全子会社の株価が下落したとしても、当該株式交換に反対する同社の株主がした株式買取請求に基づく株式買取価格決定の際の『公正な価格』は、原則として、当該公開買付価格及び当該基準価格を下回ることはないと解するのが相当である。」と判示した。すなわち、裁判所は日興 CG の市場株価を一切参照せずに、公開買付けと株式交換が一連の取引であると認定したうえで、公開買付価格と（変動制）株式交換比率算定のための固定額である「基準価格」が 1,700 円で同一であることから、「公正な価格」も 1,700 円とした[76]。

上記決定内容からは、たとえ株式市場全体（TOPIX 等の株式市場指数）の株価下落に連動して当該企業の市場株価が下落しようとも、株式買取請求における「公正な価格」は公開買付価格を下回ることがないことになるが、同決定の射程は二段階買収において、株主が事実上第一段階目の公開買付けや当該株式交換に応じざるを得ないような強圧性が問題となる場合にしか及ばないという批判がある[77]。また、市場取引最終日まで数日間において株式市場全体（TOPIX）が下落傾向を示していた本件においては、株価下落リスクを株式買取請求株主に負担させるべきであったと指摘する見解もある[78]。本論文においても同様の見解を取るが、市場株価をそのまま参照することはせずに、「ナカリセバ価格」にしろ、「シナジー分配価格」にしろ補正株価を算定し、何れか大きい方を採用すべきである。

---

[76] 後述することになるパナソニックの組織再編に関連した価格決定であるパナソニック電工事件と三洋電機事件は、日興 CG 事件と同じく株式交換を用いた二段階買収による完全子会社化の事件ではあるが、当時の株式市場全体の下落等の影響を大きく受けた市場株価を参照し、それを平均した株価による価格決定となる。二段階買収でない組織再編に関連した価格決定裁判では、組織再編において企業価値が増加（シナジーが発生）する場合において、算定基準日における単日の市場株価や算定基準日以前の一定期間における市場株価の平均値が採用される事案が多い。すなわち日興 CG 事件地裁決定は市場株価を参照せず、公開買付価格あるいは株式交換比率を決定するための固定額対価（基準価格の 1,700 円）を決定価格としていることから、結果的に近時の株式買取価格決定の決定内容とは整合性に欠けたものとなっている。

[77] 太田洋「日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討」商事法務 1869 号（2009）11 頁参照。さらに、「100％買収ではない、上場会社のグループ内組織再編や上場会社同士の経営統合のような場合には、本決定の射程は及ばない（株式市況の下落等の影響を考慮する余地は十分にある）」と指摘する。パナソニックの組織再編に関連した近時下級審判例（大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・前掲注 64）139 頁と大阪地決平成 24 年 4 月 27 日・前掲注 63）123 頁）では、100％買収（完全子会社化）の事案であっても、株式市況の下落等の影響を考慮した決定となっている。

[78] 岡田昌也「反対株主による株式買取請求における公正な価格（日興コーディアル株式買取価格決定申立事件」法学研究 84 巻 3 号（2011）142 頁参照。さらに、拙稿「二段階買収（公開買付け後の株式交換）に関連した株式買取価格決定事件における『公正な価格』の評価」青山ローフォーラム 2 巻 2 号（2013）25-32 頁においても、他の二段階買収の類似事案との整合性を取るという観点からも、日興 CG 事件における「公正な価格」は、市場株価を採用すべきであったと主張している。日興 CG 事件では株式交換比率の決定方法として変動制交換比率方式が採用されたが、株式交換比率が決定されてから取引最終日までの三営業日だけではあるが、事実上固定性交換比率方式が導入されたと同じ経済効果を受けており、その点で他の二段階買収の事案と同じ条件（固定性交換方式）のリスクに日興 CG 株主も晒されたという点で、他事案との整合性をもった価格決定方法が採用されるべきであると考えられる。

**第 3 目 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の再検討**

日興 CG の株式交換では、対価として交付されるシティグループ株式の株式価値が一定になるように、株式交換比率を変動させる「変動制交換比率（フローティング交換比率）」[79]が採用され、以下の算式で交換株式数を算定した。

$$\text{交換株式数} = \frac{\text{1,700円（＝基準価格）}}{\text{シティグループの平均株価（米ドル建)×ドル円為替レート}}$$

この交換株式数の式から、ドル円為替レートが円高になるほど、あるいはシティグループ株価が下落するほど交換株式数が増大することがわかる。交換株式数は、分母の二つの変数と逆比例の関係になっており、これら変数は市場において常に変動するが、それに交換株式数が連動することにより、対価株式価値が 1,700 円で一定となるように調整される。そのため当該期間において日興 CG 株価は大よそ 1,700 円近くにさや寄せされているような値動きとなっている（図表 4-3-3)。つまり、株式交換比率が確定する基準日までの期間において、対価株式の株価変動や為替変動といった市場変動リスクを日興 CG の株主はほとんど負担しないで済むことになる[80]。

日興 CG の「シナジー価格補正」は、株式交換比率が公表された後から、シティグループ株（東証、円建て）の市場株価に株式交換比率からの 0.602 を乗じた「簡便法」によって計算した。すなわち、

「シナジー補正価格」＝ シティグループ株価　× 0.602 株

となる。また、「ナカリセバ価格」はマーケット・モデルを使用せず、シティグループとの戦略提携契約の公表日（2007 年 3 月 6 日）における日興 CG の市場株価（終値の 1,340 円）を起点として、TOPIX を相対化したもので代用し、二つの補正株価の何れか大きい方を「公正な価格」とした（図表 4-3-4)。

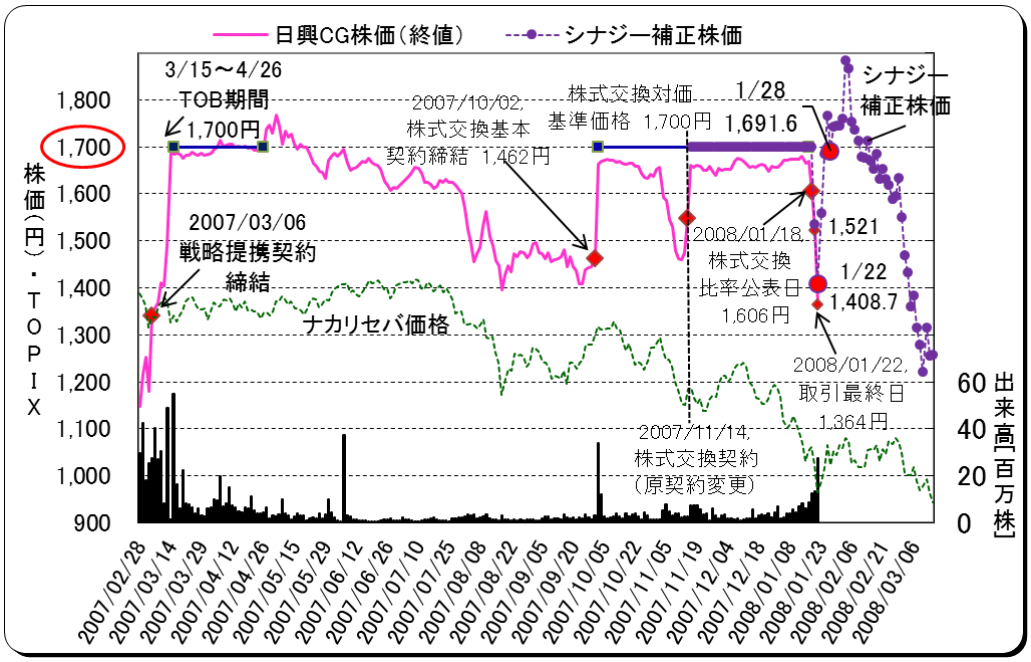
---

[79] 実際、この交換比率の算定方式には幾つかの契約条項があり、正確には「変動幅限定付変動制交換比率方式」と呼ばれている。この方式に関する契約条件は、2007 年 10 月 31 日に締結された、株式交換の原契約によるものであるが、その後、ニューヨーク証券取引所におけるシティグループの株価が大幅に下落したのを受けて、日興 CG は、この原契約に定められた株式交換の条件変更についてCJHとの間で協議および交渉を行い、2007 年 11 月 14 日の株式交換契約締結において、変動幅限定付変動制交換比率方式から変動制交換比率方式に株式交換比率の決定条項を変更している。

なお株式交換比率決定方式の詳細については、上野元＝星明男「第 8 章 企業買収等契約におけるリスク分配手法の諸相―メイタグ社の買収事案を素材として」岩倉正和＝太田洋著『M&A 法務の最先端』(商事法務, 2010)492 頁、太田洋ほか「自社株対価 TOB を利用した日本企業による海外企業の M&A」西村高等法務研究所編『自社株対価 TOB による国際企業買収−クロスボーダーM&A の新たな手法について』(商事法務, 2012) 117 頁または拙稿「日興とシティグループの三角株式交換おける変動幅限定付変動制交換比率方式等の数値による分析」青山社会科学紀要 42 巻 2 号(2014)1−38 頁において、「変動制交換比率方式」と「固定制交換比率方式」について検討しているので参照されたい。

[80] 谷川達也＝水島敦「シティグループと日興コーディアルグループによる三角株式交換等の概要［下］」商事法務 1833 号(2008)19 頁参照。

図表 4-3-3　日興 CG の市場株価（終値）および補正株価の推移




注：市場株価（終値）、「ナカリセバ価格」と「シナジー補正株価」（「簡便法」）の推移を示す。「ナカリセバ価格」は、戦略提携契約が公表された 2007 年 3 月 6 日における日興 CG の終値 1,340 円となるように TOPIX を相対化しただけの相対株価の推移を提示した。2008 年 1 月 17 日以前の変動制交換比率方式が適用されていた期間内では、日興 CG 株価は基準価額の 1,700 円を若干下回るような推移となっている。株式交換比率が公表された 2008 年 1 月 18 日からの 3 営業日の日興 CG 市場株価は大幅に下落した。この「シナジー補正株価」は当時東証上場のシティグループ株価（円建て）に株式交換比率（0.602）を乗じて計算することができる。そうすると、1 月 22 日の補正株価（終値ベース）は 1,408.7 円で 1 月 28 日は 1,691.6 円と大きな差がある。

日興 CG 事件①では、株式買取請求日が 2008 年 1 月 22 日（買取請求日①）の市場株価は 1,364 円（終値）である。「シナジー補正価格」は 1,408.7 円（＝2,340 円×0.602）となるから、裁判所の決定価格である 1,700 円よりも 300 円程度低い価格であるが、これは取引最終日にかけて市場全体の株価動向を示す TOPIX が急落したことによるものである。他方、日興 CG 事件②では、株式買取請求日は 2008 年 1 月 28 日（買取請求日②）で日興 CG の株式が上場廃止後であるが「シナジー価格補正」をすることが可能であり、これによれば、補正株価は 1,691.6 円（＝2,810 円×0.602）となり、決定①と比較して約 280 円も高い価格となっている。このような差が生じるのは、買取請求日①と買取請求日②の期間において対価株式であるシティグループ株（東証上場）が 2,340 円から 2,810 円に暴騰したためである（図表 4-3-4）。

図表 4-3-4 日興 CG とシティグループの市場株価と補正株価(終値ベース)

| 日付 ＼ | ①日興 CG 株価[円] | ②シティグループ株価(東証)[円] | ③日興 CG「シナジー補正価格」[円](②×0.602) | ④「ナカリセバ価格」[円] | ⑤「公正な価格」(③か④の大きい方)[円] |
|---|---|---|---|---|---|
| | 日本時間 (東京証券取引所) | | | | |
| 2007 年 3 月 6 日(算定起点日) | 1,340 | - | - | 1,340 | - |
| 2008 年 1 月 15 日 | 1,680 | 3,190 | - | 1,069.0 | - |
| 2008 年 1 月 16 日 | 1,665 | 2,850 | - | 1,031.1 | - |
| 2008 年 1 月 17 日 | 1,670 | 2,870 | - | 1,053.3 | - |
| 2008 年 1 月 18 日(交換比率公表日) | 1,606 | 2,750 | - | 1,062.1 | - |
| 2008 年 1 月 21 日 | 1,521 | 2,550 | **1,535.1** | 1,024.3 | 1,535.1 |
| **2008 年 1 月 22 日(取引最終日、買取請求日①)** | **1,364** | **2,340** | **1,408.7** | 965.8 | **1,408.7** |
| 2008 年 1 月 23 日 | 上場廃止 | 2,590 | **1,559.2** | 989.6 | 1,559.2 |
| 2008 年 1 月 24 日 | | 2,800 | **1,685.6** | 1,016.9 | 1,685.6 |
| 2008 年 1 月 25 日 | | 2,935 | **1,766.9** | 1,064.7 | 1,766.9 |
| **2008 年 1 月 28 日(買取請求日②)** | | **2,810** | **1,691.6** | 1,023.7 | **1,691.6** |

注: 検証で算定した価格[円]は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。④「ナカリセバ価格」については、単純に TOPIX の相対株価を代用した。固定された株式交換比率(1:0.602)が公表された 2008 年 1 月 18 日以前は、③「シナジー補正価格」(「簡便法」)は算出できないが、公表後は②シティグループ株に 0.602 を乗じたものが日興 CG の「シナジー補正価格」となる。これは日興 CG 株式が上場廃止になった後も計算可能である。よって「買取請求日②」場合は、上場廃止後の 2008 年 1 月 28 日に株式買取請求がなされており、同日の「シナジー補正価格」は、2,810 円×0.602＝1,691.6 円と計算できる。

何れにしても、二つの株式買取請求日において、

「ナカリセバ価格」 ＜ 「シナジー補正価格」

という大小関係となっており、何れか大きい方を「公正な価格」とすると「シナジー補正価格」が選択される。よって、本論文における「公正な価格」の検証結果は、それぞれ、買取請求日①では 1,408.7 円、買取請求日②では 1,691.6 円となり、裁判所の決定価格である 1,700 円をいずれも下回ることになる。

ところで、反対株主が株式買取請求したのが買取請求日①であっても買取請求日②であっても、裁判所の決定価格が一律に 1,700 円というのは、結局最悪のタイミング（買取請求日①）で請求した反対株主への「補填額」が、買取請求日②の株主のそれよりも大きいということになり、反対株主間の平等に反するように思われる。本件の場合、対価株式が為替リスクのある外国株式であるという特殊事情もあることから、少数株主保護の観点から固定額で保護されるということにも一定の合理性がありそうである[81]。しかし、一連の二段階買収における取引が公正であり、公開買付価格

[81] 日興 CG の場合は、対価が外国株式であり、資産クラスの異なる対価が引き渡されることは、現金対価の場合と同じである。対価の資産クラスに注目すれば、対価が日本株式とは異なる場合には、「公正な価格」は公開買付価格を下回らないという考え方もあり得る。しかし、日興 CG 場合は、東京証券取引所にシティグループの株

や固定された株式交換比率も公正であると推定できれば、特段の事情がない限り、その情報は市場株価に織り込まれているから、市場株価または補正株価を参照して価格決定すべきである[82]。後に紹介するパナソニック電工事件や三洋電機事件等の他の事件では市場株価を参照して価格決定がなされており、それらの事件とも整合的な価格算定が採用されるべきである。

### 第 2 款 パナソニック電工事件

本款では、親会社による完全子会社化のために二段階買収の二段階目に株式交換が行われたパナソニック電工株式買取価格決定申立事件[83]（以下、本款では「本件」という。）を検討する。この事件では、株式買取請求をした株主が異なる「パナソニック電工事件①」と「パナソニック電工事件②」の二つの決定がある。また、本件は東日本大震災（2011 年 3 月 11 日）およびその後の福島第一原子力発電所事故の影響で株式市場が混乱した時期に反対株主から株式買取請求がなされているのが特徴的である。

#### 第 1 目 事件の概要

パナソニック株式会社（以下「パナソニック」という。）は、2004 年 4 月にパナソニック電工株式会社（以下「パナソニック電工」という。）を、2009 年 10 月には三洋電機株式会社（以下「三洋電機」という。）を、公開買付けにより両社の発行済総数の半数を超える株式を取得して、連結子会社とした。パナソニックは、意思決定の迅速化とグループ・シナジーの最大化などを企図して、2010 年 7 月 29 日にパナソニックによるパナソニック電工および三洋電機の株式の公開買付け（買付期間は 2010 年 8 月 23 日から 2010 年 10 月 6 日）とその後に株式交換を行うスキームにより、2011 年 4 月を目処に両社を完全子会社とすることを取締役会で決議し、同日の取引時間終了後にその旨を公表した。なお、完全子会社化については、同日の日本経済新聞の朝刊により既に報道されており、その情報を受けて両子会社の市場株価は大きく上昇した。

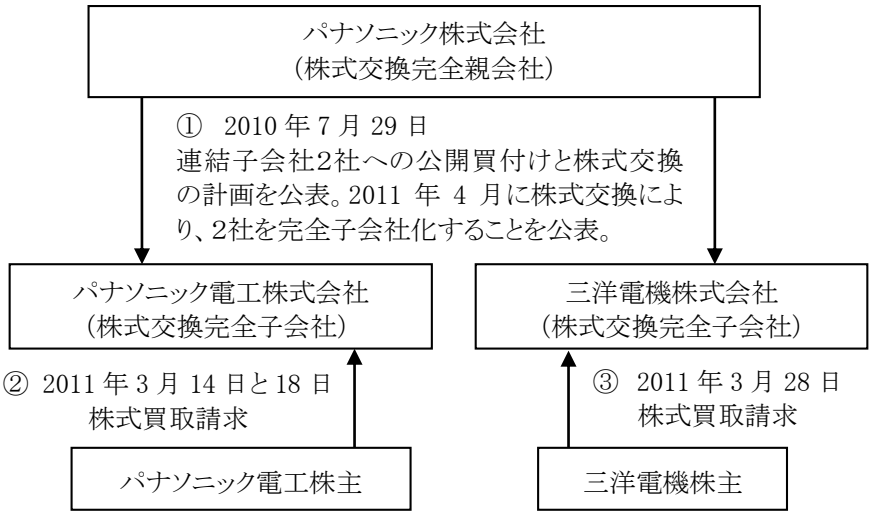
---

式（円建て）が上場され、同上場株式が株式交換の対価となっていたことから、日本株式と全く異なる資産クラスとは言えないように思われる。その点、対価株式の上場手続を事前に取っており、投資家保護には配慮していたといえる。

[82] 日興 CG の事案は、ニューヨーク市場と東京市場との国境をまたいだ上場株式間の市場裁定が問題となったが、シティグループと日興 CG の両銘柄ともそれぞれの市場において流動性が高く、さらに異なる通貨で時差のある市場間ではあるが、価格裁定が一応は機能していたようである。東証での市場取引最終日にかけての日興 CG 株価の大幅な下落は、一見非効率的な株価形成（アノマリー）のように見えたが、国際株式市場間における価格裁定は機能していたことから、少なくとも株式交換比率という重要な情報に関しては市場の情報効率性に問題があったとはいえない。しかしこれは、個々の市場株価における市場の価格効率性までを担保するものではなく、日興 CG の市場株価の水準自体がファンダメンタルな情報を全て織り込んだ妥当な価格であるかどうは別問題である。

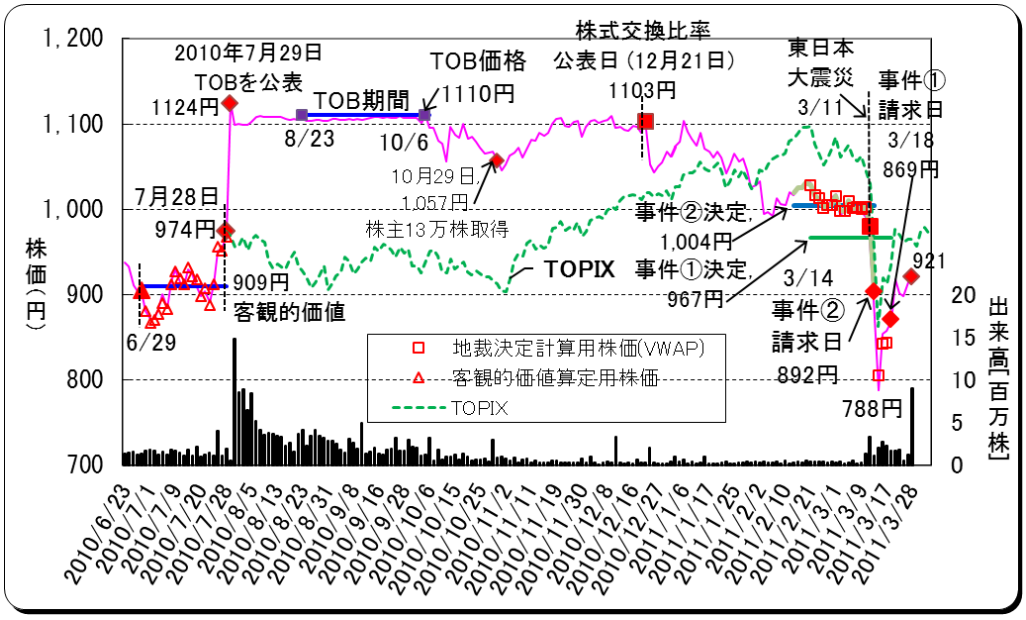
[83] 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・前掲注 64）139 頁。また、事例研究としては、拙稿「パナソニック組織再編における株式買取請求事件に関連した定量的分析の検討」青山社会科学紀要 41 巻 2 号（2013）177-210 頁があるが、本節では同拙稿に基づいている。

図表 4-3-5　パナソニックの組織再編に関連した二つの株式買取価格決定申立事件




このパナソニックによる完全子会社化のための二段階買収においては、第一段階目の公開買付けにおける買付価格は 1,110 円であり、これは公開買付けの公表日前日（2010 年 7 月 28 日）の市場株価終値 974 円に対して約 14%、公開買付け公表前 1 か月間（2010 年 6 月 29 日～同年 7 月 28 日）の市場株価終値の平均値[84]である 909 円に対して 22.1%のプレミアムを加えた金額である。パナソニックは、従前から保有していたパナソニック電工の株式（発行済株式総数に占める割合 51%）と併せて、第一段階の公開買付けによって 82.69%を取得した。

図表 4-3-6　パナソニック電工の市場株価（VWAP）、TOPIX の推移と決定価格等




注：実線は、パナソニック電工の市場株価（終値）の推移を示す。TOPIX は 2010 年 7 月 28 日のパナソニック電工の終値 974 円を起点として、相対価格を算定した。図中の四角印（□）は、事件①と事件②の決定価格、それぞれ 967 円と 1,004 円を算出するために使用されたパナソニック電工の市場株価（VWAP）を示している。

[84] 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・前掲注 64）139 頁では、単に「ナカリセバ価格」と記述してあるが、本論文でいうところの「事前のナカリセバ価格」のことである。

その後両社は、2010 年 12 月 21 日に、それぞれの取締役会において、パナソニックを株式交換完全親会社、パナソニック電工を株式交換完全子会社とする株式交換を行うことを決議し、効力発生予定日を 2011 年 4 月 1 日、株式交換比率をパナソニック電工の株式 1 株に対してパナソニック株式 0.925 株を割り当てることなどを内容とする株式交換契約を締結し、同日公表した。このパナソニックによる完全子会社化のための株式交換に反対したパナソニック電工の複数の株主は、会社法 785 条 1 項に基づき保有する普通株式を同株の発行会社に対して公正な価格で買い取るよう請求した。パナソニック電工の株主は 2011 年 3 月 14 日と同 18 日にパナソニック電工に対して株式買取請求を行った。しかし、反対株主との買取価格についての協議が調わなかったことから、パナソニック電工（会社側）は同法 786 条 2 項に基づき大阪地方裁判所に対して価格決定の申立てをした。

**第 2 目 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日の概要**

大阪地決平成 24 年 2 月 10 日[85]（パナソニック電工事件①の決定）は、算定基準日が株式買取請求日である 2011 年 3 月 18 日（以下「買取請求日①」という。）におけるシナジー分配価格として、「公正な価格」は株式買取請求日前 1 か月間（2011 年 2 月 21 日から同年 3 月 18 日）における「出来高加重平均の平均値」（VWAP の単純平均値）を参照し、1 株当たり 967 円と定めるのが相当であるとした。一方、パナソニック電工事件②の決定は、株式買取請求日が東日本大震災の 1 営業日後の 2011 年 3 月 14 日（以下「買取請求日②」という。）であり、裁判所の決定価格は、請求日以前の 1 か月間（2011 年 2 月 15 日～同年 3 月 14 日）の VWAP の単純平均である 1 株当たり 1,004 円した[86]。この両方の決定価格とも、二段階買収における第一段階目の公開買付価格の 1,110 円を下回っている。

本件において株主側は「本件株式の『公正な価格』について、本件買付価格（1,110 円）より低い金額にすると、公開買付けの強圧性の問題が生じることから、本件買付価格を最低限維持すべきである」と主張した。これに対して、裁判所は「本件公開買付けと本件株式交換とが、本件完全子会社化を目的として実施されたことから、事実上関連するとしても、本件公開買付けと本件株式交換に反対する株主の株式買取請求との間に制度的な関連性は存在しない。公開買付けの強圧性の問題は、公開買付けに対する法規制によって対処すべきものであり、『公正な価格』の決定に当たっ

---

[85] 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・前掲注 64）139 頁。

[86] 拙稿「株式買取価格決定において市場株価（終値と VWAP）を参照した『公正な価格』を算出するための数字による分析」ソフトロー研究 23 号（2014）33-103 頁によれば、パナソニック電工事件の決定文で「出来高加重平均の平均値」という表現を使用しているが、ここでの「出来高加重平均」とは VWAP（日次）のことであり、「平均値」とは複数日における日次 VWAP の単純平均値のことであると本論文の検証の結果から裏付けられており、この場合、同拙稿は単純平均という算定方法を使用するのではなく出来高加重平均すべきである指摘する。また、同拙稿は、本件のように東日本大震災以後の数営業日における株式市場の暴落と急騰（いわゆる V 字回復）の影響を受けた市場価格を平均することに対しては、反対株主による株式買取請求日のタイミングによっては、請求する株主間の不平等が生じることを問題視する。さらに、同拙稿は最悪のタイミングで買取請求した株主ほど請求日の市場株価と平均株価との差額が大きくなり、それはある意味「補填額」のようなものであり、買取請求株主間で差額が大きく異なると不平等の原因になり得るとも指摘する。

てしんしゃくしなければならない事柄ではない」とし、さらに「公開買付け後に株式交換が実施された場合の『公正な価格』が、公開買付けの買付価格を下回ったり上回ったりすることがあるとしても、それは、株式買取請求制度が当然に予定するところというべきであり、組織再編行為により会社の基礎に変更が生じる場合において、その変更に反対する株主に投下資本を回収して経済的救済を与えるという株式買取請求制度の趣旨に反するものではない」として株主側の主張を斥けた[87]。

このように、裁判所は、二段階買収による株式交換について、シナジー分配価格が公開買付価格と異なる場合には、それが公開買付価格を上回っても下回っても、いずれにせよ当該シナジー分配価格をもって公正な価格とすべきであり、公正な価格が公開買付価格を上下すること自体格別不合理なことではないと判示したのであって、先行事例である日興 CG 事件決定（東京地決平成 21 年 3 月 31 日）とは異なる決定内容となっている。

**第 3 目　「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の再検討**

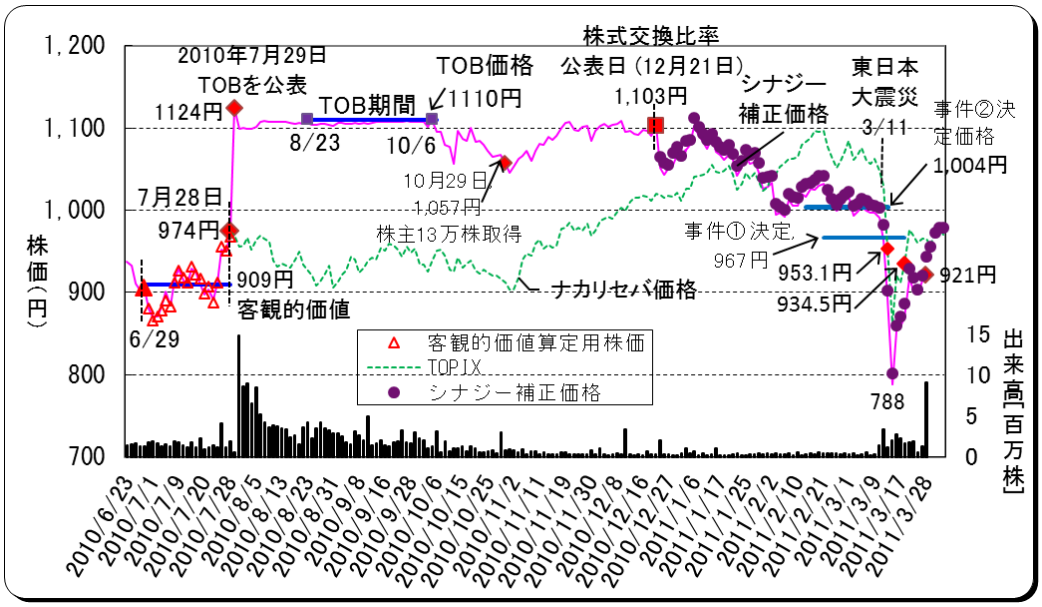
パナソニック電工の「シナジー補正価格」は、パナソニックの市場株価に株式交換比率からの 0.925 を乗じ、

「シナジー補正価格」＝ パナソニック株価 × 0.925 株

と表すことができる。他方で「ナカリセバ価格」は、パナソニックによる公開買付が公表された前営業日（2010 年 7 月 28 日）の市場株価の終値（974 円）を起点として、TOPIX を相対化したもので代用した。これら補正株価と市場株価の推移をみると、公開買付けが公表日された 2010 年 7 月 29 日から 2011 年 2 月頃までは、パナソニック電工の市場株価は「ナカリセバ価格」を大きく上回った価格推移であったが、市場取引最終日（2011 年 3 月 28 日）に近くなるに従い、大小関係が逆転している（図表 4-3-7）。株式交換比率が公表（2010 年 12 月 21 日）された後から、パナソニック電工の市場株価と「シナジー補正価格」は、ほぼ連動して推移し、特に取引最終日にかけて互いにさや寄せされる価格推移となっている（図表 4-3-7）。

[87] 二段階買収における第一段階と第二段階が一連の取引であるとしても、公開買付けの公表日（2010 年 7 月 29 日）と「公正な価格」の算定基準日（2011 年 3 月 18 日）との間には、約 7 か月という相当な時間的間隔が存在するから、この期間における経済状況の変化や情報開示により、パナソニック電工の企業価値や将来の株式交換による企業価値増加の見込みに変動が生じるのは当然であるから、公開買付価格をもって、直ちに株式買取請求日における本件株式のシナジー分配価格であると推認することは経験則上困難であると裁判所は判示している。すなわち、公開買付制度と株式買取請求権制度といった法制度の違いや公開買付公表日と「公正な価格」の算定基準日との間には、株主総会決議などの手続が必要となる関係で、相当の期間（本件では約 7 カ月）開くのが一般的であるから、公開買付価格をもって「公正な価格」としなければならない根拠はないとしている。この点については、特に市場環境が大きく変動している場合においては、数カ月の期間で市場株価は大きく変動する可能性があり、異なる二点間で同一の価格にすべきという考え方にはやや無理があるから、妥当な判断である。

図表 4-3-7　パナソニック電工の市場株価、二つの補正株価の推移と決定価格等




注：実線は、パナソニック電工の市場株価（VWAP）の推移を示す。「ナカリセバ価格」はマーケット・モデルを使用せず、パナソニックによる公開買付けが公表された前営業日（2010 年 7 月 28 日）の終値（974 円）を起点として、TOPIX を相対化して計算した。公表日以後、パナソニック電工の市場株価は「ナカリセバ価格」を上回るような推移であったが、途中で「ナカリセバ価格」が市場株価を上回っている。市場株価と「シナジー補正価格」は、ほぼ連動する動きとなり、上場廃止日に近づくに従いほとんど差がないように見える。

図表 4-3-8　パナソニック電工の市場株価および二つの補正株価の値

| 日付 ＼ | 市場株価[円]（終値） | | ③シナジー補正価格（②×0.925）[円] | ④ナカリセバ価格[円] | ⑤「公正な価格」（③か④の大きい方）[円] |
|---|---|---|---|---|---|
| | ①パナソニック電工 | ②パナソニック | | | |
| 2010 年 7 月 28 日（算定基準日） | 974 | 1,167 | ― | 974 | ― |
| ～ | | | | | |
| 2011 年 3 月 11 日（東日本大震災） | 963 | 1,062 | 982.4 | **1,030.3** | 1,030.3 |
| 2011 年 3 月 14 日（買取請求日②） | **892** | 976 | **902.8** | **953.1** | **953.1** |
| 2011 年 3 月 15 日 | 788 | 866 | 801.1 | **862.8** | 862.8 |
| 2011 年 3 月 16 日 | 854 | 930 | 860.3 | **920.1** | 920.1 |
| 2011 年 3 月 17 日 | 858 | 941 | 870.4 | **912.4** | 912.4 |
| 2011 年 3 月 18 日（買取請求日①） | **869** | 958 | **886.2** | **934.5** | **934.5** |
| 2011 年 3 月 22 日 | 918 | 1,005 | 929.6 | **976.9** | 976.9 |
| 2011 年 3 月 23 日 | 902 | 992 | 917.6 | **969.0** | 969.0 |
| 2011 年 3 月 24 日 | 898 | 977 | 903.7 | **961.0** | 961.0 |
| 2011 年 3 月 25 日 | 914 | 995 | 920.4 | **964.9** | 964.9 |
| 2011 年 3 月 28 日（取引最終日） | 921 | 1,020 | 943.5 | **965.4** | 965.4 |
| 2011 年 3 月 29 日 | 上場廃止 | 1,033 | 955.5 | **956.8** | 956.8 |
| 2011 年 3 月 30 日 | | 1,051 | 972.2 | **974.7** | 974.7 |
| 2011 年 3 月 31 日 | | 1,058 | **978.7** | 978.4 | **978.7** |
| 2011 年 4 月 1 日（効力発生日） | | 1,058 | **978.7** | 970.7 | **978.7** |

注：　検証で算定した価格[円]は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。「③シナジー補正株価」は、②パナソニックの市場株価×0.925（株式交換比率）の「簡便法」で計算した。④「ナカリセバ価格」については、単純に TOPIX の相対株価を代用した。2011 年 3 月 14 日（買取請求日②）をみると、「③シナジー補正価格」（902.8 円）より「④ナカリセバ価格」（953.1 円）が大きいので⑤「公正な価格」は 953.1 円となる。また、2011 年 3 月 18 日（買取請求日①）をみると、「③シナジー補正価格」（886.2 円）より「④ナカリセバ価格」（934.5 円）が大きいので⑤「公正な価格」は 934.5 円となる。両方とも「ナカリセバ価格」が選択されるという結果となった。もっとも、この大小関係は 2011 年 3 月 31 日（効力発生日の前営業日）と 2011 年 4 月 1 日（効力発生日）には逆転した。

2011 年 3 月 18 日（買取請求日①）における「シナジー補正価格」は、886.2 円（＝958 円×0.925）となる。同日の「ナカリセバ価格」が 934.5 円であるから、何れか大きい方を「公正な価格」とすると 934.5 円の「ナカリセバ価格」が採用される。同様にして、2011 年 3 月 14 日（買取請求日②）をみると、「シナジー補正価格」は 902.8 円（＝976 円×0.925）となり、同日の「ナカリセバ価格」が 953.1 円であるから、同様に何れか大きい方を選択すると「公正な価格」は「ナカリセバ価格」の 953.1 円となる。すなわち、本件においては、二つの株式買取請求日において、両方とも「ナカリセバ価格」が「シナジー補正価格」よりも大きく「ナカリセバ価格」が選択されるという結果となる。以上から、買取請求日①では 934.5 円（決定価格 967 円）、買取請求日②では 953.1 円（決定価格 1,004 円）となり、裁判所の決定価格よりも若干低い価格となっており、「シナジー分配価格」による裁判所の価格決定と整合的とは言えない結果となった。

### 第 3 款 三洋電機事件

本款では親会社による完全子会社化のために、二段階買収の二段階目に株式交換が行われた三洋電機株式買取価格決定申立事件[88]（以下、本款では「本件」という。）を検討する。株式交換完全親会社のパナソニックであることは前款のパナソニック電工事件と共通であり、公開買付けの公表日や株式交換の効力発生日など同じ日程で行われている。また本件は、パナソニック電工事件と同様に、東日本大震災（2011 年 3 月 11 日）およびその後の福島第一原子力発電所事故の影響で株式市場が混乱した時期に反対株主からの株式買取請求があったものである。

#### 第 1 目 事件の概要

パナソニックと三洋電機株式会社（以下「三洋電機」という。）は、2010 年 7 月 29 日、それぞれの取締役会において、三洋電機株式の公開買付けとその後の株式交換を併用した二段階買収の方法によりパナソニックが三洋電機を完全子会社とすることを決議し、その旨を公表した[89]。公開買付期間は 2009 年 8 月 23 日から同年 10 月 6 日であり、公開買付価格は 1 株につき 138 円であった[90]。その結果、パナソニックは議決権割合で三洋電機の 80.98%の株式を保有することになった。その後、2010 年 12 月 21 日に、パナソニックと三洋電機は、それぞれの取締役会において株式交

---

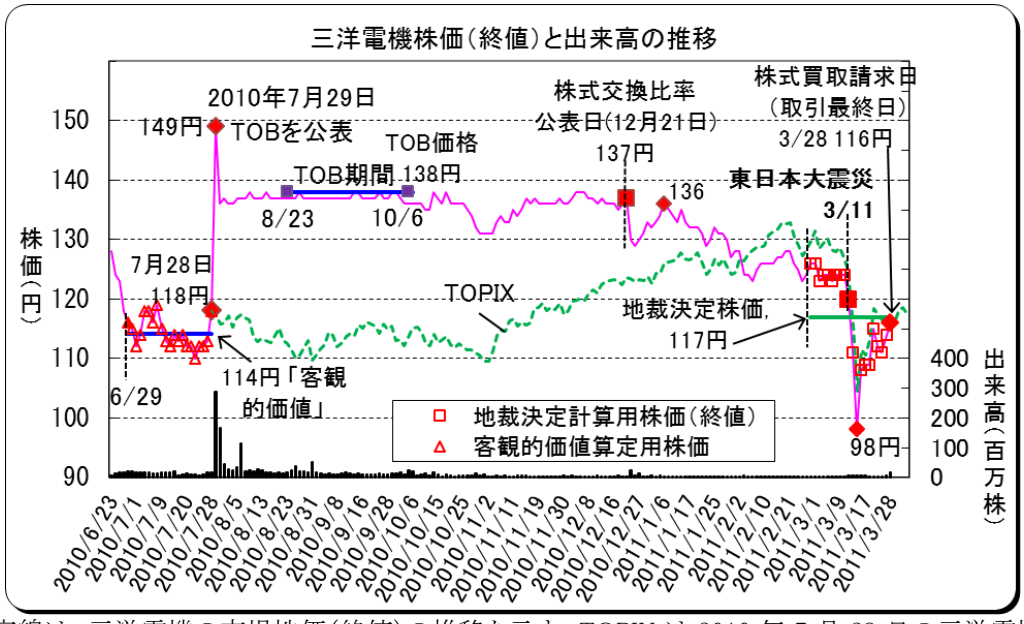
[88] 大阪地決平成 24 年 4 月 27 日・前掲注 63）123 頁。なお、事例研究としては、拙稿（青山社会科学紀要 41 巻 2 号）・前掲注 83）177-210 頁があるが、本節は同拙稿に基づいている。

[89] この二段階買収に先立つ 2009 年 11 月 4 日、パナソニックと三洋電機は、提携契約に基づく資本・業務提携の一環として、公開買付け（以下「第 1 回公開買付け」という。）を実施している。この第 1 回公開買付けでは、パナソニックが、三洋電機の議決権の過半数の取得を目的として、優先株主らと合意した価格で優先株式を取得するために行ったもので、いわゆる「ディスカウント TOB」（市場価格よりも低い価格での株式公開買付け）として行われた。公開買付期間は 2009 年 11 月 5 日から同年 12 月7日で9日まで延長しており、公開買付価格は普通株式 1 株につき 131 円で、優先株式1株につき 1,310 円となっている。その結果、パナソニックは議決権割合で三洋電機の 50.19%の株式を保有するに至り、三洋電機を連結子会社とした。

[90] 公開買付価格 138 円は、公開買付け公表前 1 か月間（2010 年 6 月 29 日～同年7月 28 日）の市場株価の終値平均値である 114 円に 21.1%のプレミアムが付加されている。この公開買付価格はアビームおよび野村証券の価値算定結果によるものであり、両社はパナソニックに対し、この買付価格 138 円が財務的見地から妥当である旨のフェアネス・オピニオンを提出している。

換を行うことを決議した上、三洋電機株式 1 株に対してパナソニック株式 0.115 株を割り当てることを内容とする株式交換契約（効力発生日は 2011 年 4 月 1 日）を締結しその旨を公表した。三洋電機は、同年 3 月 4 日に臨時株主総会を開催し、約 97.5%の賛成により株式交換契約が承認可決された。この株主総会決議に反対した株主が、2011 年 3 月 28 日に三洋電機に対し株式買取請求を行ったが、反対株主と会社の両者間で買取価格の協議が調わず、両者それぞれが株式買取価格の決定を大阪地方裁判所に申立てをした。

図表 4-3-9　三洋電機の市場株価推移と決定価格等




注：実線は、三洋電機の市場株価（終値）の推移を示す。TOPIX は 2010 年 7 月 28 日の三洋電機の終値 118 円を起点として相対価格を算定した。図中の四角印（□）は、決定価格 117 円を算出するために使用された三洋電機の市場株価（終値）を示した。三洋電機の両社株式の推移を観察すると、株式交換比率が公表後あたりからは、三洋電機の市場株価は共に下落した。同期間、TOPIX が上昇したにもかかわらず市場株価が下落したのは、パナソニックの市場株価が下落したのに連動したためである。

申立人の三洋電機（会社側）は、買取価格について、「公正な価格」は買取請求日における市場株価の終値であるとして 116 円を主張した。その論拠は、市場株価には株式交換によるシナジーを織り込んだ株式の客観的価値が示されていることにある。他方、株主側は第 1 次的には 233 円（公開買付け時の第三者算定機関のＤＣＦ法による評価額の上限値）、第 2 次的には 161 円（相手方の依頼による会計事務所の評価額）、第 3 次的には 138 円（公開買付価格）を買取価格とすべきとし、公開買付価格と同額かそれを上回る価格を主張した。

### 第 2 目 大阪地決平成 24 年 4 月 27 日の概要

大阪地決平成 24 年 4 月 27 日は、本件株式の「公正な価格」は、算定基準日（株式買取請求日である 2011 年 3 月 28 日）におけるシナジー分配価格を算定し、これをもって定めるべきであるとし、対象株式の「公正な価格」は、買取請求日前 1 か月間（2011 年 2 月 28 日から同年 3 月 28 日）の市場株価終値の平均値を参照し、1 株当たり 117 円と定めるのが相当であるとした。この価格

は、先に触れたパナソニック電工事件と同様に、二段階買収における一段目の公開買付価格（138円）を下回っている。

公開買付価格（138円）と同額にすべきという株主側の第3次的主張に対しては、裁判所は「二段階買収における株式公開買付けと組織再編（株式交換）は、完全子会社化等を目的とする一連の手続ではあるが、株式公開買付けと組織再編（株式交換）に反対する株主の株式買取請求との間に制度的な関連性は存在しない。株式公開買付けの強圧性の問題は、株式公開買付けに対する法規制によって対処すべきものであり、『公正な価格』の決定に当たって斟酌しなければならない事柄ではないというべきである」として斥けた。この公開買付制度と株式買取請求権制度の両法制度に関連性が存在しないとするのは、先のパナソニック電工事件決定と同様であるが、学説には批判的な見解もある[91]。

**第3目　「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の再検討**

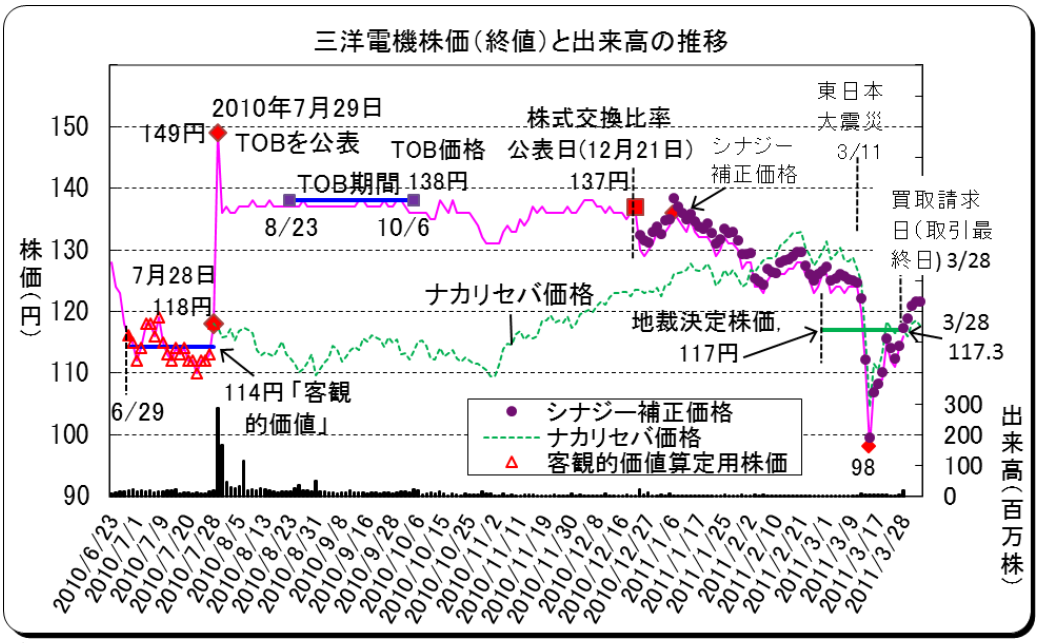
三洋電機の「シナジー補正価格」は、パナソニックの市場株価に株式交換比率からの0.115を乗じて算出するが、式で表すと以下のようになる。

「シナジー補正価格」＝ パナソニック株価 × 0.115株

他方で、「ナカリセバ価格」は、パナソニックによる公開買付が公表された前営業日（2010年7月28日）の市場株価の終値（118円）を起点として、TOPIXを相対化したもので代用した。これら補正株価と市場株価の推移をみると、公開買付けが公表日された2010年7月29日以後2011年2月頃までは、三洋電機の市場株価は「ナカリセバ価格」を上回っていたが、その後さらに大小関係が逆転するような推移となっている（図表4-3-11）。株式交換比率が公表（2010年12月21日）された後から、三洋電機の市場株価と「シナジー補正価格」はほぼ連動して推移し、さらには市場取引最終日（2011年3月28日）に近くなるに従い「ナカリセバ価格」とも互いにさや寄せされる価格推移となっている（図表4-3-10）。

[91] 永江亘「先行する公開買付けの買付価格を下回る株式交換完全子会社株式の『公正な価格』――三洋電機事件――」金融・商事判例 1420(2013)7 頁は、「本決定の強圧性への懸念および二段階買収の認定基準を背景にした判断には疑問が残る」とし、市場株価を参照するにしても、公開買付価格を軸に、市場株価の変動を裁判所の裁量で反映させるべきと指摘する。また、河村尚志「二段階買収型の株式交換における反対株主の株式買取価格の算定例――三洋電機株式買取価格決定申立事件」私法判例リマークス47号(2013)96頁は、二段階買収では公開買付けと株式交換は一連の取引であるから、裁判所は公開買付けにも配慮した判断をすべきと主張する。両方とも、公開買付価格をもってそれを直接的に「公正な価格」とするのではなく、あくまで「反映」あるいは「配慮」するという表現となっている。

図表 4-3-10　三洋電機の市場株価、二つの補正株価と決定価格等




注：実線は、三洋電機の市場株価（終値）の推移を示す。「ナカリセバ価格」はパナソニックによる公開買付が公表された前営業日（2010 年 7 月 28 日）の終値（118 円）を起点として TOPIX を相対化したもので代用した。公表日以後、三洋電機の市場株価は「ナカリセバ価格」を上回るような推移となっていたが、途中「ナカリセバ価格」が市場株価を上回る局面もあるが、取引最終日にかけて両者は、あたかもさや寄せされるかのように近い値となっている。さらに、市場株価と「シナジー補正価格」は、ほぼ連動する動きとなっており、取引最終日に近づくに従いほとんど差がないように見える。

図表 4-3-11　三洋電機の市場株価および二つの補正株価の値

| 日付 ＼ | 市場株価[円]（終値） | | ③シナジー補正価格（②×0.115）[円] | ④「ナカリセバ価格」[円] | ⑤「公正な価格」（③か④の大きい方）[円] |
|---|---|---|---|---|---|
| | ①三洋電機 | ②パナソニック | | | |
| 2010 年 7 月 28 日（算定基準日） | 118 | 1,167 | － | 118 | － |
| ～ | | | | | |
| 2011 年 3 月 11 日（東日本大震災） | 120 | 1,062 | 122.1 | **124.8** | 124.8 |
| 2011 年 3 月 14 日 | 111 | 976 | 112.2 | **115.5** | 115.5 |
| 2011 年 3 月 15 日 | **98** | 866 | 99.6 | **104.5** | 104.5 |
| 2011 年 3 月 16 日 | 108 | 930 | 107.0 | **111.5** | 111.5 |
| 2011 年 3 月 17 日 | 109 | 941 | 108.2 | **110.5** | 110.5 |
| 2011 年 3 月 18 日 | 109 | 958 | 110.2 | **113.2** | 113.2 |
| 2011 年 3 月 22 日 | 115 | 1,005 | 115.6 | **118.4** | 118.4 |
| 2011 年 3 月 23 日 | 112 | 992 | 114.1 | **117.4** | 117.4 |
| 2011 年 3 月 24 日 | 111 | 977 | 112.4 | **116.4** | 116.4 |
| 2011 年 3 月 25 日 | 114 | 995 | 114.4 | **116.9** | 116.9 |
| 2011 年 3 月 28 日（取引最終日、**株式買取請求日**） | **116** | 1,020 | **117.3** | **117.0** | **117.3** |
| 2011 年 3 月 29 日 | 上場廃止 | 1,033 | **118.8** | 115.9 | 118.8 |
| 2011 年 3 月 30 日 | | 1,051 | **120.9** | 118.1 | 120.9 |
| 2011 年 3 月 31 日 | | 1,058 | **121.7** | 118.5 | 121.7 |
| 2011 年 4 月 1 日（効力発生日） | | 1,058 | **121.7** | 117.6 | 121.7 |

注：検証で算定した価格[円]は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。「③シナジー補正株価」は、②パナソニックの市場株価×0.115（株式交換比率）の「簡便法」で計算した。「④ナカリセバ」は、TOPIX を単純に相対化したものである。2011 年 3 月 28 日の株式買取請求のあった日をみると、「③シナジー補正価格」（117.0 円）と「④ナカリセバ価格」（117.3 円）となり、わずか 0.3 円の差であるが、「③シナジー補正価格」が選択され⑤「公正な価格」は 117.3 円となる。株式買取請求日の前営業日以前では、逆に「④ナカリセバ価格」の方が大きくなっている。

本件においては、東日本大震災（2011 年 3 月 11 日）から株式買取請求日（2011 年 3 月 28 日）の前営業日までの期間は、「ナカリセバ価格」が「シナジー補正価格」上回った数値となっているが、株式買取請求日においてはこの大小関係は逆転している（図表 4-3-11）。「シナジー補正価格」は 117.3 円（＝1,020 円×0.115）で、「ナカリセバ価格」は 117.0 円となっている。何れか大きい方を「公正な価格」とすると、「シナジー補正価格」の 117.3 円となる。これは「シナジー分配価格」を採用した裁判所の判断と整合的であり、また市場株価を参照しその平均株価による決定価格（117 円）とほぼ同額となっている。もっとも、「ナカリセバ価格」は単純に市場指数を代用したものであるから、マーケット・モデル等を使用し統計的手法によるパラメータの推定をしたモデルで補正した場合は、「ナカリセバ価格」は異なる算定値となる可能性は高く、「公正な価格」の結果にも影響する可能性があることに注意が必要である[92]。

### 第 4 款 ダイワボウ情報システム事件

本款では親会社による完全子会社化のために、二段階買収の二段階目に株式交換が行われたダイワボウ情報システム株式買取価格決定申立事件[93]（以下、本款では「本件」という。）を検討する。本件は公開買付け公表日後にいわゆるリーマンショックが起きた時期のものであり、株式市場の混乱した時期と重なっている。

#### 第 1 目 事件の概要

東京証券取引所第一部および大阪証券取引所第一部に上場していたダイワボウ情報システム株式会社（以下「ダイワボウシステム」という。）と株式交換完全親会社となる大和紡績株式会社（以下「大和紡績」という。）との株式交換において、それに反対する株主が保有する普通株式の買取価格の決定（会社法 786 条 2 項）を大阪地方裁判所に申立てをした。本件における株式交換に先立ち、大和紡績は当時連結子会社であったダイワボウシステムを完全子会社化するため、買付期間を 2008 年 9 月 10 日から同年 10 月 24 日まで、買付価格を 2,400 円とする公開買付けを行った。その結果、大和紡績はダイワボウシステムの発行済株式数に占める所有割合で 95.41%、議決権割合で 95.75%の株式を取得し、特別支配会社（会社法 784 条 1 項）となった。2008 年 11 月 17 日に略式株式交換（効力発生日を 2009 年 3 月 1 日）が大和紡績との間で行われることがダイワボウシステムの取締役会において決定され、その旨が公表された。株式交換比率は、ダイワボウシステム株式 1 株に対して大和紡績の株式 8.75 株を割当交付するというものであり、この株式交換比率の

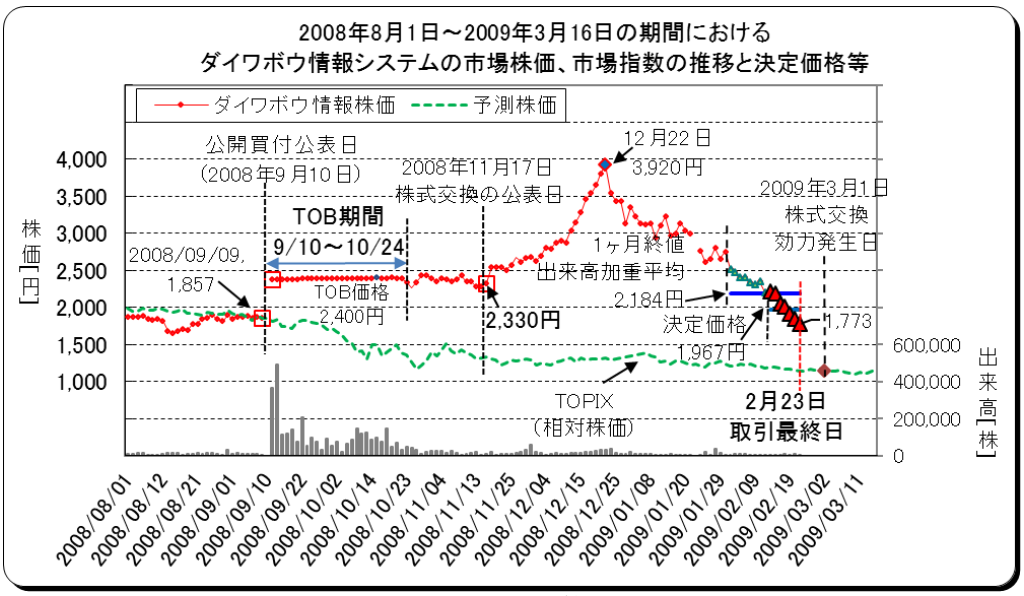
---

[92] 拙稿（青山社会科学紀要 41 巻 2 号）・前掲注 83）204-205 頁において、回帰モデルのタイプごとに、補正株価を算出した分析を行っている。本事案では、補正の期間が長いため、定数項の影響が大きくなり、標準的な一次式のモデルでは 85 円で、定数項のないモデルでは 117 円となる。本論文で提案している「回帰分析的手法」によれば、$\beta$ だけを補正したタイプ（定数項なし）を使用すべきことになるが、ここでは議論に深入りせず、回帰分析をしない市場指数をあてはめるタイプのモデルを採用している。

[93] 大阪地決平成 22 年 3 月 30 日・前掲注 65）31 頁。なお、事例研究としては、拙稿（青山ローフォーラム 4 巻 2 号）・前掲注 70）259-293 頁があるが、本款（第 4 款）は同拙稿に基づいている。

算定に当たり、ダイワボウシステムの株式 1 株あたりの基準価格を公開買付価格と同額の 2,400 円とされた。

図表 4-3-12 ダイワボウシステムの市場株価と二つの補正株価の推移




注：図中の三角印(▲)は、地裁決定価格の 1,967 円を算出するために使用されたダイワボウシステムの市場株価終値(7 営業日分)を示した。TOPIX は、2008 年 9 月 9 日のダイワボウシステムの市場株価終値(1,857 円)を基準に相対化し算定した。

ダイワボウシステムの株式は、2009 年 2 月 23 日を市場取引最終日として翌営業日から上場廃止となった。上場廃止日の 2 月 24 日に株式交換に反対する株主（株主側）は、ダイワボウシステム（会社側）に対して株式買取請求を行った。株主側は 1 株 2,400 円（公開買付価格と同額）または 2,184 円（株式買取請求権行使日から遡って 15 営業日の終値の出来高加重平均値）を主張し、会社側は株式買取請求権の行使時の市場価格を基礎にすべきとして、その直近日で上場廃止前の 2009 年 2 月 23 日（市場取引最終日）の東京証券取引所における市場株価終値（1,773 円）を主張した。

### 第 2 目 大阪地決平成 22 年 3 月 30 日の概要

裁判所は「組織再編行為の当事会社が上場会社であった場合、その市場における価格は、その組織再編行為が明らかとなった後は、そのシナジー等も反映した内容となると解するのが相当であり、その株式の価格について、価格操作を目的とする不正な手段等、通常の形態における取引以外の要因によって影響されたと認められる特別な理由がない限り、『公正な価格』の算定に当たっては、市場によって形成された価格を基礎とするのが原則として妥当であると解される。」と判示した。同決定は、組織再編行為による企業価値または株主価値の毀損の有無については明示的に判断しておらず、企業価値が増加（シナジーが発生）したことを前提とし、市場株価にシナジーが反映されたと判断している。また、シナジー分配における公正性の判断への言及は見当たらないので、株式交換比率が公正か否かの重要な判断をしていないことになる。その上で、裁判所は市場株価を参照して価格決定をすべきとして、申立人である買取請求株主がダイワボウシステム株式の購入を

始めた 2009 年 2 月 13 日から市場取引最終日までの 7 営業日における市場株価終値の出来高加重平均で計算された 1,967 円を決定価格とした。

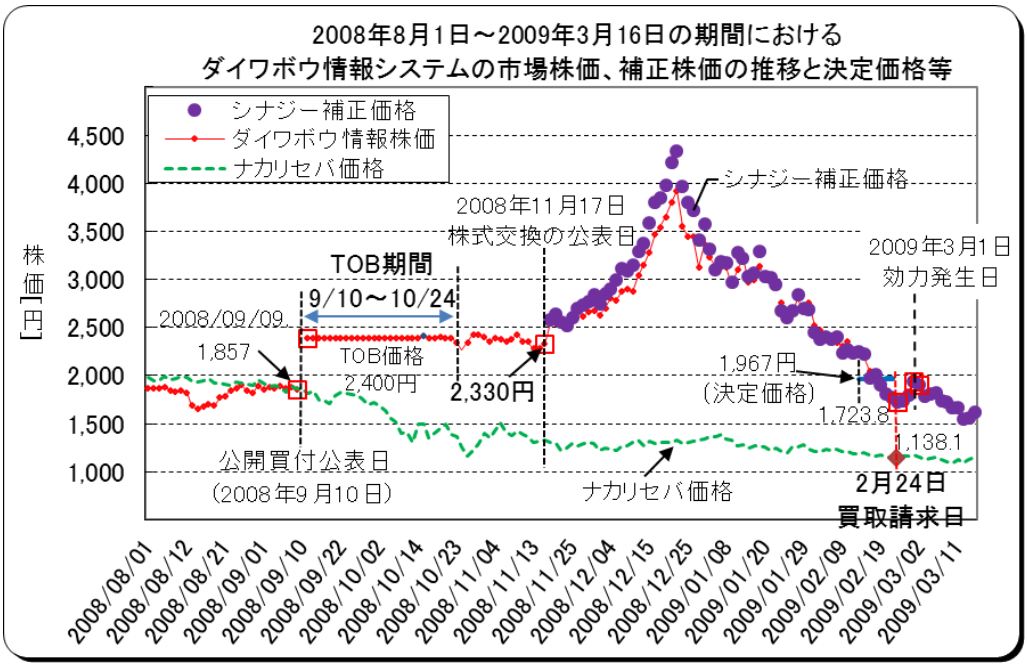
**第 3 目 「二基準間の選択的行使」による「公正な価格」の再検討**

ダイワボウシステムの「シナジー補正価格」は、大和紡績の市場株価に株式交換比率からの 8.75 を乗じ、

「シナジー補正価格」＝ 大和紡績株価 × 8.75 株

のように表せる。他方で「ナカリセバ価格」は、マーケット・モデルを使用せず、大和紡績による公開買付けが公表された前営業日（2008 年 9 月 9 日）の市場株価の終値（1,857 円）を起点として、TOPIX を相対化したもので代用した。これら補正株価と市場株価の推移をみると、公開買付けが公表された 2008 年 9 月 10 日以降は市場取引最終日（2009 年 2 月 23 日）まで、ダイワボウシステムの市場株価は「ナカリセバ価格」を上回って価格推移した（図表 4-3-13）。また、「シナジー価格補正」は株式交換比率が公表後から算出されるが、それはダイワボウシステムの市場株価とほぼ連動するように推移し、特に取引最終日にかけて「シナジー補正価格」と市場株価は、互いにさや寄せされる価格推移がみられた（図表 4-3-13）。

図表 4-3-13 ダイワボウシステムの市場株価と二つの補正株価の推移




注：図中の三角印（▲）は、地裁決定価格の 1,967 円を算出するために使用されたダイワボウシステムの市場株価終値（7 営業日分）を示した。「ナカリセバ価格」は、2008 年 9 月 9 日のダイワボウシステム終値 1,857 円を基準として TOPIX を相対化し算定した。公開買付けの公表日（2008 年 9 月 10 日）以降、ダイワボウシステムの市場株価は「ナカリセバ価格」を一貫して上回る推移となっている。また、「シナジー補正価格」と市場株価は、ほぼ連動するような動きとなっており、取引最終日に近づくに従いほとんど差がないように見える。

図表 4-3-14 ダイワボウ情報の市場株価、予測株価および補正株価の値

| 日付 | 市場株価[円](終値) | | ③「シナジー補正価格」(②×8.75)[円] | ④「ナカリセバ価格」[円] | ⑤「公正な価格」(③か④の大きい方)[円] |
|---|---|---|---|---|---|
| | ①ダイワボウシス | ②大和紡績 | | | |
| **2009 年 9 月 9 日**（公開買付公表日前日） | 1,857 | － | － | 1,857 | － |
| **2009 年 2 月 13 日**（申立人株式購入開始日） | 2,220 | 257 | **2,248.8** | 1,191.6 | 2,248.8 |
| **2009 年 2 月 16 日** | 2,190 | 254 | **2,222.5** | 1,200.1 | 2,222.5 |
| **2009 年 2 月 17 日** | 2,050 | 226 | **1,977.5** | 1,179.0 | 1,977.5 |
| **2009 年 2 月 18 日** | 2,005 | 230 | **2,012.5** | 1,167.7 | 2,012.5 |
| 2009 年 2 月 19 日 | 1,910 | 218 | **1,907.5** | 1,171.3 | 1,907.5 |
| 2009 年 2 月 20 日 | 1,850 | 207 | **1,811.3** | 1,152.5 | 1,811.3 |
| **2009 年 2 月 23 日（取引最終日）** | **1,773** | 202 | **1,767.5** | 1,145.9 | 1,767.5 |
| **2009 年 2 月 24 日（株式買取請求日）** | 上場廃止 | **197** | **1,723.8** | **1,138.1** | **1,723.8** |
| 2009 年 2 月 25 日 | | 199 | **1,741.3** | 1,162.0 | 1,741.3 |
| 2009 年 2 月 26 日 | | 205 | **1,793.8** | 1,157.2 | 1,793.8 |
| 2009 年 2 月 27 日（効力発生日前日） | | 222 | **1,942.5** | 1,179.3 | 1,942.5 |
| 2009 年 3 月 1 日（株式交換効力発生日） | | 休場 | － | － | － |

注: 検証で算定した価格[円]は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。「③シナジー補正株価」は、②大和紡績の市場株価×8.75(株式交換比率)で計算した。「④ナカリセバ価格」は、2008 年 9 月 9 日のダイワボウシステムの市場株価終値の 1,857 円を起点として TOPIX を相対化して算定した。2009 年 2 月 24 日が株式買取請求のあった日をみると、「③シナジー補正価格」の 1,723.8 円と「④ナカリセバ価格」の 1,138.1 円では、大きいほうの「③シナジー補正価格」(1,723.8 円)が「⑤公正な価格」となる。

本件においては、公開買付けの公表日（2008 年 9 月 9 日）以後、おおよそ

「ナカリセバ価格」 ＜ 市場株価 ≦ 「シナジー補正価格」

の大小関係を維持しながら推移した（図表 4-3-13)。株式買取請求日（2009 年 2 月 24 日）においてダイワボウシステムは上場廃止となって市場株価が存在しないため、「シナジー補正株価」(「簡便法」）を算定すると 1,723.8 円（＝197 円×8.75＝1,723.75 円）となる（図表 4-3-14)。一方、同日の「ナカリセバ価格」は、1,138.1 円となっており、何れか大きい方を採用すると「シナジー補正価格」の 1,723.8 円が採用される。つまり、これは「シナジー分配価格」を「公正な価格」(1,967 円）として採用した裁判所の判断とある程度は整合的であることを意味する。

### 第 5 款　小括

本節（第 3 節）では、株式対価の二段階買収における組織再編（すべて株式交換）にかかる株式買取価格決定の四つの事件に対して、「二基準間の選択的行使」による算定方法を当てはめ裁判所の決定価格との違いを検証した。この四事件において裁判所は企業価値毀損の有無の判定を明示的に行っていないが、価格決定においてはシナジーが発生したことを前提として「シナジー分配価格」

を採用した。本論文では企業価値の増加か不増加かを判定せずに、「二基準間の選択的行使」による算定方法で「公正な価格」を検証するが、「ナカリセバ価格」の算出は、すべて事案においてマーケット・モデルによる補正株価を使用せず市場指数（TOPIX など）を単純に代用して計算した点に注意が必要である[94]。つまり、「ナカリセバ価格」の算定方法によっては結論が変わり得るという技術的な問題はある。

検証の結果としては「ナカリセバ価格」が採用されたパナソニック電工を除いた事案で

「ナカリセバ価格」 ＜ 「シナジー分配価格」

の関係となっているので「シナジー分配価格」（「シナジー補正価格」）が採用されるという結果であった。つまり、三事案については、「シナジー分配価格」を「公正な価格」として採用した裁判所の判断と整合的であることを意味する（図表 4-3-15）。

図表 4-3-15 「公正な価格」の算定方法における判例と本論文での検証結果

| ＼事案 | 日興 CG 事件 | パナソニック電工事件 | 三洋電機事件 | ダイワボウ情報システム事件 |
|---|---|---|---|---|
| 裁判所の決定価格 | 「シナジー分配価格」 | | | |
| | 公開買付価格または基準価格<br>1,700 円 | 株式買取請求日の VWAP の 1 か月単純平均<br>①967 円<br>②1,004 円 | 株式買取請求日の終値の 1 か月単純平均<br>117 円 | 市場取引最終日までの 7 営業日における市場株価終値の出来高加重平均<br>1,967 円 |
| 本論文での検証結果（結論） | 株式買取請求日における「シナジー分配価格」か「ナカリセバ価格」の何れか大きい方 | | | |
| | 「シナジー補正価格」<br>**① 1,408.7 円**<br>**② 1,691.6 円** | **「ナカリセバ価格」**<br>①934.5 円、<br>②953.1 円 | 「シナジー補正価格」<br>117.3 円 | 「シナジー補正価格」<br>1,723.8 円 |

注：「本論文での検証結果（結論）」における①と②の価格は、日興 CG 事件の場合は、日興 CG 事件①と日興 CG 事件②に対応する。また、パナソニック電工事件においては、パナソニック電工事件①とパナソニック電工事件②に対応した価格となっている。

本論文の算定価格と実際の判例における決定価格を比較すると、市場株価を参照する時点等が異なるので単純な比較はできないが、価格自体に大きな差がないように見える（図表 4-3-15）。三洋電機事件を除くと、傾向としては決定価格のほうがやや大きい値となっている。これは二段階買収が行われた当時、市場全体が下落傾向にあった中で、本論文では株式買取請求日という単日における補正株価を参照したのに対して、裁判所の決定価格では複数の市場株価を参照し平均値をとったことにより株価下落の影響が抑えられたためと考えられる。特に、日興 CG 事件の場合は、株式市場全体が下落相場にある中で、裁判所が固定価格を採用したことから、その傾向は顕著である。つまり、市場全体が下落基調にあったところを、裁判所は若干株主側に有利な算定方法を採用したように思われる[95]。

[94] これは、TOPIX 収益率を説明変数xとする一次式のマーケット・モデル（$y = \beta \times x + \alpha$）において、回帰係数$\beta = 1$および回帰定数項$\alpha = 0$というパラメータ制約をおいた場合に相当する。

[95] 日興 CG 事件のように、「公正な価格」として固定額を参照するというのは反対株主への過保護であり、また株

日興 CG の事案においては、株式交換を受け入れる株主が対価として受け取るべき株式価値を固定額で公開買付価格と同額に固定するように、株式交換比率を変動させながら、最終的な株式交換比率（固定比率）が決定された。固定の株式交換比率が確定されるまでは株式市場や外国為替市場の動向に関係なく、対価株式の時価は固定額（1,700 円）に維持される。このように変動制交換比率による株式交換（株式交換比率が確定されるまでの間）は、次章（第 5 章）にて取り扱う現金対価の二段階買収と同様に対価価値が固定されるから、株主は市場変動リスクを受けないという共通点がある。このことは、市場全体の株価下落リスクの影響を受けないとともに、その逆に株価上昇の恩恵も受けないことを意味する。詳細については第 5 章で触れることになるが、そのよう場合は固定額の現金対価である公開買付価格の公正性が重要となり、公正なシナジー分配が実現されていると裁判所が判断した場合には公開買付価格を参照して決定価格とする事例が増えている。

式買取請求日の異なる反対株主間においても不平等となる場合もある。株式買取請求日が株式市場の価格変動を大きく受けた時期にあればこそ、その変動を反映した市場株価や補正株価を参照して「公正な価格」を決定すべきである。

## 第 5 章 株式取得価格決定における「公正な取得価格」への統一的適用

一般的に、上場会社の完全子会社化のための二段階買収においては、二段階目の企業買収で少数株主への対価が現金であるか、支配会社（親会社）あるいは存続会社の株式であるかの違いで価格決定裁判の法形式が異なる。第 4 章では株式対価における事例研究をしたが、本章ではもう一方つの現金対価の二段階買収（「全部取得」または「キャッシュアウト」(Cash Out)）[1]について検討する。

### 第 1 節　二段階買収における「公正な価格」と「公正な取得価格」の決定

二段階買収による完全子会社化の事案は、第二段階目の企業買収における少数株主への対価の種類によって、大きく株式対価と現金対価かの二種類に分けられる。株式対価の組織再編では、株式交換や吸収合併等の組織再編において存続会社（あるいは親会社）の株式が消滅会社（子会社）の少数株主に交付されるので、対価株式の株式数を決定するための合併比率や株式交換比率などの組織再編比率の公正さが裁判所によって判断され、「公正な価格」が決定される。これに対して、現金対価の場合には、第二段階目の吸収合併や株式交換等において、例えば存続会社株式の代わりに現金が対価として少数株主に交付される組織再編がある（これは本論文では取り扱っていない。）。さらに、全部取得条項付種類株式の取得による親子会社間の完全子会社化あるいは経営者による自社の買収である MBO があるが[2]、その際に少数株主に交付されるのは現金であるから、現金対価としての公開買付価格または全部取得価格の公正性が裁判所から判断され「公正な取得価格」が決定されることになる。株式対価の場合には組織再編比率の公正性が判断されるため、現金対価と株式対価では裁判所が公正か否かの法的な評価対象が異なることになる。

#### 第 1 款 二段階買収における価格決定の特徴

第 4 章では二段階目の組織再編における対価が株式の場合を検討したが、対価株式が日本株式か外国株式かの違い、また株式交換比率の決定方式が固定制か変動制かという違いが、「公正な価格」の決定における裁判所の判断に影響を与えている。特に、第 4 章で取り上げた三角株式交換[3]でかつ変動制株式交換比率[4]が採用されている日興 CG 事件とそれ以外の三事件では、価格決定に大き

---

[1] 川村力「合併の対価と企業組織の形態(1)」法学協会雑誌 126 号 4 巻(2009)824 頁によれば、いわゆる二段階買収（あるいは「二段階公開買付」）とは、第一段階として、被買収会社の支配権を得るために公開買付けを行い、第二段階で取得した支配権を用いて公開買付けに応じない少数株主を締め出す、すなわち「スクウィーズ・アウト」する取引であるとする。企業買収等で「現金対価」による締出し（スクウィーズ・アウト）について強調する場合は「キャッシュアウト」という用語を使用する。

[2] 法人税法上、金銭を対価とする株式交換は非適格株式交換とされ、株式交換完全子会社の資産の評価替えについて生じる時価評価益について課税されるため（法人税法 62 条の 9）、現金対価のスクィーズ・アウトにおいては、一般的には全部取得条項付種類株式が利用される。

[3] 会社法では、子会社による親会社株式の取得は原則禁止されているが（会社法 135 条 1 項）、吸収合併等に際して消滅会社等の株主等に対して交付する当該親会社株式の発行総数を超えない範囲において当該親会社株式を取得することができる（同 800 条 2 項）。この会社法の規定を利用して、外国株式を対価とする三角組織再編における一類型として三角株式交換がある。

[4] 太田洋ほか「自社株対価 TOB を利用した日本企業による海外企業のM&A」西村高等法務研究所編『自社

な違いが生じている。すなわち、日興 CG 事件では公開買付価格と同額の基準価格（変動交換比率を算定するための）という固定価額が採用され、他の三事件では存続会社株式の市場株価を参照した決定価格となっている（図表 5-1）。

図表 5-1　本論文で取り扱う完全子会社にかかる二段階買収における二段階目の買収の特徴

| 二段階買収の事案　＼ | | 二段階目の買収 | 株式交換比率決定方式 | 対価の種類 | 裁判所決定価格の算定方法 |
|---|---|---|---|---|---|
| 第4章 | 日興 CG 事件 | 三角株式交換 | 変動制と固定制 | 外国株式（円建て） | 公開買付価格または基準価格と同額。 |
| | パナソニック電工事件 | 株式交換 | 固定制 | 日本株式 | 市場株価を参照した平均株価。 |
| | 三洋電機事件 | 株式交換 | 固定制 | 日本株式 | |
| | ダイワボウ情報事件 | 株式交換 | 固定制 | 日本株式 | |
| **第5章** | 松尾橋梁事件 | 現金対価の全部取得 | ― | 現金 | 事件毎に異なるがおおよそ下級審では「客観的価値」の補正が認められ、上級審では公開買付価格と同額とされた。 |
| | ジュピターテレコム事件 | | | 現金 | |
| | 東宝不動産事件 | | | 現金 | |

注：現金対価の全部取得の事案である、松尾橋梁事件（地裁）、ジュピターテレコム事件（地裁と高裁決定）および東宝不動産事件（地裁決定）では、「客観的価値」を株価補正によって市場全体の株価上昇を考慮し価格決定されたが、結局のところジュピターテレコム事件（最高裁決定）および東宝不動産事件（高裁決定）では公開買付価格をもって決定価格とされた。

本章（第 5 章）で検討する現金対価の二段階買収の事案も、第 4 章で検討した日興 CG 事件で採用されたように、固定額（公開買付価格と同額の「基準価格」）がある程度保障された事案と経済的には同様に考えることができる[5]。現金対価の事例として本論文で取り上げるのは松尾橋梁事件[6]、東宝不動産事件[7]およびジュピターテレコム事件[8]の三事件であるが、現金という固定額による買収であるから、価格決定においては公開買付価格または同額の全部取得価格をもって「公正な取得価格」とするか否かとが重要な判断になる。買収対価の種類が異なる企業買収等の事案に対して、異なる法形式の価格決定裁判で「公正な価格」または「公正な取得価格」をそれぞれ算定するにしても、完全子会社化という経済的な目的自体は同じであるから、対価種類の違いに関わらず両価格決定の算定方法には整合性を持たせるべきである。よって、本論文では、現金対価の事案において

---

株対価 TOB による国際企業買収―クロスボーダーM&Aの新たな手法について』（商事法務, 2012）112 頁（波多野発言）によれば、日本ではおそらく交換比率固定方式が一般的であり、また米国においても変動方式よりも固定方式の方が多く用いられており、株式交換など対価が株式の場合における交換比率決定方式は固定制交換比率方式が我が国における M&A 実務での標準的な方式であるという。

[5] 本論文では、「公正な価格」は固定額にすべきではなく、存続会社の市場株価から補正をした補正株価を採用すべきという結論である（第 4 章第 3 節第 1 款参照）。

[6] 大阪地決平成 23 年 1 月 28 日金融・商事判例 1390 号 38 頁〔松尾橋梁株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、大阪高決平成 24 年 1 月 31 日金融・商事判例 1390 号 32 頁〔松尾橋梁株式買取価格決定申立事件高裁決定〕。

[7] 東京地決平成 27 年 3 月 25 日金融・商事判例 1467 号 34 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 28 年 3 月 28 日金融・商事判例 1491 号 32 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。

[8] 東京地決平成 27 年 3 月 4 日金融・商事判例 1465 号 42 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 27 年 10 月 14 日資料版商事法務 389 号 63 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件高裁決定〕、最一小決平成 28 年 7 月 1 日資料版商事法務 389 号 58 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕。

も、第4章で行った株式買取請求・価格決定申立における「公正な価格」の算定と同様に「二基準間の選択的行使」による算定方法を適用し、「公正な取得価格」を検討する。

### 第2款 株式取得価格決定と「公正な取得価格」

二段階買収において現金対価の完全子会社化やMBOの対価に不満な少数株主は、全部取得条項付種類株式を導入する際の定款変更のための株主総会決議に反対して株式買取請求(会社法116条1項2号)をしその後に株式買取価格決定の申立て(同法117条2項)をするか、あるいは全部取得条項付種類株式の取得に関する株主総会の承認決議に反対した上で裁判所に株式取得価格決定の申立て(同172条1項)をすることになる。

東京高決平成20年9月12日(レックス事件高裁決定)[9]は、裁判所は「公正な取得価格」を取得日における当該株式の客観的価値(以下「客観的価値」という。)に加えて、強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価額をも考慮すると判示した。さらに同決定の上告審である最三小決平成21年5月29日(レックス事件最高裁決定)[10]は原決定の判断を維持したが、同決定における田原睦夫裁判官の補足意見(以下「田原補足意見」という。)によれば、「公正な取得価格」は、①MBOが行われていなかったならば株主が享受し得る価値と②MBOの実施によって増大が期待される価値のうち株主が享受してしかるべき部分の合計とされている[11]。これは、原決定における表現とは若干異なるが、算定の枠組みは基本的に同じである。すなわち「公正な取得価格」は、①「客観的価値」と株価上昇に対する期待としての②「増加価値分配額」(「プレミアム」)の二つを足し合わせた以下の定式がその後の同種事件における裁判実務として定着している。

「公正な取得価格」＝ ①「客観的価値」
＋②「増加価値分配額」(「プレミアム」)

これはあくまでMBOに関連した価格決定における裁判所の判断ではあるが、これを完全子会社化の事案にまで射程を拡張できるかが問題となるが、近時の完全子会社化にかかる株式取得価格決定申立事件の二つの下級審決定[12]がそれを明確にした。東京地決平成27年3月4日は「会社法172条1項は、全部取得条項付種類株式の全部取得に係る反対株主等に株式取得価格決定申立権を付与しているが、その趣旨は、当該全部取得によってその保有株式を強制的に取得される反対株主等について、その保有株式の経済的価値を補償することにあると解される。かかる趣旨に照らせば、同項所定の『取得の価格』とは、取得日における公正な価格を意味するものというべきであり、具体

---

[9] 東京高決平成20年9月12日金融・商事判例1301号28頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。
[10] 最三小決平成21年5月29日金融・商事判例1326号35頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕。
[11] MBOの事案については、本論文で多用する「シナジー分配価格」という表現はミスリーディングとなる場合がある。田原補足意見では、シナジー効果に相当する部分を「MBOの実施によって増大が期待される価値」と呼ぶが、これを適切に分配した価格を含めて、「シナジー分配価格」という。
[12] 東京地決平成27年3月25日・前掲注7)34頁および東京地決平成27年3月4日・前掲注8)42頁。

的には、取得日における当該株式の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の上昇に対する期待を評価した価格をも考慮するのが相当であり、これを本件についてみると、本件全部取得が行われなかったならば株主が享受しうる価値及び本件全部取得後に増大が期待される価値のうち既存株主が享受してしかるべき部分（以下、これらを『客観的価値』および『増加価値分配価格』という。）ということができる。」とし、また東京地決平成 27 年 3 月 25 日も同様の文言で判示した。この「取得日における公正な価格」についての定式は、先のレックス事件最高裁決定における田原補足意見に従ったものであるが、完全子会社化と MBO の事案を区別せず同じ枠組みを使用することを二つの下級審決定は明確にしている。

### 第 3 款 学説の議論

以下では、学説の議論として株式取得価格決定における「公正な取得価格」と株式買取請求・価格決定における「公正な価格」の関係について検討するが（第 1 目)、特に株式取得価格決定の場合には公開買付けを先行させた二段階買収が利用されるケースが一般的であり、それに関する学説の議論も多く、特に少数株主が受けるとされる「強圧性」の問題（第 2 目）や二段階買収取引における「一連の取引性」の問題（第 3 目）を取り上げ検討する。

#### 第 1 目 「公正な価格」と「公正な取得価格」の統一的取扱い

二段階買収においては、二段階目の取引対価が株式対価か現金対価かで大きく分類できるが、「公正な価格」と「公正な取得価格」の算定方法あるいは算定枠組みを別々にとらえるのか、それとも統一的に取り扱うべきかが問題となる。しかし、何れにしても、価格決定のための合理的な理論付けや説明が必要になる[13]。

学説においては、全部取得条項付種類株式の取得であろうと組織再編であろうと締め出される少数株主の状況に変わりはなく、少数株主の締出しに対する株主保護については、株式買取請求と全部取得などのように法形式にとらわれず、できるだけ統一的な対応がなされる必要があるとする見解がある[14]。また、全部取得条項付種類株式の取得が株式交換の代用手段であったり、少数株主の締出しが合併等の代用手段であったりする場合には、株式交換や合併における株主保護と同程度の保護が与えられるべきであり、株式交換や合併における株式買取請求権の行使の場合における価格の決定基準であるシナジーを反映した公正な価格の基準によるべきとする見解もある[15]。つまり、

---

[13] 藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度の改正」証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』(日本証券経済研究所, 2007)281 頁によれば、さらに「全部取得条項付種類株式制度は、その運用次第によっては、組織再編に関してとられた政策判断と実質的に相容れない結果をもたらすおそれがある。この制度の利用それ自体の制限とこの制度が利用された場合の株式の買取価格・取得価格の決定の合理的な解釈が必要になる」と指摘する

[14] 加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔中〕―『公正な価格』の算定における裁判所の役割―」商事法務 1876 号(2009)4 頁、田中亘「第 9 章　企業の買収・結合・再編」伊藤靖史＝大杉謙一＝田中亘＝松井秀征著『会社法・第 3 版』(有斐閣, 2015)406-407 頁参照。

[15] 山下友信「第 4 款　全部取得条項付種類株式の取得」山下友信編『会社法コンメンタール第4巻　株式(2)』(商事法務, 2009)109 頁参照。

完全子会社化のために株式交換の「代用手段」として全部取得条項付種類株式を利用したキャッシュ・アウトを利用した場合には、「公正な価格の基準」と整合的な価格算定が行われることが期待される。

全部取得を用いた完全子会社化に関連した近時の下級審決定である東京地決平成 27 年 3 月 4 日（ジュピターテレコム事件地裁決定）では、「会社法 172 条 1 項による全部取得条項付種類株式の取得価格決定の申立てがされた場合に裁判所が定めるべき価格は、株式買取請求の場合（会社法 785 条 1 項、797 条 1 項、806 条 1 項等）と同じく公正な価格を意味すると解されるところ、...」と判示しており、また東京地決平成 27 年 3 月 25 日（東宝不動産事件地裁決定）も同様の旨を判示する。つまり、二つの価格決定で裁判所が定めるべき価格が「公正な価格」であるという点で同一であると明確にした。なお、平成 26 年改正会社法では、同法 172 条 5 項においても「公正な価格」という言葉が条文の中で使用されていることからも、裁判所が行う「公正な価格」と「公正な取得価格」の解釈を区別する必要はなく、算定方法においても統一的に対処すべきである。

### 第 2 目 二段階買収における「強圧性」と「フリーライド」の問題

二段階買収においては、「強圧性」と「フリーライド」の二つの問題が存在すると従来から指摘されている[16]。「強圧性」の問題とは、第二段階目の組織再編や全部取得の対価が第一段階目の公開買付価格を下回る可能性を示唆することによって、第一段階目の公開買付けに応募せざるを得ないような動機づけあるいは圧力を少数株主に与えることである[17]。実際、我が国の M&A 市場または株式市場において二段階買収における強圧性が存在することはファイナンスの実証研究においても示されているが[18]、この強圧性が放置されると、企業価値を引き下げる企業買収であると対象会社の大半の株主が考えている場合でも、その公開買付けが成立してしまうという問題が指摘されている[19]。

---

[16] 神田秀樹「二段階 MBO における株式の取得価格の決定」法曹時報 68 巻 4 号（2016） 886 頁は、後者の「フリーライド」のことを「逆強圧性」と呼び、それは第二段階の全部取得の価格が第一段階の公開買付価格よりも高く設定されると公開買付けに応募する株主がいなくなると指摘する。

[17] 田中亘「強圧性防止のための公開買付規制の改正を」ビジネス法務 2013.4 号（2013）20 頁は、「公開買付けを現金で行う一方、二段階目の取引の対価を買収者の発行する株式とした場合、対象会社の株主は、二段階目の取引の対価が公開買付価格と同価値であるかどうかを判断することができず、結果として、公開買付けに応じるように圧力を受ける恐れがある。二段階目の取引の対価として交付される株式が非上場株式であったり、あるいは上場株式であっても流動性が乏しいものである場合には、特にその恐れが強い」と指摘する。つまり、第二段階目の取引における対価株式についての、処分価格や処分可能性についての不確実性を与えることも少数株主にとって強圧性を受ける可能性があると解釈できる。また、飯田秀総「第 9 章　買収手法の強圧性ととりうる法の対処策」田中亘編飯田秀総ほか著『数字でわかる会社法』（有斐閣, 2013）231 頁は、公開買付価格に不満があっても、「自分以外の他の株主がその公開買付けに応じてしまうことにより当該公開買付けが成立してしまい、自分は少数株主として取り残される不安」があるという点を強圧性の例として挙げる。

[18] 井上光太郎「TOB（公開買付け）と少数株主利益」商事法務 1874 号（2009）34 頁は、日本における TOB 事案において、TOB 後にターゲット企業の株価は平均して下落しており、条件に不満でも少数株主は TOB にテンダーする強い誘因が存在することが示された」と報告する。

[19] 飯田秀総「公開買付規制の改革――欧州型の義務的公開買付制度の退出権の考え方を導入すべきか――」商事法務 1933 号（2011）15 頁は、このような問題が生じる原因として、株式所有構造が分散している場合には、株主同士が連携することが困難であるからと指摘する

また、強圧性の問題とは逆に、第二段階目の取引対価が第一段階目の公開買付価格を上回る可能性を示唆しあるいは保障すると、買収者が被買収会社の価値を公開買付価格よりも高く評価しているという情報を他の株主が知ることになり、株主が公開買付けに応じなくなって、公開買付けが成立しなくなるという「フリーライドの問題」[20]が発生する。これらについては、株式買取請求権によって強圧性に対応しようとする努力には内在的な限界があり[21]、場合によっては弊害もあることから、強圧性の問題に対応するのであれば株式買取請求権ではなく公開買付規制により対応をすべきであり[22]、その際、強圧性とフリーライドの両方の問題を解決できるようなものが望ましいとしながらも[23]、フリーライド問題を考慮すると、二段階買収の取引全体を一体とみなせるならば、現金対価の場合には「公正な取得価格」が公開買付価格と同額となることが妥当であるとしつつも[24]、株式買取請求権の行使には費用と時間がかかることから、「公正な価格」と公開買付価格とが一致しても実質的に「公正な価格」の方が低いことがあり得るので、強圧性の問題の解消にはならないとの指摘もある[25]。

近時の現金対価の二段階買収にかかる株式取得価格決定（最一小決平成 28 年 7 月 1 日）[26]において、最高裁は「独立した第三者委員会や専門家の意見を聴くなど意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われた場合には、上記公開買付けに係る買付け等の価格は、上記取引を前提として多数株主等と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるというべきである。」と判示した。つまり、全部取得価格が「公開買付けに係る買付け等の価格と同額」となることが事前に「明示」されれば、多数株主と少数株主間の利害調整（恐らくは強圧性の問題も含まれる）が反映された額として裁判所は認めると解釈できる。

しかし、この最高裁決定の内容では、確かにフリーライドの問題点は解決し、買収をする側に公開買付けの成功の可能性が高まるという予測可能性を与えるが、少数株主にとってはある日突然公表された公開買付けにおいて、買収者の言い値である公開買付価格で売却に応じるしかないという「予測可能性」を持つことになり、それ自体が強圧性として少数株主に作用することになる。すな

---

[20] 飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』(商事法務, 2013)292-294 頁によれば、公開買付けにおけるフリーライドの問題とは、買収者が発見した被買収会社の価値(買収者にとっての価値)にただ乗りするという意味である。

[21] 飯田・前掲注 20)295 頁参照。

[22] 飯田・前掲注 19)23 頁注(22)参照。株式対価の二段階買収における下級審判例ではあるがこの学説と同様の見解をとるものもある。例えば、大阪地決平成 24 年 4 月 27 日判例時報 2172 号 123-132 頁〔三洋電機株式買取価格決定申立事件地裁決定〕は、「二段階買収における株式公開買付けと組織再編(株式交換)は、完全子会社化等を目的とする一連の手続ではあるが、株式公開買付けと組織再編(株式交換)に反対する株主の株式買取請求との間に制度的な関連性は存在しない。株式公開買付けの強圧性の問題は、株式公開買付けに対する法規制によって対処すべきものであり、『公正な価格』の決定に当たって斟酌しなければならない事柄ではないというべきである」と判示する。

[23] 飯田・前掲注 19)16 頁参照。

[24] 飯田・前掲注 20)294 頁参照。

[25] 飯田・前掲注 19)23 頁注(22)参照。

[26] 最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注 8)58 頁。

わち、価格決定の申立てをしても無益であるという「予測可能性」を少数株主に与えることになれば、この最高裁決定こそが強圧性の問題を再燃させるものである。結局のところ、強圧性の問題とフリーライドの問題はトレードオフの関係にあり、この関係は買収企業側の予測可能性と少数株主保護がトレードオフの関係にあることと類似している。現実的な解決策の一つとして、第一段階と第二段階の価格を同一にすることもあり得るであろうが、本論文ではそのような解決策は採用せず、あくまで「二基準間の選択的行使」による算定方法を適用し価格決定することを提案する。

### 第 3 目 二段階買収における「一連の取引性」の問題

現金対価の二段階買収においては買収対価の価額が最大の争点になるが、それ以外では、買収対価の公正性を判断する場合における「時点」も問題になる。二段階買収の場合、その二段階の取引を一連の取引とみなせるか否かで公正性の判断時点が異なるため、その二段階買収が一連の取引とみなせる場合の条件について、従来から議論がある。例えば、MBO のように現金を対価として経営陣が自社株式の全部を取得することを目的とする全部取得の事案においては、第一段階の公開買付けと第二段階の取引という複数の取引を一連の取引とみなすという見解[27]がある。

また同様にレックス事件最高裁決定（最三小決平成 21 年 5 月 29 日）における田原補足意見が「全部取得条項付種類株式の全部取得」ではなく、「MBO」という取引に注目した点に着目して、MBO の価格決定裁判における「公正な価格」の決定においては、MBO という一連の取引に着目して一体の取引として「公正な価格」を算定すべきであり[28]（以下「一連取引説」という。）、これは MBO に限らず、二段階買収の形で行われる企業買収等（親会社の完全子会社や、独立当事者間における 100%買収）にも一般に妥当すると主張する[29]。さらに、企業価値の増加・不増加に関しても、企業買収等における会社法上の行為（組織再編行為や全部取得）が二段階買収という一連の取引の二段階目の行為として行われたものである場合には、企業価値の増加は一連の取引によって生じるので、第一段階目の公開買付けと第二段階目の企業買収等によって生じる企業価値の増加分は区別できないという見解もある[30]。

これらの学説は、第一段階の公開買付けの公表の時点で当該企業買収の目的が明らかであれば一連の取引とみなせるという見解であるが、親会社が子会社株式の全てを取得する完全子会社化に関する事案においても、完全子会社化という最終目標を買収者が事前に明示していれば一連の取引と

---

[27] 中東正文「公開買付け後の株式交換における公正な価格」ジュリスト 1398 号(2010)127 頁参照。

[28] 田中亘「第 8 章 総括に代えて──企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務──企業再編のすべて』(商事法務, 2014)217-218 頁は、二段階買収における MBO を例として、「MBO は、公開買付けと全部取得条項付種類株式の全部取得を組み合わせて、対象会社の株式の全部を取得することを目的とする取引であり、その一連の取引から生じる企業価値の増加のうち、どの部分が全部取得から生じ、どの部分が公開買付けから生じるのかを決定することは不可能であるばかりか、そもそも無意味である。」と指摘する

[29] 田中・前掲注 28)219 頁参照。

[30] 田中・前掲注 14)408-409 頁参照。つまり、企業価値の増加または不増加の判定は一連の取引全体で判断すべきということであるが、本論文ではこの判定は行わないので関係ない。しかし、本論文で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法においてはこの一連取引説を採用することになる。

みなすこともできる。しかし、第一段階と第二段階の取引の間に相当のタイムラグがあるような場合には、一連の取引という認定が困難になる場合も予想される[31]。従って、どのような場合であれば一連の取引としての二段階買収といえるのか、すなわち、どのような場合に全体が一連の取引であると法的に評価できるかについては、より具体的な基準が構築される必要がある[32]。何れにしても、これら二段階買収における一連の手続が公正と認められる場合には裁判所は公開買付価格を尊重して取得価格とすべきで、逆に不公正と評価される場合に限り公正とされる価格を算定すべきという見解があるが[33]、公正か不公正かは二段階買収という一連の取引で判断することになるので、取引の一連性の判定がその前提として重要性を持つことになる。

また、二段階買収が一連の取引と認定された場合には、その一連の手続が公正か否かを判断する時点が問題となる。公開買付けを先行させたキャッシュアウトの場合には、公開買付けの公表の時点でキャッシュアウト対価まで公表されるのが通常であり、この公表は法的に拘束力があり、仮にこれに満たない価格でキャッシュアウトされるとその対象株式を保有する株主は差額を求めることができるから、公開買付けとキャッシュアウトをいわば一体に考え、公開買付けの時点をもってキャッシュアウト対価の公正さの判断時点と考えるべきとする主張もあり[34]、近時のジュピターテレコム事件最高裁決定[35]でもこれと同様の判断がなされている。

### 第 2 節　「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の定式化と理論的検討

前章（第 4 章）では、株式対価の組織再編（一段階買収）および株式対価の二段階買収における「公正な価格」を「二基準間の選択的行使」により算定することを主張した。本節では、現金対価の二段階買収を用いた全部取得における「公正な取得価格」について、この「二基準間の選択的行

---

[31] 原弘明「二段階株式交換の株式買取請求における『公正な価格』」商事法務 1981 号(2012)44 頁参照。また、二段階買収における「一連の取引」に関連する論点としては、著者不明「上場株式の買取価格(1)――日興コーディアルグループ事件」山下友信＝神田秀樹編『商法判例集・第 6 版』(有斐閣, 2014)331 頁において、「当初の公開買付けでは全株式取得の意図を明示せず、公開買付け後しばらく(2 年)経過し、株式の市場価格が公開買付価格を下回ったときに、その市場価格を基準として決めた価格で株式交換する場合(実際には、そういう場合が少なくない)は、どうか。また、そのような買収手法に対しては、株式買取請求制度以外に、何らかの法的規制を課すべきであろうか」と問題提起されている。

[32] 中東・前掲注 27)127 頁参照。さらに、神田・前掲注 16)888 頁は、二段階買収において一段階と二段階の間が一定期間以上離れていると、「その間にさまざまなことが起きる可能性があるので、会社が両者をワンセットとして実施すると公表していなかった場合はもちろんのこと、かりに会社が両者をワンセットとして実施すると公表していたとしても、両者をワンセットとして認めることは妥当と言えない場合がありうるものと考えられる。」として、さらに「具体的な事例において、どのくらいの期間であればワンセットと扱ってよいか、どのような具体的な事情があればワンセットでないと考えられるか等については、さらに詰める必要がある. . . 」とする。

[33] 田中亘「補正に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格の決定事例――東宝不動産事件」ジュリスト 1489 号(2016)112 頁、飯田秀総「VI　株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能:会社法・金商法における株式市場価格の意義と機能の探求(日本私法学会シンポジウム資料)」商事法務 2076 号(2015)43 頁、加藤・前掲注 14)4 頁、白井正和「MBO における全部取得条項付種類株式の取得価格の算定」ジュリスト 1455 号(2013)116-119 頁等参照。

[34] 藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける公正な対価――最決平 28・7・1 と公開買付後の市場動向を勘案した『補正』の可否」資料版商事法務 388 号(2016)54 頁は、例外的なケースに該当する場合はその限りではないし、①公開買付の終了とキャッシュアウトの間が不当に長期であるとか、②公開買付終了後に予期しない変動が生じ当初の計画を修正せざるを得ない特別な事情が生じたといった二点を例外として挙げる。

[35] 最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注 8)58 頁。

使」による算定方法における具体的な定式化（第 1 款）やこの算定方法に内在するオプションと「公正な取得価格」にあるプレミアム率との関係（第 2 款）を考察する。

### 第 1 款 「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の決定

#### 第 1 目 「公正な取得価格」の定式化

本論文は、二段階買収の対価が株式か現金かという違いによらず、「公正な価格」と「公正な取得価格」の算定においては、「二基準間の選択的行使」による算定方法を統一的に適用すべきと提案するものであって、第 4 章で検討した「公正な価格」の定式を株式取得価格決定における「公正な取得価格」の場合にも適用する。まず算定基準日（全部取得日）における「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい価格を「公正な取得価格」とすると、

$$「公正な取得価格」＝\max（「ナカリセバ価格」，「シナジー分配価格」） \quad (5\text{-}1)$$

となる[36]。ここで算定基準日である全部取得日における「シナジー分配価格」は全部取得価格であり、また現金対価の二段階買収においては公開買付価格と同額となる事例が多い。この公開買付価格を裁判所が公正と判断した場合には、全部取得価格はこの価格を参照することになり、逆に不公正と判断して裁判所が価格を変更する場合には、公正とされる全部取得価格もその修正された公開買付価格を参照することになる[37]。よって本論文では、公正な「シナジー分配価格」は、公開買付けの公表日前（事前）における公正な公開買付価格であり、その場合に全部取得日（事後）における全部取得価格はその公正な公開買付価格を参照するという関係にあるとする。

この点については、公開買付価格は公開買付けの公表日前に確定しており、それを公表日以後の「事後」の事情（株式市場の動向など）を考慮して変更すべきでないとする見解があり[38]、また公開買付価格の公正性を判断するための基準日と取得日は切り分けて考えるべきとする見解もある[39]。本論文においては、あくまで「公正な取得価格」が決定される算定基準日は全部取得日であるとす

---

[36] 田中・前掲注 28）220 頁は、「『公正な価格』＝Max（公正分配価格，ナカリセバ価格）」と表記し、この定式を「いずれか高い方」定式と呼んでおり、この定式はミスリーディングであり、価格の決定方法についての判例と実際には合致していないだけでなく、文字通りに適用すると不都合な事態を招くことから、新たな定式を作る必要があると主張する。

[37] 公正性の判断については、各論において議論の余地は残されているものの、総論においては学説や近時の最高裁決定（ジュピターテレコム事件）でほぼ固まっている。

[38] 田中・前掲注 33）113 頁参照。また、藤田・前掲注 34）54 頁は、公開買付けの開始時点で公開買付価格の公正性を裁判所は判断すべきとし、不公正と判断した場合は公開買付価格の変更もあるが、その変更においては、「公開買付以降の株式市場の動向等を勘案した『補正』を行うべきではない」と主張する。

[39] 藤田・前掲注 34）55 頁は、企業価値を増加させる場合で、現金対価の場合には、「基準日」を問題にする意味がほとんどなく重要なのは「条件の公正さを判断すべき時点（条件が決定されたとみなされる時点）」であり、全部取得価格を明示した二段階買収によるキャッシュアウトの場合は、原則として公開買付時点であるという。また、神田・前掲注 16）889 頁は、算定基準日に関しては、株式買取請求の価格決定の場合と全部取得条項付種類株式の取得価格決定の場合、そして、特別支配株主の売渡請求に係る価格決定の場合とて、異なって良いのかということを問題にしており、少なくともキャッシュアウトの場合は、そろえた方がよいと考えており、一貫したルール形成が期待されるという。

るが、これを公正な「シナジー分配価格」としての公開買付価格の公正性が判断される「基準日」とは区別する。しかし、「ナカリセバ価格」については、公表日後の「事後」の事情として、例えば株式市場の動向等を考慮し補正した上で、「公正な取得価格」の算定基準日である取得日における補正株価（「回帰分析的手法」等を利用して補正）を参照するから、「ナカリセバ価格」が選択される場合においては、結果的に「公正な取得価格」は事後の事情が反映された価格になる。

図表 5-2-1 二つの価格決定裁判における「二基準間の選択的行使」による算定方法

<table>
<tr><th colspan="2">価格　＼　価格決定裁判</th><th>株式買取価格決定<br>「公正な価格」<br>（株式が対価の場合）</th><th>株式取得価格決定<br>「公正な取得価格」<br>（現金が対価の場合）</th></tr>
<tr><td rowspan="4">「公正な価格」<br>（①と②の何れか大きい方）</td><td>①「ナカリセバ価格」</td><td colspan="2">「回帰分析的手法」による補正株価</td></tr>
<tr><td></td><td colspan="2">変動価格</td></tr>
<tr><td rowspan="3">②「シナジー分配価格」</td><td colspan="2">市場株価または補正株価</td></tr>
<tr><td>「シナジー補正価格」</td><td>全部取得価格（または公開買付価格）</td></tr>
<tr><td colspan="2">変動価格</td><td>固定価格</td></tr>
</table>

注：②「シナジー分配価格」における補正株価は、株式対価の場合は公正な組織再編比率が織り込まれるように補正した株価（「シナジー補正価格」）である。他方で、現金対価の場合の補正株価は取得日における全部取得価格（公開買付価格と同額となる場合が多い）の固定価格ということに注意が必要である。

以上から、公開買付けを含めて一連の全部取得までの手続が公正と裁判所から判断された場合には、裁判所から公正と判断された公開買付価格が公正な「シナジー分配価格」であり、全部取得日において全部取得価格はその公開買付価格を参照するから、結果として両価格は同額である。これを先の式（5-1）に代入すると、全部取得日における「公正な取得価格」は、以下のように表すことができる。

$$「公正な取得価格」＝\max（「ナカリセバ価格」，全部取得価格）　　(5\text{-}2)$$

この定式が意味するところは、算定基準日である全部取得日において「ナカリセバ価格」がこの全部取得価格（一定の固定額で、通常公開買付価格と同額）を超えた場合には「ナカリセバ価格」が採用され、超えない場合には全部取得価格が採用されるということである。「公正な価格」（第 4 章の式（4-1））と「公正な取得価格」における式（5-2）では、「ナカリセバ価格」は共通でかつ同一価格であるが、両者間で異なるのは「シナジー分配価格」である。すなわち、株式対価の場合の「公正な価格」は市場株価（本論文では補正株価である「シナジー補正価格」）が参照されるのに対して、現金対価の場合の「公正な取得価格」は取得日における取得価格（全部取得価格）が参照されることになる[40]。つまり、「シナジー分配価格」については、前者は対価が株式なので算定基準日

[40] 対象となる株式の価格形成が十分に情報効率的であれば、どちらの場合も、当該株式の市場株価を参照するという考え方もある。現金対価の二段階買収の場合は、公開買付価格とその後の全部取得価格にさや寄せされるような価格推移となることから公開買付価格を織り込んでいることになる。もっとも、全部取得の日には上場廃止となっていることから市場株価は存在しないので、便宜的に公開買付価格をもって「シナジー分配価格」とするのが簡便で分かりやすい。また、株式対価の二段階買収では、判例の多くは市場株価を参照して価格決定しているが、本論文では補正株価（「シナジー補正価格」）を参照することになる。田中・前掲注 33）112 頁および飯田・前掲注 33）43 頁は、手続が公正であれば市場株価（または公開買付価格）を参照するという見解である。

まで市場株価に連動して変動する価格であるのに対して、後者は公開買付価格が公表された後はその価格に市場株価はさや寄せされて固定価格になるという違いがある（図表 5-2-1）。

**第 2 目 「公正な取得価格」に組み込まれたオプション**

以下では、「二基準間の選択的行使」による算定方法にはオプションとしての重要な性質があることを示す。まず「公正な取得価格」の式（5-2）は、

「公正な取得価格」＝ 全部取得価格
＋max（「ナカリセバ価格」－ 全部取得価格 ， 0） （5-3）

のように変形することができる[41]。これは、第一項の全部取得価格を下限として、それに対して第二項では「ナカリセバ価格」を原資産、全部取得価格（または公開買付価格）を行使価格および全部取得日をオプション満期日とするコールオプションのペイオフを加算したものである。すなわち式（5-3）を簡単に表すと、

「公正な取得価格」＝全部取得価格 ＋ オプション価値 （5-4）

となる。これは、市場全体の株価動向とは無関係に全部取得価格が保障された上に、さらにコールオプション[42]が付加されていることを意味する。このオプションは、あたかも「強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待」[43]に相当するかのようにもみえるが、全く別物である[44]。本論文の「二基準間の選択的行使」による価格算定の文脈では、あくまで公開買付けの公表日から全部取得日までの期間限定でオプションによって少数株主は保護されるにすぎず、そのオプション満期日である全部取得日後には、もはやオプションは存在しないことに注意が必要である。

---

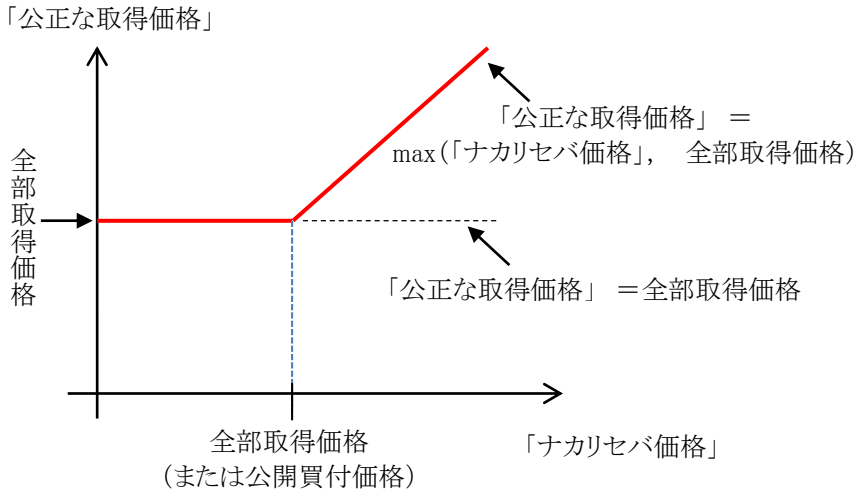
41 変形に使用した公式は、max(a,b)=b+max(a−b,0) であるが、証明は省略する。

42 ジョン・ハル著三菱UFJ証券市場商品本部訳『フィナンシャルエンジニアリング―デリバティブ取引とリスク管理の総体系・第7版』（金融財政事情研究会，2009）837 頁においては「プレーンバニラ商品（plain vanilla product）」といった呼び方がなされている。これは行使価格が固定額の典型的なオプションを表す言葉であり、それに対応するものとしてエキゾチック・オプション（Exotic Option）があるが、プレーンバニラよりも複雑なオプションである。

43 東京高決平成 20 年 9 月 12 日・前掲注 9）28 頁。ただし、この上昇に対する期待は、同決定文ではプレミアムの構成要素であるかのように判示しているが、これは誤りである。この「期待」はプレミアムに含まれるものではなく、それとは別に公開買付価格に上乗せされた追加的な価値（オプション価値）に相当すると考えるべきである。ただし、本論文におけるオプションの価値とは全く別物であり、そもそもこのような取得日時点において、さらにその先の将来に対する期待など保護に値しないと思われる。

44 私見だが、取得日以降において評価されるオプションなどは少数株主保護の範囲外である。既に保有株式は現金となっており、株主はリスクから解放されるから、将来のリスクで生み出される株価の上昇に対しては、例えば別の銘柄に再投資するなど手段はいくらでもあるからである。さらに、株式取得価格決定の申立てをする旧株主で対価が仮払いされない場合は、取得日後から法定の利息が支払われるから、別の（手厚い）保護がなされる。「強制的取得により失われる今後の株価の上昇に対する期待」は、取得日以後には認めるに値しない。

図表 5-2-2 「公正な取得価格」の全部取得日（オプション満期日）における反対株主のペイオフ




全部取得日まで株式を保有し取得価格決定の申立てを行う株主は、現金対価の二段階買収で「二基準間の選択的行使」による価格算定に内在するオプションを持つことになる。このオプションのペイオフ（利得）は、全部取得日を満期日とするヨーロピアンタイプのオプションを行使した場合のペイオフと同等になる（図表 5-2-2）。他方で、取得日である満期に到達しない期間、すなわち取得日前（かつ上場廃止前）の期間に、株主は保有する株式をほぼ公開買付価格にさや寄せされた市場株価（≃公開買付価格）で売却することができるから、そのような場合には、

株式の処分価値 ＝max（「ナカリセバ価格」，市場株価）　　（5-5）

というペイオフとなる。株主は上場廃止まで保有する株式を市場でいつでも売却（オプションの行使）が可能であるから、その意味でアメリカンオプションとしての性格を持つことになる。

公開買付けの公表直後など、おおよそプレミアムが乗った分だけ公開買付価格は「ナカリセバ価格」（原資産）よりも高く、また市場株価はその公開買付価格にさや寄せされるが、公開買付価格よりも若干低い価格で上場廃止日まで推移することになる（例えば、図表 5-3-4）。つまり、「ナカリセバ価格」が公開買付価格を下回って推移する場合は、全部取得の日における全部取得価格（公開買付価格と同額）の現在価値がおおよそ市場株価に織り込まれると予想され、すなわち、

「ナカリセバ価格」 ＜ 市場株価 ≦ 全部取得価格（公開買付価格）　　（5-6）

という関係を取引最終日（上場廃止日の前日）まで維持すると予想される。何れにしても、株式の処分価値は公開買付価格を若干下回る市場株価になる。逆に、「ナカリセバ価格」が公開買付価格を上回るような場合（市場全体が大きく上昇するような場合）で、裁判所が「二基準間の選択的行

使」による価格決定をするという期待が市場にあるとするならば、市場株価も公開買付価格を上回って推移すると予想される[45]。すなわち、

全部取得価格（公開買付価格） ＜ 市場株価 ≃ 「ナカリセバ価格」　(5-7)

の不等式で表される市場株価の位置関係が予想される。ただし、この関係はどの程度にまで市場が情報効率的かにも依存するし、また「ナカリセバ価格」（補正株価）の算定においては標準的で確立した算定手法がなく市場参加者ごとに補正株価（あるいは予想株価）が異なる。よって、市場株価がどの補正株価（「ナカリセバ価格」）に織り込まれるかは不明であるから式（5-7）の関係は不安定となる。

**第３目 オプション価値と「客観的価値」または「プレミアム」との関係**

現金対価の二段階買収において、一般的に全部取得価格は公開買付価格と同額に設定されるが、裁判所は、公開買付価格が企業買収等において生じるシナジーを公正に分配していると判断する場合には、この公正とされる公開買付価格または同額の全部取得価格をもって「公正な取得価格」とする。この公正なシナジー分配を実現しているとされる公開買付価格は、①「客観的価値」と、株価上昇に対する期待としての②「増加価値分配額」（以下「プレミアム」という。）の二つの価値でそれぞれを評価することができる。

公開買付価格 ＝ ①「客観的価値」
＋②「増加価値分配額」（「プレミアム」）　(5-8)

一般的に、①の「客観的価値」は公開買付けの公表日以前における一定期間の市場株価を参照しその平均値で算出される。それに対して②のプレミアムが上乗せされ、その際には「客観的価値」に対するプレミアムの割合（以下「プレミアム率」という。）が特に重要な尺度となるが、この数値は一律に固定されたものではなく事案によって値が異なる[46]。ここで、全部取得価格＝公開買付価格とした式（5-8）を式（5-4）に代入すると、

---

[45] ここで具体例を挙げることが適切かどうか不明であるが、例えば東宝不動産事件（図表 5-3-12）のように、市場株価が公開買付価格を上回る場面がみられる。これは他の事件にはない特徴であり、市場は公開買付価格を超える期待を一時的に持っていたとも推測できる。

[46] 例えば、本論文で取り上げる全部取得の事案を例にすると、公表日前市場株価の１か月単純平均に対して、東宝不動産事件における公開買付価格には 40.8%、ジュピターテレコム事件におけるそれは 54.1%、また松尾橋梁事件では、公表日前市場株価の 1 か月出来高加重平均に対して 37.1%となる。おおよそこの率だけオプションは、行使価格に対して OTM の状態になっているわけだからオプション価値は無きに等しいといえよう。逆に言えば、むしろ不必要に大きいプレミアム率を載せた公開買付価格の場合もあり得るのではないかとさえ思われる。少数株主保護の観点からはプレミアム率が大きいことは良いことであるが、買収企業において企業価値または株主価値を毀損してしまったのでは経営判断が問われてしまうのではないだろうか。

「公正な取得価格」＝ ①「客観的価値」＋ ②「増加価値分配額」(「プレミアム」)
＋ ③オプション価値　　(5-9)

となり、「公正な取得価格」は三つの価値に分解することができる。ここで②の「プレミアム」は公開買付価格が①「客観的価値」に対してどの程度の上乗せとなっているかを計測した数値である。ここで、仮に「二基準間の選択的行使」による価格決定を裁判所が採用するという市場参加者の期待があり、それに付随する③オプション価値が市場株価に織り込まれるとすれば、期中（公開買付けの公表日から全部取得日までの期間）における式（5-9）で表される「公正な取得価格」の理論価格と市場株価はほぼ等しくなると予想される。

また理論的には、期中（時点ｔ）におけるオプションの公正価値は、満期日（全部取得日（時点T)）におけるオプションペイオフ（式（5-3）の第二項）の期待値を現在価値（割引率ｒ）で割り引いたものに等しい。すなわち、

$$\text{オプション価値}_t = \frac{1}{(1+r)^{T-t}} \mathrm{E}_T \left\{ \max\left( \text{「ナカリセバ価格」}_t - \text{全部取得価格}\ ,\ 0 \right) \right\} \quad (5\text{-}10)$$

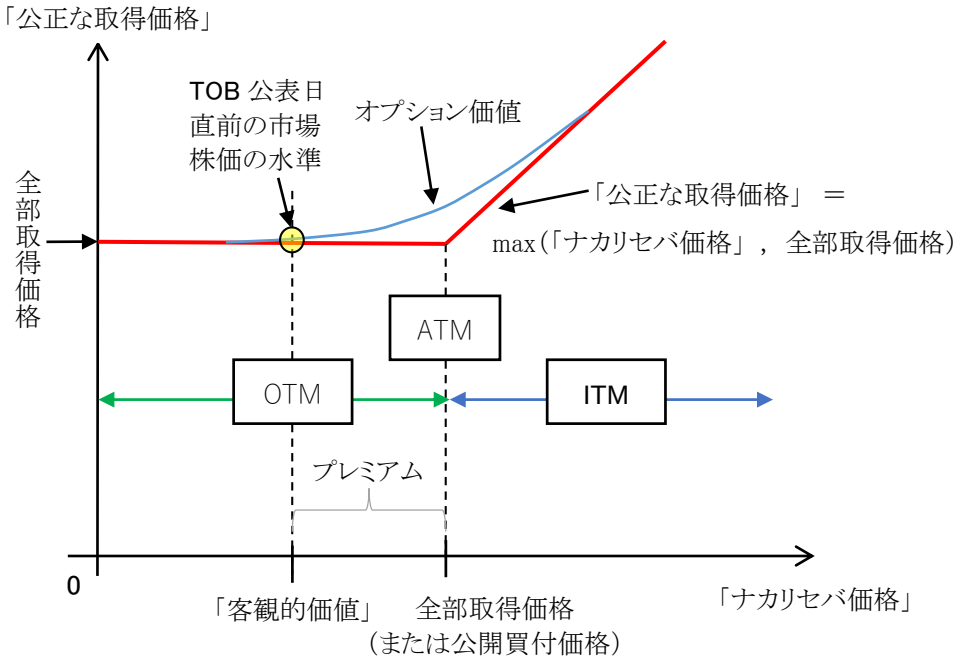
と表すことができる。ここで「ナカリセバ価格」等にｔの添え字がついているのはｔ時点の価格であることを表し、また式中の「$\mathrm{E}_T$ {}」はＴ時点における {} の中の期待値を算定することを意味する。

### 第２款 「公正な取得価格」とオプションの関係

#### 第１目 算定基準日（全部取得日）におけるペイオフ

前款で示したように、「二基準間の選択的行使」で算定される「公正な取得価格」には、市場全体の株価動向とは無関係に全部取得価格（あるいは公開買付価格）が保障された上に、さらに市場全体の上昇の恩恵を受けることができるコールオプションが内在する。このオプションは、全部取得価格と「ナカリセバ価格」が同額の場合にはアットザマネー（At The Money、以下「ATM」という。）となり、オプションの時間的価値は最大になる。これに対して、「ナカリセバ価格」が全部取得価格（公開買付価格と同額）を超えた場合には、オプションの本源的価値はプラスになるインザマネー（In The Money、以下「ITM」という。）の状態となる。また「ナカリセバ価格」が全部取得価格を下回る場合は、オプションはアウトオブザマネー（Out of The Money、以下「OTM」という。）の状態になり、「ナカリセバ価格」が全部取得価格を大きく下回るような場合（例えば、公開買付けの公表直後）で公開買付価格に含まれた（あるいは「客観的価値」に付された）プレミアムが大きいほどオプションの経済価値はゼロに等しくなる（図表 5-2-3)。

図表 5-2-3　反対株主の全部取得日におけるペイオフと期中のオプション価値（イメージ図）




注：「TOB 公表日直前の市場株価の水準」は公開買付けの公表日直前の単日の市場株価（終値）であり、「客観的価値」は公開買付けの公表日以前の市場株価の平均値である。両価格は、通常は近い値であるが等しい値ではないことに注意が必要である。

「ナカリセバ価格」は公表日直前日（あるいは公表日）の市場株価を起点として算定されるので、公開買付価格の公表日直後は市場株価が公開買付価格にさや寄せされて急騰する一方で、「ナカリセバ価格」はその市場価格（または公開買付価格）を大きく下回って推移することになる。公開買付けの公表日直前の市場株価は急騰する前であり、「客観的価値」は公表日以前の市場株価の平均値であるから、オプションは OTM の状態にあり、当該オプションの経済価値はほとんどゼロに等しい（図表 5-2-3）。しかし、TOPIX や JASDAQ INDEX を代理変数とする株式市場の上昇に連動して「ナカリセバ価格」が公開買付価格を上回るような場合、オプションは ITM となる。このような場合において、裁判所が「公正な取得価格」の価格決定において「ナカリセバ価格」を採用すると市場参加者が期待すれば、市場株価に ITM のオプション価値が織り込まれ、市場株価は公開買付価格を上回ると予想できる[47]。もっとも、このような ITM の場合においても、オプション価値が市場株価に織り込まれずに例えば公開買付価格近辺にさや寄せされた状態になると、投資家は無償で ITM のオプション価値を入手できることになるが、仮に市場が情報効率的で裁定が働いていればそのようなことは生じない。

[47] 類似の現象は、後掲図表 5-3-9 のグラフで表された東宝不動産の事案で観察される。通常のケースでは、公開買付価格の公表日以後、市場株価はほぼ公開買付価格にサヤ寄せされるようにほとんど変動しないが、東宝不動産の市場株価は市場全体が急上昇していることから、将来公開買付価格が引き上げられるとか、価格決定裁判でより高価格が認定されるとかというような思惑的なあるいは投機的な価格形成となり、市場指数（TOPIX）と連動して上昇する場面がみられる（図表 5-3-9）。必ずしも、オプションが ITM になったことによるものではないと思われるが、価格形成のイメージとしては参考になると思われる。

**第２目 プレミアム率とオプション価値のトレードオフ**

以下に示すジュピターテレコム事件（本章第３節第２款）と東宝不動産事件（同第３款）のように、株式市場全体が大きく上昇するような特別な相場状況を除けば、公開買付けの公表日後から全部取得日まではオプション価値はゼロに近いと予想されるから、そのようなオプションの濫用を気にすることはない。直前の市場株価に載せられたプレミアム率の多寡にも依存するが、仮にプレミアム率が 30%とすれば、公表日以後全部取得日までの期間に「ナカリセバ価格」が公開買付価格に到達する（ITM）には、30%上昇する必要があることを意味する。それは、「ナカリセバ価格」算定の基礎となる市場株価指数（例えば TOPIX や JASDAQ INDEX など。）が公表日以後おおよそ 30%／$\beta$上昇する必要があり[48]、これは$\beta$＝１で 30%、$\beta$＝0.5 で 60%あるいは$\beta$＝1.5 では 20%となる。このように公開買付けの公表日から全部取得日まで期間や当該銘柄のボラティリティ（変動性）あるいは市場感応度（$\beta$）の大きさにもよるが、通常の相場環境においては、相応のプレミアム率が載せられている公開買付価格を「ナカリセバ価格」が超える確率は高くないと予想される。よって、オプションは OTM で満期日（全部取得日）を迎える確率が高いためオプション価値は低く、反対株主によるオプションの濫用を懸念する必要はない[49]。なぜなら、濫用する株主にとっては株式市場全体あるいは TOPIX が 30%以上も上昇すると予想するのであれば、公開買付価格にさや寄せされて変動しない買収対象会社の株式を売却し、同額の資金で他銘柄の株式を購入する方が投資効率は高いからである[50]。

全部取得日において ITM となってオプションを行使されないだけの行使価格、すなわち公開買付価格を高めに設定することが、オプション価値を低めることになる。ジュピターテレコム事件最高裁決定[51]によれば、公開買付価格については、手続的に公正な取引を前提として多数株主と少数株主との利害が適切に調整された結果が反映されたものであるとして、さらに「上記買付け等の価格は、全部取得条項付種類株式の取得日までの期間はある程度予測可能であることを踏まえて、上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているとい

---

[48] ここで$\beta$とはマーケット・ベータとも呼ばれるが、市場指数の収益率（変動率）に対する当該株式の感応度を表すものである。これが高いほど市場全体の変動に対して敏感に反応することを意味する。また、第２章第３節第２款にマーケット・モデル（回帰モデル）の説明があるが、その回帰モデルにある回帰係数$\beta$と同じ意味であり、その推定値から数値として算定される。

[49] 東京高決平成 28 年３月 28 日・前掲注7）32 頁によれば、アベノミクスの上昇相場クラスの上昇頻度に関する証拠資料が当事者から提出され、それについて裁判所は「本件公表後に株式市場全体の大幅な上昇がみられたが、本件公表日から本件取得日までの営業日数である 117 営業日の間に株式指数に 25%以上の変動が生じた回数は、過去 30 年間に日経平均株価については 21 回、TOPIX については 18 回生じたことが認められ（乙 110）、そのことからすると本件に見られた株式市場全体の上昇が、価格決定において格別の検討を要する希有な事態であるとはいい難い。」として、同事案における上昇相場はけして「稀有な事態」ではないと判断した。実際、東宝による東宝不動産への公開買付価格は、プレミアムが 41%とかなり高いこともあり、117 営業日で 41%というのは、よほどの上昇相場でない限り「ナカリセバ価格」が公開買付価格を超えることは難しいだろう。

[50] 合理的な投資家であれば、公開買付けの公表日後に急騰し公開買付価格にサヤ寄せされた市場株価で売却するであろう。何故なら、その後の市場株価が公開買付価格にサヤ寄せされた後の株式の期待収益率は上場廃止までほぼゼロと予想されるためである。よって、公開買付けに応募するまでもなく、全部取得されるわけでもない純粋に投資目的の投資家にとり、その後も引き続き当該銘柄を保有するという選択肢はない。

[51] 最一小決平成 28 年７月１日・前掲注 8）58 頁。

うことができる。」と判示している[52]。これは、公表日以後の市場価格の上昇などのリスク（ボラティリティ）はある程度の範囲で予測可能であって、それを事前に織り込んで公開買付価格を決定すべきとするものと解釈できる。また裁判所は企業買収の一連の取引が公正であれば、事後の事情をもって「事前のシナジー分配価格」である公開買付価格に介入しないが、事前に予測可能な範囲で「事後の事情」を公開買付価格に織り込むことが可能であれば、織り込むことが公正な手続の一つであるとも解釈できる。

**第３目 オプションに対する批判**

「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」にはオプションとしての性質があり、それを行使するかどうかは別にして、公開買付けに応募せず、価格決定の申立てをする株主は、理論的には全部取得価格（または公開買付価格）を下限の価格として保障されながら、さらに「ナカリセバ価格」の上昇の恩恵を受けることが可能なコールオプションを入手することになる[53]。このことに対しては、オプションを入手しようとする投資家が企業買収等に対して反対するインセンティブを与えることになり[54]、さらに最悪の場合は、企業価値を増加させ当事会社にとっても社会全体にとっても有益な企業買収等の取引が株主総会で否決されてしまう可能性があるという指摘がある[55]。

この見解はいささか悲観的であって、「二基準間の選択的行使」に内在する OTM のオプションが投資家にとって濫用したくなるほど魅力的な価値を持っていないのは明らかである。すなわち、企業買収等の公表日直後においては、行使価格である全部取得価格と同額の公開買付価格には相当のプレミアムが含まれているから、公表日直後の「ナカリセバ価格」との差額が大きく、オプションは（ディープ）OTM の状態であり、オプションの公正価値はほとんどゼロに近く、少なくとも経済合理的な投資家からのオプションの濫用は懸念されるほどのものではないと考えられる。また、このオプションはあたかも「無償」で付与されていると批判されるが、実際のところ無償で「入手」できるのは、二段階買収のための公開買付けを公表する以前から当該株式を保有していた株主だけである。公表日後に市場から当該株式を入手する場合には、そのオプション価値は理論的には

---

[52] 藤田・前掲注 34）50 頁は、裁判所が「上記取得日までに生ずべき市場の一般的な価格変動についても織り込んだ上で定められているということができる。」としたことに対して、最高裁決定の結論には賛成であるが、理由付けに疑問を呈するとして、さらに「将来の市場動向についての公開買付時点での予想を反映する形で公開買付価格が設定されたということと、その後実際に生じた市場動向を勘案して『補正』を行うこととは、それ自体としてはなんら矛盾しない。」と批判する。しかし、事前に予想したものを事後の事情で修正するのは問題があるが、事前の予想それ自体公正なものであれば尊重しても良いと思われる。

[53] 一般的にはオプションには経済的な価値があり、全ての株主にこのようなオプションがあたかも「無償」で付与されているかのように誤解されるが、実際のところ無償で入手できるのは二段階買収のための公開買付けを公表する以前から当該株式を保有していた株主だけである。つまり、公表日後に市場から当該株式を入手する場合はに、そのオプション価値は理論的には市場株価に織り込まれるから事実上有償で取得することになる。

[54] 田中・前掲注 28）221-222 頁参照。

[55] 田中・前掲注 28）221-222 頁参照。さらに組織再編の対価が存続会社株式の場合はより問題は深刻で、田中亘は、「過剰な株式買取請求あるいは取得価格決定の申立てにより、会社の財産が過剰に流出し、会社ひいてはその一般株主の利益を害する恐れがある。」と指摘する。

市場株価に織り込まれており[56]、市場株価で当該株式を取得すればオプションを有償で入手したことになって、決して無償で入手したものではなくフリーランチではない。

オプションは二段階買収に先行させた公開買付けの公表後に生じるが、この公表後から全部取得日（オプション満期日）までの期間が長くなるほどオプション期間も長くなり、理論的にはオプション価値が高まることになる。二段階買収に関連した一連の手続に要する期間が長くなるほど、先行させた公開買付けに強圧性が生じてしまうことが学説で指摘されているが[57]、全部取得される少数株主においては、全部取得日までの期間が長期化することによって、理論的には先のオプション価値が多少なりとも増加するから、強圧性による影響を少しでも軽減することになる。また、買収する側もオプション価値を下げるように全部取得を完了するまでの期間をより短縮するインセンティブが生まれ、事前に全部取得価格と全部取得日が公表されるなどの予測可能性の高い公正な手続が取られることにつながれば、少数株主保護という観点からは好ましいといえよう。

組織再編にかかる株式買取請求・価格決定における「公正な価格」については、「二基準間の選択的行使」による価格決定を使用すれば、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい方を選択するというペイオフとなる。そこに組み込まれた、スプレッドオプション（Spread Option）[58]は、原資産が「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の差額で、行使価格はゼロとなる。「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」は相関関係が高いので、スプレッドオプションのプレミアムあるいは公正価値は、前目（第 2 目）で検討した「公正な取得価格」に内在するオプションの場合、すなわち行使価格が全部取得価格という固定額であるプレーン・バニラ型オプション（通常のオプション）と比較してオプションの時間価値は小さく[59]、現金対価の場合のペイオフによる価格算定の方がオプション価値を尺度とするならば少数株主保護の程度が高い[60]。このことは、平成 17 年改正会社法で導入された組織再編行為の対価柔軟化に対して「シナジー分配価格」

---

[56] 藤田友敬「裁判過程における実証分析の利用：株式買取請求事件を素材に」ソフトロー研究 20 号（2012）8 頁は、「まず純粋理論的には、株式買取請求権の価値（一種のオプション価値）が株価に折り込まれるはずである。」と指摘する。どのような価格決定が裁判所によってなされるかという市場参加者の期待によって、オプションの価値の織り込まれ方も異なる。また、株主にとっては、保有株式の取引最終日までにオプションの ITM の価値が織り込まれない場合には、市場での売却をあきらめて価格決定の申立てをすることもあり得る。

[57] 加藤・前掲注 14）10 頁。ただし、田中・前掲注 28）235 頁（注 60）は、この公開買付けにおける強圧性の問題については、二段階買収が公正な手続を経て行われたとは認められないから、裁判所が独自に決定する「公正な価格」（本論文でいうところの「シナジー分配価格」あるいは全部取得価格に相当。）において考慮すべき問題であって、公正分配価格の決定に際して、事後市場株価補正を行う理由にはならないという。

[58] オプションは、プレーン・バニラとエキゾチックの二つに分けられるが、エクスチェンジオプションは後者の一種である。同オプションのプレミアムの具体的な算定手法については、ジョン・ハル・前掲注 42）856-857 頁、958-960 頁を参照。また、エクスチェンジオプションのプレミアムについての定式は、W.Margrabe, The Value of an Option to Exchange One Asset for Another, Journal of Finance, Vol.33, No.1, (March 1978), pp.177-186 を参照。

[59] 田中・前掲注 28）222 頁は、「基準日における対象会社の株式の現実の市場株価とナカリセバ価格との乖離は、比較的小さく抑えられるだろう」と指摘する。もっとも、ナカリセバ価格は、市場指数の変動率から予測して算出されるので誤差がある（同 222 頁（注 37））とするが、それを割り引いてもスプレッドオプションのプレミアムが小さいという推測はつくであろう。

[60] 田中・前掲注 28）222 頁は、「反対株主にとっては、固定されたキャッシュアウト価格を最低保障金額として、市場全体の株価動向を反映して決まる『ナカリセバ価格』が当該金額を上回って上昇すればするほど、利益が得られることになる。」として、反対株主の投機を懸念する。

が導入された際に、現金対価の企業買収の場合におけるシナジー分配による少数株主保護を主張する学説が重視されたことと整合的である[61]。

以上から、二段階買収による現金対価による企業買収等を行う会社にとって「公正な取得価格」に内在するオプションの価値を小さくするためには、理論的には①公開買付価格（あるいは全取得価格）という行使価格をより高くする、②公開買付け公表日からオプション満期（取得日）までの間（オプション期間）をより短くするという二つの方策がある。何れも、少数株主保護の観点で整合的な方策であり、このオプションの存在こそが株式買取請求権制度や株式取得価格決定申立制度における少数株主保護という制度趣旨に合致するのである。

### 第３節　判例を用いた事例研究Ⅲ（現金対価の二段階買収による完全子会社化の事例）

二段階買収に対する価格決定裁判に関連して注目すべきは、全部取得に先立つ公開買付けの公表日から全部取得が行われる日までの期間における株式市場全体あるいは業種業界特有の株価変動要因を考慮した補正株価に基づいて「客観的価値」を算定して「公正な取得価格」を採用した下級審の価格決定が相次いでいることである。例えば、東宝不動産事件[62]とジュピターテレコム事件[63]の両事件における地裁決定は判例集に登載された代表的な事件であるが、それら二つに共通するのは、公開買付価格が公表された後の株式市場全体の上昇を「回帰分析的手法」[64]によって補正し、価格決定で考慮した点である。この両事件のリーディングケースになったのが松尾橋梁事件[65]であるが、同事件においては「回帰分析的手法」までは用いておらず、公開買付けの公表日以後の株式市場全体の上昇率を用いて「客観的価値」を補正している。これらの三事件においては、裁判所は補正後の「客観的価値」に対してプレミアムを上乗せしたが、その上乗せは松尾橋梁事件で 43%、東宝不動産事件で 20%、ジュピターテレコム事件で 25%のプレミアム率（＝プレミアム／「客観

---

[61] 江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』(有斐閣, 2001) 272-273 頁は、特に対価柔軟化において現金対価の組織再編の場合におけるシナジー分配が少数株主保護の観点で特に重要であるという。

[62] 東京地決平成 27 年 3 月 25 日・前掲注7) 34 頁、東京高決平成 28 年 3 月 28 日・前掲注7) 32 頁。

[63] 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注 8) 42 頁、東京高決平成 27 年 10 月 14 日・前掲注 8) 58 頁。

[64] 両事案における補正には「回帰分析的手法」が採用されている。「回帰分析的手法」については弥永真生「合併発表後に取得した株式の買取価格」江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選（別冊ジュリスト 180 号）』(有斐閣, 2006) 191 頁で唱えられたものである。これは統計学や計量経済学における用語というよりも、むしろ会社法学説では株式買取請求における価格決定の文脈で使われる言葉である。判例としては株式買取請求の事案ではあるが、東京高決平成 22 年 10 月 19 日金融・商事判例 1354 号 14 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件高裁決定〕によって「回帰分析的手法」による「ナカリセバ価格」が認められている。株式取得価格決定での「回帰分析的手法」の採用について、吉村一男「MBOと少数株主利益――MBOにおける少数株主は十分に補償されているか」企業会計 62 巻 10 号 (2010) 91 頁は、「客観的価値については、少なくともマーケット・モデルによる回帰分析を用いて算定する等、経済学に基づく分析結果を科学的証拠として裁判過程で積極的に採用し、会社と株主の双方に目配りしたバランスのとれた運用にする必要があると思われる。」と提言する。重要なのは「客観的価値」の算定にまで「回帰分析的手法」を適用すべきと射程を広げて指摘した点であり、これがまさにジュピターテレコム事件（地裁と高裁決定）と東宝不動産事件（地裁決定）において裁判所から採用されたことになる。しかし、このような補正は結局、ジュピターテレコム事件では最高裁決定で、東宝不動産事件では高裁で不採用となっている。

[65] 大阪地決平成 23 年 1 月 28 日・前掲注6) 38 頁、大阪高決平成 24 年 1 月 31 日・前掲注6) 32 頁。また評釈としては、鳥山恭一「少数株主の締め出しと価格決定申立て　松尾橋梁株式会社事件」法学セミナー699 号 (2013) 143 頁がある。

的価値」）となっている[66]。ただし、近時決定が出された東京高決平成 28 年 3 月 28 日（東宝不動産事件高裁決定）については、公開買付価格と同額の 735 円が採用され、同様に最一小決平成 28 年 7 月 1 日（ジュピターテレコム事件最高裁決定）も原審を破棄し、公開買付価格と同額の 123,000 円をもって決定価格としており、事後の株式市場の上昇を考慮した補正は認めていない。

図表 5-3-1　全部取得による完全子会社化にかかる株式価格決定事件の決定価格等

| 事件名＼価格等 | 公開買付価格／取得価格［円］ | 裁判所決定価格［円］ | 裁判所決定価格の内訳（①「客観的価値」の算出方法と②「プレミアム」） |
|---|---|---|---|
| **松尾橋梁事件（地裁・高裁）** | 122 ／ 122 | **140** | 公開買付け公表前日以前 1 か月の出来高加重平均（89 円）に日経平均の上昇率 10%を上乗せした 98 円を「客観的価値」とし、**プレミアムは 43%**。 |
| ジュピターテレコム事件（地裁・高裁） | 123,000 ／ 123,000 | **130,206** | 「回帰分析的手法」を用いた補正株価の取得日の前日以前 1 か月の単純平均（104,165 円）を「客観的価値」とし、**プレミアムは 25%**。 |
| 最高裁 | | **123,000** | 公開買付価格と同額。 |
| 東宝不動産事件（地裁） | 735 ／ 735 | **835** | 「回帰分析的手法」を用いた補正株価の取得日以前 1 か月の単純平均（696 円）を「客観的価値」とし、**プレミアムは 20%**。 |
| 高裁 | | **735** | 公開買付価格と同額。 |

注：現金対価の全部取得は、いわゆる二段階買収とも呼ばれるスキームで行われるのが一般的であり、第一段階の対価が「公開買付価格」、第二段階が「取得価格」と呼ばれる。MBO の事案を含めて、多くの現金対価による二段階買収（全部取得）の事件で両価格は同額であるが、表に挙げた完全子会社化の事案においては松尾橋梁事件（地裁）、東宝不動産事件（地裁）およびジュピターテレコム事件（地裁・高裁）では、「客観的価値」に対して事後の補正をしており、裁判所の決定価格は公開買付価格と取得価格の両価格を上回っている。

前章（第 4 章）においては、株式が対価の組織再編における株式買取請求・価格決定で「二基準間の選択的行使」を個別の事件に当てはめて検証した。本章（第 5 章）では、完全子会社化のために現金対価の全部取得が行われた三つの事件の「公正な取得価格」または「公正な価格」について、「二基準間の選択的行使」による算定方法を個別の事件に当てはめ検討する。ここで事例研究として取扱う現金対価の二段階買収の事件では、「シナジー分配価格」が全部取得価格（公開買付価格）と同額で固定額であることや、下級審の判例で実際に補正が採用されていることから、「ナカリセバ価格」の算定については「回帰分析的手法」による補正株価を算定する意義は特に大きいと思われる。なお、ここでの事例研究においてはマーケット・モデルに関連する詳細な議論や分析結果等は省略し、使用したモデルのみを示す[67]。

---

[66] これはプレミアムと補正のダブルカウントであり、全くもって誤った価格算定である。せっかく統計的手法を用いて「客観的価値」が算出されても、その後のプレミアムが裁判所によって裁量的に決定されるならば、結局は「公正な取得価格」が裁判所の裁量でいかようにでも決定できてしまうことになる。つまり、「客観的価値」にある程度の予測可能性があったとしてもプレミアムについては予測可能性がないから、結局のところ「公正な取得価格」において予測可能性がなくなってしまうことを意味する。もっとも予測可能性という点で、近時出されたジュピターテレコム事件最高裁決定と東宝不動産事件高裁決定おいては、下級審決定または地裁決定における価格決定の問題点（プレミアムのダブルカウント）は是正されたといえよう。

[67] 「ナカリセバ価格」算定のための回帰モデルについては、別稿にて詳細に検討している。東宝不動産事件については、拙稿「東宝不動産株式取得価格決定申立事件における補正株価算定のための『回帰分析的手法』と『公正な取得価格』の探究」青山社会科学紀要 44 巻 2 号（2016）1-38 頁がある。ジュピターテレコム事件については、拙稿「ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件における補正株価算定のための『回帰分析的手

### 第 1 款 松尾橋梁株式買取価格決定申立事件[68]

松尾橋梁事件（以下、本款では「本件」という。）は、二段階買収による親会社による上場子会社の完全子会社化において、全部取得条項付種類株式による現金対価の全部取得がなされた事件である。しかし、本件は株式取得価格決定申立（会社法 172 条 1 項）ではなく、この全部取得のための定款変更の承認決議に反対した株主（同法 116 条 2 項）からの株式買取請求（同法 116 条 1 項 2 号）に絡む株式買取価格決定申立（同法 117 条 2 項）の裁判となっている。同種事件では、全部取得の日において会社が株式を取得すると反対株主は株式を保有していないことから、株式買取請求をした株主は価格決定の申立適格を欠き申立は認められないという最高裁決定も本件の決定後に出されているが[69]、この点は別の議論として本論文では触れない。本件は、公表日以後の市場全体の株価上昇を考慮して「客観的価値」を補正したり、プレミアム率を変更したりするなど「シナジー分配価格」に対して裁判所が介入したリーディングケースという点で重要である。本節（第 3 節）では、同事件に、「二基準間の選択的行使」による算定方法を適用し、「公正な価格」（同法 116 条 1 項）と株式取得価格決定を仮定した「公正な取得価格」のそれぞれを算定する。

#### 第 1 目 事件の概要

松尾橋梁株式会社（以下「松尾橋梁」という。）は、橋梁、鉄骨、鉄塔その他構造物の設計、製作、施工、診断および補修等を事業としていた。松尾橋梁の発行済株式総数は 3,339 万 7,346 株であり（2009 年 9 月 4 日当時）、東京証券取引所と大阪証券取引所の第一部市場に上場していたが、同年 8 月 31 日をもって上場は廃止された。2009 年 5 月 18 日に、松尾橋梁、株式会社ＩＨＩ（以下「ＩＨＩ」という。）および株式会社栗本鐵工所（以下「栗本鐵工所」という。）の三社は、それぞれの取締役会で事業統合に関する決議をし、その基本合意の内容を公表した。ＩＨＩは、松尾橋梁を完全子会社とするために同社株式について 1 株 122 円で公開買付けを実施すると公表し、松尾橋梁は、同日開催の取締役会においてＩＨＩによる公開買付けに賛同意見を表明することを決議したと公表した。

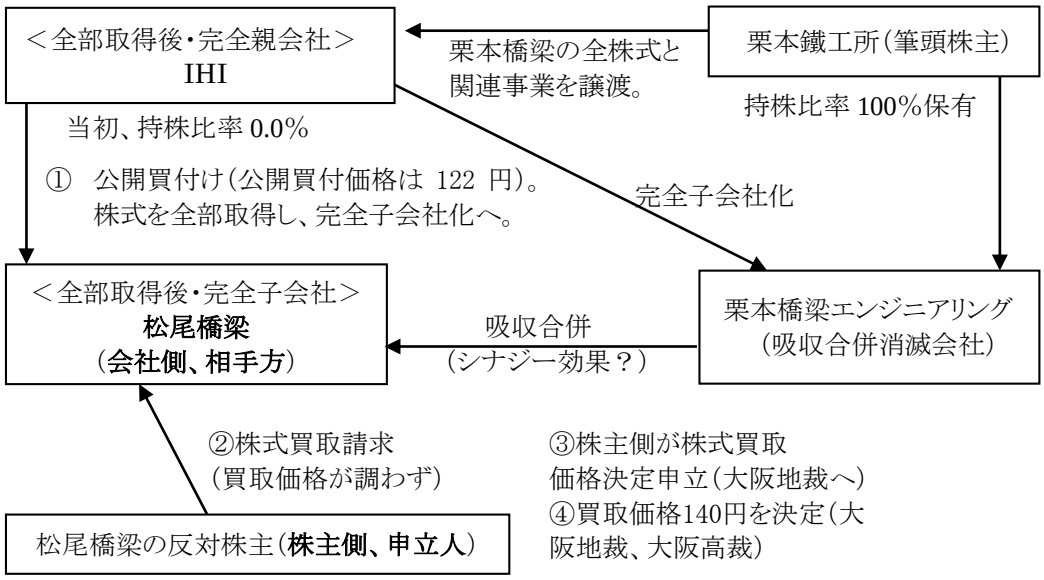
---

法』の利用」青山社会科学紀要 44 巻 1 号(2015)15-52 頁で詳細に検討している。また、松尾橋梁事件については、拙稿「松尾橋梁株式買取価格決定申立事件における補正株価算定と二基準間の選択的行使による『公正な価格』の探求」青山社会科学紀要 45 巻 2 号(2017)（掲載予定）で詳細に検討している。

[68] 大阪地決平成 23 年 1 月 28 日・前掲注 6)38 頁、大阪高決平成 24 年 1 月 31 日・前掲注6)32 頁。なお、事例研究としては、拙稿（青山社会科学紀要 45 巻 2 号）・前掲注 67)があり、本款（第 1 款）は同拙稿に基づいている。

[69] 最二小決平成 24 年 3 月 28 日金融・商事判例 1398 号 27 頁〔ACデコール株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕では、会社法 116 条 1 項に基づく株式買取請求をした株主が同請求に係る株式を失った場合は、当該株主は同法 117 条 2 項に基づく価格決定申立ての適格を欠くため、同申立ては不適法になるとしている。

図表 5-3-2 松尾橋梁株式取得価格決定申立事件の概要図




この公開買付けは 2009 年 5 月 19 日から同年 6 月 16 日の期間（21 営業日）で行われ、その結果ＩＨＩは松尾橋梁の発行済株式総数の 77.6％（2,588 万 6,481 株）を取得した。その後、2009 年 7 月 30 日に、松尾橋梁の臨時株主総会および種類株主総会で定款変更や全部取得条項付種類株式の取得などの各議案の承認決議がなされた。株主（申立人）は、松尾橋梁に対し、株主総会に先立ち定款変更の議案を含む各議案に反対する旨を通知し、かつ同株主総会において各議案に反対し、その後、松尾橋梁に対し保有する株式を公正な価格による買取りを請求し、その意思表示は 2009 年 8 月 27 日に松尾橋梁に到達した。しかし、買取価格について松尾橋梁との間の協議が調わなかったため、株主は大阪地裁に株式買取価格決定の申立てをした。

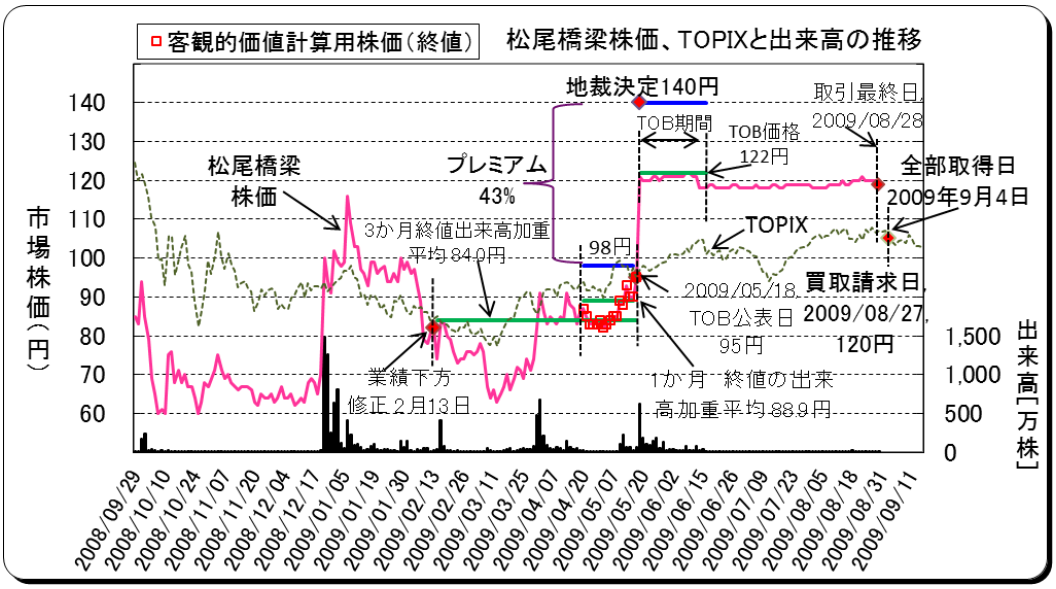
会社側は、株式買取請求にかかる「公正な価格」は、公開買付価格である 1 株 122 円であると主張した。この公開買付価格は、公開買付けの公表日（2009 年 5 月 18 日）以前の 1 か月間（2009 年 4 月 20 日から 2009 年 5 月 18 日）の市場株価終値の出来高加重平均で計算した 1 株 89 円を「客観的価値」として、それに増加価値の分配価格（プレミアム）である 33 円（約 37％）を上乗せした価格である。これに対して、株主側は、具体的な算定内容は省略するが、主位的主張として 1 株 189 円、予備的主張として 1 株 197 円や 143 円といった価格を主張し、これらは先の公開買付価格の 122 円を大きく超えるものであった。

**第 2 目 大阪地決平成 23 年 1 月 28 日の概要**

大阪地決平成 23 年 1 月 28 日は、補正した「客観的価値」の 98 円に約 43％のプレミアムを加えた 140 円を決定価格とした。この 98 円は、公開買付けの公表日における「客観的価値」（公表日以前の 1 か月の終値出来高加重平均）である 89 円に市場株価動向を反映して 10％の上昇分を加えて算出されたものである。10％の補正をする理由は、松尾橋梁の市場株価は、三社経営統合および公開買付けが行われなかったとしても、2009 年 5 月 18 日以降日経平均株価の動きに連動する形で上昇したものと推認され、定款変更の効力発生日である同年 9 月 4 日時点の松尾橋梁の市場株価は

同年 5 月 18 日と比較して少なくとも 10%程度は上昇していたからとされている。プレミアム率の約 43%は、公開買付価格の 122 円を算出する場合の約 37%のプレミアム率に対して約 6%上積みされたものとなっている。

図表 5-3-3　松尾橋梁の市場株価の推移および地裁決定価格等




注：公開買付けの公表日（2009 年 5 月 18 日）の松尾橋梁市場株価 95 円を基準として、市場株価と TOPIX（相対株価）の推移を提示した。「客観的価値」は公表日前1か月間の出来高加重平均による 89 円（88.9 円を四捨五入）であり、それに補正部分として 10%を上積みした 98 円が裁判所から採用されている。それにプレミアム率の 43%を上乗せした 140 円を裁判所は決定価格とした。

また、同決定は、「客観的価値」を算定するために 10%の補正をしたが、これは市場全体または橋梁業界全体の株価上昇傾向を考慮したものである。具体的には、公開買付けの公表日後から株式買取請求日までの期間における株式市場全体（日経平均株価の 1 か月平均）の上昇率（約 15%）や、松尾橋梁との類似企業 12 社の平均株価の上昇率（約 15%）と同 8 社の上昇率（約 11%）から判断されている。さらに、「客観的価値」に上積みされるプレミアム率が裁判所の介入によって当初の 37%から 43%に変更された。裁判所はこの 37%のプレミアム率はＩＨＩと松尾橋梁の二社間の事業統合によるシナジーのみを考慮して形成されたものであるとし、さらに栗本橋梁を含めた三社の橋梁事業が統合されることによって二社のみの場合よりもシナジー効果が 6%分だけ大きいことから、プレミアム率を 43%と判断したことになる。いささか擬制的な見積りのようだが、裁判所は、二社間だけではなく三社間の経営統合全体から生じるシナジー効果を分配すべきと判断したのであろう。

### 第 3 目　「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の再検討

TOPIX の相対価格および松尾橋梁の補正株価（「ナカリセバ価格」）の推移は、公表日（2009 年 5 月 18 日）の市場株価 95 円を起点として算定する。「ナカリセバ価格」は、TOPIX の日次収益率を変数とするマーケット・モデルを使用した[70]。回帰係数$\beta$の推定値は 0.9054、定数項$\alpha$の推定値

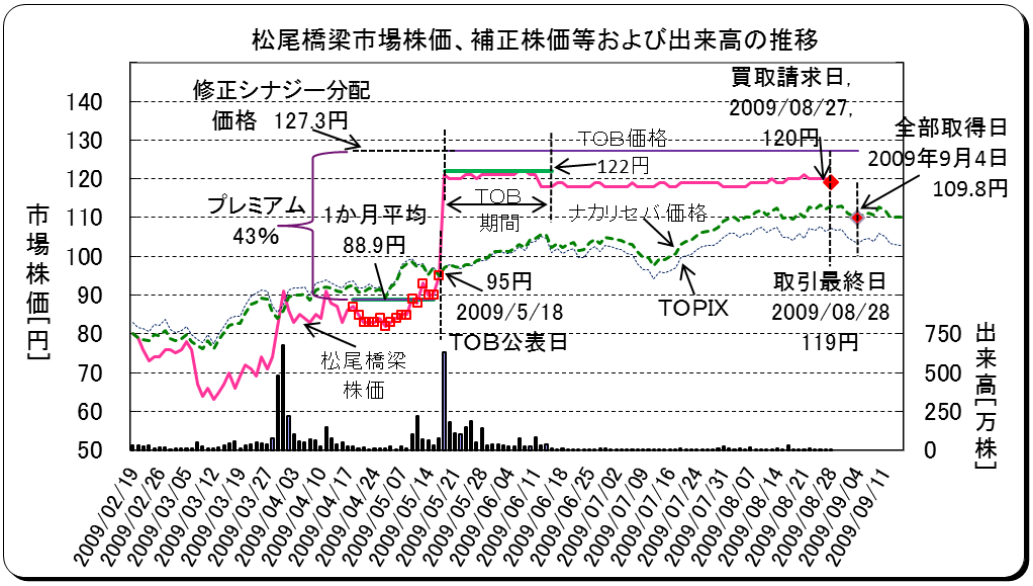
[70] マーケット・モデルは単回帰モデルを採用している。また本論文で用いる「日次収益率」は、日次の市場株価や市場指数等の価格を対数収益率によって計算し、また配当や株主優待などのインカムゲインを含まない日次

は 0.0875%となっている[71]。公開買付けの公表日から、三つの価格における相対的な関係（大小関係）は全部取得日（2009 年 9 月 4 日）まで、おおよそ

TOPIX ＜「ナカリセバ価格」＜ 市場株価 ＜ 公開買付価格

の関係を維持して推移した（図表 5-3-4）。また、市場株価は取引最終日まで、ほぼ公開買付価格にさや寄せされるように推移した[72]。「ナカリセバ価格」が公開買付価格（122 円）を一度も超えていない点に注意が必要である。

図表 5-3-4　松尾橋梁の市場株価と補正株価における公表日前後の推移




注：公開買付けの公表日（2009 年 5 月 18 日）の松尾橋梁市場株価 95 円を起点として TOPIX（相対株価）および「ナカリセバ価格」の推移を提示した。「ナカリセバ価格」は、公開買付けの公表日から取得日までの期間公開買付価格の 122 円を下回って推移した。

本論文では「二基準間の選択的行使」による価格算定を対価が現金か株式かによらず統一的に適用すべきと提案するものであって、本件においても、「公正な価格」または「公正な取得価格」の算定においては、補正株価による「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」（または公開買付価格）の何れか大きい方を単純に選択することになる。それぞれの価格を式で表すと、

「公正な価格」＝max（「ナカリセバ価格」，「シナジー分配価格」）
「公正な取得価格」＝max（「ナカリセバ価格」，全部取得価格）

---

の変動率（キャピタルゲイン）のみで計算した。

[71] 拙稿（青山社会科学紀要 45 巻 2 号）・前掲注 67）の巻末の「付録」でパラメータ推定のための回帰分析の結果を提示している。

[72] 市場株価は全部取得日に近い市場取引最終日まで、全部取得価格にサヤ寄せされるような価格推移となるが、市場株価と全部取得価格には若干の差がある（図表 5-3-4）。また、「シナジー補正価格」として、公開買付価格と同額の全部取得価格が使用できるのは、あくまで裁判所が公開買付価格（または全部取得価格）を公正であると判断することが前提条件となる。公正でないと判断した場合は、裁判所によって変更された価格が「シナジー補正価格」となる。

のようになる。「公正な価格」は株式買取請求日（2009 年 8 月 27 日）で判定し、「公正な取得価格」は全部取得日（2009 年 9 月 4 日）の「ナカリセバ価格」を参照して判定することになる。ここで「公正な価格」を算定する場合、「シナジー分配価格」の算定については市場株価をそのまま参照するのではなく、「シナジー補正価格」を使用すべきである[73]。本件のように現金対価による全部取得の場合には、「シナジー補正価格」に相当する価格は、裁判所によってシナジー分配が公正であると仮に判断されれば公開買付価格（122 円）が採用される[74]。本件では、裁判所は「公正な取得価格」を 140 円と決定したことから、「シナジー分配価格」が公開買付価格（122 円）とはならないことに注意が必要である。代わりに本論文では、裁判所の算定結果から、公正とされるべき「シナジー分配価格」あるいは「修正公開買付価格」を 127.3 円（＝89 円×（1＋43%））と算定した[75]。つまり、「客観的価値」は補正しない 89 円を採用し、プレミアム率は裁判所がシナジー分配を公正であると判断した 43%を採用したことになる。これを本論文独自に公正なシナジー分配がなされたと仮定する「シナジー分配価格」として参照することになる（図表 5-3-5）。

図表 5-3-5 松尾橋梁事件における「公正な価格」と「公正な取得価格」の計算結果

| 主要な日付 ＼ 株価等 | | 市場株価［円］ | ①「シナジー分配価格」［円］ | ②「ナカリセバ価格」［円］ | ③「公正な価格」または「公正な取得価格」［円］（Max(①,②)） |
|---|---|---|---|---|---|
| 2009 年 5 月 18 日 | 算定起点日 | 95 | － | 95 | － |
| **2009 年 8 月 27 日** | 株式買取請求日 | 120 | 127.3(122) | **112.3** | **127.3(122)** |
| 2009 年 8 月 28 日 | 取引最終日 | 119 | | 112.9 | 127.3(122) |
| **2009 年 9 月 4 日** | 全部取得日 | ― | | **109.8** | **127.3(122)** |
| 裁判所決定価格 | | 140 | | | |

注：検証で算定した価格［円］は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。株式買取請求日（2009 年 8 月 27 日）における「公正な価格」と全部取得日（2009 年 9 月 4 日）における「公正な取得価格」をそれぞれ「二基準間の選択的行使」により算定した。この算定においては、「シナジー分配価格」としては、裁判所の価格介入を考慮して本論文で修正した「修正公開買付価格」の 127.3 円と実際の公開買付価格の 122 円（参考）の両価格を提示した。「ナカリセバ価格」の算出においては、パラメータ推定をしたマーケット・モデルを使用している。

[73] 拙稿「『ナカリセバ価格』および『シナジー分配価格』を算出するための補正株価と二基準間の選択的行使による『公正な価格』の算出」ソフトロー研究 25 号(2015)1-55 頁および拙稿「株式買取価格決定における市場株価を参照した『シナジー分配価格』を無裁定価格で補正するための数理分析」ソフトロー研究 24 号(2014)1-49 頁に示すように、「シナジー分配価格」を算定する場合には、市場株価をそのまま採用すべきではなく、公正なシナジー分配の結果を織り込ませるようにシナジー補正した「シナジー補正価格」を使用すべきである。

[74] 市場株価は全部取得日に近い市場取引最終日まで、全部取得価格にサヤ寄せされるような価格推移となるが、市場株価と全部取得価格には若干の差がある（図表 5-3-4）。また、全部取得日における「シナジー補正価格」としては、全部取得価格を参照することになる。この全部取得価格は、事前に公開買付価格と同額で全部取得することが公表されていれば、公開買付価格を参照することになる。ただし、これが使用できるのは、あくまで裁判所が公正なシナジー分配がなされた等、公開買付価格を公正であると判断することが前提条件となる。公正でないと判断した場合は、裁判所によってシナジー分配の内容に介入され、公正とされる公開買付価格に変更され、この変更後の公開買付価格と同額の全部取得価格が取得日における「シナジー補正価格」となる。

[75] 拙稿（青山社会科学紀要 45 巻 2 号）・前掲注 67）で、「シナジー分配価格」を修正した修正公開買付価格の算定根拠が提示されている。

以上から、「ナカリセバ価格」（株式買取請求日が 112.3 円で、全部取得日が 109.8 円）と公開買付価格を公正な「シナジー分配価格」（122 円）と仮定した場合、「二基準間の選択的行使」による算定式にそれぞれの価格を代入すると、株式買取請求日（2009 年 8 月 27 日）における「公正な価格」と全部取得日（2009 年 9 月 4 日）における「公正な取得価格」は、それぞれの以下のようになる。

「公正な価格」＝max（112.3 円 , 122 円）＝122 円
「公正な取得価格」＝max（109.8 円 , 122 円）＝122 円

このように、何れの価格も全部取得価格（公開買付価格）と同額の 122 円になる。本件では、裁判所は公開買付価格の 122 円が公正とは判断しておらず、事後の事情により補正をしたり、シナジー分配に対して介入したりした。本論文では事後の補正はしないが、少なくとも裁判所が修正したプレミアム率の変更を考慮した修正公開買付価格の 127.3 円を「シナジー分配価格」として採用する。そうすると、「公正な価格」と「公正な取得価格」は、それぞれ

「公正な価格」＝max（112.3 円 , 127.3 円）＝127.3 円
「公正な取得価格」＝max（109.8 円 , 127.3 円）＝127.3 円

となり、何れの価格も修正公開買付価格の 127.3 円と同額となる。

### 第 2 款 ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件[76]

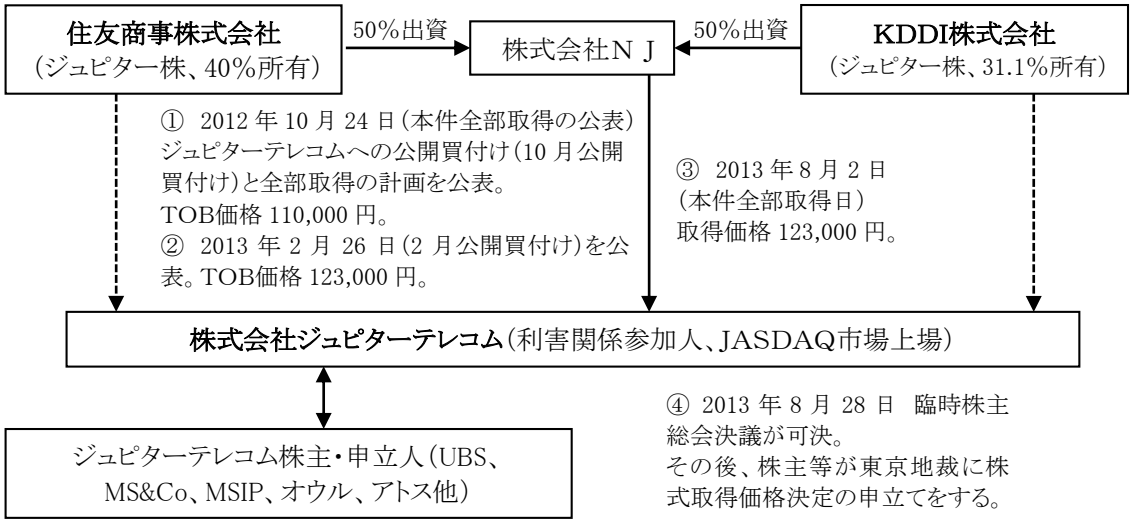
#### 第 1 目 事件の概要

株式会社ジュピターテレコム（以下「ジュピターテレコム」という。）は、普通株式を JASDAQ スタンダード市場に上場していた。住友商事株式会社（以下「住友商事」という。）およびＫＤＤＩ株式会社がそれぞれ発行済み株式総数の 50%を保有するＮＪ株式会社（以下「ＮＪ社」という。）は、2012 年 10 月 24 日にジュピターテレコムの普通株式等を全部取得するために、110,000 円を買付価格とする公開買付け（以下「10 月公開付け」という。）を行い、その後に普通株式に全部取得条項を付すこと等を内容とする定款の一部変更を行い、ジュピターテレコムの発行済みの普通株式のすべてを取得する予定であると公表した。その後 2013 年 2 月 26 日にＮＪ社は公開買付価格を 123,000 円に変更し、公開買付期間を同月 27 日から 4 月 10 日とする公開買付け（以下「2 月公開付け」という。）を行った。2 月公開付けは、買付予定数である 180 万 1954 株の約 66.58%という多数の株主等の賛同を得て成立した。2013 年 8 月 2 日に全部取得条項付種類株式の全部取得が

[76] 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注 8）42 頁、東京高決平成 27 年 10 月 14 日・前掲注 8）63 頁、最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注 8）58 頁。なお、事例研究としては、拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 1 号）・前掲注 67）15-52 頁があり、本款（第 2 款）では同拙稿に基づいている。

行われたが、この全部取得に反対した株主が株式取得価格決定申立（会社法 172 条 1 項）を東京地裁に対して行ったのがジュピターテレコム事件（以下、本款では「本件」という。）である。

図表 5-3-6 ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件の概要




本件の審理において、利害関係参加人（会社側）は、株式の価格が 2 月公開買付けにおける公開買付価格で本件全部取得の取得価格でもある 123,000 円を上回ることはないと主張した。この価格は、2012 年 10 月 20 日に 10 月公開買付けに関連する報道があった直前取引日である 2012 年 10 月 19 日の終値 82,700 円に対しては約 48.7%、過去 1 か月間の終値の平均 79,824 円に対しては約 54.1%、過去 3 か月間の終値平均 78,961 円に対しては約 55.8%、過去 6 か月間の終値平均 81,028 円に対しては約 51.8%のプレミアムを加えたものである。

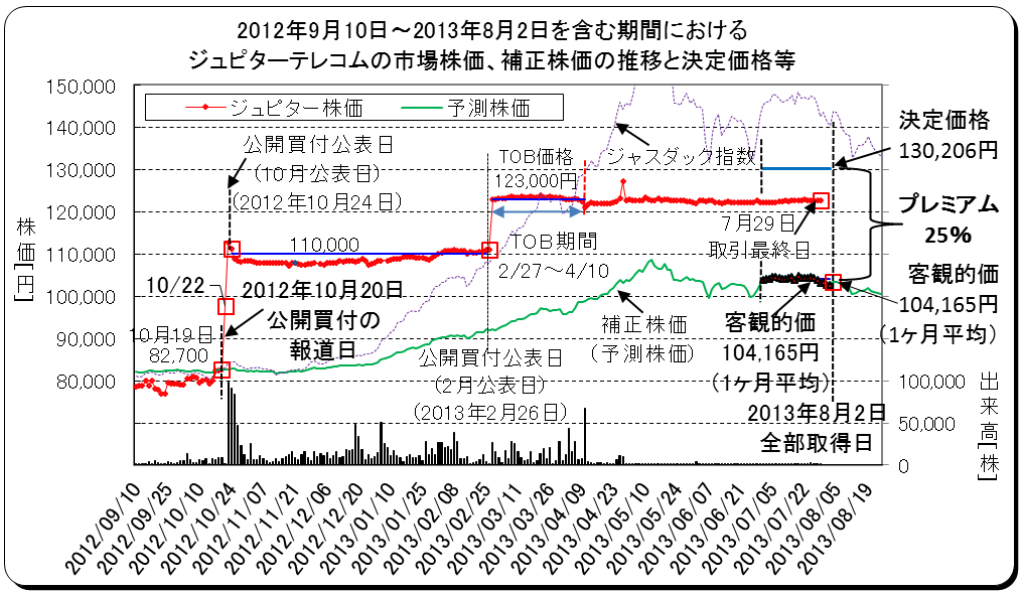
他方、株主側は、複数の個人、法人または投資ファンドなどが個別に価格決定の申立てを行っており主張価格も多様であるが、全ての主張価格は会社側主張の 123,000 円を大きく超える価格となっている。高いものでは 30 万円代や 20 万円代の価格を主張する株主もあるが、2010 年に住友商事が行った公開買付価格である 139,000 円を引き合いに出すものや、ＤＣＦ法による価格を根拠とした主張をする株主もあり、算定根拠も多種多様である。その中でも、公開買付けの公表後の株式市場全体の変動を考慮した補正株価を算定しそれを基に「客観的価値」を算出した申立人の主張価格は、209,147 円（「客観的価値」が 137,056 円でプレミアムが 52.6%）となっている。

### 第 2 目 東京地決平成 27 年 3 月 4 日と東京高決平成 27 年 10 月 14 日の概要

東京地決平成 27 年 3 月 4 日は、市場株価指数の変動を考慮して算定した補正株価を参照し、その補正株価を全部取得日の前日以前 1 か月で単純平均した 104,165 円を「客観的価値」とし、それにプレミアムの 25%を付与した 130,206 円を決定価格とした（図表 5-3-7）。2012 年 10 月 20 日の公開買付けの報道日以降株式市場は力強い上昇相場の局面にあり、利害関係参加人（ジュピターテレコム）の上場株式の市場株価も大きく上昇していた。このことから、裁判所は同報道日前日の 2012 年 10 月 19 日より前の市場株価をもって客観的価値とすることは好ましくなく、同日から全

部取得の日までの市場全体の動向を踏まえた補正をすべきとした[77]。東京地決平成 27 年 3 月 4 日で採用された回帰モデルにおける最大の特色は、説明変数となる日次収益率を算出するためにジャスダック指数をそのまま使用せず、同指数の構成銘柄でもあり、その変動に大きな影響を持つジュピターテレコムの株価変動の影響を取り除くように修正したジャスダック指数（以下「修正ジャスダック指数」という。ただし、決定文中では「ex ジャスダック指数」としている。）を使用したことである[78]。後述することになるが、裁判所からは不採用となったが株主側から主張された別の回帰モデルもあり、どのモデル選択をするかによって補正株価の値に大きな差があった。

図表 5-3-7　ジュピターテレコムの市場株価の推移および地裁決定価格等




注：本件報道日の前日（2012 年 10 月 19 日）のジュピターテレコムの市場株価 82,700 円を基準として、市場株価と補正株価（予測株価）の推移を提示した。補正株価は本件で裁判所から採用されたマーケット・モデルによって算出した。

東京地決平成 27 年 3 月 4 日は即時抗告され、東京高決平成 27 年 10 月 14 日[79]は原審の決定を是認し、130,206 円を決定価格とした。しかし、最一小決平成 28 年 7 月 1 日[80]は原審を破棄し、公開買付価格の 123,000 円をもって決定価格とすると自判した。すなわち、同決定は、「多数株主が株式会社の株式等の公開買付けを行い、その後に当該株式会社の株式を全部取得条項付種類株式とし、当該株式会社が同株式の全部を取得する取引において、独立した第三者委員会や専門家の意見

[77] 本件における裁判所の重要な判断として、「回帰分析的手法」という技術的な点に目がいきそうであるが、最も重要となることは、このような手法を使用して株価補正をすべきとすることの論拠を示していることである。裁判所は「株式公開買付けや全部取得を行う時期及び具体的な取得価格等の細目について、一次的には買付者及び対象会社によって決定され、少数株主はこれを受け入れるか否かの選択肢しかないのが通常であること等にも照らすと、本件のように株式公開買付けの公表から株式の全部取得がされるまでの間にその株式の『客観的価値』が大きく上昇したと評価するのが相当である場合において、そのような全部取得の手続が行われたことにより、利害関係参加人の株主は上記のとおり変化したと考えられる本件株式の株価変動による利益を得る機会を失ったというべきであり、これを少数株主の負担に帰することは相当とはいえない。」と判示して、単なる「値ごろ感」から「回帰分析的手法」による補正株価を採用したわけではなく、株主の機会利益や少数株主保護を論拠としたことを明確にしている。

[78] 詳細な議論は、拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 1 号）・前掲注 67）35-39 頁を参照。

[79] 東京高決平成 27 年 10 月 14 日・前掲注 8）63 頁。

[80] 最一小決平成 28 年 7 月 1 日・前掲注 8）58 頁。

を聴くなど多数株主等と少数株主との間の利益相反関係の存在により意思決定過程が恣意的になることを排除するための措置が講じられ、公開買付けに応募しなかった株主の保有する上記株式も公開買付けに係る買付け等の価格と同額で取得する旨が明示されているなど一般に公正と認められる手続により上記公開買付けが行われ、その後に当該株式会社が上記買付け等の価格と同額で全部取得条項付種類株式を取得した場合には、上記取引の基礎となった事情に予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情がない限り、裁判所は、上記株式の取得価格を上記公開買付けにおける買付け等の価格と同額とするのが相当である。」とし、二段階買収の一連の手続が公正であれば、特段の事情がない限りは公開買付価格をもって「公正な取得価格」とすると判示した。

**第 3 目 「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の再検討**

ジュピターテレコム事件の検証として、まず「ナカリセバ価格」（補正株価）を算定するためのマーケット・モデルを二つ定義する。一つは、地裁決定において裁判所が採用したモデル（以下「モデルⅠ」という。）であり、もう一つは本論文での検証用モデル（以下「モデルⅡ」という。）である[81]。具体的に示すと、モデルⅠは単回帰モデルであり、その回帰式は、収益率の単位をパーセント（%）表示とすると

$$R_j = 0.005\% + 0.3819 \times R_M^{ex} \qquad \text{（モデルⅠ：裁判所採用モデル）}$$

と表せる。ここで、$R_j$ はジュピターテレコムの正常収益率であり、$R_M^{ex}$ は修正ジャスダック指数収益率である。また、同様にしてモデルⅡの回帰式は、

$$R_j = -0.0042\% + 0.7091 \times R_M \qquad \text{（モデルⅡ：本論文検証用モデル）}$$

と表すことができる。ここで、$R_M$ は修正をしないジャスダック指数の収益率であり、同じく単位をパーセント（%）とした[82]。

図表 5-3-8 マーケット・モデル（回帰モデル）の種類と取得日の補正株価

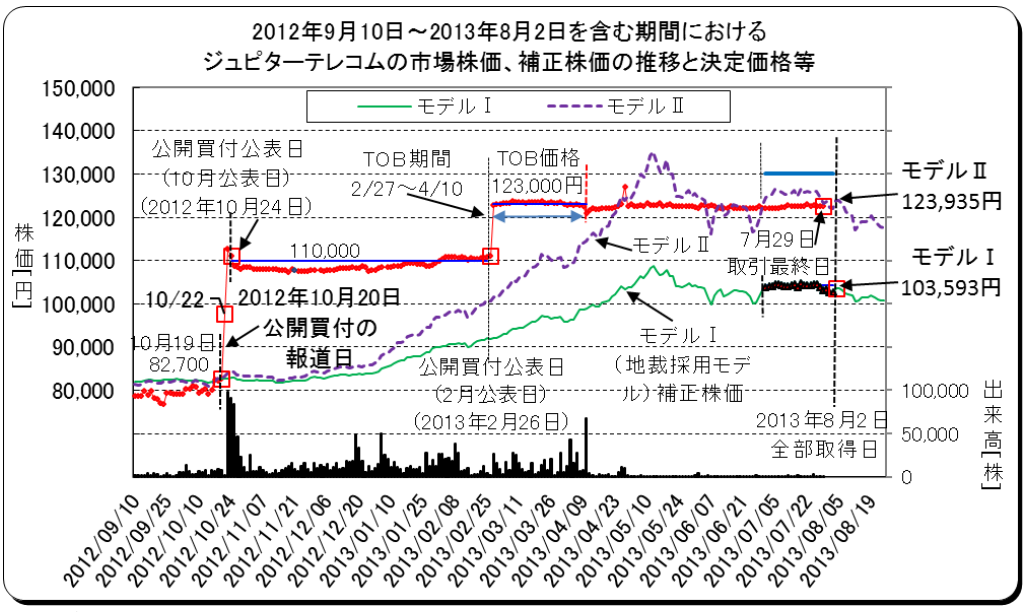
| ＼モデル | モデルⅠ<br>地裁決定で採用 | **モデルⅡ**<br>**本論文の検証用モデル** |
|---|---|---|
| 説明変数 | 修正版 JASDAQ 指数の収益率 | 無修正版 JASDAQ 指数の収益率 |
| 取得日価格 | 103,593 円 | **123,935 円** |

二つのモデルから算定された補正株価とジュピターテレコムの市場株価との推移を観察する。公開買付けの公表日（2012 年 10 月 19 日）の同市場株価 82,700 円を起点として、市場株価および各補正株価の相対位置関係の推移を観察すると、全部取得された日（2013 年 8 月 2 日）においては、モデルⅠが 103,593 円、モデルⅡが 123,935 円という価格になっている（図表 5-3-9）。公開買付価

[81] 拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 1 号）・前掲注 67）15-52 頁は、ジュピターテレコム事件についての「回帰分析的手法」について回帰モデルにおけるモデル選択について詳細に議論している。
[82] 東京地決平成 27 年 3 月 4 日・前掲注 8）42 頁参照。なお、決定文には本論文にあるような数式が記述されているわけではなく、「文章」で記述されたものを数式（単位をパーセント表示）で記述した。

格が 123,000 円であるから、上記のモデルⅠ（103,593 円）とモデルⅡ（123,935 円）の補正株価で挟まれた範囲内にある。

図表 5-3-9 ジュピターテレコム市場株価と補正株価（モデルⅠおよびⅡ）の公表日前後の推移




注：本件報道日の前日（2012 年 10 月 19 日）のジュピターテレコムの市場株価 82,700 円を起点として、市場株価と補正株価（モデルⅠとモデルⅡまでの補正株価）の推移を提示した。モデルⅠの補正株価は、本件で裁判所から採用されたマーケット・モデルによって算出した。

図表 5-3-10 ジュピターテレコム事件における「公正な取得価格」の計算結果[83]

| 全部取得日（2013 年 8 月 2 日）における「公正な取得価格」の算定<br>日付 ＼ モデルタイプ | | 補正株価または取得価格等[円] | |
|---|---|---|---|
| | | モデルⅠ<br>（**裁判所採用モデル**） | モデルⅡ<br>（検証用モデル） |
| 2012 年 10 月 19 日 | 算定起点日 | 82,700 | |
| 2013 年 7 月 29 日 | 取引最終日 | 103,210 | 123,111 |
| 2013 年 8 月 2 日 | 全部取得日 | 103,593 | 123,935 |
| 価格［円］ | ①「ナカリセバ価格」（取得日価格） | 103,593 | 123,935 |
| | ②公開買付価格 | 123,000 | |
| | **③「公正な取得価格」（Max(①, ②)）** | **123,000** | **123,935** |
| | 裁判所決定価格（地裁／高裁／最高裁） | **130,206／130,206／123,000** | |

注：検証で算定した価格［円］は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。モデルⅠとモデルⅡは、後節で取り扱う東宝不動産事件のモデル内容や分類とは異なることに注意が必要である。「公正な取得価格」は「客観的価値」と公開買付価格（123,000 円）の何れか大きい方を選択した結果であり、モデルⅠだけ同額の 123,000 円であるが、他のモデルでは 123,000 円を上回る価格となっている。裁判所の決定価格は、130,206 円である。

次に、モデルごとに「ナカリセバ価格」を算定したうえで、それと全部取得価格（または公開買付価格）の何れか大きい方を選択する「二基準間の選択的行使」による算定結果を検証する（図表 5-3-10）。本件の最高裁決定では、公開買付価格が公正な手続を実質的に履践して定められたと認定されているから、本論文では公正な「シナジー分配価格」がこの公開買付価格（123,000 円）で

[83] 拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 1 号）・前掲注 67）43 頁「図表 3-11　主要日における市場株価と各種モデル毎の予測株価の値」の表を改良し作成した。「客観的価値」は同図表からの数値を引用しており、表中の項目としてあるモデル分類等は同拙稿 39-40 頁を参照。なお、同拙稿におけるモデル選択では、モデルⅡを採用すべきという結論となる。

あり、取得日における全部取得価格はその価格を参照する。それを「公正な取得価格」を算定するための算定式に当てはめると以下のように表わせる。一方、「ナカリセバ価格」として、モデルⅠ(103,593 円）とモデルⅡ（123,935 円）が算定されている。これらの数値を全部取得日（算定基準日）における「公正な取得価格」の算定式、すなわち、

「公正な取得価格」＝max（「ナカリセバ価格」，全部取得価格）

に代入すると、それぞれ以下のようになる。

「公正な取得価格」（モデルⅠ）＝max（103,593 円，123,000 円）＝123,000 円
「公正な取得価格」（モデルⅡ）＝max（123,935 円，123,000 円）＝123,935 円

このように、モデルによって「ナカリセバ価格」の算定値が異なり、「公正な取得価格」の結果が異なることになる。そうすると本論文で提案するモデルⅡでは、公開買付価格の 123,000 円を若干上回る「ナカリセバ価格」の 123,935 円が選択されるが、地裁決定で裁判所が採用したモデルⅠを使用すれば、「ナカリセバ価格」は 103,593 円となるから公開買付価格の 123,000 円が選択されることになり、最高裁決定で公開買付価格をもって決定価格としたのと同じ結果となる。また、何れの場合においても、本件地裁決定価格の 130,206 円を大きく下回る価格となっている。

### 第 3 款 東宝不動産株式取得価格決定申立事件[84]

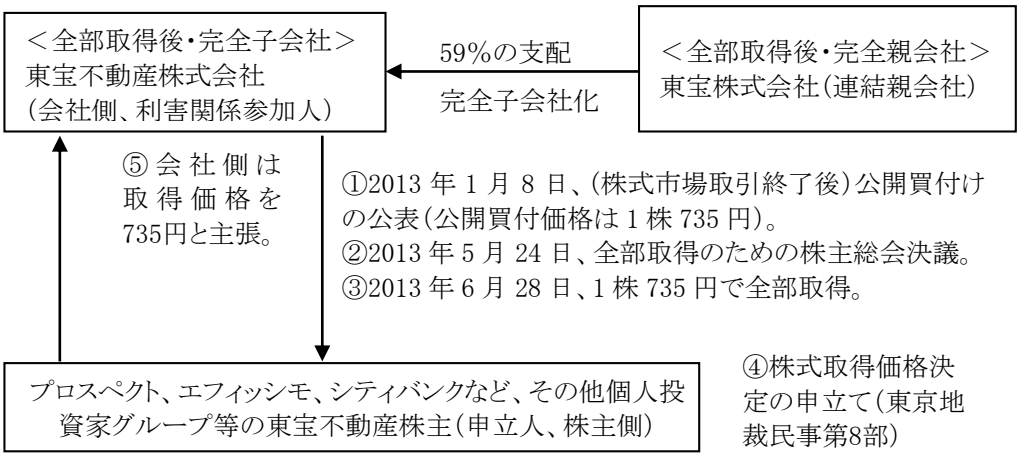
#### 第 1 目 事件の概要

東宝不動産株式会社（以下「東宝不動産」という。）は、土地、建物の所有および賃貸借等を主たる目的とし当時東京証券取引所の第一部市場に上場していた。同社の普通株式 59%を所有する支配株主であり連結親会社でもあった東宝株式会社（以下「東宝」という。）は、同社を完全子会社化するための公開買付けに賛同する旨を 2013 年 1 月 8 日開催の取締役会において決議した。そして東宝による全部取得を可能とするための株主総会が 2013 年 5 月 24 日に開催され全議案が可決された。その後、東宝不動産の株式は 2013 年 6 月 24 日に上場廃止となり、同月 28 日に、東宝は全部取得条項付種類株式を用いて 1 株 735 円（公開買付価格と同額）で東宝不動産株式の全部取得を行った。この取得価格 735 円に不満を持つ株主（個人投資家や機関投資家等）が、全部取得条項付種類株式の取得価格決定申立て（会社法 172 条 1 項）を東京地裁に対して行ったのが東宝不動産事件（以下、本款では「本件」という。）である。本件で、会社側（東宝不動産）はあくまで公開買付価格または取得価格と同額の 735 円を主張価格とした。これに対して、株主側は申立人株主ごと

[84] 東京地決平成 27 年 3 月 25 日・前掲注7）34 頁。なお、事例研究としては、拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 2 号）・前掲注 67）1-38 頁があるが、本款（第3款）は同拙稿に基づいている。

に様々な評価手法による価格を主張したが、例えば時価純資産法による評価でおおよそ 1,500 円から 2,500 円の価格帯を主張するなど、公開買付価格の 735 円を大きく超える価格が主張された。

図表 5-3-11　東宝不動産株式取得価格決定申立事件の概要図



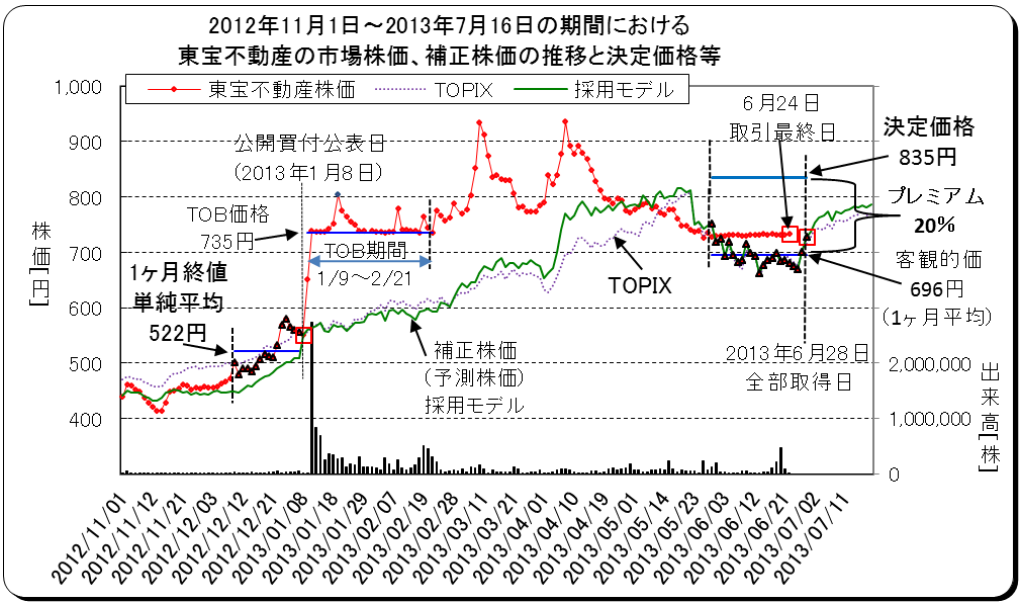

**第 2 目 東京地決平成 27 年 3 月 25 日の概要**

東京地決平成 27 年 3 月 25 日は、「回帰分析的手法」を用いて算定した補正株価を参照し、全部取得の日以前 1 か月の単純平均（696 円）を「客観的価値」とし、プレミアムの 20%を付与した 835 円を決定価格とした[85]。この決定において、裁判所は、「本件取得日における本件株式の客観的価値の算定においては、本件公表前の市場株価をそのまま参照して算定するよりも、本件公表日から本件取得日までの間の TOPIX および東証不動産インデックスの各終値の変動率を本件モデルに当てはめることにより、本件公表および本件全部取得がなかったと仮定した場合における本件公表後の各日の参加人株式の市場株価の終値を予測し、その予測価格を基礎として算定する方が、より高い合理性を有するというべきである。」と判示した[86]。

[85] 東宝不動産事件における「回帰分析的手法」については、拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 2 号）・前掲注 67）1-38 頁があり、同事案に関連する議論として、池谷誠『論点詳解 係争事案における株式価値評価』（中央経済社, 2016）143-147 頁がある。

[86] 東京地決平成 27 年 3 月 25 日・前掲注 7）34 頁。

図表 5-3-12　東宝不動産の市場株価や TOPIX の推移および地裁決定価格等




注：公開買付けの公表日（2013 年 1 月 8 日）の東宝不動産市場株価 552 円を基準として、補正株価と TOPIX（相対価格）の推移を提示した。補正株価は本件で裁判所から採用された回帰式を用いて算出した。

本件地裁決定で補正によって算出された「客観的価値」に上積みされたプレミアム率は 20%であり、ジュピターテレコム事件では 25%が適用されている。それらの数値は裁判所の裁量によっており、理論的根拠は不明である。これは数値自体の絶対的な大きさよりもむしろ、異事案間の相対関係や整合性に関しては問題となる。せっかく統計的あるいは科学的手法を用いた補正株価による「客観的価値」を算定しておきながら、裁量的なプレミアム率を適用するのであれば、結局のところ裁判所は「公正な取得価格」を裁量的に、極論すればいくらにでも価格決定できてしまうことになり、このような算定方法は擬制的であると批判がある[87]。また、裁判所の決定価格の 835 円にはプレミアム（20%）が含まれているが、これについてはプレミアムのダブルカウントという理論的な欠点も指摘されている[88]。なお、東京高決平成 28 年 3 月 28 日は、手続が公正であることから地裁決定で採用された株価補正を認めず、公開買付価格と同額の 735 円を採用している[89]。

### 第 3 目　「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」の再検討

本件での検証においても、「ナカリセバ価格」を算出するためのマーケット・モデルを比較のために二種類用意する。一つは、単純なマーケット・モデルで、TOPIX の日次収益率を説明変数とする単回帰モデル（以下「モデルⅠ」という。）であり、その他は地裁決定において採用された多

[87] 飯田・前掲注 33）44 頁は、「参照株価をマーケットモデルで補正し、さらにその価格に対する適切なプレミアムを裁判所が考えてこれを上乗せするという算定方法は、かなり擬制的であることも合わせて考えれば、. . . 」として、ジュピターテレコム事件（地裁および高裁決定）や東宝不動産事件（地裁決定）における価格決定の方法が「かなり擬制的」であると批判する。同様に、田中・前掲注 33）113 頁は、意思決定時に予測できないような事情に基づき（つまり、後知恵により）取引の公正さの判断ひいては取得価格の決定をすることは、反対株主に過剰な保護を与えるものであり、投機の弊害をもたらしてしまうと批判する。

[88] 拙稿（青山社会科学紀要 44 巻 2 号）・前掲注 67）32-34 頁参照。

[89] 東京高決平成 28 年 3 月 28 日・前掲注7）32 頁。

重回帰モデル（以下「モデルⅡ」という。）である。具体的に式で示すと、モデルⅠは単回帰モデルであり、その回帰式は、収益率の単位をパーセント（%）表示とすると

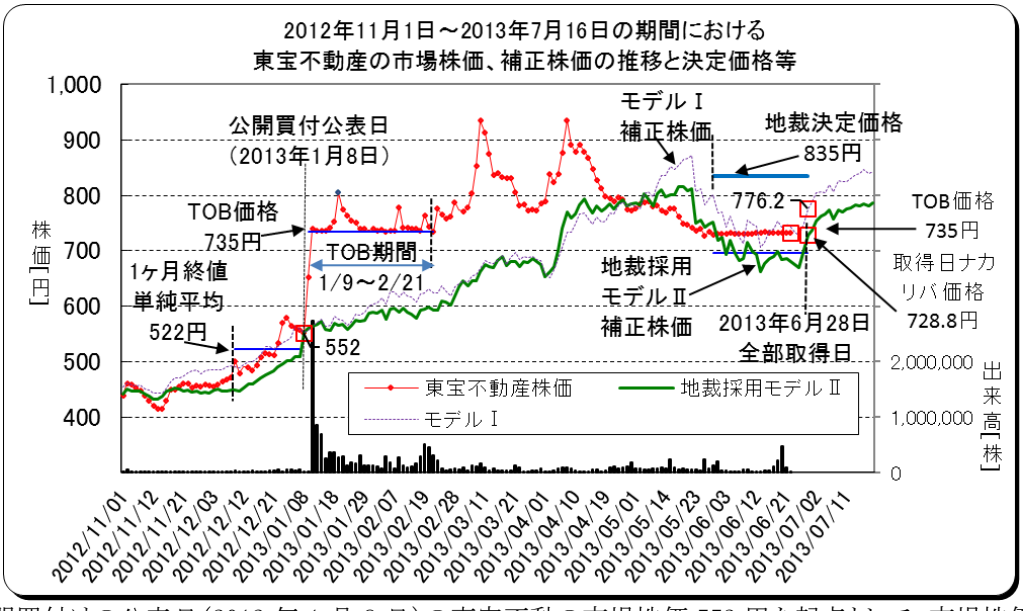
$$R = 0.0602\% + 1.05421 \times R_M$$ （モデルⅠ：本論文検証用モデル）

と表せる。ここで、$R$ は東宝不動産の正常収益率であり、$R_M$ は TOPIX の収益率である。また、同様にしてモデルⅡの重回帰式は、

$$R = 0.004\% + 0.5743 \times R_M + 0.3696 \times R_I$$ （モデルⅡ：裁判所採用モデル）

と表すことができる[90]。ここで、$R_I$ は東証不動産業種指数（「東証不動産インデック」）の収益率である。ここで、モデルⅠとモデルⅡの何れが妥当かはさておき、ここではあくまで比較のために、簡便な検証用モデルを本論文では用意したのがモデルⅠである。

図表 5-3-13 東宝不動産の市場株価と補正株価（モデルⅠおよびⅡ）の公表日前後の推移




注：公開買付けの公表日（2013 年 1 月 8 日）の東宝不動の市場株価 552 円を起点として、市場株価と補正株価（モデルⅠとモデルⅡの補正株価）の推移を提示した。モデルⅡの補正株価は、本件の地裁決定において裁判所から採用されたマーケット・モデル（多重回帰モデル）によって算出されている。他方のモデルⅠは、本論文での検証用モデル（単回帰モデル）によって算定した補正株価である。

この二つのモデルから算定される補正株価と東宝不動産の市場株価との推移を観察すると、市場株価が 552 円である公開買付けの公表日（2013 年 1 月 8 日）を起点として、市場株価と各補正株価の相対位置関係は変化しつつも、全部取得された日（2013 年 6 月 28 日）においてはモデルⅠが 776.2 円およびモデルⅡが 728.8 円という価格になっている（図表 5-3-13）。つまり、

[90] 東京地決平成 27 年 3 月 25 日・前掲注7）34 頁。なお、決定文には本論文にあるような数式が記述されているわけではなく、「文章」で記述されたものを数式（単位をパーセント表示）で記述した。

モデルII（728.8 円） ＜ 公開買付価格（735 円） ＜ モデルI （776.2 円）

と表わせるが、公開買付価格が 735 円であるから、上記のモデルI（776.2 円）とモデルII（728.8 円）の補正株価で挟まれた範囲内にある。

図表 5-3-14 東宝不動産事件における「公正な取得価格」の計算結果[91]

| 全部取得日(2013 年 6 月 28 日)における「公正な取得価格」の算定<br>日付 ＼ モデルタイプ | | 補正株価または取得価格等[円] | |
|---|---|---|---|
| | | モデルI | モデルII |
| | | 単回帰モデル（TOPIX） | 重回帰モデル（TOPIX と業種指数） |
| | | 検証用モデル | **地裁採用モデル** |
| 2013 年 1 月 8 日 | 算定起点日 | **552** | |
| 2013 年 6 月 24 日 | 取引最終日 | 742.0 | 681.4 |
| 2013 年 6 月 28 日 | **全部取得日** | 776.2 | 728.8 |
| 価格［円］ | ①「ナカリセバ価格」(取得日価格) | **776.2** | 728.8 |
| | ②「シナジー分配価格」 | **735** （公開買付価格） | |
| | **③「公正な取得価格」 (Max(①, ②))** | **776.2** | **735** |
| | 裁判所決定価格(地裁／高裁／最高裁) | **835／735／735** | |

注: 検証で算定した価格[円]は、小数点第二位以下を四捨五入して表示した。モデルIとモデルIIは、前節で取り扱ったジュピターテレコム事件のモデル内容や分類とは異なることに注意が必要である。「公正な取得価格」は「ナカリセバ価格」と公開買付価格(735 円)の何れか大きい方を選択して算定する。モデルI以外は全て、735 円となっている。

本件の高裁決定は、公開買付価格が公正な手続を実質的に履践して定められたから公正であると判示した。しかし、この高裁決定で公正とされるのはあくまで「シナジー分配価格」としての公開買付価格であり、「公正な取得価格」を算定するためには、この「シナジー分配価格」と「ナカリセバ価格」の何れか大きい方を選択するべきである。そうすると本件に「二基準間の選択的行使」の算定方法を適用すると、モデルIとモデルIIでそれぞれ以下のようになる。

「公正な取得価格」（モデルI） ＝max（776.2 円 , 735 円）＝776.2 円
「公正な取得価格」（モデルII） ＝max（728.8 円 , 735 円）＝735 円

モデルII（地裁採用モデル）では「ナカリセバ価格」が 728.8 円となり、全部取得価格（または公開買付価格）の 735 円がそれを上回るので、「公正な取得価格」は 735 円となる。他方、本論文で提案するモデルI（本論文検証用モデル）では、「ナカリセバ価格」が 776.2 円となり全部取得価格の 735 円を上回るから、776.2 円が採用される。つまり、選択するモデルによって「公正な取得価格」は異なる価格が選択され、これは前款（第 2 款）のジュピターテレコム事件と共通する結論となる。

[91] 拙稿(青山社会科学紀要 44 巻 2 号)・前掲注 67)35 頁「図表 4-3」の表を改良し作成した。「ナカリセバ価格」は同図表からの数値に基づいている。

### 第 4 款 小括（現金対価の三事件）と検討事項

#### 第 1 目 三事件の検証結果のまとめ

松尾橋梁事件、ジュピターテレコム事件および東宝不動産事件の三事件について「公正な価格」または「公正な取得価格」の算定方法を中心に事例研究の結果をここで整理する（図表 5-3-15)。三事件とも、二段階買収による完全子会社化にかかる事件であることや下級審の決定で「客観的価値」を公開買付けの公表日以後の株式市場全体の変動を考慮した株価補正が採用され、決定価格が公開買付価格を上回るという点で共通点している。ここで採用されたマーケット・モデル（回帰モデル）を特に「裁判所の採用したモデル」とし、それに対して本論文で提案する簡便で標準的なモデルを「本論文の検証用モデル」として、「ナカリセバ価格」を算定するために使用した。よって、「公正な価格」または「公正な取得価格」の検証においては、「ナカリセバ価格」の算定で「本論文の検証用モデル」と「裁判所の採用したモデル」の二通りのモデルで検証を行った（図表 5-3-15)。

図表 5-3-15 「公正な取得価格」の算定方法における判例と本論文での検証結果

| ＼事件 | 松尾橋梁事件 | ジュピターテレコム事件 | | 東宝不動産事件 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 地裁・高裁 | 地裁・高裁 | 最高裁 | 地裁 | 高裁 |
| 公開買付価格 | 122 円<br>（プレミアム率、37%） | 123,000 円<br>（プレミアム率、54.1%） | | 735 円<br>（プレミアム率、41%） | |
| 裁判所の決定価格 | 140 円<br>公開買付け公表前日以前1か月の出来高加重平均(89 円)に日経平均の上昇率 10%を上乗せした 98 円を「客観的価値」とし、プレミアムは 43%。 | 130,206 円<br>事後補正株価の取得日の前日以前 1 か月の単純平均(104,165 円)を「客観的価値」とし、プレミアム 25%。 | 123,000 円<br>**公開買付価格**（全部取得価格と同額)。 | 835 円<br>事後補正株価の取得日以前1か月の単純平均（696 円）を「客観的価値」とし、プレミアム 20%。 | 735 円<br>**公開買付価格**（全部取得価格と同額)。 |
| 本論文での検証結果(結論) | 「シナジー分配価格」<br>127.3 円<br>（＝max(112.3, **127.3**)） | 「ナカリセバ価格」<br>① **123,935** 円<br>（＝max(**123,935** , 123,000)<br>（本論文の検証用モデル）<br>② **123,000** 円<br>（＝max(103,593 , **123,000**)<br>（地裁・高裁採用モデル） | | 「ナカリセバ価格」<br>または「シナジー分配価格」<br>① **776.2** 円<br>（＝max(**776.2** , 735))<br>（本論文の検証用モデル）<br>② **735** 円<br>（＝max(728.8 , **735**))<br>（地裁採用モデル） | |

注： 松尾橋梁事件は株式買取請求の事件だから「公正な価格」を算定したが、「公正な取得価格」も、同額の 127.3 円（本論文での修正公開買付価格）という結果となった。他の二事件では、本論文の検証用モデルでは、「ナカリセバ価格」が全部取得価格を超えるから、「ナカリセバ価格」が採用された。しかし、両方とも地裁決定で裁判所が採用したモデルでは、全部取得価格（公開買付価格と同額）が採用されることになった。何れにしても、相応のプレミアム率が付された公開買付価格を「ナカリセバ価格」が超えるのは簡単ではない。なお、「プレミアム率」の算定の基礎となる「客観的価値」は、松尾橋梁が公開買付け公表前日以前1か月出来高加重平均の 89 円であり、ジュピターテレコムでは報道日直前取引日以前の1か月間の終値平均の 79,824 円、東宝不動産が公表日以前の 1 か月間終値平均で 522 円となる。

ジュピターテレコム事件と東宝不動産事件では、「ナカリセバ価格」を算定するために「裁判所の採用したモデル」を使用して「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」を算定したところ、いずれも公開買付価格と同額のそれぞれ 123,000 円と 735 円となった（図表 5-3-15)。結果的には、ジュピターテレコム事件最高裁決定と東宝不動産事件高裁決定の決定価格と同一である。一方で本論文では、「本論文の検証用モデル」を使用して、「ナカリセバ価格」を算定したところ、

それぞれ 123,935 円と 776.2 円となり、これは両価格とも先の公開買付価格（それぞれ 123,000 円と 735 円）を超えることになる。すなわちモデル選択によって算定価格が変わること意味する。

両事件とも下級審の審理でモデルの内容等については両当事者間から証拠資料等が提出されるなど、裁判所もモデルの内容等について時間を割いて審査したと推察されることから、モデル選択という技術的な点に関しては、「合理的な裁量の範囲内」であれば、下級審の裁量は尊重されるべきである。そのことからすれば、両事件の地裁決定で採用されたモデルを採用することが合理的であり、そのモデルによると算定価格は両事件とも公開買付価格と同額になる。それでは、「二基準間の選択的行使」の算定方法を使用しても少数株主保護にならないではないかと思われるが、「本論文の検証用モデル」を使用すれば両価格とも公開買付価格を超える可能性は残されているので、両事件においても株主側としてはより「説得力」のあるモデルを主張することによって価格を上げる選択肢は残されている。

他方で、松尾橋梁事件（2009 年 5 月 18 日が公開買付けの公表日）では、先の二事件のように 2013 年の株式市場全体が大きく上昇した時期とは異なり、公開買付けの公表日後の市場全体の上昇がさほど大きくなく、裁判所は「客観的価値」に対して 10%程度の補正をしたにすぎない。「本論文の検証用モデル」によれば、「ナカリセバ価格」（109.8 円）が公開買付価格（122 円）を下回るという程度の上昇相場でしかない。よって、「二基準間の選択的行使」による価格決定では「シナジー分配価格」が選択されるが、それは公開買付価格の 122 円ではない。同事件では裁判所はシナジー分配を修正しており、プレミアム率を 37%（公開買付価格が 122 円の場合）から 43%へと変更し、そこから算定される価格の 127.3 円（修正公開買付価格価格または修正全部取得価格）が本論文で「公正な価格」として採用されるという結果になる（図表 5-3-15）。ただし、近時の最高裁決定の判断枠組みをそのまま適用し、企業買収の一連の手続が公正と認定されれば、公開買付価格（122 円）が公正とされる可能性は高く、仮に 122 円をもって「シナジー分配価格」とすると、「ナカリセバ価格」を上回るから「公正な価格」は 122 円ということになる。

**第 2 目 マーケット・モデルの選択問題**

本論文での「二基準間の選択的行使」による算定方法で採用している株価補正と三事件の下級審決定で採用された「客観的価値」の補正は、全く異なるものである。本論文の価格算定方法は、「客観的価値」は算定しないのでその補正もしないが、その代わり「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の補正株価を算出するものである。その際に「ナカリセバ価格」をマーケット・モデル（回帰モデル）を利用するという技術的な部分において、先の三事件の下級審決定における補正と共通する。マーケット・モデルには様々なタイプがありモデルごとに補正株価（「ナカリセバ価格」）の数値も変わるから、マーケット・モデルの選択は間接的に「公正な価格」または「公正な取得価格」の算定価格に影響することになる。

ジュピターテレコム事件と東宝不動産事件では、公開買付けの公表日後に株式市場全体が大きく変動した時期と重なったこともあり、公開買付け公表日の時期的なタイミングによっては、「ナカ

リセバ価格」を算定するための基準となる価格が影響を受ける。本論文の検証結果においても（図表 5-3-15)、「ナカリセバ価格」算定のためにどのタイプのマーケット・モデルを選択するかによって、「ナカリセバ価格」が公開買付価格を超える場合と超えない場合がある。東宝不動産事件やジュピターテレコム事件のように、公開買付価格に近い水準まで上昇した「ナカリセバ価格」の算定値が採用するモデルによっては、公開買付価格を上回ったり下回ったりすることがあり、決定価格にも影響する場合がある。このような場合、特にモデル選択が重要になるから裁判の両当事者から異なる回帰モデルを使用した「ナカリセバ価格」が主張される可能性が高く、そのような場合に裁判所は単に算定された価格の値ごろ感で判断するのではなく、回帰モデルの内容にまで踏み込み、より妥当と判断する統計的手法を採用したモデルを選択するように努めるべきである。

いささか技術的な論点となるが、本論文では「ナカリセバ価格」算出のための回帰モデルの選択においては、予測可能性が高く訴訟経済にも資するような単純なマーケット・モデルを採用すべきであり、具体的には、TOPIX や JASDAQ INDEX の収益率のみを説明変数とする単純な単回帰のマーケット・モデルを標準とすべきと提案する。しかし、例えば東宝不動産事件地裁決定で採用されたマルチ・ファクター・モデル等、市場データと当てはまりの良いモデルを追求する努力は、それに見合う効果があれば否定はしない[92]。何れにしても「ナカリセバ価格」については、株式市場全体が上昇している場合は特に株主側が主張すると予想される。そして、株主側が特に主張しないのであれば、裁判所は「ナカリセバ価格」を算定して「二基準間の選択的行使」を行うまでもなく、企業買収等に手続的な問題点がなければ会社側が主張するであろう公開買付価格（「シナジー分配価格」）を採用すると思われる。つまり、「ナカリセバ価格」については株主側から主張された場合、裁判所はそれと全部取得価格（公開買付価格）との何れか大きい方を選択して決定価格とする「二基準間の選択的行使」を採用できるのである。

**第 3 目 価格決定において「事後の事情」を考慮すべきか**

公正な手続を経て行われた組織再編または企業買収においては、公表日以後の事後の事情を価格算定に一切考慮すべきではないという見解があり[93]、本論文で提案する算定方法のように事後の事情を考慮した「ナカリセバ価格」が選択される可能性のある価格決定には批判があるかも知れない。しかし、事後の事情を一切考慮すべきでないのは「シナジー分配価格」であり、本論文でも同様の見解であるが、シナジー分配とは別に旧商法から継続している「ナカリセバ価格」は依然として必

[92] 森田果『実証分析入門 データから「因果関係」を読み解く作法』(日本評論社, 2014)70 頁は、「短期間のナカリセバ価格の推定についてはマーケット・モデルを使うことで割と簡単に行えるけれども、長期間にわたってナカリセバ価格を推定することには、いろいろと問題がある。」として、特に長期間の場合は「マルチファクターモデルを活用した推定(たとえばマッチングが一案)が望ましいであろう。」と指摘する。

[93] 田中亘「事例⑳ 『公正な価格』とは何か」伊藤靖史ほか『事例で考える会社法・第 2 版』(有斐閣, 2015)417 頁注(25)は、ジュピターテレコム事件と東宝不動産事件の両方にふれ、「これらの裁判例は、非公開化取引に関する意思決定後の市場全体の株価変動という、取引の当事者には予測し得ない後発事情に基づいて取得価格を決定した点で、問題があると考えている。」と批判する。また、神田・前掲注 16)888 頁は、事後の市場株価変動に応じた補正をするのであれば、それは上方だけでなく下方への補正もあると指摘する。

須の概念であり、「ナカリセバ価格」こそが株式買取請求権における少数株主保護の要諦である。この見解は、手続が公正であれば、

「公正な価格」＝「シナジー分配価格」（または公開買付価格）　　（学説）

とするものであるが、本論文ではどのような場合でも、常に

「公正な価格」＝max(「ナカリセバ価格」，「シナジー分配価格」)　　（本論文）

による算定をすべきという点で大きく異なる。本論文で提案する上の式では「ナカリセバ価格」が考慮されるので、その結果として事後の事情が考慮される。

他方、価格決定においては事後の事情を考慮してもよい、すなわち株式が強制取得される取得日（会社法 171 条 1 項 3 号）までの一般的な株価変動をおよそ無視すべきではないという見解がある[94]。その論拠は、公開買付けから全部取得までの一連の手続にかかる期間を短縮することによって反対株主による投機の弊害は緩和でき、公表日後の予期しない変動にさらされる余地が減じられるからである[95]。ジュピターテレコム事件と東宝不動産事件を比較すると、公開買付けの公表日から全部取得日までの一連の取引に要した期間はそれぞれ 191 営業日と 117 営業日になっており[96]、東宝不動産の方が期間は短い。これだけ期間に差があると、「二基準間の選択的行使」による「公正な取得価格」に内在するオプションの価値にも影響が生ずる。より期間を短縮することは、このオプション価値を減少させることができるため、企業買収をする側には、一連の取引にかかる期間をより短縮しようとする誘因が働き、その結果、全部取得される株主も不安定な地位に置かれる期間が短縮される。よって、本論文では事後の事情を一切考慮しない見解には反対であり、ある程度考慮すべきとする学説に賛成する。

---

[94] 鳥山恭一「補正によるキャッシュ・アウトの公正な価格　東宝不動産株式会社事件〈最新判例演習室／商法〉」法学セミナー735 号(2016)111 頁は、2014 年の会社法改正で導入された、「特別支配株主の株式等売渡請求権」の制度（会社法 179 条以下）は、株主総会を不要にして期間を短縮することが目的の一つであると指摘する。

[95] 鳥山恭一「二段階の企業再編における株式の公正な価格　株式会社ジュピターテレコム事件〈最新判例演習室／商法〉」法学セミナー741 号(2016)113 頁は、最高裁決定で触れられた公表日後の「予期しない変動が生じたと認めるに足りる特段の事情」に関連して、「予期しない変動」が生じる余地を本来は二段階の企業再編に要する期間を可能なかぎり短縮することにより減少させるべきと主張する。

[96] また、両事案の公開買付価格に対するプレミアム率は、それぞれ 54.1%と 41%であり、東宝不動産の方が低いプレミアム率のようだが、一連の取引にかかった期間が東宝不動産の方が短いので、それを年率換算（年営業日 246 日）で調整すると、それぞれ 69.7%と 86.2%となり、東宝不動産の方が年率換算プレミアム率は高い。つまり、単純な比較は難しいのだが、東宝不動産の方が、一連の取引にかかった期間が短いうえに、期間を調整したプレミアム率も高く、より株主に配慮した手続を踏んだといえる。結果的に、株式市場全体が大きく上昇したこともあり、このプレミアム率があまり議論とならなかったように思われるが、通常の相場であれば、十分に高いプレミアム率であり、そういった点も手続的な公正性として考慮されるべきである。

# 第 6 章 結論と検討課題

ここでは、第 1 章から第 5 章までで得られた主要な成果とそこから得られた結論をまとめた上で、今後取り組むべき検討課題を示す。

## 第 1 節 全体の総括

本論文では、近時の株式取得価格決定における最高裁決定（最一小決平成 28 年 7 月 1 日）[1]の問題ある価格決定に対して問題の所在を明らかにし、組織再編に対する株式買取請求・株式価格決定における「公正な価格」および全部取得条項付種類株式の全部取得にかかる価格決定における「公正な取得価格」について、独自の解釈と価格算定理論を展開した。第 1 章では、導入として株式買取請求・価格決定事件における株式買取請求権の全体像を概観し、「公正な価格」には、旧商法から続く「ナカリセバ価格」と会社法で導入された「シナジー分配価格」の二種類があることを示し、価格決定における具体的な問題の所在を明らかにした。

そして、第 2 章では「ナカリセバ価格」を、第 3 章では「シナジー分配価格」をそれぞれの補正株価とその算定方法を中心に検討し、特に第 3 章では、本論文で独自に考案した「シナジー分配価格」への補正（「シナジー価格補正」）を提案した。この補正方法は、経済学の一物一価の法則やファイナンス理論における無裁定価格を評価尺度として「シナジー分配価格」を算定するものである。これにより、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の両方で補正株価を算出することが可能となり、当事会社の市場株価に依存することなく価格算定が可能となる。

次に、これら両方の株価補正を適用した「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい方を決定価格とする「二基準間の選択的行使」による算定方法を、第 4 章では対価が株式の場合の価格決定事件における「公正な価格」に、第 5 章では対価が現金の場合の価格決定事件における「公正な取得価格」にそれぞれ適用し、具体的な事例に当てはめて事例研究した。この算定方法を使用することにより価格決定裁判における統一的な適用が可能になるとともに、そこに内在するオプション性こそが少数株主保護に重要な役割を果たすことが明らかになる。本論文において多くのことが明らかになったが、その中でも以下の二点が重要である。

第一に、本論文の第 2 章と第 3 章で「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の両価格について、それぞれ事前と事後に分類・整理し、両価格の構造を明らかにしたことである。これまでの会社法学説では事前と事後を明示的に区別する見解はなく議論がかみ合わないこともあったが、近時の価格決定裁判における下級審決定（ジュピターテレコム事件地裁決定[2]・同高裁決定[3]や東宝不動

---

[1] 最一小決平成 28 年 7 月 1 日資料版商事法務 389 号 58 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕。

[2] 東京地決平成 27 年 3 月 4 日金融・商事判例 1465 号 42 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件地裁決定〕。

[3] 東京高決平成 27 年 10 月 14 日資料版商事法務 389 号 63 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件高裁決定〕。

産事件地裁決定[4]）を契機にようやくこの二つの概念が議論の俎上に上ってきた。また裁判所が事前と事後の区別せずに価格決定した先の下級審決定では、学説から不適切な価格決定であると非難されている。そのようなことから、本論文はまさに学説と判例で議論となっている論点について解決案を提示した。

第二に、第 4 章と第 5 章では、「二基準間の選択的行使」による算定方法を対価が、株式か現金かによらず、また価格決定裁判の法形式によらず統一的に適用すべきであると提案したことである。つまり、企業買収等の対価が現金か株式かといった経済的な相違によらず、また価格決定裁判の法形式の相違によらず統一的な価格決定は可能であり、またすべきである。本論文は、異なる裁判類型の価格算定に同算定方法を実際に当てはめ、統一的に適用可能であることを事例研究によって検証し、これにより同算定方法が裁判実務でも適用可能であることを示し、これにより、株式買取請求・価格決定と全部取得にかかる株式取得価格決定における価格算定を一本の定式で統一的かつ整合的に取扱うことが実際に適用可能であることを提示するものである。さらに、従来から、そのような算定方法は、価格決定の申立てをする反対株主に対してオプションを与えることになり、そのオプションの濫用、すなわち株式買取請求権の濫用を懸念する見解があるが、本論文は、それに対しては、企業買収等の公表直後にはオプション価値はほとんどないことから杞憂にすぎないことを具体的に示し、このオプションこそがその価値の多寡に関わらず株式買取請求権の制度趣旨である少数株主保護にとって重要であることを明らかにした。

## 第 2 節 結論

### 第 1 款 「公正な価格」と「公正な取得価格」の分類

#### 第 1 目 決定価格の分類

企業買収等にかかる価格決定裁判における「公正な価格」および「公正な取得価格」を「ナカリセバ価格」か「シナジー分配価格」かの二種類と、さらに、組織再編や二段階買収であれば公開買付けの公表前後をそれぞれ事前と事後に分け、本論文は合計四種類の価格（カテゴリー①からカテゴリー④）に分類した（図表 6-1）。ここで「ナカリセバ価格」の本来的な意味は、事前の価格（あるいは市場株価）になるが、「客観的価値」を算定するために「事前のナカリセバ価格」（カテゴリー①）として公表以前の市場株価が参照される。

図表 6-1 「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の分類

| ＼価格 | 「ナカリセバ価格」（第 2 章） | 「シナジー分配価格」（第 3 章） |
|---|---|---|
| 事前<br>（公表前） | ①**「事前のナカリセバ価格」**<br>市場株価の平均値（旧商法、会社法判例または客観的価値」） | ③**「事前のシナジー分配価格」**<br>公開買付価格（株式評価機関の株式価値評価） |
| 事後<br>（公表後） | ②**「事後のナカリセバ価格」**<br>補正株価 （「回帰分析的手法」、会社法判例） | ④**「事後のシナジー分配価格」**<br>市場株価（会社法判例）または本論文では補正株価（「シナジー補正価格」）、全部取得価格 |

[4] 東京地決平成 27 年 3 月 25 日金融・商事判例 1467 号 34 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件地裁決定〕。

他方で「事後のナカリセバ価格」（カテゴリー②）の場合には、公表日後の市場全体の株価変動を考慮した補正株価が参照される。また、「シナジー分配価格」においても、「ナカリセバ価格」と同様に「事前のシナジー分配価格」（カテゴリー③）と「事後のシナジー分配価格」（カテゴリー④）に分類することができる。前者は、会計数値とファイナンス理論を用いた株式価値評価の諸手法により、公表日以前に入手可能な情報を基礎として算定される。後者は、対価株式となる存続会社株式の公表日後における市場株価変動など事後の事情を考慮した補正株価（「シナジー補正価格」）である。

**第 2 目 旧商法と会社法における価格決定の分類**

価格決定裁判における決定価格の種類をカテゴリー①からカテゴリー④までのカテゴリーに分類したが、それぞれについては第 2 章（「ナカリセバ価格」）と第 3 章（「シナジー分配価格」）で取り扱ったものも含まれる。それ以外の判例の詳細については省略するが、それらを含めて四分類すると図表 6-2 のとおりであり、これから旧商法と会社法における判例または学説における議論の流れがわかる。

最初に、旧商法の株式買取価格決定申請事件では、「ナカリセバ価格」のみの運用で、「シナジー分配価格」が採用されたわけではないが、市場株価を参照しない株式価値評価によって価格決定された和泉製菓事件[5]と北日本製紙事件[6]がある[7]（カテゴリー③）。同様に旧商法の事件で「ナカリセバ価格」の算定で事前の市場株価が参照され価格決定された科研製薬事件[8]および住友軽金属事件[9]がある（カテゴリー①）。その流れは平成 17 年改正会社法における初期の頃の一部下級審決定にも引き継がれ、同様の算定方法による「事前のナカリセバ価格」をもって「公正な価格」とされた事件がある（カテゴリー①）。さらに「公正な価格」の算定基準日が株式買取請求権行使日という最高裁決定（インテリジェンス事件[10]と楽天対 TBS 事件[11]）により、「事後のナカリセバ価格」を算定

---

[5] 横浜地決昭和 47 年 1 月 21 日判例時報 666 号 91 頁〔和泉製菓株式買取価額決定申請事件地裁決定〕。

[6] 東京地決昭和 46 年 4 月 19 日下民集 22 巻 3･4 号 446 頁〔北日本製紙株式買取価格決定申請事件地裁決定〕、東京高決昭和 47 年 4 月 15 日判例タイムズ 279 号 338 頁〔北日本製紙株式買取価格決定申請事件高裁決定〕。

[7] 和泉製菓事件と北日本製紙事件の両事件は、カテゴリー③（事前の「シナジー分配価格」）に分類されているが、「シナジー分配価格」が採用された判例ではない。市場株価を使用しない株式価値評価方法が採用されているという点で、市場株価を参照したカテゴリー①と区別するために便宜的にカテゴリー③に分類している。

[8] 東京地決昭和 58 年 2 月 10 日判例時報 1068 号 110 頁〔科研製薬株式買取価格決定申請事件地裁決定〕。

[9] 東京地決昭和 60 年 11 月 21 日判例時報 1174 号 144 頁〔住友軽金属株式買取価格決定申請事件地裁決定〕。

[10] 東京地決平成 22 年 3 月 29 日金融･商事判例 1354 号 28 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 22 年 10 月 19 日金融･商事判例 1354 号 14 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件高裁決定〕、最三小決平成 23 年 4 月 26 日金融･商事判例 1367 号 16 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕。

[11] 東京地決平成 22 年 3 月 5 日金融･商事判例 1339 号 49 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件地裁決定〕、東京高決平成 22 年 7 月 7 日金融･商事判例 1346 号 14 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件高裁決定〕、最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕。

する必要があり、公表日から算定基準日における事後の期間を補正するために旧商法時代から学説で唱えられていた「回帰分析的手法」による株価補正がインテリジェンス事件高裁決定で裁判所から認められている（カテゴリー②）。なお、楽天対 TBS 事件高裁決定と同最高裁決定では、企業価値が増加しない（シナジーが生じない）ことから、株価補正はされないが、事後の市場株価を参照して「事後のナカリセバ価格」とされている（カテゴリー②）。

図表 6-2　旧商法および会社法における価格決定判例の分類

| ＼価格 | **「ナカリセバ価格」**（第 2 章） | **「シナジー分配価格」**（第 3 章） |
|---|---|---|
| 事前<br>（公表前） | ①**「事前のナカリセバ価格」**<br>**市場株価**の平均値（旧商法、会社法判例または客観的価値」）<br><br>**科研製薬事件、住友軽金属事件**、テクモ事件地裁・高裁決定、インテリジェンス事件地裁決定。 | ③**「事前のシナジー分配価格」**<br>公開買付価格（株式評価機関等の株式価値評価値）<br><br>**和泉製菓事件、北日本製紙事件**、ジュピターテレコム事件最高裁決定、東宝不動産事件高裁決定、その他非上場会社にかかる事件。 |
| 事後<br>（公表後） | ②**「事後のナカリセバ価格」**<br>補正株価 （「回帰分析的手法」、会社法判例）<br><br>インテリジェンス事件高裁・最高裁決定、楽天対 TBS 事件高裁決定、楽天対 TBS 事件最高裁決定 | ④**「事後のシナジー分配価格」**<br>**市場株価**（会社法判例）または本論文では補正株価（「シナジー補正価格」）、全部取得価格<br><br>国土総合建設事件、三共生興事件、ノジマ事件地裁決定、ノジマ事件高裁決定、協和発酵キリン事件、ダイワボウ情報システム事件、保安工業事件、三洋電機事件、パナソニック電工事件、ダブルクリック事件、テクモ事件最高裁決定、テクモ事件差戻審高裁決定。 |
| | 松尾橋梁事件、ジュピターテレコム事件地裁決定、東宝不動産事件地裁決定 | |

注：太字の事件名は旧商法の株式買取価格申請事件であり、その他の事件名と脚注については、第 3 章の図表 3-10 を参照のこと。「最下段の三事件の価格決定については、事後の株価を補正していることから事後に分類できるが、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の両方の要素があり、何れかに分類することが不可能と判断した。また市場株価が参照され価格決定されたのは、カテゴリー①とカテゴリー④になる。

平成 17 年改正会社法で「シナジー分配価格」が新設された後は、裁判所は公正と判断する組織再編比率が市場株価に織り込まれたと推定することにより、公正なシナジー分配の結果が事後の市場株価に織り込まれると判断した。その結果、株式買取請求・価格決定の裁判では、算定基準日（株式買取請求日）における市場株価を参照し、「事後のシナジー分配価格」をもって「公正な価格」とする判例が増加した（カテゴリー④）。我が国における株式市場は、情報通信の発達や開示制度の充実が金商法などの法制度や取引所規則などのソフトローの整備によって進歩発展し、公正な価格形成と売買高の増加からより効率的で公正な株式市場となり、その結果として市場株価が裁判所から信頼され始めたことが、これら判例の増加要因の一つであろう。以上から、市場株価が参照され価格決定されたのは、カテゴリー①とカテゴリー④になり、特にカテゴリー④では市場株価が重用されており、ここに分類される判例の数も多い（図表 6-2）。

### 第 3 目 判例と学説の循環構造の解明

2013 年以降は株式市場が上昇相場にあり、公開買付けを先行させた現金対価の二段階買収が増加し、それにかかる株式取得価格決定申立の裁判も多く提起された。それにより、「事前のシナジー分配価格」として全部取得価格と同額の公開買付価格が「公正な取得価格」として採用される完

全子会社化の事件が増加した（カテゴリー③）。その際、裁判所の価格決定における重要な判断要素は、二段階買収における一連の取引を一体とみなし、その手続が公正か否かである。裁判所が公正と判断すれば、第三者の評価機関が算定した株式価値評価をもとにして、両当事会社で合意された公開買付価格が公正とされそれをもって決定価格とする。この価格は事前の情報によって算定された「事前のシナジー分配価格」であり事後の事情は考慮されない。

以上から、旧商法から会社法にいたる判例と学説において、

カテゴリー③（旧商法判例　和泉製菓事件、北日本製紙事件）

→ カテゴリー①（旧商法・会社法判例）

→ カテゴリー②（会社法判例）

→ カテゴリー④（会社法判例）

→ カテゴリー③（会社法判例　ジュピターテレコム事件最高裁、東宝不動産事件高裁）

となって、左回りの円を描いて一巡したかのように「公正な価格」または「公正な取得価格」における議論が展開している（図表 6-2）。このように、価格決定裁判における価格決定の種類を分類するだけでも、旧商法から会社法にいたる学説と判例の推移が判明し、より裁判所の価格決定の構造が見えてくる。また、分類された判例を調べると、株式市場が下落相場にあるときは株主側は事前の市場株価（カテゴリー①）を重視し、逆に上昇相場にあるときは事後の補正株価（カテゴリー②）を重視するが、会社側は当然それとは異なった主張をする。すなわち、下落相場において会社側は「事後のシナジー分配価格」（カテゴリー④）を、逆に上昇相場では「事前のシナジー分配価格」（カテゴリー③）を主張する。

そもそも企業買収する側は、下落相場にある時は株式対価（カテゴリー④）、上昇相場にある時は現金対価（カテゴリー③）で企業買収等を行う傾向があり、また裁判所の価格決定の内容は、上昇相場か下落相場かの市場環境の変化に大きく左右される可能性がある。しかし、本論文で提唱する「二基準間の選択的行使」による価格算定方法では、常に「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい方を選択できるから、株式相場の上昇か下落かに左右されず常に中立で公正な価格算定が可能である。それを担保する上で重要な役割を果たすのが、旧商法から改正後の会社法に引き継がれた「ナカリセバ価格」である、この概念は旧商法学説からの優れた伝統であり、また日本商法学の叡智でもあり、現在においてもデフォルトで存在することを忘れるべきではない。

### 第２款 価格決定裁判における統一的価格決定のための算定式

#### 第１目 「公正な価格」または「公正な取得価格」の定式化

二段階目の買収で少数株主への対価が親会社株式であるか現金であるかによって、企業買収等の手続や株式価格決定裁判の法形式が異なり、特に決定価格の算定方法に違いが生ずる。しかし、完全子会社化という目的は同じであるから、対価の違いに関わらず両価格の算定方法には整合性を持

たせるべきである。本論文は、株式買取請求・価格決定において、算定基準日における「事後のナカリセバ価格」と同じく「事後のシナジー分配価格」の何れか大きい方を選択して「公正な価格」または「公正な取得価格」とする「二基準間の選択的行使」による算定方法を提案するが、それを表すと以下のように一つの式で記述できる。

$$\left\{\begin{array}{c}\text{「公正な価格」}\\ \text{「公正な取得価格」}\end{array}\right\}=\max(\text{「事後のナカリセバ価格」},\ \text{「事後のシナジー分配価格」})$$

そして、「公正な価格」の場合は上の式をそのままで適用できるが、「公正な取得価格」の場合には、「事後のシナジー分配価格」は、算定基準日である全部取得日における取得価格（全部取得価格）になる。これは公開買付価格と同額になる場合が多いが、公開買付価格が公正なものであるならば、全部取得価格はそれを参照することになる。これを先の式に代入すると全部取得が行われた日における「公正な取得価格」は、

$$\text{「公正な取得価格」}=\max(\text{「事後のナカリセバ価格」},\ \text{全部取得価格})$$

と表せる。これは算定基準日における「ナカリセバ価格」が全部取得価格（公開買付価格）を超えた場合は、「事後のナカリセバ価格」が採用され、超えない場合は全部取得価格が採用されることを意味する。

この算定方法の特色は、企業価値の増加・不増加の判定を行わないことである。その理由は、第一に、裁判実務として利用可能な判定の方法論が確立していないこと、第二に、「二基準間の選択的行使」による価格算定自体が間接的にその機能を代替していることである。第一の理由については、近時の価格決定裁判におけるジュピターテレコム事件最高裁決定において、明確な判断が示されないまま価格決定されていることからも推測できる。また、第二の理由については、現在の会社法学説と判例によれば、企業買収等において企業価値が増加する場合は「シナジー分配価格」で、不増加の場合は「ナカリセバ価格」が選択される。しかしながら、企業価値が増加しても、増加した以上の株主価値の増加が他方当事会社にあれば、当事会社の株主価値は減少することになる。そのような場合であっても、企業価値が増加し、かつ手続的な公正性から組織再編比率が公正であると裁判所が判断した場合には、株主価値が減少した状態の市場株価に決定される可能性が高いというように、企業価値の増加・不増加の判定を基礎とする価格決定は構造的な欠陥を含んでいる。

これらに対して、「二基準間の選択的行使」による価格算定によれば、法形式が異なる二つの価格、すなわち「公正な価格」と「公正な取得価格」が数式上統一的に記述できることになり、これによって、対価が現金か株式かによらず同じ完全子会社化にかかる両裁判類型の価格決定裁判の価格決定に整合性を担保させることが可能となる。さらに、この算定方法によれば、企業価値の増加・

不増加の判定をする必要がなく、裁判所の誤判定のリスクもなく、また裁判所の負担も減少し訴訟経済に資することになる。

**第２目 「公正な取得価格」に組み込まれたオプション**

第４章と第５章でも触れたが、「二基準間の選択的行使」による算定方法にはオプションとしての重要な性質がある。これは先の「公正な取得価格」の式を変形すると、

「公正な取得価格」＝ 全部取得価格
＋max（「事後のナカリセバ価格」－ 全部取得価格 ， 0）
「公正な取得価格」＝ 全部取得価格 ＋ オプション価値

のようになるが、第一項の全部取得価格を下限として、それに対して第二項では「事後のナカリセバ価格」を原資産とし、全部取得価格（または公開買付価格）を行使価格および全部取得日をオプション満期日とするコールオプションのペイオフを加算したものである。第 6 章第 2 節第 3 款でも指摘したように、「二基準間の選択的行使」による算定方法に内在するオプション性について批判的な見解もある。しかし、この少数株主側が持つとされるオプションは、全部取得価格（公開買付価格）が高ければ高いほどオプションの価値はゼロに近くなるから、株式買取請求権における少数株主保護の制度趣旨からは十分に正当化できる。

さらに、全部取得によって企業買収を行う側（親会社）にとっては、そのようなオプションが存在することにより、多少なりとも予測可能性という点で不利となる。しかし、企業買収等を行う側は任意の時期に、株式市場に先高観があれば現金対価で企業買収等を行い（株式のロング）、逆に先安観があれば株式対価にする（株式のショート）というように、企業買収等をする会社の経営者が相場観に基づく株式の投機が可能になるというオプションを持つことになる[12]。そもそもオプションを持つのは企業買収を行う側でもあり、また特に支配株主が子会社を買収する場合などではその価値は高い。これを考えれば、少数株主保護と企業買収する側の予測可能性はトレードオフの関係にあり、またオプションが双方の側にあることから双方とも濫用する可能性はある。問題はそのバランスであり、この点は今後も検討が必要である。

**第３目 予測可能性と強圧性・少数株主保護とのトレードオフ**

前述したように、近時の最高裁決定（最一小決平成 28 年 7 月 1 日）と同じように、二段階買収による全部取得の事案において公開買付けを含めた一連の手続が公正と認められる場合には裁判

[12] 拙稿「東宝不動産株式取得価格決定申立事件における補正株価算定のための『回帰分析的手法』と『公正な取得価格』の探究」青山社会科学紀要 44 巻 2 号(2016)29-32 頁では、支配株主や経営者が持つ買収先企業の任意取得条項(Anytime Callable 条項)と類似の性質について検討している。

所は公開買付価格を尊重し取得価格とすべきで、逆に不公正と評価される場合に限り公正とされる価格を算定すべきとする学説がある[13]。これを関係式で表せば、

**「公正な取得価格」＝　公開買付価格**

となる。当然であるが、ここには先に示した「二基準間の選択的行使」の算定方法の定式とは異なり、「事後のナカリセバ価格」との選択権であるオプションが存在しない。そのため、企業買収をする側は確定された公開買付価格で企業買収を行えるという予測可能性が増すのに対して、少数株主に対しては価格自体に不満があっても裁判所の決定価格に「予測可能性」があるから価格決定の申立てをしても無駄であるという、強圧的な効果を惹起することになる。このように、ある日突然言い値で保有株式を（公正とされる）価格で強制的に買い取られることになる少数株主の受ける強圧性と企業買収する側の予測可能性とは、トレードオフの関係にある。

本論文で提案する「二基準間の選択的行使」の算定方法では、例え公開買付価格（全部取得価格と同額）が手続的な公正性により公正と判断されても、それはあくまで「シナジー分配価格」として採用するに留まり、他方の「ナカリセバ価格」による保護は依然として少数株主の権利として残存している。つまり、「ナカリセバ価格」こそがいわばセーフティーネットとして担保されることこそが、旧商法時代から続いてきた株式買取請求権制度（ここでは株式取得価格決定申立制度）の隠された機能の一つである。これにより、少数株主の強圧性の問題は抜本的に緩和できるのである。

### 第３款 提言

本論文は、両当事会社の経営判断あるいは企業買収等における手続重視の傾向には、部分的には肯定的ではある。しかし、これはあくまで公開買付価格（現金対価の場合）や組織再編比率（株式対価の場合）の公正性を判断する場合に限定される。手続の公正性から導出できるのは「公正な価格」や「公正な取得価格」そのものではなく、あくまで「シナジー分配価格」を算定するための組織再編比率または公開買付価格である。近時の最高裁決定（最一小決平成 28 年 7 月 1 日）にみられる手続的公正性の重視という株式買取請求権に期待されるチェック機能だけでは、とうてい少数株主保護という制度趣旨を実現することはできない。本論文は、旧商法から導入されている「ナカリセバ価格」によるスクリーニング機能を重視する。すなわち、本論文で提唱する「二基準間の選択的行使」、すなわち「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」の何れか大きい方を選択するこ

---

[13] 田中亘「補正に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格の決定事例――東宝不動産事件」ジュリスト 1489 号(2016)112 頁、飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能：会社法・金商法における株式市場価格の意義と機能の探求（日本私法学会シンポジウム資料）」商事法務 2076 号(2015)43 頁、加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔中〕―『公正な価格』の算定における裁判所の役割―」商事法務 1876 号(2009)4 頁、白井正和「MBO における全部取得条項付種類株式の取得価格の算定」ジュリスト 1455 号(2013)116-119 頁等参照。また同学説を採用した判例としては、東京高決平成 28 年 3 月 28 日金融・商事判例 1491 号 32 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件高裁決定〕がある。

とによって、チェック機能とスクリーニング機能の両機能が担保されるのであって、より少数株主保護という制度趣旨に添うようなバランスがとれた制度運用が可能となる。

企業買収する側の予測可能性を重視しすぎると少数株主にとっては強圧性の問題が生じ、少数株主保護という制度趣旨は棄損される。本論文で提案する「二基準間の選択的行使」の算定方法を採用することにより、そこに組み込まれたオプション（選択権）によって、少数株主の強圧性の問題は緩和されると期待できる。このオプション性こそが平成 17 年会社法改正で株式買取請求に導入されたシナジー分配の立法趣旨を運用面で担保するために不可欠であり、株式買取請求権の制度趣旨である少数株主保護の要諦となる。まさに株式買取請求権という権利の経済的な価値を徴表するのがこのオプションであって、近時の最高裁決定（最一小決平成 28 年 7 月 1 日）ではそれを無価値にするような価格決定となっているが、これは旧商法から継続してきた日本の商法学説の叡智である「ナカリセバ価格」を完全に無視した価格決定であり、到底受け入れられるものではない。

本論文の結論は、「二基準間の選択的行使」による算定方法を価格決定裁判において適用し、対価が株式か現金かによらず、また価格決定裁判の法形式によらず統一的に適用し、整合的な価格決定をすべきであるというものである。企業買収等を行う側の予測可能性と少数株主保護のバランスが、まさにこのオプションを内在させた「二基準間の選択的行使」による価格決定で可能となる。

### 第 3 節 検討課題

#### 第 1 款 MBO（経営者による自社の買収）に範囲を広げた統一的適用

本論文は、上場会社同士の組織再編行為や親子上場会社における完全子会社化にかかる事案を対象とするものであって。現金対価あるいは全部取得条項付種類株式の全部取得を使用した MBO（経営者による自社の買収）という利益相反性の高い事案にまで、本論文で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法をそのまま適用することには慎重である。これまでの学説や判例においては、価格決定という観点で特に MBO と完全子会社化のそれぞれの場合を切り分けて議論すべきという見解も見あたらない。全部取得条項付種類株式の全部取得は、株式の併合あるいは金銭を対価とする株式交換と経済実質はほぼ同じであり、単に法形成の相違だけによって反対株主に与えられる救済内容が異なるとすることは合理的でないという理由から、組織再編における反対株主の株式買取請求に係る株式の「公正な価格」についての判例の法解釈は、全部取得条項付種類株式の全部取得、株式の併合あるいは株式等売渡請求における株式の取得（買取、売買）価格決定にも同様に妥当すると解すべきという見解はこれを代表するものである[14]。

本論文で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法においても、少なくとも現金対価の企業買収というくくりで統一的に適用しても、価格算定といった技術的な点では問題とならないから、とりあえず価格算定は可能だろう。しかし、親会社による子会社買収である完全子会社化と経営者の自社買収である MBO では、いずれも全部取得条項付種類株式の全部取得という法形式が同

[14] 田中亘「第 8 章 総括に代えて──企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務──企業再編のすべて』(商事法務, 2014)217 頁参照。

じで、かつ現金対価の企業買収という経済的実態や効果が同一であるとしても、MBO については特に経営者と少数株主との間の利益相反という問題は依然として存在するから、少数株主保護という観点から両者を同一として取り扱うことが妥当か否かは、さらに理論的な検討が必要となろう。この点について、将来的には、支配株主等の行為義務・責任、対象会社取締役の行為義務・責任のルールを立法論・解釈論によって明確にするなどして、利益相反的な行為の問題に対応すべきとの提言がある[15]。何れにしても、MBO について本論文で提案する「二基準間の選択的行使」の算定方法を使用するためには、より理論的な根拠を提示する必要がある。

### 第 2 款 会社法学における統計的手法の利用とトレードオフの関係

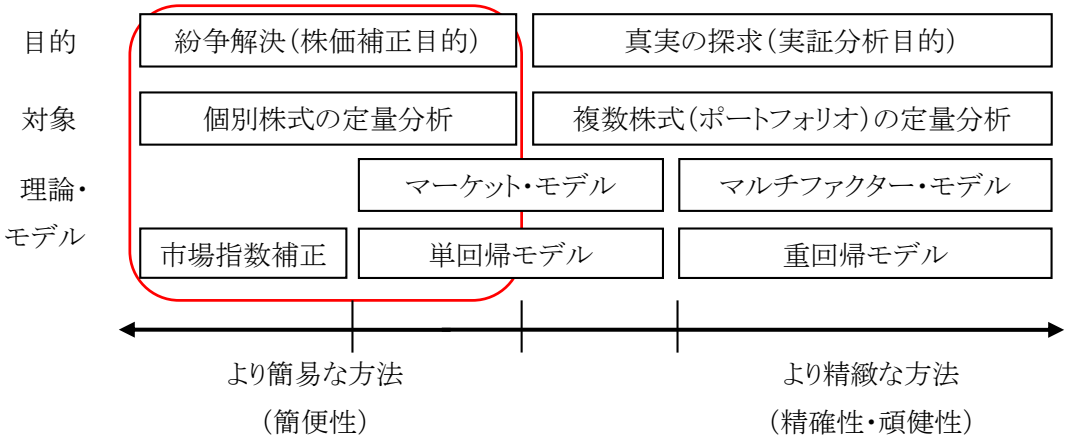
第 6 章第 3 節第 4 款では、「二基準間の選択的行使」による価格算定で、「ナカリセバ価格」算出のための回帰モデルの選択によっては「公正な取得価格」の算定値が変わり得る事例を提示している。本論文は、回帰モデルの選択において、予測可能性が高く訴訟経済にも資するような単純なマーケット・モデルを採用すべきと提案し、具体的には、TOPIX や JASDAQ INDEX の収益率のみを説明変数とする単純な単回帰のマーケット・モデルを標準とすべきと提案する。前節（第 2 節）の結論でも述べたように、「ナカリセバ価格」にはスクリーニング機能があることから、少数株主保護という観点からその算定方法は重要である。近時の価格決定裁判における価格決定においては「ナカリセバ価格」（補正株価）を算定するための複数タイプのマーケット・モデル（単回帰モデルあるいは重回帰モデル）が採用されており、裁判所においてもその価格決定事件に最適なものを探求し選択することが重要となる。

近時の価格決定裁判で採用されたようなマーケット・モデルはあくまで単一の当事会社の株式銘柄のみを対象としており、多数の複数事例（複数株式銘柄）を対象とする経済学やファイナンス理論の実証分析で使用されるマーケット・モデル（回帰モデル）とはその性質や目的が異なる。経済学やファイナンス理論で使用される実証分析では、ロバストネス（頑健性）が要求されるが、個別事件を対象とする単一事例の紛争解決を目的とする回帰分析による回帰モデルに、ロバストネス（頑健性）が存在しないことは学説からも指摘されている[16]。「公正な価格」を算定するために「回帰分析的手法」という統計的手法を使用することについては、その目的とそのための手段を整理する必要がある。株価補正はあくまで株式買取請求・価格決定または株式取得価格決定事件という紛争を解決するために行うための手段であり、経済学あるいはファイナンス等における実証研究のように真実の探求を主要な目的とはしないため、分析目的、分析対象および分析手法が異なったものとなる。さらには、求められる方向性も、実証分析がより大量のデータを用いたより精緻な方法（精確性）が求められるのに対して、紛争解決を目的とする場合は訴訟経済の要請から費用や時間が少なく、その上予見可能性を高めるような簡易な方策が求められる。

---

[15] 飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務, 2013）348 頁参照。
[16] 森田果「あえて言おう、カスであると！――会社訴訟・証券訴訟で利用されるマーケットモデルはどこまでロバストなのか？」江頭憲治郎先生古稀記念論文集（所収予定原稿, 2016）15 頁参照。

図表 6-3　統計的手法を使用した「回帰分析的手法」の位置づけ




本論文は、これらの点を念頭において、紛争解決のために可能な限り簡便な方法を提案するよう努めているが、一方で単純化のために例えば回帰モデルとデータとのあてはまりというような精確性を犠牲にしているのも事実である。簡便性と精確性はトレードオフの関係にあるからやむを得ないことではあるが、重要なのはどこで線引きをするかということである。この「線引き」を決める上で重要となるのは、簡便性に伴う補正誤差の増大とそれに対して大きな影響を与える予測期間（公表日から算定基準日までの補正期間）である。特に予測期間については、本論文が提案する回帰モデル選択の枠組み（第 2 章第 3 節第 2 款図表 2-2 参照）では明示的に考慮する仕組みにはなっていない。よって、今後の検討課題としては、補正誤差と予測期間の両方を考慮した理論的枠組みと評価のための実証分析が重要になると思われる。

### 第 3 款　「二基準間の選択的行使」における経済学的な裏付けの強化

本論文における「二基準間の選択的行使」による価格算定の提案は、これまでの判例と学説の解釈を基礎として組み立てられたものであり、経済学といった会社法における隣接諸科学を出発点としたものではない。例えば、「二基準間の選択的行使」による価格算定が経済学な観点からなぜ優れているのかという問いが予想されるが、本論文はそれに対する回答を用意していない。しかし、「二基準間の選択的行使」による価格算定方法と類似の算定方法が経済学的な均衡にあることが報告されており[17]、そこでは、Amihud 等（2004）[18]のモデルを引用して、公開買付価格と公開買付前の株価のうち大きい方の値で全部取得（フリーズ・アウト）を実行しなければならないというルールにすれば、フリーライドと強圧性の問題も解消できるから効率的買収は成功し非効率的買収は失敗する、という効率性からは理想的な状況が均衡になることが示されている[19]。また、この報告では、Amihud 等のモデルは、二段階買付の場合において公開買付価格と同額を株式買取請求権の買

[17] 飯田・前掲注 15）306 頁注（53）参照。
[18] Yakov Amihud, Marcel Kahan and Rangarajan K. Sundaram, The Foundations of Freezeout Laws in Takeovers, The Journal of Finance Vol. 59, No. 3 (Jun., 2004), pp. 1325-1344.
[19] 飯田・前掲注 15）306 頁注（53）参照。

取価格とすべきという解釈論の理論的根拠を提供するものであるとする[20]。しかし、この Amihud 等のモデルは、本論文でいうところの「事前のナカリセバ価格」と「事前のシナジー分配価格」（公開買付価格）のうち何れか大きい方を採用するという「二基準間の選択的行使」による価格算定に他ならない。すなわち、同モデルは、

$$\text{「公正な取得価格」}=\max\left(\text{「事前のナカリセバ価格」},\text{「事前のシナジー分配価格」}\right)$$

$$=\max\left(\text{「事前のナカリセバ価格」},\text{公開買付価格}\right)$$

のように表せるが、この算式で表せる算定方法が経済学的に意味のある均衡の状態であるとする。これに対して本論文で提案する「二基準間の選択的行使」による算定方法は、「ナカリセバ価格」と「シナジー分配価格」とも「事後」である。つまり、本論文で提示した定式では算定基準日におけるペイオフで、

$$\text{「公正な取得価格」}=\max\left(\text{「事後のナカリセバ価格」},\text{「事後のシナジー分配価格」}\right)$$

と表せる。これは、「事前」の両価格で比較する Amihud 等のモデルとは異なるものである。本論文で提案する「事後」の定式にも何らかの経済学的に意味のある均衡状態あるいは最適な状態にある可能性は高いと思われるが、その点については今後の検討課題となる。

### 第 4 款 隣接諸科学と定量的分析という方法論

会社法学の研究において、隣接諸科学あるいは「法と経済学」や「法の経済分析」と呼ばれる学問分野や方法論といった手法を使用する場合に、統計的手法による計量経済モデル（回帰モデル）や数理モデルなどが使用される。本論文においても、経済学やファイナンス理論といった会社法の隣接諸科学の知見を活用してはいるが、あくまで会社法学における学説や判例の解釈を基礎として、紛争解決に必要となる判例研究または事例研究を出発点とした帰納的な方法論であり、必要に応じて隣接諸科学を活用するように心がけている。このような隣接諸科学の専門的な知見の活用に対しては、下級審裁判所あるいは裁判官からも関心を持たれ[21]、近時の価格決定裁判における下級審決定（例えば、ジュピターテレコム事件地裁決定や東宝不動産事件地裁決定など。）においても

---

[20] 飯田・前掲注 15）306 頁注（53）参照。

[21] 福井章代「会社法施行後の東京地方裁判所における商事事件の審理の実情と課題」民事訴訟雑誌 58 号（2012）65-66 頁は、「最近の商事訴訟事件においては、ファイナンス理論の発展や企業の資金調達方法の多様化、企業間取引の複雑化・国際化等の影響を受けて、コーポレートファイナンス、M＆A、金融取引等についての専門知識やビジネスの実情に対する認識等が必要になる事案が増加している。この種の事件においては、裁判所が専門知識等を効率的に獲得し、当事者双方と共通の土台に立った上で、迅速な判断をすることが求められている。」と指摘する。

価格決定に回帰分析（回帰モデル）の手法を採用するなど、裁判所はより専門的な知見に踏み込んでいる。

法律学の発展のために、経済学などの隣接諸科学の成果を利用することは望ましく、特に金融経済学等の経済学的思考は有用性であると強調した上で[22]、会社法の行き詰まりを打破するために隣接諸科学を利用するのであるから、時代情勢に応じて利用し、情勢が変われば利用しないというように、あくまでも法律学の起点を忘れず柔軟かつ積極的に利用する方がよいのではないかと戒める見解もある[23]。この見解が示すように、あくまで法律学を起点とすることになるから、本論文でも同様であるが基本的な方法論は帰納的にならざるを得ないだろう。

本論文では、価格決定という会社法学でも技術的な論点を対象としてはいるが、最初から隣接諸科学の手法を使用するのではなく、本論文で提案する算定手法を個別具体的な価格決定事件にあてはめた事例研究に依っている。しかし、一方で、これは単に裁判所の価格決定と比較し、裁判における実務的な観点で使用に耐えうるものかどうかを帰納的に検証したに過ぎないという他分野からの批判を受ける可能性はある。実際、前款（第 3 款）でふれた Amihud 等による経済学モデルの例にもあるように、例えばゲーム理論にある均衡の概念などを使用して本論文における「二基準間の選択的行使」が何らかの均衡状態あるいは最適な状態にあることを理論的に証明するような演繹的な方法論が、学術研究としては求められよう。つまり、法と経済学という方法論を今後とも活用するのであれば、より科学的かつ演繹的な手法を採用する余地がないかを検討する必要がある。

### 第 5 款 おわりに

本論文のような定量的分析の結果から法的な評価が直ちに導かれるわけではないが、本論文は少なくとも裁判所が法的判断をするための参考資料として活用できる。本論文は、価格決定事件における多くの場面で定量的分析を採用するのは、条文や判例の解釈といった定性的分析が中心の法学研究に異を唱えるものではなく、「法的な判断の対象となっている現象を認識するツール」[24]として、定性的分析に有益な資料を提供することを意図している。本論文では研究対象が「価格決定」という特殊性もあり、分析の手法がやや定量的分析に偏重した嫌いはあるが、不十分な点については、学界や法曹実務界からのご批判とご指導を承りたい。

以　上

---

[22] 吉田直『競争的コーポレート・ガバナンスと会社法』(中央経済社, 2001)116 頁参照。
[23] 吉田・前掲注 22)116-117 頁注(2)参照。
[24] 松中学「裁判過程における実証分析の利用：藤田報告に対するコメント」ソフトロー研究 20 号(2012)24 頁。

# 文献リスト

１．単行本（著者名５０音順）

相澤哲編著『一問一答　新・会社法』（商事法務，2005）
相澤哲ほか編著『論点解説　新・会社法』（商事法務，2006）
浅野晢＝中村二朗『計量経済学・第２版』（有斐閣，2009）
飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務，2013）
池谷誠『論点詳解係争事案における株式価値評価』（中央経済社，2016）。
井上光太郎＝加藤英明『Ｍ＆Ａと株価』（東洋経済新報社，2006）
上柳克郎『会社法・手形法論集』（有斐閣，1980）
大隅健一郎＝今井宏『会社法論　上巻　第３版』（有斐閣，1991）
江頭憲治郎『結合企業法の立法と解釈』（有斐閣，2001）
江頭憲治郎『株式会社法・第３版』（有斐閣，2009）
江頭憲治郎『株式会社法・第４版』（有斐閣，2011）
江頭憲治郎『株式会社法・第６版』（有斐閣，2014）
岡田克彦『伝統的ファイナンスから行動ファイナンスへ―ファイナンス研究の新しいフロンティア』（関西学院大学出版会，2010）
神田秀樹『会社法・第18版』（弘文堂，2018）
John Y. Campbell＝Andrew W. Lo＝A. Craig Mackinlay著（祝迫得夫ほか訳）『ファイナンスのための計量分析』（共立出版，2003）
W.H.Greene著（斯波恒正ほか訳）『計量経済分析Ｉ改訂新版』（エコノミスト社，2003）
George M.Constantinides ＝Milton Harris＝Ren M.Stulz編、加藤英明監訳『金融経済学ハンドブック (2)金融市場と資産価格』（丸善，2006）
ジョン・ハル著三菱ＵＦＪ証券市場商品本部訳『フィナンシャルエンジニアリング―デリバティブ取引とリスク管理の総体系・第７版』（金融財政事情研究会，2009）
白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』（商事法務，2013）
白井正和＝仁科秀隆＝岡俊子『Ｍ＆Ａにおける第三者委員会の理論と実務』（商事法務，2015）
関俊彦『株式評価論』（商事法務研究会，1983）
日本証券アナリスト協会編（新井富雄＝大場昭義監修）『証券分析・投資運用　用語辞典』（ときわ総合サービス，2012）
ハウェル・ジャクソンほか著、神田秀樹＝草野耕一訳『数理法務概論 -- Analytical Methods for Lawyers』（有斐閣，2014）
浜田道代＝稲葉威雄＝久保利英明編集『会社訴訟―訴訟・非訟・仮処分（専門訴訟講座）』（民事法研究会，2013）
原秀六『合併シナジー分配の法理』（中央経済社，2000）
水野信次＝西本強『ゴーイング・プライベート（非公開化）のすべて』（商事法務，2010）

三井秀範編ほか『課徴金制度と民事賠償責任――条解証券取引法』（金融財政事情研究会，2005）
森田果『実証分析入門データから「因果関係」を読み解く作法』（日本評論社，2014）
弥永真生『リーガルマインド会社法・第 13 版』（有斐閣，2012）
弥永真生『リーガルマインド会社法・第 14 版』（有斐閣，2015）
湯原心一『証券市場における情報開示の理論』（弘文堂，2016）
吉田直『競争的コーポレート・ガバナンスと会社法』（中央経済社，2001）
ラリー・ハリス著、濱田隆道＝小野里光博＝山岡博士訳『市場と取引―実務家のためのマーケット・マイクロストラクチャー〈上〉』（東洋経済新報社，2006）
ランダール・Ｓ・ビリングスレイ著、望月衛訳『アービトラージ入門裁定理論からマーケットが見える』（日経 BP 社，2007）
リチャード・Ａ・ブリーリー＝スチュワート・Ｃ・マイヤーズ＝フランクリン・アレン著『コーポレート・ファイナンス第 10 版上』（日経 BP 社，2014）
若杉敬明『企業財務』（東京大学出版会，1988）

２．論文・所収論文（執筆者５０音順）

阿南剛「コージツ事件東京高裁決定の検討」商事法務 1998 号（2013）
阿南剛「スクイーズアウト型の組織再編における対価の適正性」神田秀樹＝武井一浩編『実務に効くＭ＆Ａ・組織再編判例精選（ジュリスト増刊）』所収（有斐閣，2013）
荒達也「相互に資本関係のない当事者間で組織再編を行う場合の取締役の義務」岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選・第３版（別冊ジュリスト２２９号）』所収（有斐閣，2016）
飯田秀総「公開買付規制の改革――欧州型の義務的公開買付制度の退出権の考え方を導入すべきか――」商事法務 1933 号（2011）
飯田秀総「ＭＢＯを行う取締役の義務と第三者に対する責任」ジュリスト 1437 号（2012）
飯田秀総「第９章　買収手法の強圧性ととりうる法の対処策」田中亘編飯田秀総ほか著『数字でわかる会社法』所収（有斐閣，2013）
飯田秀総「最高裁判所民事判例研究（民集 65 巻 3 号）」法律協会雑誌 130 巻 12 号（2013）
飯田秀総「株式買取請求・取得価格決定事件における株式市場価格の機能：会社法・金商法における株式市場価格の意義と機能の探求（日本私法学会シンポジウム資料）」商事法務 2076 号（2015）
飯田秀総「企業再編・企業買収における株式買取請求・取得価格決定の申立て――株式の評価」法学教室 384 号（2012）
池谷誠「経済分析を用いた因果関係と損害の立証」第一東京弁護士会編著『事例研究証券訴訟　不実開示の法的責任』所収（清文社，2011）
池谷誠「テクモ株式買取請求事件における経済分析上の論点」ビジネス法務 2011 年 4 月号（2011）

池谷誠「わが国訴訟における回帰分析の利用と課題――近時の事案を振り返って――」
商事法務 2110 号（2016）
石田英遠「米国独禁法における損害賠償額の認定方法」ジュリスト 983 号（1991）
石塚明人（拙稿）「インテリジェンス株式買取価格決定申立事件における計量経済モデルの利用」ソフトロー研究 19 号（2012）
石塚明人（拙稿）「株式買取価格決定申立事件における『ナカリセバ価格』算出のための株価補正の注意点」青山社会科学紀要 41 巻 1 号（2012）
石塚明人（拙稿）「上場会社組織再編における企業価値または株主価値毀損有無の評価のための統計的手法の利用」青山ローフォーラム 1 巻 2 号（2012）
石塚明人（拙稿）「楽天対ＴＢＳ株式買取価格決定申立事件における株価補正のための『回帰分析的手法』の検討」ソフトロー研究 20 号（2012）
石塚明人（拙稿）「テクモ株式買取価格決定申立事件における企業価値または株主価値毀損有無の判定のための定量的分析」ソフトロー研究 21 号（2013）
石塚明人（拙稿）「二段階買収（公開買付け後の株式交換）に関連した株式買取価格決定事件における『公正な価格』の評価」青山ローフォーラム 2 巻 2 号（2013）
石塚明人（拙稿）「パナソニック組織再編における株式買取請求事件に関連した定量的分析の検討」青山社会科学紀要 41 巻 2 号（2013）
石塚明人（拙稿）「株式買取価格決定において市場株価（終値と VWAP）を参照した『公正な価格』を算出するための数字による分析」ソフトロー研究 23 号（2014）
石塚明人（拙稿）「企業法裁判における紛争解決のための市場株価（終値と VWAP）の利用」青山ローフォーラム 3 巻 1 号（2014）
石塚明人（拙稿）「株式買取価格決定における市場株価を参照した『シナジー分配価格』を無裁定価格で補正するための数理分析」ソフトロー研究 24 号（2014）
石塚明人（拙稿）「全部取得条項付種類株式の取得に係る価格決定裁判における『客観的価値』算出のための市場株価（終値と VWAP）の利用」青山社会科学紀要 43 巻 1 号（2014）
石塚明人（拙稿）「テクモ株式買取価格決定申立事件における回帰モデル利用上の留意点」青山ローフォーラム 3 巻 2 号（2014）
石塚明人（拙稿）「日興とシティグループの三角株式交換おける変動幅限定付変動制交換比率方式等の数値による分析」青山社会科学紀要 42 巻 2 号（2014）
石塚明人（拙稿）「外国株式を対価とする株式交換における株式買取価格決定裁判で市場株価または補正株価を利用するための数理分析」青山社会科学紀要 43 巻 2 号（2015）
石塚明人（拙稿）「市場株価を用いた企業価値または株主価値毀損有無の判定のための数値分析―テクモ株式買取価格決定申立事件を題材に―」青山ビジネスロー・レビュー 4 巻 2 号（2015）

石塚明人（拙稿）「『シナジー分配価格』が採用された株式買取価格決定事件における補正株価と『公正な価格』の算定」青山ローフォーラム 4 巻 1 号（2015）

石塚明人（拙稿）「ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件における補正株価算定のための『回帰分析的手法』の利用」青山社会科学紀要 44 巻 1 号（2015）

石塚明人（拙稿）「存続株式会社等への株式買取請求における補正株価と『公正な価格』―ノジマ株式買取価格決定申立事件を題材に―」青山ビジネスロー・レビュー 5 巻 1 号（2015）

石塚明人（拙稿）「『ナカリセバ価格』および『シナジー分配価格』を算出するための補正株価と二基準間の選択的行使による『公正な価格』の算出」ソフトロー研究 25 号（2015）

石塚明人（拙稿）「完全子会社化における消滅株式会社等への株式買取請求における補正株価と『公正な価格』――ダイワボウ情報システム株式買取価格決定申立事件を題材に――」青山ローフォーラム 4 巻 2 号（2016）

石塚明人（拙稿）「公表日前に市場株価が急騰した合併に対する株式買取価格決定申請事件における市場株価または補正株価の利用」ソフトロー研究 26 号（2016）

石塚明人（拙稿）「国土総合建設株式買取価格決定申立事件における補正株価と二基準間の選択的行使による『公正な価格』の決定」青山社会科学紀要 45 巻 1 号（2016）

石塚明人（拙稿）「東宝不動産株式取得価格決定申立事件における補正株価算定のための『回帰分析的手法』と『公正な取得価格』の探求」青山社会科学紀要 44 巻 2 号（2016）

石塚明人（拙稿）「松尾橋梁株式買取価格決定申立事件における補正株価算定と二基準間の選択的行使による『公正な価格』の探求」青山社会科学紀要 45 巻 2 号（2017）（掲載予定）

石丸将利「判解：楽天対ＴＢＳ事件」『最高裁判所判例解説民事篇〈平成 23 年度上〉』（法曹会，2014）

石綿学「テクモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討〔上〕－株式買取請求権制度における『公正な価格』の判断枠組み－」商事法務 1967 号（2012）

石綿学「テクモ株式買取価格決定事件最高裁決定の検討〔下〕－株式買取請求権制度における『公正な価格』の判断枠組み－」商事法務 1968 号（2012）

泉徳治＝草野耕一＝Ｊ．マーク・ラムザイヤー＝中里実「座談会／裁判における学説の意味」法律時報 86 巻 4 号（2014）

泉田栄一「組織再編等と株式買取請求権（Ⅰ）」法律論叢 86 巻 6 号（2014）

泉田栄一「組織再編等と株式買取請求権（Ⅱ）」法律論叢 87 巻 1 号（2014）

泉田栄一「組織再編等と株式買取請求権（Ⅲ）」法律論叢 87 巻 2・3 合併号（2014）

伊藤邦雄「会社テークオーバーによる企業価値創造効果の日米比較」一橋論叢 101 巻 5 号（1989）

伊藤達哉「公開買付価格が公正な価格と認められるための必要十分条件の検討」商事法務 1906 号（2010）

井上光太郎「第６章　合併比率で一儲け？」加藤英明著『天気と株価の不思議な関係―行動ファイナンスで市場を読み解く』所収（東洋経済新報社，2004）

井上光太郎「ＴＯＢ（公開買付け）と少数株主利益」商事法務 1874 号（2009）

岩原紳作「証券市場の効率性とその法的意義」貝塚啓明編『金融資本市場の変貌と国家』所収（東洋経済新報社，1999）

上野元＝星明男「第８章　Ｍ＆Ａ取引契約におけるリスク分配手法の諸相―メイタグ社の買収事案を素材として」岩倉正和＝太田洋著『Ｍ＆Ａ法務の最先端』所収（商事法務，2010）

梅津昭彦「『市場に対する詐欺理論』における効率的市場要件」商事法務 1780 号（2006）

江頭憲治郎「『会社法制の現代化に関する要綱案』の解説〔Ⅴ〕」商事法務 1725 号（2005）

江頭憲治郎「譲渡制限株式の評価」江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選（別冊ジュリスト１８０号)』所収（有斐閣，2006）

江頭憲治郎「上場会社における株式買取請求の『公正な価格』」金融・商事判例 1353 号（2010） 2 頁

江頭憲治郎「支配権プレミアムとマイノリティ・ディスカウント」吉原和志＝山本哲生編『関俊彦先生古稀記念――変革期の企業法』所収（商事法務，2011）

江頭憲治郎「譲渡制限株式の評価」江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選・第２版（別冊ジュリスト２０５号)』所収（有斐閣，2011）

江頭憲治郎「裁判における株価の算定―日米比較をまじえて―」司法研修所論集 122 号（2012）

大井悠紀＝石川智也「18　株式対価型組織再編における株式買取請求権」神田秀樹＝武井一浩編『実務に効くＭ＆Ａ・組織再編判例精選（ジュリスト増刊)』所収（有斐閣，2013）

太田洋「日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討」商事法務 1869 号（2009）

太田洋「テクモ株式買取価格決定申立事件東京地裁決定の検討（下)」商事法務 1908 号（2010）

太田洋ほか「自社株対価ＴＯＢを利用した日本企業による海外企業のＭ＆Ａ」西村高等法務研究所編『自社株対価 TOB による国際企業買収―クロスボーダーＭ＆Ａの新たな手法について』所収（商事法務，2012）

岡田昌浩「少数株主締め出しと株式取得の対価の公正性の確保」川浜昇ほか編『森本滋先生還暦記念――企業法の課題と展望』所収（商事法務，2009）

岡田昌也「反対株主による株式買取請求における公正な価格（日興コーディアル株式買取価格決定申立事件」法学研究 84 巻 3 号（2011）

加藤貴仁「レックス・ホールディングス事件最高裁決定の検討〔中〕―『公正な価格』の算定における裁判所の役割―」商事法務 1876 号（2009）

河村尚志「二段階買収型の株式交換における反対株主の株式買取価格の算定例――三洋電機株式買取価格決定申立事件」私法判例リマークス 47 号（2013）
川村力「合併の対価と企業組織の形態（１）」法律協会雑誌 126 号 4 巻（2009）
神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整（１）」法律協会雑誌 98 巻 6 号（1981）
神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準――アメリカ法」江頭憲治郎編『八十年代商事法の諸相――鴻常夫先生還暦記念』所収（有斐閣，1985）
神田秀樹「株式買取請求権制度の構造」商事法務 1879 号(2009)
神田秀樹「会社法と裁判所による法形成」金融・商事判例 1331 号（2010）
神田秀樹「上場株式の株価の下落と株主の損害」法曹時報 62 巻 3 号（2011）
神田秀樹「会社法における株式の公正な価格の決定」岩原紳作＝山下友信＝神田秀樹編『会社・金融・法〔下巻〕』所収（商事法務，2013）
神田秀樹「金融・経済取引における損害賠償法理等のあり方」司法研修所論集 123 号（2013）
神田秀樹「二段階 MBO における株式の取得価格の決定」法曹時報 68 巻 4 号（2016）
木俣由美「反対株主の株式買取請求権」ジュリスト増刊新・法律学の争点シリーズ５（2009）
木俣由美「株式交換完全子会社の株主による株式買取請求に係る『公正な価格』――インテリジェンス株式買取価格決定申立事件」私法判例リマークス 43 号（2011）
木俣由美「株式買取請求権の現代的意義と少数株主の保護（１）」法学論叢 141 巻 4 号（1997）
神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討〔Ⅰ〕」商事法務 1866 号（2009）
神戸大学企業立法研究会「信頼理論モデルによる株主主権パラダイムの再検討〔Ⅳ〕」商事法務 1869 号（2009）
小林孝雄「市場の効率性：ファーマから 35 年」証券アナリストジャーナル 2006 年 10 月号
斎藤尚雄「不実開示に関する民事責任の拡充・課徴金制度の導入を通じた市場規律の回復と関係当事者への影響〔中〕」商事法務 1718 号（2004）
酒井太郎「デラウェア・ブロック・メソッドの凋落と株式買取請求権の変容――米国の株式評価理論と買取請求権――」一橋論叢 112 巻 1 号（1994）
酒井太郎「企業法学における統計学的分析手法――イベント・スタディ――」一橋論叢 133 巻 4 号（2005）
榊素寛＝飯田秀総「第２章　会社関係者間の利害を調整するルールとは～会社法～」柳川隆＝高橋裕＝大内伸哉編『エコノリーガル・スタディーズのすすめ――社会を見通す法学と経済学の複眼思考』所収（有斐閣，2014）
宍戸善一「合併公表後に株式を取得した者も株式買取を請求できるか――株価が上昇した場合の買取価格」ジュリスト 938 号（1989）
宍戸善一「紛争解決局面における非公開株式の評価」岩原紳作編『竹内昭夫先生還暦・記念論文集現代企業法の展開』所収（有斐閣，1990）
白井正和「ＭＢＯにおける全部取得条項付種類株式の取得価格の算定」ジュリスト 1455 号（2013）

白井正和「第８章　友好的買収・組織再編と株式買取請求権」田中亘編著『数字でわかる会社法』所収（有斐閣，2013）

新商事判例便覧 2919「吸収合併消滅会社の株主による株式買取価格決定の申立てに対し、合併がなかったならば有していた価格と、合併による企業価値の増加を適切に反映した価格の、いずれか高いほうを『公正な価格』とすべきと判断された事例」商事法務 1902 号（2010）

高橋均「株式移転比率の合意と取締役の善管注意義務」ジュリスト 1450 号（2013）

田中秀明「上場会社の合併に関する実態調査の概要〔上〕」商事法務 1111 号（1987）

田中亘「組織再編と対価柔軟化」法学教室 304 号（2006）

田中亘「ＭＢＯにおける『公正な価格』」金融・商事判例 1282 号（2008）

田中亘「株式の買取・取得価格決定の意義と課題」MARR 178 号（2009）

田中亘「『公正な価格』とは何か」法学教室 350 号（2009）

田中亘「経営判断と取締役の責任――アパマンショップＨＤ株主代表訴訟事件」ジュリスト 1442 号（2012）

田中亘「強圧性防止のための公開買付規制の改正を」ビジネス法務 2013.4 号（2013）

田中亘「事例⑳『公正な価格』とは何か」伊藤靖史ほか『事例で考える会社法』所収（有斐閣，2011）

田中亘「数字で『わかる』とはどういうことか」田中亘編著『数字でわかる会社法』所収（有斐閣，2013）

田中亘「事例⑳『公正な価格』とは何か」伊藤靖史ほか『事例で考える会社法・第２版』所収（有斐閣，2015）

田中亘「第８章　総括に代えて――企業再編に関する若干の法律問題の検討」土岐敦司＝辺見紀男編『企業再編の理論と実務――企業再編のすべて』所収（商事法務，2014）

田中亘「第９章　企業の買収・結合・再編」伊藤靖史＝大杉謙一＝田中亘＝松井秀征著『会社法・第３版』所収（有斐閣，2015）

田中亘「補正に基づく全部取得条項付種類株式の取得価格の決定事例――東宝不動産事件」ジュリスト 1489 号（2016）

谷川達也＝水島敦「シティグループと日興コーディアルグループによる三角株式交換等の概要［下］」商事法務 1833 号（2008）

田畑俊治「平成 22 年（ラ許）第 281 号各株式買取価格決定に対する抗告許可申立事件抗告許可申立理由書」（2010）

十市崇＝副田達也「Ｍ＆Ａと組織再編（10）反対株主による株式買取請求権（下）」商事法務 1903 号（2010）

鳥山恭一「株式の買取請求と強制取得における『公正な価格』」山本爲三郎編『企業法の法理』（慶応義塾大学出版会，2012）

鳥山恭一「少数株主の締め出しと価格決定申立て　松尾橋梁株式会社事件」法学セミナー 699 号（2013）

鳥山恭一「補正によるキャッシュ・アウトの公正な価格　東宝不動産株式会社事件〈最新判例演習室／商法〉」法学セミナー 735 号（2016）

鳥山恭一「二段階の企業再編における株式の公正な価格　株式会社ジュピターテレコム事件〈最新判例演習室／商法〉」法学セミナー 741 号（2016）

永江亘「先行する公開買付けの買付価格を下回る株式交換完全子会社株式の『公正な価格』――三洋電機事件 ――」金融・商事判例 1420（2013）

中里実「税制改革の背景」税大論叢 40 周年記念論文集（平成 20 年 6 月 20 日）

中野貞一郎「科学裁判と鑑定」日本学士院紀要 63 巻 3 号（2009）

長畑周史「(判例研究) 株式買取請求における『公正な価格』」法学研究 84 巻 4 号（2011）

中東正文「公開買付け後の株式交換における公正な価格」ジュリスト 1398 号（2010）

中東正文「キャッシュ・アウト法制」金融商品取引法研究会研究記録第 38 号（2012 年 10 月）

野田耕志「株式買取請求権の利用局面の再検討――アメリカ法における最近の理論状況について――」法学 64 巻 4 号（2000）

原弘明「二段階株式交換の株式買取請求における『公正な価格』」商事法務 1981 号（2012）

福井章代「会社法施行後の東京地方裁判所における商事事件の審理の実情と課題」民事訴訟雑誌 58 号（2012）

藤田友敬「株式会社の企業金融（２）Law and Economics 会社法（第７回)」法学教室 265 号(2002)

藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念・企業法の理論（上)』所収（商事法務，2007）

藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度の改正」証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』所収（日本証券経済研究所，2007）

藤田友敬「裁判過程における実証分析の利用：株式買取請求事件を素材に」ソフトロー研究 20 号（2012）

藤田友敬「公開買付前置型キャッシュアウトにおける公正な対価 ――最決平 28･7･1 と公開買付後の市場動向を勘案した『補正』の可否」資料版商事法務 388 号（2016）

本城昇「回帰分析による独占禁止法違反行為損害賠償請求訴訟における損害額の算定（下)」公正取引 491 号（1991）

正井章作「著しく不公正な合併等における株主の救済方法」浜田道代＝岩原紳作編『会社法の争点』(有斐閣，2009)

松井秀征「楽天対ＴＢＳ株式買取価格決定事件の検討」商事法務 1902 号（2010）

松尾弘之＝山本健「日本のM＆A―イベント・スタディによる実証研究―」経済経営研究 26 巻 6 号（2006）

松田了「大阪地裁商事事件における現況と課題」判例タイムズ 1381 号（2012）

松中学「裁判過程における実証分析の利用：藤田報告に対するコメント」ソフトロー研究 20 号（2012）

松中学「株式の評価と手続」神作裕之ほか編『会社裁判にかかる理論の到達点』所収（商事法務，2014）

村田敏一「株式会社の合併比率の著しい不公正について」立命館法学 321・ 322 号（2008）

森田果「会社訴訟における統計的手法の利用――テクモ株式買取請求事件を題材に――」商事法務 1910 号（2010）

森田果「放射能汚染による損害賠償におけるヘドニック・アプローチ（上）／（下）」ＮＢＬ 965 号（2011）・ 966 号（2011）

森田果「あえて言おう、カスであると！――会社訴訟・証券訴訟で利用されるマーケットモデルはどこまでロバストなのか？」江頭憲治郎先生古稀記念論文集（掲載予定）（2016）

森田果「証券発行市場での虚偽記載に基づく損害賠償請求訴訟における統計的手法の利用とその限界」東北ローレビュー 3 号（2016）

弥永真生「合併発表後に取得した株式の買取価格」江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選（別冊ジュリスト 180 号)』所収（有斐閣，2006）

弥永真生「著しく不当な合併条件と差止め・損害賠償請求」黒沼悦郎＝藤田友敬編『江頭憲治郎先生還暦記念　企業法の理論（上)』所収（商事法務，2007）

弥永真生「反対株主の株式買取請求権をめぐる若干の問題」商事法務 1867 号（2009）

弥永真生「反対株主による株式買取請求と買取価格決定」ジュリスト 1399 号（2010）

弥永真生「上場株式の買取価格」江頭憲治郎＝岩原紳作＝神作裕之＝藤田友敬編『会社法判例百選・第２版（別冊ジュリスト２０５号)』所収（有斐閣，2011）

弥永真生「反対株主の株式買取請求と全部取得条項付種類株式の取得価格決定〔上〕」商事法務 1921 号（2011）

弥永真生「企業価値が増加する場合の株式買取価格の決定〔上〕」商事法務 1967 号（2012）

弥永真生「不公正な株式移転比率の決定と会社法４２９条」ジュリスト 1437 号（2012）

弥永真生「株式移転における株式買取価格決定」ジュリスト 1465 号（2014）

柳明昌「株式買取請求権制度における『公正な価格』の意義――シナジー分配の問題を中心として――」青柳幸一編『融合する法律学（上)』所収（信山社，2006）

藪口康夫「独禁法違反損害賠償請求訴訟における損害額の算定と証明」岩手大学人文社会科学部紀要 69 号（2001）

山下友信「第４款　全部取得条項付種類株式の取得」山下友信編『会社法コンメンタール第４巻　株式（２)』所収（商事法務，2009）

湯原心一「証券市場の効率性の分類とその会社法・証券法事案への応用（２)」早稲田大学法研論集 145 号（2013）

湯原心一「証券市場の効率性の分類とその会社法・証券法事案への応用（３・完)」早稲田大学法研論集 146 号（2013）

湯原心一「〔商事判例研究〕株式移転完全子会社の反対株主がした株式買取請求における「公正な価格」 :最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件許可抗告審決定〕」早稲田法學 90 号（2015）

湯原心一「組織再編法制の分析」早稲田大学高等研究所紀要 8 号（2015）

吉村一男「ＭＢＯと少数株主利益――ＭＢＯにおける少数株主は十分に補償されているか」企業会計 62 巻 10 号（2010）
吉村一男「反対株主の株式買取請求権と上場株式の『公正な価格』（下）」ビジネス法務 2013.12 号（2013）
若林茂雄ほか「新商事判例便覧 No.620 2946 株式交換完全子会社の株主による株式買取請求における『公正な価格』の判断について、回帰分析の手法が用いられた事例」商事法務 1921 号（2011）
（担当者不明）「上場株式の買取価格（１）――日興コーディアルグループ事件」山下友信＝神田秀樹編『商法判例集・第６版』所収（有斐閣，2014）

３．判決・決定（年月日順）

（平成１９年以前）

○東京地決昭和 46 年 4 月 19 日下民集 22 巻 3・ 4 号 446 頁〔北日本製紙株式買取価格決定申請事件地裁決定〕
○横浜地決昭和 47 年 1 月 21 日判例時報 666 号 91 頁〔和泉製菓株式買取価額決定申請事件地裁決定〕
○東京高決昭和 47 年 4 月 15 日判例タイムズ 279 号 338 頁〔北日本製紙株式買取価格決定申請事件高裁決定〕
○最一小決昭和 48 年 3 月 1 日民集 27 巻 2 号 161 頁〔前田製菓株式買取価格決定申請事件最高裁決定〕
○最二小判昭和 50 年 10 月 24 日民集 29 巻 9 号 1417 頁〔ルンバール・ショック事件最高裁判決〕
○東京地決昭和 58 年 2 月 10 日判例時報 1068 号 110 頁〔科研製薬株式買取価格決定申請事件地裁決定〕
○東京地決昭和 58 年 10 月 11 日下民集 34 巻 9-12 号 968 頁〔北辰電機株式買取価格決定申請事件地裁決定〕
○東京高決昭和 58 年 12 月 14 日判例タイムズ 525 号 285 頁〔北辰電機株式買取価格決定申請抗告事件高裁決定〕
○東京地決昭和 60 年 11 月 21 日判例時報 1174 号 144 頁〔住友軽金属株式買取価格決定申請事件地裁決定〕
○大阪高決平成元年 3 月 28 日金融・商事判例 825 号 18 頁〔株式売買価格決定に対する即時抗告事件地裁決定〕
○東京地判平成元年 8 月 24 日判例時報 1331 号 136 頁、判例タイムズ 717 号 201 頁、金融・商事判例 832 号 21 頁、資料版商事法務 66 号 95 頁〔三井物産の合併無効確認請求事件判決〕
○東京高判平成 2 年 1 月 31 日資料版商事法務 77 号 193 頁〔三井物産の合併無効確認請求事件控訴審判決〕
○東京高決平成 2 年 6 月 15 日金融・商事判例 853 号 30 頁
○千葉地決平成 3 年 9 月 26 日判例時報 1412 号 140 頁

○札幌地決平成 16 年 4 月 12 日判例タイムズ 1216 号 274 頁〔株式売買価格決定申立事地裁決定件〕
○札幌高決平成 17 年 4 月 26 日判例タイムズ 1216 号 272 頁〔株式価格決定に対する抗告事件高裁決定〕
○東京地決平成 18 年 1 月 17 日商事法務 1756 号 56 頁〔 TRN コーポレーション事件地裁決定〕
○札幌地決平成 18 年 12 月 13 日金融・商事判例 1259 号 14 頁〔第１次オープンループ事件地裁決定〕
○東京地決平成 19 年 12 月 19 日金融・商事判例 1283 号 22 頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件地裁決定〕
(平成２０年)
○東京地決平成 20 年 1 月 22 日金融・商事判例 1295 号 55 頁〔日本テレネット対デジタルアドベンチャー売買価格決定事件地裁決定〕
○東京地決平成 20 年 3 月 14 日金融・商事判例 1289 号８頁〔カネボウ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕
○東京高決平成 20 年 4 月 4 日金融・商事判例 1295 号 49 頁〔日本テレネット対デジタルアドベンチャー売買価格決定申立事件高裁決定〕
○大阪地決平成 20 年 9 月 11 日金融・商事判例 1326 号 27 頁〔サンスター株式取得価格決定申立事件地裁決定〕
○東京高決平成 20 年 9 月 12 日金融・商事判例 1301 号 28 頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件高裁決定〕
○札幌地決平成 20 年 11 月 11 日金融・商事判例 1307 号 44 頁〔第２次オープンループ事件地裁決定〕
○名古屋地決平成 20 年 11 月 19 日金融・商事判例 1309 号 20 頁〔丸八証券事件地裁決定〕
○大阪地決平成 20 年 11 月 13 日金融・商事判例 1339 号 56 頁〔国土総合建設株式買取価格決定申立事件地裁決定〕
(平成２１年)
○神戸地決平成 21 年 3 月 16 日金融・商事判例 1320 号 59 頁〔三共生興株式取得価格決定申立事件高裁決定〕
○横浜地裁相模原支決平成 21 年 3 月 27 日金融・商事判例 1341 号 35 頁〔ノジマ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕
○東京地決平成 21 年 3 月 31 日金融・商事判例 1315 号 26 頁〔日興コーディアルグループ事件地裁決定①〕
○東京地決平成 21 年 3 月 31 日金融・商事判例 1315 号 26 頁〔日興コーディアルグループ事件地裁決定②〕
○東京地決平成 21 年 4 月 17 日金融・商事判例 1320 号 31 頁（事件①）・同号 41 頁（事件②）〔協和発酵キリン株式買取価格決定申立事件地裁決定〕
○広島地決平成 21 年 4 月 22 日金融・商事判例 1320 号 49 頁〔ミカサ株式売買価格決定申立事件地裁決定〕

○福岡高決平成 21 年 5 月 15 日金融・商事判例 1320 号 20 頁〔ホスピカ株式売買価格決定申立事件高裁決定〕
○最三小決平成 21 年 5 月 29 日金融・商事判例 1326 号 35 頁〔レックス・ホールディングス株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕
○東京高決平成 21 年 7 月 17 日金融・商事判例 1341 号 31 頁〔ノジマ株式買取価格決定申立事件高裁決定〕
○大阪高決平成 21 年 9 月 1 日金融・商事判例 1326 号 20 頁〔サンスター株式取得価格決定申立事件高裁決定〕
○東京地決平成 21 年 9 月 18 日金融・商事判例 1329 号 45 頁〔サイバードホールディングス株式取得価格決定申立事件地裁決定〕

(平成２２年)

○最三小決平成 22 年 2 月 23 日資料版商事法務 312 号 123 頁〔サンスター株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕
○東京地決平成 22 年 3 月 5 日金融・商事判例 1339 号 49 頁〔楽天対ＴＢＳ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕
○東京地決平成 22 年 3 月 29 日金融・商事判例 1354 号 28 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件地裁決定〕
○東京地決平成 22 年 3 月 30 日金融・商事判例 1370 号 19 頁〔ダブルクリック株式買取価格決定申立事件地裁決定〕
○大阪地決平成 22 年 3 月 30 日資料版商事法務 314 号 31 頁〔ダイワボウ情報システム株式買取価格決定申立事件地裁決定〕
○東京地決平成 22 年 3 月 31 日金融・商事判例 1344 号 36 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件地裁決定〕
○札幌地決平成 22 年 4 月 28 日金融・商事判例 1353 号 58 頁〔オープンループ株式取得価格決定申立事件地裁決定〕
○東京高決平成 22 年 5 月 24 日金融・商事判例 1345 号 12 頁〔カネボウ株式買取価格決定申立事件高裁決定〕
○東京高決平成 22 年 7 月 7 日金融・商事判例 1346 号 14 頁〔楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件高裁決定〕
○最一小決平成 22 年 7 月 15 日金融・商事判例 1347 号 12 頁〔アパマンショップ株主代表訴訟事件最高裁判決〕
○札幌高決平成 22 年 9 月 16 日金融・商事判例 1353 号 64 頁〔オープンループ株式取得価格決定申立事件高裁決定〕
○東京高決平成 22 年 10 月 19 日金融・商事判例 1354 号 14 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件高裁決定〕
○東京高決平成 22 年 10 月 27 日資料版商事法務 322 号 174 頁〔サイバードホールディングス株式取得価格決定申立事件高裁決定〕
○東京地決平成 22 年 11 月 15 日金融・商事判例 1357 号 32 頁〔保安工業株式買取価格決定申立事件地裁決定〕

（平成２３年）

○大阪地決平成 23 年 1 月 28 日金融・商事判例 1390 号 38 頁〔松尾橋梁株式買取価格決定申立事件地裁決定〕

○東京高決平成 23 年 3 月 1 日金融・商事判例 1388 号 24 頁〔テクモ事件差戻前高裁決定〕

○東京地決平成 23 年 3 月 30 日金融・商事判例 1370 号 19 頁〔ダブルクリック株式買取価格決定申立事件地裁決定〕

○最三小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁〔楽天対ＴＢＳ株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕

○最三小決平成 23 年 4 月 26 日金融・商事判例 1367 号 16 頁〔インテリジェンス株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕

○東京地判平成 23 年 9 月 29 日判例時報 2138 号 134 頁〔日本興亜損保損害賠償請求事件地裁判決〕

（平成２４年）

○大阪高決平成 24 年 1 月 31 日金融・商事判例 1390 号 32 頁〔松尾橋梁株式買取価格決定申立事件高裁決定〕

○大阪地決平成 24 年 2 月 10 日判例時報 2152 号 139 頁〔パナソニック電工株式買取価格決定申立事件地裁決定①〕

○大阪地決平成 24 年 2 月 10 日商事法務 1965 号 99 頁〔パナソニック電工株式買取価格決定申立事件地裁決定②〕

○東京地決平成 24 年 2 月 20 日金融・商事判例 1387 号 32 頁〔J-REIT 投資口買取価格決定事件地裁決定〕

○最二小決平成 24 年 2 月 29 日民集 66 巻 3 号 1784 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕

○東京地判平成 24 年 3 月 15 日金融・商事判例 1414 号 15 頁〔アートネーチャー株主代表訴訟事件地裁判決〕

○最二小決平成 24 年 3 月 28 日金融・商事判例 1398 号 27 頁〔ＡＣデコール株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕

○大阪地決平成 24 年 4 月 13 日金融・商事判例 1391 号 52 頁〔カルチュア・コンビニエンス・クラブ株式取得価格決定申立事件地裁決定〕

○大阪地決平成 24 年 4 月 27 日判例時報 2172 号 123 頁〔三洋電機株式買取価格決定申立事件地裁決定〕

○大阪高決平成 24 年 5 月 30 日商事法務 1968 号 52 頁

○東京高判平成 24 年 6 月 28 日（判例集未搭載）〔日本興亜損保損害賠償請求事件高裁判決〕

（平成２５年）

○東京地決平成 25 年 1 月 30 日（判例集未登載）〔コージツ株式取得価格決定申立事件地裁決定〕

○東京地決平成 25 年 1 月 30 日金融・商事判例 1414 号 8 頁〔アートネーチャー株主代表訴訟事件高裁判決〕

○大阪地決平成 25 年 1 月 31 日金融・商事判例 1417 号 51 頁〔株式売買価格決定申立事件地裁決定〕
○東京高決平成 25 年 2 月 28 日判例タイムズ 1393 号 239 頁〔テクモ株式買取価格決定申立事件差戻審高裁決定〕
○東京地決平成 25 年 3 月 14 日金融・商事判例 1429 号 48 頁〔ホリプロ株式取得価格決定申立事件地裁決定〕
○東京高決平成 25 年 3 月 14 日（判例集未登載）〔コージツ株式取得価格決定申立事件高裁決定〕
○東京高判平成 25 年 4 月 17 日金融・商事判例 1420 号 20 頁〔レックス・ホールディングス損害賠償請求訴訟高裁判決〕
○東京地決平成 25 年 7 月 16 日（判例集未登載）〔ニッシン債権回収株式取得価格決定申立事件地裁決定〕
○東京地決平成 25 年 7 月 31 日資料版商事法務 358 号 148 頁〔グッドマンジャパン株式取得価格決定申立事件地裁決定〕
○東京地決平成 25 年 9 月 17 日金融・商事判例 1427 号 54 頁、資料版商事法務 355 号 23 頁
○東京高決平成 25 年 10 月 8 日金融・商事判例 1429 号 56 頁〔ホリプロ株式取得価格決定申立事件高裁決定〕
○東京高決平成 25 年 10 月 31 日（判例集未登載）
○東京地決平成 25 年 11 月 6 日金融・商事判例 1431 号 52 頁〔エース交易株式取得価格決定申立事件地裁決定〕
○東京高決平成 25 年 11 月 8 日商事法務 2015 号 48 頁

（平成２６年）

○札幌高決平成 26 年 9 月 25 日金融・商事判例 1466 号 14 頁〔セイコーフレッシュフーズ株式買取価格決定申立事件高裁決定〕
○東京地決平成 26 年 9 月 26 日金融・商事判例 1463 号 44 頁〔東京都観光汽船株式売買価格決定申立事件地裁決定〕

（平成２７年）

○静岡地決平成 27 年 1 月 30 日商事法務 2063 号 95 頁〔メガネトップ株式取得価格決定申立事件地裁決定〕
○最一小判平成 27 年 2 月 19 日民事判例集 69 巻 1 号 51 頁〔アートネイチャー株主代表訴訟事件最高裁判決〕
○東京地決平成 27 年 3 月 4 日金融・商事判例 1465 号 42 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件地裁決定〕
○東京地決平成 27 年 3 月 25 日金融・商事判例 1467 号 34 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件地裁決定〕
○最一小決平成 27 年 3 月 26 日民集 69 巻 2 号 365 頁〔セイコーフレッシュフーズ株式買取価格決定申立事件最高裁決定〕
○大阪地決平成 27 年 7 月 16 日金融・商事判例 1478 号 26 頁〔トーフレ株式売買価格決定申立事件地裁決定〕

○東京高決平成 27 年 10 月 14 日資料版商事法務 389 号 63 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件高裁決定〕

（平成２８年）

○東京高決平成 28 年 3 月 28 日金融・商事判例 1491 号 32 頁〔東宝不動産株式取得価格決定申立事件高裁決定〕

○最一小決平成 28 年 7 月 1 日資料版商事法務 389 号 58 頁〔ジュピターテレコム株式取得価格決定申立事件最高裁決定〕

４．その他

日本商工会議所経済政策委員会「株式買取請求制度廃止要望意見」商事法務研究 238 号（1962）

経済産業省「企業価値の向上及び公正な手続き確保のための経営者による企業買収（ＭＢＯ）に関する指針」（2007）

日本公認会計士協会「金融商品会計に関する実務指針（平成 23 年 3 月 29 日最終改正）」会計制度委員会報告第 14 号（2011）

日本公認会計士協会「企業価値評価ガイドライン（平成 25 年 7 月 3 日改正）」経営研究調査会研究報告第 32 号（2013）

５．アメリカ・論文（執筆者ＡＢＣ順）

Arthur J. Keown & John M. Pinkerton, *Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation*, 36 J. FIN. 855-869 (1981)

Eisenberg, *The Legal Roles of Shareholders and Management in Modern Corporate Decisionmaking*, 57 CAL. L. REV. 1-181 (1969)

Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN. 383-417 (1970)

Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: II*, 46 J. FIN. 1575-1617 (1991)

Fischer Black & Myron Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, 81 J. POL. ECON. 637-654 (1973)

Mark L. Mitchell, *The Role of Financial Economics in Securities Fraud Cases: Applications at The Securities and Exchange Commission*, 49 BUS. LAW. 545-590 (1994)

Peter Dodd, *Merger proposals, management discretion and stockholder wealth*, 8 J. FIN. ECON. 105-137 (1980)

Philip J. Leas, *The Measure of Damages in Rule 10b-5 Cases Involving Actively Traded Securities*, 26 STAN. L. REV. 371-398 (1974)

Yakov Amihud, Marcel Kahan & Rangarajan K. Sundaram, *The Foundations of Freezeout Laws in Takeovers*, 33 J. FIN. 1325-1344 (2004)

W. Margrabe, The Value of an Option to Exchange One Asset for Another,
33 J. FIN. 177-186 (1978)

６．アメリカ法・判例（判例名ＡＢＣ順）

Borruso v. Commc'ns Telesys. Int'l, 753 A.2d 451 (Del. Ch. 1999)
Chicago Corp. v. Munds, 172 A. 452 (Del. Ch. 1934)
Global GT LP v. Golden Telecom, Inc., 993 A.2d 497 (Del. Ch. 2010)
Golden Telecom, Inc. v. Global GT LP, 11 A.3d 214 (Del. 2010)
Highfields Capital, Ltd. v. AXA Financial Inc., 939 A.2d 34 (Del. Ch. 2007)
In re Emerging Communications, Inc., Shareholders Litig, 2004 WL 1305745
(Del. Ch. May 3, 2004)
Kleinwort Benson Ltd. v. Silgan Corp., 1995 WL 376911 (Del. Ch. June 15, 1995)
Montgomery Cellular Holdings Co. v. Dobler, 880 A.2d 206 (Del. 2005)
Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986)
Tri-Continental Corp. v. Battye, 74 A.2d 71 (Del. 1950)
Union Illinois 1995 Investment Ltd. Partnership v. Union Financial Group, Ltd.,
847 A.2d 340 (Del. Ch. 2003)
Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985)
Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983)

以　上