

【論説】

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

石 塚 明 人

論文要旨

- I はじめに
 - II 株式買取価格決定事件における市場株価平均等の計算
 - 1 「公正な価格」算出のための裁判所の裁量
 - 2 裁判における平均株価の計算方法
 - 3 株式買取価格決定事件における決定価格の算定方法による分類
 - 4 VWAP による主張価格算定事例（テクモ事件許可抗告審）
 - III 平均株価算出のための 4 種類の計算結果の検証
 - 1 パナソニック電工事件①（請求日 3 月 18 日）の場合
 - 2 パナソニック電工事件②（請求日 3 月 14 日）の場合
 - 3 三洋電機事件の場合
 - 4 小括
 - IV 株式買取請求日を算定基準日とすることの問題点
 - 1 パナソニック電工事件の場合
 - 2 三洋電機事件の場合
 - 3 テクモ事件差戻審高裁決定（終値と VWAP の選択問題）
 - 4 三共生興事件決定（終値と VWAP の選択問題）
 - 5 小括
- まとめ
- 付録 1 東日本大震災前後の市場株価（四本値と VWAP）の推移
 - 付録 2 市場株価を参照した平均株価計算方法の定式化
 - 付録 3 数字でわかる平均株価計算例
 - 付録 4 VWAP と終値の相関関係（テクモ事件）
 - 付録 5 VWAP と終値の相関関係（三共生興事件）

論文要旨

会社法の組織再編に関連した株式買取価格決定事件における「公正な価格」(会社法785条1項, 797条1項, 806条1項)の決定において、上場会社の株式については、市場株価を基礎として算定する判例が多い。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平均を採用するかは、「裁判所の合理的な裁量の範囲内」とであると近時の最高裁は判示している。ところが平均株価の具体的な算出方法といった技術的な点になると事案によって算出方法が異なっている。そのため、市場環境によっては算出される「公正な価格」に大きな価格差が生じ、結果的に裁判所の裁量が大きくなる場合がある。裁判所の決定価格は、当事者の経済的利害に直接絡むので、両紛争当事者の納得性が重要となる。少なくとも平均株価の計算方法といった技術的な点については裁判所の裁量とはせずに、経済的に意味を持ち、理論的で整合性のある「標準的な手法」に統一すべきである。

理論的には、ある算定基準日における「公正な価格」としてとり得る市場株価は6種類ある。単数日の市場株価を参照する場合は、参照する市場株価の種類として、「終値」か「VWAP (Volume Weighted Average Price)」の2種類がある。また、一定期間における複数日の市場株価を平均する場合は、同じく「終値」か「VWAP」かの選択と平均方法として「単純平均」か「出来高加重平均」かの選択の組合せで合計4種類の平均株価の計算方法に分類できる。つまり、一つの算定基準日に対して、合計6種類の株価から「裁判所の合理的な裁量」によって「公正な価格」が選択されることになる。本稿では「公正な価格」を決定するために、市場株価として終値ではなく、経済的に意味のあるVWAPに統一すべきであると提案する。

算定基準日として株式買取請求日が複数存在する場合で、市場株価が暴落しセリング・クライマックス (Selling Climax) を迎えた後の、いわゆる「V字回復」を含む期間で平均株価を算出する場合には、複数ある株式買取請求日における市場株価と平均株価の大小関係に「ねじれ現象」が起きており株式買取請求株主間の不平等が生じる可能性がある。この問題点は根本的には、従来から学説で争いのある算定基準日の問題と「公正な価格」を計算するために株価を平均することが複合的に絡み合いながら生じる問題である。これを解消する

ために、株式買取請求権行使時説を採用するのであれば、算定基準日における単数日の市場株価を採用すべきであり、その際市場株価として終値よりもVWAPを採用すべきである。単数日の市場株価を参照できない特段の事情があり、一定期間における複数日の市場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、特定の日に算定基準日を統一すべきである。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「VWAPの出来高加重平均」を採用すべきとの結論となった。

I はじめに

会社法に限らず法学研究においては、条文や判例の解釈など文字を基礎とした研究が中心となるが、例えば税法における課税額や本研究で取扱う会社法上の価格決定裁判では、具体的な数字が争点とされる事案もある。そのような場合、紛争解決のために、具体的な数値にたどり着くまでには、従来の判例研究や学説の分析だけでは不十分であり、事案によっては数字に基づく分析が必要とされる。特に裁判実務においては、具体的な数値を得るための計算方法といった技術的な議論も必要となる。そのための本研究では法学研究と裁判実務との橋渡しとなるような新しいアプローチとして、「数字による分析 (Numerical Analysis)」を用いて研究を進めている。そこで本稿では、株式買取価格決定申立事件に関連した会社法の裁判過程において採用される市場株価等を参照した平均株価の計算方法といったやや技術的な論点に対して数字による分析を行い、標準的な手法を提案しようとしている。

上場企業の組織再編における株式買取価格決定申立事件(会社法786条2項、798条2項、807条2項など)で最大の争点となる「公正な価格」(785条1項、797条1項、806条1項)を決定するために近年多くの裁判例では市場株価を参照している(後掲図表2-4)。その際、算定基準日(価格算定のために市場株価を参照するための基準日)における単日の市場株価だけを参照するか、それとも算定基準日以前の一定期間における複数日の市場株価を参照し、その平均株価を算出するかという大きく分けて二つの価格決定方法が採られている⁽¹⁾。さらに市場株価においても、終値が採用される場合がほとんどであるが、VWAP (Volume Weighted Average Price)⁽²⁾が採用される場合もあり、後述するように平均株価を算出するための計算方法にも大きく分けて4種類ある⁽³⁾。本稿

ではこれまで多くの裁判例を題材として、市場株価を参照した株式買取価格の計算方法について事案に即した数字による分析⁽⁴⁾と検証を行い、問題点等を整理し、改善策を提案している。

はじめとしてII章においては、株式買取価格決定事件において市場株価を参照して「公正な価格」を決定するための6種類の算定方法を定義し、それぞれの手法を検討した。それを基に、近時の裁判例が採用した手法を分類し、関連する学説を整理した上で、具体的な事案に即して、実際に買取価格を算定し検討している。III章では、株式買取請求権行使期間に東日本大震災が起きた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事件を取り上げ、裁判所が採用した決定価格の算出方法について、他の平均株価算出方法と比較し問題点等を検討している。さらにIV章では、両事件において、大震災後の株式市場の暴落後に、いわゆる「セリング・クライマックス (Selling Climax)」⁽⁵⁾を迎え、その後急反発するような、いわゆる「V字回復」の市場局面における平均株価の計算方法について、株式買取請求日を算定基準日とする日が複数日あるとした場合に生じる問題点を提示した。また、テクモ事件差戻審高裁決定⁽⁶⁾においては、株式買取請求日の市場株価として終値が参照されたが、単日の市場株価を参照する場合において、VWAPと終値のどちらを選択すべきかといった議論をしている。

最後に、これまでの議論をとりまとめたが、本文の補足説明として注釈では記述しきれない内容として、VWAPの特徴や平均株価算出のための定式化や具体的な計算例など、やや技術的な内容を数字でわかるように巻末付録1から5に補足説明したので必要に応じて参照されたい。

(1) 最一小決平成 23 年 4 月 19 日民集 65 巻 3 号 1311 頁、金融・商事判例 1366 号 9 頁「楽天対 TBS 株式買取価格決定申立事件最高裁決定」によれば、株式買取請求日における単日の市場株価を採用するか一定期間における平均株価を用いるかは「裁判所の合理的な裁量の範囲内」であるとしている。

(2) 東京証券取引所ホームページ (http://www.tse.or.jp/glossary/gloss_0/0_VY_vwap.html) によれば、「VWAP とは Volume Weighted Average Price の略称で、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）をいいます。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ています。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す。」という。ここで「売買高」は「出来高」ともいわれるが、当日の市場で売買取引された総株数のことを意味する。VWAPの定義で注意すべきは、「当日の」としており、終値と同じで日次の株価であることに注意が必要である。一定期間における複数日の市場株価を同日の出来高で加重平均した株価についても、裁判例や学説で「VWAP」と呼んでいる場合もあり紛らわしいので、本稿においては、1営業日中で出来高加重平均したものだけをVWAPと呼び、終値と同様に日次の市場株価として定義する。なお、複数日の市場株価を平均する場合においては、「出来高加重平均」としてVWAPと区別する。また、VWAPのデータは終値とは異なり、直接取得しておらず、日次VWAPの計算においては、同日の売買代金と出来高のデータを用いて、「VWAP [円]=売買代金 [円] / 出来高 [株数]」の算式により計算している。さらに本研究では、特に断りのない限り本稿で提示した全ての分析作業に使用するTOPIX、日経平均株価及び個別銘柄株価（四本値）等の日次データ（両方とも配当を含まない）については、全て日経NEEDS-FinancialQUEST:Version 2.1より入手した。

- (3) 過去の株式買取価格決定事件における決定価格の算出方法を後掲の図表2-4で分類した。
- (4) 田中亘「はしがき」田中亘編著『数字でわかる会社法 Numerical Analysis of Corporate Law』（有斐閣、2013）i頁によれば、「多数の当事者の利害が複雑に絡み合うことの多い会社法の問題を考えるうえでは、利害状況を明瞭に分析するために、数字を用いた議論が極めて有益となる。」とされており、数字に裏付けられた議論の重要性が主張されている。さらに、藤田友敬「＜特集＞シンポジウム『統計的・計量経済学的手法と法制度』本シンポジウムのねらい」ソフトロー研究20号（2012）1頁によれば、「法社会学等の一部に限られた領域を除くと、法的ルールの機能やその背後にある実態に関して、実証的な検討をする作業は、あまり行われてこなかった。民法とか商法とかいった実定法と呼ばれる領域での研究では、日々膨大な著作が生み出され、複雑で詳細な議論が展開されているにもかかわらず、実証的な要素を伴う著作は少ない」と指摘されていることから、本稿では特に数字に基づく実証的な要素を伴った検証作業をおこなっている。さらに藤田教授によれば、「学問的な基礎をもった実証研究の手法の典型として計量経済学あるいは統計的手法を持ち出すことは自然であるし、このような手法の利用が試みられる対象として、会社法や証券法が取り上げられるのもそれほど不思議ではない」とされ、本稿の検証作業においても適宜、回帰分析などの統計的手法を取り入れている。
- (5) 金融情報サイトiFinance「金融経済用語集／相場用語集」の中の「セリング・クライマックス」（<http://www.ifinance.ne.jp/glossary/souba/sou301.html>）によれば、「セリング・クライマックスは、マーケット全般で使われる用語で、中長期的な下落相場の最終段階において、取引参加者の大半が弱気一色となって大量の売り注文をマーケット（市場）に出し、相場が急落するような局面のことをいう。通常、予期せぬ大きな悪材料がきっかけになって発生することが多く、市場では総悲観やパニック（心理的恐怖感）となって売り一色となり、また評価損が一気に膨らみ追証が発生して『投げが投げを呼ぶ展開』となり、さらに連鎖的な一斉売りによって大暴落となることが多い（暴落は何度か続くことがある）。その際には、

多くは大商いを伴い、また後になって振り返ってみると、歴史的な大底をつけることもある。」とある。東日本大震災 (2011 年 3 月 11 日) 後の株式市場の混乱がまさにセリング・クライマックスの相場局面であり、大震災という「予期せぬ悪材料」を契機に翌営業日 (同年 3 月 14 日) から株式市場は出来高を伴いながら大きく値を下げ、同年 3 月 15 日にはセリング・クライマックスを迎え、その後下方にオーバーシュートした株価が急速に上昇修正される相場局面となった後、徐々に値を戻していったのは多くの銘柄に共通した株価変動である (後掲図表 3-2 等参照)。

- (6) 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」。

II 株式買取価格決定事件における市場株価平均等の計算

株式買取請求権は組織再編など会社の重要な決定事項に対して反対の株主が自身の有する株式を当該発行会社に対して「公正な価格」(会社法 785 条 1 項, 797 条 1 項, 806 条 1 項) で買い取るよう請求できる権利のことである。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、一方の買取請求をした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。株式買取請求をした反対株主と当該会社との間で、効力発生日から 30 日以内に協議が調わないときは、その期間満了の日後 30 日以内に、裁判所に対し価格の決定の申立てをすることができる (786 条 2 項, 798 条 2 項, 807 条 2 項)。「公正な価格」の算定については、条文に明文の規定が無いため、裁判所が裁量で買取価格を決定すると解されている⁽⁷⁾。

1 「公正な価格」算出のための裁判所の裁量

株式買取価格申立事件決定において問題になるのは「公正な価格」の決定方法である。改正前商法と会社法での大きな変更点は、「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ公正ナ価格」(改正前商法 245 条の 2) 以下、「ナカリセバ価格」という。) から「公正な価格」(785 条 1 項, 797 条 1 項, 806 条 1 項) へと文言が変化したことである。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 (以下、「シナジー価格」という。) こととされている⁽⁸⁾。「公正な価格」には「ナカリセバ価格」と「シナジー価格」の

2種類の価格が存在すると解されている⁽⁹⁾。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⁽¹⁰⁾、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」とする裁判例が多い⁽¹¹⁾。

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。近時の最高裁決定によれば、「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しているが、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」であるとしている⁽¹²⁾。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。」⁽¹³⁾と肯定的な見解がある一方で、「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と考えている。」⁽¹⁴⁾との消極的な見解もあり学説には争いがある。

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案毎に異なっており、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学説からも批判がある⁽¹⁵⁾。さらに近時の下級審判例では、市場株価における「出来高加重平均の平均値」といったように、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が、裁判所から採用されるようになっている⁽¹⁶⁾。どのような計算方法を採用するかは、下級審の「合理的な裁量」に委ねられていると解さ

れるが⁽¹⁷⁾、「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る。少なくとも平均株価の計算方法といったような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検討し、裁判実務で定着させるべきであろう。

2 裁判における平均株価の計算方法

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きている（後掲図表 2-4）。しかしながら、一部の裁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や単日の市場株価の一種である VWAP⁽¹⁸⁾を意味している場合など用語の定義が混乱しているようである。そこで本稿において、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。

これまでの株式買取価格決定事件の裁判例から、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）を参照した「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⁽¹⁹⁾。

- 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、2 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 4 種類の平均株価の計算方法⁽²⁰⁾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によって、複数日の場合は 4 種類で、単数日の場合は 2 種類の合計 6 種類に分けられること

図表 2-1 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		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） 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。	③ VWAP の単純平均（判例） VWAP を使用してい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 ⁽²¹⁾ 。
	出来高加重平均	②終値の出来高加重平均（判例） 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 ⁽²²⁾ 。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。	④ VWAP の出来高加重平均（学説） 学説で主張されている ⁽²³⁾ 。最も理論的でありながら計算は単純である（巻末付録2を参照）。本稿においては、標準的な手法として提案している ⁽²⁴⁾ 。
単日株価		⑤算定基準日の終値（判例） 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） 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 ⁽²⁵⁾ 。

になる（図表 2-1）。

①から⑥まで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「④ VWAP 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、現在のところ調査中ではあるが株式買取価格決定事件における裁判例では確認できていない。しかし、④と⑥以外は全て裁判所から採用されているが（後掲図表 2-4 参照）、市場株価としては殆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、「③ VWAP 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よう⁽²⁶⁾。

次に「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両者の違いについて検討する⁽²⁷⁾（図表 2-2）。終値は同日の大引けの板寄せ（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的要因によって価格が動く場合があるのが欠点であるが、VWAP は同日における出来高加重平均であるから、同日の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

図表 2-2 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 ⁽²⁹⁾ 。
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。

場合と比較して難しいと考えられる⁽²⁸⁾。

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」⁽³⁰⁾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、経済的には流動性供給者(Liquidity Provider)としての機能を果たすことになる。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」⁽³¹⁾ことから、同様に流動性供給の経済的機能を請求株主に対して果たすことになる。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ないし、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、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よう⁽³²⁾。よって、株式買取請求においても、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には商慣行上も経済的実態としても十分意味があると思われる。

次に、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 2 種類を検討する。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

図表 2-3 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 ⁽³⁴⁾ 。	近時の下級審裁判例で標準的に採用されている。

常一般的に用いられている算出方法である。他方、出来高加重平均では、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により多く加重された平均価格の計算方法となる。その点で考えると、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、その逆で日々の出来高と株価変動が小さい場合は両方の計算方法の結果にあまり差がないことになる⁽³³⁾。

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ェイトが掛かり、出来高加重平均による平均株価が低くなる傾向がある。これが仮に投機的として、その影響を減じ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ろう。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と思われる。

3 株式買取価格決定事件における決定価格の算定方法による分類

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」が決定された裁判例を計算方法別に6分類した（図表 2-4）。分類した裁判例は判例集に搭載された主要なものであるが、現在までのところ「④ VWAP の出来高

加重平均」と「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、株式買取価格決定事件の裁判において、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⁽³⁵⁾。

過去の下級審（東京地方裁判所民事第 8 部）を中心とした裁判例では、「②終値の出来高加重平均」を採用している事案が多く、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があり、また本稿においても「②終値の出来高加重平均」よりは、「④ VWAP の出来高加重平均」を採用すべきであると提案している⁽⁵⁷⁾。次に、「⑤算定基準日の終値」も判例が多いが、株式買取請求権行使時説を採用した最高裁判例もあることから、今後は増加の傾向にあると思われる。しかし、後章でも取り上げて議論するが、単日の終値は投機的な要因で変動しやすいので、学説の主張とともに、本稿でも VWAP を採用すべきと考えている。

パナソニック電工と三洋電機の両事件決定⁽⁵⁸⁾で採用された「単純平均」とい

図表 2-4 市場株価を用いた「公正な価格」の計算方法による裁判例の分類

		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） 三洋電機事件決定 ⁽³⁶⁾ 、インテリジェンス 事件高裁決定 ⁽³⁷⁾ （ただし補正株価の単純 平均）	③ VWAP の単純平均（判例） パナソニック電工事件決 定 ⁽³⁸⁾
	出来 高加 重平 均	②終値の出来高加重平均（判例） テクモ事件地裁決定 ⁽³⁹⁾ と高裁決定 ⁽⁴⁰⁾ 、 インテリジェンス事件地裁決定 ⁽⁴¹⁾ 、協和 発酵キリン事件 ⁽⁴²⁾ 、楽天対 TBS 事件地裁 決定 ⁽⁴³⁾ 、ダブルクリック事件 ⁽⁴⁴⁾ 、ダイワボ ウ情報システム事件 ⁽⁴⁵⁾ 、保安工業事件 ⁽⁴⁶⁾ 、 J-REIT 投資口買取価格決定事件 ⁽⁴⁷⁾ 。	④ VWAP の出来高加重平均 （学説） 判例は、現在のところ見当た らない（調査中）。主張レベ ルではテクモ事件許可抗告 審 ⁽⁴⁸⁾ 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） あおみ建設事件 ⁽⁴⁹⁾ 、 三共生興事件決 定 ⁽⁵⁰⁾ 、ノジマ事件地裁決定 ⁽⁵¹⁾ 、ノジマ事件 高裁決定 ⁽⁵²⁾ 、楽天対 TBS 事件高裁決 定 ⁽⁵³⁾ 、 テクモ事件差戻審高裁決定 ⁽⁵⁴⁾ 、イン テリジェンス事件最高裁決定 ⁽⁵⁵⁾ 、楽天対 TBS 事件最高裁決定 ⁽⁵⁶⁾ 。	⑥算定基準日の VWAP（学 説） 判例は、現在のところ見当た らない（調査中）。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。

う平均株価の算出方法(図表2-4の①と③)は、参照する市場株価の種類が終値かVWAPかの違いはあるが、裁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⁽⁵⁹⁾。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ている点に特色がある。現在調査中ではあるが、株式買取価格決定事件で「公正な価格」を計算するためにVWAPが採用されたのは初めてではないかと思われる。同事案では、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(図表2-4⑥)。

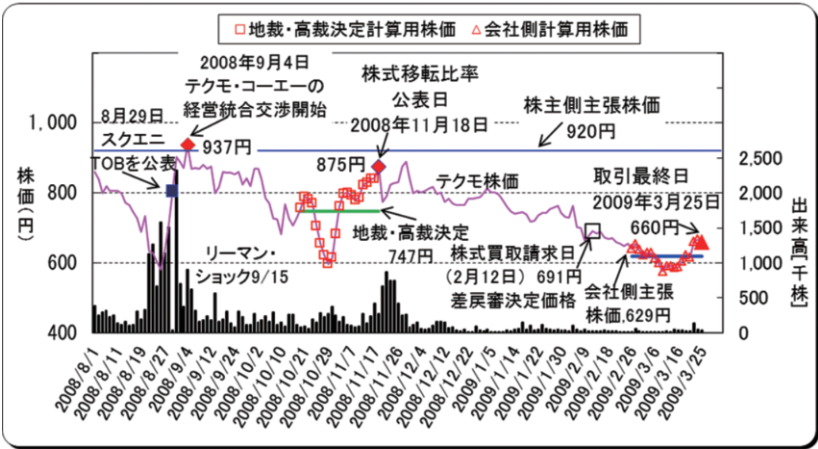
前述したように「④VWAPの出来高加重平均」は学説で主張されており⁽⁶⁰⁾、最も理論的な計算方法であるが、裁判所からの採用の実績は現在のところ見当たらない(調査中)。しかし、近年の株式買取価格決定事件における最高裁の審理において当事者(会社側)から主張された実績のある平均株価計算の方法でもあり、また興味深い事案でもあることから、次節で取り上げるものとする。

4 VWAPによる主張価格算定事例(テクモ事件許可抗告審)

テクモ株式会社(以下「テクモ」という。)と株式会社コーエー(以下「コーエー」という。)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て、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、反対するテクモ側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)側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(807条2項)を求めたのが本件である。申立人(株主側)の主張価格は920円で、相手方(会社側)は620円となっている。また、取引最終日(2009年3月25日)におけるテクモ市場株価の終値は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2-5)。

東京地決平成22年3月31日と東京高決平成23年3月1日では、「公正な価格」は株式移転比率公表前の1か月間の市場株価の終値による出来高加重平均値をもって算定した価格である747円とした。最二小決平成24年2月29日では、参照すべき市場株価は、算定基準日である株式買取請求がされた日における市場株価や近接する一定期間の市場株価の平均値であるとして、原決定を破棄差戻しする決定が出された。ここで、非常に興味深いのは会社側の主張価格

図表 2-5 テクモ株価推移と決定価格等⁽⁶¹⁾



が下級審での 620 円から許可抗告審では 629 円と 9 円ほど値上げしたことである。それは計算方法を「①終値の単純平均」から「④ VWAP の出来高加重平均」へと変更したことによるものである⁽⁶²⁾。学説でも主張され、最も経済的意味のある平均株価の計算方法が裁判において、それも最高裁において主張されたことは注目に値しよう⁽⁶³⁾。

会社側は、これまでの裁判実務で標準的に使用されてきた「②終値の出来高加重平均」による算出結果も併記しつつ、計算結果には大差ないとはいえ、最

図表 2-6 算定基準日を取引最終日（3 月 25 日）とした平均株価等⁽⁶⁴⁾

平均方法\市場データ		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 620.4 円 (会社側下級審主張価格 620 円)	③ VWAP の単純平均 623.2 円
	出来高加重平均	②終値の出来高加重平均 630.7 円 (631 円: 「会社側抗告理由書」の脚注(46)の価格)	④ VWAP の出来高加重平均 629.1 円 (会社側許可抗告審主張価格 629 円)
単日株価		⑤取引最終日の終値 660 円	⑥取引最終日の VWAP 681.3 円

も理論的な平均株価の計算方法である「④VWAPの出来高加重平均」での買取価格を主張したことは高く評価できる。また補足ではあるが、テクモ株式の市場取引最終日における単日の市場株価を参照する場合は、「⑤取引最終日の終値」の660円と「⑥取引最終日のVWAP」の681.3円であるが、その差は21.3円で率にして約3%もの差があるのが気になるところである。単日の市場株価として、終値とVWAPの選択に関連した分析に関しては、IV章3節や巻末付録4で行っている。

- (7) 最一小決昭和48年3月1日民集27巻2号161頁参照。同最高裁決定によれば、「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。」という。
- (8) 相澤哲編著『一問一答 新・会社法』（商事法務，2005）221頁参照。
- (9) 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頁参照。
- (10) 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」によれば、「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。」としており、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。また、最二小決平成24年2月29日民集66巻3号1785頁「テクモ株式買取価格決定申立事件許可抗告審決定」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、積極的な評価をしているようである。さらに同最高裁決定の補足意見によれば、「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。」というように、経済性といった別の観点でも評価しているようである。
- (11) 東京地決昭和58年2月10日判例時報1068号110頁によれば、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の包含しているため」であるという。
- (12) 最三小決平成23年4月19日・前掲注1）における補足意見によれば、地方裁判所や高等裁判所に対しては、「個別の事案ごとにあるべき『公正な価格』を探索し、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

れているようである。さらに同決定における補足意見では、『「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。』としており、下級審に対して「公正な価格」における株式市場外での価格発見機能を期待しているように思われる。さらに、同決定によれば、『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。』という。

また、最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 10) によれば、企業価値の増加が生じるとき「シナジー適正分配価格」を算出するために市場株価を参照する場合にも、『基準日である株式買取請求がされた日における市場株価や、偶発的要素による株価の変動の影響を排除するため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は、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といえる。』という。よって、『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、また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」であると明確に判示している。さらに、同最高裁決定の補足意見において、『「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思われる。当該企業に係る事情を踏まえた裁判所の合理的な裁量に委ねられるところではあるが、偶発的要素を排除するために、例えば、買取価格決定の基準日たる買取請求日という偶然の日の市場株価のみを参照するのではなく、それに近接する前後（株式移転が効力を生ずる日も含む。）の適宜の期間の終値出来高加重平均値を参照するなどのことが相当とされる場合も少なからずあると思われる。』としており、買取請求日に「近接する前後」ということから、請求日後の株価までを平均の対象とすることが射程範囲となっている点や一例として「適宜の期間の終値出来高加重平均値」という具体的な算出方法を挙げている点が興味深い。

これら最高裁決定に対して、江頭憲治郎「裁判における株価の算定一日米比較をまじえて一」司法研修所論集 122 号 (2012) 39 頁では、『「ナカリセバ価格」などという用語を最高裁が判決の中で使うことはどうかと思うのですが、最高裁は、そういう言葉の使い方をしています。』と懸念が示されている。また同論文 60 頁によれば、市場株価を採用した最高裁決定に対して、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るとしており、現実の市場株価の「物神崇拜」という状況があるのではないかと懸念している。同様に、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」法教 384 号 (2012) 34 頁脚注 (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 頁によれば、最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 1) に対しては「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。」とあるように、学説には市場株価の採用には慎重な意見があるようである。

- (13) 神田・前掲注9) 11頁。
- (14) 田中亘『「公正な価格」とは何か』法教350号(2009)67頁脚注(30)。さらに、「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。」として、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、これはまた株主による株式買取請求権制度の濫用が懸念されている。
- (15) 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頁注釈(1)によれば、「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。」と批判している。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ように、数値の意味内容は明解である。一方で、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と思われるがそれ以外の意味はないと思われる。
- (16) パナソニック電工事件決定（大阪地決平成24年2月10日・後掲注66）では、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」と呼んでいる。）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により、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裁判例も出てくる可能性もある点が懸念されるところである。

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52-60頁「エース交易株式取得価格決定申立事件」がある。同決定によれば、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、市場株価の平均値を算定する基礎となる期間を公開買付け公表日前の3か月間とし、算定方法は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）をその3ヶ月間で「単純平均」する計算方法を用いているとしている。

- (17) 最三小決平成23年4月19日・前掲注1）における那須裁判官の反対意見によれば、「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。」という。これは「公正な価格」を算定するための算定基準日をいつにするかという点に関して言及したものではあるが、計算方法においても、基本的に下級審の裁量に委ねられている

と同様に考えることができそうである。

- (18) 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おり、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 の用途として、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 による売買取引がなされることがあるように、経済的実態を伴った価格である。その一方で、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、終値よりは同日の市場株価として経済実態を反映しているといえるから、より公正な価格であると思われる。
- (19) 裁判所の裁量として考えられるものとして、本稿では三つ取り上げ検討する。それ以外の 4 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かのようである。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 頁によれば、「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、十分に考え得ると思われる。(中略・筆者) 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 か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。」とあり、特に参照期間を問題とはしていないようである。

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。

株式買取請求を行う株主毎に、当該株式の保有目的が多様で異なるところ、「公正な価格」算定のために、一律に 1 か月平均株価を適用するのには異論がありそうである。しかし、法人株主の場合で、当該買取請求の対象となる株式を、貸借対照表上に「その他有価証券」の勘定科目として記帳し、会計期末には、1 か月の終値単純平均株価を用いた時価評価という

会計処理を継続的に行っている場合には、むしろ整合的な計算方法ではないと思われる。すなわち、「公正な価格」を計算するために参照する市場株価（単数日または複数日）の参照期間は、株式買取請求株主の保有目的（売買目的かそれ以外か）で変わり得るというのが、会計基準的な考慮要素であり、検討に値しよう。

實際上、計算の期間を1か月とすると、休日や祝日といった暦の関係で事案毎あるいは株式買取請求株主毎に異なる算定基準日となるから、平均で用いられる市場営業日数が変わることになる。とすれば、1か月にこだわらず20営業日数という決め方もあり得よう。何れにしても、要は決め事で済む問題ではあろうが、理論的に妥当な参照日数もあるようにも思われるので、それに関しては今後の検討課題とする。

(20) 図表2-1における、①から④までの4種類の平均株価計算方法については、具体的に数式を用いた定式化を巻末の付録2で行っており、また付録3の「数字でわかる平均株価計算例」では、数字でわかるように表計算例を提示しているので参照のこと。

(21) 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」の事案では、株式買取価格決定申立にいたる前段階で、反対株主による株式買取請求（会社法785条1項）に対して、会社側（日興コーディアルグループ）は、本件株式を1株当たり1,650円で買い取る旨の提示をしている。算定根拠としては、本件株式交換契約の締結日の翌日である2007年11月15日から同社株式の株式市場における最終取引日である2008年1月22日までの間の東証における各取引日の同社株式1株当たりの「取引高加重平均価格の平均値」と同額としている。ここで会社側の買取価格の計算論拠として、「取引高加重平均価格の平均値」が本稿で定義する①から④までのどの平均株価の算定手法であるかが問題となる。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）6頁によれば、「一株当たりの取引高加重平均価格」を同論文では「VWAP 価格」と呼んでいることから、ここでは「③ VWAP の単純平均」を使用したと考えられ、実際のデータに基づいて検算したところ1,650円に一致した。

(22) 弥永・前掲注15) 10頁注釈（1）参照。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「②終値の出来高加重平均」という平均株価の計算方法について、理論的な説明内容が意味不明であると批判している。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、「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と思われる。」という。ここで、「④ VWAP 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ないと解釈できる。実際本稿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「④ VWAP の出来高加重平均」との間で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（後掲する図表2-6、図表3-3、図表3-5、及び図表3-7）。しかし逆にいえば、データさえ取得できるのであれば、本稿における「④

VWAP 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がないということである。さらに補足すると、巻末付録 2 でも示したように、「④ VWAP 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ことから、より「④ VWAP の出来高加重平均」を利用することの説得力があることになる。

- (23) 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 頁によれば、「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。」とあり、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 を使用すべきとしている。この弥永教授の主張を受けさらに、太田・前掲注 19) 52 頁によれば、「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のであれば、終値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、より首尾一貫しているし、終値が偶発的事情によって左右されやすいという問題を解消することもできる」として、弥永教授と同様の見解を取っていると解される。

また、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) によれば、「出来高で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いるよりは、取引価格ごとに出来高で加重平均する VWAP のほうがすぐれているといえる。」という。学説においても実務においても、「④ VWAP の出来高加重平均」を支持する見解が出てきている。

- (24) 裁判所からは認められていないが、「④ VWAP 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抗告審決定」の 25 頁、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」及び「④ VWAP の出来高加重平均」の 3 種類の平均株価の計算方法を併用しているようである。すなわち、テクモ事件における高

裁の審理において、裁判所からは採用はされていない株主側意見書の主張ではあるが、一風変わった計算方法である「③ VWAP の単純平均」だけは除外して、それ以外の計算方法全てを併用している点で評価できよう。確かに「②終値の出来高加重平均」は東京地裁民事第 8 部の株式買取価格決定において多く採用されているから、裁判実務においては、いわば「標準的な手法」のようなものであり、一方で「④ VWAP の出来高加重平均」は最も理論的であるが、現在のところは標準から逸脱した手法と言えよう。しかし、標準的な手法とそうでない手法の両方を提示し、いずれがより説得的な計算結果であるかについて裁判所の判断に委ねている点で、この株主側提出資料のプレゼンテーションは非常に好ましいものである。もっとも、この場合 3 種類の計算方法による平均株価の計算結果にはあまり差が見られないようであるが、後述するように計算期間に出来高を伴った市場株価の大きな値動きがある場合には、両平均株価の計算結果には無視できない差が生じる場合もあるので複数の手法による計算値の提示が好ましいといえる。

- (25) 弥永・前掲注 23) 113 頁によれば、「終値が偶然的な事情によって左右されやすい、少なくともアノマリーが認められることにかんがみると、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ことになる。」とある。ここでは、単日の市場株価として、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、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、文脈から判断しても単日の市場株価についても、終値よりは VWAP が好ましいということになると推測できる。

同様の議論としては、太田・前掲注 19) 52 頁によれば「当事者が VWAP を疎明するのであれば、裁判所が終値出来高加重平均価格に代えて VWAP を採用する可能性もないわけではないように思われる。」とあるように肯定的な見解を示している。ここでも、市場株価を平均する場合の議論であるが、単日の市場株価において、終値か VWAP かの選択問題では、VWAP を選択するべきということになる。

- (26) 前述したが、大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・後掲注 66) では、現在調査中ではあるが、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裁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。

- (27) 東京証券取引所（東証）の日報（<http://www.tse.or.jp/market/data/daily/>）の「株式相場表」においては、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いることから数値の指標性や信頼性には問題がないと考えられる。

また本稿では、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、本稿で定義する、「④ VWAP 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 66) 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」(本稿では「③ VWAP の単純平均」)が使用されており、折角計算した VWAP をまさか単純平均してしまうこともあり、非常に紛らわしいことから、「④ VWAP の出来高加重平均」と明確に区別する必要がある。

- (28) 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 (bid) 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。
- (29) 企業会計基準委員会・前掲注 19) の第 54 項において、「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」であるという。さらに、日本公認会計士協会・前掲注 19) 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ある。
- (30) 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 頁によれば、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」という。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。
- (31) 最一小決昭和 48 年 3 月 1 日・前掲注 7)。
- (32) 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 頁によれば、「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。」とあり、株式買取請求制度においては、「時価による換金」を保証する会社には、いわゆる「流動性供給者 (Liquidity Provider)」としての機能もあると読み取れる。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 頁によれば、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」としており、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もいえる。それに対しては、田中・前掲注 14) 69 頁によれば、「株主が過剰に組織再編に反対し、その結果として、株式買取請求権が過剰に行使されるという弊

害を否定することはできない。」として、「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もある。

- (33) 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（後掲のIII章等で取扱い事例を参照）。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。
- (34) 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）によれば、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。データさえ取得できればVWAPや平均株価等の計算は難しくないが（巻末付録3「数字でわかる平均株価計算例」を参照）、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。常時、有料の金融データ提供サービスにアクセスできるのであれば問題ないが、そうでない場合、インターネットの無料サイトからでもデータは入手可能な場合もあるが、数値の信頼性をどう担保するかが問題となろう。前掲注27）でも触れているが、東京証券取引所が毎営業日公表する日報の「株式相場表」をダウンロードする方法がある。最長過去30営業日分の日報が遡れるので、株主から買取請求を受けた会社は直ぐに、日報にアクセスして過去1か月分の日報（株式相場表）を確保し、データの取得に努めることにより、無料で信頼性の高い市場株価データを入手することが可能となる。もっとも、後述するテクモ事件においては、株主側と会社側の双方でVWAPによる主張価格の計算が行われていることから、データ取得については大抵の場合、問題にはなっていないと思われる。
- (35) 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決定」は、株式買取価格決定事件ではなく、全部取得条項付種類株式に関連した会社法172条1項に基づ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。しかし、プレミアムは「①終値の単純平均」で計算した客観的価値に対する値のみが記述されており、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どうかは不明である。
- (36) 大阪地決平成24年4月27日（大阪地裁平成23年（ヒ）第64号、同第65号）金融・商事判例1396号43頁、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決定」。
- (37) 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

価格決定申立事件抗告審決定」。

- (38) 大阪地決平成 24 年 2 月 10 日・後掲注 66) (パナソニック電工事件)。同事件抗告審である大阪高決平成 24 年 5 月 30 日・後掲注 66)。
- (39) 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」。
- (40) 東京高決平成 23 年 3 月 1 日・前掲注 24)。
- (41) 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」。
- (42) 東京地決平成 21 年 4 月 17 日金融・商事判例 1320 号 31 頁「協和発酵キリン株式買取価格決定申立事件」。
- (43) 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」。
- (44) 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」。同決定によれば、効力発生日に最も近い最終売買日以前 1 か月間の終値による出来高加重平均値としている。
- (45) 大阪地決平成 22 年 3 月 30 日資料版商事 314 号 31 頁, 商事法務 1897 号 59 頁「ダイワボウ情報システム株式買取価格決定申立事件」。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。
- (46) 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」。
- (47) 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」。
- (48) 最二小決平成 24 年 2 月 29 日・前掲注 10)。
- (49) 大阪地決平成 20 年 11 月 13 日金融・商事判例 1339 号 56 頁「あおみ建設株式買取価格決定申立事件」。なお同決定では、市場取引における最終取引日の終値が採用されている。
- (50) 神戸地決平成 21 年 3 月 16 日・後掲注 96)。同決定では買取請求権行使日の終値が参照されている。
- (51) 横浜地裁相模原支決平成 21 年 3 月 27 日・前掲注 10)。同決定では株式買取請求権行使時点の終値を参照している。
- (52) 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抗告審決定」。原決定 (前掲注 10)) と同じく、株式買取請求権行使時点の終値。
- (53) 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抗告審決定」。
- (54) 東京高決平成 25 年 2 月 28 日・前掲注 6)。なお、決定内容の概要は、商事法務 1994 号 55 頁の「東京高裁、テクモ株式の株式買取価格決定事件の差戻審で 1 株につき 691 円とする決定」にも記述されている。
- (55) 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」。補足意見において、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37)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enとして、破棄差戻しとしている。

(56) 最三小決平成23年4月19日・前掲注1)。

(57) いわゆるテクニカル分析におけるテクニカル指標（例えば、25日移動平均線など）のように、それ自体には経済的な意味がなくとも、証券投資を行う市場参加者にとっては市場株価の値動きの重要なパラメータないし目安としての意味を持つ場合もある。しかし、株式のトレーディングで使用するのならばともかく、裁判過程で証拠資料として提出されるのであれば、科学的または学術的な意味付けは必要になると思われる。そういうことからすると、これまで下級審で採用されてきた「②終値の出来高加重平均」ではなく、経済的な意味を持つ「④VWAPの出来高加重平均」が採用されるべきであろう。結局は、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4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。

(58) 両事案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ようである。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と思われる。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2-4参照）。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。

(59) 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37)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にはあるが、市場株価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と思われる。

(60) VWAPの導入に肯定的な学説は、前述したように、弥永・前掲注23) 113頁、太田・前掲注19) 52頁、及び水野＝西本・前掲注23) 627頁等である。

(61) 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) 17頁〔図表3-1〕を加筆修正した。

(62) 民集66巻3号・前掲注10) 1797-1894頁「平成23年（許）第21号抗告代理人梅野晴一

郎ほかの抗告理由書」(以下、「会社側抗告理由書」)の1894頁によれば、「本件株式移転の効力発生日(平成21年4月1日)直前のテクモ株式の上場廃止日(同年3月26日)より前1か月間のテクモ株価の出来高加重平均(VWAP)である629円をもって、本件における『公正な価格』とすべきである。」という。なお、同頁脚注(46)によれば、「終値出来高加重平均で631円」という。さらに、コーエーテクモホールディングス株式会社「子会社における株式買取請求に関する差戻し後の東京高等裁判所の価格決定のお知らせ」プレスリリース(平成25年3月4日)[http://www.koeitecmo.co.jp/php/pdf/news_20130304.pdf]1頁によれば、「差戻審において、KTゲームスは、1株当たりの買取価格を691円とすべきである旨主張しており、差戻審の決定は、KTゲームスの主張が全面的に認められた」という。以上まとめると、下級審の審理においては、会社側の主張価格は620円(「①終値の単純平均」)、許可抗告審では629円(「④VWAPの出来高加重平均」)、さらに差戻審では買取請求日の終値の691円となり、結果的には審級を経るに従い主張価格を値上げしたことになる。

(63) テクモ事件では、地裁と高裁とも価格決定において「②終値の出来高加重平均」を採用しているわけだから、会社側としても下級審で主張していた「①終値の単純平均」ではいけないと思ったとしても不自然ではない。また、前掲注23)でも触れているように、株主側が既に下級審の審理において一部で「④VWAPの出来高加重平均」を導入した証拠資料を提出し、その数値の提示作法も好ましいものであったことに影響されたか否かは不明である。「会社側抗告理由書」において、「②終値の出来高加重平均」という東京地裁民事第8部の裁判実務においては、いわば「標準的な手法」ともいえる方法(図表2-4参照)での計算結果を脚注で併記し読み手に注意を喚起しているように、標準的な手法とそうでない手法の両方を提示し、いずれがより説得的な計算結果であるかについて裁判官の判断に委ねている点で、この「会社側抗告理由書」におけるプレゼンテーションの作法は好ましいものであるといえよう。なお、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)10頁では、逆に好ましくない作法の実例を挙げ批判しており参考になる。

(64) 本稿において、日次のVWAPや複数日の市場株価を参照した平均株価のように、計算によって算出される価格については、断りの無い限り小数点第一位まで表示するものとする。それは市場株価を参照した1円刻みの株価と、計算によって得られた価格とを明示的に区別するためである。また、裁判所で決定される株式買取価格の単位であるが、本稿で取扱う事案では、裁判所の決定価格の最小単位は全て1円単位となっている。

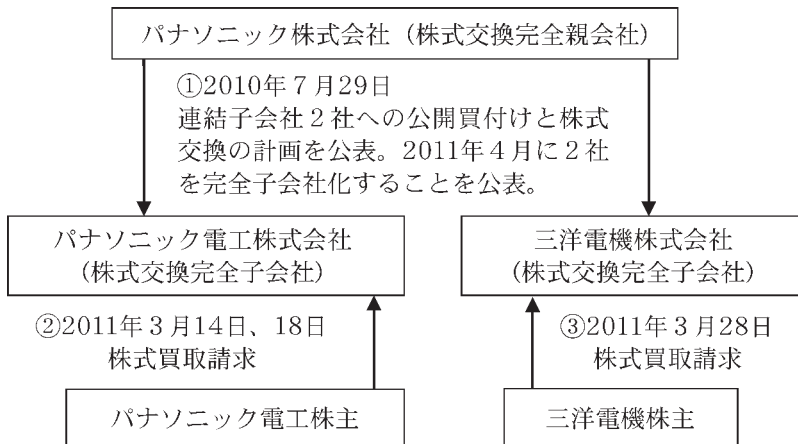
Ⅲ 平均株価算出のための4種類の計算結果の検証

2010年7月29日にパナソニック株式会社(以下「パナソニック」という。)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、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。)と三洋電機株式会社

（以下「三洋電機」という。）に対して、両社株式の公開買付け（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、いわゆる「二段階買収」のスキームにより、2011年4月を目処に両社を完全子会社にすること（以下「本件完全子会社化」という。）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。

このパナソニックによる完全子会社化における株式交換に反対した両子会社の株主は、会社法785条1項に基づき保有する普通株式を発行会社に対して「公正な価格」で買取よう請求した。パナソニック電工の複数の株主は2011年3月14日と18日に、三洋電機株主は2011年3月28日を株式買取請求日として、株式買取請求権を行使した。しかし、両者とも買取価格について協議が調わなかったことから、786条2項に基づき裁判所に対して価格決定が申立てられたのが本件二つの株式買取価格決定申立事件である⁽⁶⁵⁾。ここで以下本稿では、パナソニック電工側の株式買取価格決定事件においては、株式買取請求日が異なる2事件を、それぞれ「パナソニック電工事件①」と「パナソニック電工事件②」と呼び⁽⁶⁶⁾、一方で三洋電機側を「三洋電機事件」⁽⁶⁷⁾と呼ぶものとする。特に、パナソニック電工の両事件では、前述したように市場株価の終値ではなくVWAPが裁判所決定価格の算定で参照された点が興味深い。

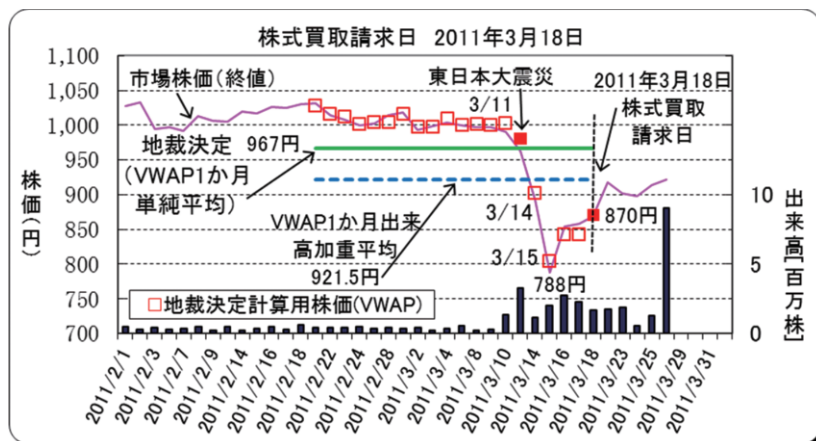
図表 3-1 パナソニックの組織再編に関連した二つの株式買取請求事件



1 パナソニック電工事件①（請求日3月18日）の場合

パナソニック電工事件①では、算定基準日（株式買取請求日である2011年3月18日）におけるシナジー分配価格を算定し、「公正な価格」は本件株式買取請求日前1か月間（2011年2月21日～同年3月18日）の出来高加重平均の平均値を参照し、1株当たり967円と定めるのが相当であるとした。なお、この1か月間の「出来高加重平均の平均値」（本稿では、「③ VWAP の単純平均」と分類している）とあるように、市場株価を平均することの論拠としては、東日本大震災発生の影響でパナソニック電工の市場株価は、本件株式買取請求日前後に乱高下していたから、本件株式買取請求日のみの単日の市場株価の終値や出来高加重平均（本稿では、「VWAP」と呼んでいる。）をもって、同日のシナジー分配価格であるとみることが偶然的要素による影響が大きすぎるからとしている。これについては学説からは「東日本大震災により株式市場が混乱したとの評価は不自然ではないが、このような重大な震災がA（パナソニック電工《注記・筆者》）の将来の業績や日本経済全体のファンダメンタルズに影響を与える可能性は極めて高いことを考慮すると、震災前の株価を含めた平均をとることには十分な説得力がないように思われる。」⁽⁶⁸⁾との批判がある。

図表 3-2 パナソニック電工事件①の決定価格と市場株価推移



図表 3-3 パナソニック電工事件①（請求日：3月18日）の平均株価等

平均方法\市場データ		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 964.7 円	③ VWAP の単純平均 967.0 円（決定価格 967 円）
	出来高加重平均	②終値の出来高加重平均 918.3 円	④ VWAP の出来高加重平均 921.5 円
単日株価		⑤算定基準日の終値 869 円	⑥算定基準日の VWAP 870.4 円（会社側主張価格 870 円）

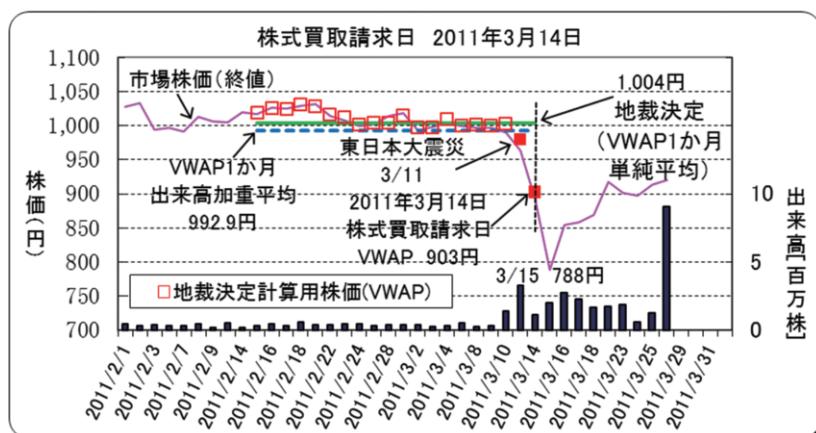
本件で興味深いのは、会社側（パナソニック電工を吸収合併したパナソニック）は、株式買取請求日（2011年3月18日）における VWAP（870 円）を主張していることである。VWAP にすべき理由としては、終値が単にその日の最後取引された価格に過ぎず、偶然の要素で決まる面もあるからとしている⁽⁶⁹⁾。それに対して裁判所は、「③ VWAP の単純平均」を採用し、単日ではなく、複数日の VWAP を単純平均した算定結果を採用した⁽⁷⁰⁾。なお、他の計算方法を採用した場合、どの程度の価格になるかを算定して比較した（図表 3-3）。

単純平均を用いた①と③との比較、あるいは出来高加重平均を用いた②と④との比較のように、同一の平均株価計算方法を使用する限りでは、参照する日次の市場株価が終値か VWAP かの違いによって、計算結果に大きな差は生じないようである⁽⁷¹⁾。同様に、終値を参照した①と②の比較、あるいは VWAP を参照した③と④の比較のように、平均株価の計算方法が単純平均か出来高加重平均かによって、計算結果に無視できない差額が生じている（図表 3-3）。これは3月11日の東日本大震災後の市場株価が出来高を伴いながら急落し、株価水準が低い期間に出来高が急増し（図表 3-2 参照）、相対的に大きな重み（出来高加重）がつけられたことによって、②や④の出来高加重平均による平均株価の計算値が小さくなったためである。このように、平均株価計算方法の違いによって40 円前後の差がつくが⁽⁷²⁾、出来高加重平均の方が低い価格となるが、計算期間における市場参加者の取引実態を反映しているといえよう。

2 パナソニック電工事件②（請求日3月14日）の場合

パナソニック電工事件②では、株式買取請求日が大地震の1営業日後の2011年3月14日となっており、裁判所の決定価格は、請求日以前の1か月間（2011

図表 3-4 パナソニック電工事件②の決定価格と市場株価推移



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円とされた。先のパナソニック電工事件①(買取請求日が3月18日)の967円と比較して、37円(=1,004円-967円)程度高い価格となっている。それはパナソニック電工事件②の場合、買取請求日が底値を付けた3月15日の前日であり、請求日当日の3月14日を除いた、それ以前の1か月間は、市場株価が急落した期間を含まないため(図表3-4)、パナソニック電工事件①の場合よりも相対的に高い市場株価が平均株価の計算に含まれたためである。パナソニック電工事件①と同事件②の計算結果の比較から、本事案の様に市場株価が大きく出来高を伴いながら変動する場合は、株式買取請求日の違いによって、平均株価の計算結果に差が生じることになる⁽⁷³⁾。

前節と同様に4種類の平均株価の計算結果を示した(図表3-5)。ここでも参照する日次の市場株価が終値かVWAPかの違いによって、計算結果に大きな差が生じないのは、パナソニック電工事件①(請求日が3月18日)の場合と同じ傾向である。もっとも単純平均か出来高加重平均かという違いによる、①と②または③と④の比較における計算値の差は10円から15円程度と、パナソニック電工事件①の場合が45円から50円程度であるのと比べると小さくなっている(図表3-5)。すなわち、パナソニック電工事件②では同事件①と比べて、大震災後の株式市場下落の影響をあまり受けてはいないからである。平均株価

図表 3-5 パナソニック電工事件②（請求日：3月14日）の平均株価等

平均方法\市場データ		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 1,001.1 円	③ VWAP の単純平均 1,004.0 円（決定価格 1,004 円）
	出来高加重平均	②終値の出来高加重平均 985.6 円	④ VWAP の出来高加重平均 992.9 円
単日株価		⑤算定基準日の終値 892 円	⑥算定基準日の VWAP 903.0 円（会社側主張価格 903 円）

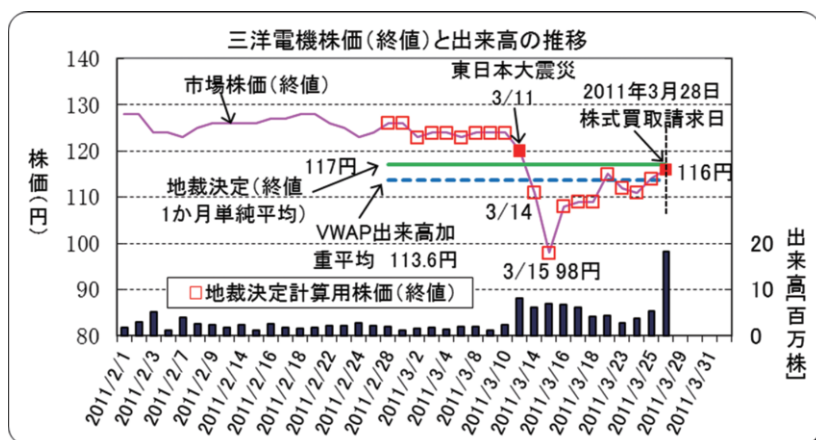
の計算に、震災後の市場株価がどの程度含まれていたかによって、4種類ある平均株価間の計算結果に生じる差額に違いが生じることになるが、逆に「平時」の場合には殆ど差が生じないことに注意が必要である。

3 三洋電機事件の場合

大阪地決平成24年4月27日では、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、本件対象株式の「公正な価格」は、本件買取請求日前1か月間（2011年2月28日～同年3月28日）の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。ここでは1か月間の「終値の平均値」（本稿では「①終値の単純平均」）を採用しているが、市場株価を平均することの論拠としては、パナソニック電工の両事件の場合とは異なり明確には判示されていない。市場株価を平均する期間のおおよそ中間地点に東日本大震災が発生したことから（図表3-6）、大震災前後のおおよそ等しい期間で市場株価の平均を計算していることになる。ここで興味深いのは、申立人である会社側（三洋電機）は、買取価格について、本件対象株式の「公正な価格」は、株式買取請求日（3月28日）の市場株価終値（116円）にすべきであると主張している。一方で、先に取り上げたパナソニック電工の両ケースで、会社側（パナソニック）は、参照する市場株価として終値ではなくVWAPによる価格を主張している。すなわち各事案において、三洋電機は終値をパナソニックはVWAPを主張しており、両者の違いが興味深いところである。

平均株価の計算方法として、単純平均と出来高加重平均のどちらを使用する

図表 3-6 三洋電機の市場株価推移と決定価格等



かによって、終値の場合では2.8円(①116.6円-②113.8円)、VWAPの場合では3.0円(③116.6円-④113.6円)の差額、率にして約2.5%が生じることになる(図表3-7)。何故このような差が生じるかは、パナソニック電工事件の場合と同様で、東日本大震災後の出来高を伴った大幅な株価の下落によるものである。前述したように、このような相場環境においては、出来高を伴って株価は急落するので、低株価にウェイトが掛かりやすい出来高加重平均は、単純平均よりも平均株価が低くなる傾向がある⁽⁷⁴⁾。

図表 3-7 三洋電機事件における請求日株価と4種類の平均株価

平均方法\市場データ		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 116.6円(決定価格:117円)	③VWAPの単純平均 116.6円
	出来高 加重平均	②終値の出来高加重平均 113.8円	④VWAPの出来高加重平均 113.6円
単日株価		⑤算定基準日の終値 116円(会社側主張価格116円)	⑥算定基準日のVWAP 116.6円

注：本件の株式買取請求日は3月28日となっている。

会社側主張価格が「⑤算定基準日の終値」すなわち請求日の終値である 116 円であるのに対して、裁判所の決定価格が「①終値の単純平均」による平均株価計算方法を用いた 117 円としているから、決定価格だけをみればほぼ会社側の主張が認められたことになる。「①終値の単純平均」による計算を小数点第一位まで行くと 116.6 円であり、会社側主張の 116 円と 60 銭の違いでしかない。そのような場合にまで、あえて平均株価を採用することの意味が不明である。さらには、三洋電機事件決定（大阪地決平成 24 年 4 月 27 日）の 2 か月前に、テコモ最高裁決定（最二小決平成 24 年 2 月 29 日）で請求日における市場株価を参照すべきとする決定が出ているわけであるから、最高裁決定を踏襲して請求日の市場株価を参照するのが順当であったように思われる。

あくまで推測になるが裁判所はパナソニック電工事件決定（大阪地決平成 24 年 2 月 10 日）で既に請求日以前を計算期間とする平均株価を決定価格として採用していたことから、それとの整合性を取った可能性もある。会社側（三洋電機）においても「②終値の出来高加重平均」や「④VWAP の出来高加重平均」による計算方法を主張すれば、若干低い価格となる 113.8 円あるいは 113.6 円となることから（図表 3-7）、会社側にとっては出来高加重平均を使用することが有利な選択肢であったことになる。

4 小括

株式買取請求日が 2 種類あるパナソニック電工事件と三洋電機事件における株式買取価格決定に関して、裁判所の決定価格と他の平均株価計算手法による買取価格の計算値を比較し、検討してきた。これら両事件とも、東日本大震災関連の株式市場の暴落の影響を大きく受けた期間に、株主は株式買取請求を行っている。そのため平均株価を計算するための請求日以前の期間においては、市場株価（終値とVWAP）が大きく下げてしまい、裁判所は市場株価が企業のファンダメンタルな価値から乖離していると判断したようだ。そこで、相対的に株価の高い震災前の株価が反映されるように平均株価（単純平均）による買取価格決定をしたようにもみえる。この震災前の株価の平均をとることについては、十分な説得力がないと学説からの批判がある。

両事件に共通するのは、平均株価の計算方法について、これまでの裁判実務で多く採用されている「③終値の出来高加重平均」を採用せずに、裁判例のほ

とんどない「単純平均」を採用している点である。パナソニック電工事件の場合は「③ VWAP の単純平均」で、三洋電機事件の場合は「①終値の単純平均」となって、両者とも単純平均を使用してはいるが、参照する市場株価が終値か VWAP かで異なっている。このような違いは、両事件の場合とも買取請求日における単日の市場株価 (それぞれ、終値または VWAP) にすべきとするそれぞれの会社側主張を採用した結果であると思われる。

特にパナソニック電工の場合は理論的で経済的意味のある VWAP を採用している点で画期的ではある。単純平均を採用した理由としては、出来高加重平均を計算するために必要な出来高データの提示がなかったため、裁判所としては単純平均を採用せざるを得なかったと推測できるが⁽⁷⁵⁾、この事情は恐らく三洋電機事件の場合も同様であったと思われる⁽⁷⁶⁾。何れにしても、両決定の株価平均方法として単純平均を採用したことは、近年の下級審決定においても採用されていない計算手法でもあるため、その採用においては、単に「裁判所の裁量」とするだけでなく、判断理由を明確に示すべきであったと思われる。

(75) 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 頁では、パナソニックの連結子会社に対する完全子会社化に関連した二つの株式買取価格決定事件について、株式買取価格の「公正な価格」(会社法 785 条 1 項)が決定される過程や計算方法といったやや技術的な論点を中心に検討している。特に、企業価値の毀損有無ないしは増加の有無、さらに企業価値が不増加であると仮定して「ナカリセバ価格」を算出するための株価補正に関しての定量的な分析を行っている。

(76) 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「パナソニック電工株式買取価格決定申立事件決定」を「パナソニック電工事件①」とし、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 頁と同抗告審である大阪高決平成 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「パナソニック電工株式買取価格決定申立事件抗告審決定」を「パナソニック電工事件②」とする。なお、パナソニック電工事件①では買取請求日は 2009 年 3 月 18 日で決定価格が 967 円あり、パナソニック電工事件②では、東日本大震災の翌営業日となる 2009 年 3 月 14 日で決定価格が 1,004 円となっている。この事件②では、会社側 (パナソニック) が抗告し、株主側が附帯抗告したが、大阪高決平成 24 年 5 月 30 日では抗告と附帯抗告とも棄却する決定をしている (商事法務 1968 号 52 頁参照)。

(77) 大阪地決平成 24 年 4 月 27 日・前掲注 36)。

- (68) 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〔下〕」商事法務 1968 号 (2012) 12 頁〔付記〕。さらに同論文では、「オーバーシュートینگが是正されたのだとすればむしろ、基準日後の期間の株価を含めて平均をとるのが穏当であろう（基準日前の期間の株価の平均をとることが許されるのであれば、基準日後の期間の株価を含めた平均をとることも、事情次第では裁判所の裁量の範囲内であると解する余地があるのではないか。）」との見解を示している。こうなると、算定基準日が異なる株式買取請求権行使時説を裁判所が採用したことの意味がなくなり、株式買取請求期間満了時説や組織再編の効力発生時説を採用した場合の計算結果に近いものになり、両説の再検討の余地は残されているように思われる。むしろそうであれば一層算定基準日を特定の一時点（例えば、市場取引最終日や株式買取請求期間満了日など）にして、その日を起点とした一定期間において「④ VWAP の出来高加重平均」の算定方法を採用するという方法も検討に値すると思われる。
- (69) 単日の市場株価を採用する場合は、偶然の要素で決まる面もある終値ではなく VWAP を主張している点で注目できよう。本稿においても、単日の市場株価を参照する場合は VWAP を使用すべきであると考えているが、同日の終値が 869 円であり、VWAP の 870 円とはあまり差がない。もっともこのことは「偶然の要素」によるものであるが、始値と安値が同額の 857 円であり、高値が 883 円で 26 円の範囲で株価が変動していることから VWAP を主張することには一定の合理性があると思われる。
- (70) パナソニック電工事件①（請求日：3 月 18 日）を具体例として、4 種類の平均株価の具体的な計算方法について、巻末付録 3 に数字でわかるように計算表を提示しているので参照のこと。
- (71) 市場株価における終値か VWAP の違いによる差異については、巻末付録 1 で検討している。東日本大震災後の数営業日のような大きな株価変動がある時には、両者の差異が大きくなっている様子が目視でも確認できるが、「平時」の場合は大きな差はないようである（図表 A-1）。
- (72) 仮に市場株価の取引高が平均する期間中一定に推移すれば、単純平均と出来高加重平均で平均株価の計算結果には、ほとんど差がないと考えられる。その理由は数学的に証明することは可能であり、巻末付録 2 の式 (A-3) を導出した後に簡単な証明をしている。本事案は三洋電機事件とともに、株式買取請求日前後において市場株価が東日本大震災の影響を大きく受け、出来高を伴った株価の大幅な下落からセリング・クライマックスを向かえ、その後の回復局面があり、通常ではない株式市場環境にあったことが影響していたので、単純平均と出来高加重平均の何れを採用するかで算出結果に差が出る典型的なケースであったといえよう。
- (73) パナソニック電工事件は、株式買取請求期間にリーマンショックがあったインテリジェンス事件（前掲注 41）と前掲注 37)) のケースと似ている。リーマンショック前後で、補正株価（または予想株価）ベースの高低差が 6 % 程度あり大きく変動した。この点に関しては、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) 45 頁で検討している。
- (74) 本件 2 事案に共通することではあるが、特に三洋電機事件では株式買取請求日が 3 月 28

日の取引最終日となっており、この取引最終日に突出した出来高 (1,814 万株) があるので (図表 3-6)、仮に終値の出来高加重平均で平均株価を計算した場合は、取引最終日の市場株価終値 (116 円) に最も大きな加重 (21%) が加かることになる。1 か月は約 20 営業日あるので、1 日当たりの平均的な加重 (ウェイト) は約 5% となり、21% は通常の 4 倍のウェイトが掛かることになる。このように出来高加重平均の場合は特定の日に大きな加重がかかる場合もあるが、それは出来高が多いということは、その背景に多くの市場参加者の意思と行動があったことを意味しており、それはそれで経済的実態を反映した数値であるといえる。

- (75) 判例時報 2152 号・前掲注 66) 142 頁の決定書によれば、別紙の「株価推移表」に「平成 22 年 7 月 28 日以降平成 23 年 3 月 28 日までの間の、パナソニック電工の株式の東京証券取引所における終値及び出来高加重平均 (VWAP 《注記・筆者》)」があるとしており、推測になるが出来高加重平均を計算するために必要となる出来高の時系列データが含まれていなかった可能性がある。つまり、単に終値と VWAP の 2 種類の時系列データしかなかったため、裁判所は出来高加重平均ができず単純平均を採用せざるを得なかったと推測される。

このような場合、非訟事件では職権探知主義 (非訟事件手続法 49 条 1 項) であるから、証拠を裁判所の職権で探索できるならば、裁判所は自前で出来高や売買代金のデータを取得し計算した結果を決定価格とすることも可能のように思われる。しかし、大阪地方裁判所商事研究会「新しい非訟事件手続法と大阪地裁商事部の運用〈第 6 回〉株式買取価格決定申立事件」金融法務事情 1969 号 (2013) 65 頁によれば、株式買取価格決定申立事件の審理は当事者主義的手続運営がなされており、「裁判所は、当事者等から指摘のあった事項に十分な検討を加えた上で公正な価格を決定することになるのであり、裁判所において一から十まで資料を集めて株価を算定し直すということはない。」とし、「公正な価格の審理は、当事者等の主張・立証に支えられている」という。とすれば、裁判所にデータ取得に必要なリソースがない場合には、非訟事件手続法 49 条 2 項より、当事者に、適切かつ迅速な審理及び裁判の実現のため、事実の調査及び証拠調べに協力させるようにすれば良いようにも思われる。この点については、大阪地方裁判所商事研究会「新しい非訟事件手続法と大阪地裁商事部の運用〈第 8 回・完〉会社非訟事件と今後の展望」金融法務事情 1971 号 (2013) 75 頁によれば、「従来の実務である当事者主義的な手続運営との関係で、職権探知の建前のもとで裁判所と当事者との役割分担をどう考えるかという大きな問題でもある。」ということから、議論の余地は残されているようである。

- (76) 金融・商事判例 1396 号・前掲注 36) 49 頁の決定書によれば、別紙の「三洋電機株式会社市場株価推移表」に「平成 22 年 1 月 25 日以降平成 23 年 3 月 28 日までの間の、三洋電機の市場株価」があるとしており、あくまで推測になるが出来高の時系列データが含まれていなかった可能性がある。つまり、単に終値 (ここでの市場株価) の時系列データしかなかったため、ここでも裁判所は出来高加重平均ができず単純平均を採用せざるを得なかったものと推測される。

IV 株式買取請求日を算定基準日とすることの問題点

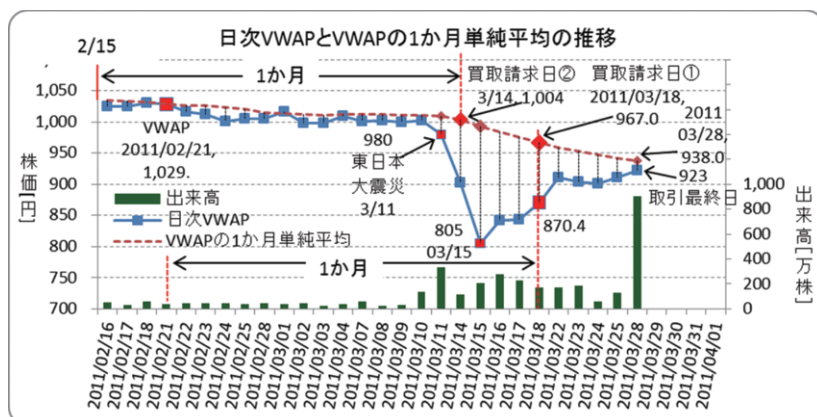
近時の最高裁決定において株式買取請求権行使時説が採用されているが⁽⁷⁷⁾、従来から学説では「公正な価格」の算定において請求株主毎に異なる請求日を算定基準日とすることには反対説⁽⁷⁸⁾がある。それに関連して、株式買取請求日毎に請求日以前の市場株価（終値またはVWAP）を平均株価の計算に含める場合に、技術的な問題点が生じる場合があることを本章の1節と2節の事例研究で示す。この技術的な問題点は請求日毎の単日の市場株価を参照する場合には解消されるが、今度は市場株価における終値とVWAPとの選択問題があり、その点について本章の3節と4節の事例研究で検討している。

「公正な価格」を計算するために市場株価の平均を計算することについては、「平均値の利用が株価の一時的な変動要因の排除という趣旨に沿った形でなされるようにする必要がある。」⁽⁷⁹⁾として市場株価の平均値を計算することの必要性については肯定的な見解が有力である。しかし、「全体として株価が下落傾向にあったような場合においては、評価の基準となる一定時点から過去にさかのぼって一定期間の平均値をとることは、その結果として（株価の一時的な変動要因を排除するという趣旨を超えて）過大な評価をもたらすことになり、逆に、株価が上昇傾向にあったような場合には、過小な評価をもたらすことになる」⁽⁸⁰⁾という注意点も指摘されている。本章の事例研究で扱うパナソニックの組織再編に関連した2事件においては、東日本大震災後の株式市場の暴落と急上昇というV字回復局面が取扱われることになるが、裁判所の決定による平均株価の計算が「株価の一時的な変動要因を排除するという趣旨」に合致したものであるかが問題になるところであろう⁽⁸¹⁾。

1 パナソニック電工事件の場合

パナソニック電工事件で裁判所は、日次の市場株価としてVWAPを参照した点は高く評価できるが、それら日次VWAPを1か月間で単純平均していることについては、既に理論的ではないという欠点を指摘してきたが、それとは別の問題を生み出している。これは複数の算定基準日である株式買取請求日において、請求日以前の市場株価を参照して平均すること自体に起因する問題点である⁽⁸²⁾。ここでは、異なる複数の株式買取請求日がある場合に、各請求日毎

図表 4-1 パナソニック電工：日次 VWAP と VWAP の 1 か月単純平均の推移



に計算した平均株価の大小関係についての問題点を検討する。

日次 VWAP と VWAP の 1 か月単純平均の推移を観察すると、東日本大震災が発生する前日 (2011 年 3 月 10 日) より前の時期では、両方の数値にはあまり差が生じていないが、大震災当日の 2011 年 3 月 11 日以降から両者に乖離が生じている (図表 4-1)。特に震災発生から 2 営業日後の同年 3 月 15 日においては、株式買取請求があったわけではないが、同日の VWAP が 805.1 円であるところ、裁判所が採用した計算方法である 1 か月平均で計算すると 993.3 円となり、平均株価と単日市場株価 (VWAP) との差は 188.2 円 ($=993.3 \text{ 円} - 805.1 \text{ 円}$) で、比率にすると 23.4% にもなる (図表 4-2)。すなわち平均株価を採用することはある意味、これだけの差額が事実上「補填」されるともいえよう。これは株式買取請求株主間の平等の観点から問題があるように思われる⁽⁸³⁾。

さらに問題が深刻なのは、3 月 15 日の日次 VWAP が 805.1 円で、翌営業日の 18 日では 870.4 円と約 65 円の上昇となったが、「VWAP の単純平均」による平均株価では、3 月 15 日が 993.3 円で、翌営業日の 18 日では 967.0 円となり、逆に約 26 円の下落となっている (図表 4-2)。つまり、この両日における二つの数値の大小関係が、完全に逆転 (ここでは、「ねじれ現象」という。) することになり、結果的に最悪の請求日 (この場合、3 月 15 日) を選択した株主に最大の「補填」(188.2 円) を認めることとなり問題である。株式買取請求株主が単独であったり、あるいは株式買取請求株主が複数でも買取請求日が単一で

図表 4-2 パナソニック電工：主な日における株価データ

株価\日付	2/21	3/11	3/14*	3/15	3/18*	3/28
① 株価終値 [円]	1,032	963	892	788	869	921
② VWAP [円]	1,028.6	980.3	903.0	805.1	870.4	922.6
③ VWAP の単純平均 [円]	1,029.7	1,009.8	1,004.0	993.3	967.0	938.0
④ 乖離額 (③-②) [円]	1.1	29.5	101.0	188.2	96.7	15.4
⑤ 乖離率 (③-②)/②	0.1%	3.0%	11.2%	23.4%	11.1%	1.7%

注：日付の「*」は株式買取請求日を示す。平均期間は1か月。

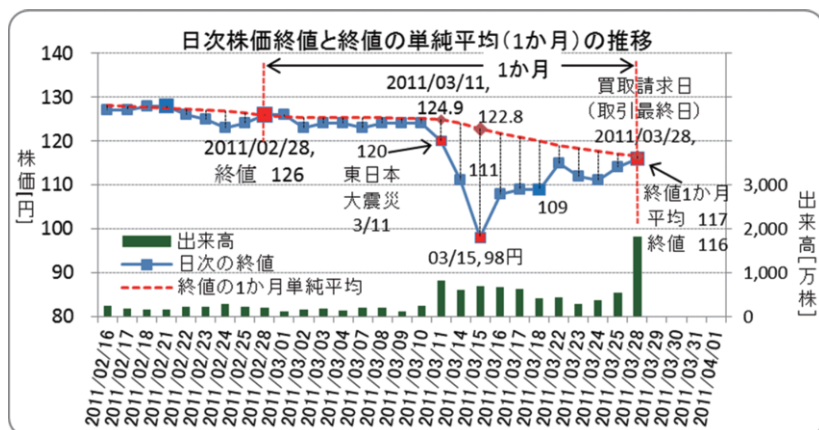
あったりする場合は問題が顕在化することはないと思われるが、このような状況において平均株価を決定価格とするのは問題があろう⁽⁸⁴⁾。

裁判所におかれては、当事者が提出した証拠資料を基礎として審理し、価格決定することになるとはいえ、当事者から提出された資料で、当該買取請求日を算定基準日として、1種類だけの計算方法による平均株価しか示されていないような場合には、特に注意が必要である⁽⁸⁵⁾。パナソニック電工事件決定を見る限り、以上述べてきたように単日の市場株価（VWAP）と複数日における単純平均株価の乖離額が算定基準日（請求日）毎に大きく異なる問題と、それにより両数値間の大小関係が請求日の違いで逆転してしまうという二つの問題点から、本事案においては複数日の市場株価を平均して決定価格とすることについては「裁判所の合理的な裁量」をもってしても問題があるように思われる⁽⁸⁶⁾。

2 三洋電機事件の場合

パナソニック電工事件で既に指摘した複数の株式買取請求日が存在すると仮定した場合の平均株価に関連する同様の問題点について三洋電機事件の場合も同様に検討する。同事件では、株式買取請求日が2011年3月28日で、この算定基準日以前の1か月間（2011年3月1日～同年3月28日）の「①終値の単純平均」を計算し、117円を決定価格としている。パナソニック電工事件決定の場合との違いは、買取請求日は勿論のこと計算に用いる市場株価の種類がVWAPではなく終値であるということである。また株式買取請求日が取引最終日（上場廃止日前日）で、大震災（3月11日）後から請求日（3月28日）までの間は、10営業日が経過し、3月28日の終値は116円で、平均株価による決定価格が

図表 4-3 三洋電機：日次の終値と終値の1か月単純平均の推移



図表 4-4 三洋電機：主な日における株価データ

株価\日付	2/28	3/11	3/14	3/15	3/18	3/28*
①株価終値 [円]	126	120	111	98	109	116
②終値の単純平均 [円]	125.9	124.9	124.2	122.8	120.0	116.6
③乖離額 (②-①) [円]	-0.1	4.9	13.2	24.8	11.0	0.6
④乖離率 (②-①)/①	-0.1%	4.1%	11.8%	25.3%	10.0%	0.5%

注：日付の「*」は株式買取請求日を示す。平均期間は1か月。

117円であるから、1円の差でしかないことになる（図表4-3）。

ここでも平均株価の計算期間が東日本大震災前後の期間を含んでいるため、前述したパナソニック電工の場合と同様の「ねじれ現象」に起因する問題点が起きる可能性がある。グラフの推移からも分かるが、特に震災直後の数日間、日次終値と同1か月平均株価の乖離が大きく、またその乖離額も日によって大きな差がある。最大の乖離額は3月15日で24.8円(=122.8円-98円)、終値に対する率では25.3%となっている（図表4-4）。

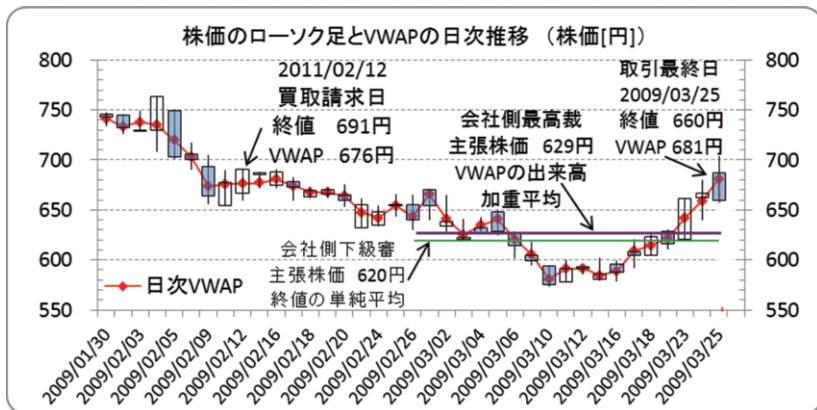
ここで問題となるのは、例えば3月15日と3月28日(株式買取請求日)の大小関係であろう。両期間の終値で比較すると18円(=116円-98円)ほど3月28日が上回っているのに対して、終値の1か月平均株価では逆に3月15日の株価

が上回っているという逆転あるいは「ねじれ現象」が起きている。すなわち異なる二つの請求日間で単日市場株価の大小関係と平均株価の大小関係が逆転してしまうということにより、結果として最悪の請求日を選択した株主が最も高い「補填」（平均株価との差額）を受けられるという点が不公平になるのは、先のパナソニック電工の場合と同様である。このように単日の市場株価と平均株価の乖離の問題と、異なる観察時点における単日の市場株価と市場株価の平均の二つの価格の大小関係がねじれることから、本事案においても1か月平均株価を採用するということは、買取請求日が単一であったにしても、潜在的な問題を含んでいるように思われる⁽⁸⁷⁾。

3 テクモ事件差戻審高裁決定（終値とVWAPの選択問題）

テクモ事件差戻審高裁決定⁽⁸⁸⁾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」とした許可抗告審決定を受け、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⁽⁸⁹⁾（図表4-5）。つまり、同差戻審では、本稿における「⑤算定基準日の終値」と単日の市場株価終値を参照する価格決定方法を採用したことになる。地裁と高裁決定価格の

図表 4-5 テクモ株価推移：日次のローソク足（四本値）とVWAPの推移



747円と比較して、最終的に紆余曲折がありながら56円(=747円-691円)安くなっている⁽⁹⁰⁾。

2009年2月12日の四本値(始値、高値、安値、終値)とVWAPを見ると(図表4-5)、終値の691円は同日の高値でもあるから(図表4-6)、本件買取請求日においては「高値引け」⁽⁹¹⁾したことになる。同日のVWAPが676.1円であるから終値との差額は15円で率にすると2.1%の差になるが⁽⁹²⁾、この差額が裁判所の「合理的な裁量」の範囲内にあるのであれば、同日の売買取引による平均約定価格であるVWAP(676.1円)を採用するのが、学説における議論を踏まえるとより公正であると思われる⁽⁹³⁾。さらに、本件の両当事者においても長い審理の過程で、一部VWAPを用いた決定価格の主張や証拠資料を提出しているのだから、仮に裁判所が裁量でVWAPを基礎とした価格決定(ただし、「③VWAPの単純平均」は除く)をしたとしても、両当事者にとって特段の違和感はないと思われる。

次に、株式買取請求日(2009年2月12日)を挟んだ3日間の終値の推移をみると、677円、691円(+14円)、685円(-6円)となっており(図表4-6)、この3日間で株価は上昇して下落したことになる。しかし、VWAPの推移をみると675.6円、676.1円(+0.5円)、676.9円(+0.8円)となっており、3日間だけを観察する限りでは、連続でVWAPは上昇しているが上昇幅は小さい。必ずしも全ての期間で終値とVWAPの価格変動の相関関係が同じになるとは限らないが、この3日間を観察した限りでは、VWAPは終値よりも日次の変動幅が小さいように見える。しかし、終値とVWAPの日次収益率との相関関係を回帰分析によって検証し、また両収益率の分散比の仮説検定をしたものを巻末付録4(図表A-10)にて提示したが、少なくとも分析に利用したデータの取得

図表4-6 テクモ事件：株式買取請求日(2009年2月12日)前後の市場株価

日付\市場 データ[円]	始値	高値	安値	終値	VWAP	終値 -VWAP	出来高 [株]
2009/02/10	654	690	654	677	675.6	+1.4	28,300
2009/02/12	667	691	660	691(+14)	676.1(+0.5)	+14.9	20,200
2009/02/13	687	688	672	685(-6)	676.9(+0.8)	+8.1	20,700

注：() の中の数値は前日比を示している。

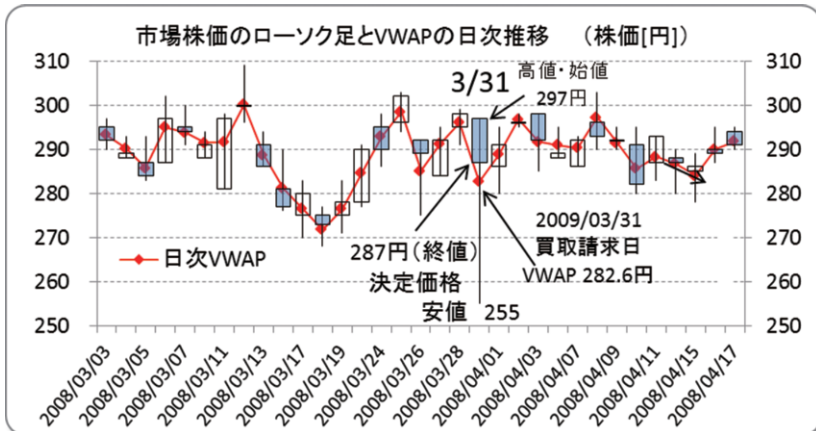
期間の範囲内では、VWAPの日次収益率の変動性は終値のそれよりも小さいという結果を得ている⁽⁹⁴⁾。

以上から、算定基準日を株式買取請求日として、単日の市場株価を参照するのであれば、「偶然的な要素による変動の影響」を終値よりは受けにくいと考えられるVWAPを採用すべきであり、本事案においては、会社側は買取請求日におけるVWAP(676.1円)を採用すべきと主張すべきであり、その際VWAPだけでなく同日の終値(691円)の両方を提示し、どちらがより適切であるか裁判所の判断に委ねるべきであったと思われる⁽⁹⁵⁾。

4 三共生興事件決定（終値とVWAPの選択問題）

三共生興事件決定⁽⁹⁶⁾はテクモ事件差戻審高裁決定と同様に、単日の市場株価の終値が株式買取価格として採用された事案である。東証一部及び大証一部上場の株式会社である三共生興株式会社（以下「三共生興」という。）が、株式の94.77%を所有する連結子会社との間で、三共生興を吸収合併存続会社とし、効力発生日を2008年4月1日とする合併契約（簡易合併、略式合併。以下、「本件合併」ともいう。）を締結したことに對して、三共生興株式282万9300株を有する株主が当該合併に反対し、保有株式を公正な価格で買い取るよう請求したが、

図表 4-7 三共生興：日次のローソク足（四本値）とVWAPの推移



買取価格について協議が調わず、買取価格の決定が裁判所に申し立てられた事案である。本件合併によって、企業価値または株主価値が毀損されておらず、買取請求日(2008年3月31日)での市場株価の終値である287円をもって、「公正な価格」とした(図表4-7)。なお市場株価の参照日を買取請求日とした理由としては、反対株主が会社に対して、株式買取請求の意思表示を行い、それが会社に到達したときに売買契約が成立したのと同様な関係が形成されるとしている。

株式買取請求日である2008年3月31日の三共生興株は、始値と高値が297円で安値が255円となっており(図表4-8)、その差は42円で始値に対する比率にすると10%以上も変動したことになる。しかし、終値(287円)とVWAP(282.6円)との差4.4円は意外と小さく、率にしても2%弱と小さい。買取請求株数が少ない場合は紛争当事者にとって大きな問題とはならないが、本件のように買取請求株式数が282万9,300株になると株価が4円変動すると、買取総額が1,100万円以上変動することになり、40円変動すると1億円以上変動することになる。

次に、株式買取請求日(2008年3月31日)を挟んだ3営業日の終値の推移をみると、298円、287円(−11円)、291円(+4円)となっており(図表4-8)、市場株価は下落してから上昇したことになる。同様にVWAPの推移をみると296.1円、282.6円(−13.5円)、288.9円(+6.3円)となっており、終値と同様の変動を示している。しかし、先のテクモ事件の場合とは異なり、VWAPのほうが終値よりも日次の変動幅が大きいように見える。ここでも前節と同様に、巻末付録5において、終値とVWAPの日次収益率の分散比の検定を行っており、統計的に有意ではないが、少なくとも分析に利用したデータ取得期間の範

図表 4-8 三共生興事件：株式買取請求日前後の市場株価

日付\市場 データ[円]	始値	高値	安値	終値	VWAP	終値 -VWAP	出来高 [株]
2008/03/28	295	299	291	298	296.1	+1.9	66,000
2008/03/31	297	297	255	287 (−11)	282.6(−13.5)	+4.4	65,300
2008/04/01	286	295	280	291 (+4)	288.9(+6.3)	+2.1	62,300

注：() の中の数値は前日比を示している。

圏内では、VWAPの日次収益率の分散は終値のそれよりも小さいというテクモの場合と類似した結果を得ている。このことから単純に、請求日前後の短期間における市場株価の変動性だけで終値とVWAPのどちらを採用すべきか判断できないが、やはりここでも学説で主張されているVWAPを採用すべきと思われる。

一般に会計年度末における保有株式の終値は、金融商品の時価会計などの財務会計上意味のある数値であるが、売買取引の契約価格を決める場合としては、一時点のストック（資産）を評価する終値よりも、むしろ一定期間における売買代金（約定価格）の平均値といったフロー（収入）の数値としてVWAPを選択するのが自然であろう。これが株式買取価格決定における「公正な価格」に単純に適用できるかは学説の深化が待たれるところである。また、請求日前後の三共生興の出来高をみても1営業日あたり6万株程度で（図表4-8）、反対株主の買取請求株式数が282万9,300株であったことからして、1営業日ではとても市場で吸収できる量ではない。株式買取請求制度によって会社が果たす重要な経済的機能の一つが流動性の供給であるとすれば、証券会社が流動性供給者としての役割を果たす「VWAP ギャランティー取引」において、VWAPを取引価格とする商取引慣行があるのだから、株式買取請求における株式買取価格においてもVWAPを使用しても特段不自然ではないように思われる。

5 小括

株式買取請求期間内において東日本大震災が発生した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事件を題材に、「公正な価格」を算定するために市場株価を参照する場合、潜在的に起きる問題点について検討した。両事案においては、参照する市場株価が「V字回復」の前後を含む期間であり、当該期間の市場株価で平均株価を算出する場合においては、異なる複数の算定基準日（株式買取請求日）で平均株価を算出するような場合は、参照する市場株価と平均株価との大小関係に「ねじれ現象」が起こるという問題が生じる。つまり、株式買取請求日説を採用し、複数日の算定基準日で算出した平均株価をそれぞれの「公正な価格」とするのには潜在的な問題がある。

この潜在的な「ねじれ現象」の問題を回避するためには、株式買取請求日毎の単日の市場株価を参照し買取価格とすべきことになるが、単日の市場株価と

して終値とVWAPのどちらを参照すべきかという問題がある。この選択問題については、「公正な価格」として株式買取請求日の市場株価終値が採用されたテクモ事件差戻審高裁決定と三共生興事件決定の二事案を検討した。両事案とも実際に、市場株価として終値かVWAPかの選択が争点となったわけではないが、「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を参照することによってある程度防止が可能であると思われる。さらにVWAPは同日における平均取引価格(約定価格)というように経済的に意味がありかつ同日の市場取引の実態を反映している点で理論的であり、さらに株式市場外での相対取引における取引価格として、商慣行上も広く採用されていることから考えると、株式買取価格決定においてはVWAPを採用すべきという結論になる。

事案によっては、平均株価を計算するための計算期間における市場株価が投機的な要因等によって大きく変動したような場合は、単日の市場株価を採用せずに、算定基準日以前の複数日における市場株価を参照し、請求日毎に算出された平均株価を、裁判所としては採用したくなる場面もありうる。本稿において先にその弊害を指摘していることから、そのような場合は買取請求日毎に平均株価を計算するのではなく、算定基準日を複数ある買取請求日とは関係なく、例えば、株式買取請求期間満了日や市場取引最終日など一律の算定基準日に決め、その日以前の一定期間における市場株価の平均(「④VWAPの出来高加重平均」)を採用すべきであると考え⁽⁹⁷⁾。

最後に、本稿では株式買取価格決定申立事件で市場株価を採用することを前提に議論を進めてきた。学説でも議論になっているように、「公正な価格」の決定において、そもそも市場株価を参照してよいか、あるいは市場株価は本当に使えるのか、という根本的な問題には何も触れていないどころか、むしろ意識的に避けていた嫌いもある。この点については、市場株価の情報効率性⁽⁹⁸⁾の問題やマイノリティ・ディスカウント⁽⁹⁹⁾などの議論がなされており、今後の検討課題とする。

(77) 最一小決平成23年4月19日・前掲注1)、最一小決平成23年4月26日・前掲注55)、および最二小決平成24年2月29日・前掲注10)の三つの最高裁決定から、「ナカリセバ価

格」あるいは「シナジー適正分配価格」において、市場株価（あるいは補正株価）を参照するための算定基準日は株式買取請求日となっている。

- (78) 神田・前掲注 9) 11 頁によれば、「株式買取請求権の行使時を買取価格の算定基準時とすると、株主ごとに買取価格が異なるという事態が生ずることになるが、前述したようにそれは妥当とはいえないので、反対株主が複数存在し異なる時点で株式買取請求をした場合には、たとえば算定基準日は買取請求期間の満了日とするといった処理をすることが妥当であるように思われる。あるいは、法的な意味での買取りの効力発生時をもって算定基準日とすることも考えられる。」としており、株主ごとに買取価格が異なることを株式買取請求権行使時説への批判の理由としている。

また、田中・前掲注 14) 65 頁によれば、「基本的に買取請求時を基準時とするのが、最も理に適うと考えている。」としつつも、「買取請求時を基準時にするという考え方を文字どおり適用すると、反対株主がいつ買取請求をしたかによって、基準時ひいては買取価格が異なりうる。(中略・筆者) 反対株主がいくらか不平等感を感じる可能性は否定できないし、買取請求の時点に応じて買取価格を変えることは会社(価格決定手続では裁判所)の事務処理上も負担であろう。」として買取請求時点が複数あることの弊害を指摘している。そこで、便宜的に買取請求期間の満了時に基準時を統一するのが合理的であるとしており、その理由として「それ以外の時点を基準にすると、少なくとも理論上は、反対株主が買取請求をするかどうかを決める前に『公正な価格』が決まることになり、株主が現在の市場価格と『公正な価格』を比較して株式買取請求するかどうか決めるという、リスクのない投機が可能になるからである。」(田中・前掲注 14) 65 頁脚注 (18)) としている。ここで「リスクのない投機が可能」になるには、「公正な価格」が複数日における市場株価の平均によって計算される場合は勿論のこと(前掲注 14)), 単日の市場株価を参照する場合であっても問題になると思われるが、何れにしても算定基準時決定の議論については、「公正な価格」の決定方法(単日株価または平均株価)との組み合わせで議論すべきであると思われる。

また、最三小決平成 23 年 4 月 19 日・前掲注 1) における那須裁判官の反対意見によれば、「買取請求に係る株式の『公正な価格』の決定が、非訟事件手続により裁判所の裁量によって形成的に決定されることとされている点からみても、『公正な価格』決定の基準日を何時にするかは裁判所の裁量に委ねられており、ただ基準日の採用につき裁量権逸脱等の違法が認められるときに限って、原審の判断を覆せば足りると解すべきである」として、算定基準日の決定については裁判所の裁量とすべき見解もある。学説では、永永・前掲注 32) 11 頁によれば、「基準時の選定についても、何が公平なのかという観点から判断を行うことができる」と考えられる。」として、裁判所の裁量によるべきとの見解を取っている。

- (79) 神田・前掲注 9) 11 頁。ここでの変動要因は個別銘柄固有の事情による変動を意味しているのではないと思われる。とすれば、東日本大震災後における株式市場全体の大幅な下落に連動した個別銘柄の下落は、例えば「一時的な変動要因」は該当しないのではないと思われる。

- (80) 神田・前掲注 9) 11 頁。

- (81) 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)27頁脚注(6)によれば、「東日本大震災の企業価値への影響を受けた株価の下落を買取価格に反映させるべき旨の判断をしつつ、震災前の期間約3週間を含む1か月の出来高加重平均を買取請求時の公正な価格としているのも、手段が目的に整合的ではないという問題がある」と批判している。また、弥永・前掲注15)9頁によれば、「異なる環境と状況の下での複数の株価をそのまま平均することには合理性があるとはいえないはずであり、一定期間の平均値をとることに相当の合理性を有する根拠(オーバーシュートリング)が認められるとしても、そのことが補正の必要性を否定する根拠とはならない。」としており、平均の対象となる期間において東日本大震災の前と後という異なる二つの市場環境が混在する場合に、市場株価の平均をすべきではなく、震災前と後の各期間における市場株価の整合性を担保するためには、むしろ株価に補正をすべきであるとの見解であると考えられる。

事案は異なるが類似の議論として、森田果「法律家のための実証分析入門[第6回]☆もりはつ☆の59%は勢いで出ています——R2」法セミ686号(2012)58頁脚注(8)によれば、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37))においては、株式買取請求権行使可能期間内においてリーマンショック(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。このような時期に重なることもあり、「ナカセバ価格」算出のために市場株価を補正するのであるから、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は、「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。」として批判している。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にそのようなことが必要になるかは疑問である。

- (82) 特に本件では買取請求が可能な期間内において東日本大震災が起き、さらにそれに伴う福島第一原子力発電所事故の影響で株式市場全体が「V字型」カーブを描くように株価が暴落した後に急反発した時期と重なることから、問題がより鮮明に浮き上がったように思われる。また本稿では、平均株価の算定方法として理論的で経済的実態を反映した「④ VWAPの出来高加重平均」を使用すべきであるとしているが、この章で扱う問題においては、市場株価を平均すること自体に問題が生じるということから、「④ VWAPの出来高加重平均」を採用したからといって問題は解決しないことに注意が必要である。
- (83) 算定基準時を株式買取請求権の行使時とする株式買取請求権行使時説を採用する限り、請求日の違いから株主間で買取価格が異なり得るため、株主間の不公平感が存在する場合もあることから有力な反対説があった(神田・前掲注9)11頁と田中・前掲注14)64-65頁参照)。もっとも、ここで問題とする株式買取請求株主間の「不公平」とは請求日毎に買取価格が異なることではなく、「補填」される額(平均株価と単日市場株価の差額)が請求日毎に異なることにより、異なる二つの請求日間で単日株価による大小関係と平均株価による大小関係が逆転してしまうという、いわゆる「ねじれ現象」が起きる可能性があり、結果

として最悪の請求日（市場株価が最も低い日）を選択した株主が最も高い「補填」を受けられる可能性があるという点が不公平であるとしている点に注意が必要である。これに関連したことは既に、田中・前掲注14）67頁脚注（30）でも「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」の存在が指摘されており、この場合大震災後の市場株価と平均株価の乖離の状態（図表4-1と図表4-3を参照）は反対株主が持つ「オプション」が「イン・ザ・マネー（In The Money：ITM）」の状態であるといえよう。そして最も大きなITMの時点がセリング・クライマックスを向かえた3月15日ということになる。

- (84) 平均の方法が単純平均であるか、出来高加重平均であるかの違いについて、ここではあまり問題とならないので、「③ VWAPの単純平均」の場合のパナソニック電工事件でも、また「①終値の単純平均」を使用した三洋電機事件の場合にも同様の問題が顕在化する可能性がある。パナソニック電工事件の場合、2種類の請求日（事件②の2011年3月14日と事件①の同年3月18日）があっても、問題が顕在化しないのは、単日のVWAPと「③ VWAPの単純平均」との乖離率（平均することによる増加率）が2011年3月14日では11.2%であり、同年3月18日の場合は11.1%であり（図表4-2⑤）、両数値が偶然にも近いためであると思われる。
- (85) 森田果「第10章 実証分析入門」田中編著・前掲注4）278頁によれば、「当該当事者にとって有利な分析結果だけが法廷に提出され、不利な分析結果が隠されてしまう危険がある。特に、一風変わった手法で分析がなされており、しかもその分析手法による結果しか提示されていない場合は注意深く読む必要がある。」としており、そのような分析がなされた証拠資料を紛争の当事者や裁判官が注意深く読まなければならない、業務の負担になると指摘している。証拠資料として定量的な分析資料を提出する当事者は、他方当事者や裁判官を誤認させるような手法を用いるべきではなく、可能な限り標準的な手法を採用した上で、複数の手法による結果を比較できるように提示すべきである。
- (86) パナソニック電工事件の場合は、会社側の主張価格が単日のVWAPである870円であり、VWAPの1か月単純平均の967円は裁判所の裁量で決定されたものであるが、「裁判所の合理的な裁量の範囲内」で1か月平均株価を採用するのであれば、少なくとも図表4-1で示したような両方の数値の推移を観察すべきであると思われる。
- (87) 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頁によれば、「公正な価格」の判断の基準日、基礎とされた市場株価、「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。」という見解は正に傾聴に値しよう。平均株価の計算方法の選択という技術的な点については、当事者が提出する証拠資料で提示されている株価データ（終値またはVWAP）と計算方法に依拠することになるが、パナソニックの組織再編に関連した2事件に関連して、三洋電機事件決定では「①終値の単純平均」が採用されパナソニック電工事件決定で

は「③ VWAP の単純平均」が採用されたように、両ケースで会社側が単日の終値または VWAP を主張したものを考慮しつつも、裁判所は「合理的な裁量」により、一定期間の「単純平均」を採用した結果、両事件決定での平均株価の計算方法が異なったことになる。前述したように、出来高加重平均による算出では、市場株価とは別に出来高データが必要となるから、当事者からそれらデータの提示がない場合は、単純平均を採用せざるを得ないという事情もあり得る。しかし、裁判所が「合理的な裁量」を行使する場合は、合理的な理由付けが必要になると思われるので、計算方法の選択(単純平均か出来高加重平均かの選択)については、裁判所は明確な理論的根拠と選択基準を持ち、それを明確に説明することが必要である。

(88) 東京高決平成 25 年 2 月 28 日・前掲注 6)。

(89) 東京高決平成 25 年 2 月 28 日・前掲注 6) 246 頁によれば、「テクモの株価は、平成 21 年 2 月 4 日から 10 日にかけて、コーエーの業績予想の修正により一時的に大きな変動が見られたが、それ以外には、平成 21 年 2 月 12 日の前後約 1 か月間に特徴的な値動きは見られなかったものであり、平成 21 年 2 月 12 日の市場株価(終値)は、上記の各損失発表(テクモおよびコーエーの各損失発表(注記・筆者))、株主総会決議、業績予想の修正など、当日までに反映されるべき諸事情を十分に織り込んでいたものといえることができ、同日の株価が何らかの偶発的要素の影響を受けていたものと認めることはできない。」と裁判所は判示している。これは、テクモ株価の価格形成が、ある意味市場が情報効率率であったことを前提としており、単日の市場株価(終値)を参照して「公正な価格」とすることの理由としている。

(90) ここで仮定ではあるが、テクモ事件差戻審高裁決定のように請求日単日の市場株価(691 円)ではなく、請求日以前一定期間の市場株価における平均株価を採用したとすると、請求日以前 1 か月の市場株価における「③終値の出来高加重平均」では 734.3 円であり、「④ VWAP の出来高加重平均」では 731.9 円という価格になり、地裁と高裁の決定価格 747 円と比較すると、12~15 円程度の差額にしかならないところが興味深い。地裁、高裁、最高裁、そして差戻審での高裁と裁判例を積み上げながら、たどり着いた価格差が 12~15 円程度の範囲では、紛争の両当事者にとって厳しいものがあるといえよう。

(91) 逆に終値と安値が同価格の場合は、「安値引け」という。

(92) コーエーテクモホールディングス株式会社・前掲注 62) 1 頁によれば、反対株主による同社(2010 年 4 月 1 日以前はテクモ株式会社)への買取請求株数は、3,890,700 株であるという。そうすると、1 株当たり 15 円の株価の差額は 58,360,500 円に相当し、この額をどのようにとらえるかは両当事者によって違いがあろう。株主側は、いわゆる「プロ中のプロ」の投資家である可能性も高く VWAP には違和感はないはずである。その証拠に、株主側自身が既に専門家の意見書として、下級審で VWAP を基礎とした買取価格の主張も一部行っており(前掲注 23 参照)、また会社側においても、許可抗告審において、「④ VWAP の出来高加重平均」による計算方法で算出される買取価格を主張しているわけだから、差戻審においても請求日における VWAP の 676 円を主張することがむしろ自然ではないかと思われる。また、裁判所としても終値か VWAP かの選択は「合理的な裁量の範囲内」にあ

るが、裁量は合理的であるべきとすれば、終値よりもVWAPが選択されるのが合理的であると思われる。

さらに、気になるのは2009年2月12日の請求日におけるテクモ株の出来高が20,200株となっており（図表4-6参照）、株主側の買取請求株数（3,890,700株）と比較すると誤差に近い数である。その20,200株の一部が大引けの終値で約定しているに過ぎない。請求日における終値が買取価格として決定されるという予測可能性があれば、買取請求を行う予定の株主自身は、買取請求日を決定できるわけであるから、買取請求を行った同日の大引け開際に相当数（本件であれば買取請求株式数の0.1%程度（約4,000株）でも市場にインパクトを与えることは理論的に可能であると思われる）の株式の買い注文を出し、約定させることによってある程度終値を高く「誘導」することも理論的には可能である。仮に、買取請求株数の0.1%程度の株式数の取引で、その1000倍の保有株式数の買取請求対象株式の買取価格に影響を与えることができるのであれば、極めて効率の高いトレーディング戦略であるといえよう。

それに対して、VWAPは1営業日の売買価格の平均値であるから終値ほどには、「価格操作」をすることは困難であると思われる。終値を付けるためには大引けで1単元株数でも売買取引が成立すれば良いが、VWAPでは1営業日中の加重平均に影響を与えるためにはある程度の取引量が必要となる。しかし、ザラ場中を通して、当該株式を買い上げ、価格を上昇させることは、本件買取請求株主の資金力等から十分に可能であろうと推察できる。しかしながら、話が単純でないのは、株式移転比率が公表された後のテクモ株価は時価総額が3倍近いコーエー株価と連動した値動きになるため、テクモ株の価格変動要因の多くはコーエー株との価格裁定による連動要因で占められ、テクモ株の自律的な固有変動要因は小さくなるから、テクモ株を単独で価格操作することは難しいだろう。しかし、大引けの一時点、あるいはその間際であれば、コーエー株との裁定取引は難しいと思われるので、大引けの間際にテクモ株価を徐々に吊り上げおき、ザラ場引けにならない程度にテクモ株の終値を高く誘導することは可能であろう。そういったことから、単日の市場株価を採用するのであれば、終値よりはザラ場取引で価格裁定が働きやすい取引価格を出来高加重平均したVWAPを採用すべきであろうが、必ずしもVWAPの採用で問題が完全に解決するわけではないことに注意が必要である。

⑨3 前述したように、弥永・前掲注23）113頁と太田・前掲注19）52頁などの学説の議論によれば、市場株価を参照して平均株価を算出する場合など、偶然的要因で変動し得る終値ではなくVWAPを使用すべきとしている。

⑨4 終値とVWAPにおける収益率の変動性（分散）に対して、分散比の数値だけからは、終値ベースの収益率の分散値がVWAPベースの収益率の分散値よりも大きいという結果となっているが、分散比を検定統計量とするF検定を行い検証すると、観察区間によっては統計的に有意な結果になるが、別の観察区間では有意でないという結果になっている（巻末付録4参照）。終値とVWAPの変動性の違いは、事案毎あるいは同一事案においても異なる観察期間でも異なると思われるが、より頑健性のある分析をするのであれば、多数の株式銘柄（例えば、日経平均採用銘柄全部）の日次データを使用して分析することになるが、今後

の検討課題とする。

- ⑨5 東京高決平成 25 年 2 月 28 日・前掲注 6) では、会社側は買取請求日における単日の市場株価として終値 (691 円) を主張して裁判所から認められている。既に会社側は許可抗告審において VWAP で計算した買取価格を主張しているわけであるから (図表 2-6), 差戻審においても買取請求日における単日の市場株価終値 (691 円) よりも価格が低くなる VWAP (676.1 円) を主張すべきであったように思われる。
- ⑨6 神戸地決平成 21 年 3 月 16 日金融・商事判例 1320 号 59 頁「三共生興株式買取価格決定申立事件」。
- ⑨7 長畑・前掲注 12) 110 頁によれば、「公正な価格」を定める基準時は「売買契約が成立したのと同様の法律関係が生じる時期と整合的で、反対株主の投機の弊害も抑制でき、株式買取請求権行使後の株主利益にも配慮できる点を重視するか、そのように考えた上で折衷的に株主を一律処理できる点を重視するかという問題であるように思われる。」という。これら考慮要素とさらに市場株価を参照した算定方法とセットで「公正な価格」を算定すべきであると思われる。
- ⑨8 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) 121 頁によれば、少数株主保護においては、今後も株式買取請求が果たす役割が大きく、また市場株価を利用することについても、利用に耐え得るほどの情報効率的な株式市場にするような、国の政策や企業経営者の努力が必要であるからこそ、裁判所による適正な法形成がより期待されるという。
- ⑨9 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) 192 頁参照。飯田准教授は、日本では、市場株価にマイノリティ・ディスカウントが含まれているという考え方があまり意識されず、裁判所で市場株価を使った買取価格の算定が行われていることを問題視している。

まとめ

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議論と、単日の株価を採用すべきか、それとも一定期間における平均株価を採用す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、セットで議論する必要がある。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「④ VWAP 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

図表 4-9 市場株価を参照して「公正な価格」を算出する方法の検討

平均方法\市場データ		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） 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。	③VWAPの単純平均（判例） 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。
	出来高加重平均	②終値の出来高加重平均（判例） 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。	④VWAPの出来高加重平均(学説) 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。
単日株価		⑤算定基準日の終値（判例） 採用すべきではない。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。	⑥算定基準日のVWAP（学説） 学説を支持する。特に、複数の買取請求日が存在する場合は、単日の市場株価としてVWAPを採用すべきと提案する。

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、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選択理由を明示し、「裁量」が合理的であることを示すべきである。

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している「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、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を利用すべきという結論になる。また平均株価の計算方法に限らず一般論として、技術的な論点に関しては、経済的な意味を持った「科学的方法」とそれに対して、科学的根拠のない、いわゆる「疑似科学的方法」が併存しているような場合、両手法間における選択においては、もはや裁判所に「裁量」はないように思われる。

株式買取請求事件以外の会社法裁判でも、例えば全部取得条項付種類株式に

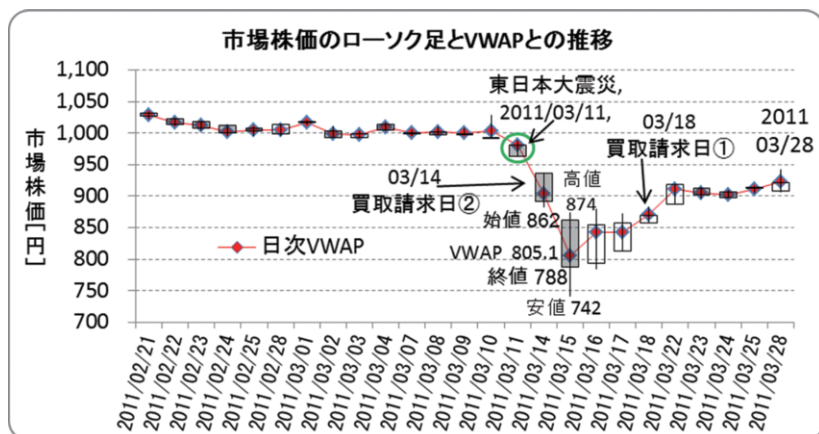
関連した株式取得価格決定事件があるが、その際に公正な取得価格を算出するための客観的価値の計算方法において市場株価を参照した平均株価が採用されているが、本稿での議論が活用できそうである。また、会社法以外にも、株主が被った「損害」の補填という観点で、「理論的に一貫した考え方」⁽¹⁰⁰⁾が必要であると学説で主張されている。金融商品取引法21条の2第2項による損害額の推定規定⁽¹⁰¹⁾における損害額算定のために、市場株価の平均額を使用することが明文で規定されている。これらの場面においても、本稿で平均株価の算定方法として提案している「④ VWAP の出来高加重平均」を使用すべきであると考えられるが、詳細の議論に関しては今後の検討課題とする⁽¹⁰²⁾。

付録1 東日本大震災前後の市場株価（四本値と VWAP）の推移

終値と VWAP でどの程度の違いが生じるかを検討するために、東日本大震災前後を含む期間における日次の市場株価（四本値と VWAP）の推移を参考資料として提示する。パナソニック電工事件における「公正な価格」の算定で使用された、株式買取請求日前1か月間（2011年2月21日～同年3月18日）を含む期間における市場株価の四本値（始値、高値、安値、終値）によるローソク足と VWAP の推移を以下に示した（図表A-1）⁽¹⁰³⁾。

2011年3月11日（14時46分）に発生した東日本大震災以前の営業日では、

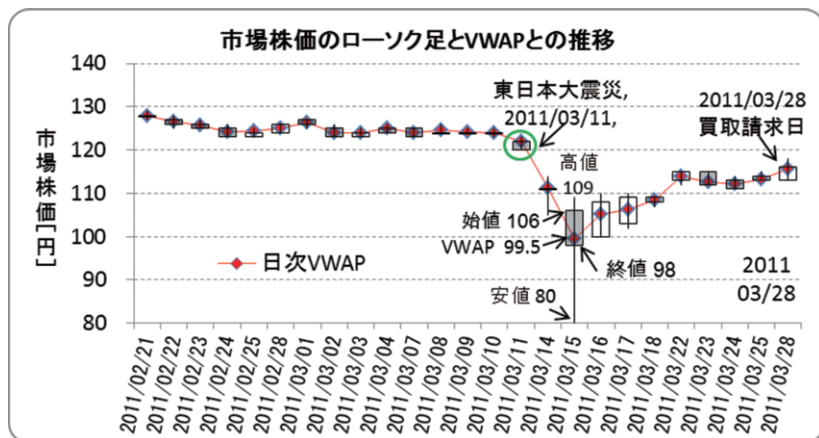
図表A-1 パナソニック電工の市場株価ローソク足と VWAP の推移



震災後の営業日と比べ日中の値動きが小さいので、ローソク足の長さも短く、VWAP との乖離も小さい。これが「通常」の値動きであると思われるが、震災後の同年 3 月 14 日以後の数日間は市場全体が暴落した影響もあり、パナソニック電工株価は大きく値を下げ、また日中における上下の変動幅も大きく（ローソク足や上下の「髭」が長く）なっている（図表 A-1）。さらに、同年 3 月 15 日では、ザラ場中において 742 円という最安値をつけており、その結果安値を付けた時点でセリング・クライマックスを迎えたようである。このように、1 営業日の間で安値が 742 円で高値が 874 円となり、132 円もの値幅で売買が成立していたことになる。このような状況で、同日の市場株価を代表する価格として終値(788 円)を採用することが適切かどうかには議論があろう。その観点から、1 営業日における総売買代金を総取引高で除した 1 株当たりの価格 (805.1 円) である VWAP が同日における市場取引の実態を反映した公正な価格として、特に市場株価の変動が大きいときには有用であると思われる。

三洋電機の場合においても、パナソニック電工と同様に 3 月 15 日にセリング・クライマックスを迎えているが、高値 (109 円) と安値 (80 円) の差が 29 円で、1 日で約 30% の広いレンジでの値動きがあった(図表 A-2)。意外にも終値 (98 円) と VWAP (99.5 円) は近い値となっているので、同日においては

図表 A-2 三洋電機の市場株価ローソク足と VWAP の推移



市場株価を参照する上で、終値あるいは VWAP のどちらを選択するかということとはあまり問題にならないだろう。他の営業日である 16 日や 17 日を見ても値動きの範囲は広く、このような市場環境においては、特に日中の取引の最終場面でもたまたま付けた終値を採用するのか、それとも日中の出来高加重平均である VWAP を採用するべきかは明らかであろう。

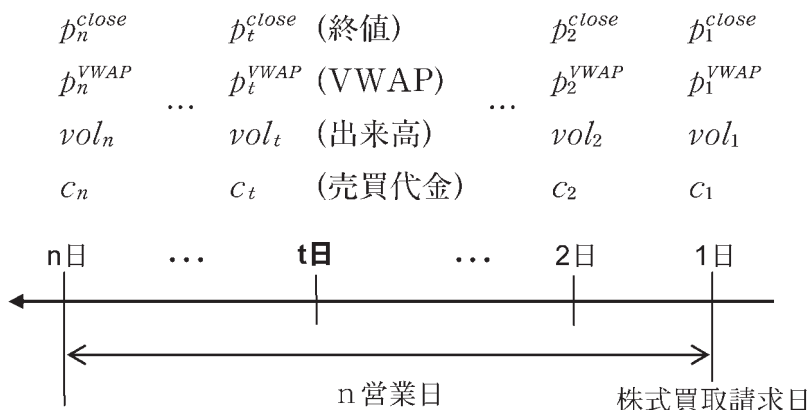
付録 2 市場株価を参照した平均株価計算方法の定式化

2 種類ある市場株価 (終値と VWAP) とそれらを平均するための 2 種類の計算方法 (単純平均と出来高加重平均) の組合せで、4 種類の平均株価があることについては前述したが (図表 2-1 等を参照)、ここではそれら 4 種類の計算方法についての定式化を行う。まずは、算定基準日である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) を含め、それ以前 n 営業日の平均株価を計算するものとする。ここで請求日以前 t 営業日の出来高を vol_t , 売買代金を c_t , さらに同日の VWAP を p_t^{VWAP} とすると、以下のように定義できる。

$$p_t^{VWAP} \equiv \frac{c_t}{vol_t} \quad (A-0)$$

使用されるデータセットは、請求日当日を 1 営業日として含めて、それ以前の営業日である n 営業日までの合計 n 個の時系列データとする⁽¹⁰⁴⁾ (図表 A-3)。

図表 A-3 時間軸及び変数の定義



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 $\bar{p}_1$ と表すと以下の式で表せる。

$$\bar{p}_1 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n p_t^{close} \quad (A-1)$$

これは4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(A-0)の定義式 $p_t^{VWAP} \equiv c_t / vol_t$ で定義されたVWAPを単純平均した $\bar{p}_3$ は、式(A-2)のように表せるが、ここで売買代金 c_t と出来高 vol_t の2種類のデータセットが必要になることがわかる。

$$\bar{p}_3 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n p_t^{VWAP} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \left(\frac{c_t}{vol_t} \right) \quad (A-2)$$

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できる。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（ウェイト）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 $\bar{p}_2$ 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。

$$\bar{p}_2 = \frac{\sum_{t=1}^n (p_t^{close} \times vol_t)}{\sum_{t=1}^n vol_t} = \frac{\sum_{t=1}^n (p_t^{close} \times vol_t)}{V_n} = \sum_{t=1}^n (p_t^{close} \times w_t) \quad (A-3)$$

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 は出来高加重を表す係数であり $w_t \equiv vol_t / V_n$ 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 $\bar{p}_2$ 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2種類となる。ここで仮に、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、 $V_n = n \times vol_c$ となり、これら2式を出来高加重の式である $w_t \equiv vol_t / V_n$ へ代入すると、 $w_t = vol_c / (n \times vol_c) = 1/n$ となる。この w_t を式(A-3)へ代入すると

「①終値の単純平均」を計算するための式 (A-1) と同じ形となり、 $\bar{p}_2 = \bar{p}_1$ 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ている場合は、「①終値の単純平均」と「②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している。通常の相場環境であれば、日次の市場株価と出来高には大きな変動がない場合が多いので、 $\bar{p}_2 \approx \bar{p}_1$ といった関係になると考えられる。

最後に、「④ VWAP の出来高加重平均」は、VWAP 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出来高の総和で割ることによって計算でき、以下のように表すことができる。

$$\bar{p}_4 = \frac{\sum_{t=1}^n (p_t^{VWAP} \times vol_t)}{\sum_{t=1}^n vol_t} \quad (\text{A-4})$$

ここで、先に示した VWAP の定義式 $p_t^{VWAP} \equiv c_t / vol_t$ を上の式 (A-4) に代入すると、

$$\bar{p}_4 = \frac{\sum_{t=1}^n \left(\frac{c_t}{vol_t} \times vol_t \right)}{\sum_{t=1}^n vol_t} = \frac{\sum_{t=1}^n c_t}{\sum_{t=1}^n vol_t} = \frac{C_n}{V_n} \quad (\text{A-5})$$

となり、分子から出来高 vol_t が消えていることに注意が必要である。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「④ VWAP の出来高加重平均」は、

$$\bar{p}_4 = \frac{C_n}{V_n} = \frac{n \text{ 日間の売買代金の合計}}{n \text{ 日間の出来高の合計}} \quad (\text{A-6})$$

と表すことができ、終値を出来高加重平均した式 (A-3) の「②終値の出来高加重平均」よりも計算は大幅に簡便となっている。

最も理論的であり、計算が難しいように思われた「④ VWAP の出来高加重平均」は、単に n 日間の売買代金の合計を n 日間の出来高の合計で割るだけで計算できるように、2 種類のデータセット (売買代金 c_t と出来高 vol_t) で計算が可能である。また、この数値の経済的な意味も、 n 日間にわたって市場で売買された株式の 1 株当たりの売買代金あるいは平均約定価格というように明解である。具体例として、パナソニックの組織再編に関連した 2 事案の株式買取請求日における「④ VWAP の出来高加重平均」を用いた計算結果は、それぞれ以

下ようになる⁽¹⁰⁵⁾（図表 3-3 ④と図表 3-7 ④を参照）。

$$\bar{p}_4^{\text{パナソニック電工①}} = \frac{C_{20}}{V_{20}} = \frac{181 \text{ 億円}}{1,962 \text{ 万株}} = 921.5 \text{ 円} \quad (\text{A-7})$$

$$\bar{p}_4^{\text{三洋電機}} = \frac{C_{19}}{V_{19}} = \frac{97 \text{ 億円}}{8,577 \text{ 万株}} = 113.6 \text{ 円} \quad (\text{A-8})$$

このように、分母分子とも膨大な数値となっており、一定期間において多くの市場参加者によって取引された株式の売買代金を取引高で割っていることを考えても、特定の営業日における一時点、すなわち大引けで決まる「終値」あるいはそれを複数日で平均したものよりも客観性は担保されているように思われる。なお、次の付録 3 では、4 種類の平均株価計算方法を数字でわかるように具体的な数値計算例を提示している⁽¹⁰⁶⁾。

付録 3 数字でわかる平均株価計算例

付録 2 で定式化した、平均株価の計算式と単日の市場株価の価格式を以下でまとめた（図表 A-4）。①から④までの 4 種類⁽¹⁰⁷⁾の平均株価の計算式をみると、全て総和を表す Σ 記号が入っているが、これは計算表における n 営業日間の「合計」の数字を意味している。

①から⑥までの市場株価等のデータを用いた各種平均株価等の計算式（図表 A-4）を使用し、具体的な数値例を用いて平均株価を算出するための計算表を提示する。まずは「③ VWAP の単純平均」の計算方法で株式買取価格が決定されたパナソニック電工事件①（株式買取請求日が 2011 年 3 月 18 日）の事案を例

図表 A-4 市場株価を用いた 6 種類の価格決定式

平均方法\市場データ		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 $\bar{p}_1 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n p_t^{close}$	③ VWAP の単純平均 $\bar{p}_3 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n p_t^{VWAP} = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n \left(\frac{c_t}{vol_t} \right)$
	出来高 加重平 均	②終値の出来高加重平均 $\bar{p}_2 = \sum_{t=1}^n (p_t^{close} \times w_t)$	④ VWAP の出来高加重平均 $\bar{p}_4 = \frac{\sum_{t=1}^n c_t}{\sum_{t=1}^n vol_t} = \frac{C_n}{V_n}$
単日株価		⑤算定基準日の終値 $\bar{p}_5 = p_t^{close}$	⑥算定基準日の VWAP $\bar{p}_6 = p_t^{VWAP}$

注：各数式中の変数の定義は、付録 2 を参照のこと。

として提示する。実際の計算作業において計算表は一つで完結するが、ここでは紙面の横幅の関係で、参照する日次の市場株価として終値を使用する場合(図表A-5)とVWAPを使用する場合(図表A-6)の二つに分けて提示した。最初に、終値ベースの平均株価等(図表A-4の左半分、①、②及び⑤)を計算するための計算表を以下に示す(図表A-5)。

以上の計算表から、「出来高」と「終値×出来高」の合計値を用いて、終値を基礎とした平均株価の計算をすることができる⁽¹⁰⁸⁾。計算値については市場株価(正数値)と平均値等の計算値を区別するという意味で、小数点1位まで表示

図表A-5 終値を使用する場合(①、②及び⑤)の計算表

営業日数	日付	終値[円] (データ)	出来高[株] (データ)	終値[円]×出来高[株] (計算値)
20日	2011/02/21	1,032	404,000	416,928,000
19日	2011/02/22	1,014	428,000	433,992,000
18日	2011/02/23	1,008	452,000	455,616,000
17日	2011/02/24	1,000	473,000	473,000,000
16日	2011/02/25	1,003	341,000	342,023,000
15日	2011/02/28	1,014	428,000	433,992,000
14日	2011/03/01	1,018	376,000	382,768,000
13日	2011/03/02	993	417,000	414,081,000
12日	2011/03/03	998	242,000	241,516,000
11日	2011/03/04	1,004	345,000	346,380,000
10日	2011/03/07	1,000	563,000	563,000,000
9日	2011/03/08	997	253,000	252,241,000
8日	2011/03/09	997	320,000	319,040,000
7日	2011/03/10	991	1,383,000	1,370,553,000
6日	2011/03/11	963	3,296,000	3,174,048,000
5日	2011/03/14	892	1,156,000	1,031,152,000
4日	2011/03/15	788	2,038,000	1,605,944,000
3日	2011/03/16	854	2,740,000	2,339,960,000
2日	2011/03/17	858	2,272,000	1,949,376,000
1日	2011/03/18	869	1,693,000	1,471,217,000
20日	合計	19,293	19,620,000	18,016,827,000

している。

「①終値の単純平均」＝〔終値〕 合計÷営業日数＝19,293 円÷20 日＝964.7 円

「②終値の出来高加重平均」＝〔終値×出来高〕 合計÷〔出来高〕 合計
 ＝ 18,016,827,000÷19,620,000 ＝918.3 円

「⑤算定基準日の終値」＝869 円（2011/03/18 の終値）

次に、VWAP を基礎とした平均株価等（図表A-4 の右半分、③、④及び⑥）の計算表を以下に示す（図表A-6）。ここで、日次の VWAP は、日次の売買代金と出来高のデータを利用して、「VWAP＝売買代金／出来高」（付録2 の式（A-0））の計算式によって算出している。なお、図表A-6 の終値データは参考とし

図表A-6 VWAP を使用する場合（③、④及び⑥）の計算表

営業日数	日付	出来高[株] (データ)	売買代金[円] (データ)	VWAP[円] (計算値)	終値[円] (参考データ)
20 日	2011/02/21	404,000	415,569,000	1,028.6	1,032
19 日	2011/02/22	428,000	434,985,000	1,016.3	1,014
18 日	2011/02/23	452,000	457,756,000	1,012.7	1,008
17 日	2011/02/24	473,000	473,824,000	1,001.7	1,000
16 日	2011/02/25	341,000	342,699,000	1,005.0	1,003
15 日	2011/02/28	428,000	430,118,000	1,004.9	1,014
14 日	2011/03/01	376,000	381,975,000	1,015.9	1,018
13 日	2011/03/02	417,000	416,231,000	998.2	993
12 日	2011/03/03	242,000	241,456,000	997.8	998
11 日	2011/03/04	345,000	348,346,000	1,009.7	1,004
10 日	2011/03/07	563,000	563,463,000	1,000.8	1,000
9 日	2011/03/08	253,000	253,519,000	1,002.1	997
8 日	2011/03/09	320,000	319,992,000	1,000.0	997
7 日	2011/03/10	1,383,000	1,386,644,000	1,002.6	991
6 日	2011/03/11	3,296,000	3,231,025,000	980.3	963
5 日	2011/03/14	1,156,000	1,043,847,000	903.0	892
4 日	2011/03/15	2,038,000	1,640,801,000	805.1	788
3 日	2011/03/16	2,740,000	2,308,047,000	842.4	854
2 日	2011/03/17	2,272,000	1,915,460,000	843.1	858
1 日	2011/03/18	1,693,000	1,473,534,000	870.4	869
20 日	合計	19,620,000	18,079,291,000	19,341	19,293

て挙げており、ここでの計算には使用していない。

以上の計算表から、「出来高」と「売買代金」の合計値を用いて、VWAPを基礎とした平均株価の計算をすることができる（計算値は、小数点1位まで表示する）。

$$\begin{aligned}\text{「③ VWAP の単純平均」} &= [\text{VWAP}] \text{ 合計} \div \text{営業日数} \\ &= 19,341 \div 20 \text{ 日} = 967.0 \text{ 円}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{「④ VWAP の出来高加重平均」} &= [\text{売買代金}] \text{ 合計} \div [\text{出来高}] \text{ 合計} \\ &= 18,079,291,000 \div 19,620,000 = 921.5 \text{ 円}\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{「⑥算定基準日の VWAP」} &= \text{売買代金 (2011/03/18)} \div \text{出来高 (2011/03/18)} \\ &= 1,473,534,000 \div 1,693,000 = 870.4 \text{ 円}\end{aligned}$$

ここで、「④ VWAP の出来高加重平均」は「[売買代金] 合計」と「[出来高] 合計」の割算で計算できる。そのため、そもそも表中にもある日次のVWAPを計算する必要はなく、先に計算した「②終値の出来高加重平均」の計算よりも大幅に簡便である。「②終値の出来高加重平均」の場合、日次で n 個の「終値 [円] × 出来高 [株]」（図表A-5）を計算する必要があったが、VWAPの場合（図表A-6）においては、「VWAP [円] × 出来高 [株]」を計算する必要がないことに注意が必要である。何故なら、 $\text{VWAP [円]} \times \text{出来高 [株]} = \text{売買代金 [円]}$ となり、既に「売買代金 [円]」はデータとして持っているから計算する必要がないためである。この違いが、計算の簡便性に大きな影響を与えることになる。

ここまでの平均株価の計算で、必要なデータセットについて検討すると、「①終値の単純平均」の場合は、終値のデータだけで良いということで、最も簡便な計算方法である。それ以外の②から④は、終値、出来高及び売買代金の3種

図表A-7 4種類の平均株価算出に必要な日次データセット(○は使用データ)

平均方法\市場データ		終値: p_t^{close}	出来高: vol_t	売買代金: c_t
平均 株価	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		○	○
	④VWAPの出来高加重平均		○	○
単日 株価	⑤算定基準日の終値	○ (単日)		
	⑥算定基準日のVWAP		○ (単日)	○ (単日)

注:「(単日)」は1日分だけのデータを使用するという意味である。

類のデータから、どの計算方法も出来高は必須としつつ、他の二つのデータ系列である終値か売買代金の何れかが利用されるので、必要となるデータセットがいずれの場合でも2種類となっている（図表A-7）。

次に、単日の市場株価（終値とVWAP）を参照する場合については、⑤の終値か⑥のVWAPかのいずれかになるが、必要となるデータの種類だけを見れば、2種類のデータと計算が必要なVWAPよりも、計算が不要な終値が簡便ではあるが、本稿では学説でも主張されているVWAPを採用すべきと考えている。

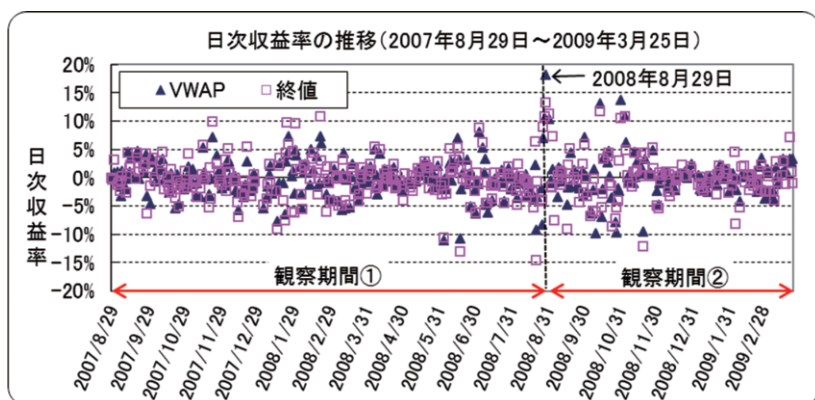
付録4 VWAPと終値の相関関係（テクモ事件）

テクモ事件差戻審高裁決定⁽¹⁰⁹⁾のように、算定基準日（買取請求日）における市場株価が参照される場合において、終値かVWAPのどちらを採用すべきかが問題となる。本稿では、終値よりも株価操作が困難で、同日中の出来高や売買代金などの取引実態が織り込まれているVWAPを採用すべきと提案しているが、日次の収益率の絶対値ではVWAPの方が小さいように思われるため、裁判所が気にしている「偶然的要素による株価の変動の影響」を終値の場合よりも排除できる可能性が高いと考えられる。まずは、終値の日次収益率とVWAPの日次収益率との相関関係を回帰分析により検証する⁽¹¹⁰⁾。

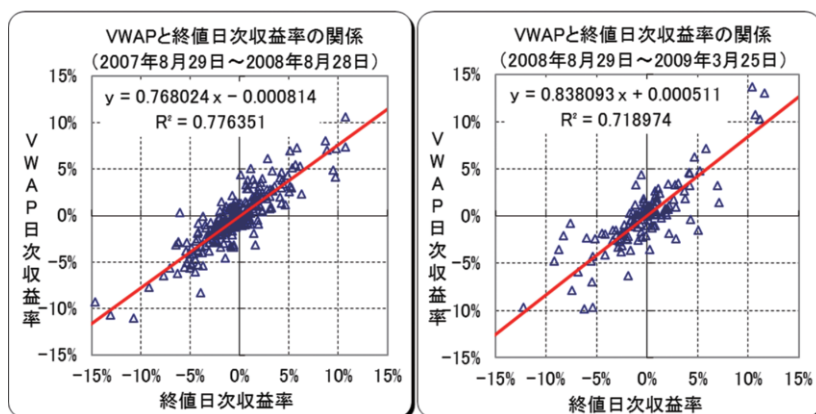
分析対象となる期間を観察期間①と観察期間②の二つに分割して、それぞれの期間で被説明変数をVWAP日次収益率、説明変数を終値の日次収益率とした単回帰分析を行っている。株式会社スクウェア・エニックス（以下「スクエニ」という。）が、テクモに対し、1株につき現金対価として920円で友好的公開買付け（TOB）を発表した日が2008年8月29日であり、その日を境として観察期間①を2007年8月29日から2008年8月28日の1年間とし⁽¹¹¹⁾、買取請求日の2月21日を含む観察期間②を2008年8月29日（TOB公表日）から2009年3月25日（取引最終日）の2種類に設定している。この両期間における日次収益率⁽¹¹²⁾の時系列推移のグラフを示し（図表A-8）、また期間ごとの2変数間の相関関係を散布図で示した（図表A-9）。

被説明変数をVWAPの日次収益率、説明変数を終値の日次収益率とし、二つの観察期間のそれぞれにおいて回帰分析を行った（図表A-10）。両方の推定期間とも回帰係数 β の推定値が1より小さい値で、かつ $\beta < 1$ において統計的に

図表A-8 テクモ市場株価(終値とVWAP)の日次収益率の推移



図表A-9 テクモ市場株価(終値とVWAP日次収益率の散布図)



有意な結果となっている⁽¹¹³⁾。相関係数も0.8~0.9の範囲であるから、決定係数では両方のケースで0.7~0.8の範囲で「モデル」としては確かに当てはまりが良いと言えるが、終値収益率とVWAP収益率の間には意外と誤差があるともいえよう。

終値収益率とVWAP収益率の分散を比較すると、両方の期間とも終値の分散値の方が大きい値となっている(図表A-10)。組織再編等が公表される以前

図表 A-10 終値と VWAP の収益率における回帰分析の検証結果

推定結果\観察期間	観察期間①	観察期間②
推定期間	2007 年 8 月 29 日から 2008 年 8 月 28 日	2008 年 8 月 29 日から 2009 年 3 月 25 日
推定用データ数	246 個	137 個
被説明変数	VWAP の日次収益率	
説明変数	終値の日次収益率	
重相関係数 R	0.8811	0.8479
決定係数 R ²	0.7764	0.7190
自由度調整済み決定係数	0.7754	0.7169
標準誤差 σ_ε	1.4620%	2.0302%
定数項 α	-0.0814%	0.0511%
(定数項 t 値)	(-0.8708)	(0.2946)
回帰係数 β	0.7680***	0.8381***
(回帰係数 t 値)	(29.103)	(18.584)
回帰係数 $\beta-1$	-0.232***	-0.162***
(同 t 値)	(-8.790)	(-3.590)
分散比の F 検定		
終値収益率の平均	-0.281%	-0.0492%
終値収益率の分散	0.001253	0.001490
VWAP 収益率の平均	-0.297%	0.0099%
VWAP 収益率の分散	0.000952	0.001456
観測された分散比 (F 値)	1.3162**	1.0236
片側の有意確率	1.60%	44.6%

注：***は 1%，**は 5%，*は 10%の水準で有意であることを示す。

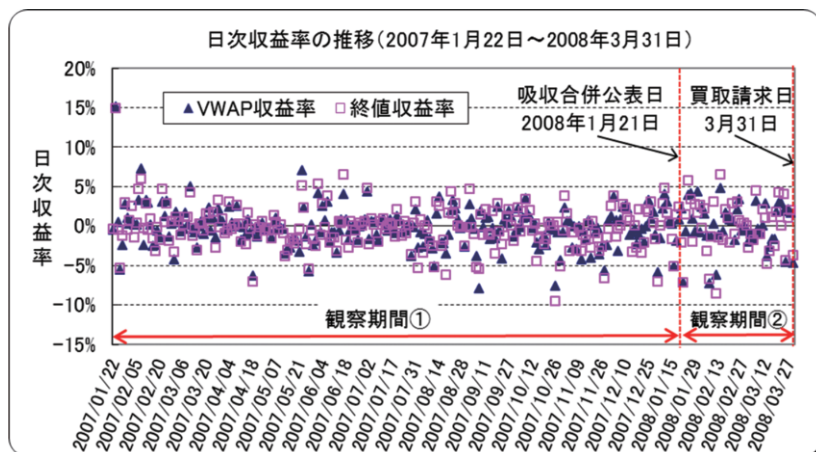
の期間である観察期間①において、分散比の仮説検定（帰無仮説は両分散値が等しいとし、対立仮説が終値収益率分散値の方が大きいという片側検定）から終値収益率の分散は VWAP 収益率の分散より 5%の有意水準で有意に大きいといえるが観察期間②においては有意な結果とはなっていない（図表 A-10「片側有意確率」を参照）。つまり、観察期間によっては統計的に有意な結果ではないが、両方の期間とも VWAP 収益率の分散が終値のそれと比較して小さいことから、VWAP は終値と比較して、例えば「偶然的要素による株価の変動」の

影響を多少なりとも受けにくいと言えるかもしれない。

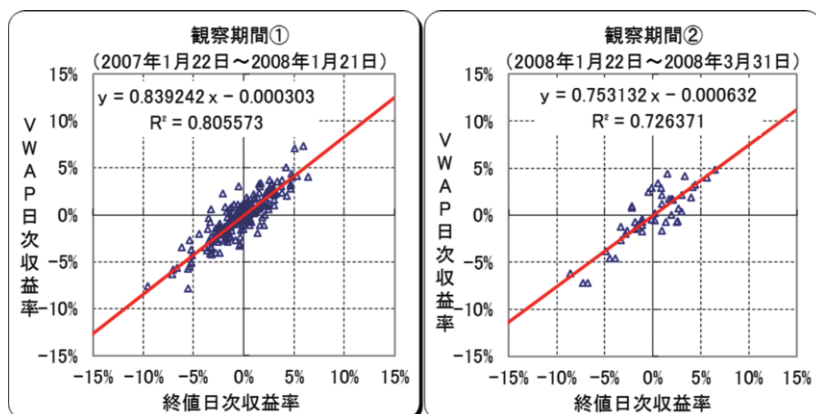
付録5 VWAP と終値の相関関係（三共生興事件）

先のテクモ事件差戻審決定の場合と同様に、三共生興事件決定⁽¹¹⁴⁾について

図表 A-11 三共生興の市場株価（終値と VWAP）の日次収益率の推移



図表 A-12 三共生興の市場株価（終値と VWAP 日次収益率の散布図）



も、算定基準日（買取請求日）における市場株価が参照される場合において、終値かVWAPのどちらを採用すべきかが問題となる。テクモの場合と同じような分析を行うが、まずは分析対象となる期間を観察期間①と観察期間②の二つに分割して、それぞれの期間で被説明変数をVWAP日次収益率、説明変数を終値の日次収益率として、相関関係を観察するための回帰分析を行った。三共生興が子会社の吸収合併を公表した2008年1月21日を境として観察期間①を2007年1月22日から2008年1月21日の1年間とし、観察期間②を2008年1

図表A-13 終値とVWAPの収益率における回帰分析の検証結果

推定結果\観察期間	観察期間①	観察期間②
推定期間	2007年1月22日から 2008年1月21日	2008年1月22日から 2008年3月31日
推定用データ数	245個	48個
被説明変数	VWAPの日次収益率	
説明変数	終値の日次収益率	
重相関係数R	0.8975	0.8523
決定係数R ²	0.8056	0.7264
自由度調整済み決定係数	0.8048	0.7204
標準誤差 σ_e	1.0852%	1.5184%
定数項 α	-0.0303%	-0.0632%
(定数項 t 値)	(-0.4359)	(-0.2886)
回帰係数 β	0.8392***	0.7531***
(回帰係数 t 値)	(31.731)	(11.050)
回帰係数 $\beta-1$	-0.1608***	-0.2469***
(同 t 値)	(-6.078)	(-3.622)
分散比のF検定		
終値収益率の平均	-0.2243%	-0.0072%
終値収益率の分散	0.0006900	0.0010560
VWAP 収益率の平均	-0.2186%	-0.0687%
VWAP 収益率の分散	0.0006032	0.0008246
観測された分散比(F値)	1.1438	1.2806
片側の有意確率	14.7%	19.98%

注：***は1%，**は5%，*は10%の水準で有意であることを示す。

月22日から2008年3月31日(効力発生日の前日)の2種類に設定している。この両期間における日次収益率の時系列推移をグラフで示し(図表A-11)、また期間ごとの2変数間の相関関係を散布図で示した(図表A-12)。

被説明変数をVWAPの日次収益率、説明変数を終値の日次収益率とし、二つの観察期間のそれぞれにおいて回帰分析を行った(図表A-13)。両方の推定期間とも回帰係数 β の推定値が1より小さい値で、かつ $\beta < 1$ において統計的に有意な結果となっている⁽¹¹⁵⁾。モデルの当てはまりを見る決定係数では、両方のケースで0.7~0.8の範囲にあり、また相関係数も0.8~0.9の範囲となっていることから、テクモの場合と同様の傾向となっている。2事案だけの分析ではあるが、異なる銘柄と異なる期間でも回帰分析における統計的な数値が近く、VWAPと終値の両収益率間の相関関係が類似しているのが興味深いところである⁽¹¹⁶⁾。

終値収益率とVWAP収益率の分散を比較すると、両期間とも終値収益率の方が大きい値となっているが、分散比(F値)の仮説検定⁽¹¹⁷⁾では、両方の観察期間とも5%有意水準で統計的に有意な結果とはなっていない(図表A-13「片側の有意確率」も参照)。よって、終値とVWAP収益率の分散比からでは、VWAPの場合がより偶然的要素による変動の影響を受けにくいとは必ずしも言えないことになる。

(110) 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頁によれば、「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。本稿では、少なくとも株価平均の計算方法についても、すべての場合について「理論的に一貫した考え方」を取るべきであると考えている。

(111) 金融商品取引法21条の2第2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。

(112) 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)(投稿予定)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、本稿で主張するように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。

(103) 四本値を用いた株価の推移は一般的にローソク足と呼ばれている。黒塗りの「ローソク」の場合は、終値が始値よりも低いことを意味しており、これは同営業日だけを見た場合に、当該株価は下落したことを示している。一方白抜きの「ローソク」はその逆となり、終値が始値よりも高いことを示している。なお、上に「髭」があるものは先端が同営業日における最高値の位置を意味し、下に「髭」があるものは最安値の位置を意味している。また、日次のVWAPは日次の売買代金を同日の出来高で割って算出した。つまり、VWAPは当該営業日に約定した全ての株式における1株当たりの売買代金を表していることになる。

(104) 平均株価を計算する場合、裁判例の多くは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、大よそ20営業日前後になると思われる。そもそも平均すべき市場株価の営業日数は、平均株価を計算する上でのパラメータ(n)をどうするかという問題でもあるが、固定するのであれば、20営業日といったようにするのも良いし、また「②終値の出来高加重平均」と「④VWAPの出来高加重平均」のように、出来高を計算の考慮に入れるような場合には、当該期間における出来高や売買代金といった流動性関連の数値もチェックしながら「裁判所の裁量」で任意に決定する方法もあり得る。基本的にはこれまでの裁判実務で定着した「1か月」で良いと思われるが、その期間の市場株価の変動が大きいにもかかわらず出来高が少ないような場合は、平均すべき期間を裁判所の裁量で延長しても良いように思われるが、詳細な分析については今後の検討課題とする。

(105) 計算値については市場株価（正数値）と計算値を区別するという便宜上、小数点1位まで表示している。単日の市場株価である終値を採用する場合、そもそも市場株価は取引時点における東京証券取引所の呼値の刻みに関するルールに従い価格形成されることになるから、それを採用せざるを得ないことになる。そうすると、三洋電機株式のような株価が100円前後のいわゆる「低位株」では、呼値の単位である1円の違いで1%も市場株価が異なることになるから、株式買取請求の金額が大きい場合にはその差額も大きなものになる。近年、いわゆる「私設取引市場(PTS)」では、十銭単位の呼値になっていることからしても、「公正な価格」の呼値の単位も、単日の市場株価の終値を参照する場合のように市場ルールで決められ形成された価格である場合を除き、単日のVWAPや平均株価のように計算で算出される価格においては、事案にもよるが銭単位まで計算した決定価格にすべきである。なにも裁判所の決定価格が東京証券取引所の呼値の単位に拘束される理由はなく、決定価格の呼値は株式買取請求における総金額などを斟酌しながら、裁判所の合理的な裁量によって柔軟に設定すべきである。

なお、東京証券取引所「呼値の単位の段階的な適正化に伴う業務規程等の一部改正につい

て」平成 25 年 10 月 1 日 (<http://www.tse.or.jp/rules/regulations/b7gie6000000myd3-att/b7gie6000003usxk.pdf>) によれば、2014 年 7 月 22 日を施行日として、「TOPIX 100 を構成する株券(売買単位当たりの価格が円位未満の端数を含む価格となるものは、その他の株券に係る呼値の単位を適用します。)に係る呼値の単位について、フェーズ I で見直しを行った呼値の単位から、1 株の値段が 1,000 円以下の場合は 10 銭、1,000 円を超え 5,000 円以下の場合は 50 銭、5,000 円を超え 1 万円以下の場合は 1 円に変更します。」とある。要するに銘柄は限定されながらも、呼値が円未満となる株式が取引されることになる。

- (100) 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」、すなわち本稿でいうところの「④ VWAP 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。

- (101) 水野＝西本・前掲注 106) 85 頁では、市場株価平均値の計算方法として、本稿での名称を使うと、「①終値の単純平均」、「②終値の出来高加重平均」、及び「④ VWAP の出来高加重平均」の 3 種類があるとしており、「③ VWAP の単純平均」が含まれていないことから、同計算方法は論外であるとしている可能性がある。

- (102) 日本公認会計士協会「企業価値評価ガイドライン (平成 19 年 5 月 16 日)」経営研究調査会研究報告第 32 号 41 頁において、「市場株価法の計算例」として、図表 A-5 と同様の計算表による「加重平均株価」(本稿での、「②終値の出来高加重平均」)の計算例が提示されている。また、一般的に、市場株価を参照して価格決定したような株式買取価格決定申立事件では、決定書の別表に、決定価格の算定過程が記された資料があり、その中に同様の計算表を確認できる場合もある。

- (103) 東京高決平成 25 年 2 月 28 日・前掲注 6)。なお、テクモ事件に関連して、イベント・スタディや回帰分析などの統計的手法が証拠資料として両当事者から裁判所に提出された。その内容を解説した論稿として、森田・前掲注 63) 4-17 頁が参考になる。

- (104) 本稿の分析においては、計量分析で用いる異常収益率やそれを算出するための株価の日次収益率等においては、対数収益率を使用し、裁判の決定文等で参照されているような収益率に関しては通常の収益率(当日と前日の株価の差を前日の株価で割った数値)を用いている。なお、この日次収益率は、配当や株主優待などのインカムゲインを含まない、日次の株価や市場インデックス(市場指数)の両方とも配当落ち修正をしないで収益率を算出している。

- (105) 森田・前掲注 63) 7 頁にあるマーケット・モデルを推定するための推定ウインドウの設定期間と同一にしている。すなわち、推定期間をスクエニによるテクモへの TOB を公表した 2008 年 8 月 29 日の前日である同年 8 月 28 日以前の 1 年間を推定期間として、回帰分析

におけるパラメータを推定するための推定期間として設定している。

- (112) 本研究における回帰分析等の検証作業においては断りのない限り、日次収益率の計算方法としては全て対数収益率を使用している。
- (113) β の推定値における仮説検定では、帰無仮説： H_0 を $\beta = 1$ として、対立仮説： H_1 を $\beta \neq 1$ とする有意水準5%による両側検定を行っている。ここでは、 β の推定値が1よりも有意に小さいことを検定するのであれば、対立仮説： H_1 を $\beta < 1$ とする片側検定を行うことになるが、この場合においても、両側検定の場合と同様に β の推定値が1よりも統計的に有意に小さいという結果となっている。
- (114) 神戸地決平成21年3月16日・前掲注96)。
- (115) 前掲注113) で提示したテクモ株の場合と同様な仮説検定を行っている。
- (116) 本来ならば、より頑健性のある結論を導くために、多数の株式銘柄(例えば、日経平均採用銘柄の全部)を使用して、ファイナンス実証分析等を用いた関連する先行研究を調査し、そこで用いられている分析手法を導入すべきであるが、今後の検討課題とする。
- (117) 帰無仮説を両分散値が等しい、つまり分散比を1とし、対立仮説が終値収益率分散値の方が大きい、すなわち分散比が1より小さいとしている。

(謝辞)

本稿を作成するまでに、廣瀬久和教授（青山学院大学法学部）より、間接的ながら学問的な観点からの有益なコメント等を頂戴した。この場を借りて深く感謝したい。ただし、ありうるべき誤りはすべて筆者個人の責任に帰するのはもちろんである。